

专题策略报告

股指期货对风格影响并不显著

中国证监会 20 日宣布，证监会已于近日正式批复中国金融期货交易所的沪深 300 股指期货合约和业务规则。同时，根据股指期货上市工作的总体安排，中国金融期货交易所定于 2010 年 2 月 22 日 9 时起正式受理客户开立股指期货交易编码申请。股指期货对市场影响几何？我们对此做了研究。

主要观点：

- **股指期货不会影响股票市场的长期走势。**金融学理论指出股票的价格取决于未来现金流的折现，股指期货的推出不会改变企业的经营与盈利状况，也不会改变市场风险溢价和人们对于未来的预期。中长期看来，股指期货并不能改变市场走势。
- **股指期货推出前后市场往往出现先涨后跌的规律。**海外案例几乎一致表明，股指期货推出前一个月，市场上涨概率极大，推出后则出现普遍回落。我们认为，这种现象与投资者的“羊群效应”和市场投机氛围相关。市场投机氛围较低的欧洲市场上，股指期货行情持续的时间和指数波动的幅度都比市场投机氛围更严重的亚洲市场小。
- **股指期货对市场投资风格的影响并没有明显规律，股指期货行情对不同结构市场影响的差异也不明显。**日本和德国市场的经验证明在股指期货推动市场上行的过程中，大盘股收益率更高，但是美国和台湾的数据则显示小盘股战胜了大盘股，我们很难从国际经验比较中得出股指期货行情具有鲜明的风格特征的结论。同时，就不同市场结构的股票市场而言，我们的研究表明，股指期货推出对其影响没有明显差异。
- **A 股市场具有更强的股指期货行情。**A 股市场的换手率和投机氛围在世界范围内居于前列，考虑到 A 股市场非流通股历史遗留问题造成权重股杠杆比例较高；同时，历史上每次股指期货推出取得进展的消息都会推动大盘股取得超额收益。我们认为，股指期货推出前可能对 A 股市场带来正面影响。
- **大盘股的行情能否在股指期货之后持续更多取决于经济基本面的情况。**由于股指期货不会改变股票的中长期走势，在股指期货推出之后，市场常常出现一个估值回归的过程。股指期货推出本身并不能够带给大盘股带来实质性影响，同时大盘股与宏观经济关联更为紧密，大盘股超额收益是否可以持续更多地取决于经济基本面的变化。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2010 年 2 月 22 日

东方证券研究所策略团队

刘俊 股票策略资深分析师
8621—63325888×6109
liujun@orientsec.com.cn

王明旭 股票策略资深分析师
8621—63325888×6253
wangmingxu@orientsec.com.cn

毛楠 股票策略高级分析师
8621—63325888×6107
maonan@orientsec.com.cn

王晓李 股票策略分析师
8621—63325888×6108
wangxiaoli@orientsec.com.cn

樊磊 股票策略助理分析师
8621—63325888×6116
fanlei@orientsec.com.cn

伍睿思 策略研究助理

张其羽 策略研究助理

王鹏 策略研究助理

吴胜春 策略研究助理

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

正文目录

一、金融学理论证明股指期货不会影响市场的长期趋势	4
二、先涨后跌：海外市场股指期货对指数的短期影响	5
1. 欧美的经验	5
2. 中国香港恒生指数期货	7
3. 新加坡日经 225 指数期货	8
4. 韩国 KOSPI 200 指数期货	9
5. 中国台湾加权指数期货	10
6. 中国香港的 H 股指数期货	11
7. 海外经验总结	12
三、股指期货推出前后的风格特征	12
四、市场结构对于股指期货行情影响不大	16
五、A 股市场具有更强的股指期货情结	17
1. A 股市场的投机性更强	17
2. 以史为鉴	17
3. 关注总股本/流通股本杠杆比率高的权重股	19
六、股指期货能否引领风格转换？	20
七、结论	20
分析师承诺	22
投资评级说明	22

图表目录

图 1：标普指数的走势与股指期货的推出	5
图 2：英国金融时报 100 指数走势与股指期货的推出	6
图 3：德国 DAX 指数走势与股指期货的推出	6
图 4：指恒生指数期货推出对指数的影响	7
图 5：日经 225 指数期货推出对指数的影响	8
图 6：KOSPI 200 指数期货推出对指数的影响	9
图 7：台湾加权指数期货推出对指数的影响	10
图 8：H 股指数期货推出对指数的影响	11
图 9：美国股指期货推出前后的风格特征	13
图 10：德国股指期货推出前后的风格特征	13
图 11：日本股指期货推出前后的风格特征	14
图 12：台湾股指期货推出前后的风格特征	15
图 13：监管层关于股指期货讲话与上证综指	18
表 1：股指期货推出对于指数的影响	12
表 2：股指期货推出前期货标的股指达市场头部时风格指数涨幅	15
表 3：股指期货推出时各国经济情况及股指构成情况	16
表 4：美、港、台、日、中代表指数的日换手率	17
表 5：2007 年 3 月 17 日涨幅居前个股	2007 年 9 月 7 日涨幅居前个股
表 6：高杠杆率权重股	19
表 7：股指期货推出后期货标的股指达市场短期底部风格指数涨幅	20

中国证监会 20 日宣布，证监会已于近日正式批复中国金融期货交易所的沪深 300 股指期货合约和业务规则，至此股指期货市场的主要制度已全部发布。同时，根据股指期货上市工作的总体安排，中国金融期货交易所定于 2010 年 2 月 22 日 9 时起正式受理客户开立股指期货交易编码申请。股指期货推出将会对 A 股市场造成何等影响？我们回顾了海外市场推出股指期货前后市场的走势并总结了中国市场历次有股指期货即将推出利好时的市场表现，通过研究，

我们的结论是：

1. 股指期货的推出不会改变上市公司的经营与盈利状况，不会改变投资者对于上市公司的盈利预期，因而不会改变公司的长期投资价值，根据 DCF 模型，股指期货的推出不会影响股票市场的长期走势。
2. 从美欧亚 8 个主要国家推出股指期货的历史看来，股指期货推出之前，市场常常表现更强，推出之后，市场则出现一个普遍下跌的过程。我们认为“羊群效应”可能是出现这种股指期货行情的主要原因。
3. 股指期货行情的风格特征并不明显：在股指期货推出前市场上涨的过程中，4 个海外案例中的两家大盘指数表现更好，而两家小盘股表现更好。
4. 市场结构对于股指期货行情的影响不大。
5. 由于 A 股的市场炒作氛围更浓，A 股市场可能具有更强的股指期货行情。历史上每当有股指期货的推出的消息，都会推动 A 股市场大盘股出现超额收益。
6. 大盘股上行的行情能否在股指期货之后持续更多取决于当时基本面的因素。

