

中国和新加坡股指期货价格引导 ——基于限制政策前后变化探讨

连俊华¹ 廖雪² 郭彪²

(1.中国社会科学院研究生院 北京 100191; 2.中国人民大学 财政金融学院 北京 100872)

摘要: 2015 年 9 月,在股灾背景下中国金融交易所出台了一系列股指期货交易限制措施。以此政策的出台为节点,运用 Granger 因果检验方法,分析此事件对股指期货的价格发现影响,即政策前后中国沪深 300 股指期货市场和新加坡新华富时 A50 股指期货市场的价格发现先后顺序。研究结果表明,在该限制措施实施之前,沪深 300 股指期货市场的收益率是新加坡新华富时 A50 股指期货的 Granger 原因,然而在中金所出台对境内股指期货交易的限制措施之后,沪深 300 股指期货对于新加坡新华富时 A50 股指期货的价格引导作用消失了,相反,它更多地受到了后者的影响。因此,放宽股指期货交易限制有利于提高中国金融市场的国际地位。

关键词: 股指期货;新加坡富时 A50;沪深 300;价格发现

中图分类号: F830.9 文献标识码: A 文章编号: 1006-0448(2018)05-0074-08

DOI:10.13764/j.cnki.ncds.2018.05.010

一 引言

由于股指期货对现货市场的定价和风险管理有重要的影响作用,股指期货市场成为众多学者关注的对象。而中国作为一个快速发展的新兴经济体,其股指期货市场^①的研究对于其他发展中国家有借鉴作用。因此,以中国 A 股市场为标的的境内外股指期货市场更是成为研究的重中之重。目前的研究主要有两类:第一类侧重于研究期货市场对于现货市场、或者是 A 股市场的影响,第二类则侧重于研究不同股指期货市场的关联性。目前较为统一的观点是:股指期货市场之间、期货市场和现货市场以及 A 股市场之间具有较为紧密的关联性。至于具体的

波动性关系如何,以及具体的价格发现引导关系如何,国内外学者则有不同的观点。国内方面,李堪在研究中指出新加坡富时 A50 股指期货的推出减弱了信息向 A 股市场的传递速度,从而使得旧消息对 A 股市场影响的持续性增加,这说明股指期货异地上市对境内股票市场产生了较为长期的负面影响^{[1](P64)}。刑天才等则认为,新华富时 A50 的推出对沪深 300 指数有增大波动性的作用,尽管影响比较小,但是也足够证明股指期货的推出改善了信息传播的质量^{[2](P83)}。而封思贤等则比较了不同的境外市场对于中国 A 股市场的影响,通过 GARCH 模型对境外股指期货和境内 A 股指数的关系进行研究并指出:香港 H 股指数是大陆主要股指的 Granger

收稿日期:2018-06-02

基金项目:国家自然科学基金青年科学基金项目“股票期权价格收益问题研究”(71503254)。

作者简介:连俊华(1983-),男,内蒙古人,2016 级国民经济学博士研究生,从事国民经济发展与政策研究;廖雪(1995-),女,四川绵阳人,2016 级金融学专业硕士研究生;郭彪(1980-),男,四川宜宾人,副教授,金融学博士,从事资产定价和风险管理研究。

①中金所于 2010 年正式开展股指期货交易,在此之前,中国股票指数已经被境外市场设计成期货并进行境外交易,其中影响力较大的有 2003 年香港交易所推出的 H 股指数期货(恒生中国企业指数期货)和新加坡交易所于 2006 年推出的新华富时 A50 股指期货。

