

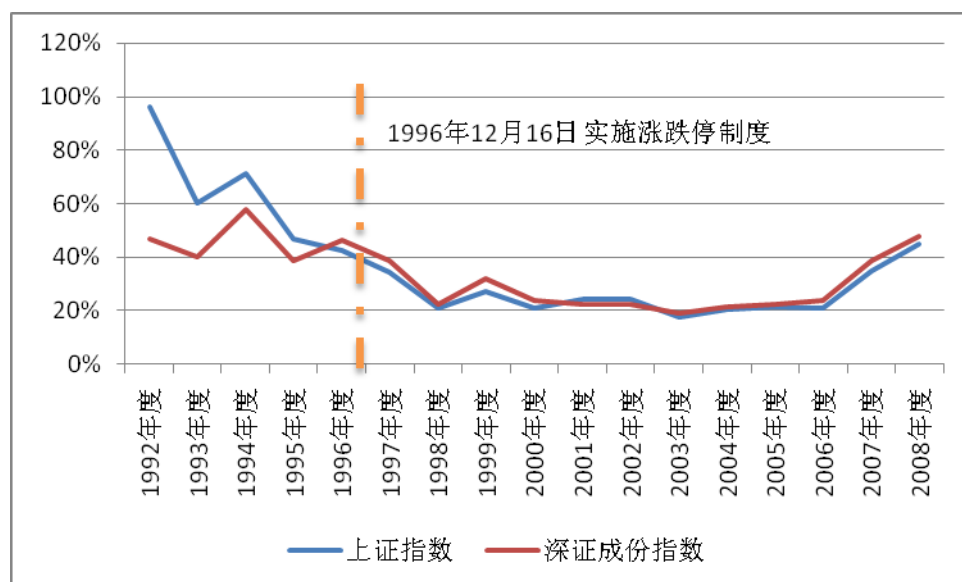


A 股波动性上升成因分析及建议

■ 季映 杨成栋 2009.4.30

中国股票市场在经历了近十年的平稳发展后，在国际金融环境跌宕起伏的带动下，国内市场的波动率重新抬头。2008 年上证指数和深成指的年波动率分别达到 44.76% 和 47.50%，是自从 1996 年实施股票交易涨跌停制度以来最高的一年。

图 1：深成指、上证综指历史波动率（1992-2008）



注：年波动率为日波动率*交易天数的平方根；日波动率为计算期内每日收益率的标准差。

高波动性意味着更多的交易机会和更高的风险，但在对冲工具不完善的新兴市场中，高波动性带来的风险远大于机会。如果无法回避和有效控制市场的高波动性，将对资本市场的基础功能产生不利影响。了解市场波动性不断上升背后的根本原因，是建立有效风险防范机制的前提。本文将从市场结构入手，通过动态对比分析，探讨 A 股波动性再度上升的原因。



图 1 显示，同十年前相比，股票涨跌停交易制度对于限制市场波动性的效用在减弱，其主要原因在于 A 股市场的投资者结构和上市公司结构都发生了很大变化。

■ 机构博弈格局形成导致大盘股波动性上升

近年来，市场参与者中的机构投资者规模大幅增加，对市场的影响力显著上升。同时，市场的信息服务和相关领域的专业服务也在蓬勃发展，提升了市场信息传播的有效性，加速了市场参与者对价格认同的效率。中国金融市场的开放，不仅吸引了国外资金，也引入了国际投资者的视野。境外参与者在市场投融资及其各领域，都给国内参与者提供了多维的参与市场的视角。

但是，目前国内市场可供选择的工具和成熟市场相比依然匮乏，以成熟市场长期投资的理念指导市场投资，必须采取“波段操作”、“集中投资”等方法规避风险，获取最大利益。因此，国内机构普遍采取“选时”和“选股”的主动交易行为，在上涨时买入强势个股、下跌时卖出弱势个股，客观上加剧了所投资品种的波动性。

统计表明，自 2005 年市场启动初期，到 2008 年末回落低位这四年间，市场的波动性从一向以来较高的小盘股向中盘股，再到大盘股扩散，最后居然出现上证 50 和上证 180 指数的市场波动性远超越上证综指和深证市场指数的情况。可见，市场大幅的波动性不再来源于散户投资者的追涨杀跌，而是来源于市场机构之间“重量级”的较量，市场的机构博弈局面业已形成。

