

投资主体结构改变对股市的影响 ——兼论多空均衡与股市泡沫的预防

骆惠南¹, 李作为², 梁健昌³

(1. 香港工商东亚证券有限公司, 香港; 2. 香港中文大学 公共卫生学院生物统计系, 香港; 3. 香港凯基金融亚洲有限公司, 香港)

摘要:文章将香港地区股市按投资主体结构变化划分为三个阶段,发现投资主体结构的变化影响了股市的形态。在市场的波动方面,引入对冲基金的第三阶段虽然最短,但其波动却对全时段形态起着决定作用,而以个人投资者为主的第一阶段的形态却与全时段差距最大。另外,因为多空势力不均衡,以传统基金主导的市场更易形成泡沫;而在股市中引入对冲基金与衍生产品后,股市的走势发生变化并减少了对经济与社会带来的负面影响。

关键词:势力均衡;系统性风险;投资主体结构

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2008)10-0110-12

一、引言

随着股票市场的不断发展,直接间接参与股市投资的人越来越多,股票市场对社会和经济的影响越来越大。股票市场的涨跌不仅影响投资和消费,而且影响社会公平乃至社会和谐。

传统股票市场虽然具有把社会闲置资金引入生产领域的积极功能,但由于制度设计、人类行为及实体经济等原因,股票市场不断重复着高潮低潮的周期性循环。股市的高潮通常与经济周期的高潮联系在一起,在这种情况下,上市公司大举集资进行收购与投资,市场参与者因资产升值增加消费使经济过热;而在相反的情况下,股市的集资功能弱化,市场参与者因资产减值而削减消费,产生财富负效应而使经济雪上加霜,甚至有可能因为资产过分减值而导致资金链断裂而引发金融危机。在这高低潮交替的过程中更容易引发激烈的财富重新分配(通常的结果是财富更趋于集中),而导致贫富分化,这一传统股市对经济、社会的负面影响需要进一步的改善。

收稿日期:2008-06-29

作者简介:骆惠南(1952—),男,福建惠安人,香港工商东亚证券有限公司;

李作为(1969—),男,湖南汨罗人,香港中文大学公共卫生学院生物统计系;

梁健昌(1969—),男,广东南海人,香港凯基金融亚洲有限公司。

本文将通过分析香港股票市场较长的跨期历史数据，总结股票市场在制度转换过程中其走势所发生的变化及规律，希冀这些发现对改善股票市场，使之走出泡沫形成与破灭的怪圈有所裨益。

二、香港地区股票市场及其三个发展阶段

香港很早就有股票交易和股票交易所。但早期的股票交易仅局限于少数富有人家。直到 1969 年本地华人资本组成远东交易所，吸引本地企业上市及引导普通市民参与股市投资，香港的股票投资才开始普及并迅速在 20 世纪 70 年代初形成高潮，其间先后有九龙及金银交易所成立，形成 4 个股票交易所并存的局面。1986 年在香港政府的推动下，4 个股票交易所合并组成现在的香港联合交易所。香港的股票市场如果按照投资主体结构的变化及市场产品的种类划分，可以分为以下三个发展阶段。

（一）个人投资者为主的市场（1973—1991）。从香港股票投资开始普及到 1986 年香港联合交易所成立前，香港股市存在 4 个股票交易所，这些交易所都没有获准加入国际交易所联合会。欧美的公募基金按照监管要求，不可以持有香港的上市股票，而本地也未发展集体投资机制，在这段时间内香港股市的投资主体基本上完全是个人投资者。

1986 年香港联合交易所成立并加入国际交易所联合会，扫除了欧美公募基金尤其是共同基金在香港股市投资的障碍。海外基金开始在香港股市进行投资，也在香港发展本地基金业务，香港股市的投资主体结构开始发生变化。机构投资者逐步取得股票市场的主导权，直到 1992 年机构投资者持有香港股市超过 50% 的流通股份，开始主导香港的股票市场。这样，1973 年至 1991 年是香港股市发展的第一阶段。在这段时间内，香港市场的投资主体以个人投资者为主，大部分的市场流通股份为个人投资者所持有，股票市场的价格形成由个人投资者所主导。市场的产品品种单一，基本上都是普通股，衍生产品是罕有品种。

