

股灾前后沪深300股指期货与现货价格关系的研究

王一斐

中央财经大学 山东 招远 265400

1 研究背景及意义

股指期货是世界上交易量最大的金融衍生品，它以股票指数为标的，规定当事人双方在未来某一时刻按事先协商的价格交割股票现货。股指期货的主要作用有价格发现、规避风险以及资产配置。价格发现是指鉴于股指期货价格具有连续性与预测性，能连续预期价格的变化趋势和未来供需关系，投资者会根据现行信息对未来现货价格做出决策，因而在对新信息的处理机制上，期货市场更加快捷。

2 股指期货政策变动

自2015年6月中下旬股灾发生后，为了防范股灾对股指期货造成的大幅度价格波动，中金所开始对股指期货交易机制进行严格地限制。于2015年8月开始将非套保交易保证金提升到30%，将股指期货单日开仓量限制在十手之内，调整平仓交易手续费为交易金额的0.23%，提升交易保证金比例，这些限仓政策有效地抑制了市场投机行为，在股指期货市场上产生了很大的影响，下图做出股灾前后沪深300股指期货与现货日成交量趋势图，由图1可以看出，在股灾前现货市场平均成交量为每日3亿手，而股灾后每日成交量1亿手；股灾前股指期货平均成交量为每日124万手，而随着中金所推行限仓政策，股指期货市场规模急剧下降，每日平均成交量为13000手。对比来看，股指期货市场缩减的幅度更大，证明限仓政策效果十分显著。

3 政策变动对股指期货有效性的实证分析

为了细致地研究股灾后限仓政策对股指期货有效性的影响，将2015年6月中旬至7月初股灾期间的数据剔除，截取2010年4月16日至2015年6月23日的日收盘价作为股灾前的样本数据，2015年9月7日至2017年2月16日的日收盘价数据作为股灾政策调整后的样本数据，由于已验证RS(现货)与RF(期货)序列均为平稳序列以及可建立稳定的VAR模型，故在此选取具有针对性的格兰杰因果检验进行比较。

经过一系列实证研究证明，股灾前后的对数价格序列均为一阶单整，且均满足长期稳定的均衡关系，故对股灾前后的RS与RF序列的关系进行Granger因果检验，由VAR模型可以确定股灾前后的最优滞后阶数分别为3和6，只针对两组数据的最优滞后阶数进行Granger因果检验，得到表1的实证结果。

由表1可以看出，在股灾前，现货对期货的的格兰杰检验不显著，而期货却是现货的格兰杰原因，这说明在政策调整

表1 股灾前后Granger因果检验实证结果

原假设	时期	F统计量	P值	结论
RS不是RF的Granger原因	股灾前	2.02177	0.0891	接受原假设
RF不是RS的Granger原因	股灾前	2.65776	0.0315	拒绝原假设
RS不是RF的Granger原因	股灾后	2.59359	0.0181	拒绝原假设
RF不是RS的Granger原因	股灾后	4.77474	0.0001	拒绝原假设

前，股指期货对现货具有单向的价格引导作用；而在股灾政策调整后，二者互为格兰杰原因，即股指期货能引领现货的价格而现货又能引领期货的价格。综合股灾前后的数据，表明无论股灾前后，股指期货都能发挥价格发现的功能，但在政策调整后，其价格发现功能在一定程度上被减弱；而股灾前现货对期货影响不显著，这表明股灾政策调整后现货对期货的影响变得显著，这时市场逐渐回归稳定，说明有必要对股指期货进行适当监管，不能任其投资性发展。因此，中金所上调交易保证金与平仓手续费比例，严格限制单日开仓数、设置交易时间和现货市场保持一致等限制政策，在一定程度上会减弱股指期货的价格发现功能，使得期现货市场逐步趋于理性的均衡状态，也从侧面反映了股指期货并不是造成股灾的主要原因，而是股灾导致了股指期货相对于现货的偏离。

4 政策建议

本文探索股指期货与现货的关系，可以帮助投资者更好地选择合理的投资策略，规避市场风险，对于证券与期货市场的监管部门及管理者来说，应当优化交易机制，加强对市场的监管标准，由此提出一系列政策建议：第一，改进并完善我国股指期货市场交易机制。在交易机制上增加小额合约，适当提高保证金比率，能吸引个人投资者进入市场，增加市场流动性，有利于股指期货市场的发展。第二，加强金融产业自律与跨市场监管力度。市场管理者和监管部门要引导从业人员遵守行业纪律，禁止滥用职权。对金额巨大的期货头寸给予重视，防止非法交易的形成，设立自动报警系统，一旦发现机构投资者操纵市场获得非法收益，监管部门有权授予交易所限制其交易头寸，延长到期时间，情节严重的可以完全暂停其交易。第三，适当限制股指期货市场的投机力量。通过限制投资者单日开仓量，适当增加合约持仓保证金与手续费，能有效地抑制过度投机现象的发生，减少市场波动风险。第四，提高投资者的综合素质。市场管理者要定期对投资者进行专业培训，增强其抵御风险的意识，引导投资者理性地

参与市场，避免由于个体因素造成市场价格的剧烈波动。

作者简介：

王一斐(1995—)，女，汉族，山东省招远市，硕士，中央财经大学，产业经济学。

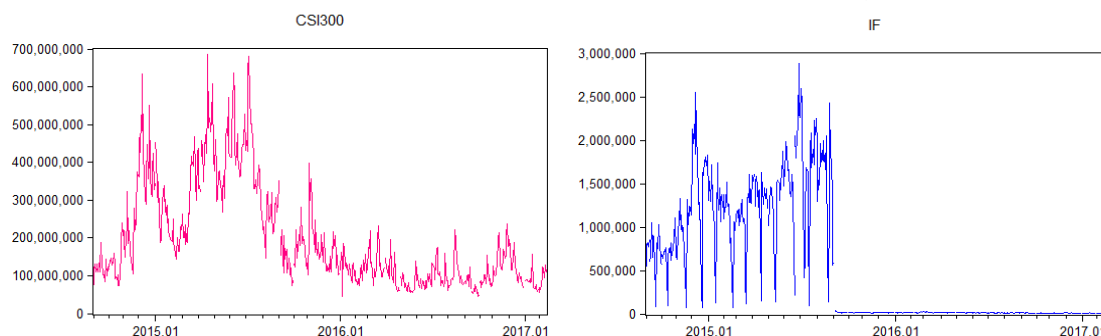


图1 股灾前后沪深300股指期货与现货成交量趋势图