一、金融学理论证明股指期货不会影响市场的长期趋势

1982 年 2 月 24 日，美国堪萨斯交易所推出首支价值线指数期货；同年四月，芝加哥商品交易所推出标准普尔 500 指数期货；5 月 6 日，纽约期货交易所推出纽约股票交易所综合指数期货合约。1983 年 8 月，芝加哥期货交易所推出了美国主要市场指数期货合约。美国股指期货的示范作用引起了世界各国对股指期货交易的关注，为了满足机构投资者利用金融衍生品对于风险管理的需求，世界各国相继推出了股指期货产品。

1983 年 2 月，悉尼期货交易所（SFE）介绍了澳大利亚证券交易所普通股价格指数（ASE）的期货，在 1984 年 1 月，多伦多期货交易所推出多伦多证券交易所 300 种股票指数（TSE300）期货交易；在 1984 年 5 月，伦敦国际金融期货交易所推出的 FTSE100 指数股票指数期货，1986 年 5 月，香港期货交易所推出恒生指数期货，在 1986 年 9 月，新加坡国际金融期货交易所推出日经 225 股票指数期货，在 1988 年 9 月，大阪证券交易所推出日经 225 股票指数期货。

1987 年华尔街的股灾之后，对股灾起因的调查报告——《布雷顿报告》——将股灾的原因归咎于股指期货市场的组合保险与指数套利策略，曾经一度导致世界各国对于股指期货的推出持审慎态度。但是 1990 年后，众多的学术报告否定了布雷顿报告的结论，许多证据表明股指期货与股灾无关！九十年代以来，韩国、台湾及印度等新兴市场也推出了自己的股指期货。

股指期货的推出对于指数的涨跌有影响吗？金融学的基本理论指出，股指的涨跌由股价决定，而股票的价格则等于未来现金流的折现（DCF 模型）。除了券商、保险等直接受益于股指期货交易的企业和编制股指期货交易软件的企业等能够间接受益于股指期货推出的企业之外，股指期货的推出不会改变上市公司的经营、盈利状况，也不会改变市场的基准利率和中长期的风险溢价水平，因此，从中长期看来，股指期货不会对股指的走势造成影响。

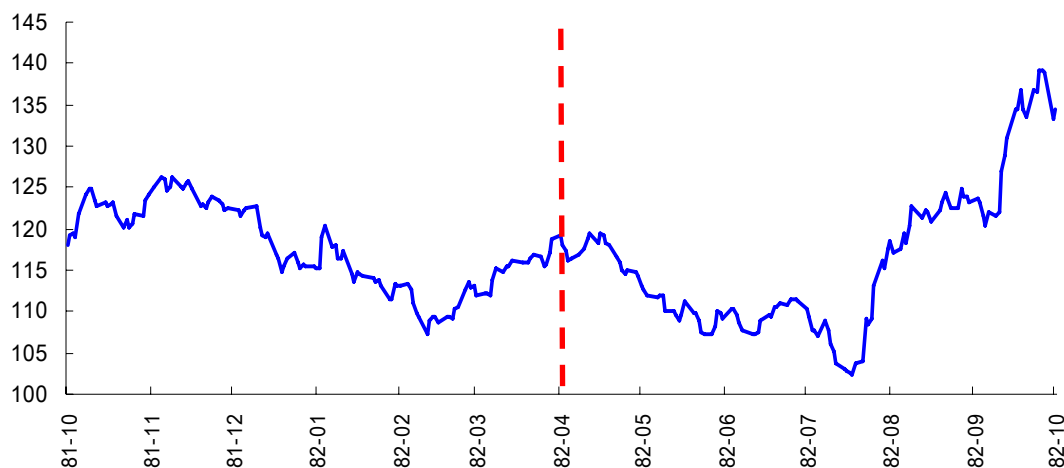
但是短期的市场走势可能受到股票的供求关系，市场情绪等影响。股指期货是否会因为对市场情绪等因素的影响而影响股指走势呢？我们对海外市场推出股指期货前后的历史做了考察。

二、先涨后跌：海外市场股指期货对指数的短期影响

1. 欧美的经验

欧洲和美国的金融市场发展较早，也比较成熟。我们首先考察美国、英国和德国股指期货推出前后股指期货标的指数的走势。美国于 1982 年 4 月推出了标普 500 股指期货，我们发现在期货推出之前一个半月，股票市场出现了上涨，在股指期货推出的当日，市场几乎达到最高点，几个交易日之后市场创出新高，然后就开始了一波持续约一个半月的下跌。在股指期货开始交易前后，股指期货的标的指数标普 500 出现了一个明显的先涨后跌的过程。