（二）传统基金主导的市场（1992—2001）。根据香港证券与期货监察委员会（SFC）的统计数据，到 1998 年香港证监会认可的股份基金，即在香港公募的基金资产净值达香港股市总市值 36%。香港股市的股权结构可以分为两层，超过 40% 的股份由董事会或与之相关联而一致行动的人士或机构所持有。这些人士或机构持有这些股份的目的是控制该公司或体现法律的规定。比如中国政府持有超过 50% 的上市航空公司股票是要体现法律规定的国家须持有某战略性行业公司的绝对控股权等等。这些股份在一般情况下是不参与市场流通的，其余股份才是由投资者持有在市场流通的股份。而持有这些流通股份的人士与机构按照本文的分析需要被分为以下几种：一是个人投资者，二是香港证监会统计资料所涵盖的证监会认可基金所持有的股份，三是海

外基金在香港股市的离岸投资。根据上面的分析,1998 年只是香港认可的基金,其资产所占香港股市流通股份比例就高达 60% 以上(即 $36\% \div (1 - 40\%)$),如果计入海外基金,比例则更高,估计在 75%—80% 之间。因为早期基金以海外为主,以此推算,1992 年香港股市超过 50% 流通股份为基金持有,基金开始主导香港股市的走势。这是香港股市发展的第二阶段。在这个阶段衍生产品大量出现,品种繁多,但尚无系统应用衍生产品的投资机构出现,很多投资者将衍生产品作为单方向投资工具。

(三)传统基金与对冲基金互相制衡的市场(2002—)。1997 年亚洲金融风暴发生,对冲基金开始进入香港股市。2002 年香港监管当局正式接纳对冲基金,准许对冲基金在香港发售。香港证监会所作的调查显示,截至 2006 年在香港的对冲基金所管理的资产数额达到 335 亿美元,比两年前的 2004 年的 92 亿美元增长了 268%。这表明对冲基金逐步形成足以与传统基金相抗衡的势力^①,或者说在香港股市的这个阶段,对冲基金与传统基金互相制衡,共同主导市场的走势。

从 2002 年起,对冲基金作为香港股市的内生因素开始影响香港股市的走势(骆惠南、李作为,2008),香港股市的发展进入第三阶段。对冲基金虽然在亚洲金融风暴中对香港股市造成非常大的负面影响,但对冲基金系统应用衍生产品的投资手法,其通过应用衍生产品不断套利的投资手法不但使股市的系统性风险不会随时间而累积,而且使股市长期保持交易活跃,上市公司的集资活动无须受时间约束。

三、实证分析

综合以上三阶段的不同投资主体结构的变化,以下我们利用香港恒生指数的波幅变化进行实证分析和讨论。恒生指数是衡量香港股市的主要指标。我们根据不同投资主体结构的变化,把恒生指数从 1973 年至 2006 年分为三个阶段:1973—1991 年、1992—2001 年和 2002—2006 年。

在实际操作中,在股市指数原始数据代表了市场变化的情况下,股指波动率(CR)相对于常用的收益率更能反映市场的实际情况,其时间序列亦同样隐含着各个时期股票市场的不同信息,特别是股价的波动性。我们亦在过往的研究中证明了对冲基金在香港政府实施相关制度的影响下起到的平稳股市的重要作用(骆惠南、李作为,2008)。下面我们以恒生指数为代表分析香港股市的波幅变化,并进一步分析衍生工具与对冲基金相结合能更有效地在相关制度的作用下起到平稳股市及分散累积性风险的作用;同时,我们从分析中能清晰地看到香港股市发展的大方向,以期为将来正确制定金融政策提供参考。

(一)分析方法。我们首先假设有时间序列如下:

$$Y_t = X_t\beta + \epsilon_t \quad t=0,1,2,\dots,T \quad (1)$$

其中 $X\beta$ 及 σ^2 分别表示时间序列 Y_t 的未知常数均值和未知常数方差。由于我们将整个研究样本分为三个时段,因此在变点已知及序列平稳等条件满足的情况下,将采用早期的邹检验(1960)或虚拟变量等方法作为结构性波动检验方法。本文在实证分析中所使用的软件是 S-plus 与 Eviews5.0。

(二)模型构建。本文以 1973—2006 年的恒生指数的波动率(亦为波幅 CR_t)为分析依据,并定义:波动率=(期内高点-期内低点)/期初的恒生指数。由于其与股票市场收益率有近似特征,因此在不失常态的情况下,可考虑以下自回归模型形式:

$$CR_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \beta_i (CR_{t-i}) + \epsilon_t \tag{2}$$