表 1：沪、深两市综合指数和成份指数的年波动率比较（2005-2008）

年度	沪市指数			深市指数			
	上证指数	上证 180	上证 50	深证 A 股	深证 100	深成指	中小板指
2008 年	44.76%	48.34%	48.46%	47.77%	47.84%	47.50%	47.64%
2007 年	34.76%	36.11%	35.82%	36.78%	37.92%	38.71%	35.93%
2006 年	20.95%	21.71%	21.49%	21.98%	23.42%	23.89%	28.94%
2005 年	21.28%	20.28%	19.28%	23.41%	22.21%	22.10%	/

(1) 上证指数同上证 A 股指数的年波动率相差十分细微，故选用更常用的上证综指作为参照；

(2) 2005, 2006, 2007, 2008 年的交易天数分别为 246 天, 242 天, 241 天和 242 天。



■ 行业权重分布对市场波动性的影响

表 1 显示，近几年沪市的成份股指数波动率普遍高于综合指数，并且这一趋势在明显加强，而在深市这种变化却不是十分明显。其原因在于两市权重股的行业分布存在显著的结构性差异。

图 2：深证 100 指数流通市值行业分布变化（2004. 11. 12—2008. 12. 31）

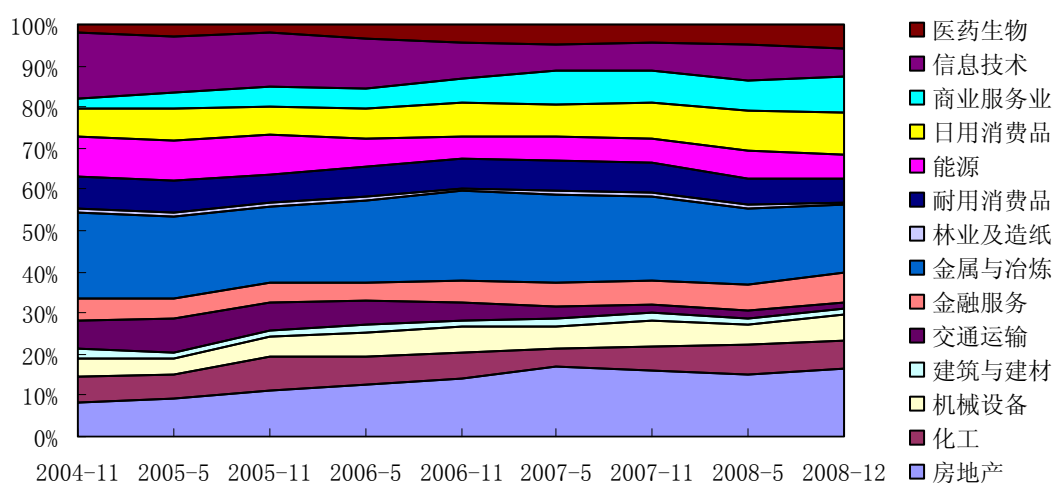
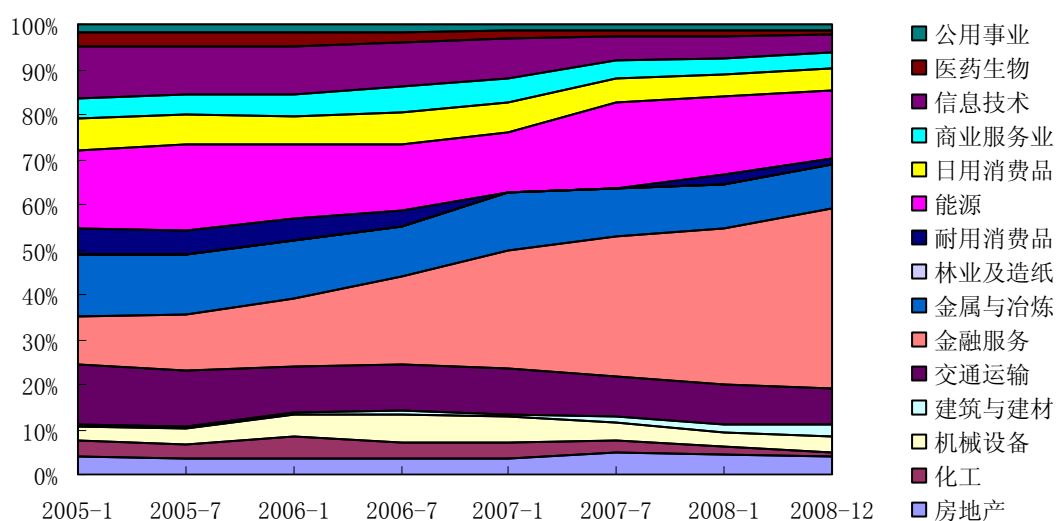


