股市波动降低 股指期货积极作用显现

——深度分析沪深300股指期货上市以来的期现关系

□复旦大学证券研究所所长 黄亚钧

不知是机缘巧合，还是市场发展的必然结果。2010年，注定将成为中国资本市场极不平凡的一年。在中国股市成立第20个年头的4月8日，国内期盼已久的股指期货正式启动；4月16日，沪深300指数期货合约成功上市交易，我国金融期货市场正式诞生，标志着资本市场改革发展又迈出了关键的一大步。

推出股指期货，发展金融期货市场，是党中央、国务院从我国经济社会发展实际和资本市场内在运行规律出发，科学研判国际金融危机的特点和影响，对我国资本市场体系的一项重大制度创新。如今，这一重大创新可以说已经成功了，从上市时的完美表现，到现在8个多月的运行情况看，沪深300股指期货上市后不但自身运行平稳，市场稳定性、基差水平和市场流动性等方面，均远远好于海外其他市场股指期货上市初期的情况；而且沪深300股指期货已成功与股票市场实现对接，对股市的积极作用已经显现。

当然，由于股指期货这一重大产品创新和制度创新对资本市场影响深远，使各方一直对其保持持续的关注。虽然主流观点对沪深300股指期货上市以来的运行情况普遍高度评价，但不时仍有个别声音，尤其是在股市出现下跌或波动时，凭主观臆断，提出一些似是而非的误导性观点；而股指期货本身是一个新生事物，社会大众对其并不是很了解，这些误导性观点久而久之必然“三人成虎”，给市场带来不良影响。

如今，沪深300股指期货上市已经8个多月，一些客观事实和数据已经能够说明问题。为此，我们在大量统计分析的基础上，深度研究了股指期货与现货的关系，希望对各方进一步了解股指期货、尤其是了解股指期货上市以来的运行情况有所裨益。

股指期货上市以来 股市波动性明显降低

股指期货上市是降低还是增加了股票市场的波动，这是海外市场推出股指期货时最为关注的问题。为此，很多学者做了大量的实证研究。由于各个市场上市时宏观经济环境、政策环境差异很大，不同学者研究问题时选取的数据样本、采用的模型和工具等也有差异，导致其研究结论也不尽相同。但大多数结论认为，股指期货上市不会对股票市场波动性造成很大影响。英国学者CHARLES M.S. SUTCLIFFE2006年版的权威专著《股指期货》一书总结了海外学者108个有代表性的文献资料，其中股指期货上市带来股票市场波动率上升、下降和无影响的占比分别为18.50%、23.20%和58.30%。

沪深300股指期货上市前后，恰逢海内外市场一系列重大利空事件冲击。尤其是国内房地产调控和欧洲金融危机蔓延，全球股票市场出现了较大幅度的下跌，股指期货不但经受住了市场下跌的考验，总体运行平稳；而且，股指期货市场通过套期保值机制发挥作用，使股票现货市场波动幅度有所降低。

2010年上证综指全年波动幅度只有31.12%，日波幅超过3%的天数占全年的比率只有10.48%。而2006年-2009年，上证综指年振幅分别为145%、141%、232%和89%；2006年上证综指日波幅超过3%的天数占全年的比率达10.46%，2007年为33.05%，2008年高达55.70%，即全年有一半以上的天数波幅超过3%，2009年上证综指的这一比率也达23.97%。

虽然前期有少数观点认为股指期货上市加剧了大盘下跌和波动，但这与事实并不符。统计显示，在外部环境不好、世界经济二次探底呼声此起彼伏的背景下，沪深300股指期货上市不但没有加剧股市波动，反而使股票现货市场的波动较上市前有所降低。2010年4月16日至2010年12月17日股指期货上市以来的164个交易日，上证综指日均波动幅度只有1.928%，远低于该指数在沪深300股指期货上市前2.792%的日均波动幅度，也低于该指数2007年1月4日以来2.652%的日均波动幅度；同样，沪深300指数自4月16日以来的164个交易日，日均波动幅度只有2.121%，远低于该指数在股指期货上市前2.968%的日均波动幅度，也低于该指数2007年1月4日以来2.824%的日均波动幅度。

