

股指期货基于信息传递效应稳定作用的局限性

赵睿^{1,2}, 贺晟², 石杰³

(1. 西北大学 经济管理学院, 西安 710127; 2. 西部证券股份有限公司 发展研究中心, 西安 710004;
3. 北京大学 光华管理学院, 北京 100871)

摘 要: 股指期货对现货市场的波动有潜在的影响。有学者认为股指期货能向现货市场传递信息, 可提高信息质量, 加快证券价格对新信息的反应速度, 促进信息效率, 从而起到稳定市场的作用。但是, 股指期货信息传递效应对现货市场的稳定作用具有一定的局限性, 这种局限性源于: 第一, 股指期货有限的价格发现功能; 第二, 股指期货有可能向现货市场传递有噪音信息; 第三, 市场解释信息方式影响稳定作用发挥的程度; 第四, 股指期货引起信息同质性, 使市场丧失信念多样性, 更易反应过度。

关键词: 股指期货; 现货市场; 信息传递效应; 价格发现; 噪音

中图分类号: F830.9

文献标识码: A

文章编号: 1009-9107(2009)02-0048-04

中国金融期货交易所成立已接近2年时间, 至今尚未推出股指期货。除了前两年股权分割、股票市场整体估值过高、高通货膨胀、人民币快速升值等现实因素外, 股指期货对现货市场的潜在影响也是管理层迟迟没有推出股指期货的原因。

人们往往将股票市场的波动与“无效率”、“投机”、“操纵”、“经济波动”、“金融体系的脆弱性”等联系在一起, 成为它们的代名词。因此, “股指期货对股票现货市场波动的影响”这一问题受到了广泛的关注和研究。股指期货对现货波动的影响可以分解为三种效应: 基于信息传递的效应(简称为“信息传递效应”)、基于交易行为的效应和基于市场结构的效应。信息传递效应是指新信息首先反映在期货价格上, 当根据期货价格的波动推断出有新信息到达时, 现货市场投资者将调整其现货头寸, 从而引起现货价格波动, 最终现货价格也会对新信息做出反应。

Friedman认为, 只要期货交易可以吸引更多的理性投机者, 那么期货就能使现货价格向其基本价值移动, 降低资产价格波动。但是信息并不一定能降低波动。Cox认为, 在无套利的市场中, 价格方差等于信息方差, 即价格波动是对新信息的反应。因此, 按照Cox的观点, 如果股票波动增加是因为期货交易

易提高了现货市场的信息效率, 那么前者起到了稳定市场的作用; 否则, 则相反。Ross也认为, 价格变化依赖于新信息的到来, 信息的增加意味着波动的加剧。但这种波动的增加不是使市场失稳, 而是使市场定价变得更加迅速有效。^[1]

Ryoo等研究了韩国KOSPI200指数期货对波动的影响。他们认为, 期货交易加快了信息反映在现货价格中的速度, 降低了信息粘性, 增加了现货市场的波动。^[2] Antonios研究了FTSE-100股指期货与现货价格波动的关系。^[1] 其研究结果表明, 引入期货前, 价格方差衰减速度很慢, 这意味着外部冲击对价格变化有永久性的影响(信息反映在价格中的速度缓慢); 引入期货后, 价格方差衰减速度很快, 这说明外部冲击对价格变化只有暂时性的影响(新信息能很快反映到证券价格能中)。因此, Antonios认为, 期货交易提高了信息流向现货市场的质量和速度。

上述学者的观点可归结为“股指期货对现货市场具有稳定作用”。所谓稳定, 就是指股票市场的价格处于理性的波动状态, 它是相对于股票价格的异常波动而言的。^[3] 正常波动是指在市场环境、交易者预期等因素改变供求关系的情况下, 交易品种价格

收稿日期: 2008-08-01

作者简介: 赵睿(1972-), 男, 陕西安康人, 西北大学经济管理学院博士研究生, 西部证券股份有限公司发展研究中心研究员, 研究方向为证券市场与投资。

呈现出经常性变化的特性。因此,从内涵上来看,“稳定”从属于“波动”,是“正常波动”。但是也有学者提出了不同的观点,他们认为“股指期货并不一定能稳定现货市场”。

本文将从以下几个方面来研究股指期货的基于信息传递效应稳定市场的局限性。

一、有限的价格发现功能

一般认为,期货具有价格发现功能。所谓的价格发现是指在信息到达后,经由市场调整,重新达到均衡价格的过程。^[4]判断一种资产是否具有价格发现功能的标准是其与其他资产间的价格领先一滞后关系。如果期货具有统计意义上的价格领先,那么相对现货,期货就具有价格发现功能。

(一) 价格发现功能的实证研究

Wahab 等人用协整分析研究了 S&P500 与 FTSE100 指数与期货之间的动态关系。^[5]研究结果表明,S&P500 与 FTSE100 指数与期货间存在长期的均衡关系,但现货比期货更具有价格发现功能。Ghosh 研究了 CRB 指数的股指期货与现货的关系。^[5]其研究结果显示,CRB 指数的价格波动顺序是现货市场到期货。其他学者对台湾摩根斯坦利、日经 225 等指数的现货与期货的价格关系也进行了研究,结论与此类似。^[5]Adman 等研究引入股票指数期货对伊斯坦布尔股票交易所波动的影响。^[2]他们发现,期货交易降低了 ISE30 指数的条件波动。同时,现货价格和股票指数期货价格存在着长期的相关关系。无论是长期还是短期,从现货价格到期货价格存在因果关系。这些研究结论表明,信息首先反映在现货市场,然后才反映在期货市场。

(二) 逆向选择对价格发现功能实现的限制

市场信息假说、交易限制假说、交易成本假说等理论认为股指期货具有价格发现的功能,但是逆向选择的存在制约了股指期货的价格发现功能的实现。Brahrranyarr 认为^[6],因为期货对于没有信息的投资者而言,是一种交易成本较低廉的资产。因此,如果流动性需求者可以策略性地选择市场下单,则其会偏好于期货市场交易;而具有信息优势的投资者不会交易股指期货,主要原因在于股指期货包含的信息已经多元化,如果他们交易股指期货,获利将会减少。因而在引入股指期货后,现货有可能先于股指期货对信息做出反应。但同时由于逆向选择的存在,现货市场的流动性会下降,波动将加剧。

