

股指期货推出对股市的影响及对策

陈游

(湖州职业技术学院 浙江湖州 313000)

【摘要】 本文讨论了股指期货的推出对我国股市的影响,指出股指期货集期货市场 and 现货市场的风险于一身,其风险具有放大和传递的特征,推出股指期货应充分考虑各方面因素才能防患于未然。

【关键词】 股指期货 期货市场 杠杆效应

股指期货是以某一股票指数作为标的物的期货品种,它并不是采取实物的方式来进行交割,而是采取现金交割的方式。股指期货以指数点报价,每一份期货合约的价值金额为每一点代表的金额乘以指数点数。从整体上看,股指期货交易额远远超过了股票现货市场交易额,前者是后者的22倍。目前,许多国家的证券交易所均开展了股指期货交易。1993年3月,我国海南证券交易中心也推出了深圳股指期货,但由于当时国内资本市场条件还非常不成熟,于当年9月便停止了该品种的交易。股指期货作为一种金融期货,套期保值与投机是它的基本功能。利用股指期货来对单个或少量股票资产进行套期保值,其中隐含一个重要的前提条件,即股指与单个股票价格的长期正相关性,股指的上涨(下跌)会带动单个或少数股票价格的上涨(下跌)。

一、股指期货推出对我国股市的影响

1. 股指期货市场对股市的影响。股指期货的推出在实践中可能从股价和资金流向等多个方面给股市造成一定程度的负面影响。一是对市场价格波动的影响。推出股指期货将减少因股市缺乏做空机制而出现的股价过高或者过低的问题,有利于股价围绕价值波动。但因两个市场信息反应机制的差异,许多实证研究发现两个市场间的价格变化存在着领先或落后的关系,从而造成股指期货价格变动幅度超出了股价指数的变动幅度,导致股价偏离其真实价值,给股市造成一定程度的负面效用。而因期货到期出现的到期日效果对股价的影响更大,特别是期货到期日效果更加明显。二是影响市场资金流向。虽然从长期来看,推出股指期货将活跃市场气氛,提升投资者信心,从而能够增加股市交易量。但由于股指期货本身有低交易成本、低保证金、高财务杠杆、现金交割及更能掌握整体指数趋势的优点,使得股指期货广受机构投资者的青睐,境外股指期货推出后其成交量大幅增加,并大大超过了其现货市场的成交量。

2. 股指期货市场风险对证券市场的杠杆效应。股指期货在上市之初,可能会吸引部分风险偏好者由现货市场转向股指期货市场,引起股市资金流向股指期货,但这只是局部和短期现象。从整体来看,股市和股指期货市场能够实现长期平衡

的协同发展。首先,股指期货的推出使投资者可以进行当前股票现货市场上无法进行的做空操作,利用其套期保值功能对冲系统性风险。股指期货的套期保值功能,将会吸引一批套利者的加入,股市的规模将会扩大,资金的流动性将会增强,从而实现股市和期货市场的“双赢”。其次,股指期货的推出给投资者提供了熊、牛两种市况下均能盈利的机会。这有利于激发投资者的投资积极性,有利于吸引境外资金的进入,有利于推动那些注重长期投资的保险基金和社保基金等机构投资者进入证券市场,最终有利于证券市场理性投资主体的培育和发展,进而推动价值理念的真正形成。从长远来看,股指期货的推出会减少现货市场的股价指数的波动,并有利于我国股市走向成熟和完善。因此,我们在推出股指期货后,短期内可能会引起股市的波动,但从长远来看这种波动是良性的,一旦价格发现机制形成后,就不会增加股市的波动性。而且,股指期货的推出还有助于降低市场换手率,引导部分投资者从投机走向投资,延长了市场波动周期,从而使我国的股市走向成熟。

3. 现货市场不成熟可能带来的影响。国债“327事件”使许多专家担心股指期货的市场操纵与风险监控问题,其实发生国债“327事件”的原因是多方面的。首先,现券市场不发达,券种及期限结构不合理。当时我国现券市场上的可流通国债规模只有930亿元,在期限结构上主要以短期券为主,在风险控制措施不力的情况下,很容易发生逼仓现象。其次,由于当时我国国债期货的价格主要是由保值贴补率和贴息所决定的,期货合约的到期价格是不确定的,再加上当时我国在制定和公布保值贴补率和贴息的实际操作方法上不是很科学,市场和社会公众根本无法对保值贴补率和贴息产生一个正确的预期。再次,我国缺乏统一的法规与监管体系。当时开设国债期货交易的交易所共有14家之多,市场分割严重,各交易所各自为政,进行恶性竞争,故意纵容机构大户透支交易和操纵市场。最后,在管理上存在用现货机制管理期货的误区。当前我国证券和期货市场已形成统一的法规与监管体系,交易所的布局趋向合理,风险监控制度与技术更加完善,现货市场的基础更为牢固,国债“327事件”发生的市场基础已不复存在,因此完全有能力防止类似事件的再次发生。

二、相关对策研究

从长远来看,作为一种金融创新工具,在我国推出股指期货是大势所趋,但股指期货集期货市场 and 现货市场的风险于一身,其风险具有放大和传递的特征,如不加以防范和化解,甚至可能造成股市崩溃和金融危机。因此,在我国推出股指期货应充分考虑以下几个方面的对策。

