

王容

021-50588666-8109

wangr@ccnew.com

2007年2月9日

股指期货动作频频 箭在弦上蓄势待发

专题报告（中证研20070220号）

金融衍生品

相关报告：

1. 20060427-专题-AAA-指数化投资：被忽略的风景
2. 20060622-专题-AA-股指期货 机构投资者唱大戏
3. 20060920-专题-AA-股指期货风险管理及其创新

投资要点：

- 股指期货产品恐延迟推出。尚福林表示：“按照高标准、稳起步的原则，全面落实金融期货相关的制度安排和各项准备工作，在准备充分、条件成熟的情况下推出股指期货。”
- 股指期货诞生的预期引发对大盘蓝筹备股的追捧，并拉高现货市场股票价格，而在股指期货产品推出后，投资者利用股票高位抛售现货，并利用股指期货合约的空头来对冲现货市场由于大幅沽售而可能出现的下跌。
- 目前股指期货产品推出日期悬而未决，对投资者的积极预期带来了一定影响。由于市场中部分机构及投资者存在对后市有看空的较悲观情绪，部分投资者基于适时抛出目标股，并在后市低位买进的考虑，将手中蓝筹股票部分抛出。这不是导致大盘及相关个股调整的主要因素，却实实在在是不可忽视的影响因素之一。
- 《期货交易管理条例（修订草案）》的原则性通过，给股指期货产品的推出提供了法律基础；各类券商可从事股指期货介绍经纪业务。

联系人：刘江啸

电话：021-50588666-8038 传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编：200122

1. 股指期货产品推出时间几何

1.1 股指期货产品恐延迟推出

股指期货产品恐延迟推出。尚福林表示：“按照高标准、稳起步的原则，全面落实金融期货相关的制度安排和各项准备工作，在准备充分、条件成熟的情况下推出股指期货”。

市场已经基本确定股指期货产品将延迟推出的消息。对于中国第一份股指期货产品推出具体时间，市场一直充满期待。从去年 9 月中金所的迅速成立，加上中国证监会主席尚福林曾表示股指期货将于 2007 年初推出，激发市场对股指期货产品的期待，并带动以大盘蓝筹股为主要动力的大幅上扬行情。迈入 2007 年，管理层对于股指期货具体推出时间表却日渐模糊。在上月召开的全国证券期货监管工作会议上，尚福林表示：“按照高标准、稳起步的原则，全面落实金融期货相关的制度安排和各项准备工作，在准备充分、条件成熟的情况下推出股指期货”。在上周召开的中国期货业协会第二届理事会第二次会议上，尚福林再次表示，目前，证监会正在按照标准高、起步稳的原则，认真开展股指期货上市前的各项准备工作。

管理层最终推出股指期货产品的时间无法定论，可是，在经历 06 年股票市场的大牛行情，各大股指涨幅惊人，特别是中国第一份股指期货产品的标的指数——沪深 300 指数 06 年全年涨幅也达到 120%的前提下，在高位推出股指期货产品，其中的风险的确是管理层所不愿意看到的。因此，管理层在市场平稳时期推出股指期货产品的可能性较大。而市场普遍预期，这个时间最早将不会超过 5 月。

1.2 股指期货产品延迟推出对市场的影响

股指期货诞生的预期引发对大盘蓝筹股的追捧，拉高现货市场股票价格。而在股指期货产品推出后，投资者利用股票高位抛售现货，并利用股指期货合约的空头来对冲现货市场由于大幅沽售而可能出现下跌带来的损失。

根据股指期货做空及价格传导功能，投资者可以采取持有对大盘影响较大的蓝筹股票，并建立股指期货合约空头的操作策略。股指期货诞生的预期引发对大盘蓝筹股的追捧，从而拉高现货市场股票价格。而在股指期货产品推出后，投资者利用股票高位抛售现货，并利用股指期货合约的空头来对冲现货市场由于大幅沽售而可能出现的下跌。特别是由于中国市场上的大盘股较少，总市值排名前十的股票的总市值之和已经达到整个 A 股市场总市值的近一半，又使得这种操作更为有效。基于这个预期，06 年下半年，投资者开始了对于大盘蓝筹股票的追捧，并推动各大股指上涨。

表 1: 总市值前十大股票 06 年下半年表现 (2006 年 5 月 31 日至 2006 年 12 月 29 日)

证券简称	总市值(亿元)	开盘价	最高价	最低价	成交均价	换手率(%)	涨跌幅(%)	成交量(亿股)	成交额(亿元)	相对大盘涨跌幅(%)
工商银行	15559.66	3.4	6.36	3.25	4.03	255.89	98.72	174.79	704.45	37.28
中国银行	9655.56	3.99	5.43	3.22	3.73	440.03	76.30	174.53	650.95	14.86
中国石化	6376.88	6.6	9.52	5.25	6.82	260.62	80.98	84.68	577.63	19.54
招商银行	1969.83	7.33	16.5	6.68	10.31	187.06	130.73	88.06	907.54	69.29
宝钢股份	1516.53	4.5	8.8	4.01	5.46	205.31	92.44	79.74	435.63	31.01
上港集团	1467.24	3.67	7.6	3.52	5.42	275.14	90.46	66.63	360.88	29.03
大秦铁路	1051.11	6.39	8.57	5.47	6.49	498.75	63.64	68.42	444.23	2.20
民生银行	1037.04	4.41	10.34	3.86	5.80	229.89	130.77	108.61	630.04	69.33
中国联通	989.88	2.42	4.78	2.19	3.08	352.94	96.22	293.65	903.79	34.78
浦发银行	816.33	10.2	21.53	8.58	12.53	218.22	108.31	26.15	327.85	46.87

