

中国推出股指期货的市场影响

袁雪¹, 曾益红²

(1. 南开大学经济学院金融系, 天津 300071; 2. 冠通期货研发中心, 北京 100011)

摘要: 该文分析了股指期货交易的特点, 剖析了中国股指期货交易制度和市场影响, 提出来了股指期货改革的具体建议。

关键词: 股指期货交易; 证券市场; 机构投资者; 散户投资者

中图分类号: F832.51 **文献标识码:** A **文章编号:** 1671-2404(2010)40-0041-05

1 股指期货交易特点及优势

股票指数也称股票价格指数, 是由证券交易所或金融服务机构编制的表明股票行市变动的一种供参考的指示数字, 与此同时投资者也可根据指数的升降, 预测股票市场的动向。

在此基础上衍生出的股指期货是指, 以股票指数为交易标的的期货交易。在股指期货交易中, 买卖双方约定在将来的某一时间以约定的价格(股价指数的点数)买卖标准化单位的某种特定指数。但交易中并不涉及实际股东权益的转让, 没有实际的股票过户, 交割时只按由股票指数市场变化与合约确定的点数的差所代表的货币金额进行清算。股指期货交易不仅仅满足了投资者规避股市系统性风险和转移个别股票价格波动风险的需求, 同时也具备股票交易(不包括中国还未正式开始的融资融券)所不具备的卖空交易、交易成本低、流动性高和保证金制度等特点。在国外成熟的股指期货交易市场中, 股指期货交易成本大约仅为股票交易成本的10%, 主要包括: 交易佣金、买卖差价、用于支付保证金的机会成本和可能发生的税项。而在中国, 中金所规定股指期货交易收取比率为万分之0.5的交易手续费, 而期货公司根据公司规模、服务体系等不同, 额外收取比例为万分之一左右的交易佣金, 这相比于中国证券公司对于现货交易收取的万分之八至千分之二的手续费, 投资者交易成本大幅降低了, 尤其

是对于持有大量资本的机构投资者。此外, 股指期货交易不收取股票现货交易的印花税。

2 中国推出股指期货的制度解析

2.1 中国股指期货交易规则

2010年4月16日, 中国股指期货正式挂牌交易, 首批上市合约分别为2010年5月、6月、9月和12月合约, 并公布了包括挂盘基准价、交易保证金比率、每日涨跌停幅度、交易及交割手续费比率等交易规则。具体规定了, 沪深300股指期货IF1005、IF1006、IF1009、IF1012合约的挂盘基准价为3399点; 上市首日, 5月、6月合约涨跌停幅度为挂盘基准价的 $\pm 10\%$, 9月、12月合约为挂盘基准价的 $\pm 20\%$; 交易手续费为成交金额的万分之零点五, 此外期货公司根据公司规模、服务体系等不同, 额外收取比例为万分之一左右的交易佣金; 交割手续费标准为交割金额的万分之一等内容。值得注意的是, 中金所对于中国股指期货交易保证金比率的最低标准从初始制定的10%提高到了12%。另外, 鉴于股指期货合约刚刚上市, 中金所规定5月、6月合约交易保证金比率为合约价值的15%, 9月、12月合约为合约价值的18%。除此之外, 期货公司还需进一步加收4%~5%的保证金。这一系列的最低保证金标准的提升都降低了杠杆幅度, 确保了股指期货的平稳推出和安全运行。

2.2 中国股指期货投资者准入条件

2010年2月8日, 中金所发布股指期货投资者准入条件: 投资者开户的资金门槛为50万元; 参与股指期货交易的投资者需通过由中金所命题的股指期货知识测试; 投资者必须具有累计10个交易日、20笔以上的股指期货仿真交易成交记录, 或者最近

收稿日期: 2010-09-06

作者简介: 袁雪, 本科生, 研究方向为证券投资; 曾益红, 首都经济贸易大学经济学硕士, 冠通期货研发中心总经理, 首席期货分析师, 主要从事证券投资等方向的研究。

E-mail: yxue.nkjr@gmail.com

三年内具有 10 笔以上的商品期货交易成交记录。以上的三个准入条件可以简单概括为,符合条件的机构投资者和有经济实力及抗风险能力、有期指知识、有实际交易经验的“三有”自然人。

