




远东财经

Report on the China A-share Stock Market  
Abnormal Volatility

# 中国A股市场异常波动报告


吴晓灵 等著

 上海远东出版社

Report on the China A-share Stock Market  
Abnormal Volatility

# 中国A股市场异常波动报告

吴晓灵 等著

 上海远东出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

中国 A 股市场异常波动报告/吴晓灵等著. —上海: 上海远东出版社, 2016

ISBN 978 - 7 - 5476 - 1083 - 1

I. ①中… II. ①吴… III. ①股票市场—研究—中国  
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 058351 号

**中国 A 股市场异常波动报告**

吴晓灵 等著

特邀编辑/余彦焱 责任编辑/程云琦 装帧设计/李 廉

出版: 上海世纪出版股份有限公司远东出版社

地址: 中国上海市钦州南路 81 号

邮编: 200235

网址: [www.ydbook.com](http://www.ydbook.com)

发行: 新华书店 上海远东出版社

上海世纪出版股份有限公司发行中心

制版: 南京前锦排版服务有限公司

印刷: 昆山亭林印刷有限责任公司

装订: 昆山亭林印刷有限责任公司

开本: 787×1092 1/16 印张: 17.25 字数: 347 千字

2016 年 7 月第 1 版 2016 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5476 - 1083 - 1/F · 570

定价: 46.00 元

版权所有 盗版必究(举报电话: 62347733)

如发生质量问题,读者可向工厂调换。

零售、邮购电话: 021 - 62347733 - 8538

# 目 录

## 主 报 告

完善制度设计 提升市场信心 建设长期健康稳定发展的资本市场 .....	3
报告摘要 .....	3
一、本次股市异常波动集中表现为“暴涨”和“急跌” .....	4
二、本次股市“暴涨+急跌”深层次原因分析 .....	5
三、政策建议 .....	14

## 子 报 告

子报告 1: A 股配资发展现状、影响及政策建议 .....	23
报告摘要 .....	23
一、场内、场外配资是导致本轮股市异常波动的原因之一 .....	25
二、股市配资渠道及作用机制 .....	27
三、股市配资存在的问题及影响 .....	37
四、规范配资业务的政策建议 .....	40
子报告 2: 股市资金杠杆的规模、配资软件系统及压力测试 .....	43
报告摘要 .....	43
一、股市资金杠杆规模测算 .....	45
二、场外配资软件系统的特点和机制 .....	58
三、压力测试 .....	60
四、监管建议 .....	73

子报告 3: 2015 年股市异常波动成因分析与股指期货所起的作用 .....	75
报告摘要 .....	75
一、股市异常波动过程分析 .....	77
二、股指期货在股市异常波动中的作用 .....	86
三、政策建议 .....	91
子报告 4: A 股衍生品的作用及其在本次股市异常波动中的表现特征 .....	94
报告摘要 .....	94
一、A 股衍生品的市场概况和功能 .....	96
二、股市异常波动期间境内股指期货市场运行特征 .....	98
三、股市异常波动期间境内股指期货市场功能发挥情况 .....	101
四、股市异常波动期间境外 A 股相关衍生品市场情况 .....	105
五、平稳发展境内股指期货市场的政策建议 .....	107
参考文献 .....	109
附录 多国交易所抢推中国股指期货 .....	111
子报告 5: 市场策略一致性问题研究 .....	114
报告摘要 .....	114
一、机构投资者行为研究 .....	116
二、影响因素分析 .....	120
三、政策建议 .....	128
子报告 6: 量化投资与高频交易对市场的影响 .....	129
报告摘要 .....	129
一、高频交易的特点及市场影响 .....	131
二、高频交易监管的国际经验 .....	131
三、量化投资与高频交易对国内市场的影响 .....	134
四、我国高频交易的监管政策建议 .....	145
子报告 7: 关于我国交易机制设计的制度建议 .....	148
报告摘要 .....	148
一、总论: 交易机制监管框架与研究框架 .....	150

