

股指期货推出对证券市场的效应—革命性变革

创新动态

2010 年 1 月 10 日

投资要点:

1、2010 年 1 月 8 日，国务院原则同意推出股指期货，证监会负责具体运作事宜，估计 3 个月后挂牌，筹备了近四年的股指期货终于千呼万呼始出来。可以说，具有做空机制的股指期货的推出，从此开启了中国金融衍生品市场发展的新纪元和里程碑。股指期货作为一种衍生金融工具，具有价格发现、资产配置、增加市场流动性宏观功能，同时也具有套期保值、套利和投机三种微观功能。

2、沪深 300 股指期货的推出是中国证券市场一项具有重要意义的制度创新和革命性变革。股指期货的推出有助于完善资本市场运行机制和交易机制，促进机构投资者群体的发展；股指期货对经济资源的配置和流向发挥着信号灯的作用，有助于提高资源的配置效率，可使股票市场更充分发挥国民经济晴雨表的作用；股指期货的推出将使证券市场的投资模式发生根本性变化，使得投资主体和投资模式多元化，市场的博弈规则将更为合理，市场交易行为模式将发生革命性改变；使得股价结构得到逐渐优化，投资渐趋理性，投机炒做现象有望得以抑制，蓝筹价值型投资理念可能主导市场。

3、从长期看，股指期货的推出不会从根本上改变股市的自身运行规律和价格走势。但短期可能会对股市的流动性、波动性乃至股价产生一定的影响。根据海外市场股指期货推出时的经验，股指期货上市前标的指数大多呈上涨态势，而股指期货上市后，标的指数大多呈下跌或调整态势。但股市长期运行趋势不变，权重股在推出前能够获得阶段性超额收益。股指期货的推出将催生成份股的融券卖空机制，融资融券业务更是提升了蓝筹股的投资价值，大盘蓝筹股将受到青睐。

4、沪深 300 指数期货上市初期前后可能对股票市场存在一定的影响，指数期货推出前成分股存在一定的溢价。股指期货的推出时间表已经大致确定，3 个月后可能上市，这是权重蓝筹股行情的催化剂，蓝筹股在这段时间涨幅将超越同期大盘。估计在沪深 300 指数期货上市前的 2-3 个月，权重成分股受到投资者的青睐，可能有一定的阶段性溢价，平均收益率有望得以提升。股指期货推出之前，股票现货市场可能会维持震荡上涨态势，沪深 300 成分股的上涨幅度会大于非成分股。股指期货推出后，由于市场上涨幅度比较高，股票估值偏高，不排除短期内股票现货市场可能出现震荡下跌。

5、股指期货推出将对证券公司自营、资产管理和经纪等业务产生影响，对证券公司的经营理念和盈利模式将产生极为深远的影响。值得一提的是，股指期货的推出将加剧证券业竞争的广度和深度，促进证券行业的整合和分化，有利于优化证券行业市场结构，提升证券业的竞争力。

分析师:赵旭

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhouli@dbzq.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮编 200002

股指期货推出对证券市场的效应—革命性变革

2010年1月8日,国务院原则同意推出股指期货,证监会负责具体运作事宜,估计3个月后挂牌。筹备了近四年的股指期货终于千呼万呼始出来。可以说,具有做空机制的股指期货的推出,从此开启了中国金融衍生品市场发展的新纪元和里程碑。股指期货作为一种衍生金融工具,从宏观层面看,其具有价格发现和增加市场流动性两个基本功能;从微观层面看,股指期货又具有套期保值、套利和投机三种功能。

一、股指期货推出是中国证券市场的一项革命性变革

股票指数期货作为一种具有旺盛生命力的金融衍生工具,自1982年2月美国堪萨斯期货交易所成功推出了世界第一个股价指数期货合约交易—价值线综合指数期货合约交易以来,世界上许多发达证券市场和新兴证券市场都先后开展了股票指数期货交易。中国沪深300股指期货的推出是中国证券市场一项具有重要的制度创新和里程碑。

