

股指期货将带动股市期市全方位变革

□ 波涛

期指产品比现有股市商品期货产品初显明显优势

从统计数据看,我国股指期货五月主力合约在开市的第三个交易日,日成交量就已突破10万手,而日持仓量仅以每天一两千手的速度缓慢增加,并在几天后持仓量出现明显的停滞增长现象。这显示我国股市期货的“日内交易”(Day Trade)占有压倒数量,过夜仓单的比例极低。

我国股指期货主力合约在开市后的第三个交易日,日交易量就突破了10万手,这是一个非常惊人的数量增长。要理解这个交易量的意义,我们可以回顾一下历史。上世纪90年代初在美国做股指期货SP500,一单5手以上的交易都要报备期货监管部门,而SP500的日交易量当时一般也就在数千手到一万多手左右。而这时股指期货在美国已经有了十几年的历史。

我国股指期货市场仅仅开市三天,就已超越了当时美国股市期货市场一个数量级。这真是一个惊人的发展。我们期待我们还会看到我国股指期货市场更显著的发展。

目前我国股指期货的“日交易量”与“持仓量”之比的悬殊程度,也大大高于我国目前已有的其他商品期货合约,这显示目前我国股市期货是一个高度集中了“短线交易”的市场。

从我国股指期货开市以来的价格和交易数据看,已经初步显示出以下明显特征:

①市场日内的流动性十分充裕,成交十分平滑顺畅。
②价格短线波动十分流畅,尚未出现激烈的脉冲式价格波动现象。

③以规模庞大的股票现货市场为基础,价格隔夜连续性表现较好,隔夜跳空现象不突出。

④以规模庞大的股票现货市场为基础,如果建立起良好的套利功能,则股指期货的价格不易被个别机构、个别资金施加强烈影响,会给投资者保证一个公平的竞争环境。

我国股指期货开市第一天以后的第一个周末就遭遇了重大政策出台的冲击,但周一股指期货的表现相当优异,虽然价格运动十分迅速,但跳空并不明显。这是优异的市场特征。比较股指期货在同一天表现,我国商品期货在当天开盘时(比股指期货早开盘)就都发生了大幅跳空,当天开盘后的商品期货价格运动幅度明显小于股指期货。

因此在本次政策性突发事件后,面对同一重大的政策事件,股指期货的表现是:价格隔夜跳空小,但日内的运动幅度大。而我国商品期货的表现是:价格隔夜跳空大,但日内的运动幅度小。总结来说就是:在这次重大政策事件面前,我国股指期货的表现更好,对投资者而言就是风险可控,且收益空间更大。

尽管我国股指期货开市时间只有很短的时间,但已经初步显示出与我国商品期货市场的明显差异,而这些差异表明我国股指期货市场比商品期货市场更吸引人,更具竞争力。

我国股指期货对商品期货的明显优势之一:我国股指期货市场隔夜价格的连续性更好,应对突发事件的价格稳定性也更好。

由于我国股市的隔夜价格连续性较好,以此为基础的股指期货合约的价格连续性也将相应较好。因此,股指期货合约比商品期货合约的价格跳空现象将较少发生,而商品期货价格的隔夜大幅跳空是较为常见现象。

我国现有商品期货市场的价格跳空现象较为多见,特别是大幅跳空(1%以上)也经常发生,这给投资者带来严重的投资操作与风险管理障碍。造成此种现象的原因主要有:一是我国商品期货主力品种与国际市场的价格互动关系明显。在我国所处时区与其他主要国际市场所处时区差距较大的背景下,隔夜信息的变动有时会对我国市场形成较大冲击,进而造成价格跳空。二是我国商品期货在国际市场定价影响力仍然不够强大,因此经常会受国际市场变动的较大冲击,造成跳空现象。三是我国商品期货市场存在参与结构失衡现象,也会时常带来市场流动性的结构性失衡,进而造成价格跳空现象。四是商品期货在产品定价、定位及交易机制存在的不合理之处,也会造成价格的跳空现象。例如黄金期货就几乎每天都发生价格跳空。