图 3：上证 180 指数流通市值行业分布变化（2005. 1. 4—2008. 12. 31）



注：根据历次指数样本调整和期间平均流通市值整理

以分别涵盖各自市场近七成流通市值的深证 100 和上证 180 进行比较分析，可以看到：占据深证 100 指数市值比重前三位的行业分别是房



地产、金融与冶炼、日用消费品行业，目前三者的市值比重共计 43%，同期，上证 180 指数中雄踞前三位的行业分别是金融服务、能源、金属与冶炼，三者市值比重共计 65%。显然，上证 180 指数在前三个行业的市值集中度更高。

随着央属金融企业渐次上市，金融行业在沪市的主导地位不断强化，目前上证 180 指数中金融行业的流通市值占到近 40%，该行业的走向对沪市具有决定性影响。去年以来，动荡的国际金融环境给金融行业的投资带来诸多不确定性，该行业的大幅波动带动了沪市主要成份股指数的波动率攀升。而深证 100 指数的行业分布较为均衡，有利于降低波动性。2005-2007 年，深证 100 指数的波动率皆高于上证 180，但差距呈现逐年缩小之势，至 2008 年其波动率已低于上证 180。

■ 深沪公司基本面差异不容忽视

深沪两市指数波动性差异的成因，除了行业因素外，上市公司基本面的因素也不容忽视。

2000 年以来，沪深两市的功能定位日益分化，2004 年中小板市场启动后加速分化趋势，这在两市主要指数的成份股差异上得到充分体现。沪市成份股公司皆为超级大盘股、蓝筹股，涵盖了关系国计民生的支柱产业和领域，在各自行业中具有较大的规模优势，或者处于相对垄断的行业，但成长性相对较弱，难以回避行业波动。而深市成份股大多成长于完全的市场化环境中，上市公司资产规模虽然不是很大，但是业务模式、资产资源或者生产技术具有自身的独特性，成长性相对较好，且管理机制和经营策略相对灵活，有利于回避行业波动。

回顾过去的四年里，深证市场受益于房地产行业的快速成长，和中小板中一些有别于传统行业和企业的高增长“小巨人”，市场的成长性和各行业的代表性均在指数中有所体现。值得一提的是，中小板公司的市值规模在快速增加，为在深证市场的大资金投资提供了优质的预备资源。至 2008 年底，来自中小板企业的上市公司首次根据自然排名入选深证 100 指数超过 10 家。



■ 构筑市场均衡需要多维市场建设途径

国内 A 股市场波动性上升，既有外因也有内因。在防范输入性风险因素的同时，通过多维市场建设途径构筑市场均衡，也是有效防范波动风险的必要手段。

首先，大力推动多层次资本市场发展，优化 A 股市场的行业结构和公司结构。主板公司大多为传统行业的成熟期企业，而中小板和创业板公司则大多为新兴行业的成长期企业，两者的波动性特征在行业层面和公司层面都存在一定差异，且此种差异通常具有阶段对称性，即部分阶段大盘股/传统行业波动较大，部分阶段中小盘股/新兴行业波动较大。因此，加快推出创业板、积极发展中小板，有利于改善证券市场整体结构，使之与国民经济结构更趋接近，进而降低市场波动性。

其次，适时推出融资融券和股指期货，完善交易制度和盈利模式。在单边交易制度下，机构投资者的逐利行为将不可避免的助长市场波动，为机构投资者提供对冲市场系统风险的工具，有助于构筑机构博弈下的市场均衡。股指期货作为现货市场的套利工具，能够反映甚至放大现货市场的投资预期，同时通过杠杆交易制度为现货市场提供套期保值和对冲市场风险的交易，对现货市场起到稳定的作用。从各方面的研究来看，股指期货本身并不会加大现货市场的波动，由于各国经济环境和股指期货推出时间的差异，股市期货过滤股票市场波动性的作用有所不同。在 A 股市场波动率重新抬头，市场缺乏有效避险工具的当前，择机推出股指期货，可以让机构投资者建立全新的盈利模式，改变“追涨杀跌”交易行为，进而降低市场波动性。

第三，根据深沪市场结构性差异，推动深沪单市场股指期货发展。目前，沪深 300 指数作为 A 股市场统一指数正在进行股指期货仿真交易，由于该指数的样本股选择基于总市值排名，故其成份股大部分来自上海市场，加之权重计算采用突出大盘股影响力的分级靠档方法，使沪市个股在指数中的权重超过 80%，对深证多层次证券市场的代表性明显不足。构筑市场均衡必须正视深沪的结构性差异，根据深证市场多层次、中小型、高成长的特点，选择深证单市场指数（如深证 100）作为表征深市的股指期货标的指数，是完善市场建设必不可少的重要一步。