1. 选择适当的标的指数,在源头上控制股指期货风险的产生。由指数期货的基本经济功能可以知道,要股指期货能很好地对冲风险,必须和全市场指数有很强的相关性。事实上,对冲风险要求考虑的是期货价格和全市场指数的相关性,但由于套利引起的期货价格和对现货成分指数的高度一致性,在选股时只需要考虑成分指数和全市场指数的相关性。由于我国监管和行业自律体系还不完善,采用标准普尔500那样的专家委员会制选择成分股的方法可能造成黑箱操作,因此需要一套既有科学性又有很强的经济与金融涵义的选股规则,而且这套规则应有一定的透明度,以减少人为因素的影响。基本思路是:选择那些波动性小、流动性强、流通市值和总市值大的股票,利用蓝筹股的表现特性构造一个指标来量化股票的市场表现。股票首先根据行业分类,然后在每个行业内用指标选择成分股,最后在保证一定覆盖面的基础上构建两个成分指数:一个大样本指数中国300A 和一个小样本指数中国100A。大样本指数可以很好地跟踪整个市场,作为市场基准;小样本指数可以很好地跟踪大样本指数,因而也能较好地拟合市场,同时也可作为股指期货的标的物。

2. 加强对市场参与主体的风险管理。金融期货品种是在商品期货基础上发展起来的金融衍生产品,商品期货原有的几大风险控制制度已经相对成熟,完全可以移植到金融期货交易中去。证券交易所应有针对性地制定新的制度。这有利于进一步完善期货业与证券业的专业化分工,有利于充分利用期货市场基础设施,也能更好地维护投资者的利益。各经纪公司必须制定出更严谨的风险控制措施。经纪公司只有严格执行证券交易所制定的各项风险控制措施,才能保障自己的市场地位,不至于被市场风险所吞没。作为投资者而言,首先要明确自己参与市场的目的,是作为套利者锁定风险而介入市场还是为了追求价差进行纯投机买卖,在交易过程中不能错位。投资者首先要具备相对较高的素质,对风险和收益有客观和理性的认知,熟知各种交易投资的手段,学会在交易过程中制定具体的交易策略,其交易策略的核心内容应该是尽可能地扩大盈利和降低风险。

3. 建立跨市场的联合监控制度。经过十几年的发展,证券市场积累了丰富的监管经验,形成了一套较为完备的风险防范体系。而作为股指期货的现货指数,沪深300指数具有以下特点。第一,指数成分股的权重集中度低。2008年1月9日,沪深300指数的前三大权重股的累计权重为12.07%,远低于香港恒生指数的前三大权重股的累计权重。第二,指数成分股的流通市值覆盖率高。流通市值覆盖率高,代表指数的抗操纵性越强。因此,通过影响现货指数来操纵股指期货价格的难度较

高。在结算方面,应使股指期货交割结算价格取现货指数在最后一交易日最后2小时的算术平均价格,大大增加了资金操纵现货指数价格的难度。在风险控制方面,应建立系列的风险控制制度。证券交易所可以根据市场实际的风险状况,调高市场整体的保证金水平,直接增加操纵成本。证券交易所还可以建立大户报告制度监控市场动向和大户行为,在风险尚未大量积聚前有足够的时间关注和控制事态的发展,使股指期货市场具有较高的透明度。股指期货与现货市场的联合监管可以有效化解跨市场操纵风险。我国跨市场监管协作通过构建起以下四个机制,即信息交换机制、风险预警机制、共同风险控制机制和联合调查机制,能够及时发现某个市场的异常交易行为,遏制跨市场操纵行为等违法违规行为的发生,从而防范风险,维护资本市场稳定,从源头上保障股指期货具有较强的抗操纵性,为广大投资者提供一个公平的博弈环境。

4. 建立健全法律法规体系,争取做到“先立法,后建场”。由于我国改革开放过程的艰巨性和历史的局限性,我国期货市场走的是“先发展、后立法”的路子,其法律法规明显滞后,这是我们无法回避的客观事实,而且已经对我国期货市场的健康发展起到了明显的制约作用。从国外发展金融衍生品的经验来看,推出股指期货一般应具备三个条件:一是市场条件,即现货市场相对比较成熟,有避险的需求,有相应的投资者;二是技术条件,即有合理的统一指数作为期货合约的标的,证券交易所的电子交易系统能够满足股指期货交易和风险控制的需要;三是法律环境,即一个国家的法律允许推出股指期货,并为其运行提供法律保障。在这三个条件中,法律环境居于非常重要的地位,是市场条件和技术条件得以正常发挥作用的保证。国外的经验表明,任何一个国家或地区推出股指期货无不是立法先行,我国也不应例外。2007年3月16日,国务院发布了修订后的《期货交易管理条例》,将适用范围由原来的商品期货交易扩大为商品和金融期货、期权合约的交易。随后,证监会先后发布了《期货交易所管理办法》、《期货公司管理办法》等规章制度,进一步明确了期货公司从事金融期货业务的资格条件、申请程序、业务运作以及相关监管要求,为金融期货的推出搭建了清晰的规章框架。随后,《交易规则》和《中国金融期货交易所的违规违约处理办法》也获证监会批准正式发布,这标志着我国金融期货交易所的规则体系和风险管理制度已经建立,金融期货的法规体系基本完备,金融期货的诞生具备了坚实的法规基础。

主要参考文献

1. 姚松. 关于发展我国股票指数期货的探讨. 商业研究, 2001;5
2. 刘炜, 温英杰. 我国开设股票指数期货交易问题研究. 财会月刊, 2004;B12
3. 王春玲. 我国开展股指期货对股票市场的影响分析及对策研究. 中国证券期货, 2006;1
4. 陈华, 姜晓华. 股指期货存在巨大杠杆效应. 中国青年报, 2007-06-04