为了更具可比性，我们进一步分析了上市前164个交易日和上市后164个交易日的数据，发现上证综指日均波动幅度由上市前164个交易日的2.056%下降到了上市后164个交易日的1.928%；沪深300指数日均波动幅度由2.207%下降到了2.121%。我们知道，沪深300股指期货上市前后市场环境其实差异是很大的，上市前由于春节等因素，基本没有出台宏观调控政策，而上市前一日，即4月15日晚上，政府正好出台了房贷新政，随后又爆发欧洲债务危机。就是在这样的市场环境下，股指期货上市后的股市波动小于上市前，更能说明问题。

可以说，经过半年多的运行，沪深300股指期货已成功嵌入到中国资本市场，与股市实现平稳对接，下一步将成为机构投资者管理股票市场系统性风险的重要工具。随着机构投资者的逐步入市，股指期货对股市的积极作用将进一步显现。

股市涨跌源于基本面因素，与股指期货没有直接关系

沪深300股指期货上市恰逢股市下跌，市场专业人士都很清楚股市下跌的内外原因和基本面因素，而极少数人士总要在股市下跌时扯上股指期货。

持这种观点的人，可能忽略了一些基本的事实，例如，沪深300股指期货上市至今，85%的交易日当月合约收盘保持正向价差（即股指期货合约价格高于现货指数），出现负向价差的时间极少，下月和远月合约收盘几乎一直保持正向基差，这样的基差分布怎么导致股市下跌？即使在我国香港、台湾等长期出现股指期货负向价差的市场，也没有人将股市下跌归罪于股指期货。

恰恰相反，通过分析分时数据，我们发现几轮大的下跌均是由现货市场带头的，股指期货市场试图抵抗下跌，无奈力量还比较弱小，市场深度和广度还不够，尤其是大量合规机构投资者尚未入市交易，参与者多为个人投资者，无法抵御市场下跌。以沪深300股指期货上市首日为例，股指期货各合约走势明显强于现货指数。4月16日沪深300指数报收3356.33点，下跌38.24点，而股指期货5月合约报收3415.6点，比中金所规定的挂盘基准价3399点收高16.6点，比沪深300现货指数高59.27点。直到5月4日，沪深300指数报收3019.45点，股指期货5月合约报收3076.4点，仍比现货指数高57点。

其实，股指期货在海外市场发展已极为普遍和广泛，使其成为现代资本市场不可或缺的重要构成部分。所以，自1982年2月诞生至今只有短短的28年，全球经济发达的32个国家或地区的43家交易所已上市了近400个股指期货合约。但在这些大家对股指期货习以为常的市场，我们翻阅了大量资料，却很难找到有关讨论股指期货上市和股市涨跌之间关系的文献，说明海外投资者很少关心这样的问题，认为股市涨跌源于基本面因素。

股市涨跌都有基本面和政策面背景，股指期货只是股票市场的延伸和补充。所以，基本的逻辑关系是：基本面因素决定股票市场的走向，股票市场再决定股指期货的走向；股指期货上市不会改变基本面和政策面的基本情况，所以股指期货不会决定或影响股市的走向，股市的涨跌由基本面因素决定的。

回顾沪深300股指期货上市后国内股市的下跌，主要源于国内房贷新政、宏观调控政策和预期、欧洲金融危机蔓延等基本面因素引发的恐慌情绪，股指期货肯定不是影响国内股市下跌的主要因素。4月中旬以来几次大的下跌，当日均有重大事件发生。例如，4月15日的房贷新政，直接引发4月15、16日股市大跌，并形成破位态势；5月6日希腊金融危机有蔓延趋势，全球股市大跌再度引发A股市场恐慌；5月11日国家统计局公布了2010年4月份国民经济主要指标数据。4月份，居民消费价格同比上涨2.8%，环比上涨0.2%。CPI涨幅创出自2008年11月份以来的18个新高，PPI涨幅创出自2008年10月以来的19个月新高，由此导致当日股市再次大跌。

