

朱玉辰：股指期货既不是天使也不是魔鬼

从去年下半年开始,中国股市陷入调整,上证指数从6124点一路下跌,最低一度跌破3000点大关,调整幅度高达50%。对此,一些市场人士呼吁尽快推出股指期货,完善市场交易机制,避免大起大落。在上周六举行的“2008首届陆家嘴论坛”上,有关上市股指期货的讨论再次成为各界关注的焦点。

◎本报记者 钱晓涵



中金所总经理朱玉辰

股指期货是股市的必需品

中金所总经理朱玉辰在论坛上表示,股指期货是股市的必需品,而不是一个奢侈品。股指期货、股指期货,这些东西都是对股票现货市场的补充和延伸,是股票市场的重要组成部分。可以说,只要有股票市场,就应该有股指期货。

如果我们把股市比作一辆汽车,汽车需要有前进档,踩了油门就可以向前开。但汽车也需要有刹车档和倒车档,如果没有,这辆车是开不稳的,开快了就会翻车。”朱玉辰强调,如果股市中完全只有做多力量,那么股指虽然可以快上,但也会像自由落体一般快下。在近两年来的筹备过程当中,我们每天都在分析股指的变化。从股指变化当中,我们越来越体会到股指期货这种产品对于中国股市而言是一种必需品,它不是可有可无的,应该作为一种基础性制度去完善它,这是避免中国股市陷入巨幅震荡的一种有效机制。”

中国银河金融控股有限责任公司董事长朱利是推出股指期货的积极倡导者。大家刚刚亲身体会到,从2008年1月起,上证综指相对于去年10月份下跌了47%-50%。我认为股指期货的缺失让市场的过度风险缺乏及时化解的工具和手段,正因为没有有效的措施,市场的信心受到了沉重的打击。”朱利认为,在这段时间内,反观一些西方市场,尤其是处在次贷危机中心的美国,其股市的震荡就没有我们想像中的那么大。从今年1月到现在,标准普尔指数下跌了5%,道琼斯指数仅下跌了3.2%。我们没有次贷危机,但是股指下跌的幅度比他们大多了。虽然美联储采取了一些稳定市场的措施,但是不可否认的是,股指期货在其中起到了不容忽视的作用。”

朱利表示,从历史上来看,凡是遇到重大事件危机,美国股市的股指期货成交量都会明显放大。无论是出现9·11事件还是发生次贷危机,美国股指期货的成交量都超过了现货市场的成交量,双向交易的机制成为股票市场的均衡力量,修正了市场的非理性波动和股指偏差,使股票风险被有效地转移和再接受,为市场提供了风险出口,将大波动化为小波动,实现了市场的稳定。朱利强调,要想使资本市场稳定发展,需要适时推出股指期货,以股指期货为主,建立起可以进行风险配置和化解的机制,让风险流动起来,在风险的交易和流动过程中逐渐化解风险,以减缓股市波动的幅度。



论坛现场 本报记者 史丽摄

机构投资者迫切需要避险工具

股市不可能永远是牛市,在相当长的时间内可能要走熊市,在熊市中该如何过渡呢?就目前来看,最好的办法就是利用股指期货或是期权这样的工具进行避险。朱玉辰表示,从持仓的角度来看,目前机构投资者已经占到市场总份额的50%,其中,基金占到了25%。从理论上说,机构投资者在市场当中应该扮演起稳定股市的力量,但很多时候,一些机构投资者并没有起到稳定股市的作用,其交易行为和散户的行为基本差不多,用今天的话来说有点“散户”。

朱玉辰认为,一些基金的规模虽然变大了,市场的份额虽然提高了,但它的交易行为、市场行为还是趋势投资者,与散户差不多。而出现这样的局面就是因为缺少工具,缺少产品,让机构的优势发挥不出来,没有多元化的设计,致使基金的交易行为趋同。事实上,在经历了今年上半年股指的大调整以后,不少基金经理深深感觉到了股指期货工具的重要性。股指期货这个交易工具推出后,将使他们的投资理念、投资方式增添更多策略性,大大增加基金投资的含金量。股指期货是一

