

361° 看市

MSCI二次扩容在即 市场人士建议：

进一步完善期指交易安排 开创对外开放新局面

□本报记者 王超

MSCI二次扩容，不仅让A股投资者充满期待，也是期货市场关注的焦点。

接受采访的众多市场人士分析，包括以MSCI指数为跟踪目标的被动配置和参考MSCI指数的主动配置，都将提高对A股的配置需求，相应地就会提高对A股标的的风险对冲需求，进而提升股指期货套保资金的参与度和活跃度。因此，开放包括股指期货在内的中国期货市场，进一步完善相关交易制度安排，以便满足海外资金的套保需求，目前十分迫切，也非常必要。

避险需求空前提升

近日，MSCI宣布半年度指数审议结果将于北京时间5月14日早间在其官网公布。按计划，中国大盘A股纳入因子将从5%提高至10%，同时MSCI还将以10%的纳入因子纳入中国创业板大盘A股。此次调整将于5月底正式生效，令市场对进一步完善股指期货制度更是充满期待。

今年3月初，MSCI宣布拟逐步扩大A股在MSCI全球基准指数中的纳入因子，通过今年5月、8月、11月的“三步走”，将A股纳入因子从5%提升至20%。MSCI相关负责人曾在电话会议上表示，“三步走”完成后，A股将迎来800亿美元增量资金，折合人民币约5400亿元。

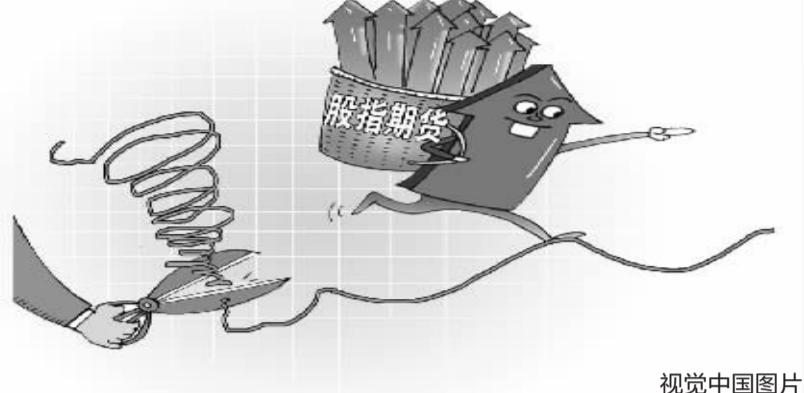
相关机构测算，目前A股市场价格盈率为16倍，道琼斯指数的市盈率为19倍，对于全球配置资金的国际机构来说，中国市场的吸引力相当诱人。“预计MSCI扩容将带来4600亿元的增量资金。”海通证券研究所期货主管高上表示，但考虑到A股市场换手率和波动率较高，崇尚价值投资的外资更为迫切需要股指期货等风险管理工具。

方正中期期货研究院院长王骏表示，提高A股在MSCI的比例首先将扩大A股的国际影响力，并带动外资流入。包括以MSCI指数为跟踪目标的被动配置和参考MSCI指数的主动配置，都将提高对国内股票的需求，就会相应提高这部分资金对A股标的的风险对冲需求，将提高股指期货套保资金的参与度和活跃度。

实际上，A股正在经历一项深远的变化：从A股表现看，尽管近日连续下跌，北向资金持续呈现净流出，但仍有多只个股被北向资金逆势增持。从央行数据来看，截至3月末，境外机构和个人持有A股市值1.68万亿元，距离同期公募基金持有A股市值1.95万亿元，仅差2621亿元。此前，外资持股市值与公募基金持股市值相差最多时达12376.85亿元。

市场人士表示，各类国际指数相继将中国市场纳入将为A股带来增量资金；中国股市目前相较于全球主要股市仍然比较便宜；对外开放进一步提速；在新兴市场国家中，经济增长稳定，资金有较好回报。这些因素下，长期外资仍将持续流入A股。而作为机构投资者主要风险管理产品创新工具的股指期货，更加需要功能完备和对外开放。

王骏分析称，目前消息显示通信服务、金融、非必需消费在纳入过程中权重占比超过20%，尤其是后者更多对应沪深300指数或上证50指数的成分股，因此可能对IF和IH合约的套保需求更大，受到的影响也就更多。并且从时间上看，将先纳入大盘股，之



视觉中国图片

后逐步扩展到中小盘股。因此对股指期货套保需求的影响也将先从IF和IH开始，逐步扩展到IC。

“股指期货是投资者尤其是机构投资者规避股票市场系统性风险的有效工具，对稳定现货市场，化解系统风险产生积极作用。”华泰期货研究员陈峰表示，同时股指期货作为资产配置的工具，丰富了投资策略，使得股市交易策略一惯性弱、弹性低的现状得到改善，并提高资金总体的配置效率。