价格跳空现象是对非实盘背景的期货财务投资者伤害很大的市场现象。一般来说,跳空现象越频繁,投资者越不愿参与。而投资者越不愿参与,市场流动性就越差,跳空现象就越容易发生。由此形成恶性循环。我国黄金期货就是一个典型案例,还有其它几个期货

品种也是如此。

我国股指期货对商品期货的明显优势之二:股指期货的日内价格波动幅度足够大,能为日内投资者提供充裕的操作空间。而我国商品期货在这方面存在明显不足。因此,我国股指期货对短线投资者更有吸引力。

从统计数据看,我国股市只要能发生20—30点以上的波动,就能为股指期货投资者提供最低的操作空间。而从历史数据看,这种幅度的价格波动在我国股市是相当多见的大概率事件。因此可以说,我国股指期货可以为短线投资者提供较为适当的市场环境。

与之相对的是,我国现有商品期货产品的日内价格波动幅度经常很小,经常不能满足短线投资者的操作要求。有些产品经常发生一开盘就完成了价格定位,即开盘后只在极小的范围内波动,使短线投资者难以操作。最典型的就是黄金期货,几乎每天都发生“开盘跳空→价格定位(日内只有窄幅波动)→开盘跳空→价格定位→…”的循环,因此吓退了几乎所有的投资者,成为参与度极低的期货品种之一。

我国股指期货对商品期货的明显优势之三:股指期货的长期趋势运动距离,将主要由日内的价格波动完成。与之相对的是,在我国商品期货市场,价格的长期趋势运动距离,有时则主要由价格的隔夜跳空完成。这种现象使得对长期投资而言,股指期货市场也比商品期货更容易操作,更具吸引力。

从统计数据看,我国股市在发生大幅的长期的单方向运动时,比如上一轮的牛市和熊市,价格运动的完成基本全部是由日内价格运动完成的,极少发生剧烈的价格跳空现象。这就为长期投资者提供了良好的操作环境。

与之相对的是,我国商品期货市场在发生长期的价格单方向运动时,价格跳空现象十分明显,特别是价格连续跳空也时有发生,这会给操作方向失误的长期投资者带来毁灭性打击,使他们根本没有机会纠正错误。比如此次由全球金融危机引发的大宗商品价格暴跌行情,我国商品期货市场就发生了多种品种集体的多日连续跌停板事件,为多方造成了毁灭性打击。比如沪铜,在2008年从7万多点跌至2万点的过程中,有超过50%的跌幅是通过隔夜价格跳空实现的。这也说明我国商品期货市场虽然发展迅速,市场规模迅速做大,但仍然不成熟。可以相对照的是,同样对应的国际大宗商品,比如伦敦铜,在同期同样的长期单方向运动时,就保持了较好的价格连续性,这就保证了这些市场的国际竞争力及国际领导地位。

比较我国股指期货与国内股票市场的实货指数产品,我们也可以看出

股指期货有着明显的竞争优势:

我国股指期货对国内股市实货指数产品的竞争优势之一:股指期货可以作双向投资,而实货指数产品只能单向操作。因此股指期货投资具有更大的操作灵活性。比如在长期熊市有较大的阶段性市场调整中,股指期货仍可提供投资机会。

我国股指期货对国内股市实货指数产品的竞争优势之二:股指期货在资金杠杆的运用上更灵活。投资者在实货股票投资中虽然目前已可运用融资操作,但股指期货的资金杠杆运用更灵活、更精确、更简便,投资者可根据自己的操作需要灵活调配。

我国股指期货对国内股市实货指数产品的竞争优势之三:股指期货在短线投资上比实货投资更便利。目前我国股市还实行T+1的交易制度,还无法做日内交易。从股指期货开市以来的表现看,市场流动性良好,短线操作相当便捷。