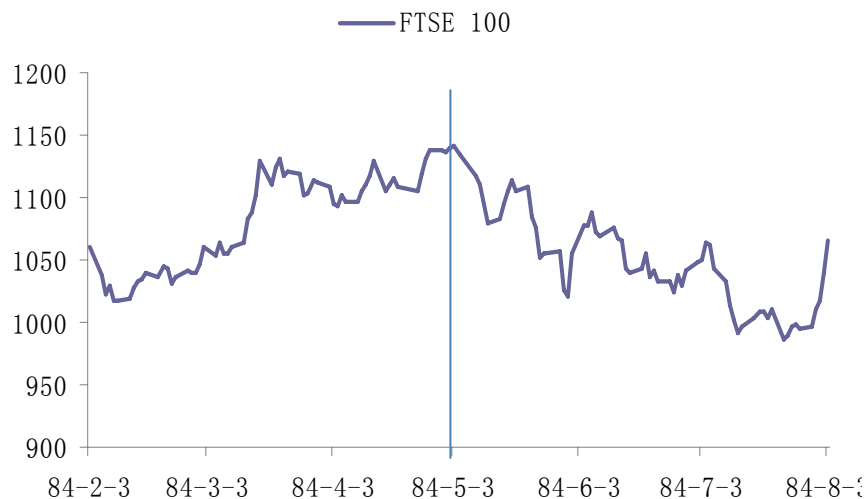
图 1：标普 500 指数的走势与股指期货的推出



资料来源：彭博资讯、东方证券研究所整理。

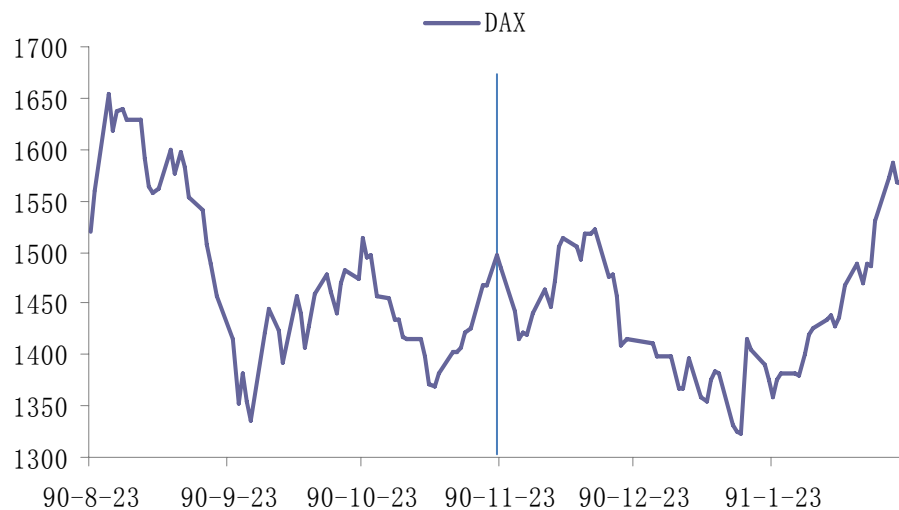
英国和德国分别在 1984 年和 1990 年先后推出了股指期货。我们发现，市场股指期货的推出同样对市场产生了先涨后跌的影响，股指期货的推出之日，正好是市场的见顶之时。不过有意思的是欧洲市场上股指期货对于市场的这种影响持续的时间较短，大约为股指期货挂牌交易的前后两个星期，股指期货造成的股指的波动也小了许多。

图 2：英国金融时报 100 指数走势与股指期货的推出



资料来源：彭博资讯，东方证券研究所整理。

图 3：德国 DAX 指数走势与股指期货的推出



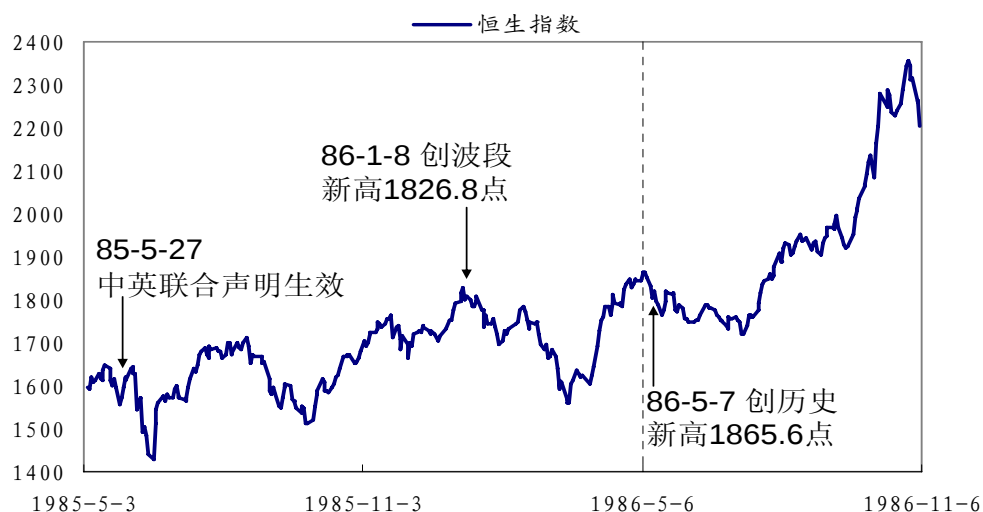
资料来源：彭博资讯，东方证券研究所整理。

下面，我们再分析与中国市场结构更相近的亚洲市场。

2. 中国香港恒生指数期货

依照上市时间,最早推出的是中国香港恒生指数期货,上市时间是 1986 年 5 月 6 日。从恒生指数的走势图可以看出,自 1985 年 5 月 27 日中英联合声明生效开始,香港经济得益于内地的支持,股市也稳步上扬。一年后,1986 年 1 月 8 日,指数创下 1826.8 点的新高。之后,港股接着就是历时 2 个月,250 点的回调。但是在股指期货效应的带动下,4 月 25 日恒生指数就突破前高。股指期货上市的隔一天,恒生指数创下 1865.6 点的历史新高。不过,股指期货的上涨行情也在上市后开始回档。经过两个月的休整,恒生指数才恢复多头行情。

图 4: 指恒生指数期货推出对指数的影响



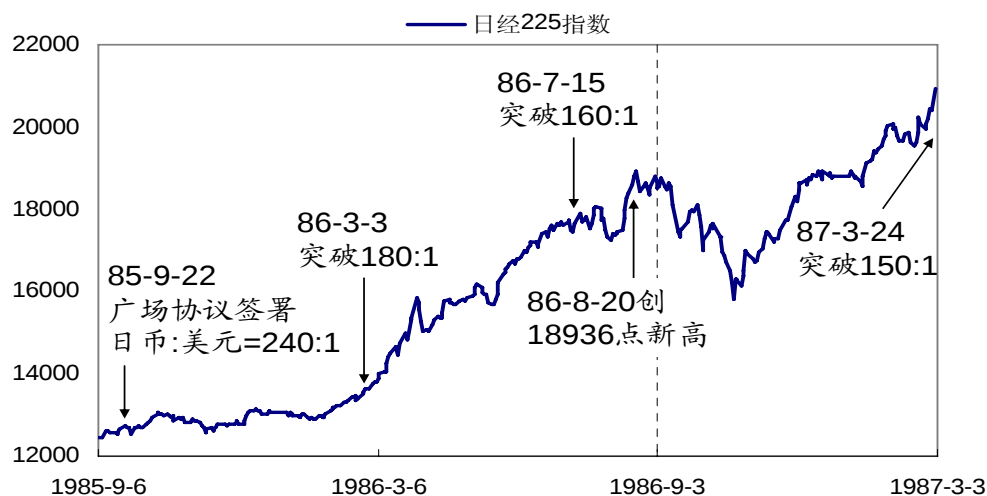
资料来源: 东方证券研究所整理。

3. 新加坡日经 225 指数期货

时隔 4 个月，亚洲的第二个股指期货——日经 225 期货在新加坡交易所上市。从 1985 年 9 月 22 日广场协议签署开始，日本历经了一场包含股市、汇市、房市的资产快速狂飙。广场协议签署时，日元兑美元的汇率是 240:1。时隔半年，1986 年 3 月 3 日，日元汇率就突破 180:1，升值 33%；同期日经 225 指数从 12755 点上涨到 13757 点。到了 7 月 15 日，股指期货上市前一个半月，日元汇率已经突破 160:1，累计升值 50%；日经 225 指数上涨到 17639 点，涨幅已经达到 38%。