股市下跌与股指期货无关，这可以从沪深300股指期货上市后大宗商品价格下跌过程得到验证。随着4月中旬中国房贷新政的出台，沪深300股指期货上市后一个月左右，国内橡胶价格下跌了19.8%，钢材价格下跌了15%左右，伦敦铜价和国内铜价下跌了20%左右，纽约原油价格从89.77美元/桶下跌到了67.15美元/桶，跌幅达到25%左右。大宗商品价格对宏观经济走势极为敏感，其跌幅和国内股市非常接近，从另一个角度验证了国内股市下跌主要源于基本面因素而非股指期货上市。同时，可以从周边股市得到验证，受欧洲债务危机蔓延影响，中国等“金砖四国”股市跌幅也基本一致，截至2010年5月25日收盘，俄罗斯和巴西股市从当时的高点分别下跌了24.9%和17.8%，和上证A股23%的跌幅接近。

此外，近期有媒体报道说，中国股市今年表现居全球倒数。这可能是对目前全球股市运行情况缺乏深入了解。

首先，A股表现不佳主要是因为目前全球经济形势的复杂性、股市运行的不同步以及中国股市运行的超前性所致。2007年以来，中国股票市场时常成为全球主要市场的重要先行指标，上涨和下跌在多数情况下都超前于其他市场，2008年上半年我国股市大跌之时，道琼斯指数等尚在缓慢下跌，直到9月份才加速下跌；而在2008年10月底国内股市见底后率先上涨，道指等欧美股市还在2009年3月份创了新低。这反映了目前中国经济对全球经济增长贡献最大这一基本现实，说明全球主要股票市场走势基本上反映了实体经济的变化。市场运行的自身规律，不能简单地和其他市场比较下跌幅度。

其次，2010年中国股市表现一般，与2009年中国股市涨幅较大有直接关系，当年上证综指、深证综指和沪深300指数涨幅分别达到了79.98%、117.12%和96.71%，在全球主要市场中是处于领先水平。事实上，与2008年底相比，目前上证综指、深证综指和沪深300指数涨幅也分别为58.93%、143.73%和77.46%，仍高于其他一些市场。

另外，我们应该看到，进行单一指数比较，有时并不能反映市场的真实状况。例如，虽然截至2010年12月17日，上证综指全年下跌了11.70%，但深证综指全年上涨了147.22点，涨幅达12.25%。而代表中小盘股的中证500指数2010年全年上涨了743.08点，涨幅达16.57%，表现明显好于欧美市场。

最后，我们以更能反映市场综合水平的总市值比较。截至2010年12月17日，沪深股市总市值和流通总市值分别达到了27.33万亿元和19.68万亿元，比2009年底分别增长了12.04%和30.12%。

回顾2010年的中国股市，我们认为市场总体运行基本符合国内外经济基本面情况，全年10%左右的跌幅和30%左右的波动幅度，说明市场已经从近几年的暴涨暴跌中趋于理性。在2009年上证综指和沪深300指数分别上涨79.98%和96.71%的基础上，2010全年10%左右的回调已属难得；从中长期走势看，2010年中国股市已经恢复到了正常水平。

股指期货避险功能 缓解市场恐慌情绪

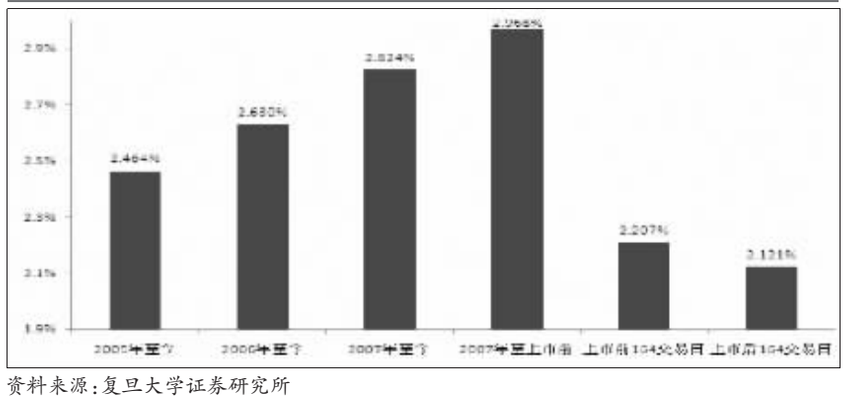
股指期货上市到底给资本市场带来了什么？我们认为是全方位的，包括交易制度、市场运行模式、产品链条、投资理念等各个方面，而最直接和最重要的是为股票市场提供了一套避险机制，让机构投资者有了保险带，让股票市场有了安全阀。

