

本土市场对股指期货异地上市事件的反应

上海期货交易所博士后工作站 余书炜

【摘要】

在中国面临 A 股指数期货异地上市困扰的背景下，本文以 2004 年底仍在全球交易所挂牌交易的 14 种异地上市的股指期货作为分析对象，分析了本土股票市场股指期货异地上市事件的反应。本文发现异地上市和本土上市的先后顺序是其中一个关键的因素。对于先于本土上市的股指期货异地上市事件，本土股票市场都做出了负面的评价。

【关键词】

金融衍生品、股指期货、异地上市

【Abstract】

With the background of China being troubled with overseas listing of Chinese index future, this paper analyses the reactions of local stock markets towards overseas listing of their index future around the world. It is revealed that one factor of critical importance is the order whether the local listing earlier or later than overseas listing. If overseas listing precedes local listing, then impacts of overseas listed index future on local stock market usually tend to be stronger and local stock market unanimously fall when such thing happens.

【Keywords】

Financial derivatives, Stock index future, Overseas listing

本土市场对股指期货异地上市事件的反应

股指期货异地上市是指以一国/地区的股票价格指数作为交易标的的期货合约在另一国/地区上市交易。这里，把该股价指数所在国/地区的证券市场称为本土市场，把推出该异地上市股指期货合约的国家/地区的证券市场称为异地市场。

一、股指期货异地上市：中国股市所面临的困扰

股指期货异地上市是当前中国股市所面临的一个困扰。目前中国尚没有股指期货，使得以中国股价指数为标的的股指衍生品市场处于空白状态。但是经过近 15 年的发展，中国的股票市场已经形成相当的规模。截止 2005 年 2 月 1 日，中国内地股票市场总市值 3.5 万亿元，流通市值 1.1 万亿。并且在中国经济持续高速增长的背景下，这块空白的市场显得格外巨大和诱人，觊觎者不在少数。

虽然目前在世界上尚没有直接以中国本土的 A 股、B 股指数为交易标的的股指期货，但是中国以外的其它国家/地区已经有了若干抢夺这一空白市场的尝试，虽然它们所使用的标的指数的成份股并不直接是中国的 A 股、B 股，而是中国公司在香港以及国外发行的股票以及其它权益类证券（如 ADR 等）。例如原香港期货交易所及现在的香港交易所（HKEx）分别于 1997 年 9 月 12 日、2001 年 5 月 7 日、2003 年 12 月 8 日推出了恒生中资企业指数（红筹指数）期货及期权¹、MSCI 中国外资自由投资指数期货²、H 股指数期货及期权；芝加哥期权交易所（CBOE）的期货交易所（CFE）于 2004 年 10 月 18 日推出中国指数期货。

不仅如此，还有更多的国家/地区宣布将推出中国的 A 股指数期货，例如 2003 年香港骏溢期货有限公司宣布拟在文莱交易所推出“中国统一指数”期货，新加坡交易所（SGX）和香港交易所（HKEx）也在积极准备推出中国 A 股指数期货。

二、股指期货异地上市的先例

面临股指期货异地上市困扰的并不只有现在的中国股市。世界上最早的股指期货异地上市事件是 1986 年 9 月 3 日当时的新加坡国际货币交易所(SIMEX)推出日经 225 指数期货。如果把 H 股指数期货和 CBOE 中国指数期货包括在内³，则在 2004 年 12 月 31 日，仍在全球各交易所挂牌交易的股指期货合约中，有 14 种股指期货合约属于异地上市的期货合约⁴，涉及 7 个本土国家/地区（参见表 1）。

表 1 全球股指期货异地上市的先例

(2004 年 12 月 31 日)

异地上市的股指期货合约	上市地			指数成份 股公司所 在国/地区	上市时间
	交易所	交易所 缩写	所在国 /地区		
1. H 股指数期货	香港交易所	SGX	香港	中国大陆	2003-12-8
2. CBOE 中国指数期货	CBOE 期货交易所	CFE	美国	中国大陆	2004-10-18
3. MSCI 台湾指数期货上市	新加坡交易所	SGX	新加坡	台湾	1997-1-9
4. MSCI 香港增强型指数期货	新加坡交易所	SGX	新加坡	香港	1998-11-23
5. S&P CNX Nifty 指数期货	新加坡交易所	SGX	新加坡	印度	2000-9-25
6. 日经 225 指数期货	新加坡交易所	SGX	新加坡	日本	1986-9-3