然后采用如下几个步骤:(1)取得原始数据图或观察数据特征,如是否有随机趋势等;(2)得到统计特征表以便概括及较准确地描述步骤 1 的观察数据特征;(3)检验目标数据的稳定性、统计正态性等分析及建模前的先决条件,以便决定是否选择 ARCH/GARCH 模型方式或广义波动检测用的一般模型,如果选择 ARCH/GARCH 式模型,我们就可用 SWARCH 模型分析其结构性变化,否则则使用邹检验或虚拟变量等方法。

(三)实证分析。本文分析所用的是恒生指数的原始月度数据(1973 年 1 月至 2006 年 12 月),由每月开市价、收市价、最高价和最低价组成,年度数据则由月度数据综合而成。数据以月度和年度数据为主,一是因为在香港市场中很多衍生产品每月结算一次,经常是促使恒生指数波动的原因;二是因为年度是一个比较适当的投资周期,公司的经营业绩通常每年向股东报告而且作年度比较。

为验证原数据的平稳性及考虑它的常数项或时间趋势项,我们首先得到下面的统计特征(见表 1)。

表 1 证券市场波动的三个阶段及整段相关统计特征表述

(1)1973—1991	均值	0.061973	中位数	0.046134
	最大值	0.402884	最小值	0.000000
	方差	0.003620	偏度	1.905017
	峰度	5.775375	Jarque-Bera 值	436.4974
(2)1992—2001	均值	0.068508	中位数	0.062327
	最大值	0.257426	最小值	0.002730
	方差	0.002428	偏度	1.032663
	峰度	1.523924	Jarque-Bera 值	30.75890
(3)2002—2006	均值	0.039401	中位数	0.038931
	最大值	0.104982	最小值	0.003693
	方差	0.000623	偏度	0.364473
	峰度	-0.552864	Jarque-Bera 值	2.181100
(4)1973—2006	均值	0.060576	中位数	0.049190
	最大值	0.402884	最小值	0.000000
	方差	0.002905	偏度	1.816578
	峰度	8.710790	Jarque-Bera 值	778.8201

恒指波幅的变化在三个阶段都较平稳(均值、方差都较小),而整个阶段的幅度似乎轻微地由大到小随时间变化而递减。由表 1 可知,JB 统计量很大且右偏及厚峰大于 3,而 p-value 更趋向于零,我们需要检验此序列的平稳性。值得注意的是,在年波幅图 1 及表 1 里,大概在 1992 年以后变化趋于平稳且波幅非常小,而 2002 年以后则稳定性更为明显。

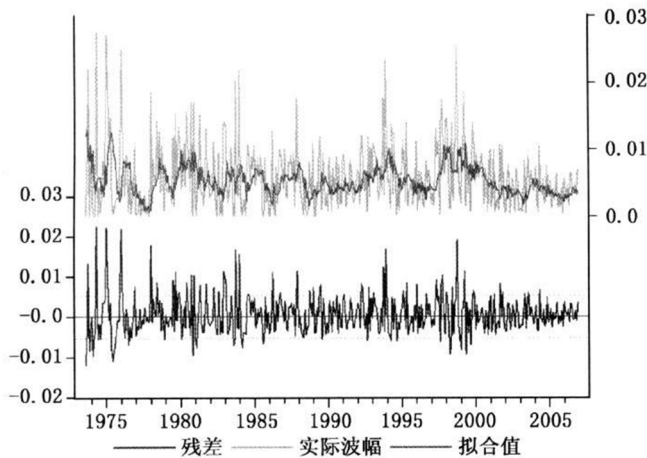


图 1 恒生指数的实际波幅与拟合值时序图

为了进一步研究它的平稳性,我们下面进行单位根检验。

首先使用规范的单位根检验法——ADF 检验法来检验数据的平稳性。在检验中,利用 SIC/AIC 同取最小值时所得的滞后项和趋势项找出适合的模型,两者的值同时最小为佳,其结果是我们发现无滞后及无趋势项的选择较合适(见表 2)。由表 2 可见,ADF 检验显示序列平稳,我们选择模型形式如下:

$$r_t = \alpha r_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta r_{t-i} \tag{3}$$