个能够帮助机构投资者“过冬”的工具,是一个让投资者安全渡过熊市的工具。”朱玉辰表示。

持相同观点的还有上海期货交易交易所总经理杨迈军。有一句潜在的话大家可能都没有说,如果有股指期货也许我们的股票不会跌50%。”杨迈军表示,如果有股指期货锁定股票的话,股市可能就不会出现如此下跌。很多人说股票后期的下跌叫做“恐慌性”下跌,不该卖的也卖了。如果有股指期货来锁定风险的话,我想就不会有这么多人急着抛,股指期货可以起到平衡市场的作用。”

股指期货不会改变股市基本趋势

尽管推出股指期货有众多好处,但在朱玉辰看来,“救市”并非股指期货应该承载的功能,它只是一种工具,推出股指期货既不能让股市立即上涨,也不会造成大跌。凡是认为上市股指期货可以调节股市涨跌的投资者都应该尽快走出这种认识上的误区。

我感觉股指期货既不是天使也不是魔鬼。不是天使,是因为它对股价的涨跌不会起到决定性的作用,不会因为搞股指期货就让股市由熊转牛;不是魔鬼,是指它推出后不会带来大熊市、大调整。”朱玉辰表示,长期以来,股指期货在投资者的心目中一直有着特殊地位,总感觉股指期货推出后会带来一波重大行情。很多人认为,在牛市的时候推出股指期货会导致重大调整,而在熊市

的时候推出又好像是一种救市手段。事实上,综合各种各样的案例分析可以证明,这个工具不是万能的。对股指期货的恰当运用,会给股市带来一种福祉。但投资者不要对这个品种期望过度,毕竟,股指期货不会改变股市的基本趋势,它的推出只是给市场增加一个稳定的力量。”

关于中金所股指期货的筹备工作,朱玉辰表示,中金所目前在筹备工作的各个方面都做得非常扎实,而面临的最大的挑战就是在有大量散户的市场环境下,如何把风险控制住。股指期货和期权的问世已有30多年,在西方成熟资本市场已形成了以机构投资者为主的环境,而我国现阶段的环境比较特殊,散户在市场中仍占据相当的比例。因此,要严格按照“高标准、严监管、稳起步”的

原则筹备股指期货。

朱玉辰介绍说,上述原则在具体措施上包含三个方面。第一就是“高门槛”,目前中金所的合约设计在世界上几乎是最大的,这样的好处是可以把中小投资者“过滤”掉,让有一定经济实力的投资者去参与;第二是“严监管”,目前中金所的风险防范措施是最强的,比如国际通行的保证金标准是5%-6%,而中金所近月合约甚至高达15%-20%的水平,已经到了比较苛刻的状态,相信中国的“防盗门”将是最好的;第三是“稳起步”,股指期货推出后,刚开始一定要稳步发展,控制市场发展的速度,不要一拥而上,盲目炒作。不求交易量,不求交易规模,求的是让这个产品有一个缓冲的发展过程,然后再有适度的发展。

业界热议资本市场如何实现新跨越

◎本报记者 杨晶 周冲

过去几年资本市场经历了快速发展,去年中国股市的发展更是令世界瞩目。现今中国资本市场面临新的跨越式发展机遇。如何将开放的资本市场规模做得更大?国内IPO发行方式和定价制度该怎样进一步实现市场化?市场产品数量和结构如何进一步丰富、发展?机构投资者队伍如何继续壮大?围绕诸如此类的话题,在上周六的陆家嘴论坛上,业界展开了热烈讨论。

资本市场驶入快速发展阶段

中国国际金融有限公司总裁朱云来在论坛上表示,最近几年,中国资本市场驶入快速发展的阶段。资本市场如何以更大的规模、更高的效率为经济发展服务,也提上了很重要的议事日程。

中国银河金融控股有限责任公司董事长朱利表示,资本市场需要稳定发展。我们正转变经济发展方式,而加快或者尽快实现经济发展方式的转变,需要资本市场发挥很重要的作用。同时中国股市本身在转轨,要实现变革、完成转轨,也需要资本市场保持稳定。