我国股指期货对国内股市实货指数产品的比较之四:股指期货在长线投资中是否比实货股指更具竞争优势,还有待进一步观察。这里的关键因素是看股指期货的持仓成本。美国SP500指数期货在九十年代的持仓成本就相当高,这就限制了当时美国股指期货在长线的运用。但目前似乎可以推测我国股指期货的持仓成本可能不会过高,因为国内商品期货的持仓成本都在可接受范围内。如果我国股指期货未来在持仓成本方面能表现出经营效率,再加上股指期货继续保持较好的隔夜价格连续性,则在长期投资方面,我国股指期货也将比对应的实货股市更具投资吸引力。

我国股指期货对国内股市实货指数产品的明显竞争优势,是目前规定较高的资金门槛。这种较高的资金门槛会屏蔽很多潜在投资者。但这一问题会随时间推移而自行改善。比如经过若干年时间的推移,同样高的资金门槛便会自行大幅下降降低对投资者的屏蔽作用。

我国股指期货市场开市不久就显示出十分迅猛的发展势头。我们已经可以有信心地预期:我国股指期货市场将迅速成为我国最活跃的技术型交易市场,并将对我国股票市场和商品期货市场产生强烈冲击,施以强大的经营压力和改革压力。

我们这里说的“技术型市场”,是指以“技术型”投资者为主体参与的市场。而这里说的“技术型”投资者,是指主要具有以下交易特征之一的投资者,即:算法交易、量化交易、程序化交易、系统化交易、短线交易、对冲交易、套利交易、模型化交易,等等。

这类投资者,是我国证券市场中最活跃的投资者群体之一,是我国证券市场流动性的主要提供者群体。他们正迅速以越来越广泛的程度参与到股指期货市场中。这类投资者中,有机构投资者,也有个人投资者;有专业投资者,也有业余投资者,但都可以称之为“职业投资者”。这是因为这类投资者主体对相关的投资技术有一定程度的研究。这类投资者的投资知识结构,既明显区别于公募基金基金经理和保险公司、养老金等机构的投资组合经理,也明显区别于证券市场上的公众型散户,同时也明显区别于商品期货市场上的有实货背景的机构大户。

我们可以预期,我国股指期货市场的开市,将以人们难以预料的速度,推动我国证券市场上短线交易行为的迅猛发展,并在市场条件允许时,甚至迅速向高频交易的频段发展,并将由此推动并带动我国证券市场全方位的深刻改革。

不宜一味压制短线投资

按“长期投资”与“短线投资”来划分“理性”与“非理性”的片面认识在我国证券市场上流行甚广,对我国证券市场交易制度的建设起着非常大的消极作用,应当努力加以澄清。如果继续一味压制我国证券市场广泛的增长迅猛的“短线投资”需求,我国证券市场在激烈的国际国内竞争面前,将丧失对最活跃投资者群体的吸引力,也将丧失应有的国际竞争力。

美国股市的年平均收益率为8.4%,标准差是18.1%。如果我们假设投资者尊崇“长期投资”理念,投资方式采用“买入并持有”25年的投资方式,这样从1801年开始滚动至20世纪末,我们共获得一百七十余个投资样本。这些样本中,其中最低的年平均收益率为2%,最高的年平均收益率为11.7%,没有发生负收益率的情况。

因此实证研究的结论之一是:如果投资者以保持投资本金的账面数值为投资目标,则“长期投资”理念是“理性”的,也可以从大概率事件上避免投资本金账面亏损的发生。

实证研究结论二:与1801年至2000年间同期的国债收益率比较,这期间美国国债的年平均收益率为4.8%,而同期美国国债年平均收益率的标准差是8.8%,低于股票收益率标准差10个百分点。换句话说,美国长期国债的投资风险大约不到美国股票平均水平的二分之一。

在1801年至2000年期间,如果按照“长期投资”理念(假设按买入并持有25年来检验),按样本分布统计,则股票投资收益率低于6%的概率为40.12%,低于5%百分之五的概率为27.33%,低于4%的概率为14.53%。考虑到股票投资的风险是国债投资风险的两倍,则按“长期投资”理念,投资美国股票至少有40%左右的时候是不如投资美国国债。