数据来源: WIND 资讯、天相系统

表 2: 上证综指、沪深 300 指数 06 年涨幅情况

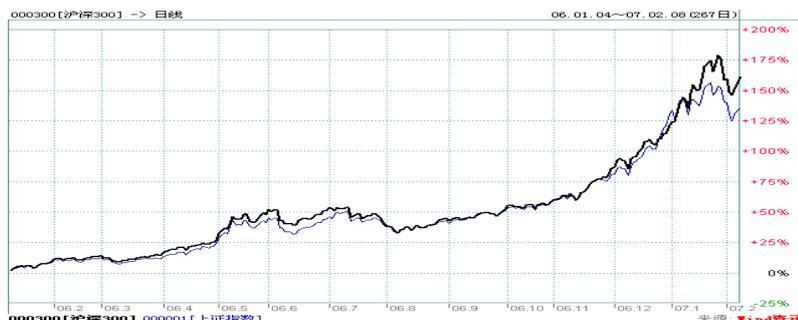
指数	06 年上半年涨幅(%)	06 年下半年涨幅(%)	06 年全年涨幅(%)
上证综指	41.36	63.01	130.43
沪深 300	47.86	49.48	121.02

数据来源: WIND 资讯

目前股指期货产品推出日期悬而未决,对投资者的积极预期带来了一定影响。由于市场中部分机构及投资者存在对后市有看空的较悲观情绪,部分投资者基于适时抛出目标股,并在后市低位买进的考虑,将手中蓝筹股票部分抛出。这不是导致大盘及相关个股调整的主要因素,却实实在在是不可忽视的影响因素之一。

目前股指期货产品推出日期悬而未决,对投资者的积极预期带来了一定影响。对于手中持有的大盘股票,由于前期涨幅过高,已超过基本面支撑的估值水平,导致投资者持有风险增加;同时,自 1 月中旬开始,大盘开始了一轮震荡中调整的局势。1 月,上证指数的涨幅仅为 2.33%。由于市场中部分机构及投资者存在对后市有看空的较悲观情绪,部分投资者基于适时抛出目标股,并在后市低位买进的考虑,将手中蓝筹股票部分抛出。这不是导致大盘及相关个股调整的主要因素,却实实在在是不可忽视的影响因素之一。

图 1: 上证综指与沪深 300 指数自 06 年开始走势图



数据来源: WIND 资讯

同时，银行银根的紧缩对股指期货参与热情起到一定程度抑制作用。由于股指期货产品入场门槛较高，基于风险控制因素考虑，管理层也考虑大力发展以机构参与者为主的投资者市场。机构投资中的部分资金来源于融资。1月初，银监会向各家商业银行下发文件，要求银行自查违规资金入市的情况，包括严格禁止挪用银行信贷资金炒股，防止消费贷款变相流入股市。管理层加大对资金链的控制，也必然导致部分资金抽离股市，这也可能影响未来投资于股指期货产品的资金数量。

由此可见，对于股指期货产品推出日期的不确定性，在一定程度上成为诱发股市调整的因素之一。但随着股市自我调整进程的完成，部分泡沫被挤出，在市场平稳时期推出股指期货更能完善中国股市的功能。

2. 《期货交易管理条例（修订草案）》的原则性通过 及各类券商可从事股指期货介绍经纪业务

《期货交易管理条例（修订草案）》的原则性通过，给股指期货产品的推出提供了法律基础。

国务院总理温家宝 7 日主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《期货交易管理条例（修订草案）》。修订后的《期货交易管理条例》将规范的内容由商品期货扩展到金融期货和期权交易，扩大了期货公司的业务范围，也给股指期货产品的推出提供了法律基础。会议决定，该修订草案经进一步修改后由国务院公布施行。

各类券商可从事股指期货介绍经纪业务。

同时，近日据有关知情人士透露，此前公布的券商以 IB 形式参与股指期货的制度将会有重大修改，将券商范围由创新类券商扩大到各类券商。只要获证监会批准，券商便可开展此项业务。目前，新方案正在小范围内征求意见。此前，证监会已明确“金融期货经纪业务由期货公司专营，创新类券商可申请期货交易介绍商 (IB) 业务，创新类券商只可给其从事期货业务的控股子公司提供 IB 业务”。并且，新方案指出，今后，一家券商只能为一家期货公司做 IB 业务，而一家实力雄厚的期货公司则可由多家券商代理股指期货 IB 业务。

虽然目前中国股指期货产品究竟能于何时推出尚无最后结果，可是无论是从法律法规上的推进还是具体业务操作细则的细化，都发表了监管层的积极态度。只要市场真正到了平稳、理性、合适的时机，监管层就一定适时推出股指期货产品，进一步完善中国的金融市场。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。