

A股巨震 做空机制对资本市场的意义及其影响?

编者按:最近沪深股市出现了令人惊讶的异常波动。由此市场上也传出了针对股指期货的指责之声。有人认为现行的股指期货做空机制是导致本次股市异常波动的主要原因。从成熟市场情况看,在发生股灾或金融危机时,出于防止危机进一步深化和挽救市场信心的目的,一般都会对做空机制做一定限制。但是,限制做空对救市的成效到底如何,一直存在争议。我国的证券市场还在初级阶段,从市场发展方向看,有必要对这个问题作深入探讨,不能因噎废食,把必要的市场工具抛弃。

■ 赵庆明 郭孟

■ 做空机制在金融市场有着重要作用,它将更多信息融入股价,有助于降低股市的投机性与波动性。以长期投资为主的投资者通过购买股票往往容易把正面消息反映在股价中。然而,如果股价只反映正面消息,不反映负面消息,那么股价将高于其真实价值,投资者最终还是失望。

■ 做空机制有助于让衍生品的价格充分反映标的证券的实际价格。由于存在套利关系,衍生品的价格是与标的证券价格相联系的。如果衍生品的价格偏离其合理的价格,套利者就会买进低估的证券,卖出高估的证券,这有助于把证券价格推至适当的水平。

■ 在采取做市商制度的市场上,做空机制对流动性的作用就更加明显。做空交易一般采用的都是保证金交易的形式,做空者只需缴纳所卖空证券价值一定比例的现金即可以交易,这就大大降低了交易成本,客观上有利于提高市场的流动性。



做空机制 对市场流动性至关重要

金融市场上的做空一般通过期货、期权、融券等多种方法实现。常见的做空机制有三种:期货卖出是在未来特定时点交割的标准化合约;融券卖出是在股票投资者预期价格将下跌时,从经纪人手中借券卖出,然后在一定时间内买入股票归还经纪人的行为,进行卖出操作的投资者要为此借股票支付利息。

而所谓“裸卖空”指投资者没有借入股票而直接在市场上卖出并不存在的股票,在股价进一步下跌时再买回股票获得利润的投资手法。做空广泛用于各种交易策略中,如套期保值、套利交易、动量交易等。

做空机制一大功能是为市场提供流动性。对于流动性,通常的解释是:如果在需要的时候,投资者能够以较低的交易成本,按照合理的价格水平很快地买进或卖出大量的某种金融资产,并且对该资产的市场价格产生较小的影响,那么这一市场的流动性就是好的。

在“股灾”发生之际,保持市场的流动性比仅仅关注价格更能起到稳定市场情绪的作用。投资者对于股票市场后市的预期不同时,就会有有人做多,有人做空。在没有做空机制的情况下,遭遇股价下跌时,为避免进一步损失,投资者只能采用离场观望的方式。随着股票的下跌,离场观望者越来越多,成交量会越来越小,最终导致股价大幅下跌。

在股市出现下跌时,做空机制使得投资者能在相对固定的价位大量卖出相应的股指期货,缓解了投资者因流动性不足,为了尽快卖出股票而不断压低报价,加剧价格下跌的趋势。

2008年金融危机时期股市暴跌,许多国家实施了做空禁令。然而,多个实证研究结果表明,简单的全面禁止做空并不能达到稳定市场的初衷。Schultz等学者2011年发表在金融顶级学术期刊《Journal of Finance》的论文研究了2008年9月19日至10月8日,金融危机期间美国SEC颁布的797支股票卖空禁令的影响。

实证结果表明:卖空禁令不仅使这797支股票的买卖价差加大(买卖价差常用来说明流动性,买卖价差变大说明流动性变差),还对对应的股票期权的买卖价差变大。作者估计禁止卖空期间,因为流动性急剧下降,做市商无法有效对冲,投资者的交易成本总共扩大了5.05亿。

另一篇2013年发表在《Journal of Finance》的论文研究了2007-2009年金融危机期间30个国家17040支股票卖空禁令对各国市场流动性的影响,研究发现卖空禁令不利于流动性,对于小市值、波动率较大、或无对应期权的股票影响尤其大。

英国于2008年9月18日宣布禁止做空金融股,为期4个月。但市场波动率并未显著减小。英国金融服务管理局事后的研究显示:卖空禁令发布后,无论是代表英国市场的FTSE 350指数的波动率还是金融板块和银行板块的指数的波动率都没有显著下降;金融股的收益率仅在禁令发布后15天内高于市场

收益率,禁令发布30天后及更长时间内都低于市场收益率;对于禁止卖空的股票来说,禁令发布前15天有所成效,但发布15天后,成交量下降,买卖价差增大,市场流动性反而变得更差,禁令并未实现其初衷。

做空机制 不是股市下跌的主因

1987年美国股灾发生后,股指期货也一度成了股灾的替罪羊。直到1991年,诺贝尔经济学奖得主莫顿·米勒(Merton Miller)牵头的工作组经过调查研究,认为1987年的股灾不是由股指期货市场引起的,而是由宏观经济和股票市场本身的问题长期积累最终爆发而引起的,这才为股指期货洗清了恶名。其实,全球股市在1987年股灾期间都出现了下跌,而没有股指期货的国家现货跌幅反而更大,比如墨西哥。

近期我国股市下跌行情可以概括成因融资盘强制平仓压力过于集中造成的踩踏行情。这种行情在去杠杆时间集中、速度过快的情况下很容易发生。随着市场恐慌的加剧,股指期货、尤其是中证500指数期货出现了巨大的贴水。于是,股指期货做空是造成股市市场下跌的言论开始流行。

我国目前可以使用的做空机制是期货卖空和融券卖空,而融券卖空由于成本较高,限制较大,并未受到过多关注,因此,一时之间股指期货成了众矢之的。

首先,股指期货卖空与下跌是股市下跌主因的说法不成立。从基本逻辑来讲,不能简单地认为时间上发生在前的现象就是时间上发生在后的现象的原因。中证500指数期货的成分股多为中小盘股,之前大幅上涨,甚至创业板已被人戏称为“神创板”。这些中小盘股,市盈率和持股集中度都偏高,持续数月的牛市行情导致股价泡沫愈发严重,孕育的下跌风险也较大。于是,部分投资者便运用中证500股指期货进行卖出套期保值,即做空股指期货来对冲风险。

行情出现逆转后,由于卖出集中涌现,现货市场的成交量必然相对萎缩。特别是当使用场外高杠杆融资的股票投资方触发风控线需要强平时,由于接盘量小、流动性差,必然进一步压低报价以求尽可能的卖出;当股票已经触到当日跌停板无法卖出时,部分配资方的风险管理者便可能在期货市场上通过卖出股指期货合约的方式来对冲风险,因而形成了股指期货相对现货大幅贴水的现象。下一个交易日,融资方仍然有强平需求,因此现货股票继续下跌,形成又一波期现货的下跌行情。

由此可见,现货市场的下跌并非股指期货卖空形成,股指期货市场反而起到了承载现货市场抛压的作用。

其次,如果所谓“做空力量”想利用股指期货下跌来带动现货下跌,其会进一步做空股票现货。我国目前做空股票现货的渠道仅融券卖空一种。在股指期货大幅贴水的情况下,如果以上假设成立,应该能观察到套利者利用ETF融券卖空股票现货的现象。的确我们能观察到融券卖出量在贴水较大的日期有所上升,然而,中证500ETF融券卖出量最高的一天也不足300万股,与中证500成分股日均数千亿元级别的交易量相比微不足道。

可以得出结论,卖出股票现货的人并非为了期现套利而融券做空的套利者,而是原本就持有股票的人。这说明股指期货大幅贴水的原因是股市大跌行情持续发酵之下投资者利用股指期货对冲风险形成的,所谓股指期货带动现货下跌的路径并不存在。

股市下跌时 保持股指期货做空渠道的重要性

期货卖空、融券卖空、裸卖空是三种不同的做空机制。早在1610年荷兰颁布东印度公司禁令时,做空交易就进入了监管方的视野。

近20年来做空交易愈发规范,而裸卖空交易在各国都得到了严格的监管。金融危机时融券卖空也会受到限制。英国教授Marsh等人统计了包括经合组织(OECD)成员国和日本在内的17个国家的市场在2008年金融危机期间限制做空的情况。禁止金融类股票做空的国家和地区多达13个,对非金融类股票也进行做空限制的国家仅2个。但是没有有一个国家对股指期货做空进行限制。

我国市场上,由于融券卖空存在融不到券或融券成本过高等限制,目前主要的做空渠道就是卖空股指期货。股票现货持有者可以保持现货持有的同时卖空股指期货来进行套期保值。

在如今的行情下,股指期货起到了承载市场抛压的功能。如果股指期货市场不能承受抛压,那持有股票的投资者只能选择抛售股票现货,加速价格的下跌和流动性的萎缩,甚至将恐慌情绪和对流动性的诉求传染到其他市场。上周大宗商品期货等其他资产价格在没有直接影响因素情况下暴跌就反映了股市的恐慌情绪在其他渠道的释放。

股指期货是一种工具,套期保值者、做空者可以使用,救市资金也可以使用。救市资金可以充分利用股指期货市场行使承载市场抛压的功能。对于“恶意做空”者,除了可以采取行政、法律手段限制其交易行为之外,还可以合理运用市场化手段遏制投机商,维护价格稳定。

采用行政、市场手段双管齐下的方式救市,一方面使“恶意做空”者的牟利企图落空,另一方面使市场参与者观察到走势变化后恢复对后市的不同观点,形成有买有卖的交易,使市场迅速企稳,可达到“一石二鸟”的效果。

紧急情况下 对做空机制实施部分限制

在市场异常波动时期限制部分做空机制的做法并不新鲜。即使在美国,在股灾和金融危机期间也采取过限制做空的临时性措施。例如,美国芝加哥商业交易所(CME)在1987年股灾期间对空单进行“区间配额”管理就成功降低了对市场的冲击。

芝加哥商业交易所(CME)一般情况下的规定是,相关市场之间的套期保值和套利最大头寸可以根据企业的需要、财务能力和市场流动性等条件制定,企业在超过头寸限制后可立即向CME报告并请求获取限额豁免。而在股灾期间的1987年10月20日,CME开始限制主要市场参与者对于更高额度头寸豁免的申请;22日,CME采取紧急措

施,规定超过头寸限制的交易活动需要事先批准,这一措施使得CME能够对每一笔大交易的执行申请进行检查,以免这些大交易量申请超过市场的瞬时承受能力,造成价格的大幅波动。资产组合套保带来的集中抛售压力市场可能无法及时有效地承受,而CME的临时限制措施解决了这个问题。

CME还要求大型套保商在规定的时间内将其空单进行说明,因此减弱了这些空单的潜在集中性。这种紧急情况下的严格头寸限制,即“区间配额”,使CME科学合理地进行了大型空单流动性监管。2008-2009年金融危机时,包括美国SEC和英国金融服务管理局在内的多个国家的监管部门都对部分板块的股票实行了限制做空的临时性措施。

限制做空的目的是为了分散由于空单聚集在较短时间内对市场造成的集中冲击,单一市场一旦承受不起冲击,风险将扩散至其他市场,成为系统性风险,引起更大的危害。做空限制的副作用则是影响市场效率,并违背了自由市场精神。

但是,需要救市的紧急情况往往是股灾或金融危机出现之际。救市的目的是守住系统性风险不扩散的底线,防止更大的危机,挽回信心,止住恐慌情绪。两害相权取其轻,而限制做空的副作用是危机时必须付出的代价。况且紧急情况下的限制措施大多是临时性的,危机过后,相关限制则会解除。

前不久随着股指的快速下挫,我国相关部门对股指期货的做空也采取了一些紧急的临时性措施,包括降低最大持仓量、提高保证金率、限制部分客户空单开仓等。同时加强了股指期货套期保值交易管理,重点加强对期现货资产匹配的核查。

根据日前对投资者、期货、证券、金融行业从业者、媒体从业者、学术科研工作者等各界人士的调研,大部分被调查对象认为当前采取的临时限制做空的措施是非常时期的紧急手段,有利于稳定市场情绪。不过,他们也认为,这些措施应该在市场稳定后尽快解除,否则,又会对市场产生不必要的扭曲。

做空机制 对资本市场健康发展意义何在

各国监管层对做空机制一向十分谨慎,但理论和实证研究都表明,无论市场涨跌,合理的做空机制对资本市场的健康发展和资本市场支持实体经济都是十分必要的。

一是做空机制有利于减少市场泡沫。做空机制在金融市场有着重要的作用,它将更多的信息融入股价里,从而有助于降低股市的投机性与波动性。以长期投资为主的投资者通过购买股票往往容易把正面消息反映在股价中。然而,如果股价只反映正面消息,不反映负面消息,那么股价将高于其真实价值,投资者最终还是失望。

基于对美国证券市场的研究显示,当做空由于融券成本高等原因而受限时,相应股票的收益率将远低于市场收益率,即当做空受限制时,投资者只能以更高的价格购买股票,超过了应该获得合理价格。尽管股票价格上涨的泡沫“看上去很美”,但当股价下跌时,最终受损的还是投资者。如果投资者对资本市场失去信任,他们将不愿购买任何股票,就会增加所有上市公司的融资成本。

做空机制有助于让衍生品的价格充分反映标的证券的实际价格。由于存在套利关系,衍生品的价格是与标的证券价格相联系的。如果衍生品的价格偏离其合理的价格,套利者就会买进低估的证券,卖出高估的证券,这有助于把证券价格推至适当的水平。

例如,股票指数基金(ETF)通常对跟踪误差(Tracking Error)有一定的要求。为了确定ETF的价格是紧密跟踪指数价格的,基金经理会监视ETF的价格和ETF包含的股票的价格。当ETF的价格低于它所包含的股票的价格时,基金经理会买入ETF,做空股票,反之亦然。这使得ETF与它所代表的股票组合的价格能够保持一致。

二是做空机制有利于价格发现。做空是否受到限制对资本市场的信息效率有着重要的影响。做空限制包括做空禁令或因成本过高而无法实施做空等。拥有负面信息的投资者无法顺利做空,因而负面信息无法充分反映到资本市场价格中,减缓了信息传递的效率,资产价格被高估,市场有效性降低,阻碍了市场价格发现的功能。

哈佛大学Stein教授等的理论研究表明,限制做空会延迟信息的传递,使价格发现机制失灵。实务中投资者之间的意见分歧较大,收到的好坏信息的差异也较大。因此,一旦资产价格下降,投资者的坏消息由“比较坏”到“非常坏”逐渐得到释放。而做空限制使得“坏消息”需要时间延迟才能在价格中释放出来,反而使得资产价格“跌跌不休”。

实证研究方面,研究者用做空头寸来近似衡量利空消息,证明了做空限制将导致股票价格高估,研究发现机构投资者持股比例较低的股票,由于其融券成本较高,做空限制较严重,因此这类股票的定价偏差需要更长的时间才能修正。

三是做空机制有利于提高做市商的做市积极性。

在采取做市商制度的市场上,做空机制对流动性的作用就更加明显。当不许做空时,做市商一般需要持有大量的证券,而这加大了其做市成本,做市商为市场提供流动性的能力就会相应减弱。一旦允许做市商做空,其做市成本会下降,而且交易的空间也会扩大,从而提升了做市商填补市场供需不均的能力,提高了市场的流动性。

做空交易一般采用的都是保证金交易的形式,做空者只需缴纳所卖空证券价值一定比例的现金即可以交易,这就大大降低了交易成本,客观上有利于提高市场的流动性。

四是做空机制有利于投资者风险管理。做空限制会通过阻碍投资者实现最优投资组合决策的方式,影响风险管理决策。在做空受限时,由于不能对资产配置权重(Negative Weighting),投资者可选的充分分散风险的投资组合减少,风险管理效力降低。

在金融学理论中,限制做空的情况下,投资者资产组合每只股票的最低权重是0而不能为负,因此原本“均值-方差框架”下的有效投资组合可能变得无效。无做空机制时,长期限投资(持有一年以上)的最优投资组合无法持有高风险高收益的激进型股票;而允许做空时,长期限的投资者的最优投资组合是:持有较高比例高风险高收益的激进型股票,而通过做空中性股票及持有部分防卫型股票来对冲风险,因而允许做空对长期投资更为有利。

实证研究表明,在不存在市场摩擦的情况下,美国投资者投资于新兴市场国家能够有效分散风险并获得对应的收益;在存在市场摩擦,尤其是做空受限制的情况下,风险无法分散,收益也将消失。

(作者简介:赵庆明,北京金融衍生品研究院首席宏观研究员;郭孟,北京金融衍生品研究院助理研究员)

国药准字H46020636

快克®

复方氨酚烷胺胶囊

请在医生的指导下购买和使用

海南亚洲制药股份有限公司生产

海南快克药业总经销