因此可以说,“长期投资”理念并不能保证投资者获得满意的投资回报。有接近40%左右的历史时期投资者是承担了很大的投资风险,但可能只能获得很低的投资回报。

实证研究结论之三:如果我们定义股票投资收益率相当于或低于国债平均收益率为“投资回报不满意”,我们可以看到,“长期投资”理念的投资回报不

满意年份的分布区间,呈现出历史阶段性集中分布的现象。比如:1916—1926年(其中的年份是指25年持有期结束的年份,以下同)期间结束的各个25年投资,其中共有11次属于不满意,低于满意目标(国债平均收益率);1929—1942年期间,共有14次低于满意目标(国债平均收益率);1946—1954年期间,共有9次低于满意目标(国债平均收益率);1976—1995年期间,共有20次低于满意目标(国债平均收益率)。

这一实证研究的结论告诉我们,投资者如果自己遵循“长期投资”理念,又没有人自己独到的投资方法,只是遵循“买入并持有”的方法,则很有可能实现不了投资本金“增值”目标。因为按“长期投资”理念,投资者因为生命周期的有限及财务收入来源的有限,只能在长期中选取个数极其有限的投资抽样机会。因此他就完全无法控制自己的命运。例如根据以上实证分析,我们可以推断,如果一个美国投资者从养老金增值的目标出发,以养老金增值的速度高于国债平均收益的速度为目标,以“长期投资”为基本方法,则在1916—1926年期间,1929—1942年期间,1946—1954年期间以及1976—1995年期间,会遭遇连续多年投资回报不满意的结果,会发生长期不能实现养老金增值目标的投资结果。

因此我们可以总结如下:“长期投资”理念具有大样本下针对历史数据理论分析的合理性,但在现实生活中可能具有不合理性。因此“长期投资”理念在理论上是“理性”的,但在现实中可能是“非理性”的。因为对个别投资者而言,会发生因为具体抽样的极为有限性,及其分布的高度随机性与集中性,而面临高度不确定的投资结果。

与“长期投资”相对的是“短线投

资”。对一个投资者而言,如果他有自己独到的投资方法,并确信其投资方法具有统计上的可靠性,那么对这个投资者而言,对他最有利的就不是“长期投资”(即尽量少的抽样),而是恰恰相反,对他最有利的就是“短线投资”(即尽量多的抽样),以获得大样本下的“大数定理”所保证的投资收益。

如果一个投资者没有自己可靠的投资方法,那么如果他遵循“短线投资”理念,就只是加速他的统计抽样速度,结果是更加确定地实现预设大概率下的失败结果。这就是非理性的投资行为。

因此我们可以总结说,“长期投资”理念有理性的成分,也有非理性的成分。可以被投资者理性的运用,也可以被投资者非理性的运用。可以为投资者带来好的投资结果,也可以为投资者带来很差的投资结果。

同样,“短线投资”理念有理性成分,也有非理性成分。这完全取决于投资者的投资素质。如果一个投资者有经得起大样本事件检验的投资方法,那么这个投资者进行“短线投资”就是一个理性选择。如果一个投资者没有可靠的投资方法,那么“短线投资”就会加速他必然的失败结局。这就是非理性的投资行为。

因此,“长期投资”与“短线投资”都可以理性,也都可以非理性。其分界线不在于“长期”与“短期”之分,而取决于投资者是否有可靠的投资策略,取决于投资者是在“赌”,还是在按照既定的可靠的投资策略稳步实施投资计划。在投资中,没有按时间长短来区分的所谓“理性”与“非理性”,只有按投资者的态度及素质来区分的“理性”与“非理性”。

在我国证券市场上,这种按“长期投资”与“短线投资”来划分“理性”与“非理性”的片面认识流行甚广,对我国证券市场交易制度的建设起着非常大的消极作用,应当努力加以澄清。如果继续一味压制我国证券市场广泛的增长迅猛的“短线投资”需求,我国证券市场在激烈的国际国内竞争面前,将丧失对最活跃投资者群体的吸引力,也将丧失应有的国际竞争力。