(1) 股指期货的推出有助于完善资本市场运行机制和交易机制,促进机构投资者群体的发展

股指期货具有完善资本市场运行机制,实现机构投资者套期保值,稳定A股市场价格的功能。可以说,推出股指期货业务引入做空机制,完善了资本市场的交易机制。中国股票市场长期以来缺乏规避系统性风险的工具是机构投资者难以发展壮大的重要原因之一。股指期货推出后,保险资金、社保基金、企业年金、QFII、证券投资基金等机构投资者可以利用股指期货对冲风险,实现稳健的风险收益策略,进而进一步吸引机构投资者的入市资金,增加其在股票市场的投资比重,理性长期投资,促进证券市场持续健康发展。可见,股指期货业务的推出将会把做空机制引入中国证券市场,弥补以往证券市场只能做多不能做空的制度缺陷。通过股指期货回避股市系统风险,为机构投资者提供有效的风险管理工具,增加投资品种,能提高市场流动性,降低机构投资者的交易成本,提高资金的使用效率。

(2) 股指期货推出有利于股票市场发挥宏观经济晴雨表的功能

股指期货具有交易成本低廉、较高的杠杆比率、较高的流动性等特点,同时具有套期保值、价格发现、资产配置等功能,是国际资本市场重要的风险管理工具。股指期货对经济资源的配置和流向发挥着信号灯的作用,有助于提高资源的配置效率。股指期货的价值发现功能决定了股指期货市场将领先于股票市场,有利于促进股价的合理波动,可见股指期货价格一般领先股票现货市场的价格,并有助于提高股票现货市场价格的信息含量。因此,股指期货交易可使股票市场更充分发挥国民经济晴雨表的作用。推出股指期货,更好发挥我国证券市场功能,提高社会资源配置效率的内在要求。股指期货的推出,可以充分利用其套保功能,为机构投资者长期持有绩优股提供了条件和可能。

(3) 改变市场的单向运行机制,市场投资理念更新,使得投资模式多元化

从理论上讲,股指期货和股票现货市场之间的关系是互为基础、相辅相成的。股指期货推出的影响在于引入了做空机制,改变了过去单一只能做多的股市运行模式,从本质上来说,就是价值发现和风险对冲,使得市场投资理念和投资策略、盈利模式发生变化,实现卖空的交易机制。进一步分析,股指期货的推出在某种程度上可以完善中国证券市场产品结构,为投资者提供更为丰富的投资品种。从证券市场参与者的层面看,股指期货的推出将使证券市场的投资模式发生根本性变化,将改变以前单边市的格局,使得投资主体和投资模式多元化,市场的博弈规则将更为合理,从而促进股市的健康发展。

股指期货上市后,股票现货市场的投资结构将发生重大变化,主要表现在:机构投资者的比例将增加、资产配置将重新优化、交易行为模式将发生革命性改变、市场活跃程度将提升。特别是投资者可以根据自己的需求和对风险的偏好有针对性地在期货和现货两个市场采取套期保值、套利和资产配置,使得市场投资模式趋于多元化。

(4) 股指期货推出使得股价结构得到逐渐优化,投资渐趋理性,投机炒做现象有望得以抑制

股指期货的推出促使了投资主体和投资模式多元化,机构投资者的博弈行为将更为理性。因价格发现功能的存在,使信息传递的速度和准确性大为提高,市场效率得到改善,从而使市场结构调整进一步深化。

更值得一提的是，股指期货的推出将加大股价结构的分化，资金配置将向大盘成分股倾斜。机构投资者由于避险、套利以及资产配置的功能将使其对股票市场上的沪深 300 成分股需求增加，推动成分股的价格上涨，而非成分股活跃程度会逐渐减小，小盘股会逐渐被边缘化。可见，股指期货的推出将使市场结构得到调整，大盘蓝筹股进一步得到优化，而小盘股则会相对被削弱，市场炒做小盘股的现象可望得以抑制。根据对 S & P 500 指数样本股所作的实证研究，开展股票指数期货交易后的 5 年间，指数样本股的市值提高幅度为非样本股的 2 倍以上。可以说，股指期货的推出将使市场经历一场股价结构的重新调整和优化，大盘蓝筹股将受到投资者的青睐，而小盘股可能会受到冷落。股指期货的推出将促进股市更为完善和成熟，投资者更趋理性，从长期来看能起到稳定股市的作用。总体而言，股指期货的推出会推动股市的结构调整和优化，股价结构将逐步得到优化，蓝筹价值型投资理念可能主导市场。

二、股指期货推出对 A 股市场的可能影响

股指期货的主要功能是投机、资产配置、套期保值和套利、价值发现。目前具有股指期货的国家有美国、日本、印度、韩国、德国、法国、英国、加拿大，我国的香港和台湾地区等，这些国家或地区在推出股指期货时对市场的影响不尽相同（表 1）。