二、各国交易机制的对比研究 .....	152
三、交易机制在股市异常波动中的作用——流动性与稳定性之殇 .....	164
四、内地交易机制的问题与政策建议 .....	165
<b>子报告 8: A 股市场投资者结构影响分析 .....</b>	<b>179</b>
报告摘要 .....	179
一、国内外市场投资者结构对比 .....	181
二、投资者结构对市场行为的影响 .....	185
三、政策建议 .....	186
<b>子报告 9: 股票发行制度对市场的影响 .....</b>	<b>189</b>
报告摘要 .....	189
一、新股发行制度简介 .....	191
二、新股发行与上市后的表现 .....	194
三、新股发行对流动性的冲击 .....	200
四、政策建议 .....	204
<b>子报告 10: 关于规范董监高行为的制度建议 .....</b>	<b>207</b>
报告摘要 .....	207
一、董监高减持机制研究框架 .....	209
二、国内外法规限制董监高减持的股票类型 .....	209
三、我国与发达国家和地区董监高减持制度对比 .....	210
四、董监高减持的原因探究与案例分析 .....	228
五、我国内地证券市场董监高减持机制亟待完善 .....	232
附录 1 我国与发达国家和地区董监高减持其余制度对比 .....	238
附录 2 上市公司关联人定义 .....	240
<b>子报告 11: 舆论导向在本轮股市异常波动中的作用影响 .....</b>	<b>241</b>
报告摘要 .....	241
一、官方媒体为什么遭诟病: 以新华社、人民日报为例 .....	243
二、市场化媒体和传播机构没有充分发挥对市场的监督和净化作用 .....	246
三、对“国家牛市”的追溯 .....	250

四、网媒、自媒体、证券软件、券商等社会化传播强化了市场的非理性情绪 ...	252
五、意见和建议 .....	253
<b>子报告 12: 股市资金监控体系构建 .....</b>	<b>255</b>
报告摘要 .....	255
一、交易与结算平台监控指标体系 .....	257
二、分资金类型的流动性监控指标体系 .....	258
三、相关衍生品市场监控指标体系 .....	264
四、跨境资本流动与人民币汇率监控指标体系 .....	264
<b>附录 课题成员列表 .....</b>	<b>267</b>
<b>后记 .....</b>	<b>269</b>

# 主报告

完善制度设计 提升市场信心  
建设长期健康稳定发展的资本市场

---





# 完善制度设计 提升市场信心 建设长期健康稳定发展的资本市场

## 报告摘要

2015年6—8月的中国股市经历了“异常波动”，经过政府的有效应对，股市的风险已基本释放，逐步进入恢复调整期。

本次股市异常波动集中表现为“暴涨”和“急跌”。深层次原因分析：从宏观上看，这次股市异常波动反映了人们对转型、改革的过高预期与短期经济表现未达预期的矛盾。从微观上看，有资本市场自身的制度建设和专业认知等技术原因，包括但不限于：第一，杠杆的过度、无序应用和金融产品监管不完善导致监管层难以实时监测、量化股票市场的风险状况，是本次异常波动的最重要原因；第二，市场机制多空不协调导致积累了大量风险，同时对金融衍生品和套利对冲等金融工具运用不力，阻碍了股票市场自身功能的正常发挥；第三，交易机制方面的设计缺陷加剧了本次股票市场异动的幅度；第四，投资者结构散户化问题突出，投资理念偏短视，价值投资理念弱化，羊群效应明显；第五，新股发行制度、上市公司行为规范等方面存在一些漏洞。另外，媒体言论成为牛市思维助推器，未在舆论监督和市场净化中发挥应有的作用。

政策建议：建立市场健康发展的长效机制，提升市场信心。(1)加快修订《证券法》，根据产品的本质扩展证券范围，将各类集合投资计划份额和份额化的P2P网贷、股权众筹等纳入证券范围，实行统一功能监管。(2)建立国家金融危机应对机制，并在法律中予以明确。(3)正确运用衍生产品等创新金融工具，完善市场定价和风险管理建设。(4)积极推进股票发行注册制度改革，恢复新股发行。(5)建立舆情分析监测反馈机制，正确引导舆论导向。