不断完善期指交易安排

期货市场的制度安排日益完善有助于其真正发挥价格发现和套期保值功能。相关人士指出，以股指期货为例，流动性的缺失和较高的对冲成本影响了价格发现功能的发挥。只有在不断完善制度安排的情况下，交易不活跃阻碍价格发现的现象才能得到避免。

近年来我国期货市场的品种和规模都保持了快速增长，金融期货也在扩容与结构改善之中。虽然金融期货在2015年股指限仓后一度进入“沉静期”，但伴随着国债期货品种的完善以及股指期货的四次交易制度调整，金融期货再度被激活，近期无论是成交量或是持仓量都出现了明显回暖，成交持仓比也维持在1左右，显示市场成交较为理性。当然，如要进一步发挥金融期货规避金融风险和优化资金管理的功能，有待进一步丰富金融期货品种和工具，完善市场机制与制度等配套建设。

2019年4月19日，中金所宣布进一步调整股指期货交易安排，是2019年以来股指期货交易规则首次改动，也是2015年之后的第4次调整。与前3次不同，监管口径从放宽对股指期货限制变为恢复常态化。具体的调整包括三个方面：一是自2019年4月22日结算时起，将中证500股指期货交易保证金标准调整为12%；二是自2019年4月22日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约500手，套期保值交易开仓数量不受此限；三是自2019年4月22日起，将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五。

4月21日，方星海对此表示了高度肯定。“中金所刚刚宣布了股指期货恢复常态化交易监管的措施，这是很好的举措。场外衍生品市场与场内市场相比，也尚处于起步阶段。下一步，要围绕实体经济需求，继续增加场内产品和工具供给。”他说。

据中国证券报记者统计，这已经是今年方星海第3次提到股指期货常态化。今年1月12日他在出席中国人大举行的第二十三届（2019年度）中国资本市场论坛时曾表示，股指期货三次放宽交易措施，到现在为止每天平均开仓数量限制在50手，这个还不

够，还要进一步的放开。3月8日，他再次表示，股指期货进一步放开政策将尽快推出。

“经过了四次的交易制度调整，股指期货逐步得到了市场的接受和肯定，尤其是股指期货的价格发现和避险功能重新受到重视，这也是中国资本市场逐渐成熟的一个里程碑。”高上表示，展望2019年，股指期货应进一步完善交易制度安排和加快对外开放步伐。

此外，有接近监管层的消息人士表示，为进一步丰富避险产品系列，中金所研发已久的股指期权，正在积极推动年内上市。

进一步推动期市对外开放

期货市场对外开放的步伐正在提速。

2018年8月24日，证监会正式发布《外商投资期货公司管理办法》称，即日起符合条件的境外机构可向证监会提出申请，持有境内期货公司股比不超过51%，三年后持股比例不受限制。

而在2018年3月26日，原油期货在上海期货交易所旗下上海国际能源交易中心正式上市，成为首个对境外投资者开放的期货品种。5月4日，大连商品交易所铁矿石期货引入境外投资者正式启动，成为第二个国际化期货品种。11月30日，郑州商品交易所PTA期货加入国际化品种行列。三大商品期货交易所均完成了品种国际化的起步。

“以开放促改革促发展是我们国家40年来发展所总结的一条成功经验，今年我们会继续在更高层次、更广范围、更多方式上推进对外开放。我们要坚持特定品种开放的路径，积极推动包括股指期货在内的特定品种对外开放，同时要做好开放过程中的制度对接，在守住风险底线的前提下，对接国际标准，增强制度包容性，方便境外交易者入市，提升市场吸引力。”2019年4月21日，中国证监会副主席方星海在“第13届中国期货分析师暨场外衍生品论坛”上致辞时表示。

而此次方星海特别提出了股指期货，让业内对金融期货对外开放有了更多期待。事实上，随着加入国际指数，外资机构对国内资本市场正在加大配置力度，其风险管理的需求也逐步提升。据了解，金融期货对外开放也已经成为中金所近期的重要工作之一，除股指期货外，国债期货国际化有关方案也已上报监管部门。

华泰期货宏观研究员蔡超认为，加大对开放、实现国际化之后的期货市场，可以提供一个串联境内外市场的开放平台，让境外投资者参与中国境内期货市场，通过引入全球产业客户和机构投资者等参与者将使得期货投资者结构将不断完善，增加市场参与深度，从而有利于提升我国期货市场和相应品种的国际影响力。

