



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

市场策略简评

2010 年 1 月 11 日

A 股市场

研究部

高 挺

分析员

gaoting@cicc.com.cn

王汉锋, CFA

分析员

wanghf@cicc.com.cn

创新业务的推进对市场的影响

事件:

2010 年 1 月 8 日, 中国证监会发布通知, 国务院已原则同意开展证券公司融资融券业务试点和推出股指期货品种。

评论:

我们对此评论如下:

- 1) **市场制度的改进。**建立多层次的资本市场一直是中国政府近些年来努力, 融资融券和股指期货的推出已经传闻和准备多年, 最近获得国务院比较明确的批准。这是中国资本市场完善制度建设的重要一步, 市场将逐步结束单边市场以及缺乏风险对冲工具的局面。从这方面来说, 对市场构成利好。但由于市场对这两项业务的推出已经有一定预期, 对市场的总体利好程度可能有限。
- 2) **融资融券增加市场流动性, 降低波动性; 股指期货增加风险对冲工具。**这些因素可能增加对权重股的需求, 进一步推进大小盘风格的转换。早期的理论研究认为融资、融券机制会加大市场的波动性, 给市场带来不利影响。但近年来的研究结论是, 允许卖空操作和融资融券会提高流通性, 降低波动性, 因而影响是正面 (参看图表 3)。对期权期货的引入对股票市场的影响, 理论界多数认为期权期货的引入增加了市场效率和流动性 (图表 4)。从短期来看, 多数市场在引入股指期货之前都经历了小幅上涨, 而在引入之后经历了小幅下跌 (图表 2)。我们认为, 在中国市场引入融资融券和股指期货, 比较确定的是增加市场的流动性, 这两项创新业务可能会使得权重股成交趋于活跃。最近大小盘风格处于僵持状态, 这两项新业务的推出有望推进市场风格向大盘股转换。
- 3) **并不改变基本面的趋势, 直接受益的是券商股, 其它行业基本面受益并不明显。**融资融券和股指期货的推出将使得券商从两个方面直接受益: 一方面, 这两项业务会增加市场的活跃程度, 增加成交量, 从而利好券商; 另一方面, 券商开展融资融券的业务本身会给券商带来利息收入。根据证券行业分析员对其它市场开展融资融券业务的研究¹, 融资融券业务的引入一般会放大个股交易量 10%-50%。但由于初期试点规模及券商自有资金的限制, 实际的影响可能有限, 请参看证券行业分析员同期发表的简评来看对券商行业具体的影响。除此之外, 其它行业基本面受融资融券及股指期货的影响非常小。
- 4) **融资融券推出的时间点可能早于股指期货。**由于各家有资格申请融资融券业务的券商需要提交申请并等待监管层的最终批复, 且随后的审查和系统测试需要一定的时间, 粗略估计这些工作需一到两个月的时间。相对而言融资融券的准备更加充分, 对市场的影响相对较小, 其推出的时间点预计会早于股指期货。

总体上, 我们认为融资融券和股指期货的推出, 对市场构成短期利好, 并可能增加市场对权重股的短期热情。但对除券商外的其它行业基本面的影响不大, 我们维持上半年市场“先抑后扬”走势的判断, 行业推荐思路并不会因为融资融券和股指期货的推出而做大的调整。