原因,而这种波动还会溢出到A股市场;而新加坡新华富时A50股指则更多地受到A股市场的影响,验证了境外股指期货市场和A股市场的关联性^{[3] [P101]}。Guo等也在其研究中指出沪深300股指期货对新加坡富时A50股指期货有价格主导作用^[4]。吴波则得出富时A50股指期货价格发现领先于沪深300指数期货,并且两个市场间存在双向波动溢出效应和反向杠杆效应的结论^[5]。事实上,因为富时A50股指期货和沪深300股指期货均以A股上市规模大且流动性较好的公司为标的,所以必然会存在一定的相关性。根据之前的研究,我们可以归纳出以下的传导过程:期货市场的变动影响现货市场,而现货市场在一定程度上又会影响期货市场,导致投资者对另外一个期货市场价格走向的预期发现变化。

研究中国和境外股指期货的价格信息传递过程,对于维持现货市场的稳定性具有重要作用。但目前对于这两类市场关系的研究较少,并且大多数局限在一个不变化的时间段内,而忽略了在重要的时间节点上发生的重要事件的影响。随着中国境内投资环境的变化,境内外股指期货市场的联动关系在这4年很可能发生变化,尤其是在某些重大事件的前后,价格发现顺序也可能随之产生波动。

从2010年中国推出股指期货到现在,对股指期货市场影响最重大的事件应该是在中国股市危机事件期间,中金所出台了一系列对股指期货交易的限制政策。从2015年7月以来,中金所采取多种手段抑制投机股指期货的成交,具体包括调高交易保证金、提高手续费、降低日内开仓限制标准等。2015年9月2日,中金所进一步发布《关于调整沪深300、上证50、中证500股指期货交易保证金的通知》,再次发布一系列股指期货严格管控措施。主要包括:将股指非套期保值仓的保证金提高到40%,平仓手续费提高到万分之二十三,最重要的是将单个产品单日开仓交易量限制在10手以内,超过10手被认定为异常交易行为,而此前,这一限制最高为2400手。同时,中金所还要求会员单位加强验证与核查客户真实身份,控制长期未交易账户管

理。中金所这一系列手段意在通过增加日内投机成本,打压投机力量,从而控制日内投机,同时缓解期货公司风控压力,增加市场安全边际。在股灾期间,出台限制措施是常见的做法,因为投机者在股市大跌期间,通常通过恶意做空股指期货市场来进一步压低A股市场。在此之前,美国和日本都采取过对股指期货实施限制措施的手段以防止股市大跌。王军和刘卓然认为,此类限制性措施在短期内能够将期货引导现货价格的单向关系扭转为双向互相引导关系,从而削弱期货市场的价格发现功能^{[6] [P115]}。这说明这种限制措施在短期内对于现货市场是利大于弊的,从而解释了中金所出台的措施的合理性。

但是当—个现货市场存在多个期货市场时,限制其中一个市场的交易,会不会引导投资者和资金流向另一个期货市场,从而改变两个期货市场间的关系呢?目前学者的研究多关注于这种限制措施对期货市场和现货市场关系的影响,但是并未提到这种限制措施对境内外股指期货市场的联动关系的影响。事实上,在2010年刚推出股指期货交易时,沪深300股指期货的交易量即有大幅上涨。而在2015年9月2日中金所出台限制措施前后,市场当即有所反应,沪深300股指期货交易量大幅减少。主力合约交易量降低,其中沪深300指数期货合约交易量较上日当即减少了57.24%^①。因此,本文以2015年9月交易限制措施出台为时间节点,划分出两个观测期,研究在此之前以及在此之后中国和境外股指期货市场的联动关系和价格发现关系。

本文选取沪深300股指期货和新华富时A50股指期货作为研究对象,将从实证角度回答两个问题:(1)新加坡富时A50股指期货和中国沪深300股指期货在价格上是否存在引导关系,如果存在,谁占据了主导地位。(2)这种价格引导关系在2015年9月中金所限制了境内股指期货市场的交易之后,是否有发生任何变化。

与其他文献相比,本文的贡献主要体现在以下两点:(1)在境内外股指期货价格发现这一研究上,更贴近现实,加入中金所出台交易限制政策这一人为性事件的影响,通过实证发现这一政策的影响,为中

