

2010 年 1 月 12 日

刘 杰，经济学硕士，金融学硕士
国联证券特聘首席宏观研究员

加拿大皇家银行全球研究部研究员
前美国标准普尔企业信用评级师

电话：(001) 416-409-3859
电邮：jieliu13@yahoo.ca

联系人：何冰冰
电话：0510-82833217
电邮：hebb@glsc.com.cn

Think Globally, Act Locally



该报告中所提及价格数据均为 2010 年 1 月 11 日市场收盘价。如无特别说明，数据来源为 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 3 页。

股指期货，杠杆交易和做空机制的市场影响和投资机会

随着股指期货，杠杆交易和做空机制的逐步出台，中国资本市场将进入一个崭新的发展阶段。虽然从政策上和操作上来说，上述金融创新还很有可能面临着诸多的不确定性，但那也将是时间早晚的问题。因此，我们试图从宏观到微观，从市场到投资来对此事件在近期和中期对中国资本市场的影响做一个简要的分析。

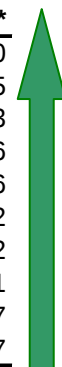
首先，从整个资本市场来说，流动性，有效性和产品多元化将是此次金融改革的最显著和最直接的影响。而这三者之间又起到相辅相成的作用。中国金融市场缺乏投资品种在相当长的一段时间内困扰着市场的有效性：投资者只能做多，而且除了股市就是房市（当然还有一部分债市）。股指期货和做空机制为更有效的市场奠定了基础，而杠杆交易则可以增加流动性。因此，如果运用得当，市场有效性在得以提高的同时还可以降低市场单边波动的幅度，而机构投资者规避风险的要求也将得到满足。在为资本市场提供更好的价值发现功能的同时，金融创新还有利于控制资产泡沫。尤其在中国投资渠道有限的情况下，曾今在房市兴风作浪的很多热钱可以因此找到新的去处，从而对缓解房地产泡沫起到辅助作用。

其次，从资本市场参与者来说，各类金融机构无疑获得了一次新的发展良机。各类金融创新产品将有机会如雨后春笋般的涌现出来，期货和期权交易是各类金融衍生品的基础，中国金融衍生品市场将迎来前所未有的发展良机。而券商，银行，保险公司等金融机构则需要迅速建立相关的业务团队来分享这块大蛋糕。与此同时，国内券商的盈利模式将会进一步向机构投资者业务转移。仅交易所股指期货一项，全球的名义市值在 2005 年就超过了 2000 亿美金，而以此发展起来的相关衍生品的价值可以达到其数十倍甚至更多。

第三，从投资角度出发，券商，蓝筹，A 股和港股的套利交易都将成为投资者追逐的目标。中国的券商有超过一半的收益是来自于股票和基金交易收入，随着新产品和流动性的双重增加，券商的收入也有望出现快速的增长。大盘蓝筹股是股指期货的标的所在，因此，大盘蓝筹股的流动性将不可避免的迅速增加。而由于引进做空机制，A 股和港股的溢价或折价现象将逐步消失，这给投资者带来了套利交易的机会。

表 1: A 股相对港股最贵的 10 个公司列表

A股代码	Company	A股股价	H股股价	A股对H股溢价*
600775	南京熊猫	9.66	2.21	5.0
600876	ST洛玻	8.26	2.10	4.5
600871	S仪化	8.44	2.22	4.3
600688	S上石化	10.37	3.30	3.6
000666	经纬纺机	12.32	3.93	3.6
600860	北人股份	8.84	3.12	3.2
600329	中新药业	22.12	7.92	3.2
000756	新华制药	8.22	3.04	3.1
601991	大唐发电	8.94	3.70	2.7
601727	上海电气	9.37	3.88	2.7



More Expensive

上表列出了 A 股对港股溢价最高的 10 个公司的股票，投资者可以通过买入港股和卖出相同公司的 A 股来实现套利的目的。

表 2: A 股相对港股最便宜的 10 个公司列表

A股代码	Company	A股股价	H股股价	A股对H股溢价*
000898	鞍钢股份	14.99	17.64	1.0
000063	中兴通讯	43.50	51.20	1.0
601186	中国铁建	9.05	10.72	1.0
601398	工商银行	5.30	6.29	1.0
600600	青岛啤酒	35.53	42.90	0.9
600036	招商银行	16.94	20.65	0.9
600808	马钢股份	4.93	6.04	0.9
601628	中国人寿	29.62	38.15	0.9
601601	中国太保	24.88	32.65	0.9
601318	中国平安	52.37	71.15	0.8



Cheaper

*A 股对 H 股的溢价是用 A 股价格除以经汇率调整后的港股的价格

上表列出了 A 股对港股溢价最低或者说折价最高的 10 个公司的股票，投资者可以通过买入 A 股和卖出港股来实现套利的目的。

我们发现，在 A 股对港股折价最高（溢价最低）的公司里，保险，银行和消费类公司均占据了众多席位，而这三个行业从基本面分析也是我们在今年尤其看好的行业，因此，投资者即使无法在两个市场套利，单纯的在 A 股做多该类股票也不失为一个投资良策。

免责声明

本研究报告中关于任何公司或证券所发表的观点均如实反映刘杰的个人观点，不代表其所就职公司意见。刘杰获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及国联证券股份有限公司的整体收益。刘杰保证其报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

本报告信息均来源于公开资料，国联证券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和询价。国联证券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。国联证券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。本报告版权归国联证券所有，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。

国联证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

分析师简介

刘杰，现任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任美国标准普尔企业信用评级师和纽约证券交易所股票交易员。拥有加拿大多伦多大学（University of Toronto）经济学硕士和新不伦瑞克大学（University of New Brunswick）金融学硕士学位。