表 2 ADF 检验

检验对象 (变量:Crate)	ADF 检验值	5%临界值	P 值	D.W 值	结论
无常项及无趋势项	-2.7748	-1.9416	0.0055	1.9891≈2	不接受 H ₀ , 平稳
常项及无趋势项	-18.693	-2.8684	0.0000	1.9660	不接受 H ₀ , 平稳
常项及有趋势项	-18.934	-3.4209	0.0000	1.9592	不接受 H ₀ , 平稳

注:原始假设 H₀ 存在单位根。

根据以上分析及通过对波幅的自相关检验,我们发现恒生指数的波幅与其滞后 1,2,⋯,6 阶存在显著的自相关,因此得到波幅 Crate 的均值方程为:

$$r_t = \alpha r_{t-1} + \sum_{i=1}^6 \beta_i \Delta r_{t-i} + \epsilon_t \tag{4}$$

根据表 1 及表 2 所示,此序列有可能存在 ARCH/GARCH 现象,因此由

方程(4)对序列 $\{r_t\}$ 拟合后的残差 ϵ_t 和其平方 ϵ_t^2 的自相关系数以及 ARCH 检验后,得知残差中 ARCH 效应并不显著($\text{Prob}(\text{F-statistic})=0.304461$),因此,它并不适合用此类 (ARCH/GARCH) 模型建模。而从实际波幅与拟合值时序图来看(见图 1),我们的模型选择是合理的,因此由以上检验结果可得到模型:

$$\begin{aligned} r_t = & 0.887r_{t-1} - 0.724\Delta r_{t-1} - 0.563\Delta r_{t-2} - 0.413\Delta r_{t-3} \\ & - 0.317\Delta r_{t-4} - 0.185\Delta r_{t-5} - 0.156\Delta r_{t-5} \end{aligned} \quad (5)$$

下面将对模型(3)进行结构性变化,检测三个不同时段对冲基金对股票市场的影响。这里利用哑变量分析法检验了三个时段的变化。令:

$$\text{Dum}_{1t} = \begin{cases} 1, t < T_1 \\ 0, t \geq T_1 \end{cases}, \quad \text{Dum}_{2t} = \begin{cases} 1, T_1 \leq t < T_2 \\ 0, \text{otherwise} \end{cases}, \quad \text{Dum}_{3t} = \begin{cases} 1, t \geq T_2 \\ 0, \text{otherwise} \end{cases}$$

T_1 为分界点 1992 年 1 月, T_2 为分界点 2002 年 1 月,原模型则变为:

$$r_t = \alpha r_{t-1} + \sum_{j=1}^6 \beta_j \Delta r_{t-j} + \gamma \text{Dum}_{it} + \epsilon_{it}, i=1,2,3 \quad (6)$$

通过对整个样本区间(1973—2006)的比较我们发现,投资主体结构的变化对股票市场都有不同程度的影响:第一时段由于处于摸索阶段,基金没有介入而致使波幅并不规则且风险不能分散;而后两段则很有效,特别是衍生工具与对冲基金的介入对于稳定金融市场、减低累积风险起到了一定的作用。

下面我们采用邹检验来检查在两个时点上我们的模型是否产生了结构性变化(见表 3)。此外,我们还观察到金融泡沫主要产生在第二段(第三段较短),如图 2、图 3 和图 4 所示。

表 3 邹检验结果

时间	F-statistic	P-value	Log-likelihood ratio	P-value
1992M01	3.359707	0.018850	10.10351	0.017706
2002M01	1.594786	0.190081	4.827232	0.184894

四、投资主体结构对股市的影响:个人投资者与传统基金

从上述实证分析可知,在香港以个人投资者为主的第一阶段中,股票市场的波幅形态与分析的全时段明显不同,既没有规则也没有趋向(变化较缓)。这是因为个人投资者主导的市场很容易对各种事件(或信息)作出及时并且经常是过度反应。个人投资者常常一得悉市场消息就马上行动,或买或卖,而且经常是一个交易已完成投资部署。然而市场消息是随机不规则的,导致恒指波幅不规则且风险不能风散,这与我们的实证分析相吻合。

在传统基金主导的第二阶段中,股市波幅形态向全时段趋势靠近,即波幅倾向于减小也趋于均匀。这是因为传统基金作为被动交易者,当市场有事件发生时它们要评估基金投资者可能的反应,了解基金投资者会增加投资还是