业界人士对今后资本市场的发展提出了七大主要目标:第一,我国资本市场规模可以做得更大,也一定要做得更大;第二,资本市场产品数量还是太少,交易方式太单调,还应

一个系统工程。理论上,发行人应该有选择投资者的权利,价格也应该由主承销商来确定,确认有认购意向的人下订单,同时参考二级市场的价格,而目前的实际与这些要求还有差距。机构投资者结构一定要进行调整,在IPO公司的风险定价能力、风险理解能力、筛选能力等方面都还有提升空间。

朱云来则认为,由市场定价是基本原则,在询价制度中,由于出价没有约束,询价机制并没有真正发挥作用。目前的询价体系,机构的出价往往和最后的市场价格没有关系,这正是缺少了出价后进行约束的重要环节,国外经验是机构出价后就应该承担结果,出价太低就应被排除在投资机会之外。另一方面,朱云来还认为,监管机构不应该关心价格,应该关心程序是否正确,是否有违规、违反法律的地方,让市场有机会真正学习、管理和提高定价能力。

债券市场应有更大发展

为丰富我国资本市场的产品类型,除了股指期货等衍生品应推出外,人民币债券市场应进一步发展,成为多位业界人士的共识。

上海交通大学安泰经济与管理学院副院长吴冲峰在讨论中认为,债券市场是目前资本市场的一个短板,应该快速发展。参考全球金融市场的情况,在整个金融市场中交易规模最大的还是债券衍生品,而目前国内这方面还是零,这也将是资本市场进一步发展的机会。

朱云来认为,资本市场要进一步发挥有效促进经济发展的作用,还需要有不同的产品适合于不同的需要。目前债券市场体系还不够顺畅,发行批准的机制分设在三个甚至更多的部门分管,评级方面也没有市场的基础信息体系和严肃的评级体系,这些因素都影响了债券市场的进一步发展,也是今后发展资本市场需要改进的地方。

机构投资者队伍要进一步壮大

上海证券交易所总经理张育军表示,国外股票市场发展中的一个基本特征,是机构投资者主导。过去国内市场实际上是一个散户市场,伴随着股改的推进,市场由原来的有限流通逐步过渡到全流通,个人投资者主导的市场特征的缺陷也比较明显。

宋丽萍认为,目前市场投资者结构仍有一定问题。比如100万元以下的中小投资者占投资的主力,持股期限比较短,换手率比较高。从过去三年来看,交易成本倍增长,交易成本也很高。这样的投资者结构,限制了市场的风险承受能力。方星海也认为,机构投资者无论是数量还是水平,都可以进一步提高。

朱云来认为,在比较健全的资本市场体系中,良好的机构投资者是最主要的三大要素之一。这些年来,我国机构投资者特别是基金管理公司发展很快,但这还仅仅是一个开始,还需要继续发展。

上海期货交易所总经理杨迈军也感慨,目前参与国内期货市场的机构投资者还太少,商品期货中大概只有10000-20000个机构投资者参与。金融机构的参与目前还没有得到完全准许,商业银行参与黄金期货也还没有开始交易,正在积极准备中。

张育军还认为,将大小非减持引进大宗交易平台,发展合格投资人,长远来看也有助于实现个人投资向机构投资市场的转变。对一些经常参与的大宗交易商赋予一级交易商概念,使他们既作为市场供应方也同时是市场需求方存在,在市场上扮演重要的角色,发挥更大的作用。目前具有交易权限的证券公司、基金公司、部分保险公司、已成为交易所会员或特别会员的部分投资者,已是市场的合格投资者。今后还将发展保险公司、资产管理公司、信托机构、养老机构、投资机构等,鼓励更多投资人申请成为合格的投资者。



上海市金融服务办公室主任方星海

更丰富。未来,包括股指期货等衍生品都要推出;第三,人民币债券市场应该有更大的发展;第四,IPO的发行方式和定价制度还不够市场化,今后应该要更进一步市场化;第五,机构投资者的数量、水平还要进一步提高;第六,商品期货市场还可以有更大的发展,并且在国际上取得更大影响力;第七,资本市场应该是开放的,而不是封闭的。