表 1 引入股指期货前后市场情况

名称	推出时间	PE	推出前累计收益率			推出后累计收益率			
			3 个月	2 个月	1 个月	1 个月	2 个月	3 个月	
美国标普 500 指数	1982.4.21	7.50	-0.30%	2.00%	4.40%	-1.00%	-7.00%	-3.60%	熊市途中
香港恒生指数	1986.5.6	14.5	7.00%	10.00%	12.00%	-5.90%	-5.50%	1.70%	牛市途中
日经 225 指数	1988.9.5	55.90	-2.50%	-1.70%	-4.60%	5.80%	2.00%	8.00%	牛市途中
韩国 KOSPI200 指数	1996.5.3	17.9	9.00%	12.00%	8.70%	-7.00%	-13.00%	-15.00%	熊市途中
台湾加权股指数	1998.7.21	28.9	-4.70%	-3.80%	3.00%	-8.50%	-10.00%	-14.00%	熊市途中

资料来源：Bloomberg

表 2 主要股指期货合约

交易标的	交易地点	推出时间
S&P500	CME	1982 年 4 月
价值线综合指数	KCBT	1982 年 2 月
NYSE 综合指灵敏	NYSE	1982 年 5 月
主要市场指数	CBOT	1984 年 7 月
恒生指数	HKFE	1986 年 5 月
金融时报 100 种指数	LIFFE	1984 年 5 月
日经 225	SIMEX	1986 年 9 月

资料来源：WIND 统计和东北证券研究所

股指期货是投资者基于对股市价格的预期，其本身并不能改变经济的基本面。从长期看，股指期货的推出不会从根本上改变股市的自身运行规律和价格走势。但短期可能会对股市的流动性、波动性乃至股价产生一定的影响。

（1）股指期货推出对股票现货市场流动性的影响

股指期货对股票市场流动性的影响既有正向影响，也有反向影响。股指期货推出对股票现货市场流动性的影响主要表现在交易的挤出效应和吸引场外增量资金入市效应两方面。由于股指期货的推出可能吸引股票市场的部分资金，从而降低股票市场的流动性。现有实证表明，短期内股指期货的上市对股票市场有交易挤出效应，但从长期来看，股指期货的推出会促进股票市场交易的活跃、价格功能的发现。股指期货上市初期，将吸引部分资金从股票现货市场转到期货市场，客观上减少了现货市场的流动性。从长期看，股指期货的推出会促进股票现货市场交易的活跃，有效价格发现。从美国的情况来看，股指期货上市后，股市和期市的交易量都有较大提高，呈双向推动态势。从长期来看，现货市场和期货市场交易量均显著增长。如香港 1986 年推出恒生股指期货后，股票交易量在当年就增长了 60%，随后股票交易量不断增加。总之，大多数关于流动性的实证结果表明，虽然股指期货推出初期，股票市场存在交易转移现象，但从长期来看，现货市场和期货市场交易量均显著增长。

（2）股指期货推出对股票市场波动性的影响

1987 年 10 月美国股灾的罪魁祸首，是由股指期货的程序交易引起股市下跌的恶性循环，就是所谓的“瀑布效应”。实证检验结果表明，在不同国家，股指期货的引入对股票市场波动性的影响是不同的。台湾地区引入指数期货后，现货市场的波动性并未发生明显变化。印度引入股指期货后，现货市场的波动性显著降低，而在韩国，股指期货的引入加剧了股票市场的波动性。可见，不同国家以及期货市场发展的不同阶段，期货市场对现货市场波动性的影响不大相同。从长期看，不同国家、不同阶段的期货市场对现货市场波动性没有显著性影响，或减小了其波动性。可见，期货市场不会影响现货市场活跃度，也不会显著加剧现货市场波动。长期来看，股指期货的推出不仅不会增加现货市场波动性，反而能够起到稳定现货市场的功能。

（3）股指期货推出对股票成分股溢价的影响：大盘蓝筹股将受到青睐

实证研究表明，股指期货使标的指数成分股更具有吸引力，美国的 S&P500 指数、韩国 KOSPI200 指数和香港恒生指数显示标的指数成分股的波动性和非成分股的波动性的差异会比之前显著，成分股的波动性比非成分股的波动性大，成分股的整体表现即其平均投资收益明显优于非成分股。以标的指数成分股为代表的大盘蓝筹股很可能成为机构投资者长期投资对象，并因此获得估值溢价。市场投资理念的成熟与国际化，特别是股指期货上市将开创大盘蓝筹新时代。股指期货推出不影响股票的自身价值，也不改变股票市场长期走势，但由于投资者受各种心理的影响，短期内走势可能有波动。关于股指期货推出对标的指数成分股溢价的影响，不管是成熟或新兴市场，股指期货推出前约半年或一年，标的指数成分股存在估值溢价，但临近期货推出日则有所回落。股指期货推出后，短期内成分股大多出现调整下降走势，长期则不受指数期货的影响。