¹ 2008 年 6 月 2 日 王松柏 《融资融券研究》

近来报告

1/8/2010 上半年股市先抑后扬
1/4/2010 业绩复苏与政策退出下的震荡市-2010年度策略展望

图表 1：有关股指期货和融资融券的法规及事件进展

日期	融资融券进展
2006-6-30	证监会于发布了《证券公司融资融券试点管理办法》，并于2006年8月1日起施行。
2006-8-21	沪深交易所发布《融资融券交易试点实施细则》
2006-8-29	中国证券登记结算公司发布了《中国证券登记结算有限责任公司融资融券试点登记结算业务实施细则》
2006-9-1	经国务院同意，证监会批准成立了中国金融期货交易所。 中国金融期货交易所工商登记注册成功；
2006-9-5	中国证券业协会制定并公布了《融资融券合同必备条款》和《融资融券交易风险揭示书必备条款》，从而规范融资融券合同签订双方即证券公司和投资者之间的法律关系。
2006-9-8	中国金融期货交易所股份有限公司挂牌
2007-3-16	国务院发布期货交易管理条例
2007-3-30	证监会发布《期货交易所管理办法（修订草案）》和《期货公司管理办法（修订草案）》
2007-4-7	《期货公司金融期货结算业务管理暂行办法》、《期货公司风险监管指标管理暂行办法》和《证券公司为期货提供中间介绍业务管理暂行办法》草案公布
2007-4-12	证监会发布《期货交易所管理办法》、《期货公司管理办法》
2007-4-15	《期货交易管理条例》正式施行，金融期货获准生证
2007-4-22	《期货公司金融期货结算业务试行办法》、《证券公司为期货提供中间介绍业务试行办法》及《期货公司风险监管指标管理试行办法》公布
2007-4-25	期货公司金融期货经纪业务牌照正式申请启动
2007-6-27	中国金融期货交易所正式发布《中国金融期货交易所交易规则》以及配套实施细则
2007-7-13	银建期货、久恒期货首获金融期货经纪业务资格
2007-8-13	股票和股指期货跨市场监管体制确立
2007-8-24	首张金融期货结算业务牌照问世
2007-9-7	首批金融期货全面结算牌照发放
2007-10-10	中金所会员建设工作正式启动
2007-10-18	《金融期货业务系统技术指引》正式发布
2008-4-8	证监会就《证券公司风险控制指标管理办法》、《关于进一步规范证券营业网点若干问题的通知》（征求意见稿）、《证券公司分公司监管规定（试行）》三项文件公开征求意见。业内人士认为，此举可能是为融资融券“铺路”。
2008-4-25	国务院正式出台《证券公司监督管理条例》（2008年6月1日起实施）、《证券公司风险处置条例》
2008-10-15	证监会曾计划启动融资融券业务试点工作，11家证券公司启动试点工作全网测试，融资融券可谓呼之欲出，但最终又被搁浅。
2009-7-23	中金所启动2009年度应急演练
2009-7-30	证监会披露期货一部负责股指期货
2009-8-3	中金所进行仿真熔断测试
2009-9-1	期货公司分类监管施行
2009-11-11	证监会发布期货公司信息公示管理规定
2009-11-30	期市统一开户完成
2009-12-1	期货公司分类设点规定今起实施
2010-1-8	证监会公告，国务院已原则同意开展证券公司融资融券业务试点和推出股指期货品种。国务院已原则同意开展证券公司融资融券业务试点和推出股指期货品种。

资料来源：和讯网，中金公司研究部

图表 2：融资融券对市场影响的理论研究概述

股指期货标的指数		推出时间	标的指数表现					
			-3M	-1M	-1W	+1W	+1M	+3M
美国	S&P 500	1982-4-7	-2.9	7.6	3.1	0.3	3.5	-7.1
加拿大	S&P/TSX 60	1987-5-10	7.7	0.6	3.6	-2.5	-4.5	3.7
英国	FTSE 100	1984-5-3	7.7	4.2	0.9	-4.1	-7.5	-10.8
法国	CAC 40 10 EURO	1988-11-9	15.1	3.4	-1.1	-0.5	0.6	12.7
德国	DAX	1990-11-23	-4.9	-0.7	4.0	-2.8	-4.6	5.5
西班牙	IBEX 35	1992-1-15	0.2	9.5	4.8	-3.0	0.1	-2.3
荷兰	AMSTERDAM	1988-1-6	-31.7	11.8	5.0	-6.8	-1.2	13.9
瑞典	OMXS30	1989-12-5	-11.7	-4.1	0.5	4.6	12.2	2.2
瑞士	SWISS MARKET	1990-11-6	-13.0	-1.5	-2.5	2.0	4.5	5.4
日本	NIKKEI 225	1986-9-3	10.1	7.2	0.0	0.6	-6.8	-1.7
香港	HANG SENG	1986-5-6	7.8	13.0	1.7	-2.9	-5.9	2.6
台湾	TWSE	1998-7-21	-8.0	1.7	2.1	-1.5	-8.5	-13.1
韩国	KOSPI	1996-5-3	9.2	9.1	0.1	0.0	-6.0	-13.5
印度	SENSEX	2000-6-4	-19.3	-5.1	9.0	6.2	9.7	0.5
中值			-1.3	3.8	1.9	-1.0	-2.9	1.4
均值			-2.4	4.1	2.2	-0.7	-1.0	-0.1