2015年6月至8月的中国股市经历了“异常波动”，经过政府的有效应对，股市的风险已基本释放，逐步进入恢复调整期。认真总结本次股市波动的原因，完善制度设计，对资本市场的长远健康发展，对完善企业的融资环境，从而支持经济转型和结构调整，维护经济平稳健康发展都是非常重要的。

## 一、本次股市异常波动集中表现为“暴涨”和“急跌”

2014年6月开始启动的本轮股票市场异常波动集中表现为“暴涨”和“急跌”。

### （一）2014年下半年至2015年6月：杠杆资金跑步入场推升泡沫

2014年底中国股市出现了第一轮的上漲，11月24日到12月31日，短短28个交易日，上证综指上漲30.07%。经过两个月的调整，改革红利、“互联网+”的预期经过部分媒体不断放大，推动大量资金拥入继续推高股指，预期获得“自我实现”，又带动更多资金跟进，“一致性”的牛市预期持续强化。2015年3月13日至6月12日，股指再次急速上攻，上证综指、中小板指数、创业板指数分别上漲54%、75%、93%，银行、石油石化板块除外的上市公司平均市盈率51倍，创业板142倍，价格大幅偏离价值中枢。

### （二）2015年6月至2015年7月8日：杠杆资金集中平仓引发股价急速下跌

6月15日至7月8日，市场进入第一个急跌阶段，上证综指跌去32%。多项因素使得6月市场流动性趋紧，市场投资者情绪紧张，而证监会严查场外配资成为引发急速下跌的导火索。

1. 银行资金供给紧张。银行资金面历来在6月末由于年中结算、上缴财政存款、上缴存款准备金和进行年终分红的影响会趋于紧张，2015年叠加地方债发行放量的因素使得市场资金供给更加趋紧。

2. IPO申购冻结大量资金。其中中国核电、国泰君安的两轮巨量IPO连续到来，

冻结资金约 11 万亿元，且新一轮 IPO 被核准的信息公布，预计冻结资金规模达 4 万亿元。

3. 央行不续作 MLF、重启逆回购，导致市场产生货币政策转向的质疑。

4. 大股东减持增加市场股票抛压。随着行情泡沫化程度节节攀升，上市公司重要股东减持力度加大，5 月、6 月净减持规模为 1 307 亿元、1 034 亿元，比 4 月减持规模分别环比增加 69% 和 34%。

5. 在上述背景下，证监会严查场外配资，使得股票市场资金面压力进一步加大。

6 月 15 日，股票市场开始连续急速暴跌，短期因素造成资金抽离带来暴跌。由于本轮上涨过程中有大量信用交易，一旦触发一部分信用交易的警戒线或平仓线，由此引发的下跌会使得接下来另一批信用交易投资者面临被平仓的压力，如果保证金得不到补足，那么这部分账户就会紧接着被平仓。于是市场陷入“暴跌—高杠杆账户被平仓—卖出压力增大—股价进一步下跌—一次高杠杆账户被平仓—卖出压力进一步增大—股价进一步下跌”的恶性循环当中，而市场很快认识到这一机制，一些没有平仓压力的资金也紧急撤离，造成市场中流动性逐渐消失，形成流动性螺旋。

### （三）2015 年 8 月中旬后：全球金融风险导致第二轮下跌

第二轮暴跌发生于 2015 年 8 月 18 日至 8 月 26 日，上证综指由 4006 点下跌至 2850 点，跌幅 29%，创业板指由 2721 点下跌至 1843 点，跌幅 32%。本轮下跌伴随着美国加息预期渐行渐近、人民币贬值和全球资本市场大幅下挫，与中国资本市场本身问题相关度不高，不在本报告作重点讨论。