根据海外市场股指期货推出时的经验，股指期货上市前标的指数大多呈上涨态势，而股指期货上市后，标的指数大多呈下跌或调整态势。但股市长期运行趋势不变，权重股在推出前能够获得阶段性超额收益。从长期看，股票现货市场走势主要受自身规律主导，股指期货并不能改变股票现货市场的发展趋势。股指期货推出后，由于套期保值、套利的需求，指数化投资将大为盛行，指数成份股将受到投资者的青睐。股指期货的推出将催生成份股的融券卖空机制，融资融券业务更是提升了蓝筹股的投资价值。

（4）推出沪深 300 指数期货对 A 股市场的短期影响

股指期货既是股票市场深化的产物，也是股票市场发展的助推器。推出股指期货不改变股票市场长期走势，但会增加投资者对蓝筹股的关注和需求，提升蓝筹股的估值，改善成份股尤其是权重股的流动性。

表 3 沪深 300 指数期货合约表

合约标的	沪深 300 指数
合约乘数	100 元
合约价值	沪深 300 指数点 x 100 元
报价单位	指数点
最小变动价位	0.25 点
合约月份	当月、下月及随后两个季月
每日价格波动限制	上一个交易日结算价的正负 10%，详见交易细则。
合约保证金	合约价值的 8%，交易所有权根据交易规则进行调整。
交易时间	上午 9:15-11:30, 下午 13:00-15:15
最后交易日交易时间	上午 9:15-11:30, 下午 13:00-15:00
到期结算方式	以最后结算价格进行现金结算
每日结算价格	每日交易收盘后的结算价格为当日最后 1 小时的成交量加权平均价
最后结算价格	到期日沪深 300 指数最后 1 小时所有指数点算术平均价。特殊情况交易所有权调整计算方法。
最后交易日	合约到期的最后一个工作日
最后结算日	合约到期的最后一个工作日
手续费	10 元/张（含风险准备金）
交易代码	CN

资料来源：根据中国金融期货交易所统计

股指期货具有的卖空、买空机制影响到 A 股市场的定价机制，同样股指期货的套利功能加快了期、现间的信息传递，提高了现货市场的流动性，完善了股市的定价机制。沪深 300 指数期货上市初期前后可能对股票市场存在一定的影响，短期股票市场波动性加剧，指数期货推出前成分股存在一定的溢价，使得 A 股有望震荡上涨。

股指期货的推出时间表已经大致确定，3 个月后可能上市，这是权重蓝筹股行情的催化剂，蓝筹股优势将非常突出，估值优势明显，蓝筹股在这段时间涨幅将超越同期大盘。自 2009 年下半年小盘股受到疯炒，市盈率高企，而同期大盘蓝筹股却在市场受到冷落。股指期货推出将改变现有市场结构，提升蓝筹股特别是沪深 300 指数权重股的估值，增加其流动性。估计在沪深 300 指数期货上市前的 2-3 个月，权重成分股受到投资者的青睐，可能有一定的阶段性溢价，平均收益率有望得以提升。但成份股长期走势还是决定于

其估值水平、业绩增长等基本因素。

沪深 300 股指期货上市后有利于提高市场效率，提升市场对信息的敏感性。沪深 300 权重股将由于股指期货的价格发现功能而进一步增强其战略地位。我们认为，股指期货推出之前，股票现货市场可能会维持震荡上涨态势，沪深 300 成分股的上涨幅度会大于非成分股。股指期货推出后，由于市场上涨幅度比较高，股票估值偏高，不排除短期内股票现货市场可能出现震荡下跌。

随着股指期货上市日期的临近以及推出后的短期内，成分股的短期走势具有不确定性，但从长期看，蓝筹成分股值得长线配置。

决定股票现货市场走势的是基本面因素，股指期货并不会使得现货市场发生根本性逆转。从长远看，沪深 300 指数期货的推出不会改变市场走势，不会形成对 A 股市场的冲击。