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 3: 融资融券对市场影响的理论研究概述

融资融券对市场影响的研究要点归纳	
正面的论点	. Seguin 1990[1]: 较低的融资要求可以帮助降低波动性和提高交易量, 降低公司的资本成本。 . Alexander 2002[2]: 通过对NASDAQ小企业股票研究发现, 降低融资要求会提高交易量, 但对市场流动性和波动性没有明显的影响。
中立的论点	. Schwert 1989[3]: 融资要求的改变没有对市场波动性产生显著的影响。
负面的论点	. Galbraith 1954[4]、SEC 1988[5]、Brady 1988[6]: 券商提供的信贷成本低于投资者自有资金成本, 投资者倾向于放大交易, 增加股票的波动率。 . Hardouvelis 2002[7]: 降低融资要求会导致在牛市和正常市场情况下市场波动性上升, 流通性降低, 增加公司的资本成本
引用	[1] Seguin, P.J., 1990. Stock volatility and margin trading, Journal of Monetary Economics 26, 101– 121. [2] Alexander, G., Orsb E., Peterson, M., Seguin, P., 2004, Margin regulation and market quality: a microstructure analysis, Journal of Corporate Finance 10, 549–574. [3] Schwert, W., 1989, Margin requirements and stock volatility, Journal of Financial Services Research, 3: 153-164. [4] Galbraith, John Kenneth. 1954. The Great Crash: 1929. New York: Houghton Mifflin Co. [5] U.S. Securities and Exchange Commission. 1988. The October 1987 Market Break: A Report by the Division of Market Regulation, U.S. Securities and Exchange Commission. Washington, DC: U.S. Government Printing Office. February. [6] Brady, Nicholas F. et al. 1988. Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms. Washington, DC: U.S. Government Printing Office. January. [7] Hardouvelis, G.A., Theodossiou, P., 2002. The asymmetric relation between initial margin requirements and stock market volatility across bull and bear markets, Review of Financial Studies 15, 1525– 1559.

资料来源: 中金公司研究部, (感谢中金研究部李志勇提供这方面的研究)

图表 4: 有关期权期货对市场影响的研究概述

期权期货对股票市场影响的研究要点归纳	
正面的论点	. Ross 1976[8]、Hakanson 1982[9]: 一、期权可以通过扩展投资方式提高非完备市场的效率。 . Chakravarty 2003[10]: 详细研究了期权交易对股票价格发现的促进作用, 估计期权市场对于价格发现贡献平均为17%。 . Pan 2004[11]: 期权的交易量实际包含着未来股票价格走向的信息。如低put-call比率的股票要比高put-call比例的股票第二天表现平均好至少40bp, 而一个星期表现平均好100bp。 . Conrad 1989[12]、Skinner 1989[13]: 期权的引进有助于降低股票的波动性。 . Danielsen 2003[14]: 认为是因为标的股票流动性先有了改善, 然后交易所才决定引入期权, 而非反过来的作用。 . Mayhew 1999[15]: 如果股票价格高, 股票的波动性高, 公司规模小, 那么期权的流通性就更好; 而如果流通性好的期权, 其标的股票的bid-ask spread就小, 市场更深, 信息的不对称程度就低。 . Mayhew 2000[16]: 金融衍生品(期权、期货)的推出不会对市场带来不稳定的因素(要么没有影响, 要么降低波动性), 而且确实会提高流通性和增强市场信息的传递。 . Campbell 1991[17]: 股指期货的期权可以帮助预测股票市场的波动率。 . Faff 2002[18]: 股指期货交易可以降低股票市场的季节性。 . Arora 2004[19]: 印度市场上, 有期权交易的公司的股票比无期权交易的股票三日的非正常收益要低。也印证了期权能够提升市场效率和流动性。
负面的论点	. 有人建议, 以期权为代表的金融衍生品给股票市场带来不稳定的因素。这是因为金融衍生品的存在允许机构投资者在衍生品和标的股票上都持有大量的寸头, 以期利用价格之间的差异来获利。这样的巨大寸头会在价格方面造成很大的压力, 并在市场高度不确定的时期提升股票的波动性, 就像1987年10月股市的崩盘时那样。 . Ni 2005[20]: 期权到期日, 股票的收盘价有一个向期权行权价靠拢的趋势。在每个到期日, 每只有交易所期权股票平均被“牵引”偏离了至少16.5bp。按照他们的研究, 这主要是期权做市商进行风险对冲结果。这可以说是期权对标的股票市场的另一个不良影响。
引用	[8] Ross, S., 1976, Options and efficiency. Quarterly Journal of Economics 90, 75-89. [9] N. Hakansson, 1982, Changes in the financial market: Welfare and price effects and the basic theorems of value conversation. Journal of Finance 37, 977-1004. [10] Chakravarty, S., Gulen, H., and Mayhew, S., 2002, Informed trading in stock and option markets [11] Pan, J., and Potesman, A., 2004, The information of option volume for future stock prices, NBER Working Paper No. 10925. [12] Conrad, J., 1989, The Price Effect Of Option Introduction, Journal of Finance 44, 2, 487-499. [13] Skinner, D. J., 1989, Options market and stock return volatility, Journal of Financial Economics, 23, 61-78. [14] Danielsen, B., Van Nessb, B., and Warrc, R., 2003, Revisiting the impact of options introductions on stock market microstructure, Working paper. [15] Mayhew, S., Sarin, A., and Shastri, K., 1999, What drives option liquidity? [16] Mayhew, S., 2000, The impact of derivatives on cash markets: What have we learned? Working paper.

资料来源: 中金公司研究部, (感谢中金研究部李志勇提供这方面的研究)

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。