2.3 关于机构投资股指期货规定

中国规定,基金投资股指期货在投资策略上以套期保值为主,股票型基金、混合型基金及保本基金可以投资于股指期货,但债券型基金、货币市场基金不得投资。与此同时,中国还从持仓规模、投资杠杆、日间回转交易量、基金风格以及基金流动性五个方面对机构投资者投资股指期货进行严格限制。

2.4 股指期货制度剖析

通过研究中金所对于股指期货交易的规定,提高的交易保证金最低标准使得两个近月合约的保证金比例达到 20%,而两个远月合约的保证金比例达到 22%。由于股指期货合约规定每个点 300 元,根据挂盘基准价计算,投资者买入或者卖出一手合约的保证金将达到 20 万元以上。与此同时,根据中金所规定的交易手续费比率和挂盘基准价计算,投资者投资股指期货交易的双边费用一手至少 200 块。而针对以投机为投资目的的投资者,很可能日内进行多次操作,那么交易成本就大幅提高。以上政策一方面有效控制了资金量偏小且期货投资经验缺乏的个人投资者投资股指期货的份额,保障了市场的稳定性和有效性;另一方面也遏制了以投机为投资目的的投资者的投资次数,防止市场出现大起大落。

与此同时,中金所还针对不同投资目的的股指期货投资者采取了程度不同的制度规范,对于投机客户,持仓限额从 600 手大幅压缩到 100 手,而进行套期保值交易则不受此政策的限制。这表明监管层希望提高股指期货市场中套期保值交易的份额,充分发挥期货市场风险管理的功能。

总而言之,股指期货推出伊始,这些政策都为了控制风险,也体现了中金所对于股指期货推出对于整个金融市场的影响持相当谨慎的态度。中国股指期货推出后,“到期日效应”影响不大,首个交割日当天期现市场均反应平稳,同时中国股指期货价格自推出后连续性较好,流动性充裕,期现价差稳定,三次到期日交割期现价格均实现了收敛,三次偏差率分别为+0.01%、-0.03%和+0.008%,这些都与中金所制定的严格风险管控措施密不可分。

3 推出股指期货的市场影响

自从 2006 年 2 月 8 日中金所获准筹备开始,业界对于这个引入做空机制的新型金融衍生品交易就有相当大的争议。由于在引入可以做空的股指期货前,股票市场是一种单边市场,所有人都只能通过股票价格的上涨而获利。因此,很多人担心这种新型的拥有做空机制的股指期货交易会使得股市下跌。

但是,不能因为股指期货有使股票市场下跌的风险,而不推出股指期货。因为永远没有只涨不跌的股市,在一个缺乏做空机制、只能单向做多的股市里,泡沫总有一天会积累到难以承受的地步,没有股指期货对冲下跌风险,泡沫的这一刺破过程将使广大投资者损失惨重。尤其是中国股市在 2008 年遭遇滑铁卢,股指从年初的 5000 多点一路暴跌至 1 664 点的时候,如果存在股指期货做空来对冲风险,可能投资者投资盈亏会发生很大变化。

3.1 中国股指期货的市场功能

3.1.1 股指期货有价格发现功能

期货市场由于所需的保证金低和交易手续费便宜,因此流动性极好。一旦有信息影响大家对市场的预期,会很快地在期货市场上反映出来。并且可以快速地传递到现货市场,从而使现货市场价格达到均衡。具体到中国市场,由于股指期货市场的开市时间比现货市场早 15 分钟而收市时间比现货市场晚 15 分钟,因此在现货市场开始前和闭市后,股指期货市场的价格可能包含更多的市场信息和政策信息,这对于投资者投资和参考都具有重要的意义。另外鉴于目前中国的 A 股市场还是 T+1 的交易机制,因此股指期货市场也必然比现货市场更多的反应市场的意愿。综上所述,股指期货具有比较明显的价格发现功能。

3.1.2 股指期货有风险转移功能

股指期货的引入,为市场提供了对冲风险的途径,股指期货的风险转移功能是通过套期保值来实现的。如果投资者持有与股票指数有相关关系的股票,为防止未来股票价格下跌造成损失,他可以卖出股票指数期货合约,即股票指数期货空头与股票多头相配合时,投资者就避免了总头寸的风险。