这些研究说明,至少在某些情况下,期货市场不具有价格发现功能,不能有效的向现货市场传递信息。此时,波动的增加不是信息效率的提高。

二、传递有噪音信息

(一) 市场规模与信息效率

Cox 认为,期货交易能改变可用信息的原因有两个:第一,期货吸引了更多交易者;第二,期货交易的成本低,因此,新信息首先反映在期货价格上。^[7]Cox 的观点实际上暗含着这样一种逻辑:交易规模和市场效率正相关。规模越大,市场越有效率;市场参与者越多,信息效率就会越高。现实中,与 Cox 观点相左的一个典型例子是外汇市场。2004 年全球外汇日交易额最高达到 1.9 万亿美元,大约是纽约股票交易所和纳斯达克市场总和的 20 多倍。^[8]但是,“它同时也是低效率的市场”。^[9]

Biais 认为,股指期货可减轻市场崩溃的问题,但对于市场信息效率的变化有模棱两可的效果。^[10]一方面,股指期货不是多余资产,这有助于提高市场完整性,因此无信息优势的投资者可借助观察更多的交易价格来获取信息,从而提升了市场效率;另一方面,股指期货的引进使得内幕交易者更加活跃,使得做市商更难解读信息,因此也有可能降低市场效率。

(二) 期货交易增加噪音的机制

阿罗认为,所谓“信息”就是根据条件概率原则能有效地改变后验概率的任何可观察结果。^[11]因此,“信息”同时具有客观性和主观性。由于人们对信息的理解和鉴别常常因人而异,信息内容就有了主观性的一面。正是由于信息的主观性,信息在流动过程中会失真,产生噪音。噪音的产生使得证券价格不能正确反映信息。

Gunduz Caginalp, David Porter 和 Vernon Smith 曾用实验研究资产泡沫的形成。经过研究,他们认为,资产泡沫形成的条件是^[12]:第一,资产价值低于基本价值,使价格获得一个上升的动量;第二,现金的可得性。一般来说,交易者的可用现金越多,市场存在泡沫的潜在可能性和规模就越大。由于期货的保证金交易制度,一方面增加了可用现金,增大了泡沫产生的可能性,另一方面有可能吸引更多的噪音交易者进入期货市场。这样,期货向现货市场传递的是与基本面无关的供求信息和噪音,即期货传递的信息并非是高质量的,而是相反。

三、市场解释信息的影响

(一) 信息解释与市场心理(情绪)

信息对价格波动起怎样的作用,不仅取决于信息本身以及信息传递的速度与质量,也取决于市场参与者怎样解释信息。后者与市场心理(情绪)有关。

市场心理(情绪)可以解释部分资产价格波动。Azariadis 在研究资产泡沫时提到,对泡沫“一个可能的解释是资产价格包含一个处于波动状态但不是必然要破灭的泡沫项,它是被市场心理所驱动的。”^[13] Pigou 认为,“周期波动中有一半的波动幅度起因于心理因素和货币数量的自发变化。”^[13] 市场心理与市场的理性程度、价格的变化路径、信息的表达方式等有关。在不同的市场心理下,市场对同一信息可能会有不同的理解。市场对新信息有时表现为反应过度,有时又表现为反应不足。

(二) 信息解释与证券价格波动

在次贷危机发生后,美国财政部和联储多次向市场注资以解决流动性不足的问题。市场参与者对于注资存在着两种可能的理解和解释:第一,流动性不足会有所缓解;第二,危机或将蔓延,市场前景不容乐观。前者可以阻止市场进一步下跌,而后者可以加速市场下跌。但是宣布注资并没有扭转市场的颓势,市场进一步下跌,这是因为经过连续下跌后,市场处于极度悲观状态之中,对风险高度敏感,市场将注资理解为“危机或将蔓延,市场前景不容乐观”。

同样的问题也出现在我国。在2007年的牛市中,央行5次加息,但是股票市场不为所动,经过短暂的调整后,持续上扬。但是在2008年的股票市场下跌中,在央行6月7日宣布提高存款准备金0.5个百分点后,在后一个交易日,市场大幅低开,连续6个交易日收阴,上证指数累计下跌约535点。同样紧缩信息,市场有着不同的表现,部分原因是市场对同样的信息给出了不同的解释。

(三) 1987年美国股灾中的股指期货

美国股市在1987年10月19日发生崩盘。当天道·琼斯工业指数下跌508点,跌幅近23%,同时标准普尔指数以及在芝加哥商品交易所交易的标准普尔指数的股指期货也大幅下挫。^[14]

布兰迪委员会给出的关于市场机制的报告(《布兰迪报告》)将此次股市崩盘归罪于股指期货所带来的组合保险策略和指数套利行为。由于当日S&P500期货指数开盘价格比现货价格低,因此,组合保险投资者卖出指数期货,从而使期货合约价格低于理论价格。指数套利者认为有利可图,他们便买进指数期货,卖出股票——致使股市下跌,继而又触发了组合保险投资者在期货市场上的卖压,这一恶性循环使股市大跌。在股市一路下跌的情况下,大量的交易指令造成交易系统阻塞,交易者看得见价格,但无法卖出股票,加剧了恐慌心理。在这种恐慌心理下,市场无法正确理解造成大幅下跌的原因,引发了更大的抛盘,当天的成交量急剧放大,超过6亿股,是9月份日成交量的3倍。^[14]

四、信息同质性加剧市场反应过度

(一) 信息同质化与反应过度

信息多元化是信念多元化的原因之一。获取信息的成本越高,信念的差异性就越大。由于诸多因素导致信息成本大幅度降低,大大降低了信息的多元化程度。这些因素包括计算机和互联网的广泛应用,越来越严格的信息披露制度。如果某家公司股票的利好消息同时到达每一个投资者,那么每个人都会同时购买,股票价格将持续上涨,直到使一些买方变成卖方为止。市场更加公正和透明,但也因此而变得更加不稳定和缺乏流动性^[9],更易反应过度。