股指期货的上市更是加速推升日股的涨势。86 年 8 月 20 日，日经 225 指数创下 18936 点的新高。有趣的是，9 月 3 日股指期货上市后，指数开始回调，反而让前波的高点成为中期头部。休整 2 个月后，日股又恢复多头行情，87 年 1 月 16 日打破股指期货上市时的高点。

图 5：日经 225 指数期货推出对指数的影响



资料来源：东方证券研究所整理。

4. 韩国 KOSPI 200 指数期货

相隔 10 年，1996 年 5 月 3 日，亚洲迎接另外一个股指期货——韩国 KOSPI 200 指数期货。上市的前一年，1995 年是韩国股市欢欣鼓舞的一年。1995 年 1 月 1 日韩国成为 WTO 创始会员国，长期坚持的贸易开放政策开花结果，人均 GDP 首次超越 1 万美元，股市也在当年 10 月 14 日创下 116.09 点的波段高点。不过，股市利好的同时，韩国却面临经济扩张过快，欠下过多外债的隐忧。1995 年的资料显示，韩国的总外债已经达到破纪录的 784 亿美元，其中 1 年以下的短期外债占总外债的 57.8%（453 亿美元），而当时的外汇储备才 327 亿美元。偿债能力不足的隐忧严重影响韩国的经济前景，与此同时，股市从 1995 年下半年开始下滑。1996 年 8 月 9 日，国际清算银行发出警示，韩国的国际融资过分依赖于一年以下的短期资金，比重高达 70%。紧接着到 1998 年就是亚洲的金融危机。山雨欲来风满楼，外债阴影使得韩国股市在 1996 年全年下跌逾 20%。但是，股指期货的庆祝行情还是让 KOSPI 200 指数在期货上市前反弹 17.5%，4 月 29 日创下波段新高 110.7 点，之后才在股指期货上市后恢复熊市。

图 6：KOSPI 200 指数期货推出对指数的影响

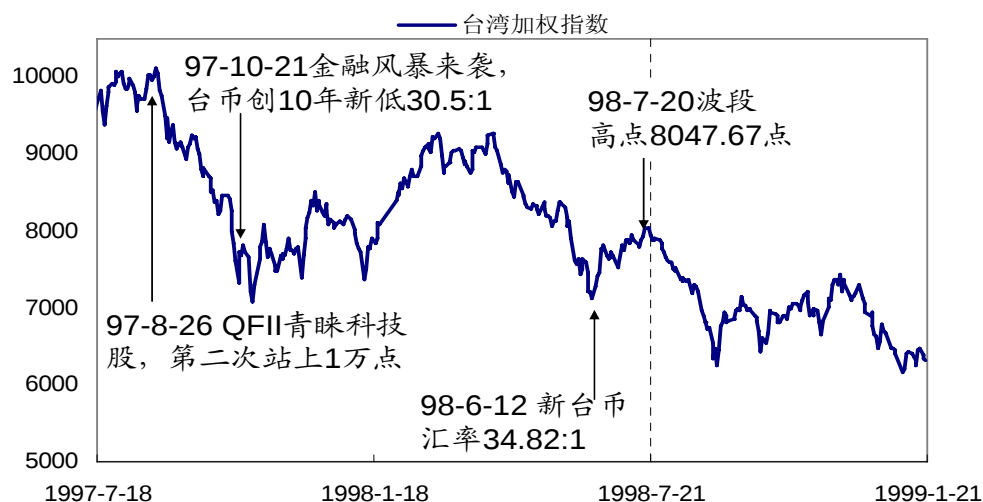


资料来源：东方证券研究所整理。

5. 中国台湾加权指数期货

中国台湾的股指期货推出紧接在韩国之后。1996 年底开始，QFII 在台湾的投资开始增加，金融改革创新也涉及到股指期货。1997 年 1 月 9 日，新加坡交易所强推摩根台湾指数指期，也逼迫台湾金融监管部门加速股指期货的推出。1998 年 7 月 21 日，台湾期货交易所推出台湾加权指数期货。回顾当时的行情，由于 QFII 不断追捧台湾的高科技股，1997 年 7 月 31 日，台湾加权指数第二次历史性的站上 1 万点。不过，已经在东南亚蔓延的金融风暴，也给创新高的指数回档的理由。1997 年 10 月 21 日，新台币单日重贬 3.39%，汇率创 10 年新低，股市也一口气回档了 30% 到 7000 点。虽然之后又有一些反弹，但是 98 年的熊市，让指数在年底跌到 6000 点。但是，和韩国很类似，台湾加权指数从股指期货上市前 1 个月起涨，7 月 20 日创下 8047.7 点的波段新高，涨幅 13.5%。上市之后，加权指数又恢复熊市本色。

图 7：台湾加权指数期货推出对指数的影响



资料来源：东方证券研究所整理。

6. 中国香港的 H 股指数期货

最后一个被我们分析的海外股指期货案例是中国香港的 H 股指数期货，也是与中国内地股市关联度最高的海外股指期货。H 股期货上市于 2003 年 12 月 8 日，上市前一年，影响内地经济最大的就是 SARS 风暴。2002 年 11 月到 2003 年 3 月，SARS 局限在粤港一带传播，对股市的影响还不大。到了 2003 年 3 月，SARS 在全国范围传播，WHO 对北京下达旅游禁令，事态严重也波及到 H 股的走势。一直到 2003 年 6 月 WHO 解除北京的旅游禁令之前，H 股指数一直压在 2100 点左右。禁令已解除，股市的利空出尽，加上商品原材料行情，H 股指数与内地股市一同飙升。股指期货于 2003 年年底推出，更是助涨指数一路上扬。2004 年 1 月 5 日，H 股指数创下 5391 点的 5 年新高。不过，创下新高的 H 股指数开始缺乏推升力，2004 年 4 月 9 日温家宝总理宣布宏观调控，指数开始大幅回落。从 H 股指数期货的上市来看，上市前上涨与其它海外股指期货的经验相同。至于上市后下跌，在 H 股期货并不明显，上市后 17 天才下跌，真正的大跌出现在 4 个月以后的宏观调控，反应有些滞后。长期趋势从指数走势来看好像改变了，但是主要原因是经济基本面改变，而不是股指期货使然。