需要注意的这里对冲的风险是系统性风险,而不是个股蕴含的非系统性风险。非系统性风险需要通过股票组合的分散化来解决。但是由于股指期货

上市的时间还较短,投资者结构还不完善,套期保值的比例相对较低,因此利用股指期货套期保值稳定市场的作用还不显著。但这个问题正在得到逐步的解决,从最早参与股指期货套期保值的中信、国泰君安和招商等证券公司那里得到的信息显示,尽管由于今年股市的行情不好导致公司在自营业务上产生一定亏损,但由于参与了股指套保,使得他们在期货市场上获得的收益基本可以弥补现货的损失。由此可见股指期货风险转移功能的重要性和有效性。

3.1.3 股指期货有利于投资人合理配置资产

如果投资者只想获得股票市场的平均收益,或者看好某一类股票、如科技股,如果在股票现货市场将其全部购买,无疑需要大量的资金,而购买股指期货,则只需少量的资金,就可跟踪大盘指数或相应的科技股指数,达到分享市场利润的目的。而且股指期货的期限短(一般为三个月),流动性强,这有利于投资人迅速改变其资产结构,进行合理的资源配置,同时便于投资人的财务管理。

3.1.4 股指期货为市场提供了新的投资和投机品种

股指期货还有套利作用,当股票指数期货的市场价格与其合理定价偏离很大时,就会出现股票指数期货套利活动;股指期货的推出还有助于企业在证券市场上直接融资;股指期货可以减缓基金套现对股票市场造成的冲击。

3.1.5 股票指数期货为证券投资管理提供了新的手段

它从两个方面改变了股票投资的基本模式。一方面,投资者拥有了直接的风险管理手段,通过指数期货可以把投资组合风险控制在浮动范围内。另一方面,指数期货保证了投资者可以把握入市时机,以准确实施其投资策略。以基金为例,当市场出现短暂不景气时,基金可以借助指数期货,把握离场时机,而不必放弃准备长期投资的股票。同样,当市场出现新的投资方向时,基金既可以把握时机,又可以从容选择个别股票。正因为股票指数期货在主动管理风险策略方面所发挥的作用日益被市场所接受,所以近二十年来世界各地证券交易所纷纷推出了这一交易品种,供投资者选择。

3.2 中国股指期货蕴含的风险

3.2.1 市场风险

由于保证金交易具有杠杆性,当出现不利行情

时,股价指数微小的变动就可能使投资者权益遭受较大损失;价格波动剧烈的时候甚至会因为资金不足而被强行平仓,遭受重大损失,因此投资者进行股指期货交易会面临较大的价格风险。

3.2.2 操作风险

和股票交易一样,行情系统、下单系统等可能出现技术故障,导致无法获得行情或无法下单;或者由于投资者在操作的过程中出现操作失误,都可能会造成损失。

3.2.3 现金流风险

现金流风险实际上指的是当投资者无法及时筹措资金满足建立和维持股指期货持仓的保证金要求的风险。股指期货实行当日无负债结算制度,对资金管理要求非常高。如果投资者满仓操作,就可能经常面临追加保证金的问题,如果没有在规定的时间内补足保证金,按规定将被强制平仓,可能给投资者带来重大损失。

3.2.4 流动性风险

流动性风险主要指由于合约的成交量和持仓量较低,投资者在该合约上的交易可能带来价格的重大变化,从而使得投资者蒙受损失的风险。该风险在套利和套期保值交易建仓和平仓时表现的尤为明显。为了规避该风险,投资者往往采用利用近月主力合约减仓,之后再展期的方式。

3.2.5 连带风险

为投资者进行结算的结算会员或同一结算会员下的其他投资者出现保证金不足、又未能在规定的时间内补足,或因其他原因导致中金所对该结算会员下的经纪账户强行平仓时,投资者的资产可能因被连带强行平仓而遭受损失。该风险主要发生在全面结算会员的客户身上。

4 中国股票市场和股指期货改革建议

4.1 打击非法的交易行为

股指期货的推出,使得中国的资本市场正式进入了双边交易时代,这意味着中国的金融市场进一步的完善和成熟,同时这也对中国监管当局打击内幕交易和操纵市场价格行为的力度的要求提高了。中国监管部门应该加强打击内幕消息和操纵价格行为的力度,保证市场的公平、公正、公开。中国可借鉴有多年股指期货交易经验的美国监管当局采取的举措,比如:

4.1.1 建立强大的数据库和软件支持

一方面,美国监管当局建立的数据库系统包含了可能涉及内幕交易人员的详细资料,其中包括上市公司的管理层和主要股东、其家庭成员、主要商业伙伴等。与此同时,主要金融中介机构的银行家、律师等工作人员的资料也包括在数据库中。在保证数据库数据来源的广泛的同时,美国证监会还保持了数据库信息的准确和及时,使其成为一个开放的体系。另一方面,证券交易所设定了股票、期货等的安全价格和交易量的波动范围,当其监控系统发现证券超过该波动范围,证券交易所会自动向自律机构内的监控人员发出警示。此时证监会的强大数据库可以提供该投资人的详细个人信息和投资风格,证监会据此可以做出及时全面的调查。

4.1.2 积极利用违规者所在及相关的组织

与违规者所在及相关的组织合作,包括上市公司、基金公司、证券公司、投资银行、会计师审计师事务所、律师行、新闻媒体机构等等,既要求各公司的内部自律也要求彼此之间的相互监督,全面配合。

首先,上市公司、基金公司和中介机构都有其内控机制。上市公司大多通过预设时间窗口和股票买卖计划对内幕交易进行控制,其高管、董事、监事和大股东在买卖股票前要先征得律师的同意,同时按照规定向监管部门申报并公示其持有该公司股票数量和买卖变动情况;中介机构和商业媒体的工作人员一般也不许持有任何与工作相关公司的股票,他们投资共有基金需要在法律部门详细备案,每次买卖股票或基金的行为也要报公司律师批准,表明不具备任何内幕信息,各公司和机构通过自律为内幕交易设下了一道坚实的网。其次,从美国证券交易委员会到包括股票交易所、全国交易商协会、期权管理监督局等自律机构都会对市场实时监控,为内幕交易布下了另一道网。再次,利用投资银行、会计师审计师事务所、律师行、新闻媒体机构等各中介机构与内幕交易者的密切关系监控、举证违规行为,构成了针对内幕交易者的一道“高压线”。

4.1.3 强有力的揭黑激励措施

由于内幕交易口口相传、难于举证,美国证监会设立了强有力的揭黑激励构。具体规定,SEC可以将内幕交易民事罚款的10%奖励给举报者。这样,在揭黑奖金的激励下,很多相关利益者和具有专业技术的人员关注内幕交易,判断是否存在违规交易

嫌疑从而积极举报。如在美国历史上处罚最高的伊万博伊斯基案中,总计1亿美元的罚款给报料人带来了1000万美元的收获。这样,证监会通过有效激励措施,使得监督主体扩大到整个社会,这使得美国金融市场进行内幕交易的风险远远高于中国。

4.1.4 严厉的惩罚措施

美国证券交易委员会一向以其铁腕著称,对内幕交易一贯是从重处罚、毫不姑息,其惩罚的严厉程度足以产生极高的内幕交易成本,从而有效打击违规交易。从美国抑制内幕交易的法律也可见其处罚之严格。自从美国的《1933年证券法》及《1934年证券交易法》中确立了反欺诈规则,严厉禁止内幕交易,1942年和1968年分别以10b-5规则和《William法案修正案》进一步界定内幕交易和市场操纵行为,对于内幕交易的处罚就愈加严厉。1984年出台的《内幕交易处罚法》,规定对内幕交易者处以3倍的罚款。1988年通过的《内幕交易及证券欺诈制裁法》规定内幕交易者无论是否有利润所得,一概予以罚款处罚,自然人的处罚金额被提高至10万至100万美元,法人则可被处以高达250万美元的行政罚款。而2002年通过的《公众公司会计改革和投资者保护法》进一步规定,任何人通过信息欺诈或价格操纵、内幕交易在证券市场获取利益,可被处以最高达25年的监禁。这意味着,在美国,如果进行内幕交易被查获,不但要承担极其严重的行政处罚、民事赔偿责任,还要承担严重的刑事责任。轻则被吊销执业资格,重则被罚的倾家荡产、面临几十年的牢狱之灾。^[2]