1997年7月泰国发生金融危机,标志着亚洲金融危机的开始。国际货币基金组织在对泰国进行援助时,了解到泰国在计算外汇储备时没有扣除远期外汇交易的损失额,泰国的外汇储备被夸大了。因此,国际货币基金组织向泰国政府提出了援助的强制条件——准确计算外汇储备的损失额。这一强制的信息披露使泰国政府极力维持的泰铢盯住美元的汇率机制难以为继,加剧了泰铢贬值的压力。许多评论家(包括国际货币基金组织本身)事后都承认这是一个本应避免的错误,因为任何有可能增强投机者一致行动的行为都是有害的^[9]。与此相反的一个案例是长期资本管理公司。在长期资本管理公司发生危机时,纽约联储没有把公布全部交易头寸作为其接受援助的先决条件。对交易头寸的公布将暴露该公司最脆弱的部分,从而使投机性攻击行动更为一致,长期资本管理公司及其债权银行将遭受毁灭性的打击。这种情况下,不进行完整的信息披露是防止投机者一致行动的最优选择。在这两个案例中,由于信息披露的不同,导致了两种不同的结果。完全的信息披露使投资者对市场形成一致性预期,造成证券供给与需求严重失衡,引起证券价格的巨大波动,最终导致市场反应过度。在极端情况下,这会使市场崩溃。

(二) 股指期货、自我实现预期与信息同质化

如前所述,股指期货被认为具有价格发现的功能,可部分解决信息不对称问题。如果这一信念被市场广泛接受,股指期货传递的信息就会被纳入现货交易决策的规则,并赋予比较大的权重。这种过度关注股指期货传递的信息而忽略其他信息会使现货市场丧失信息多元化,表现为信念和行为同质化倾向——根据相同规则进行决策的投资者同时按照股指期货所指示的方向进行交易。按照同一规则进行决策和交易的投资者越多,股指期货所指示的方向和目标越容易实现,因此,股指期货的价格发现功能在某程度上依靠自我实现预期机制实现了。此时,市

场的波动就会增加,过度反应就更容易发生。在这种情况下,股指期货就没有起到稳定现货市场的作用。

五、结论

对于期货交易的信息传递效应可以用 Avinash 在《流动性黑洞》中对流动性黑洞的评论作为总结^[9]：“对于防范危机而言,有三个主要原因表明信息为什么是必要而非充分的条件。第一,市场短视。信息虽然存在,但市场却将关注的焦点放在其他变量上。第二,‘坏消息’的提供。要记住信息传递的改善并不能保证降低投资流的波动性。第三,如果有些消息的发布能使投资者更可能出现‘羊群效应’,那么它实际上会导致市场的波动性的增加。”

参考文献:

- [1] ANTONIOS ANTONIOU, GREGORY KOUTMOSE, ANDREAS PERICLI. Index futures and positive feedback trading: evidence from major stock exchanges[J]. *Journal of Empirical Finance*, 2005,12:219-238.
- [2] ADMAN KASMAN, SAADET KASMAN. The impact of futures trading on volatility of the underlying asset in the Turkish stock market[J]. *Physica, A* 2008,387:2837-2845.
- [3] 程峰. 证券投资基金对中国股市稳定性影响的实证研究[D]. 暨南大学硕士学位论文,2004.
- [4] 金登贵. 中国证券市场的价格发现过程[J]. *统计与决策*,2005(8):88-90.
- [5] 陈劲甫,钱怡成. 股价指数期货与现货价格关联性之研究[C]. 2002年台湾管理创新与新愿景研讨会论文集.
- [6] 李强. 股指期货对股票市场影响的研究综述[J]. *武汉金融*,2007(4):16-18.
- [7] ANTONIOS ANTONIOU, PHIL HOLMES. FUTURES TRADING, Information and spot price volatility: evidence for the FTSE-100 Stock Index Futures contract using GARCH[J]. *Journal of Banking & Finance*, 1995, 19:117-129.
- [8] 凯西·莲恩. 外汇市场即日交易——从市场波动中获利的技术和基本策略[M]. 林惠文,译. 广州:广东经济出版社,2007:2.
- [9] AVINASH D. PERSAUD. 流动性黑洞——理解、量化与管理金融流动性风险[M]. 姜建清,译. 北京:中国金融出版社,2007.
- [10] 李华. 股指期货推出对股票市场波动性的影响研究[J]. *金融与经济*,2006(2):81-83.
- [11] 张圣平. 偏好、信念、信息与证券价格波动[M]. 上海:上海三联出版社,2006:24.
- [12] 罗斯·米勒. 实验经济学:如何构筑完美的金融市场[M]. 于泽,李彬,译. 北京:中国人民大学出版社,2006:74-75.
- [13] 张逸. 动态一般均衡经济中资产价格波动的模型化[J]. *北京大学中国经济研究中心学刊*,1999(3):49-67.
- [14] 张雪莹. 股票现货市场与期货市场的联合监管问题——1987年10月美国股市和期货市场暴跌的回顾[J]. *金融衍生品*, 2007(3):16-20.

Limited Stability Role of Stock Index Future Based on Information Transmission

ZHAO Rui^{1,2}, HE Sheng², SHI Jie³

(1. School of Economics & Management, Northwest University, Xi'an 710127; 2. Development Research Center, Western Securities Co., Ltd, Xi'an 710004; 3. School of Guanghua Management, Peking University, Beijing 100871, China)

Abstract: Stock index future has a potential influence on the volatility of spot market. There are ideas that stock index future can transmit information to the spot market, improve the quality of information, fasten the stock price reaction to the new information and promote the information efficiency. And thus it may stabilize the market. But there are limited roles for the information transmission effect of stock index future in stabilizing the spot market. This limitation comes from the followings: First, stock index future has a finite function of discovering price; Second, it is possible that stock index future transmits information with noise to the spot market; Third, the extent of the ways of explaining information affect to stabilizing the market; Forth, stock index future may bring about homogeneous information, make the market lose heterogeneous briefs, which may bring about frequent overacting.