¹ 由于交易清淡，已经于 2001 年 8 月 31 日起停止交易。

² 由于交易清淡，已经于 2004 年 3 月 29 日起停止交易。

³ 严格言之，H 股指数期货和 CBOE 中国指数期货并不是异地上市的股指期货，因为它们的标的指数的成份股分别是在香港挂牌上市的 H 股和在美国挂牌上市的 ADR 等证券。但是由于发行 H 股和 ADR 等证券的公司都是中国公司，所以这里把它们视为异地上市的股指期货。

⁴ 从 SIMEX 首推日经 225 指数期货以来，全球发生的股指期货异地上市事件并不只有 14 起，有多种异地上市的股指期货合约由于上市以后交易不活跃而被停止。由于资料搜集的难度，所以本文只限于分析在 2004 年底仍在全球挂牌交易的异地上市股指期货合约。

7. 日经 225 指数期货 (美元)	芝加哥商品交易所	CME	美国	日本	1990-9-25
8. 日经 225 指数期货 (日元)	芝加哥商品交易所	CME	美国	日本	2004-2-23
9. 日经 300 指数期货	新加坡交易所	SGX	新加坡	日本	1995-2-3
10. S&P/TOPIX 150 指数期货	芝加哥商品交易所	CME	美国	日本	2002-3-18
11. MSCI 日本指数期货	新加坡交易所	SGX	新加坡	日本	2002-5-15
12. 道·琼斯工业平均指数期货	香港交易所	HKEEx	香港	美国	2002-5-6
13. 道·琼斯工业平均指数期货	大阪证券交易所	OSE	日本	美国	2002-7-15
14. OMX 指数期货	EDX 伦敦交易所	EDX London	英国	瑞典	1989-12-15

资料来源：各交易所网站。

从表 1 中可以看到：

① 日本是遭遇股指期货异地事件最多的国家，其中有 6 种异地上市的股指期货合约是以日本股票指数为标的；

② 新加坡交易所（SGX）是全球最具攻击性的交易所⁵。新加坡交易所不仅是股指期货异地上市的肇始者，并且也是拥有异地上市的股指期货品种最多的交易所，2004 年底仍在新加坡交易所挂牌交易的异地股指期货合约数量达 6 种之多。其次是芝加哥商品交易所（CME），拥有 3 种属于异地上市的股指期货合约。

③ 国际性专业指数公司是股指期货异地上市事件的推波助澜者。在这些异地上市的股指期货合约中，合约标的指数的提供者以日本经济新闻社为最，有 4 种异地上市的股指期货合约是以它提供的股价指数为标的；其次是摩根·斯坦利国际资本有限公司（MSCI），有 3 种合约；再次是标准·普尔公司（S&P）和道·琼斯指数公司，各有 2 种合约。

三、股指期货对股票现货市场的影响

相关研究表明，股指期货的推出对股票现货市场会至少有如下 3 个方面的影响：

- 由于股指期货对信息的反应速度要快于股票现货市场，所以股指期货的价格变化要领先并引导股票现货市场的价格（如 Finnerty and Park, 1987; Kawaller et al., 1987; Stoll and Whaley, 1990; Chan, 1992; Huang and Stoll, 1994; De jong and Donders, 1998）。

- 股指期货对股票现货市场的波动性的影响。有关的研究结果结论不一，认为指数期货增加现货市场波动性的实证分析结果有：Harris (1989)、Damodaran(1990)、Lockwood and Linn(1990)、Lee and Ohk (1992)、Antoniou and

⁵ 截止 2004 年 12 月 31 日，在新加坡交易所挂牌交易的股指期货合约有 8 种，其中 6 种合约是异地上市的合约；在新加坡交易所挂牌交易的股指期权合约有 3 种，全部是异地上市的合约。

Holmes (1995)、Chang, Cheng and Pinegar (1999) 等；认为指数期货不影响甚至可以降低现货市场波动性的实证分析结果有：Edwards (1988a, b)、Grossman (1988)、Bechetti and Roberts (1990)、Bacha and Vila (1994)、Galloway and Miller (1997)。

- 股指期货影响股票现货市场的流动性。如 Damodaran (1990) 的研究结果指出 S&P500 指数期货推出后，指数成份股的交易量和非指数成份股的交易量都有显著增加，并且前者的增加幅度显著大于后者的增加幅度。

以上文献所研究的股指期货的上市国和股票指数的所在国都属于同一个国家。对股指期货异地上市事件进行的研究有：

- Booth et al. (1996) 用 1990—1994 年的收盘价数据研究了期间大阪证券交易所 (OSE)、新加坡交易所 (SGX) 和芝加哥商品交易所 (CME) 在日经 225 指数期货交易中的信息传递过程，实证结果是这三家交易所在信息传递中的地位相当，没有一家交易所是主要的信息源。