## 二、本次股市“暴涨+急跌”深层次原因分析

本次股市波动是资金推动了牛市，也是资金导致了急跌，但更重要的是分析是什么因素驱动了资金。本次股市“暴涨+急跌”的深层次原因，主要包含以下几个方面：第一，有股票市场的“加杠杆”与地方政府、房地产等部门“去杠杆”等宏观背景原因。当实体经济需求偏弱，房地产、地方政府融资平台等巨额资金需求部门“去杠杆”的时候，市场对国家通过引导股市走牛来解决社会杠杆过高等深层次问题的预期被媒体不断放大。同时，新一轮改革、转型、一带一路等政策赋予中国经济长期增长的内在动力，这给予了投资者美好的预期，成为股票市场“加杠杆”的动力。改革开放以来，居民财富急剧增加，而居民可配置的资产较少，在房地产投资受限和实体经济投资吸引力下降的时候，大量资金拥向资本市场。从 2015 年初到 2015 年 6 月 15 日股指高点当周，证券市场交易结算资金银证转账变动净额累计达到 3.1 万亿元，银行理财产品中股票权益类占比从 2014 年末的 6% 上涨到 15% 左右，增量高达近 2 万亿元，推升了股票市场的“暴

涨”。

但随后情况发生了逆转。经济下行压力加大,传统吸纳资金的部门在一定程度上从“去杠杆”恢复到“加杠杆”的状态。金融市场担心美联储9月加息可能导致新兴市场货币贬值和资金流出。与此同时,监管部门为了防范过度和无序杠杆带来的后患,加大了场外配资的清理力度,在一定程度上造成了股票市场的“去杠杆”,资金加速从股票市场流出,导致股票市场的“急跌”。股市波动反映了对经济转型、改革红利的预期过高与短期经济表现未达预期的矛盾。

第二,从市场看有资本市场自身的制度建设和专业认知等技术原因,包括但不限于:(1)杠杆的过度、无序应用和金融产品监管不完善导致监管层难以实时监测、量化股票市场的风险状况,是造成本次股市异常波动的最重要原因;(2)市场机制多空不协调导致积累了大量风险,同时金融衍生品和套利对冲等金融工具运用不力,阻碍了股票市场自身功能的正常发挥;(3)交易机制方面的设计缺陷加剧了本次股票市场异动的幅度;(4)投资者结构散户化问题突出,投资理念偏短视,价值投资理念弱化,羊群效应明显;(5)在新股发行制度、上市公司行为规范等方面存在一些漏洞。

第三,社会舆论环境加速资金入场,部分媒体言论助推牛市思维。媒体未在舆论监督和市场净化中发挥应有的作用,在散户主导的股票市场中,媒体对股票市场的方向产生了顺周期的推动作用。

### (一) 转型和改革推动了市场一致预期的快速变化

#### 1. 转型和改革为中国经济注入了新的长周期活力

中国当前正处在经济结构转型的过渡期,第三产业占GDP比重日益增加,并从2013年开始超过第二产业。从A股的市场结构来看,2014年中小板企业净利润增速20%,创业板净利润增速16%,远高于主板(剔除金融、石油、石化)的4.01%。因此从2012年末开始,我们观察到了以创业板为代表、以“互联网+”为特征的新兴产业板块的崛起。党的十八届三中全会以来,各个领域的市场化改革给企业注入了新的活力,尤其以国企改革和一带一路战略为代表,让市场产生了一个美好的预期。

#### 2. 经济下行压力较大

2015年上半年“投资、消费和出口”三大需求均出现回落,经济下行压力犹存,GDP增速依旧在7%左右徘徊,二季度固定资产投资同比名义增长11.4%(扣除价格因素实际增长12.5%),增速比一季度回落2.1个百分点;社会消费品零售总额同比名义增长10.4%(扣除价格因素实际增长10.5%),增速比一季度回落0.2个百分点;进出口总额同比下降6.9%,其中,出口增长0.9%,进口下降15.5%。工业企业处境依旧艰难,2015年一季度,上市公司总体净利润增速为3.96%,剔除石化金融后增速为5.97%,环比下降6.91%。2015年上半年,全国规模以上工业增加值同比增长6.3%。实体经济