图 8：H 股指数期货推出对指数的影响



资料来源：东方证券研究所整理。

7. 海外经验总结

综合海外股指期货上市的经验，我们可以得出一些结论：

1. 在每个股指期货的推出前后，几乎都会出现市场先涨后跌的现象。（除了 H 股的例外，但是 H 股也在十七个交易日之后出现了下跌。）
2. 股指期货的上市都在其前后形成了市场的中期头部。对欧洲市场而言，期货上市当日形成了市场头部；美国市场头部在上市日之后的几个交易日出现；亚洲市场上，日经 225 指数、KOSPI 200 指数、台湾加权指数，头部出现在期货上市前的 10 天、4 天、1 天，而恒生指数、H 股指数，头部则出现在期货上市后的 1 天、17 天。
3. 股市的长期趋势不会因为股指期货上市而改变。

如前文所述，金融学的理论告诉我们，股指期货不会改变股票的价值，也因此不会改变股票市场的长期趋势。但是，股指期货上市前股市涨，上市后股市跌，又以高比例出现我们研究的案例，这又该怎么解释？一种可能的解释就是这是由于市场情绪和“羊群效应”：当大家一致预期股指期货推出时市场会上涨，就会导致投资者购买股票，市场的上涨反过来验证了投资者的预期，这就推动了股指期货挂牌之前市场的强势；而股指期货推出之后，炒作的题材不再，股票脱离基本面的估值又会促使投资者重新抛售股票，出现了一个价值重估的过程。

亚洲市场与欧洲市场相比有更高的交易量和换手率，亚洲国家的炒作氛围更浓厚，股指期货在亚洲国家影响更大这一现象从一个侧面验证了我们的结论。

表 1：股指期货推出对于指数的影响

	英国	德国	香港	日本	韩国
上涨或下跌的持续时间	2 周	2 周	一个半月	一个半月	一个半月
由于股指期货造成的涨幅	5%	8%	18%	11%	16%

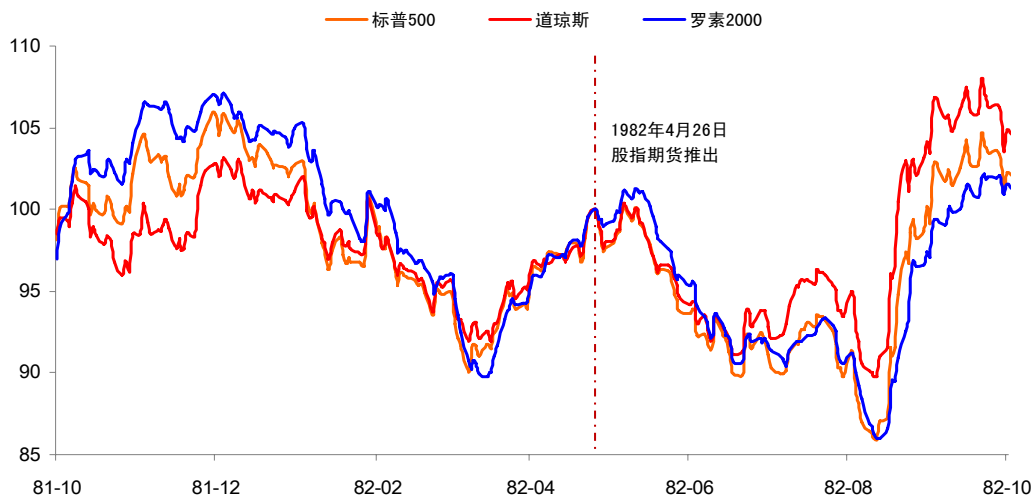
资料来源：彭博资讯，东方证券研究所

三、股指期货推出前后的风格特征

我们已经发现，股指期货推出前后，股指期货的标的股票会出现一次先涨后跌的现象。但是，不包括在股指期货中的中小上市公司的走势又是怎样的呢？在这次先涨后跌的交易性机会的过程中，市场的风格是否会有明显的分化？我们通过海外市场的数据对由股指期货带动的交易性的机会中的风格特征做了检验，我们发现了截然相反的两种现象。

美国标普 500 股指期货推出之前，市场显著上涨（持续时间为近两个月）。我们用道琼斯 30 种工业股票指数代表大盘股，罗素 2000 指数代表小盘股。我们发现上涨的不仅仅是标普 500 的标的公司和道琼斯 30 种工业股票（它们基本包含在标普 500 之内），和股指期货毫无关系的小盘股代表罗素 2000 指数也和标普 500 一起上涨。更令人惊奇的是小盘股的涨幅还要大于标普，而道指的涨幅最小。在期货上市后，虽然三个股指一起下跌，但是小盘股的表现仍在大部时间段强于大盘和标普指数。