客观理性看待股指期货的作用

□申毅投资 申毅

近期A股市场出现了连续的调整，一些异想天开的“阴谋论”又开始浮出水面。有观点认为，股指期货是市场下跌的“帮凶”，有大资金利用期指做空股市”。这类说法其实是在历史上历次市场调整的时候都会出现，笔者早已见怪不怪。事实上，决定股票市场走势的因素十分复杂，将股市下跌一味归咎于股指期货往往是“不识庐山真面目”。只要仔细分析评判一下近期市场各种内外因素和股指期货的交易机制，就可以知道，上述观点简直是无稽之谈。

应从宏观基本面探寻股市调整的原因。从国内市场内外因素分析，当前股市出现调整主要有以下几个原因。首先，从全球宏观经济来看，相比欧洲、拉美及非洲等地区，中国和美国的经济情况整体向好，但中美地缘政治及贸易摩擦仍存在不确定性。当市场存在不确定性事件时，会有较高的风险溢价，这会使得投资者选择降低仓位或持币等待。

其次，由于债券利率在上升，宏观资产配

置的投资者更关注宏观利率的方向和股市的相对价值风险，因而这部分投资者可能会卖掉一部分股票进入债券市场，增加固收类资产的配置，降低权益类资产的配置。

此外，从估值来看，2018年下半年A股估值一直处于历史较低点，在今年年初经历了一波反弹后，市场整体估值也迎来了快速修复，有不少投资者在此时选择获利了结。

股指期货只是避险工具，与股市调整没有关系。说完了市场调整的原因，我们再来看看股指期货的情况。股指期货本身是一个避险工具，市场参与者既可以买多，也可以卖空。一方面，持有股票现货的市场参与者认为股票质量比较好，不希望在现货市场里抛售股票，为防止不确定性事件的发生，可以用股指期货进行套保。另一方面，资产配置类的投资者会利用股指期货进行多头套保，从而对标的指数。

事实上，股指期货当中投机类的空头仓位并不多。这一方面与中国投资人习惯“买多”有关系。另一方面，若投资者普遍认为市场存在价值，估值相对便宜的话，那么投资

者恐怕更愿意用股指期货去做多整个市场，因为其代表的指数是宽基指数，流动性较好，且不需要承担择股或踩雷的风险。

阴谋论者总是认为：有些人可以通过操纵现货市场、用股指期货做空获利”，这在2015年股市风波中被反复的议论，但事后经过有关部门非常细致的调查，证明这是无中生有的说法。众所周知，股指期货做空需要使用套保额度，这意味着首先要有关额、甚至超过空头市值的多头的股票去建立一个“多股票、空期货”的组合，轧差之后实际是一个净多头的组合。如果把股票抛掉去获利，就需要承担股指期货上涨的风险，这本身是没有无风险收益的。因此，从交易机制上来说，这是不可能存在的。所以“卖空股指获利”的想法纯属外行的异想天开罢了。

当前，中国股市的流动性在全球金融市场排名极其靠前，没有所谓的“恶意势力”有这样的能力去操控中国的股市，更不要说有个体或机构能够去操纵整个中国股市的涨跌、操纵股指的涨跌。因此，类似利用股指期货“做空股市”、“操纵股市”的言论更是毫无依据的妄加揣测。

■“走近科创，你我同行”科创板投教专栏（八）

科创板退市制度早知道

1. 科创板上市公司被实施退市风险警示的，是否会被冠以相关标识？

与沪市主板公司一致，科创板上市公司股票被实施退市风险警示的，在公司股票简称前冠以“ST”字样，以区别于其他股票。

2. 科创板上市公司股票被实施退市风险警示期间，应如何交易？

与上交所主板不同，科创板上市公司股票被实施退市风险警示期间，不进入风险警示板交易，不适用风险警示板交易的相关规定。

3. 可能引起科创板上市公司强制退市的情形有哪些？

根据《上海证券交易所科创板股票上市规则》（以下简称《科创板股票上市规则》），科创板上市公司可能退市的情形主要包括：

一是重大违法强制退市，包括信息披露重大违法和公共安全重大违法行为；

二是交易类强制退市，包括累计股票成交量低于一定指标，股票收盘价、市值、股东数量持续低于一定指标等；

三是财务类强制退市，即明显丧失持续经营能力的，包括主营业务大部分停滞或者规模极低，经营资产大幅减少导致无法维持日常经营等；

四是规范类强制退市，包括公司在信息披露、定期报告发布、公司股本总额或股权分布发生变化等方面触及相关合规性指标等；

此外，投资者需了解，对于科创板上市公司股票被终止上市的，不得申请重新上市。

4. 科创板上市公司重大违法强制退市情形有哪些？

根据《科创板股票上市规则》规定，上市公司重大违法强制退市的情形包括：

一是上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，且严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形；

二是上市公司存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域违法的行为，情节恶劣，严重损害国家利益、社会公共利益，或者严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形；

三是上市公司向所有股东发出回购全部股份或部分股份的要约，导致公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件的情形；

四是上市公司股东向所有其他股东发出收购全部股份或部分股份的要约，导致公司股本总额、股权分布等发生变化，不再具备上市条件的情形；

五是除上市公司股东外的其他收购人向公司所有股东发出收购全部股份或部分股份的要约，导致公司的股本总额、股权分布等发生变化，不再具备上市条件的情形；

六是上市公司因新设合并或者吸收合并，不再具有独立法人资格并被注销的情形；

七是上市公司股东大会决议公司解散的情形；

八是中国证监会和上交所认可的其他主动终止上市情形。

10. 科创板上市公司主动终止上市的，投资者的合法权益如何获得保护？

上市公司主动终止上市的，公司及相关各方应当对股票退市后的转让或者交易、异议股东保护措施等作出妥善安排，保护投资者特别是中小投资者的合法权益。

主动终止上市公司可以选择在股份转让场所转让其股票，或者依法作出其他安排。

券商完成首次科创板全网测试

（上接A01版）另有券商人士告诉中国证券报记者，在测试完成后，券商需向上交所反馈柜台系统是否必须升级、技术系统改造就绪情况（若未完成改造，需反馈改造完成时限）和测试完成情况。具体来看，反馈信息包括科创板新股网上发行申购测试、科创板无涨跌幅限制和有涨跌幅限制订单委托成交测试、科创板本方和对手方最优市价订单委托成交测试、科创板盘后固定价订单委托成交测试、科创板大宗交易订单委托成交测试、行情接收和处理测试、公告文件接收和处理测试、结算数据接收处理测试、科创板融资融券测试和科创板异常波动停复牌测试的通过情况，以及测试发现的其他异常信息。

此外，在测试完成后，券商需向中国结算反馈科创板新股网上发行申购测试、三个批次预清算结果接收与处理测试、科创板股票弃配业务申报与处理测试和日终结算数据接收与处理测试的通过情况。

测试内容不包括科创板转融通业务

中国证券报记者获悉，本次测试主要目的是验证科创板相关功能就绪情况，参测单位包括上交所技术公司、信息公司，中国结算上海分公司，全体市场/结算参与者和相关信息商。

测试模拟1个完整交易日交易和结算，测试用交易日与真实日期相同。测试内容主要针对科创板股票新股发行申购、上市后前5日无涨跌幅限制委托成交及第6日起有涨跌幅控制委托成交、本方及对手方最优价申报、盘后固定价格委托成交、大宗交易委托成交、异常波动停复牌、融资融券业务和新股弃配申报等。

交易测试在竞价撮合平台和综合业务平台两个平台同步展开，测试用的证券账户、交易单元、指定交易、清算路径、权益数据等均以5月10日（周五）闭市后生产环境数据为基准。为确保测试顺利开展，监管机构要求各参测单位于5月9日12点前自行向上交所申报2个证券账户。上交所和中国结算上海分公司在测试开始前为申报的账户

初始化688990-688997等8只科创板股票持有各一亿股。同时生产环境中所有账户均可参测，参测单位需自行交易获得持仓。此外，上交所及中国结算要求各参测单位务必保障测试环境与生产环境隔离，以免测试数据影响生产。

科创板转融通证券出借和转融券业务系统测试不在本次全网测试中。中国证券报记者此前独家获悉，目前暂时仅有中信证券、中金建投证券、银河证券、海通证券、申万宏源证券、国泰君安证券、华泰证券、国信证券和招商证券等9家券商获得科创板转融通业务权限，并已展开相关系统测试。

预期升温催化券商板块价值

在5月11日首次全网测试前，上交所和中国结算在4月已组织完成数轮专项测试。运营及技术系统是股票交易基础，因而系统测试与运行情况一直被市场高度关注。业内人士指出，5月还将进行多轮全网测试及最终通关测试。测试频次增加预示着开板日期临近。业内人士认为，6月科创板有望正式开板。

随着科创板渐行渐近，相关预期有所升温，机构也看好券商板块未来走势。招商证券指出，以科创板为代表的政策刺激是证券板块全年最大催化剂，科创板相关政策、推出节奏、情绪将直接影响券商板块走向。

国泰君安证券指出，由于内外部因素变化，非银板块近期出现一定幅度调整，但当下资本市场政策进一步灵活、内部经济增速超预期的大背景并没有变化。券商板块经过前期深度调整，在未来仍存在政策催化。

东方证券指出，从政策面看，以科创板为代表的直接融资体系得到深化发展，利好券商战略布局。我国证券行业处于变革期，行业集中度不断提升，在客户开发维护、产品设计、风险管理等方面具有优势的券商能够把握市场机遇，迈入上升通道。从中期角度看，券商股的投资机遇来自于政策机制，而政策取向集中于发展直接融资市场，利好中小科技型企业客户储备丰富的券商。