的状况并没有发生明显改善,经济仍存在较大的下行压力。

### 3. 市场波动反映了对转型、改革过高预期与短期经济表现未达预期的矛盾

2014年以来多层次资本市场建设取得了阶段性成果,一些市场化改革也在逐步推进。市场认为,在利用资本市场振兴实体经济这件事情上政府是有意愿的,同时部分媒体助推牛市的舆论氛围,逐步引导市场形成了一种强烈的牛市一致性预期。资本市场以“一步到位”的方式把一个长周期利好因素在很短的时间里表现出来,过高预期就会引致“疯牛”“快牛”,造成阶段性泡沫。然而,转型和改革一定会遇到不可避免的阻力,难以一蹴而就,是一个长周期的较慢过程。加上当前实体经济的增长依然堪忧,下行压力增大,很容易造成市场对改革和转型短期失落,改变牛市一致预期,导致股市泡沫破裂。

表 1 关于“国家牛市”的媒体舆论

类别	时间	内容
牛市导向	2014/7/25	人民日报: 外资机构齐声唱多 A 股市场
	2015/1/5	新华网: 华尔街专家称中国 A 股今年将继续走牛
	2015/4/9	新华社: A 股中长期仍有上涨空间和动力
	2015/4/10	人民网: A 股 4000 点上升的基本动力不变
	2015/4/21	人民网: 4000 点才是 A 股牛市的开端
	2015/5/8	人民日报: 管理层治理旨在慢牛 长牛势头未变
	2015/5/28	新华社: 6 月股市将走慢牛行情
风险提示	2014/12/19	人民日报: 多重因素驱动 A 股牛市 短期仍存调整风险
	2015/4/9	新华社: 潮来潮往终褪去,且行且珍惜
	2015/5/4	人民日报: 牛市也别忘风险

资料来源: 根据公开资料整理

## (二) 国内外金融市场多重因素的冲击诱发了异动

### 1. 经济下行压力带来金融资本需求不足,金融体系流动性过剩

2013年以来,宏观经济增速放缓和利率市场化进程共同导致了整个社会融资成本一直处于高位,难以有效下行,2014年11月开启了货币政策宽松的周期。但实体经济需求并没有在相对宽松的货币政策环境下得到有效提振,信贷增速下降,尤其是房地产行业 and 地方政府融资平台对资金的吸纳大幅度下降,从而带来了金融体系流动性过剩。从国内外历史来看,流动性泛滥通常会导致股票市场上涨,往往容易形成资产泡沫。

表2 流动性泛滥通常会导致股票市场上涨

各国 QE	开始时间	结束时间	总规模	QE 期间股票市场表现
美国 QE1	2008/11/25	2010/3/30	1.725 万亿美元	标普 500: 37%
				纳斯达克: 65%
美国 QE2	2010/11/3	2011/6/30	0.6 万亿美元	标普 500: 10%
				纳斯达克: 9%
美国 QE3	2012/9/13	2014/10/29	1.66 万亿美元	标普 500: 36%
				纳斯达克: 44%
日本 QE1	2001/3/19	2006/3/9	25 万亿日元*	日经 225: 31%
欧盟 QE	2015/3/9	2016/9/30	1.14 万亿欧元	德国 DAX: 4%(年初以来: 27%)
				法国 CAC40: 7%(年初以来: 28%)