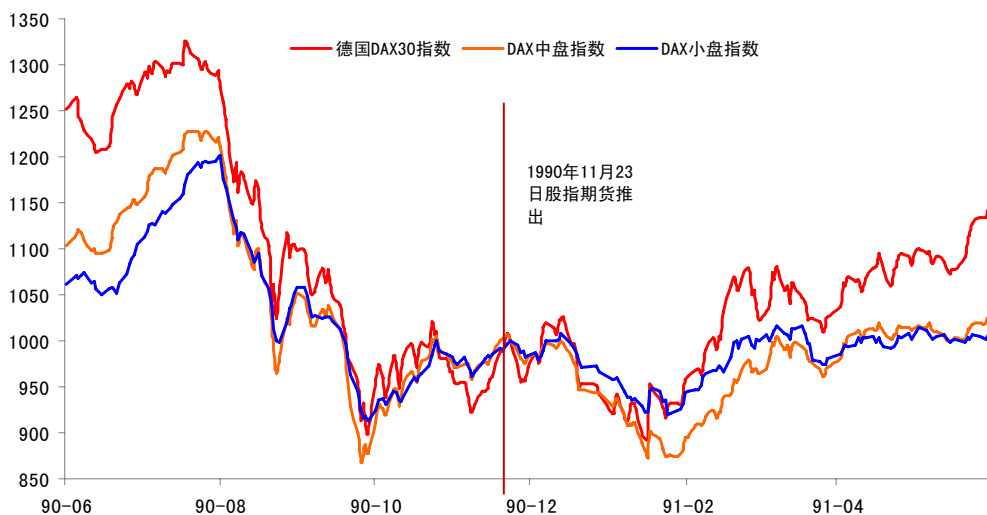
图 9：美国股指期货推出前后的风格特征（三种指数分别作了归一化处理，在期货上市日为 100）



资料来源：彭博资讯，东方证券研究所

德国市场的表现却与美国市场完全相反。德国推出的股指期货是 DAX 指数，该指数包括 30 家德国的大型上市公司，是大盘股的典型代表。我们选取了 DAX 中盘和小盘指数作为中小盘股的代表。在期货上市交易之前的这波“先涨后跌”的过程中（前后各两周左右），非常明显，标的指数涨幅超过了非标的指数，而且大市值股票战胜了小市值企业。

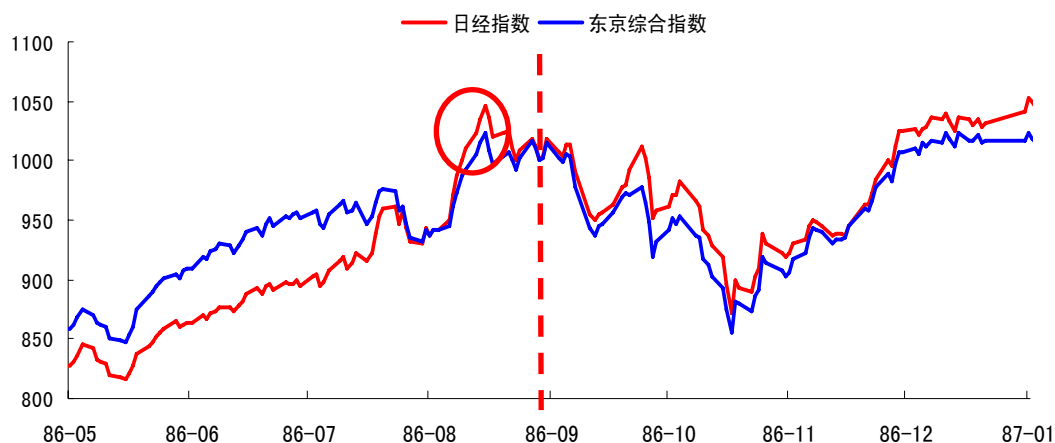
图 10：德国股指期货推出前后的风格特征（三种指数分别作了归一化处理，在期货上市日为 1000）



资料来源：彭博资讯，东方证券研究所

虽然我们很想用亚洲市场的数据对风格特征做进一步检验，但是许多亚洲的大盘与小盘指数推出的时间都很短，晚于该国或该地区股指期货推出的时节，我们很难获得我们想要的数据库。作为替代，我们用日经 225 指数作为日本权重股的代表，用包含所有东京交易所股票的东京综合指数作为反映了中小股票权重的指数。两者的差别反映了中小盘股与权重股的区别。我们发现在可能由股指期货导致的这一波上涨趋势中，当指数达到最高点时（提前于股指期货的上市日 10 天），日经 225 指数的涨幅高于东京综合指数，这意味着大盘股存在相对于小盘股的超额收益。

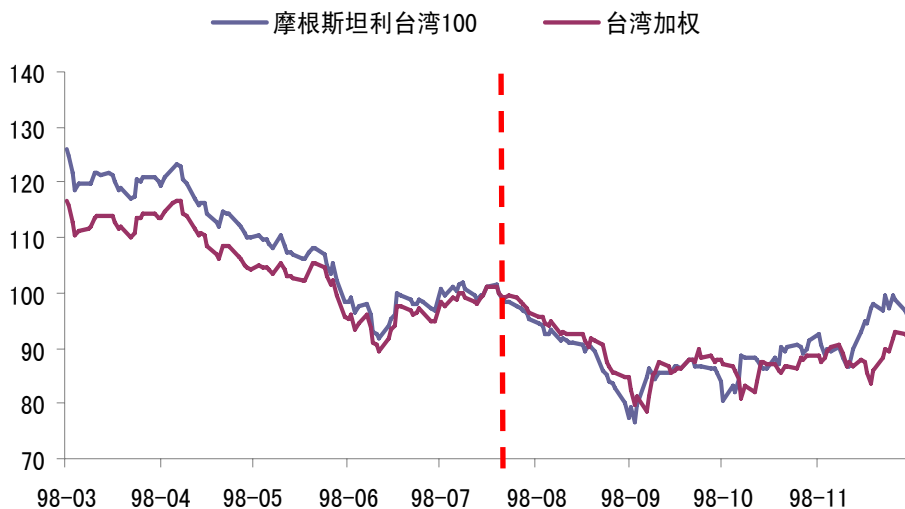
图 11：日本股指期货推出前后的风格特征（两种指数分别作了归一化处理，在期货上市日为 1000）



资料来源：彭博资讯，东方证券研究所

同样的，我们用摩根斯坦利台湾 100 指数作为大盘股的替代，用包含全部股票的台湾加权指数作为含有中小盘权重的指数的代表。我们发现加权指数在股指期货行情中表现的比摩根台湾指数更好，我们再度感到意外。当然，这或许与加权指数本身就是股指期货的标的有关联。

图 12：台湾股指期货推出前后的风格特征（两种指数分别作了归一化处理，在期货上市日为 100）



资料来源：彭博资讯，东方证券研究所

从我们可以获得数据的四个市场股指期货推出前后市场的风格分析来看，风格的特征并不明显。德国和日本的案例支持大盘股相对小盘股存在超额收益，但是这种超额收益并不显著。美国与台湾市场上小盘指数反而（或含有小盘的综合指数）战胜了大盘指数，虽然相对超额收益幅度也不大。虽然计算的结果与时间节点的选取有较大关联，但是这一结论与我们传统上认为大盘指数在股指期货行情中表现更好相比也出现了较大偏差。由于数据的局限，我们无法计算分红、企业盈利等因素对于市场上涨的影响，并不排除剔除这些因素之后，大盘股会战胜小盘股的可能。但是以目前所有的数据看来，我们并不能够得到大盘股走势更强的结论。

