

## 股指期货对市场投资的影响分析

文/张益智

### 一、研究背景和问题提出

股指期货(Index Futures)是一种以股票指数为标的物的金融期货合约。1982年,美国堪萨斯期货交易所(KCBT)在世界上第一次推出了价值线综合指数(Value Line Average)期货。它的出现,被称为“股票交易中的一场革命”,一经推出便受到投资者的热烈欢迎,随即在美国获得迅速发展。1982年4月,芝加哥商业交易所(CME)开设了S&P500股价指数期货交易,同年5月,纽约期货交易所(NYFE)推出了纽约证券交易所综合指数期货合约。

由于股指期货在证券市场上发挥着价格发现、套期保值和对冲风险、优化资产配置、活跃股票现货市场重要作用,其诞生之后便在世界各国得到迅猛发展,日本、香港、伦敦等地先后开展了股指期货交易。目前股指期货这个新的金融衍生品在中国市场上也呼之欲出。其对中国市场最大的影响就是可以一改以往中国股市单边操作的习惯,把现货市场和期货市场的对冲机制,引入到中国证券市场的操作中来。但是股指期货在提供风险规避的同时,也提供了新的投机手段,对于投资手段会带来怎样的影响呢,值得我们关注。

### 二、股指期货对市场投资影响分析

#### 1、股指期货的推出对于股票市场波动性和流动性的影响是不确定的,信息扮演着关键的作用

Subrahmanyam (1991)在完整市场(complete markets)的假设下,对引进股指期货对市场的影响进行了分析,并认为期货市场的引进使得股市流动性下降。因为对于没有信息(uninformed)的投资者而言,由于期货市场的投资成本较低,所以期货市场更能吸引其中的流动性需求者。又由于股指是一个综合指标,个股信息对其影响有限,因此对于掌握个股信息的投资者而言不会倾向于针对指数的股指期货,他们会更偏向于现货市场。由于信息的不对称性,期货市场的投资者不愿意进入现货市场,而现货市场的投资者不愿意进入期货市场,从而使市场间流通性下降。因此他强调,具有信息优势的投资者比例将会影响到期货市场和现货市场的均衡。研究还认为引进期货市场对于股价的波动性影响时不确定的。

Jegadeesh和Subrahmanyam(1993)对于S&P500指数对于股票市场的流动性进行了研究。研究发现引入标准普尔500指数期货后,成份股的价格,成交量,波动率和价差的变化都显著增加了。

Charles M. S. Sutcliffe (1997)对于股指期货推出后波动性影响的实证研究进行了总结。结果如下:

研究者	研究时间	研究指数	样本区间	波动性增加	研究结论	
					波动性减少	波动性不变
Edward	1987	S&P500	1973-1987		Y	
Beckett\Roberts	1990	S&P500	1962-1990		Y	
Freris	1990	Hang Seng	1984-1987		Y	
Lee and Ohk	1992	NYSE Composite	1980-1984	Y		
Lee and Ohk	1992	NYSE Composite	1978-1985		Y	
Chen, Jerrett and Rhee	1992	TOPIX	1987-1989		Y	
Lee and Ohk	1992	Hang Seng	1984-1988			Y
Lee and Ohk	1992	AOL	1981-1985		Y	
Lee and Ohk	1992	FT-SE100	1982-1986		Y	
Brenner et al.	1994	Nikkei (SIMEX)	1984-1989	Y		
Bacha and Vila	1994	Nikkei (Osaka)	1988		Y	
Bacha and Vila	1994	Nikkei (CME)	1990		Y	
Choi and Subrahmanyam	1994	MMI	1984		Y	
Antoniou and Holmes	1995	FT-SE100	1980-1991	Y		
Antoniou et al.	1995	FT-SE100	1981-1987		Y	

注: S&P500表示美国标准普尔500指数; FT-SE100表示英国金融时报100指数; MMI表示美国主要市场指数; TOPIX表示日本东证指数; Nikkei表示日本日经指数; AOI表示澳大利亚普通指数; Hang Seng表示中国香港恒生指数; NYSE Composite表示美国纽约综合指数。

李存修、陈俊霖、朱世逸(1998)以香港恒生指数期货为例,进行了实证分析,研究了股指期货对现货市场成交量的影响。他们认为,股指期货对市场有三点影响:一是期货杠杆程度高,吸引以投机为目的的交易;二是指数期货提供了避险工具,提高了投资意愿而增加了现货市场的成交量;三是指数期货有价格揭示的功用,吸引了套利交易。香港恒指期货上市后,成份股的周转率增加八成以上,可见市场流动性显著增加,期货与现货之成交量呈净互补关系。