\* 按各银行在日本央行的经常性账户余额增量统计

资料来源: 申万宏源研究

2. 在货币宽松的环境下,居民大类资产配置向权益类快速转移在一定程度上加剧了市场波动

美国居民房地产资产占比为 24%(2014 年),而我国居民整个大类资产配置中,房地产占比高达 54%(社科院 2014 年数据,下同)。另外,我国居民股票投资占总资产的比重为 3%,美国居民直接投资公司股票占总资产为 14%(2014 年),日本居民投资股票份额占总资产比重为 6%(2014 年)。因此,中国居民大类资产配置向权益类方向转移是大势所趋。2014 年以来,股票市场,尤其是主板市场在经历了长达 7 年的调整后开始逐步回升,居民对于权益类资产配置需求的提升推动了市场的快速上涨。但是从 2015 年 6 月下旬开始,固定收益类产品的市场需求开始上升,债券发行和理财产品吸纳资金的速度加快,股票市场出现急速下跌后,投资者恐慌情绪蔓延,短期抛售带来资金压力增大,推动形成了市场流动性危机。

(三) 资本市场本身制度缺陷(杠杆不当、多空不协调、交易机制等)是本次股市异动的直接原因

#### 1. 杠杆交易的过度、无序以及监管不完善

根据渤海证券的详细测算研究,2014 年 10 月以来的股市上涨一直持续到 2015 年 6 月,股市新增资金峰值范围区间在 5 万亿到 6 万亿元,场外配资区间在 3 万亿到 4 万亿元,经过此轮异常波动之后,场外流动性配资规模在 1 万亿元左右,基本上属于合同到期即将停做类型。本轮股市暴涨的时候个股连续涨停的现象比比皆是,其中杠杆交易,特别是“场外配资”以各种所谓理财产品的方式把资金聚集起来,极大地便利了炒

作。下跌的时候则连续多日千股跌停，主要是大面积的杠杆资金盘在股票价格下跌后，必须强制平仓，继续加速股票价格下跌，形成恶性循环所致。

场外配资杠杆比例非常灵活，从伞形和单一信托的 2—3 倍到民间配资的 5—10 倍不等，所持有股票种类和集中度也更加灵活，但风险控制方面较正规“两融”差很多。

A 股配资主要有五大渠道，分别是证券公司融资融券、证券公司股票收益互换、单账户结构化配资、伞形结构化信托、互联网及民间配资。在本轮股市行情中，各配资渠道分别面向不同的配资客户开展差异化竞争是各配资渠道均快速发展的内在原因。银行资金利用理财和非理财资金两种模式，通过认购资管产品优先级、受让两融收益权、间接参与民间配资、同业贷款等渠道参与股市配资。社会资金通过伞形结构化信托、互联网及民间配资参与股市配资。由于这些渠道门槛低、杠杆倍数高、灵活度大、投资范围广，故放大作用极强，而券商出于扩展业务追逐利润的考虑放宽了对资金接入的风险控制，没有坚持证券账户实名制的原则和投资者适当性原则，导致配资规模无序扩张。另外，分级基金作为一种杠杆式理财产品，对股市的影响机制与传统配资业务不同，但是在股票大幅下跌行情中的“下折”也可能对股市产生间接打压作用。

这种多渠道的无序市场配资主要存在以下问题：

(1) 市场中各类集合投资计划和场外证券活动缺乏统一行为监管。数据的不统一、不透明导致上涨阶段大部分市场主体和监管层并不清楚杠杆交易的疯狂程度，而监管的割裂则导致证监会在处理场外配资的过程中力不从心，不可能有效遏制泡沫化的苗头，同时，在处置风险时由于底数不清也难以有准确的判断和有针对性的措施。

(2) 强制平仓机制强化市场一致性预期，集中抛售导致市场暴跌，加上其他交易机制的漏洞，在下跌的过程中也容易造成集中的群体恐慌，加快下跌速度，引发短期阶段性的流动性风险。

(3) P2P 等新金融平台违规构建资金池对接配资渠道，民间配资的高杠杆与投资者风险承受能力不匹配。

(4) 大量民间配资和部分对接具有违规分仓交易功能系统的伞形信托未遵守账户实名制规则和投资者适当性原则都会扰乱股票市场秩序。(子报告 1：《A 股配资发展现状、影响及政策建议》；子报告 2：《股市资金杠杆的规模、配资软件系统及压力测试》)