深圳证券交易所总经理宋丽萍认为,全球的交易商都看好中国的中小企业上市资源。随着全球证券市场出现调整、动荡,国内资本市场面临难得的发展机遇,应该抓住机遇,为面临跨越式发展的中小企业进入资本市场提供机会。第一方投资集团主席潘力立则认为,要加快中外合资企业在中国内地市场上市,同时加快实施红筹回归等措施。

将市场化定价落到实处

上海市金融服务办公室主任方星海认为,今后应该更进一步实现定价方式和定价制度上的市场化。国外IPO发行价格是根据市场需求确定发行价水平,目前国内IPO的发行价格仍有待进一步市场化。他认为,如果不采取市场化的发行方式,机构投资者在市场上的优势就很难体现出来。

宋丽萍在讨论中认为,这个问题追根究底,是坚持市场化改革的程度问题。目前国内的定价结果是不合理,要寻找发行体制改革和壮大机构投资者队伍的突破口,这是



权证以外的杠杆投资 牛熊证

牛熊证这类杠杆投资产品于香港市场上市已接近2年,随着投资者渐渐认识牛熊证的特性,牛熊证的成交亦与日俱增。中国香港首批牛熊证于06年6月12日上市,首日只有7只牛熊证上市;同日,牛熊证成交额约1500多万港元,相对权证市场成交额约56亿港元,当时牛熊证占权证市场成交额约0.3%。其后,在投资者慢慢接受牛熊证的机制,其成交额渐增之余,发行商亦按照市场需求增加而发行更多不同条款的牛熊证。直至周二(6月6日),共有331只牛熊证上市,当日,牛熊证的成交额约17亿港元,牛熊证占权证市场成交额约10.8%(周二权证市场成交额约156亿港元),而同日,牛熊证占整体港股成交额约2.5%。

牛熊证的概念与“孖展”(Margin)相近,持有牛熊证等于向投资银行(发行商)借入贷款(牛证)或提供贷款作沽空(熊证),并以杠杆形式买入或沽出正股/现货指数,但投资者入场前必须先了解牛熊证或有机会提早到期的机制。一旦正股现货指数触及及收市价,牛熊证便会即使停止买卖,而在停止买卖后,持有者是否还有机会收取到一些剩余价值则视乎持证的类型。牛熊证大致可分为R类及N类,N类证的行使价等于收市价,一旦正股于牛熊证上市期间触及及收市价,持有N类证投资者将损失投入该证的资金。至于R类证的行使价较收市价为价内,这代表R类牛熊证的行使价低于收市价,而R类熊证的收市价则高于行使价,以致一旦R类证触及及收市价,持证者或收到一些剩余价值。由于投资者一般喜欢在持证被收回后,仍有机会收取到一些剩余价值,以致暂时市面上的牛熊证均为R类。其次,由于投资者普遍不希望持证被收

回,故希望选择收回价较现货价差较阔的牛熊证。然而,此类价差较阔的牛熊证的缺点在于其价格相对较高,令牛熊证投资者需要就两者(牛熊证价格及收回价与现货价差)找出平衡点。

以行使价22400点、收回价23800点,将于今年11月到期的R类牛证3114为例,如恒指现货市场在该证上市期间的任何一个交易日触及23800点,该牛证将会实时停止买卖。根据港交所规定,剩余价值最少是行使价与正股于触及及收回价至下一个交易时段内,最低价(牛证)或最高价(熊证)的差距,再除以该证的换股比率。

如投资者以牛熊证短炒正股波幅,可以该证的每轮对冲值理论,估计其即日市价的变化。至周三(6月7日)计,3114收报0.222元,其每轮对冲值约0.000055。

3114的理论变动=牛熊证的买卖差价每轮对冲值=0.0010/0.000055=18.2点
以上述例子为例,恒指指每上升(或下跌)约18点,理论上,3114将上升(或下跌)0.001元。

比联金融产品网址为www.kbcwarrants.com

比联金融产品为亚洲活跃的衍生产品供应商,提供多元化产品,包括权证、结构性产品,并积极参与投资者教育,详情请浏览比联网页。证券价格可升亦可跌,投资者有机会损失全部投入的资金。投资者应充份理解权证特性及评估有关风险,或咨询专业顾问,以确保投资决定能符合个人及财务状况。

(广告)