表 2：股指期货推出前期货标的股指达市场头部时风格指数涨幅

	指数名称	时间范围	绝对涨幅	相对涨幅
美国	标普	1982/03/16 - 1982/05/11	9.28%	道琼斯（大盘）相对罗素 2000（小盘）涨幅为 -4.03%
	道琼斯		8.46%	
	罗素 2000		12.49%	
德国	德国 DAX30 指数	1990/11/08 - 1990/11/23	8.32%	DAX30 指数（大盘）相对小盘指数涨幅为 4.36%
	DAX 中盘指数		4.45%	
	DAX 小盘指数		3.96%	
日本	日经指数	1986/08/01 - 1986/08/20	11.17%	日经指数（大盘）相对于东京综合指数（含中小盘）涨幅为 2.31%
	东京综合指数		8.86%	
台湾	摩根斯坦利台湾 100	1998/06/12 - 1998/07/21	8.84%	MSCI 台湾 100（大盘）相对于加权指数（含中小盘）涨幅为 -2.85%
	台湾加权		11.69%	

资料来源：东方证券研究所整理

四、市场结构对于股指期货行情影响不大

在推出股指期货之际，世界各国的产业优势各不相同，对于自由市场经济国家而言，股票市场的结构应当与经济结构密切相关，因此推出股指期货之际世界各国股票市场的板块结构也大相径庭。但是股指期货行情在亚、欧美的各个国家市场都出现过，因此我们认为资本市场的市场结构对于股指期货造成的市场涨跌影响不大。

表 3：股指期货推出时各国经济情况及股指构成情况

	经济情况	市场权重板块
香港	由于大陆改革开放的政策，香港自 80 年代中期开始结构转型，制造业逐渐向内地转移，而服务业、金融业、旅游业开始蓬勃发展。	地产、金融
美国	1982 年股指期货推出时，美国刚刚经历了一次经济危机，并开始走出 70 年代滞胀的泥潭，自 1982 年起，美国经济开始持续上涨。	消费类、工业制造业
日本	80 年代上半段，在电子、汽车等行业的带动下，日本经济飞速发展；1985 年，股指期货推出前一年，日本与美国达成广场协议，日元大幅升值，日本股市、房市开始飙升。	电子、家电、地产
英国	自撒切尔夫人 1979 年当政之后，英国经济开始走出低谷，从 80 年代起步入了高速发展的十年。	制造业、能源、金融
韩国	股指期货推出前一年，韩国加入 WTO，人均 GDP 突破一万美元，经济形势大好；然而 95 年下半年，由于外债问题的浮现，股市开始下滑。	金融、制造业
台湾	在亚洲金融危机的大背景和台湾经济结构调整的双重作用下，台湾制造业占经济比重不断下滑，而服务业，尤其是保险金融业则不断发展壮大。	制造业、金融

说明：市场的权重板块部分是依据 CEIC 的数据，部分依据当时各国经济结构做出的判断

资料来源：CEIC 等、东方证券研究所整理

五、A 股市场具有更强的股指期货情结

对中国的 A 股市场而言，我们认为股指期货推动大盘股走强却是一个大概率事件。

1. A 股市场的投机性更强

我们的研究表明，股指期货对于市场的影响更多的来自于对于投资者情绪的影响。A 股市场是全世界炒作氛围最强的市场之一，我们有理由相信股指期货的推出对于 A 股市场短期波动的影响可能更甚于其他亚洲市场。

表 4：美、港、台、日、中代表指数的日换手率

单位：%

标普 500 指数换手率	香港恒生指数换手率	上证综指换手率	首尔综合指数换手率	日经 225 换手率
0.403%	0.455%	0.743%	0.671%	0.474%

资料来源：彭博资讯，东方证券研究所

2. 以史为鉴

历史的经验也证明 A 股市场的股指期货情节很重。例如，2006 年下半年 3 次关于股指期货即将推出的传言都推动市场取得了良好的表现。

2006 年 9 月 11 日，中国证监会副主席屠光绍在 2006 年中国企业高峰会后接受记者采访时表示，“作为一种风险管理工具，股指期货的推出能够完善资本市场功能。……在保证平稳、安全的基础上，按照市场需要尽早推出股指期货。”隔天，这一段讲话被刊登在报纸的头版，立即受到全市场的关注。9 月 12 日，上证综指放量大涨 20.89 点，涨幅达 1.25%。分析盘面可以发现，大涨的都是重要的大盘股，如大秦铁路（601006）上涨 6.77%、中国国航（601111）上涨 4.88%、中国石化（600028）上涨 4.19%、华能国际（600011）上涨 2.04%。市场的评论是，股指期货即将上市，由于大盘股是股指期货套利的重要工具，再加上融资融券业务也需要大盘股，所以机构法人会抢进蓝筹股作为筹码。

无独有偶，2006 年 9 月 14 日，中国证监会主席尚福林先生参加第三届国际金融论坛年会时，他表示，“着力推动多层次资本市场建设，……稳步发展金融衍生产品市场，切实促进资本市场服务经济社会发展功能得到有效发挥。”隔天消息见报，市场再次听到股指期货的脚步声，9 月 15 日上证综指上涨 31.36 点，正式突破 1700 点，涨幅达 1.86%。当天也是大盘股领涨，如中国国航（601111）上涨 10.07%、长江电力（600900）上涨 7.08%、大秦铁路（601006）上涨 5.88%、华能国际（600011）上涨 5.29%、中国联通（600050）上涨 4.13%、中国银行（601988）上涨 3.59%。这是市场第二次迎接“股指期货的蓝筹股行情”。

时隔一个月，10 月 24 日，中国证监会尚福林主席在 2006 年中国金融衍生品大会上表示，“股指期货推出时机已经成熟，证监会将在明年初推出股指期货交易，同时加强对国债等金融期货、期权产品的研究开发力度。”这是市场第一次听到管理层明确说出股指期货上市的时间。市场 10 月 24 日当天上证综指大涨 45.79 点，涨幅达 2.60%，指数站上 1800 点，中国石化（600028）、中国联通（600050）、中信证券（600030）、中国国航（601111）、华能国际（600011）等大盘股，涨幅都超过 4%。