4.2 放缓基金、QFII 准入股期货进程

虽然股指期货推出加大了现货市场的波动,但是中国股指期货推出后,诸如“到期日效应”等对中国A股影响不大,首个交割日当天期现市场均反应平稳,同时中国股指期货价格自推出后连续性较好,期现价差稳定,三次到期日交割期现价格均实现了收敛,三次偏差率分别为+0.01%、-0.03%和+0.008%,这些与中金所在股指期货正式交易初期对基金和QFII等机构投资严格控制有密切关系。但是,在内幕交易没有得到很好控制的情况下,如果机构投资在股指期货交易市场份额进一步扩大,会加剧内幕交易给中小投资者带来的影响和市场不公平的现象。因此,在中国股指期货交易还未完全成熟的情况下,中国应继续严格监管机构投资者对股指

期货的投资活动。

尤其是,对于 QFII 进入中国股指期货市场应该采取比公募基金更加谨慎的措施。在“第二轮中美战略与经济对话框架下经济对话联合成果情况说明”中指出,中国声明将在审慎监管的基础上,允许在中国境内依法设立的合格外商投资公司依照相关法律法规开展期指业务。在投资者纷纷预期已经在技术上入熊的 A 股市场环境下,放行 QFII 进入股指期货,QFII 可以以偏低的市场价位进入中国期指市场。这实质上是进一步打通了 A 股和境外市场的关联性和减少了跨境套利的阻碍,这难免会成为 QFII 做空 A 股的通道。对于 QFII 而言,只要拿到份额,做空 A 股不是难事。目前 A 股中的权重股大多是 A+H 发行,并且 A 股和 H 股的联动性愈加明显。而且 QFII 通常在香港持有大量的权重股头寸,它们可以通过在 H 股市场不断沽出权重股压制股价来间接打压 A 股大盘,然后利用 A 股的股指期货进行套利,同时再借助香港市场本身的套期保值工具对冲卖出 H 股的损失。而且 A 股在经历本轮大跌之后,多数权重股相对其 H 股已经出现贴水,这使得境外资本更有动力跨境套利。并且境外资本已经拥有做空 A 股的经验,比如新加坡交易所富时 A50 指数就曾经一度挑拨 A 股的神经。海外资金在新加坡市场卖空新华富时 A50 指数,之前通过 QFII 等各种渠道进入内地,抢得了大量权重股筹码如中石油、中石化和大盘银行股。当这些股票价格上涨到一定高度时,这些资本纷纷卖出打压权重股股

价。两者的同时运作就可以实现无风险套利。^[3]

4.3 加紧推进现货市场融资融券和 T+0 交易

任何一种金融衍生品推出的目的都是为了对冲原有市场的风险,同时提高市场流动性,保证交易达成和活跃,并与原有交易品种共同发挥价格发现功能。但目前中国的股指期货市场和现货市场分别执行 T+0 和 T+1 的交易制度,这使得期现市场出现不对称的情况。因此,为了维护中小投资者的利益,改善流动性,中国金融当局应该在股指期货推出后,对现货市场交易进行改革,如实现 T+0 交易,加快推进开展覆盖面广的融资融券机制的进程,融资融券和 T+0 交易应该是与股指期货相配套的交易方式。而在提高流动性方面还可以设立能够保证证券市场的流动性的做市商制度,提高股市流动性的意义不单纯是为了股市的繁荣和估值水平的提高,更重要的意义还在于让股市为国民经济服务的功能可以得到发挥。如面对国际金融危机,我们的财政需要钱、企业需要钱,只有靠资本市场的繁荣,直接融资的功能才能正常发挥。

参考文献

- [1] 张庭宾. 谁在暗算股指期货[M]. 北京: 当代中国出版社, 2007: 56-92.
- [2] 马欣, 刘慧. 美国抑制股市内幕交易的经验及对我国的启示[J]. 海南金融, 2007, 12.
- [3] 汪炜, 施建军. 期货市场功能、业态及其国际化[M]. 北京: 经济科学出版社, 2005.

The Influence of Stock Index Futures of China

Yuan Xue¹, Zeng Yihong²

(1. Department of Finance, Nankai University, Tianjin 300071, China;

2. Research and Development Center, Guantong Futures Company, Beijing 100011, China)

Abstract: On April 16th 2010, China mainland began the transaction of the stock index futures, which had been looked forward to for a long period of time. As the development of the Chinese financial market falls behind that of the developed countries to a certain degree, the research on the influence of the stock index futures of China on the macro-economic situation is of great significance. Moreover, facing various impacts the authority should take action timely and effectively.

Key words: stock index futures transaction; securities market; institutional investor; individual investor