证券市场交易制度改革已不容回避

目前僵硬的交易制度严重限制了强调投资灵活性的机构投资者的发育、发展。反过来,缺乏多元化机构投资者的发育发展,又制约着我国证券市场这种僵硬的交易制度的改革,使其缺乏改革的内在动力。

用停板制度来兴风作浪。

连续多日涨跌停板现象的规则基础是我国现行T+1与严格的涨跌停板制度相结合的交易制度。日内短线交易是破坏连续多日涨跌停板现象的最有力的市场力量。在允许日内短线交易的股市中,几乎不可能发生连续多日涨跌停板现象。

我国股市目前比较僵硬的交易制度,实质上降低了我国股市的竞争力和吸引力。我国经济的快速发展以及严格的资本管制,维持了我国股市以封闭性为基础的繁荣表象,同时掩盖了股市交易制度改革滞后的实质。

我国股市目前比较僵硬的交易制度,实际上还在拖累我国股市发行制度的改革。比较我国中小企业赴美国上市与在国内上市的差别,我们可以看到,我国中小企业赴美国上市后,其价格在高度宽松的交易所下通常会发生急剧的大起大落,然后获得比较稳定的市场定位,同时不同企业之间在市场定位方面产生高度分化现象。

而我国中小企业在国内上市时,在僵硬的交易制度的限制下,同批公司的股价往往集体运动,激烈的市场定位分化往往要经过一两年甚至更长时间

才趋于明显。这也使我国股市发行制度的市场化改革左右为难。

我国商品期货市场的改革重点,一是在于加强监管、强化对市场操纵的打击,二是改善投资者结构,改善短线操作的交易环境。

在我国商品期货市场,大资金、实货商资金有意影响甚至操纵市场的行为太过明显,特别表现为一下把价格用跳空方式推至关键价位,然后扫吃止损单。频繁的价格跳空现象,是我国商品期货市场不成熟的直接证据,也是我国商品期货市场不规范的直接证据。

频繁的价格跳空现象,也表明我国商品期货市场中投资者结构不合理,短线投资者的交易环境太差,力量太薄弱。而这种结构失衡的根源,又在于我国证券市场的市场化程度不够,制度性限制过严,对冲基金等类型的直接市场机构投资者极不发育。对冲基金等类型的机构投资者,是校正美国期货市场曾经多见的价格大幅跳空现象的主要力量,这一历史过程值得我们高度关注。这一历史过程表明,强化市场竞争,强化市场不同力量之间的相互制衡,是规范市场最有力的手段。

频繁的价格跳空现象,也表明我国商品期货市场中真正做套期保值的力量不足,我国商品期货市场在套期保值中的功能不强。这表明我国商品期货交易所在市场定位、市场开发等方面还需考虑战略性调整,特别是我国商品期货市场如何更强化对直接生产者的服务,而不是只针对流通商的需要,还有很多的工作要做。

对投资者教育方面的认识偏差,也是影响我国股市交易制度改革的重要因素。

在我国证券市场上,片面强调“长期投资”的理性一面,而不认识“长期投资”的非理性一面,片面强调“短线投资”的非理性一面,而不认识“短线投资”的理性一面,是一种长期流行且占官方主流地位的观念,对我国股市交易制度应遵循的正确改革方向,有着很强的负面影响。这也与我国前几年单纯强调发展共同基金、而不是多元化地发展机构投资者有着直接关联。

目前我国证券市场这种僵硬的交易制度,严重限制了强调投资灵活性的机构投资者的发育、发展,如对冲基金。反过来,缺乏多元化机构投资者的发育发展,又制约着我国证券市场这种僵硬的交易制度的改革,使其缺乏改革的内在动力。由此我国证券市场在制度供给与市场力量的发育发展之间就陷入了一种不良循环。

证券监管部门,应当用这只“看得见的手”,打破这种不良循环,打破交易制度改革的僵局。