- Coving et al. (2003) 用 2000 年 3—6 月的分钟高频数据研究了在东京证券交易所 (TSE) 的日经 225 指数以及在大阪证券交易所 (OSE)、新加坡交易所 (SGX) 交易的日经 225 指数期货之间在价格发现上的地位。实证结果是在价格发现了两个期货市场合计贡献比例为 75% 强，其中大阪证券交易所贡献 42%，新加坡交易所贡献 33%。表明新加坡交易所在日经 225 指数的价格发现上也起到不可忽视的作用。

因此，现有的研究表明，异地上市的股指期货对本土的股票现货市场的运行都会具有多方面不可忽视的影响。关于这些影响的积极性或消极性，尚有待于深入的研究。在这里，本文将先分析本土股票市场股指期货异地上市事件的直接反应，也即本土股票市场对该类事件的评价。按照有效市场假说，有理由相信本土股票市场会对股指期货异地上市事件做出正确的评价。

四、本土市场对股指期货异地上市事件的反应

这里以表 1 所列出的股指期货异地上市事件作为分析对象，分析本土股票市场对这些事件的评价。作为对比，同时还分析本土股票市场对标的相同的股指期货在本土上市事件的评价。表 2 列出了与表 1 中异地上市的股指期货相对应的在本土市场上市的同标的股指期货的上市地点和时间。

表 2 同异地上市股指期货同标的*本土股指期货上市事件

股指期货合约	本土上市的交易所	交易所缩写	本土上市时间
台湾证交所 发行量加权股价指数期货*	台湾期货交易所	TAIFEX	1998-7-21
恒生指数期货*	香港交易所	HKEx	1986-5-6

S&P CNX Nifty 指数期货	印度国家股票交易所	NSE	2000-6-12
日经 225 指数期货	大阪证券交易所	OSE	1988-9-3
日经 300 指数期货	大阪证券交易所	OSE	1994-2-14
S&P/TOPIX 150 指数期货**	东京股票交易所	TSE	2001-6-11
MSCI 日本指数期货	大阪证券交易所	OSE	2002-7-15
道·琼斯工业平均指数期货	芝加哥交易所	CME	1997-10-6
OMX 指数期货	斯德哥尔摩交易所	Stockholmsbörsen	1987-4-3

* 虽然台湾证交所[发行量加权股价指数\(TAIEX\)期货](#)与[MSCI 台湾指数期货](#)的标的指数有所不同,但是考虑到台湾本土市场没有[MSCI 台湾指数期货](#),同时[TAIEX 指数](#)与[MSCI 指数](#)两者之间高度相关,所以可以把台湾证交所[发行量加权股价指数\(TAIEX\)期货](#)视为是与[MSCI 台湾指数期货](#)对应的在本土市场上市的股指期货。基于相同的考虑,这里把恒生指数期货视为是与[MSCI 香港增强型指数期货](#)对应的在本土市场上的股指期货。

** 由于交易清淡,从2004年9月10日开始,东京股票交易所停止了该期货品种的交易。

资料来源:各交易所网站。

1、方法

本文所使用的方法采用事件研究法的框架。把股指期货异地上市事件发生日称为事件日。在观察本土市场对股指期货异地上市事件的反应时选取如下两种事件窗口:

第一种事件窗口:事件日当日,即 $t=0$;

第二种事件窗口:事件日之前一个交易日、事件日当日和事件日之后一个交易日,即 $t \in [-1,1]^6$ 。

由于各交易所所在的时区不完全一致、交易日历不完全一致,所以在选取上述两种事件窗口的时候,考虑了如下4种情形:

① 如果事件日在本土市场是交易日,并且异地市场与本土市场各自所在的时区相隔不远(两地交易所的交易时段有重合),则以上两种事件窗口依照正常状况选取;

② 如果事件日在本土市场是交易日,并且异地市场与本土市场各自所在的时区相隔甚远,以至于两地交易所的交易时段没有交叉重合,但异地市场所在的时区位于本土市场所在的时区的东面,则以上两种事件窗口依照正常状况选取;

③ 如果事件日在本土市场是交易日,并且异地市场与本土市场各自所在的时区相隔甚远,以至于两地交易所的交易时段没有交叉重合,但异地市场所在的时区位于本土市场所在的时区的西面,则第一种事件窗口取为本土市场在紧随事件日之后的第一个交易日,第二种事件窗口取为本土市场在事件日之前最近的一个交易日和紧随事件日之后的第一个交易日;