事实上，以股指期货等为代表的场内金融衍生品市场，正是在金融动荡的背景下诞生和发展的。20世纪70年代，当时的主要背景是西方实体经济发展到了一个相对过剩阶段，而金融经济面临大发展机遇；同时，由于布雷顿森林体系的崩溃和石油危机的爆发，导致西方经济动荡加剧、汇率波动剧烈、通货膨胀严重，金融市场迫切需要风险管理工具来降低市场风险，减少市场的不确定性。于是，原来商品期货市场一套避险机制被嫁接到金融市场，由此产生了轰轰烈烈的金融创新，也带动了整个西方金融业的大发展。

沪深300股指期货上市以来，尤其是随着机构市场份额的提高，我们发现，股指期货持仓量的低点、高点与股票价格指数的低点、高点比较吻合，部分投资者参与套期保值交易，降低了对现货市场的冲击。比较典型的是沪深300指数在2010年7月2日创下2462.20点的阶段性新低时，股指期货市场持仓量攀升到阶段性最高值，达到了31782手，说明有反向力量逢低介入。随后，大盘逐步企稳，股指期货市场持仓量回落；而到了2010年11月8日，沪深300指数创下3548.57点的阶段性最高收盘价时，股指期货市场持仓量也达到了上市以来最高值，达42825手，说明有套保资金介入。随后，大盘逐步回调，股指期货市场持仓量也随之回落。

通过持仓量的分析可以发现，股指期货在股市低点承接了现货市场部分抛盘，成为股票市场的“泄洪”通道，避免了股市的“多杀多”局面，降低了市场恐慌情绪；而在股票市场出现过热时，股指期货为一些机构投资者提供了避险的工具，减缓了市场的过度疯狂。近期市场在美国量化宽松政策刺激下持续上涨时，部分投资者用股指期货规避国内宏观调控的政策风险，让其躲过了市场巨幅波动的风险。统计显示，沪深300股指期货4个合约持仓量从本轮上涨前的9月29日的25813手，增加到了11月8日的42825手，说明市场在上涨过程中已经有避险资金陆续介入，而11月16日，持仓量又跌到了33380手，说明有机构成功避免了本次市场过山车行情。

股指期货上市前后沪深300指数日均波动幅度比较



资料来源：复旦大学证券研究所

海外学者关于股指期货上市对股票市场波动率影响的研究结果

股指期货上市对股票市场波动率的影响	文献数目	百分比
下降	25	23.20%
无影响	63	58.30%
上升	20	18.50%
合计	108	100%

资料来源：英国CHARLES M.S. SUTCLIFFE《股指期货》，2006年版

国有企业改制上市模式选择需谨慎

□中国政法大学 张红梅

随着我国市场经济的发展，国有企业如何抢抓机遇，实现国有资产保值增值，是国企实现经济转型的重要工作之一。同时，我国证券市场的高速发展，为国有企业改制上市奠定了良好的条件。就国有企业自身而言，整个改制过程需要长期的酝酿和操作。因而，国有企业高管对从改制模式到上市等环节的各方面能否有所掌控，将对企业的成功上市起到关键作用。笔者经过多年实践经验的总结，从更务实、更实用的角度提出我国国有企业改制上市过程中，企业高管应当重点关注的六点重要问题，并予以阐述，希望能为广大国企高管提供最具有可行性的思路和建议。