Key words: stock index future; spot market; information transmission effect; discovering price; noise

股指期货基于信息传递效应稳定作用的局限性

作者: [赵睿](#), [贺晟](#), [石杰](#)
 作者单位: [赵睿\(西北大学, 经济管理学院, 西安, 710127; 西部证券股份有限公司, 发展研究中心, 西安, 710004\)](#), [贺晟\(西部证券股份有限公司, 发展研究中心, 西安, 710004\)](#), [石杰\(北京大学, 光华管理学院, 北京, 100871\)](#)
 刊名: [西北农林科技大学学报\(社会科学版\)](#)
 英文刊名: [JOURNAL OF NORTHWEST A&F UNIVERSITY\(SOCIAL SCIENCE EDITION\)](#)
 年, 卷(期): 2009, 9(2)
 引用次数: 0次

参考文献(14条)

1. ANTONIOS ANTONIOU, GREGORY KOUTMOSB, ANDREAS PERICLI [Index futures and positive feedback trading:evidence from major stock exchanges](#) 2005
2. ADMAN KASMAN, SAADET KASMAN [The impact of futures trading on volatility of the underlying asset in the Turkish stock market](#) 2008
3. 程峰 [证券投资基金对中国股市稳定性影响的实证研究](#) 2004
4. 金登贵 [中国证券市场的价格发现过程](#)[期刊论文]-[统计与决策](#) 2005(08)
5. 陈劲甫, 钱怡成 [股价指数期货与现货价格关联性之研究](#)
6. 李强 [股指期货对股票市场影响的研究综述](#)[期刊论文]-[武汉金融](#) 2007(04)
7. ANTONIOS ANTONIOU, PHIL HOLMES, FUTURES TRADING [Information and spot price volatility:evidence for the FTSE-100 Stock Index Futures contract using GARCH](#) 1995
8. 凯西·莲恩, 林惠文 [外汇市场即日交易-从市场波动中获利的技术和基本策略](#) 2007
9. AVINASH D. PERSAUD, 姜建清 [流动性黑洞-理解、量化与管理金融流动性风险](#) 2007
10. 李华 [股指期货推出对股票市场波动性的影响研究](#)[期刊论文]-[金融与经济](#) 2006(02)
11. 张圣平 [偏好、信念、信息与证券价格波动](#) 2006
12. 罗斯·米勒, 于泽, 李彬 [实验经济学:如何构筑完美的金融市场](#) 2006
13. 张逸 [动态一般均衡经济中资产价格波动的模型化](#) 1999(03)
14. 张雪莹 [股票现货市场与期货市场的联合监管问题--1987年10月美国股市和期市暴跌的回顾](#) 2007(03)

相似文献(10条)

1. 学位论文 徐静 [从海外实践看股指期货推出对A股市场的影响](#) 2007

本文以股票指数期货(Stock Index Futures, 简称股指期货)为研究对象。股指期货应股票市场风险管理的市场需求而产生, 并由于其本身所具有的显著优越性, 经过二十多年的发展, 股指期货在世界范围内的交易规模和市场影响力得到了迅猛的发展, 成为20世纪最为成功的金融衍生产品之一。

在2006年股权分置改革逐步进入尾声的过程中, 证监会、交易所等多方开始筹备金融衍生品交易市场, 为A股基础市场走向成熟建立必要的多元金融产品, 提供风险交易的平台。2006年9月8日, 中金所(中国金融期货交易所)应运而生, 同时确定了股指期货作为中金所首个金融期货品种, 并为此展开积极的筹备, 涉及方面包括交易所交易规则的制定、产品合约设计、交易系统的技术准备、参与主体合规合法化、期货公司相关技术测试、风控制度建设、市场监管体系、投资者教育等。目前, 中国股指期货在制度上和技术上的准备已基本完成, 推出股指期货产品的时机正日趋成熟。在股指期货即将推出之际, 研究股指期货推出对我国股票市场的影响有很重要的现实意义。

本文首先概述股指期货, 介绍了股指期货的发展历程及发展趋势、股指期货的特点和主要功能。

其次, 本文回顾了其他国家或地区推出股指期货后的现货市场情况, 分析了股指期货推出对现货市场走势、波动性、流动性、市场结构、成份股估值的影响。主要结论有:

- 1、股指期货的推出对于现货市场短期走势的影响, 在不同地区并不一致, 它取决于股指期货推出的时点。多数国家或地区股指期货上市前, 现货市场会不同程度的上涨; 股指期货上市后, 现货市场会不同程度的下跌。从长期来看, 决定市场长期趋势的根本因素是宏观经济运行状况、上市公司盈利以及市场的整体估值水平, 股指期货的推出并不能改变现货市场走势的大方向。
- 2、短期内, 股指期货推出对股市波动性的影响不确定, 在一定程度上可能会增加现货市场波动性; 但是长期来看, 它的推出会改变现货市场的信息传递机制和信息反应机制, 因而不仅不会增加现货市场波动性, 反而能够起到稳定现货市场的作用。
- 3、短期来看, 由于股指期货与股票现货的替代效应, 可能造成现货市场的资金转移, 使现货市场的流动性受到影响; 但长期来看则会推动现货市场的交易量增加、流动性增强。
- 4、股指期货推出前后, 标的指数成分股可能享受一定的溢价。但是, 长期来看, 成份股的走势还是取决于宏观经济以及此股票所处的行业、公司的经营业绩、整体市场估值水平等基本因素, 股指期货并不能够改变成份股的长期走势。
- 5、推出股指期货后, 信息传导机制得到加强, 投资主体将更加多元化, 投资策略将更加多样化, 从而市场的广度和深度将得到拓展, 市场的稳定性将得到提高。

接着，分析了股指期货推出前的A股市场：股市指数上升过快、A股市值规模膨胀迅速、目前市盈率过高、估值出现泡沫化；财富效应下开户数激增，个人投资者规模和比例大幅度提高；投机氛围浓厚，系统性风险较大，波动率高；交易量和换手率大，流动性高；股票市场有效性弱；A股和H股价差大。对A股市场现状的分析，说明了我国推出股指期货的可行性和必要性，这也是后面分析股指期货推出对A股市场影响的现实基础。之后分析了A股市场结构性泡沫产生的原因。最后简要介绍并分析了沪深300指数。

紧接着，在前面的分析基础上，结合后股权分置、人民币升值以及我国经济增长模式，分析了沪深300指数期货的推出可能对A股市场带来的影响：

1、预计A股市场在沪深300股指期货推出前创出新高，在股指期货上市后，现货和期货市场价格波动将比较剧烈，市场蕴含较大的机会与风险，大盘短期震荡难免，中长期可能宽幅震荡上扬。