①数据来自于Wind资讯。

金所未来出台相关政策、完善期货市场健康发展机制提供了参考价值 and 理论依据。(2) 在股指期货限制交易的背景下, 本文的实证分析结果有助于为投资者提供坚实的参考信息。沪深 300 股指期货是国内少有的对冲 A 股市场风险的股指期货, 这个市场和境外市场的联动关系在很大程度上影响着投资者的投资决策以及资金流向, 因此本文的研究结果有利于帮助投资者做出更理智的决策。

二 研究方法和数据选取说明

首先, 本文将对选取的研究对象作出说明。在境内市场上, 中国本土的股指期货在中金所上市的分别有沪深 300、中证 300 和上证 50 股指期货三种, 其中最具代表性的是沪深 300 股指期货。沪深 300 股指期货的标的为沪深 300 指数。沪深 300 指数的样本股是以市值和流动性为标准的、从沪深两市选取的 300 只 A 股股票, 其中沪市占据 179 只, 深市占据了 121 只。覆盖了沪深股市大约 60% 左右的市场, 具有良好的代表性。因此本文选择沪深 300 股指期货作为境内市场代表。

而在境外研究对象的选择上, 由于在境外市场并不存在直接以沪深 300 股指为标的的期货产品, 因而没办法直接和境内的沪深 300 股指期货作对比。同时, 中国上证 50 股指期货在 2015 年 4 月 16 日由中国金融期货交易所推出, 而本文研究以 2015 年 9 月中国金融交易所出台一系列股指期货交易限制措施为节点, 若以上证 50 股指期货为研究对象会导致数据量不足的问题。在现有学者的研究中, 大多选用新华富时 A50 股指及其期货作为同沪深 300 股指期货的对比研究对象。比如 Guo 等选取了富时 A50 股指期货和沪深 300 股指期货的高频数据作为对比研究的对象^[4]。在张雪莹等的研究中, 也采用了 A50 股指期货作为中国 A 股市场在境外期货产品的代表^{[7][P50]}。富时 A50 股指期货是第一个直接以中国内地 A 股上市公司为标的的异地股指期货, 它以中国 A 股市场市值最大的 50 家公司为样本对象, 总市值占据中国 A 股市场总市值的约 30%, 是境外投资者用来对冲中国 A 股市场风险的

首选。再者, 根据本文后面所做的相关性检验来看, 新华富时 A50 股指期货和沪深 300 股指期货的收益之间存在高度相关, 且本文重在分析中金所出台的限制交易措施所带来的影响和变化。综上所述, 富时 A50 股指期货具有发展成熟、关联性强、研究意义大的优点。因此, 本文采用新加坡富时 A50 股指期货作为研究对象。

表 1 富时 A50 股指期货和沪深 300 股指期货部分指标对比

指标	富时 A50 股指	沪深 300 股指
样本股来源	深交所、上交所	深交所、上交所
样本股数量	50 只	300 只
上市时间	2006 年	2010 年
交易币种	美元	人民币
交易时间	9:00am 到 15:25am(T+0) 以及 16:00pm 到次日 2:00am(T+1) 9:15am 到 11:30am 以及 1:00am 到 3:15am(交易日的收盘时间为下午 3:00pm)	

基于以上分析, 本文的研究步骤确定如下: 以中金所出台的限制措施为时间节点, 将观测期划分为两个时间段, 分别选取两个观测期内中金所限制股指交易前后的富时 A50 股指期货和沪深 300 股指期货数据。其中富时 A50 股指期货两组, 沪深 300 股指期货两组。首先通过走势图初步判断两个股指期货市场的相关性和数据的平稳性, 进一步对这 4 组数据分别作出统计性描述和两两相关的相关性分析, 运用单位根检验法检验数据的平稳性, 最后运用 Granger 因果检验分别检验两个观测期内的 Granger 因果关系。

本文选取了以下两个时间段的数据^①: 2014 年 1 月 3 日至 2015 年 8 月 31 日(以下称为第一个时间段) 和 2015 年 9 月 10 日至 2017 年 3 月 13 日(以下称为第二个时间段)。这两个时间段的选取理由如下: 首先剔除了限制政策连续推出的时间, 选取了最后一次限制政策的推出到本文截稿之日的时间段, 再截取了限制政策推出之前长度相同的期间。其次, 在选取的两个期间内, 发生的干扰事件较少, 因此选取了这两个期间。以这两个时间段中新加坡

①本文所用的新华富时 A50 股指期货和沪深 300 股指期货数据来源于 Wind 资讯。

富时 A50 股指期货和沪深 300 股指期货的每日收盘价作为研究对象。因为不同的股指期货合约的到期月份不同,考虑到股指期货的交易量主要集中在近月合约,因此本文统一选取当月连续合约,即以距离到期月份最近的合约为代表性合约。此外,因为沪深交易所和新加坡交易所的交易日并不完全重合,本文在数据处理上,采取了对照沪深交易所交易日,去除掉新加坡交易所单边交易日的处理办法。而对于沪深交易所的单边交易日,则采用了以最近的两个交易日数据之算术平均值弥补新加坡交易所缺失数据的办法。通过以上数据选取和处理方法,获得 4 组时间序列。记第 i 日收盘价为 P_i , 收益率为 R_i , 则 $R_i = \ln(P_i) - \ln(P_{i-1})$, 即每日收盘价格取对数与前一日价格取对数之差。本文的研究数据即两个市场在两个观测期内的收益率。其中在 2014 年 1 月 3 日到 2015 年 8 月 31 日共获得 407 对数据,在 2015 年 9 月 10 日到 2017 年 3 月 13 日共获得 365 对数据。

由于富时 A50 股指的交易币种为美元,而沪深 300 股指的交易对象为人民币,因此需要考虑汇率对二者关系的影响。然而在第一时间段内,由于中国实行的浮动汇率制度,因此人民币兑美元汇率变动较小,本文忽略汇率影响。在第二时间段内,人民币贬值幅度大于第一时间段,人民币贬值可能会引导更多的资金流入国内,但由于此时中金所实行了不高于 10 手的交易限制,因此本文暂且忽略汇率影响,直接分析以原始交易币种计算的 4 组数据。

三 实证结果

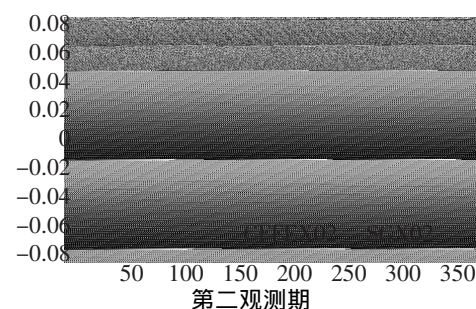
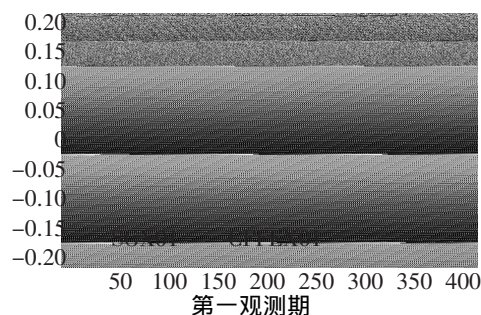
1. 时间序列走势

首先,本文通过 Eviews 软件画出两个时间段内两个股指期货收益率的时间序列折线图。通过该走势图可以看出,富时 A50 股指期货和沪深 300 股指期货收益率走势相似,从 2014 年 1 月到 2017 年 3 月,收益率呈现围绕均值波动的特征,并未出现明显的上升或下降趋势,因此初步判断序列是平稳的。下一步将通过单位根检验进一步判断序列的平稳性。从图 1 中还可以看出,在第一阶段前期(对应时间约为 2014 年 1 月到 2014 年 12 月底),序列波动性较小,且波动性较为一致,而从第一段时间后

期到第二段时间结束(对应时间约为 2015 年 1 月到 2017 年 3 月),波动性明显增大,且二者波动性差别较大。

2. 统计性质描述

4 组数据的统计性质如表 2 所示:横向比较来看,在第一观测期,富时 A50 股指期货收益率波动(Std.Dev = 0.025 770) 大于沪深 300 股指期货收益率波动(Std.Dev = 0.024 282),且极值均大于沪深 300 股指期货收益率极值,但收益率均值和中值略小于沪深 300 股指期货;在第二观测期,富时 A50 股指期货收益率波动(Std.Dev = 0.014 346) 小于沪深 300 股指期货收益率波动(Std.Dev = 0.015 490),收益率均值低于沪深 300 股指期货。纵向比较来看,富时 A50 股指期货和沪深 300 股指期货在第二观测期的收益率均值相对于第一观测期均有缩水,但是象征波动性的标准差相对减小。这和第一观测期经历了股灾,从而导致收益率大幅波动的推测吻合。在第二观测期,中国 A 股市场 2015 年的股灾趋于缓和,以此为标的的股指期货的收益率波动也趋于缓和。



注:纵坐标代表收益率,横坐标代表序列编号。按照时间顺序,从 1 到 407 分别对应 2014 年 1 月 3 日到 2015 年 8 月 31 日的每一个沪深交易日;SGX01 和 SGX02 分别代表两个时间段的富时 A50 股指期货,CFFEX01 和 CFFEX02 分别代表两个时间段的沪深 300 股指期货。

图 1 新加坡富时 A50 股指期货市场和沪深 300 股指期货市场收益率走势图

表 2 收益率描述性统计表

	均值	最大值	最小值	中值	标准差
A 栏: 第一观测期: 2014.1.3—2015.8.31					
富时 A50 股指期货	0.000 552	0.161 057	-0.159 792	-0.000 726	0.025 770
沪深 300 股指期货	0.000 676	0.097 371	-0.151 730	0.000 186	0.024 282
B 栏: 第二观测期: 2015.9.10—2017.3.9					
富时 A50 股指期货	0.000 222	0.051 281	-0.073 300	0.000 261	0.014 346
沪深 300 股指期货	0.000 101	0.061 617	-0.065 870	0.000 418	0.015 490

3. 相关性检验

从收益率的时间序列图可以看出,富时 A50 股指期货和沪深 300 股指期货之间走势相似。为进一步研究两个股指期货市场的关系,本文利用 Eviews 做了相关性检验,检验结果如表 3 所示:

表 3 相关性描述表

A 栏: 第一观测期: 2014.1.3—2015.8.31		
	富时 A50 股指期货	沪深 300 股指期货
富时 A50 股指期货	1.000 000	0.856 798
沪深 300 股指期货	0.856 798	1.000 000
B 栏: 第二观测期: 2015.9.10—2017.3.9		
	富时 A50 股指期货	沪深 300 股指期货
富时 A50 股指期货	1.000 000	0.822 869
沪深 300 股指期货	0.822 869	1.000 0000

从相关性结果可以看出,一方面,在两个观测期内,富时 A50 股指期货和沪深 300 股指期货收益率存在高度相关的关系,二者相关性在两个观测期内都大于 0.8。这和本文的推测是相符合的:富时 A50

股指期货和沪深 300 股指期货的标的样本均从中国 A 股市场中挑选,两个市场的价格走势均与 A 股市场直接相关,因此两个市场也存在高度相关的关系。在下文中,本文将进一步检验这种相关性,即是否可以解释为 Granger 因果关系。另一方面,纵向对比两个观测期,可以看出富时 A50 股指期货和沪深 300 股指期货收益率的相关性在第二个观测期内有所降低,本文认为这和中金所在 2015 年 9 月出台的政策限制了沪深 300 股指期货的交易有关,由于交易被限制,现货市场传递的交易信息不能完全实施,因此在中国股指期货市场上存在信息压抑,导致相关性降低。在下文中,作者也会利用 Granger 因果检验进一步分析其原因。

4. 预先检验: 单位根检验

首先对 4 组时间序列做单位根检验,检验结果如表 4 所示:

表 4 单位根检验结果

第一观测期				
检验方法	统计量	P 值	横截面	样本量
原假设: 含有共同单位根				
Levin, Lin&Chu t*	-40.113 0	0.000 0	2	728
原假设: 含有个体单位根				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-33.047 2	0.000 0	2	728
ADF-Fisher Chi-square	303.398	0.000 0	2	728
PP-Fisher Chi-square	302.270	0.000 0	2	728
第二观测期				
检验方法	统计量	P 值	横截面	样本量
原假设: 含有共同单位根				
Levin, Lin&Chu t*	-15.028 9	0.000 0	2	808
原假设: 含有个体单位根				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-18.501 9	0.000 0	2	808
ADF-Fisher Chi-square	210.773	0.000 0	2	808
PP-Fisher Chi-square	313.566	0.000 0	2	812

为了确保结论的稳健性,我们采取了 LLC 检验法、IPS 检验法、ADF-Fisher 检验法和 PP-Fisher 共 4 种检验法。其中,LLC 检验法需假定有共同单位根,IPS、ADF-Fisher 和 PP-Fisher 假定有异质单位根。如果在检验中均拒绝原假设,则序列是平稳的,反之则意味着存在单位根。从检验结果可以看出,LLC 检验、IPS 检验、ADF-Fisher 检验和 PP-Fisher

检验均拒绝了原假设,因此可以认为数据是平稳的。

5. 格兰杰因果检验

由于 4 组序列不存在单位根,均为平稳序列。因此可以直接对 4 组序列进行格兰杰因果检验。以 AIC 和 SC 信息准则为标准,本文选取滞后阶数为 2 期,得到如下格兰杰检验结果:

表 5 格兰杰因果检验结果

原假设	F 值	P 值
A 栏: 第一观测期: 2014.1.3—2015.8.31		
富时 A50 股指不是沪深 300 股指的格兰杰原因	0.157 47	0.854 4
沪深 300 股指不是富时 A50 股指的格兰杰原因	6.597 38	0.001 5
B 栏: 第二观测期: 2015.9.10—2017.3.9		
富时 A50 股指不是沪深 300 股指的格兰杰原因	2.887 21	0.057 0
沪深 300 股指不是富时 A50 股指的格兰杰原因	1.177 00	0.309 4

6. 检验结果说明

从该检验结果可以看出,在第一观测期内,接受了新华富时 A50 股指期货收益率不是沪深 300 股指期货收益率的原假设,而在 1% 的水平下拒绝了沪深 300 股指期货收益率不是富时 A50 股指期货收益率的格兰杰原因的原假设。在第二观测期,在 10% 的水平下拒绝了富时 A50 股指期货收益率不是沪深 300 股指期货收益率的格兰杰原因的原假设,并且接受了沪深 300 股指期货收益率不是富时 A50 股指期货收益率的格兰杰原因的原假设。

四 结论分析

以上检验结果初步证实了我们的分析,即限制交易政策抑制了境内股指期货市场的价格引导作用。对此,将从以下两个方面进行分析和论证:

1. 限制政策出台之前

尽管新加坡交易所率先推出了以中国 A 股市场为标的的股指期货,但根据实证结果来看,沪深 300 股指期货仍然领先。我们认为主要有以下几个原因:一是因为境外市场存在交易障碍,所以导致富时 A50 市场的交易量小于沪深 300 市场。二是因为富时 A50 股指期货的标的数量小于沪深 300 股指期货,和 A 股市场的相关性可能低于沪深 300 股指期货市场,因而在价格发现上灵敏度较低。三是

因为沪深 300 股指期货市场本身发展较快,交易更加便捷,因而成为投资者的首选。以上因素导致限制政策出台前的沪深 300 股指期货市场在价格发现上更加领先。

2. 限制政策实施之后

第二观测期的实证结果表明,在 2015 年 9 月中金所出台对股指期货的交易限制之后,沪深 300 股指期货的价格引导作用随之受到限制,反而呈现出富时 A50 股指期货在价格发现方面领先于沪深 300 股指期货的趋势。这也印证了前面相关性检验结果中,相较于第一观测期,第二观测期中两个市场收益率相关系数变小的检验结果。说明中金所限制境内股指期货交易的政策也限制了沪深 300 股指期货市场的信息传递作用,同时也说明富时 A50 股指期货本身在价格发现上也存在不可小觑的影响作用。

对于中金所对股指期货交易的限制措施使得两个市场的价格引导关系发生扭转的检验结果,本文认为有如下解释:

(1) 由于沪深 300 股指期货的价格引导作用是通过交易者在市场内的交易行为释放信息形成的,而当交易门槛提高、交易数量被限制之后,境内市场的流动性降低,交易者的交易行为不能充分反映他们的判断信息,因此沪深 300 股指期货市场价格发现的作用部分瘫痪。

(2) 两个股指期货市场的标的都是中国 A 股市场。从本质上而言,对期货的交易行为依赖于对现货市场的判断。但是海内外的学者研究发现,期货市场现货市场有相当大的价格引导作用。但是沪深 300 股指期货的交易被限制之后,对于 A 股市场的影响被隔断。因为富时 A50 股指期货市场与沪深 300 股指期货市场的联系是建立在共同标的——中国 A 股市场的,因此这种隔断同时造成了沪深 300 股指期货市场和富时 A50 股指期货市场的隔断。因为二者相关性降低。

(3) 理性的投资者并不会因为国内股指期货市场的交易限制就真的中断交易,尽管有障碍和限制门槛,但是投资实力较高的投资者在境内投资受到限制的情况下,转而投向境外市场,如此一来,最早建立以中国 A 股市场为标的的新加坡新华富时 A50 股指期货成为沪深 300 股指期货的代替市场。由于境外交易的障碍,并不是每一个投资者都会选择境外投资,因此富时 A50 股指期货市场的价格引导作用并不明显。

五 政策性建议

综上所述,中金所在中国股市危机期间出台的限制股指期货交易的措施除了对 A 股市场发挥了作用之外,也对境内外市场上以 A 股股指为标的期货产品造成了影响,主要表现在通过控制沪深 300 股指期货的交易上限从而降低了和国外市场的联动性,减少沪深 300 股指期货的价格引导作用。

基于以上结论,本文提出以下几点建议:

1. 加强金融主权和安全意识,密切关注境外市场

从实证的结果看,沪深 300 股指期货的优势主要在庞大的交易量上,尽管富时 A50 股指期货的交易量远小于沪深 300 股指期货,但仍然对境内市场有一定的引导作用。这得益于新加坡交易所在资本流动和交易限制上面的宽松政策,这种宽松的交易环境更有利于吸收国际跨境资本。因此,更要加强金融主权和安全意识,防止境外资本操作境内期货市场。

此外,根据以往学者的研究,股票指数期货对于现货市场存在较强的影响,其波动也容易传到 A 股

现货市场。因此,要注意防范境外股票指数期货市场对中国带来的负面影响。从本文的研究结果可以看出,在境内股指期货交易限制以前,最大的影响力还是来源于境内的股指期货市场,然而当中国限制股指期货的交易之后,这种影响力的来源逐渐转移到新加坡股指期货市场上,因此不但要防范新加坡股指期货市场对沪深 300 股指期货的影响,更要防范这种影响最终落脚到国内 A 股市场。

2. 逐渐放宽交易限制,扩大股指期货交易主体

在股灾期间,监管当局实施了审慎的限制交易政策,从政策实施的效果来看,尽管限制股指期货交易的政策可以通过减少交易量而抑制金融投机行为,但是这种人为干预政策带来的积极作用是强行的、短暂的。对投资者而言,股指期货市场本身具有对冲 A 股市场风险的作用,从长期来看,限制交易的政策让股指期货市场的作用得不到正常发挥,会带来一定的消极影响。对境内市场而言,限制交易的政策降低了境内市场的独立性,使其更容易受到境外市场的负面影响。因此,在股灾的影响平息之后,应考虑逐渐放开对中国股指期货市场的限制。具体来讲,经过证监会两轮松绑之后,监管层应该继续降低交易保证金、放开单日开仓交易量手数、同时降低平仓手续费以促进交易活跃度,从而提高市场流动性。

此外,当前境内股指期货市场的参与者较为单一,大部分是机构参与者,个人投资者比例较低。股指期货对个人投资风险对冲的作用尚未得到完全发挥,因此,建议降低中国股指期货市场的交易门槛,消除交易障碍,吸引投资者和资金回到境内股指期货市场,同时扩大交易主体的范围,以保证境内股指期货市场正常发挥风险对冲的作用。

3. 健全事前风险防范体系,完善金融市场监管机制

从金融监管的角度而言,对金融市场的风险的把控应当重在事前防范,事后人为强行干预的政策只能发挥短期作用。此次股灾带来的启示更是如此,因此,在股灾带来的不良影响逐渐平息之后,监管当局应该重点着手完善事前的风险预警机制和防范体系,完善金融市场监管机制,包括对股指期货高频交易的监管,有效引导套期保值客户入市交易。

参考文献:

- [1]李堪. A50 股指期货对我国内地股市波动性影响实证研究[J]. 金融发展研究, 2010(1).
- [2]邢天才, 张阁. 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[J]. 财经问题研究, 2009(7).
- [3]封思贤, 张兵, 李心丹, 等. 从中国股指期货境外的联动看我国股市定价权[J]. 金融研究, 2010(4).
- [4]Guo Han, Liu Ryu. A Tale of Two Index Futures: The Intra-day Price Discovery and Volatility Transmission Processes Between the China Financial Futures Exchange and the Singapore Exchange[J]. Emerging Markets Finance and Trade, 2013, 49(sup4).
- [5]吴波. 境内外股指期货联动效应研究[D]. 广州: 广东商学院, 2013.
- [6]王军, 刘卓然. 股指期货限制性措施对期现货价格关系的影响研究——中美日应对“股灾”实施股指期货限制性措施及其效果比较[J]. 价格理论与实践, 2016(9).
- [7]张雪莹, 岳国明. 新华富时 A50 股指期货与我国 A 股市场价格间关系: 基于高频数据的研究[J]. 区域金融研究, 2011(8).

Price Discovery between China Financial Futures Exchange and Singapore Future Exchange ——Before and after Policy Restrictions

LIAN Jun-hua¹, LIAO Xue², GUO Biao²

(1. Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100191, China;

2. School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: In September 2015, CEFFX implemented series of policies to restrict index futures trading after the Chinese A stock market crash. This paper explores the price discovery between the China's CSI300 index futures and the Singapore's A50 index futures before and after the policies using Granger Causality tests in order to examine the policies' impacts. The authors find that before the introduction of the policy, the China's CSI 300 index futures Granger caused the Singapore's A50 index futures. However, after the implementation of the trading restrictions, the situation changed and the CSI300 index futures no longer play the leading role, and rather, it is more influenced by the Singapore's A50 index futures. Therefore, relaxing the restriction on index futures trading helps improve the global position of Chinese capital market.

Key words: Index futures market; A50; CSI300; price discovery

(责任编辑 刘雪斌)