因此从现有的研究结果来看,对于股指期货对于波动性和流动性的影响仍然是不确定的。信息在里面起了关键的影响作用。

## 2、股指期货的推出短期内不利于中小投资者

最主要的原因在于:股指期货的推出,对于中小投资者来说,短期内是没有办法进行风险对冲的。其仍然是出于单边的操作环境中。而这是由于中小投资者的资金有限程度决定的。

首先让我们来看看风险对冲机制的形成。要进行风险对冲需要在期货市场 and 现货市场,进行逆向操作。即一方做多,一方做空。而且现货市场和期货市场的标的物需要一致。对于指数来说,要进行比较完全的对冲,那么至少在现货市场的按照指数的构成来克隆和选择股票的种类和持仓量,这就需要一定的专业知识和资金量的支持。在期货市场进行期货交易是需要保证金的。如果股指突然加速上升(做空时)或下跌(做多时),引发较大的波动,很容易使投资者在因为保证金不足而强制平仓,或者需要追加大量的保证金以维持合约。因此没有较强的资金后盾做支持,很难实现真正的风险对冲。

其次就是在股指期货推出的初期,为了控制高风险的股指期货对于中小散户所带来的伤害,可能会进一步把股指期货的门槛提高,提高合约乘数或者提高交易保证金的比率。从而把中小投资者拒之门外。

中小投资者不能够形成完善的风险对冲机制,至少在短期内,会处于一个不太有利的地位。

## 3、基金与机构投资者将成为未来市场的主流

在中国的股票市场上,目前还是中小散户占据了相当大的比例。无论是资金成本还是在信息搜集能力上,个人投资者都很难是国外专业投资机构和法人的对手。中小散户处于对风险的规避,一个比较好的对策选择,可能就是通过基金的方式,聚沙成塔,来聚集彼此分散的力量。

此外由于股指期货和股市形成了对冲,因此对冲基金很有可能开始在国内出现。这也可以认为是一个中国证券市场上机构博弈时代的开始。相比起散户在资金和信息方面都具有优势的机构,更容易在这场战争中存活下来。

## 4、在人民币升值预期下,股指期货的推出未必是完全的利空

股指期货的推出,会对一些资金进行分流。在我国,流动性资金比较大的投资渠道可以认为是股票和房地产。由于宏观调控等因素的影响,进一步炒房的空间已经不大。因此,多余的资金更多的向股市流动。而在股指期货推出以后,其流动性的方向又多了一个选择的余地。期货市场特别容易吸引一些风险偏好者的资金,加上中国人在行为模式上有种“喜新厌旧”的心态,因此很容易在短期内大量资金涌向期货市场。

虽然现货市场的资金存在一部分分流到期货市场的情况,但是完善的风险规避机制,却能更加吸引场外资金入市。由于人民币升值的预期,股指期货的推出对于国外的热钱涌入也无疑是一个利好。届时资金可以同时流入现货市场和期货市场,进行套利和套期保值,因此推出股指期货对于股票市场也并非是完全的利空。

## 三、风险与建议

### 1、基金投资有利于降低中小投资者投资风险

在最近的几次股市的下跌行情中,基金都表现出了不错的抗跌能力。虽然在机构博弈的时代,出局依然可能是血本无归的下场,但是风险和收益总是对称的。能够在博弈中胜出的话,其收益依然是相当可观。

中小投资者可以抽取一部分资金,投入多个比较有实力的基金。这样既可以分散一下博弈所带来的非系统性的风险,又可以摆脱自身由于信息不灵通和资金不足所带来的投资困境,从而享受到相对比较稳定的投资收益。

### 2、建议中小散户在股指期货推出初期谨慎入市,观望为主

中小投资者资金有限,考虑到其所持有的可能更是赖以养老的保命钱,风险承受能力较弱,出于规避风险的角度考虑,适时的抽离市场,可以用一个比较客观的眼光来观察市场的变化走向。如果能够把握其规律,再次入市也为时未晚(作者单位:华东师范大学)

新形势下我国商业银行的风险评估及管理  
信用卡：在泥泞中前行  
银行内部评级实例分析  
股指期货对市场投资的影响分析  
论影响我国生态金融建设的几个因素  
论外资入股我国商业银行的金融安全问题  
论投保人告知义务的完善在保险公司经营中必要性

---

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心