2、沪深300指数期货推出短期内助跌现货市场的可能性极大，使现货市场波动性加剧，但有助于现货市场中期波动性平稳和长期下降。

3、沪深300指数期货推出初期，现货市场短期可能受到影响，但是影响程度有限；长期会增强现货市场的流动性。

4、股指期货的推出将催生成份股的融券做空机制；股指期货推出前后，筹码稀缺性可能导致成份股短期内溢价。长期来看，成份股的走势还是决定于中国宏观经济形势、整体市场估值水平、行业前景、成份股业绩增长状况等基本因素，股指期货并不能够改变成份股的长期走势。

5、股指期货的推出将改变以前单边市的格局，投资主体和投资模式多元化，市场的博弈规则将更为合理，市场深度和广度将得到极大的扩展，促进股市的健康发展。

6、成功推出股指期货将带动股指期货、个股期货及期权等系列衍生产品的推出；有利于我国自主创新的对冲基金的产生；有助于私募基金的正规化；有助于证券与期货行业的深度融合，加速金融混业经营时代的来临，加快我国期货市场国际化进程。

最后，结合前面的分析，对在我国发展股指期货提出了一些建议和看法。如管理层应密切关注当前的市场走势特点，采用市场化手段予以合理引导和调控，避免在市场高位推出股指期货；加强股指期货的宣传与教育，把风险讲够，把规则讲透；加强期货和现货的联合监管等。

本文借鉴其他国家和地区的股票市场发展经验，参考相关研究成果，结合后股权分置、人民币升值以及我国经济增长模式，股指期货推出前A股市场发展状况，分析了沪深300指数期货的推出可能对A股市场带来的影响。重点对即将推出的股指期货可能对A股市场走势、波动性、流动性、成份股估值等方面的影响，进行了比较细致的分析。本文亮点主要体现在以下三个方面：

1、研究具现实意义。自2006年以来，中国证监会按照“高标准，稳起步”的原则，积极筹建金融期货市场，做了大量的准备工作。目前，中国股指期货在制度上和技术上的准备已基本完成，推出股指期货产品的时机正日趋成熟。在股指期货即将推出、股指屡屡创出新高、市场泡沫化之际，研究股指期货推出对我国股票市场的影响有很重要的现实意义。

2、选题侧重新颖。股指期货对现货市场将带来什么样的影响？围绕相关主题已有不少文章见诸报端，它们总结回顾了历史上其他国家和地区推出股指期货后的现货市场情况，得出了不少富有价值的结论和建议。但是，它们存在不足，其不足之处就在于没有和中国股市独特的市场环境有机地结合起来。本文借鉴其他国家和地区的股票市场发展经验，参考相关研究成果，结合后股权分置、人民币升值以及我国经济增长模式，立足A股市场发展现状，分析了股指期货推出将对A股市场带来的影响。3、对策建议有新意。本文强调了股指期货的推出时点要避免选在市场高位，管理层应密切关注当前的市场走势特点，采用市场化手段予以合理引导和调控，避免股指期货在市场高位推出，同时科学设计合约条款，抑制推出初期的过度投机行为，以有利于股指期货具有一个良好的开端，促进期货、现货市场良性互动的实现。

2. 期刊论文 [史芳丽, 胡啸兵 股指期货仿真交易市场与现货市场关联问题研究——基于VAR模型的实证检验与分析](#)

[郑州航空工业管理学院学报](#)2009, 27(3)

中国股指期货即将推出,通过对股指期货仿真交易和其标的现货市场构筑的二元系统进行VAR(向量自回归)建模和实证分析,对该二元系统内在关联进行了准确刻画,并对该系统进行了脉冲响应和方差分解分析,在此基础上对系统内二市场间的动态关联和具体风险构成状况做了审慎探索,据此可以认为,股指期货仿真交易市场和现货市场收益率之间具有高度关联性,对这种关联性的准确把握对充分发挥股指期货价格发现、套期保值和投机套利有重大意义,同时也必须充分认识股指期货仿真交易在风险结构上对现货市场的影响比较大,可发挥其对对冲金融市场的作用,通过对纯粹期货投机活动的规制,以削弱股指期货在风险性方面的负面影响。

3. 学位论文 [王毅 股指期货对现货市场波动性影响的实证研究：来自新华富时中国A50指数期货的证据](#) 2008

1982年,美国堪萨斯期货交易所是世界上第一次推出了价值线综合指数期货。股指期货一经推出便受到投资者的热烈欢迎,随即在美国获得迅速发展。美国股指期货交易的产生和发展,不仅大大促进了证券市场及其交易规模的迅速扩大,而且还引起了其它国家和地区竞相仿效,从而使股指期货成为各国证券市场竞相开发的创新交易品种。20世纪90年代后,国际资本流动日益全球化,同时机构投资者逐渐成为金融市场上的主导力量,从而对风险管理工具和手段提出了更高的要求。在此背景下,发达证券市场和新兴证券市场相继开设股指期货交易,形成了世界性的股指期货交易热潮。除了开设本国股票市场的指数期货交易之外,一些较成熟的证券市场还推出以他国股票价格指数为标的的股指期货交易,即异地股指期货交易,其中最典型的是新加坡证券市场。新加坡交易所利用其有利的地理位置和开放的市场环境,成为世界上推出异地股指期货最多、最成功的交易所。

由于我国资本市场建立只有十多年时间,市场的不成熟、不完善和市场行为的不规范使得国内股市的股价在过去十多年中经常剧烈波动,股票现货市场的系统性风险很大。因此,我国股票市场上十分迫切地需要股指期货来有效规避股票现货市场系统性风险。此外,随着我国股票市场规模的日益壮大,引起国内外越来越投资者的关注,股指期货市场的发展却依然缓慢。加之股权分置改革的进行,使得股票现货市场价格指标波动性增加,影响了我国股票市场的稳定性。所以,对推出股指期货的呼声也越来越高。就在我国正紧锣密鼓地为推出我国的股指期货交易时,新加坡交易所于2006年9月5日推出了新华富时中国A50指数期货,从而成为全球第一只真正的中国A股股指期货。