## 2. 多空力量不均衡积累大量风险

我国实行集中的融资融券制度，尤其是融券，只能通过中国证券金融公司转融通，融券成本高，融券规模占融资融券余额的比例不足 1%。“跛足”的融券制度在市场加杠杆的时期，无法成为抑制市场非理性上涨的有效力量。

一个市场健康与否最重要的标准不是“牛熊涨跌”，而是体现在两个方面：(1) 是否有较强的价格发现功能；(2) 是否有较高的资产配置效率。对于这个问题的认知不足，导致 A 股市场的机制设计中天然地鼓励做多，而忽视多空平衡。例如，在融资融券的制



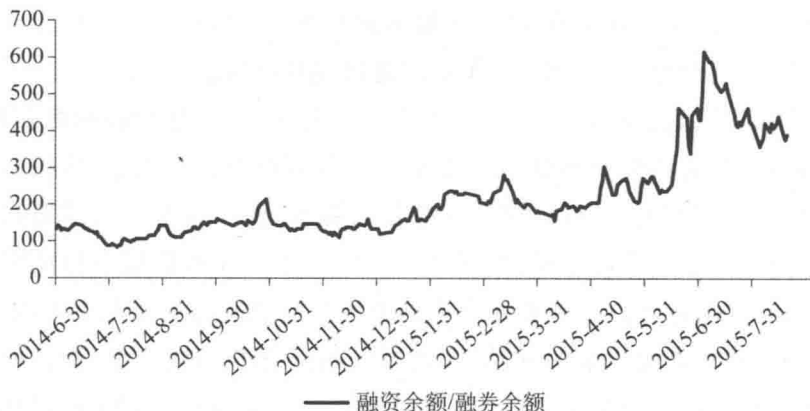


图 1 国内融资余额/融券余额一度上升至 560 倍,远远高于成熟市场

资料来源: Wind

度设计中,融资买入没有太多障碍,但融券卖出就存在各种障碍,交易成本非常高;再比如,能够有多空功能的衍生品非常匮乏,且市场较小,从而导致了一旦形成错误定价,难以及时纠偏的“巨大风险”。这是本次股市异常波动的深层次制度原因。杠杆对股市行情有推波助澜的作用:股票上涨,盈利放大,继续加仓,股票续涨;股票下跌,损失放大,被迫斩仓,股票续跌——杠杆有“助涨助跌”的作用。但由于制度层面上的障碍,融券等做空机制发展不足,在本次股市异常波动中并没有发挥出相应的稳定市场的效用,既没有在过度疯涨的时候及时地纠偏,也不足以平衡市场下跌过程中杠杆的巨大动能。同时,又因为大多数人对于“做空”机制的误解,导致在救市过程中采取了一些限制期货市场做空等行为,本质上又进一步加剧了现货多头的抛压。

6月15日中国股市大幅调整以来,股指期货市场本身风险可控,同时风险管理功能有所发挥,有一定的分流股票市场抛压的作用,在一定程度上成为现货市场的泄洪渠,为投资者提供了宝贵的流动性。市场机构普遍反映,在个股大量停牌和跌停、股票市场流动性严重不足的情况下,股指期货提供了极端行情下的避险手段。以7月1日为例,机构投资者持有空单面值约1900亿元,按两倍左右套保比例计算,相当于减轻了股票市场约3600亿—4000亿元的抛压。

期货市场套保套利空头对应着现货市场多头,是稳定市场的重要力量。机构投资者持有大量股票现货,为降低持股风险,在期货市场上主要采取套保、套利策略,持仓以空头为主。本次股市异常波动期间,主要机构投资者持有卖单规模低于股票持仓,总体仍以多头为主,是稳定市场的重要力量。根据中证登及中金所数据,以6月15日为例,参与股指期货的证券公司合计空头名义金额不到1500亿元,而这些公司合计持成分股市值超过2500亿元,整体为净多头1000多亿元。参与股指期货的QFII和RQFII合计空头名义金额不到400亿元,持有A股市值则接近5000亿元,整体为净多头近4500