融资融券制度的试点，将进一步提升权重股的价值，在股指期货推出前，沪深 300 权重股、大盘蓝筹股具有投资良机，沪深 300 蓝筹股将得到估值溢价。

三、股指期货推出对证券公司的影响——改变券商的经营理念 and 盈利模式

股指期货本质上是一种高风险、高收益的金融产品。股指期货的推出给证券公司等金融机构带来新的业务发展机遇，使其业务收入多元化，增加公司的盈利。股指期货将给中国资本市场带来革命性的变化，它将使整个现货市场的结构发生根本性转变。近年来中国期货市场迅速发展，股指期货的推出，使得股指期货占全部期货品种成交金额的比重将上升，这对于提升券商控股期货公司的佣金收入、建立证券公司自营业务的避险和对冲机制、丰富资产管理产品具有深远的意义。可以说，股指期货推出将对证券公司自营、资产管理和经纪等业务产生影响，从而改变现有证券公司的业务主体和发展模式。传统的经营模式将逐渐被打破，新的盈利模式和市场定位将逐渐形成，证券业的竞争格局也将重新洗牌。可见，股指期货等衍生产品的推出对证券公司的经营理念和经营方式将产生极为深远的影响，证券公司需要重新界定自营、资产管理、经纪业务、投资银行等各项业务的业务边界，从深层次改变各项业务的盈利模式，并对风险管理提出了全方位的要求。

（1）股指期货推出对证券公司自营业务的影响

股指期货推出将直接拓展证券公司自营业务的投资范围和投资品种，券商可以通过股指期货等衍生品交易建立避险机制，从而降低自营业务的风险。股指期货的推出也将使券商自营业务的投资策略发生重大改变，从原来只能看多策略改变为双向投资策略，同样也使券商自营业务增加了赢利模式，可通过风险对冲和套利交易等方式构建“风险有限，收益可期”的低风险赢利模式，确保风险可控的前提下获得稳定收益，如利用股指期货进行套期保值、期现套利、跨期套利等。可见，股指期货改变了券商自营业务模式，由传统的赚取股票二级市场价差的模式转型为套利为主的盈利模式。

（2）股指期货推出对证券公司资产管理业务的影响

股指期货的推出将使证券公司受托资产管理业务的投资策略发生重大变化，可利用股指期货进行套期保值、跨期套利、期现套利等，风险控制机制也发生了变化。证券公司可以利用股指期货风险管理工具来设计更多的各种不同风险—收益特征的理财产品，有利于做大资产管理规模，使得券商的资产管理产品线更为完备和丰富，能够吸引更多的有理财需求的客户。可见，股指期货推出后证券公司资产管理业务将逐渐成为未来利润的增长点。

（3）股指期货推出对证券公司经纪业务的影响

股指期货推出后股票市场规模会迅速扩大，成交也会趋于活跃，传统经纪业务收入将增加。由于证券公司可以充当期货居间人（IB）参与股指期货交易，股指期货业务不仅对券商的 IB 业务有较大的贡献，更深远的意义表现为市场交易制度的创新，股指期货的 IB 业务对券商的网点数量要求更高。证券公司可以接受期货公司委托，为期货公司介绍客户参与期货交易并提供其他相关服务，并通过和期货公司的相应协议，获得介绍费用。可见，那些能在股指期货上与优秀的期货公司密切合作，为客户提供有效的套期保值和套利以及其他优质咨询服务的证券公司，必将获得更大的经纪业务市场份额；。

（4）股指期货推出对证券公司竞争格局的影响——致使券商整合和分化

股指期货业务是高风险业务，对证券公司的资本规模、信用水平、风险控制能力、投资模式、产品创新、研究能力、信息资源、市场营销、服务质量、人才竞争等方面提出了更高的要求，是对证券公司经营模式转变的一个重大挑战。股指期货等衍生品要求证券公司转变传统的盈利模式，衍生品带来的盈利将占有较大比例，对证券公司的经纪、自营、资产管理和投行等多项业务产生重大影响，各个业务的模式和策略都将发生变化。股指期货的推出，必提高证券公司竞争的门槛，加剧其竞争的广度和深度，大量中小型证券公司很难参与到竞争中来，甚至难以生存而被淘汰。竞争的结果就是促进证券行业的整合和分化，部分稳健的证券公司将充分利用自身的业务创新能力获得加速成长，而质地较差的证券公司则在业务能力、风险承受能力、市场占有能力等方面难以满足开展衍生品业务的基本条件，只能发挥差异化业务优势而生存。从长远看，股指期货等衍生品业务的推出必将有利于优化证券行业市场结构，提升证券业的竞争力，实现“做大做强”、“扶优限劣”的证券业发展战略。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。