本文从股指期货的基础理论出发,对新华富时中国A50指数期货推出之后对其现货标的指数的波动性的影响进行了实证研究,以期对我国发展股指期货市场的决策、设计和监管提供有针对性的政策建议。

第1章为引言。本章简单叙述了本文的研究背景、研究意义、内容结构及创新之处。第2章为股指期货概述。本章首先介绍了股指期货的含义、特点和经济功能,接着叙述了股指期货产生和发展的背景、过程及现状,最后着重介绍了作为本文实证研究对象的新华富时中国A50指数及其期货合约。第3章为文献综述。本章分别对国外和国内关于股指期货对现货市场波动性影响方面的文献进行了回顾,并对相关文献进行了简要评论。第4章为研究方法。本章详细介绍了本文采用的研究方法和选用的计量模型,然后说明了本文研究所选用的样本数据的选取及其相关的处理。第5章为实证研究。本章首先给出了数据的描述性统计量,接着对数据进行了平稳性检验,然后便对模型进行了估计,最后得出了相应的实证结果。第6章为结论与建议。本章通过对实证结果的分析得出了本文的结论,并根据得出的结论提出了相关的政策建议。

本文采用的是事前与事后研究的方法,先考察引入股指期货之前现货市场的波动率水平,再引之以引入股指期货之后现货市场的波动率水平相比较。为了控制那些并非由于股指期货的引入所带来的其他外部因素的影响,本文选用新华富时小盘指数作为代理变量来表示与股指期货的引入无关的市场范围的因素。而为了考察波动率随时间的变化及信息与波动率之间的关系,本文选用广义自回归条件异方差模型来测量波动率水平的变化。

本文的实证结果显示,在新加坡交易所推出新华富时中国A50指数期货之后,在控制了市场范围的影响因素之后,该指数的波动率水平有所增加。进一步的分析说明在引入期货交易之后更多的信息包含在价格中,而且信息传递的速度在引入期货前后也不相同。具体的说,在引入期货之后,新近的消息对未来自来波动性的影响减小,而过去的信息对未来自来波动性变化的影响变得持久,即现货市场中信息传递的速度减慢。

就信息量、信息传递速度与波动率水平之间的关系而言,从理论上说,期货的价格发现功能使市场包含更多信息,则现货市场应该更加稳定,且换个角度看,若市场中信息传递的速度减慢,那么现货市场价格变动的速度也会减慢,而增多的信息和减慢的信息传递速度两者相加的结果却使得现货市场的波动水平增加。对三者之间的这种关系的一种符合经济意义的可能解释是:在控制了其他影响因素的情况下,由于股指期货的引入,使得现货市场和期货市场的投机性因素大增,且还抵消了信息量增加和信息传递速度的减少对市场波动性的影响,这就造成了现货市场波动水平的增加。

在现实的环境中,中国国内的金融市场还不成熟,制度建设方面比较落后,还完全不具备推出股指期货的条件,在这样的情况下推出以内地A股市场价格指数为基础的股指期货合约,必定会给市场带来一些不稳定因素,造成一定的负面影响。况且,推出该期货合约的是境外的新加坡交易所,这在已经对市场不利的情况下又带来了监管上的困难和不便。此外,如果境外市场先于本土推出该国的股指期货合约,不但可能使该国会丧失对自身金融市场的定价权,而且还会导致境内资金的外流,给金融市场带来更多的动荡。因此,从真实市场的角度来看,新华富时中国A50指数推出的背景也符合上述理论方面的解释。

依据本文得出的结论,作者建议:一方面,我国应借鉴其他国家或地区的相关经验,在加强自身金融市场制度建设的基础上,尽快推出本土的股指期货;另一方面,还应加快建立和完善相关配套的监管措施,积极开展与境外市场的合作,推进跨市场的联合监管。

本文的创新之处主要有三个方面:第一,提出了关于股指期货交易和现货市场波动性关系的最新证据,其研究对象是推出仅两年左右的新华富时中

国A50指数期货。第二，全面系统的研究了异地上市的股指期货对本地现货市场的影响，这在国内关于股指期货方面的研究中是比较领先的。第三，根据实证结果提出了关于跨市场联合监管的政策建议，这在近几年也是一个较为新兴的研究课题。

4. 期刊论文 [杨军伟. 股指期货对现货市场的影响 -中国商界2008,“\(4\)](#)

股指期货的推出将对现货市场产生重大的影响。随着股指期货的推出日期越来越远，对股指期货的推出对现货市场的影响的讨论越来越多。本文通过对股指期货和股票的不同点、股指期货推出对大盘的影响来分析股指期货的推出对现货市场的积极和消极影响。

5. 学位论文 [刘兴万. 股指期货推出对现货市场的影响研究—基于印度Nifty50股指期货的实证分析 2008](#)

本文以股票指数期货（Stock Index Futures简称股指期货）为研究对象。股指期货应股票市场风险管理的市场需求而产生，并由于其本身所具有的显著优越性，经过二十多年的发展，股指期货在世界范围内的交易规模和市场规模得到了迅猛的发展，成为20世纪最为成功的金融衍生品之一。近年来，伴随着中国是否要开设及何时开设股指期货交易这个问题，关于股指期货的理论研究和探索成为中国金融研究中具有重要现实意义的课题。

本文主要从股指期货对股票市场的关系这个角度出发，来探讨推出股指期货对股票市场产生的影响。采用同为新兴市场国家的印度Nifty50及相对应指数期货数据作为样本，运用统计学、计量经济学中的GARCH模型、Johansen协整检验、基于VECM模型的Granger因果检验方法对股指期货推出后对现货市场的波动性、信息效率、价格发现功能的影响三方面进行实证研究，力求对我国股指期货的推出和发展起到一定的参考和借鉴作用。

本文通过对Nifty50的研究得出主要结论有：（1）股指期货推出后并没有增加现货市场的波动性，同时异地推出股指期货后降低了现货市场的波动性；（2）股指期货的开设，不仅新产生了一个具有较高的信息效率的金融期货市场，而且有利于提高相应现货市场的信息效率；（3）股指期货的价格发现功能是一个逐步提高的过程，交易规模是影响股指期货的价格发现功能的一个关键因素。