赎回基金后才进行交易。而且基金管理的资产规模庞大,其交易通常要延续一段时间,因而波动自然趋于减小与均匀。

如果我们再从市场走势分析两个阶段的异同可以对投资主体改变对市场的影响有更多的认识。在这两个阶段市场明显存在牛市与熊市的分界。在我们分析的这两个阶段中共有 30 年的跨期,经历了 6 个牛熊周期,每个阶段各有 3 个周期。我们先分析第一阶段的 20 年恒生指数变化情况(见图 2)。在这段时期之内香港股市出现了三个牛熊周期,或者说三次泡沫形成与破灭。第一次泡沫最严重的 4 年间恒生指数上升了 17 倍,当时股票投资开始在香港普及,大量市民首次加入投资股票的行列,在 1973 年达到 1800 点,然后在不到两年内跌至 150 点,跌幅达 92%。泡沫爆破后,以个人为主的股市投资者受创极深。社会大众视股市为畏途,个人投资者在市场有若干升幅即套现沽出,股市不容易再度形成泡沫,而且市场以个人投资者为主,没有后来的类似传统基金中的退休基金一样的资金常年流入,以至于 1973 年创下的恒生指数高位在 8 年后才再次出现。随后的两次泡沫下跌的幅度较小,1981 年股市从高位下跌六成,1987 年则从高位下跌略多于一半,复元的时间也较短,前者 6 年,后者 5 年。总之,在个人投资者主导的市场上,泡沫的形成一般需要较长的时间,相应地需要复元的时间也较长,而且泡沫愈大复元需要的时间愈长。个人投资者为主的市场之所以需要较长的时间才形成泡沫,是因为个人投资者经常在市场获利套现。行为金融学指出,个人投资者多持盈利时风险厌恶、亏损时风险喜爱的风险态度。

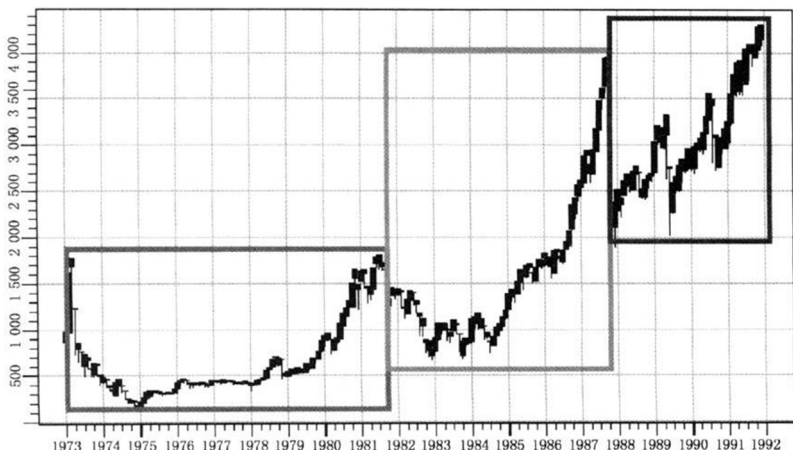


图 2 1973—1991 年原始数据蜡式图

在第二阶段的短短 10 年间形成了 3 个牛熊市交替的周期变换(见图 3),比个人投资者为主的市场更为频密,这说明个人投资者为主的市场变为机构投资者为主的市场并没有使牛熊交替的市场状况发生变化。这是机构投资者

中最活跃的公募共同基金的运作制度使然。共同基金和其他公募基金一样受到监管机构的严格监管,尤其在持仓方面。当基金持有者增加购买基金时,基金经理人必须入市买入股票,以达到持仓要求。通常基金投资者与股市的个人投资者相似,在市场情绪高涨、股票价格已大幅上升时受到感染而入市,且产生正反馈,互相感染,所以共同基金的经理人往往成为被动交易者,他们基本上无法按照自己对市场的看法来确定所持有股票的数量。这也是为什么这种基金表现的优劣只用一定的基准来进行评核,而被称为相对基金的原因。