首先，国企高管对改制模式的方案设计是改制的重中之重，且此模式没有固定的范本。每个国有企业不同的基础条件决定着改制的方式。因此，国有企业高管在选择改制模式的时候，需要全盘考虑，谨慎选择。可供国企高管选择的改制模式主要有四种。第一种是整体改制。这种模式是将原企业的所有资产净值折合成股份，设立股份公司，原企业注销，原企业股东成为股份公司股东。这种模式适合于国有企业业务单一集中、资产难以有效分割的企业。第二种是分拆改制。分拆模式是将一个大的国有企业集团拿出下属某块业务的资产进行股份制改造，改制后集团成为该股份制公司的第一大股东。这种模式在目前上市公司中比较普遍，一般国内大型国有企业集团多选择此种模式实现下属子公司改制上市。第三种是分立改制。这种模式是将一个大的国有企业分立成若干独立的公司，其中某一个公司进行股份制改制上市。最后一种是联合改制。该种模式是将几个国有企业联合起来新组建一个股份制公司进行联合重组上市。这种模式比较适合于一些规模不大、业务相近的国有企业。可以看出，上述每种模式都有其相适应的具体情况，国企高管一定要根据企业自身的条件来进行具体改制模式的选择。

我国国有企业经过多年的发展，本身积淀了浓厚的行政色彩，计划经济体制的遗留问题严重。同时，在我国经济体制改革尚未完成的经济背景下，国有企业之间还存在诸多不确定性因素，尤其是关联交易和同业竞争的大量客观存在。这虽然从某种程度上促进了公司市场规模的扩大及竞争力的提升，但也带来了许多弊端。因此，我国证券监管机构对公司的关联交易及同业竞争进行了相关规制。比如《首次公开发行股票并上市管理办法》规定：“发行人应完整披露关联方关系并按重要性原则恰当披露关联交易。关联交易价格公允，不存在通过关联交易操纵利润的情形”及“募集资金投资项目实施后，不会产生同业竞争或者对发行人的独立性产生不利影响。”尽管国有企业通过关联交易，公司可以较简便快捷的控制利润，但同时也容易利用关联关系违规操作，对正常的社会经济秩序带来负面影响，因此需要受到严格监管。实际上，监管机构对拟上市公司关联交易的核心态度是“越少越好”，如果存在关联交易，拟上市公司须充分披露并解释其合理性与必要性。同业竞争的存在使得相关联的企业无法完全按照市场规则实现完全竞争，控股股东利用其表决权可以决定企业的重大经营决策。如果其表决是倾向于非上市公司，则可能会伤害中小股东的利益。拟上市公司存在同业竞争的，监管机构会要求在公司上市前完成整改或承诺解决措施。

鉴于国企改制上市的复杂性，《公司法》、《证券法》等法律法规的相关规定都要求企业在公开发行股票并上市的过程中，必须选择有资格条件的证券公司（又称保荐机构或券商）、会计师事务所、律师事务所及资产评估机构等开展专业服务工作。中介机构作为中立的服务性机构，在企业上市过程中会起到十分重要的作用。改制上市当中涉及到很多专业领域的问题，是国企本身所无法完成的。另外，中介机构正是以其客观、中立的态度参与到国企改制上市的环节中来，其出具的报告和文件才具有公信力和说服力，同时才能对拟上市企业起到应有的审查、监督、指导效果。所以，国企高管应当重视中介机构的遴选。同时，拟上市的国企可视情况需要在上市前引入战略投资者，以股权换取战略投资者的资金。企业通过这种做法可以获取大量资金以利于重组工作的推进。并且，战略投资者可能带来先进的技术和管理理念，促进产品结构、产业结构的调整升级。同时，引入战略投资者长期持有公司股权，可能对公司的股权结构起到优化与稳定的作用。

作为拟上市国企的高管，对我国现行有关公司上市的法律规范有所了解也是十分必要的。因为法律的规定不仅为指导国有企业的工作提供了基本依据和原则，也是建立合理完善的公司结构的必要条件。关于公司上市的基本条件，我国《证券法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《拟发行上市公司改制重组指导意见》均有直接规定。同时，为了规范上市公司募集资金的管理和使用，最大限度地保障投资者的利益，《证券法》第十五条规定：“公司对公开发行股票所募集资金，必须按照招股说明书所列资金用途使用。改变招股说明书所列资金用途，必须经股东大会作出决议。擅自改变用途而未作纠正的，或者未经股东大会认可的，不得公开发行新股。”《首次公开发行股票并上市管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号—招股说明书》等法律法规也有相关规定。从《公司法》和《证券法》等相关法律规定中可以看出，法律上对上市公司的主体资格规范的是比较严格明确的。这样做的目的就在于要尽量确保上市公司独立经营、规范操作、抵御风险的能力。因此，上市公司应当具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力，做到“股权清晰、资产完整、财务独立、机构独立、业务独立”。