⁶ 本文选取的事件窗口的时间跨度不长是合理的。例如,记股票指数在第1种事件窗口内的异常日收益率的绝对值为 $|AR_1|$,记股票指数在第2种事件窗口内的异常日平均收益率的绝对值为 $|AR_2|$,从后面的表3可以看到,在总共25起股指期货上市事件中,其中有20起事件的 $|AR_1| > |AR_2|$ 。这可以表明,市场对这些事件做出的反应是短暂的。

④ 如果事件日在本地市场为非交易日，则第一种事件窗口取为本地市场在紧随事件日之后的第一个交易日，第二种事件窗口取为本地市场在事件日之前最近的一个交易日和紧随事件日之后的第一个交易日；

在选定如上事件窗口之后，分别计算各异地上市股指期货合约的标的指数在各事件窗口内的收益率。记：标的指数在第一种事件窗口内的日收益率为 R_1 ，在第二种事件窗口内的日平均收益率为 R_2 ，有：

$$R_1 = R_t, t = 0;$$

$$R_2 = (\prod(1 + R_t))^{1/n} - 1, t \in [-1, 1], n=2 \text{ or } 3。$$

由于这里分析的对象是股价指数，所以不能像通常那样采用 CAPM 等模型来计算标的指数对异地上市事件的异常反应。但是为了控制其它因素对股价指数的影响，本文采用如下简化方法来计算标的指数对异地上市事件的异常反应：

(1) 先计算标的指数在事件日之前 10 个交易日的平均日收益率 \bar{R}_N ：

$$\bar{R}_N = [\prod_{t=-9}^0 (1 + R_t)]^{1/10} - 1, t \in [-9, 0];$$

(2) 计算标的指数在事件窗口内的异常收益率：

$$\text{第一种事件窗口： } AR_1 = R_1 - \bar{R}_N$$

$$\text{第二种事件窗口： } AR_2 = R_2 - \bar{R}_N$$

如果标的指数在事件窗口内的异常收益率为正，则认为本地市场对股指期货异地上市事件是正面评价，如果异常收益率为负，则认为本地市场对股指期货异地上市事件的评价是负面的。

2、数据

本文所使用的各相关股价指数的历史数据均由 Bloomberg 系统提供。

3、结果

本地市场对股指期货异地上市事件的反应参见表 3。表 3 中共报告了本地股票市场对 14 起股指期货异地上市事件和与之相对应的 11 起股指期货本土上市事件的反应。

依据表 3，首先可以认定股指期货上市（包括本土上市和异地上市）事件是对本土股票市场有影响的事件。从表 3 的排名这一列可以看到，在对[-9,0]期间的 10 个交易日股票指数收益率从低到高的排名中，这 25 起事件中在事件当日股票指数收益率 R_1 的排名序次 ≥ 9 的有 6 起，排名序次 ≤ 2 的有 8 起。也即，如果用相应指数在事件发生日之前 10 个交易日的表现作为参照标准，则在这 14 起事件中，各股票指数在事件发生日的表现明显有异常（6 起明显走强，8 起明显走弱）。并且，在这 14 起事件中，有 13 起事件的 AR_1 的绝对值大于 1%。由此

可以认定，其中至少有 13 起事件，市场认为它们的发生会对本土股票市场具有影响。

但是本土市场对这种影响的评价并不完全一致：

① 本土市场对股指期货本土上市事件的评价

在 11 起股指期货本土上市事件中，股票指数在事件当日的异常收益率有 6 起为负，有 5 起为正；在[-1,1]期间的日平均异常收益率有 5 起为负，有 6 起为正。因此本土市场对股指期货异地上市事件的正面评价与负面评价也是近似各占一半。

② 本土市场对股指期货异地上市事件的评价

在 14 起股指期货异地上市事件中，股票指数在事件当日的异常收益率有 8 起为负，有 6 起为正；在[-1,1]期间的日平均异常收益率也有 9 起为负，有 5 起为正。因此本土市场对股指期货异地上市事件的正面评价与负面评价近似于各占一半，持负面评价的略多。

并且，进一步观察表 3 可以注意到，在这些股指期货异地上市所涉及的 7 个本土国家/地区中，中国大陆、日本、台湾这 3 个国家/地区股指期货在异地上市要先于在本土上市。在第一次股指期货异地上市事件发生当日，这些国家/地区的相应的股票指数都发生下跌，异常收益率都为负⁷。香港、瑞典、美国、印度这 4 个国家/地区股指期货在异地上市要晚于在本土上市，在第一次股指期货异地上市事件发生当日，这 4 个国家中，香港和印度各自的股票指数出现上涨，并且异常收益率为正；瑞典的 OMX 指数也是出现上涨，但是异常收益率为负；美国的道·琼斯工业平均指数是出现下跌，并且异常收益率为负。因此，对于先

⁷ 第一个与中国大陆相关的股指期货是原香港期货交易所于 1997 年 9 月 12 日推出的红筹指数期货，当日上证指数也是下跌 2.74%，采用与表 3 相同的方法计算得到的当日异常收益率为-2.64%。

表 3 本土市场对股指期货异地上市事件的反应

本土国家/地区	事件	事件类型	事件日 t=0	[-9,0]期间日 几何平均收 益率 \bar{R}_N	标的指数在事件日当日的收益率			标的指数 ^a 在窗口[-1, 1]的收益率	
					当日收益率 R_1	异常收益率 AR_1	排名 ^a	平均日收益率 R_2	异常收益率 AR_2
中国 大陆	香港交易所推出 H 股指数期货 ^b	异地上市	2003-12-8	0.23%	-1.00%	-1.23%	2	-0.22%	-0.45%
	CBOE 期货交易所推出中国指数期货 ^b	异地上市	2004-10-18	-0.66%	0.17%	0.83%	8	0.32%	0.98%
香港	香港期货交易所推出恒生指数期货	本土上市	1986-5-6	0.36%	0.86%	0.50%	9	0.41%	0.05%
	新加坡国际货币交易所推出 MSCI	异地上市	1998-11-23	0.65%	2.75%	2.09%	8	1.71%	1.06%
	香港增强指数期货 ^c								
日本	新加坡交易所推出日经 225 指数期货	异地上市	1986-9-3	-0.23%	-1.01%	-0.78%	3	-0.46%	-0.23%
	大阪证券交易所推出日经 225 指数期货	本土上市	1988-9-3	-0.27%	0.83%	1.10%	10	0.75%	1.02%
	CME 推出以美元结算的日经 225 指数期货	异地上市	1990-9-25	-0.71%	-4.75%	-4.04%	1	-3.26%	-2.55%
	CME 推出以日元结算的日经 225 指数期货	异地上市	2004-2-23	0.38%	-2.07%	-2.45%	1	-0.36%	-0.74%
	大阪证券交易所推出日经 300 指数期货	本土上市	1994-2-14	0.36%	-1.48%	-1.84%	1	-0.78%	-1.13%
	新加坡交易所推出日经 300 指数期货	异地上市	1995-2-3	-0.07%	-0.34%	-0.27%	4	-0.17%	-0.10%
	东京股票交易所推出 S&P/TOPIX 150 指数期货	本土上市	2001-6-11	-0.37%	-0.85%	-0.48%	3	-1.01%	-0.64%
	CME 推出 S&P/TOPIX 150 指数期货	异地上市	2002-3-18	0.04%	2.67%	2.63%	10	0.76%	0.72%
	新加坡交易所推出 MSCI 日本指数期货	异地上市	2002-5-15	0.06%	1.68%	1.61%	10	0.98%	0.92%
	大阪证券交易所推出 MSCI 日本指数期货	本土上市	2002-7-15	-0.28%	-1.94%	-1.66%	2	-1.05%	-0.77%
瑞典	斯德哥尔摩交易所推出 OMX 指数期货	本土上市	1987-4-3	0.06%	1.27%	1.21%	9	1.06%	1.00%
	OMX 指数期货在 OM London 交易所上市	异地上市	1989-12-15	0.68%	0.62%	-0.06%	5	0.00%	-0.68%

台湾	新加坡交易所推出 MSCI 台湾指数期货 ^d	异地上市	1997-1-9	0.17%	-0.12%	-0.30%	4	1.05%	0.88%
	台湾期货交易所推出台湾证交所 发行量加权 股价指数期货	本土上市	1998-7-21	0.13%	-1.22%	-1.35%	1	-0.63%	-0.76%
	台湾期货交易所推出小型台湾证交所 发行量 加权股价指数期货	本土上市	2001-4-9	-0.71%	-2.05%	-1.34%	3	-0.32%	0.39%
美国	CBoT 推出道·琼斯工业平均指数期货	本土上市	1997-10-6	0.13%	0.77%	0.64%	7	0.62%	0.49%
	CBoT 推出小型道·琼斯工业平均指数期货	本土上市	2002-4-5	-0.20%	0.36%	0.56%	7	0.17%	0.37%
	香港交易所推出道·琼斯工业平均指数期货	异地上市	2002-5-6	-0.33%	-1.98%	-1.66%	1	-0.85%	-0.52%
	大阪证券交易所推出道·琼斯工业平均指数期货	异地上市	2002-7-15	-0.67%	-0.52%	0.15%	7	-1.26%	-0.59%
印度	印度国家股票交易所推出 S&P CNX Nifty 指数期货	本土上市	2000-6-12	0.95%	-1.83%	-2.77%	2	-0.71%	-1.65%
	新加坡交易所推出 S&P CNX Nifty 指数期货	异地上市	2000-9-25	-1.19%	2.06%	3.25%	10	-1.58%	-0.39%

a 排名系指把标的指数在[-9,0]期间各日的收益率从低到高进行排列，当日收益率 R_1 在这种排列中所居的序次。

b 为了分析中国股票市场对这两起事件的反应，这里所采用的股票指数是上证指数。

c 为了与香港股市对本土上市股指期货事件的反应进行对比，这里采用的股票指数是香港恒生指数。根据 MSCI 的介绍，MSCI 香港增强指数与恒生指数两者之间高度相关。

d 为了与台湾股市对本土上市股指期货事件的反应进行对比，这里采用的股票指数是台湾证交所发行量加权股价指数。根据 MSCI 的介绍，MSCI 台湾指数期货与台湾证交所发行量加权股价指数两者之间高度相关。

于本土上市的股指期货异地上市事件，本土股票市场倾向于做出负面的评价。

五、讨论

依据前面的分析，无论是对股指期货在本土上市还是对股指期货在异地上市，本土股票市场的评价并不完全一致，分别各有一半是做出了正面评价，另一半是做出了负面评价。

如本文在前面所介绍的那样，在关于股指期货是否会增大股票现货市场波动性的众多实证研究中，所得到的实证结果也不一致。一部分实证结果支持股指期货会增大股票现货市场的波动性，另一部分实证结果则支持股指期货不会增大乃至会减小现货市场的波动性。所以本文所发现的股票市场股指期货本土上市反应不一致，与实证研究结果的不一致是相符的。由此容易得到这样一种研究假设：股指期货对股票现货市场的影响是具有地区差异的。

虽然对股指期货异地上市事件的实证研究文献很少，但是 Booth et al. (1996) 和 Coving et al. (2003) 的研究表明，异地上市的日经 225 指数期货对日本本土股票市场是有影响的。与之相符合，从表 3 可以看到，在 SIMEX、CME 先后推出日经 225 指数期货的事件发生日，日经 225 指数的异常收益率都是负的，表明日本对这些异地上市事件做出了负面的评价。

但也与对股指期货本土上市反应不一致一样，本土股票市场股指期货异地上市事件的反应也不一致。由此也容易得到一个相似的研究假设：异地上市的股指期货对本土股票市场的影响是有地区差异的。进一步的分析表明，这种评价与股指期货在异地上市和在本土上市的先后顺序有关系，本土股票市场倾向于对先于本土上市的股指期货异地上市事件做出负面的评价。

事实上，本文所列出的 14 起股指期货异地上市事件，可以区分为两类：一类是非自愿异地上市，一类是自愿异地上市。

1、非自愿异地上市的股指期货

先于本土在异地上市的股指期货都属于非自愿异地上市。例如新加坡抢先于日本推出日经 225 指数期货。当时的日本本土对金融衍生产品交易管制严格，但同时日本经济正处于繁荣时期，1984 年成立的新加坡国际货币交易所 (SIMEX) 抓住这一时机，不顾日本的抗议，于 1988 年抢先推出了日经 225 指数期货。事件发生当日，日经 225 指数下跌 1.01%，当日指数异常收益率为 -0.78% (见表 3)。与之非常类似的案例是新加坡抢先于台湾推出 MSCI 台湾指数期货。同样，台湾对金融衍生产品交易也采取严格管制立场，同时台湾的经济也正繁荣蓬勃，SIMEX 乘机于 1997 年推出 MSCI 台湾指数期货。事件发生当日，台湾证交所发行量加权股价指数 (TAIEX) 下跌 0.12%，当日指数异常收益率为 -0.3% (见表 3)。SIMEX 推出的这两个异地上市股指期货都取得了巨大成功，这两

个品种截止到 2004 年底仍然是新加坡交易所交易最为活跃的前两个指数期货品种，其中日经 225 指数期货一度成为世界上交易量最大的股指期货。随后，日本和台湾被迫分别在本土推出了自己的股指期货。

显然，2003 年新加坡交易所宣布计划推出中国 A 股指数期货，明显是沿用了以前推日经 225 指数期货和 MSCI 台湾指数期货相同的策略，所选择的时机也完全相同：一方面中国内地对金融衍生产品交易严格管制使得股指期货市场处于空白状态，另一方面中国的经济正处于蓬勃增长时期。如果新加坡交易所再次能够先于中国推出 A 股指数期货，则随后的结果也必然将类似于当时的日本和台湾：即使政府当局继续对金融衍生产品采取严格管制立场，但是最终还是被迫要在国内推出相应的股指期货，但即使在中国国内随后也推出了 A 股指数期货，但是在新加坡交易所的中国 A 股指数期货仍将继续长期保持不亚于中国本土的交易量以及对 A 股市场的巨大影响力。

非自愿异地上市的另一类例子是 SIMEX 于 1998 年推出 MSCI 香港指数期货。SIMEX 的这一行为一度令香港舆论一片哗然。当时的香港联合交易所试图禁止路透社提供即时港股报价资料给 MSCI 公司，以阻挠 SIMEX 的行为。但同时香港也有舆论反对联交所的阻挠行为，认为香港早在 1986 年就已经推出恒生指数期货占据了市场，MSCI 香港指数与恒生指数高度相关，将无法对已有十余年历史的恒生指数期货形成竞争。在 SIMEX 推出 MSCI 香港指数期货的当日，香港恒生指数不跌反涨 2.75%，当日异常收益率达 2.09%（见表 3）。事后的发展表明恒生指数所做出的反应是合理的：MSCI 香港指数期货在新加坡交易所推出以来，交易一直极其清淡。例如在 2002—2004 年的三年里，该合约的交易量均为 0。

2、自愿异地上市的股指期货

自愿异地上市的股指期货则都是发生在本土已经推出股指期货之后。例如新加坡交易所 2000 年推出的印度 S&P CNX Nifty 指数期货。S&P CNX Nifty 指数是由印度指数服务产品有限公司（IISL）编制的，该公司是印度国家股票交易所（NSE）下属的一个合资子公司。NSE 在 2000 年 6 月推出 S&P CNX Nifty 指数期货之后不久，就许可新加坡交易所在同年 9 月推出同种交易标的的指数期货。NSE 的意图是通过新加坡交易所的国际性来提高印度股票市场在国际市场上的知名度、借此吸引更多国际投资者参与印度本土股票现货市场的交易。NSE 对待股指期货异地上市的态度与前述的日本、台湾和香港的态度形成鲜明的对比。与之相对应，在新加坡交易所推出印度 S&P CNX Nifty 指数期货当日，该指数上涨 2.06%，异常收益率高达 3.25%（见表 3），表明股票市场对该事件做出了正面的评价。事后的发展也证明此一评价是合理的：虽然 NSE 推出 S&P CNX Nifty 指数期货的时间比新加坡交易所只早了 3 个月，但是由于是本土市场，所以该指数

期货在 NSE 的交易很活跃，但是在新加坡交易所的交易则很冷清，交易量接近于 0。

自愿异地上市的另一类型是 OMX 指数期货。OMX 指数的成份股是在瑞典上市交易最为活跃的 30 支股票，该指数由 OM 集团所有，由 SIX AB 公司计算和发布。1987 年，瑞典斯德哥尔摩交易所的前身之一 OM 交易所推出 OMX 指数期货。OM 交易所成立于 1985 年，这是一家私营的、以盈利为目标的公司。到 1989 年，为了逃避瑞典政府对衍生品交易日趋严格的管制，OM 公司在伦敦设立了专事衍生品交易的 OM London 交易所，并在那里开展对 OMX 指数期权、期货的交易。对于此异地上市事件，瑞典本土股票市场的没有做出异常的反应：事件当日 OMX 指数的上涨为 0.62%，但异常收益率只有 -0.06%。

六、总结

与对股指期货本土上市事件的反应一样，本土股票市场对股指期货异地上市事件的评价也不一致，既有正面评价的例子，也有负面评价的例子。通过对个别异地上市事件的具体分析可以看到，股指期货异地上市事件有不同的类型：有非自愿异地上市，也有自愿异地上市。本土市场对非自愿异地上市事件的评价多是负面的。但是印度的事例也表明，异地上市的股指期货对本土市场的发展也可以有积极的作用。

并且，异地上市的股指期货对本土股票市场的影响显然与异地上市的时间顺序有关。对于先于本土上市的股指期货异地上市事件，本土股票市场都做出了负面的评价。事实的发展表明，如果异地上市先于本土上市，则异地上市的股指期货更容易取得成功，并且对本土市场的影响也更大、更持久；反之，如果异地上市后于本土上市，则异地上市的股指期货交易一般难以与本土先上市的股指期货竞争，对本土市场的影响也偏弱。因此上市的先后顺序非常关键。

此外，本文在研究中还注意到这样一个事实：新加坡在推股指期货的时候是先推外国的股指期货，然后再推本土的股指期货。在新加坡交易所挂牌交易的本土股指期货有两种：MSCI 新加坡自由指数期货和海峡指数期货，它们分别于 1998 年 9 月和 2000 年 6 月推出。但是在新加坡的第一个股指期货是 1986 年推出的日经 225 指数期货。先推外国的股指期货，既可以部分满足本土对股指期货交易的需要，又不会对本土的股票现货市场交易产生冲击。这对于目前对金融衍生品交易国内管制严格、但国民经济日益国际化的中国，尤其值得借鉴。

主要参考文献:

1. Antoniou, A. and Holes, P., 1995, Futures trading, information and spot price volatility-- evidence for the FTSE-100 Stock Index Futures contract using GARCH, *Journal of Banking and Finance*, 19, 117-129
2. Bacha, O. and Vila, A.F., 1994, Futures markets, regulation and volatility: The case of the Nikkei stock index futures markets, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 201-225
3. Bechetti, S., Roberts, D.J., 1990, Will increased regulation of stock index futures reduce stock market volatility? *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* (November/ December), 33-46
4. Booth, G.G., Lee T. and Tse, Y., 1996, International linkages in Nikkei stock index futures markets, *Pacific-Basin Finance Journal*, 4, 59-76
5. Chan, K., 1992, A Further Analysis of the Lead--Lag Relationship Between the Cash Market and Stock Index Futures Market, *The Review of Financial Studies*, 5, 123-152
6. Chang, E.C., Cheng, J.W. and Pinegar, J.M., 1999, Does futures trading increase stock market volatility? The case of the Nikkei stock index futures markets, *Journal of Banking and Finance*, 23, 727-753
7. Coving, V., Ding, D.K. and Low, B.S., 2003, Price discovery in informationally-linked markets: A microstructure analysis of Nikkei 225 futures, *Working paper*
8. Damodaran, A., 1990, Index futures and stock market volatility, *Review of Futures Markets*, 9, 442-457
9. De jong, F. and Donders, M.W.M., 1998, Intraday Lead-Lag Relationships Between the Futures, Options and Stock Market, *European Finance Review*, 1, 337-359
10. Edwards, F.R., 1988a, Futures trading and cash market volatility: Stock index and interest rate futures, *Journal of Futures Markets*, 8, 421-439
11. Edwards, F.R., 1988b, Does futures trading increase stock market volatility? *Financial Analysts Journal*, 44, 63-69
12. Finnerty, J.E. and Park, H.Y., 1987, Stock index futures: Does the tail wag the dog? A technical note, *Financial Analyst Journal*, 43, 57-61
13. Galloway, T.M. and Miller, J.M., 1997, Index futures trading and stock return volatility-- Evidence from the introduction of MidCap 400 index futures, *The Financial Review*, 32, 845-866
14. Grossman, S., 1988, Program trading and market volatility: A report on intraday relationship, *Financial Analysts Journal*, 44, 18-28
15. Harris, L., 1989, S&P 500 cash stock price volatilities, *Journal of Finance*, 44, 1155-1175
16. Huang, R. and Stoll, H., 1994, Market microstructure and stock market predictions, *Review of Financial Studies*, 7, 179-213
17. Kawaller, I.G., Koch, P.D. and Koch, T.W., 1987, The temporal price relationship between S&P500 futures and S&P500 index, *Journal of Finance*, 42, 1309-1329
18. Lee, S.B. and Ohk, K.Y., 1992, Stock index futures listing and structural change in time-varying volatility, *Journal of Futures Markets*, 12, 493-509
19. Lockwood, L.L. and Linn, S.C., 1990, An examination of stock market return volatility during overnight and intraday periods 1964-1989, *Journal of Finance*, 45, 591-601
20. Stoll, H.R. and Whaley, R.E., 1990, The dynamics of stock index and stock index

futures returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 441-468