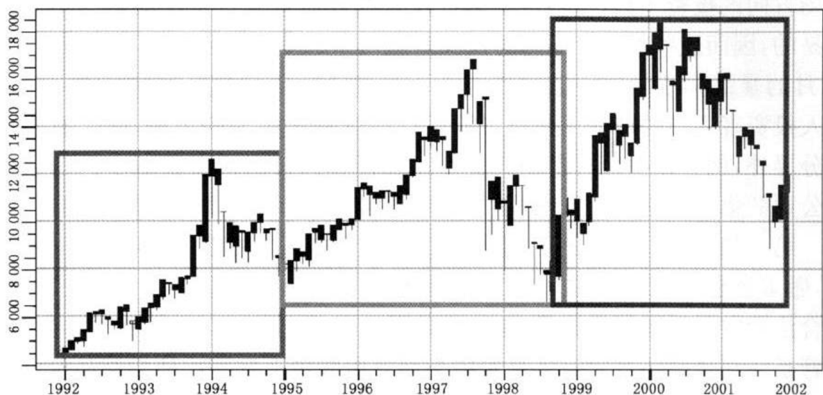


图3 1992—2001年原始数据蜡式图

第二阶段牛熊交替较第一阶段频密还因为传统基金的投资经理使用的是他人的钱进行投资。在牛市中只要有基金持有人增加投资,他们就投放到股市;有基金投资者赎回基金,他们就在市场套现。基金实际盈亏都是相对的,基金即使输了一半只要比市场输得少,对基金经理而言并无个人投资者般的切肤之痛,也绝无余悸之心。只要有新的资金流入,他们马上再行入市,不需要如第一阶段的个人投资者般长时间养伤而形成的长周期牛熊循环。另外很多传统基金是有常年资金流入的,如投资股市的香港的强制性公积金(MPF),每月供款,退休时取回。再加上传统基金主导的市场相比较个人投资者主导的市场少了获利套现对市场的自动调节,因此很容易又启动另一个牛市。整体而言,如果基金持有人不赎回基金,基金经理是不会有在股市获利套现的,更经常的交易只是调整投资组合,买入某一股份而卖出另一股份。整体持有量不变,对市场影响不大。

对于基金持有者而言,他们获利套现的模式与直接投资股市的个人投资者有很大不同。首先,基金持有者基本上不可能在每一时刻都知道他们持有什么股份,因此股市的变动对他们的影响有多大不是实时可以了解的。其次,基金持有人总体而言对股市的敏感程度较低,不会经常有高卖低买的冲动。再次,基金的交易成本高出直接投资股市的交易成本好多倍,不便于高卖低

买。最后,基金的赎回与买入报价最低的期限也是股市每日收市后,这比股市直接投资者的买入卖出价的选择范围小了很多,这也致使基金持有者获利套现的诱因大为下降。因此,基金经理与基金持有人的交易行为模式决定了在传统基金主导的市场中因为少了获利套现的自动调节而注定更易形成泡沫。

在第二阶段中衍生产品已经大量出现。1987 年恒生指数期货开始交易并且成交数量很快达到非常高的水平(相对现货成交额)。而股权认股证及备兑认股证也开始推出并逐步发展,因为投资者多把这些衍生产品作为单一市场方向的投资工具,很多传统基金按合约或监管规定是不能参与衍生产品交易的,因而这些衍生产品有时反而对股市造成更大的困扰。发生于 1987 年 10 月的暴跌,事后的检讨就认为是恒生指数期货引发的。不管是第一阶段以个人投资者主导的市场还是第二阶段以传统基金主导的市场,除了有牛熊市的分界外,例必在牛市时市场成交额增加而在熊市时成交量减少。这致使上市公司的集资有时间的依赖,证券业界也时而超负荷运作,时而又资源闲置。

第一和第二个阶段的股市之所以不断形成泡沫是因为多空力量极不平衡,做多容易做空难(或成本高),因为相当一部分股市是不准卖空的,即使可以合法卖空也要履行借入股票以备交割的责任,其中付出的成本甚为高昂。不管是获利套现还是卖空多是希望交易之后股价下跌到比他们交易价低的位置,然后买回。但会否如愿以偿主导权并不在这些人手中,只有更多的人在他们之后效法他们,他们才有机会达到目的。也就是这些人的交易行为本身并没有保证他们在多大程度上因其交易行为而获益,尤其是考虑到交易成本的情况下更是如此。这样对于第一和第二个阶段的投资主体而言卖空或获利套现的交易行为都可能很快被证明是吃力不讨好的行为,尤其是在泡沫形成的过程中。总之,在股市的这两个阶段,因为制度因素市场自我调节能力较弱。

五、对冲基金与衍生产品的结合:多空势力均衡与股市泡沫的预防

在实证分析中,我们发现第三时段不再出现急升暴跌的牛熊交替的周期变化(见图 4),而且月波幅较为均衡,离散度较小,年波幅趋小,每年的升幅较小,多年累积升幅基本上与上市公司盈利增幅相若。市场成交金额一直维持在较高水平,且有向上的明显趋势。这与牛熊交替阶段中的牛市成交激增、熊市成交剧降的情况大相径庭。

对冲基金有着很多与传统基金乃至个人投资者不同的交易方式。对冲基金的主力是私募基金与基金的基金,因此监管机构对其持仓情况不作监管。对冲基金的经理人可以依据自己对市场方向的判断,决定持仓的数量。当其认为市场向上时,可以持满仓甚至通过借贷或持有衍生产品争取最大回报;当其认为市场向下时,可以卖光所有股份乃至借货沽空,以求在跌市中获利。由于对冲基金争取绝对回报所以称为绝对基金,他们最擅长的投资手法是套利,

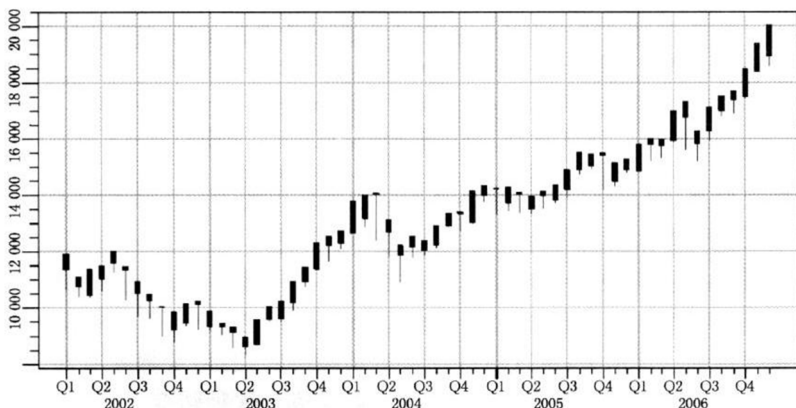


图 4 2002—2006 年原始数据蜡式图

即通过各种衍生产品的复杂组合安排，不断在市场交易。他们的参与，一是可以维持较高的市场成交额，促使市场活跃；二是上市公司较为容易集资而无须时间依赖；三是通过套利交易使本来随时间累积的系统性风险分散到各个时段，因而股市泡沫不易形成。这些可能是对冲基金与衍生产品对股市发展最重要的贡献。

我们在前文提到无论是制度还是投资者心态都倾向于做多，这恰好是市场泡沫形成的主要原因之一。对冲基金与衍生产品相结合，给多空均衡问题的解决带来了可能。对冲基金不管是它的名字还是它标榜所追求的目标——取得绝对回报，都注定它必须在市场不断进行套利交易，否则它跟传统基金没有区别。当对冲基金认为市场偏高想要获利套现或卖空时，它们可以同时也在衍生产品上进行交易，当它们卖空或获利套现时，它们的沽售行为的规模如果足够大，预计会影响股票价格乃至市场指数，它们可以在沽售前持有向下的衍生产品，这样沽售进行时价格下跌，它们可以在衍生产品上获利，而不需要被动地等其他人跟随，使股价或市场指数继续下跌，它们才在更低的位置买回（还要计算交易成本，而衍生产品的交易成本低廉很多，通常以 10 倍计）。我们不是说进行这种操作一定能获利，这需要很多正确的判断，但这种操作明显提高了套利的诱因。这种机制实际上解决了股市做多容易做空难的问题，使多空力量达到均衡，基本上铲除了形成泡沫的一个病灶。

当对冲基金的这种套利活动达到一定规模后，市场的系统性风险就被分散到各个时段，股票市场不再有泡沫的形成与破灭甚至也不再有牛市熊市的分界。在这种环境之下，当实体经济处于上升周期时股市升幅可能低于公司盈利的升幅，实际经济处于下降周期时，股市下跌幅度低于公司盈利的跌幅。跟以前在经济最高潮时股市出现最大幅度的上升、有最高的市盈率，在经济最低潮时出现最大幅度的跌幅、有最低的市盈率的情况完全不同。考虑到大部

