

【解牛集】

信报，2010年4月20日

## 确立沽空机制是优化市场运作之本

甘洁

香港科大商学院财务系副教授

上海中国金融期货市场推出沪深 300 股票指数期货合约，可以说标志了中国金融市场另一个新发展起点。有关股指期货上市的启动仪式，早于今月 8 日已经举行，并定于 16 日在中金所正式上市交易。笔者在本文拟对沪深 300 股票指数期货合约推出对中国金融投资市场的进一步发展关键，作出一个初步的分析。

### 沪深 300 股票指数期货出台

扼要来说，中国股市如今已经包含了不少泡沫，一个可以医治泡沫的方法，是能够让投资者有一个沽空的机制。从市场有效运作的角度看，那些看好市势发展的投资者可以买入；看淡市势发展的人可以卖出，若然买卖都有一个交易渠道，投资者能够很有效作出买卖，则交易费用不仅低，且交易效率高，结果，市场也变得更有效率。显而易见，如果没有沽空机制，就意味着很多时候只有「乐观一方」，即看好一方的投资者可以买入，但「看淡一方」，因为没有沽空机制而无治沽售，令市场出现「单向」的交易缺陷，既缺乏效率，更重要一点是，令投资的「套戥」功能无法有效发挥。从这个角度来看，今次中国金融期货交易所推出的沪深 300 股票指数期货合约，无疑是提供了一个很好作为「沽空」的工具。

细看期货合约的一些细节。首先，沪深 300 指数由沪深 A 股中规模大、流动性较好、且具代表性的 300 只股票组成，综合地反映沪深 A 股市场整体表现，并以此作为指数期货合约的衍生基础。其次，首批上市合约为 2010 年 5 月、6 月、9 月和 12 月合约。沪深 300 股指期货合约的交易保证金，5 月、6 月合约暂定为合约价值的 15%，9 月、12 月合约暂定为合约价值的 18%。另外，5 月、6 月合约涨跌停板幅度为挂盘基准价的  $\pm 10\%$ ，9 月、12 月合约涨跌停板幅度为挂盘基准价的  $\pm 20\%$ ，这些交易设计都相当清晰。

### 投机爆炒初期难以避免

在投资成本方面，沪深 300 股指期货合约交易手续费，定为成交金额的万分之零点五，结算手续费标准为交割金额的万分之一，在每个交易日结束后，交易所将发布单边持仓达到 1 万手以上，以及当月（5 月）合约前 20 名结算会员的成交量、持仓量。可以说，在市场买卖和操作方面，显然参考了其他股票期指合约的市场经验。事实上，中国有关方面对设立股指期货的筹备，历时达四年。早在 2006 年 2 月 8 日，中国证监会便成立股指期货筹备领导小组。同年 9 月，中国证监会批准成立了中国金融期货交易所。因此，沪深 300 股指期货的金融衍生工具产品，是经过详细安排才推出上市。

从研究、筹备到落实的政策目标看，沪深 300 股票指数期货合约，确实是中国资本市场建设中一项十分重要的基础性制度建设。当局希望股指期货上市后，随着其市场「套戥」功能的有效发挥，可以在股票市场形成一个「内在稳定器」机制，既可以增加市场弹性，同时亦可以令股票市场的资产价格，形成一个有效的市场化机制；改善和深化市场的成熟程度，也完善股票市场的风险管理。然而，这个「如意算盘」能否打得响，目前言之尚早。但上市交易初期，指数期货市场出现投机性问题，并未令人太感意外。

### 沽空机制不完善局限市场发展

就在沪深 300 股票指数期货合约正式买卖前夕，金融投资机构高盛集团(Goldman Sachs Group Inc)发表了一个研究报告指出：由于成交量的限制，即将上市的沪深 300 股指期货合约价格将被严重高估。报告表示，与以往中国推出其他金融产品一样，股指期货上市初期，很可能也将遭到爆炒。报告进一步指出，股指期货上市首日交易价格，很可能维持在基准价的上浮区间。在监管层的密切监测下，股指期货交易量将会出现逐步增长，但是，股指期货不会对股票市场产生显著的直接影响。对于高盛估计期货合约价格或被严重高估的问题，我们不妨从衍生金融学的角度，来分析一下投机因素和套戥功能的平衡，这个问题，对中国发展指数期货金融工具的起始阶段，实在值得关注。