图 13：监管层关于股指期货讲话与上证综指



资料来源：WIND，东方证券研究所

此后，2007 年 3 月 16 日，国务院总理温家宝签署第 489 号国务院令，公布《期货交易管理条例》，金融期货、期权合约交易及其相关活动获得“准生证”；2007 年 9 月 6 日，中国证监会主席尚福林表示，“股指期货准备工作基本完成，条件成熟时会适时推出”。其后一天大盘蓝筹股均录得较好收益。

表 5：2007 年 3 月 17 日涨幅居前个股

股票	代码	涨幅
浦发银行	600000	9.78%
民生银行	600016	7.89%
中国银行	601988	5.80%
大秦铁路	601006	5.69%
招商银行	600036	5.41%
中信证券	600030	4.81%
中国国航	601111	4.28%
万科	600002	4.15%

2007 年 9 月 7 日涨幅居前个股

股票	代码	涨幅
中国联通	600050	6.22%
中国人寿	601628	2.61%
宝山钢铁	600019	2.35%
民生银行	600016	2.29%
工商银行	601398	2.21%
中国石化	600028	2.05%
中国平安	601318	1.91%

资料来源：WIND，东方证券研究所。

3、关注总股本/流通股本杠杆比率高的权重股

我们认为有助于 A 股市场股指期货引起市场波动的另一个重要的原因在于中国市场存在一些对指数影响有杠杆作用的权重股，杠杆作用将有助于股指期货对市场产生更大影响。

我们认为最先推出的股指期货最有可能以沪深 300 作为标的，沪深 300 指数是以实际流通市值为权重，不具有操纵市场的杠杆特点。然而，对 A 股市场而言，上证综指是整个市场最重要的风向指标，而上证综指是以总市值为权重来进行计算的，这就使得流通股占比较少的股票对于上证综指的影响可以数倍地放大，即出现杠杆效应。在存在杠杆的情况下，主力机构可以用相对有限的资金，购入高杠杆的权重股乘倍地影响上证综指的走势，继而影响市场的预期，并最终实现对其他股票价格以及沪深 300 指数的影响。因此，我们认为在股指期货推出前后，部分杠杆比率较高的权重股被市场追捧的可能性是存在的。

下表中，我们列出了杠杆比率较大的一些股票，它们也同时是沪深 300 与上证综指的权重股，有可能成为市场追逐的焦点。

表 6：高杠杆率权重股

单位：%

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	流通 A 股 (亿股)	杠杆率
601857.SH	中国石油	25220.3	1830.2	40.0	45.8
601939.SH	建设银行	13740.9	2336.9	90.0	26.0
601998.SH	中信银行	2896.3	390.3	23.0	17.0
600188.SH	兖州煤业	1145.5	49.2	3.6	13.7
600999.SH	招商证券	1119.4	35.9	2.9	12.5
601088.SH	中国神华	6509.9	198.9	18.0	11.0
601898.SH	中煤能源	1755.4	132.6	15.2	8.7
600362.SH	江西铜业	1172.3	30.2	3.5	8.6
601788.SH	光大证券	977.2	34.2	5.2	6.6
601727.SH	上海电气	1202.0	125.1	21.3	5.9
601618.SH	中国中冶	1010.9	191.1	35.0	5.5

资料来源：WIND

综上所述，考虑到 A 股市场有更强的炒作氛围，存在一定的杠杆因素，股指期货的推出对于 A 股市场的带动作用可能比海外市场更大，影响的时间也更长。而且从历史上看，由于投资者的“羊群效应”更有可能集中在大盘股上，大盘股走强的可能性更大。

六、股指期货能否引领风格转换？

当前市场关注的一个焦点在于：一直转而未换的风格能否借股指期货之“东风”实现一次彻底的转换呢？特别是股指期货推出之后，大盘股是否可以持续走强？如我们前文所述，股指期货不会改变标的公司的基本面，因而不会对市场的中期走势造成影响。在股指期货推出前的涨幅会因为炒作题材不再而出现一个价值回归的过程。日本、德国的案例都表明前期上涨较多的大盘股下跌的也更加迅速。因此，单凭股指期货推出全面带动风格转换的概率比较低，大盘股在股指期货推出之后的走势还要进一步观察基本面。

表 7：股指期货推出后期货标的股指达市场短期底部风格指数涨幅

	指数名称	时间范围	绝对涨幅	相对涨幅
美国	标普	1982/05/11--1982/06/21	-10.23%	道琼斯较罗素 2000 少跌 1.65%
	道琼斯		-8.77%	
	罗素 2000		-10.41%	
德国	德国 DAX30 指数	1990/11/23--1991/11/29	-4.46%	DAX30 指数相对小盘 指数多跌 2.67%
	DAX 中盘指数		-2.48%	
	DAX 小盘指数		-1.79%	
日本	日经指数	1986/08/20-1986/09/18	-8.69%	日经指数相对于东京 综合指数多跌 0.99%
	东京综合指数		-7.70%	
台湾	摩根斯坦利台湾 100	1998/07/21--1998/09/03	-23.50%	MSCI 台湾 100 较加 权指数多跌 3.20%
	台湾加权		-20.31%	

资料来源：WIND，东方证券研究所。

七、结论

金融学的理论表明，股指期货不会改变上市公司的盈利和投资者对上市公司的预期，因而也不会改变市场的中长期趋势。就短期而言，由于投资者的非理性行为（如“羊群效应”）会导致股指期货推出前后市场出现一波先涨后跌的交易性机会；风格的角度上看，虽然德国和日本例子支持大盘股有更强的表现，但是美国和韩国的案例则有相反的结论，我们认为股指期货导致的行情中风格特征并不鲜明。对 A 股市场而言，考虑到 A 股市场更强的炒作性，我们认为股指期货对于 A 股的影响可能更大，持续的时间也更长；从历史上看，每次股指期货行情对于大盘股的拉动更大，风格特征或许会较海外市场鲜明。但是，海外市场的经验表明，在经历期货上市之前的炒作之后，整个市场会不可避免的出现一个价值回归的过程。除非有基本面因素的改变，否则大盘股很难出现继续上行的走势。

分析师承诺

东方证券研究所策略团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn