

每当遇到股市调整，常有人将股市走势与股指期货相挂钩，误认为股指期货导致股票市场的调整。事实上，股指期货并不能决定股市的走势，股市涨跌自有其内在规律，受其自身基本面和资金面因素影响。一般来讲，股票价格波动主要是由两种因素决定的：其一是宏观基本面、股票基本价值等因素导致的该股票市场价格波动，这种市场价格的变动是市场有效性的一种反映；其二是投资者非理性预期变化产生的价格波动。

从概念上说，股票指数是由一揽子上市公司股票的价格通过一定规则计算出来的；而股指期货是以股票指数为标的物的标准化期货合约。从期现货关系来看，股指期货衍生于股票现货并服务、服从于股票现货，主要有以下几个原因：一是股指期货合约标的来源于股票现货指数，期指交割结算价格由股票现货价格决定，套期保值和投资替代等期指交易策略也受现货持股因素影响；二是股指期货无法决定股票现货的走势，经济基本面是影响股票市场的基础因素，金融政策、资金面和投资者参与是影响股票市场价格的重要因素；三是从非理性预期传染角度看，已有的实证研究表明，股指期货和现货市场之间并不存在市场操纵和情绪传染，股指期货的情绪引导现货价格的假设并不受历史数据支持。

有句谚语说得好：“天亮不是雄鸡鸣啼出来的”。即使公鸡不打鸣，天也会亮，只不过公鸡只是在天亮之前鸣啼而已。这就像股指期货与股市的关系，即便没有股指期货，股市还是遵循其自身的基本面涨涨跌跌。之所以有人误解“股指期货带着大盘走”，主要是由于交易机制和交易标的差异使得股指期货与股市对信息反映的速度有所不同。首先，期货价格的更新频率比指数价格更新的频率更高，表现为期货市场价格更新更迅速。就像闪电和打雷的关系，打雷和闪电都是不同电荷的云层之间放电的结果，只是光在空气中的传播速度远远超过声音，所以人们总是先看到闪电、后听到雷声，但是雷声并不是由于闪电引发的。其次，与股票交易相比，股指期货在吸收信息方面能力更强。股票指数由众多成分股价格计算而成，而股指期货直接交易一揽子指数标的，两者类似“渔竿钓鱼”和“渔网打鱼”的区别。再次，股指期货的合约分布上有当月合约、近月合约和远月合约，能短时间内充分反映市场对未来不同阶段的价格预期。最后，从交易机制上看，期货保证金制度交易成本更低，交易效率更高。

所以，期货仅仅是传递消息的信使而已，即便传递的是一个坏消息，但信使不是消息的源头，错不在信使，信使只是传递了消息。股指期货不能决定现货价格的涨跌，但是却能帮助投资者更精细化的管理风险。横向来看，它将现有的风险在不同的群体中分解，帮助金融市场创造多种金融产品，允许投资者分散投资组合或对冲异质风险，让投资者可以根据自身的风险承受能力和风险偏好调整资产组合的风险。纵向来看，股指期货将未来的风险提前分解到不同月份合约中，在到期前的一段时间内消化释放。这种精细化的风险管理是股票现货市场单独运行所无法满足的。

此外，股指期货的充分发展，可以让投资者实现在现货市场和期货市场的跨市双向交易，促使现货市场价格充分表达理性投资者的预期，让现货市场更加理性有效，内在机制更加稳定平缓。我们应该正确看待股指期货与现货的关系，让股指期货正常发挥其市场功能，这对于广大投资者和市场长期稳定运行而言具有积极的正面价值。

（上海中期期货研究所 王舟懿）

（策划 王舟懿）