投资股票必须承担股价变动的风险。一般来说，股价风险有两种。一是非系统性风险和系统性风险。非系统性的风险是指个别股票价格下跌的风险，这种风险可以通过投资多样化加以分散；而系统性风险，则是指整个股票市场价格下跌的风险，这很难用投资多样化的手段有效回避。当股票的价格波动剧烈，投资者面对的风险必然增加，因此，股票指数期货便可以为投资者提供一个防范系统性风险的工具。譬如看好市况发展，持有了股票，但为回避股票下跌风险，可以在期货市场做空头，即卖出指数期货合约，以保障股票的投资利益。反之，看淡市势发展，沽出了股票，为了防范市势逆转向上，于是可以在期货市场做多头。但这个市场有效运作的一个前提，是股票市场容许沽空，否则期货市场的操作，便有很

大的局限性。

## 市场愈不成熟 投资教育愈重要

事实上，股票指数期货合约像一把「双刃剑」，因衍生工具始终有杠杆成份，容易成为投机者追逐利润的投机工具。按照市场经验，在指数期货市场的投机、套利和套保的成份中，亦以投机成份交易占相当大的比例。按目前沪深 300 股票指数期货合约的买卖规定，交易一手理论上最低需要十五万人民币保证金。然而，为了防范投机过浓，有关当局必须因应市场情况，调整保证金费用，从增加成本的角度，减少投机活动急剧扩散。可以说，完善法制环境、强化监管、因应发展情况，适当提高入市门坎，降低杠杆，并且加强投资者教育，提高投资者对风险的认识，从而明白本身的风险承担能力，是完善市场并进一步稳定发展的条件。

笔者认为，加强投资者教育是一项重要的工作。当投资者对市场功能和风险认识不足，往往便无法清楚本身的风险承担能力，令市场波动剧烈，发展难以成熟，这是股市和期市进一步发展的一大障碍。

## 结算机制有不足之处

再从结算的角度看，目前，沪深 300 股票指数期货合约采用现金交割方式。当合约到期时，便按照结算所的规则和程序交割。交易双方据结算价格，进行现金差价交割，了结到期的未平仓合约。沪深 300 股票指数期货合约的交割结算价，为最后交易日沪深 300 股票指数最后二小时的算术平均价，而交易所有权根据市场情况，对股指期货的交割结算价进行调整。但人为的调整，若准则和透明度低，往往成为进一步萌发投机行为的温床。顺带一提，香港恒生指数期货的结算，是根据最后交易日每五分钟平均价计算。但无论如何，沪深 300 股票指数期货合约结算价，是根据最后交易日当天最后两小时的现货指数的算术平均价计，因此，不排除在结算当天的下午，股市出现急剧的波动，暴升暴跌，令市场风险大增，甚至出现系统性的风险，这一点，实在值得有关当局注意。

事实上，金融衍生工具对金融市场的发展扮演一个重要角色。在近三、几十年中，衍生金融工具市场发展迅速，除了有客观经济环境的需要因素外，衍生金融工具本身的功能，也是一个相当重要的因素。除了上文提到的「回避风险」功能，金融衍生工具还有「价格发现」功能。在这个市场内，聚集了众多的买卖者，不仅可以减少搜寻交易对手的成本，而且通过竞价达成买卖，成交的价格亦反映了交易者对 market 价格的预期，成为价格未来走势的最佳「发现」工具。当然，金融衍生工具也具获利功能，透过投资（投机）和套利取得利润。但如何好好利用这把「双刃剑」，显然是一个制度设计、监管和投资者教育多方面配合的问题。

## 确立沽空机制是发展关键一步

从目前的情况来看，中国优化金融市场运作的发展过程中，在制订沽空机制上，终于走出了正确一步。事实上，在股票市场充斥泡沫的隐忧下，只有完善市场交易制度，容许沽空，发挥沽空机制的套戥功能，采用市场手段，才是解决问题的根本方法。可以说，这亦是发展股票指数期货合约市场的重点所在。如今发展沪深 300 股票指数期货合约，如何防范投机因素侵蚀起步和进一步发展的健全性，无疑是关键之处，不容掉以轻心。笔者认为，全面确立沽空机制，是优化金融投资市场的根本之道，因为透过「无形之手」的市场手段，可以引导无数卖买交易的供应和需求，有效率地达到均衡，维持了市场运作的相对稳定和秩序。