我国与印度同为新兴市场国家，股指期货的推出，不仅可以降低现货市场的系统性风险，而且有利于提高相应现货市场的信息效率。但对于新加坡交易所在异地推出股指期货，要具体分析。由于印度国家证券交易所先于新加坡交易所推出股指期货，新加坡交易所在异地推出Nifty50没有对印度本土股指期货推出没有造成负面影响。但是新加坡交易所对日本、台湾推出异地股指期货的实践提醒我们，必须抑制新加坡新华富时A50指数期货，确保我国沪深300股指期货处于主导地位。

由印度的实践说明股指期货的推出不影响股权分置改革，股指期货推出有利于改变单边市场行情，稳定投资者的信心，降低“大小非”减持的预期，防止现货市场单边下跌。

6. 期刊论文 [邢天才. 张阔. XING Tian-cai. ZHANG Ge. 股指期货的推出对现货市场影响的实证研究——基于新华富时A50的分析 -财经问题研究2009,“\(7\)](#)

股指期货的推出对现货市场波动性的影响一直备受学术界的关注，本文通过GARCH模型，分析了新加坡证券交易所推出的新华富时A50股指期货对沪深300指数的影响，发现股指期货的推出轻微地增大了现货市场的波动性，同时信息对现货市场的冲击更强；通过TARCH/EGARCH模型发现，股指期货的推出增大了现货市场的非对称效应。

7. 学位论文 [尹杰. 股指期货推出对现货市场的影响 2008](#)

目前全球金融衍生品的交易量已占到整个衍生品市场交易量的90%以上，而股指期货是金融期货中历史最短、发展最快、成交量最大的金融衍生品。随着中国金融市场的改革、开放和完善，建立金融衍生品市场已成为必然。2006年9月8日，中国金融期货交易所（以下简称“中金所”）宣告成立，它标志着中国金融史翻开了崭新的一页。沪深300股指期货一时间成为了资本市场研究的热点。

股指期货是以股票指数为标的物的标准化合约，双方约定在未来的某个特定日期，以事先确定的股价指数的大小，进行标的指数买卖，通过现金结算差价来进行交割。股指期货是转移证券市场风险，进行风险管理的最有效工具，其交易的实质是投资者将其对整个股票市场价格指数的预期风险转移至期货市场的过程，通过对股票趋势持不同判断的投资者的买卖，来冲抵股票市场的风险。股指期货具有价格发现、套期保值、套利、投机、产品创造等功能。

本文采用理论与实证相结合的方法，通过对国际成熟市场和新兴市场股指期货推出对现货市场的影响的比较研究，发现其中规律和差异，并结合我国证券市场的发展状况，来分析、研判中国股指期货推出对股票现货市场的影响。

中国股指期货推出对现货市场的影响是多方面的，本文的研究范畴主要集中在三个方面，即股指期货推出对现货市场流动性、波动性和价格走势的影响。笔者通过理论分析和大量实证引证后，得出中国股指期货推出对现货市场影响的结论：短期内，股指期货的推出会使现货市场产生“流出效应”，导致波动性下降，波动性大，价格较大幅度下跌。而从长期来看，股指期货推出为投资者提供了风险管理工具，完善了金融衍生品体系，降低了市场风险，增强了投资者信心，使股市和期货市场呈双向推动的态势，加大了市场流动性。并且由于股指期货风险对冲功能的充分发挥，将会对现货市场的波动起到抑制作用，因此在长期趋势中，现货市场与期货市场的走势比较吻合。从股票现货市场的内在机理来看，股指期货是一个外生变量，不会对现货市场的长期走势产生根本影响，现货市场价格走势只会因为其内生变量的变化而改变。

同时，本文在研判股指期货推出对现货市场影响的基础上，针对机构投资者、个人投资者和市场监管部门提出了应对措施。希望能为即将进入股指期货时代的投资者和监管部门提供一些防范风险的思路。

8. 期刊论文 [徐珊. Xu Shan. 股指期货对股票现货市场稳定性的影响 -山东省青年管理干部学院学报2009,“\(2\)](#)

股票现货市场是金融市场的一部分，要研究股指期货与股票现货市场稳定性的关系，首先要明确金融衍生品与金融稳定性的关系。金融衍生品对金融市场的稳定作用在理论上已有定论，而作为金融衍生品的一种，股指期货是加剧股市价格波动的催化剂，还是平抑股市价格的稳定器，自1987年国际股灾后一直是学术界争论的焦点问题。本文对较有影响的几个理论性的结论提炼分析，总结了其中的不同观点，期望形成一条关于“股指期货与股票现货市场稳定性关系”的较为清晰的理论脉络。

9. 学位论文 [秘娜. 股指期货市场与股票现货市场动态关系分析 2007](#)

金融是现代经济的核心，而金融衍生工具在现代金融市场中的地位与作用更是越来越重要。自从1982年第一张股票股指期货合约问世以来，经过短短几十年的发展，股指期货已成为仅次于利率期货的第二大金融衍生工具。股指期货本身是一种风险管理的工具，它集中了股票市场的风险，并在固定的场所加以释放和转移。但由于股指期货交易具有以小博大的特性，具有高风险的特征，一旦运用不当，将会带来巨大的风险，甚至演变成金融灾难。因此，在发展股指期货的同时，如何防范股指期货带来的市场风险，维护金融安全，保持金融稳定一直是国际金融界面临的重大课题。

进入20世纪九十年代后，国际资本流动日益全球化，同时机构投资者逐渐成为金融市场上的主导力量，从而对风险管理工具和手段提出了更高的要求。在此背景下，发达证券市场和新兴市场竞相开设股指期货交易，形成了世界性的股指期货交易热潮。中国股票市场建立二十年来，市场的不成熟、不完善和市场行为的不规范使得国内股市的股价在过去的十年中经常剧烈波动，股票现货市场的系统性风险很大。因此，中国股票市场十分迫切地需要一种能有效规避股票现货市场系统性风险的金融工具—股指期货。特别是进入2001年以后，由于开放式基金的推出，股票市场风险的加大，社保基金开始不断进入证券市场以及加入WTO等原因，对推出股指期货的呼声越来越高。那么，我国是否应该推出股指期货？发展股指期货对现货市场会带来怎样的影响？股指期货市场与股票现货市场之间存在怎样的关系？这些问题都是我国金融市场建设中一个不可回避的重要问题。