具体来看，我国国企改制上市中有些具体问题是非常值得高管们注意的。首先，公司发行前的滚存利润，须在发行前做出分配决议，并在发行申请材料中充分披露分配方案。如果公司发行前滚存利润由老股东享有，则必须是经审计确定的已实现利润数，同时在招股说明书中明确披露。公司不应对未经审计的利润作出分配决议。其次，关于资产减值准备计提，拟发行股票及上市公司资产减值准备计提有以下披露要求：发行人独立董事应对报告期内发行人资产减值准备计提政策是否稳健、是否已足额计提各项资产减值准备发表意见；申报会计师应重点关注发行人各项资产减值准备计提政策的稳健性和公允性；主承销商和申报会计师应对发行人是否已足额计提减值准备、是否影响发行人持续经营能力发表意见；发行人应在招股说明书“财务会计信息”一节中充分披露上述独立董事及相关中介机构的意见。第三，由于非经常性损益的性质、金额或发生频率，影响了真实、公允地反映公司正常盈利能力的各项收入、支出，如果发行人最近一年一期非经常性损益占利润总额的比重超过了20%，就应依法进行披露。第四点需要注意的是重大或有事项。它是指涉及金额或12个月内累计金额占发行人最近经审计净资产值的10%以上的或有事项。发行人存在重大或有事项的，发行人独立董事及主承销商应分别对其是否影响发行上市条件和持续经营能力发表意见。上市公司全体董事应当审慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险，并对违规或失当的对外担保产生的损失依法承担连带责任。控股股东及其他关联方不得强制上市公司为他人提供担保。最后，国企高管应当对国有资产的评估和备案有所了解。国有资产评估项目备案工作中，中央管理的企业集团公司及其子公司，国务院有关部门直属企事业单位的资产评估项目备案工作由国务院国资委负责；子公司或直属企事业单位以下企业的资产评估项目备案工作由集团公司或有关部门负责。地方管理的占有单位的资产评估项目备案工作，比照前款规定的原则执行。评估项目涉及多个国有产权主体的，按国有股最大股东的资产财务隶属关系处理。

值得注意的是，国企高管不能忽略国企改制与公司治理结构之间的密切联系。新《公司法》的颁布加快了建立现代企业制度以及完善公司法人治理结构的进程，积极推进了国有大型企业的股份制改革。国有企业必须把完善公司治理结构作为股份制改革的核心内容。首先，要建立健全董事会，设立相关的专业委员会，选聘高素质人员担任外部董事；其次，要提高董事会履行职责的能力，推进董事会规范运作；第三，要明确经理执行层职责和机制，实行经理负责制；最后，要加强监事会监督，切实形成权力机构、决策机构、监督机构和经营管理层四者之间有效制衡的机制。只有这样，国有企业才能在改制后形成由股东大会、董事会、经理层、监事会构成的完整的法人治理结构。同时，鉴于国有企业上市前须经过严格审核，在公司资信、业绩、资产质量、治理结构、内部控制、发展潜力等各方面均须达到相关政策法规的要求。所以，国有企业上市成功是企业完成阶段性发展的重要标志，是取得行业领先地位的重要标志，可以提升企业形象，提高企业知名度，扩大市场影响力。国有企业通过改制上市，一方面可使企业完善治理结构，提高经济效益，进而影响公司股价，提升公司市值；另一方面，在上市过程中公司股价会产生溢价，溢价金额将计入公司的资本公积，大大提升公司净资产水平。有效地实现了股东价值最大化，确保了国有资产保值增值。

综上所述，国有企业高管在国有企业改制中，除了需要对基础的经济、法律、管理及财务等常识有所了解和掌握，还要进一步深入研究企业在改制过程中可能遇到的关键性问题，这些问题之间都是相互联结、紧密配合的。只有这样，国企高管才能一一克服可能影响企业改制上市的难题，真正肩负起国有企业改革的重任。