分成熟经济体都进入后工业社会,经济波动减小,股市的急升暴跌可能不再经常出现。监管当局只要多头空头严重失衡时作出调节即可使股市在健康的轨道上发展。

六、结论与建议

综上所述,股票市场投资主体结构的变化对市场的形态带来很大的影响。在由个人投资者为主转向传统基金为主导的市场中,虽然波幅形态发生了很大变化,但对经济与社会影响最大的牛熊交替或股市泡沫的周期性形成与破灭的态势没有改变。只有当市场上出现系统应用衍生产品的对冲基金并且其交易规模达到一定水平,足以与传统基金相抗衡时,股市走势才有明显转变,即股市走出牛熊交替的怪圈,股市泡沫不再形成。这种转变的深层原因是对冲基金与衍生产品的结合改变了以往股市向多头倾斜的结构,提供诱因使多头与空头在每一个小的时段里趋于均衡。

中国股票市场历史尚短,还处于个人投资者为主导的市场,加上中国股市向多头倾斜的结构更为明显,所以出现泡沫形成与破灭的可能性较大。中国股市应该发展更多的基金,使机构投资者持有更高份额的流通股份。这符合投资专业化与规模化原则,尤其要使机构投资者结构中有更多的诸如保险基金、企业年金一类倾向于长期投资的基金。中国应该发展衍生产品市场,应该使衍生产品多样化,开发期货性衍生产品与期权性衍生产品。如股指期货已筹备多时,现在股市大幅下跌,正是推出的大好时机。在推出衍生产品的同时,应该发展系统应用衍生产品的对冲基金。可以考虑先发展作为基金的基金的对冲基金,然后再考虑零售性的对冲基金,最后才是公募性的对冲基金。这样中国的股市才能达到多空均衡,走出牛熊交替的怪圈。

注释:

①2006 年,当时的政务司长在一次公开演讲中提到对冲基金占有香港股市成交额的 4 成。

参考文献:

- [1]Bob R. The impact of hedge funds on financial markets: Lessons from the experience of Australia, capital flows and the international financial system [R]. Reserve Bank of Australia in its Series, No. acv1999-10.
- [2]Brown S, Goetzmann W, Park J. Hedge funds and the Asian currency crisis of 1997[J]. Journal of Portfolio Management, 2000, 26(4): 95—101.
- [3]Chiang T C, Dong S C. Empirical analysis of stock returns and volatility: Evidence from seven Asian stock markets based on TAR-GARCH Model [J]. Reviews of Quantitative Finance and Accounting, 2001, (17): 301—318.
- [4]Financial Services Authority (FSA). Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement [R]. Discussion Paper, 2005-4.

- [5] Nicholas C, Mila G, Shane M H, Andrew W L. Systemic risk and hedge funds[R]. Working Paper, No. 11200, 2005.
- [6] Tomas G, Frank D. Hedge funds and their implications for financial stability[R]. European Central Bank, Occasional Paper Series, No. 34, August 2005.
- [7] Troy A P. On the decision to regulate hedge funds: The SEC's regulatory philosophy, style, and mission [R]. Washington University, Faculty Working Papers Series, March 2006.
- [8] William F, David A H. Measuring the market impact of hedge funds [J]. Journal of Empirical Finance, 2001, (7): 1—36.
- [9] 骆惠南, 李作为. 论衍生产品使香港地区股市走上健康之路——兼论对冲基金对股市的作用[J]. 国际金融研究, 2008, (1): 52—61.
- [10] 陈儒. 对冲基金与共同基金主要特征的比较[J]. 特区经济, 2001, (11): 23—25.

The Impact of Changing Structure of Investment Entities on Stock Market: Discussions on Purchase and Sale Balance on Stock Market and Prevention of Stock-market Bubbles

LUO Hui-nan¹, LI Zuo-wei², LIANG Jian-chang³

(1. ICEA Securities LTD, Hong Kong, China; 2. School of Public Health, The Chinese University of Hong Kong, Hong Kong, China; 3. KGI Capital Asia LTD, Hong Kong, China)

Abstract: This paper analyzes the three different stages of Hong Kong stock market which are divided by structure of investment entities and finds that the changes of structure of investment entities have an impact on the status of stock market. From the aspect of fluctuations in the market, the third stage that brings in hedge funds is the shortest one, but its fluctuation plays the dominant role on the status of stock market in the full-time period, while the status at the first stage featured by individual investors has the largest difference compared to full-time period status. Moreover, because of the imbalance on stock market with long forces, it is more apt to form bubbles on traditional fund-led market. Instead, after bringing hedge funds and derivative products into stock market, the trend of stock market has changed and the negative effects on economy and the society existing in the past have been reduced.

Key words: balance of power; systemic risk; structure of investment entities

(责任编辑 喜 雯)