本文的第一章介绍了论文的选题背景、国内外的研究现状及文中使用的研究方法。

本文的第二章对股指期货与股票现货市场指数波动性比较分析的研究中，采用了比较分析法。以市场收益率的方差来表示股指期货市场相对于股票现货市场的波动，引用了历年来的经济学家对美国、日本、英国、瑞士、德国、芬兰和香港的股指期货市场及股票现货市场指数波动性进行的实证研究结果。得出的结论是，股指期货市场的波动性一般均大于其对应的股票现货市场指数（1987年股灾后的日经指数的指数期货市场除外），而且股指期货市场相对于现货市场的波动性随着样本间隔时间区间的延长而变小。长期来看，股指期货的存在通常情况下并不会增大股票指数的波动。在某些情况下，之所以会加大股指期货的波动，是因为股指期货具有价格发现功能，能改善现货市场对市场信息的反映模式。这种造成的波动是正常的，有利于提高股市的有效性。因此，即使股指期货增加了现货市场的波动，但这种波动性增加造成的不利一面可被现货市场对市场信息的反映模式改善的有利一面所抵消。

第三章对股指期货推出前后股票现货市场指数波动性的实证分析中，采用了GARCH模型分析法。选取1983年1月3日2006年12月29日共5926个恒生指数收盘价作为研究对象，对股指期货推出前后股票现货市场指数波动性分为短期、中期、长期作了实证分析。之所以选取恒生指数，一方面是由于香港当时推出股指期货的市场环境与我国的相似性，另一方面也是由于我国大陆与香港地理位置的相邻以及市场联系也比较紧密。模型如下：实证得出在短期和长期股指期货的推出并不增加现货市场的波动性；但在中期股指期货推出会影响并且可以降低股票现货市场的波动性。

第四章还对股票现货市场与股指期货市场之间效率的互动关系进行了探讨，得出的结论是股指期货市场与相关股票市场高度正相关，股指期货产生后提高了股票现货市场的定价效率和运行效率，因此最终有利于股票市场外部资金配置效率的提高。但由于股指期货市场的发展受不同时期市场交易制度、管理制度等发展水平的制约，这决定了股指期货对股票市场效率的完善是一个渐进的过程。

第五章通过对这三点的综合，从股指期货与股票现货的动态关系角度简单分析了我国股票市场中制约股指期货效率释放的因素并提出相应的改进和预防策略。

10. 学位论文 张毅 股指期货对现货市场个人投资者的影响及应对策略 2008

股指期货在国外推出已有近二十七年的历史，中国在这方面研究也有十几年，股指期货仿真交易运行已有两年多，股指期货的推出时间已越来越近，股指期货的推出对于中国股票市场机制的发展有举足轻重的作用，可以减小股票市场的系统性风险，完善资本市场的交易结构。股指期货推出对证券市场交易主体的影响，国内外主要集中在对机构的影响研究，较少对个人投资者的影响进行研究，而个人投资者在证券市场特别是在我国股市中占重要地位，本文主要致力于股指期货推出后对于个人投资者的影响研究，从而为个人投资者应对股指期货推出后市场变化找到适当的投资策略，此研究在理论和现实两方面都具有重要意义。

本文借鉴和总结了国内外学者在股指期货与现货市场互动关系研究的成果，同时从投资者心理和行为角度出发，采用定性分析和定量分析相结合、理论与实际相结合、外因与内因相结合的研究方法，并考虑到我国股市和个人投资者的特点，对股指期货推出对个人投资者的影响和投资策略进行了全面和深入的分析。

本文基本思路是通过股指期货相关理论与实证研究，分析股指期货推出对个人投资者内外环境产生的影响，推断出个人投资者行为的变化，进而得出其应对策略。本文研究内容主要分为四个部份。

第一部分为股指期货内容介绍部分，股指期货是新推出的金融衍生产品，完全不同于股票和商品期货，对个人投资者是一个全新的内容，文中介绍了股指期货的定义、特点、功能、股指期货合约内容、股指期货交易策略。

第二部分为个人投资者在我国股市中的现状分析，分析了随着我国股市规模的扩大和发展，投资主体也发生了相应变化，个人投资者的主体地位也在不断加强，同时也形成了独特的个人投资者群体结构和特点。

第三部分主要分析股指期货对个人投资者的影响，从国外的经验和我国的特殊情况分析了股指期货推出对个人投资者所处的现货市场环境的影响，也分析了个人投资者心理层面的变化，从而得出对个人投资者行为变化的结论。

第四部分根据第三部分的个人投资者的内外环境分析，进一步探讨个人投资者应对股指期货推出的投资策略；同时对个人投资者运用指数期货套期保值做了实证分析。

归纳起来，本文研究的结论和成果主要有以下几个方面：

一、股指期货推出对个人投资者心理影响研究。由于股指期货推出导致个人投资者所接受的外部信息发生变化，从而影响投资者心理，主要有四种心理变化：短期会增加风险厌恶心理、长期会减轻投机心理、减轻政策依赖心理、减轻从众心理。

二、股指期货推出对个人投资者行为影响研究。通过心理对行为的影响分析，得出股指期货推出后个人投资者行为上会出现以下变化：对政策的过度反应消失、过度投机行为和极端行为减少、学习能力增强、群体行为分化、短时期对新信息反应不足。

三、股指期货推出现货市场个人投资者的投资策略的研究。从风险控制能力和资金量方面分析，不同投资者不同时期采用不同投资策略，资金实力弱、抗风险能力也弱的个人投资者可采取间接投资于机构的策略，将自身弱势转化为机构的强势；资金实力弱、抗风险能力强的个人投资者可采取价值投资和组合投资的直接投资策略；资金实力强的个人投资者可直接参与现货和期货的投资，前期运用保值策略来回避短期风险，待市场运行平稳并且经验成熟后可抽取适量资金参与投机或套利。

四、实证分析方面，验证了个人投资者应用股指期货套期保值的有效性，得出个人投资者可以参与股指期货并运用其进行套期保值，从而达到规避系统性风险目的结论。

本文链接：http://d.g.wanfangdata.com.cn/Periodical_xbnkjdxsh200902012.aspx

下载时间：2010年5月27日