

# 股指期货风险规避研究

张艳娜, 刘云

(北京理工大学 管理与经济学院, 北京 100081)

**摘要:** 股票指数期货作为创新的金融衍生品工具, 为股票市场提供了规避系统性风险的空间。但是, 在增强股票市场的流动性和激励效应同时, 股票指数期货也给一国的金融市场带来了巨大的风险, 包括作为金融衍生品所具有的一般风险, 它自身特征所拥有的个别风险以及在我国经济条件下推行股指期货的特殊风险。文章通过对上述风险的分析, 提出我国政府和投资者在规避股指期货风险中的可供参考的对策和建议。

**关键词:** 股指期货; 风险; 规避

**中图分类号:** F830.9

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1009-3370(2008)03-0069-04

## 一、引言

自 1982 年 2 月美国堪萨斯城期货交易所推出第一份股指期货合约——价值线指数合约以来, 股指期货在金融市场上迅速发展起来, 被称为“最激动人心的金融创新”。我国于 1993 年 3 月在海南证券交易中心首次推出了深证指数期货交易。但是由于市场条件的极不成熟, 同年 9 月底该股指期货产品全部平仓停止交易, 我国的股指期货品种的发展也因此进入了停滞期。事隔 15 年之后, 这块空白再次吸引了今非昔比的中国证券市场。2007 年 4 月 15 日,《期货交易管理条例》正式开始实施, 这意味着股指期货正在跑步进入我国的资本市场。作为现代国际期货市场的重要金融衍生工具, 股指期货不仅对培育机构投资者意义重大, 而且对完善我国资本市场的功能与体系、增强国际竞争力作用巨大。但是它作为一种风险规避的工具, 本身也蕴含着巨大的风险, 因此在目前情况下研究股指期货的风险规避有着重大的意义。

## 二、股指期货的功能以及国内外研究现状

### 1. 股指期货的功能

股指期货是以某一股票指数为标的物的期货品种, 是由交易双方订立的, 约定在未来某一特定时间按约定价格进行股价指数交易的一种标准化合约, 即是以股票价格指数为买卖对象的期货<sup>[1]</sup>。它具有如下几大功能:

(1) 价格发现功能。价格发现是指在股指期货市场通过公开、公正、高效、竞争的交易机制, 形成具有

真实性、预期性、连续性和权威性股票价格的过程。股指期货市场价格是由套期保值者、套利者和投机者根据供求信息和市场预期通过公开竞价达成的一种市场均衡价格, 其变动也反映众多市场参与者预期现货市场未来价格走势的先行指标。由于股指期货市场具备多空操作不受限制的优势及低交易成本、高流动性及信息完全揭露等优点, 能较迅速反应市场信息, 因此在期货市场与现货市场市场结构不同的情况下, 股指期货市场对现货股票市场具有价格发现功能, 且股指期货市场的深度和广度即股指期货市场的规模和流动性决定了其价格发现功能的强弱。

(2) 规避市场系统风险功能。股指期货交易提供了规避系统性风险的有效手段, 其交易过程实质上是投资者将其对整个股票市场价格指数的预期风险转移到期货市场的过程, 通过对股票趋势持不同判断的投资者的买卖来对冲股票市场的风险。投资者在期货市场上买进或卖出与现货数量相等但交易方向相反的期货合约, 在未来某一时间通过卖出或买进期货合约进行对冲平仓, 从而在期货市场和现货市场建立一种盈亏对冲机制, 使股市投资风险得到有效分散。

(3) 资产配置功能。股指期货的双向交易机制使机构投资者无论在股价上涨还是下跌时均可进行交易, 以避免资金在股价下跌时的闲置; 股指期货的杠杆效应能提高资金使用效率, 降低交易成本; 股指期货的高流动性, 使得在股指期货市场建立相应金额的头寸要比在股票市场简单快捷得多, 而且可避免由于大量资金进出引起股价大幅波动而增加交易的

收稿日期: 2007-11-13

基金项目: 国家自然科学基金项目(70473005)

作者简介: 张艳娜(1983—), 女, 硕士研究生, 研究方向为金融风险与投资。zyysi527@sohu.com

执行成本。

(4) 进行组合投资,分散投资风险。国外的机构投资者常常在股票、债券与期货间进行有效投资组合,以分散风险,提高投资收益率。在国际金融市场上,股指期货常被作为基金构造指数化投资组合的重要工具。指数基金可以借助一个股指期货合约和国库券多头头寸的投资组合,来实现对股价指数的捆绑,取得与股价指数一致的收益率。

## 2. 国内外研究现状

股指期货在国外市场上已经相当成熟,各国的法律以及政府政策保障也相当完善,他们对股指期货的风险控制都各有自己的侧重。很多国家都有明确的市场准入制度,比如韩国的 KOSPI200 指数期货的合约单位都对一般投资者有明显的限制,英格兰银行则明确了股指期货交易部门内部控制在风险管理中的重要性,香港股指期货市场则设立股指期货经纪会员制度,对会员进行不定期审核,并且要求他们承担客户拖欠保证金的风险,美国则设立大户报告制度和持仓量限制制度,防止客户过度投机,控制风险。对于股指期货合约设计上的风险,各国则根据本地市场交投状况、投资者构成、交易习惯和监督机构相关规定等等在每日价格波动限制设计、持仓量限制设计以及保证金水平设计等上面各有差别<sup>[2-3]</sup>。

目前我国股指期货虽然还没有正式出台,但是相关研究也在逐步地深入,尽管很多结论都是在总结国外经验的基础上得来的停留在理论阶段,但是随着股指期货越来越近,政府的决策越来越明确也说明我国在该方面的研究也在日益成熟,只等待市场的考验和完善。<sup>[4-5]</sup>

## 三、股指期货与传统商品期货风险的比较分析

本文之所以选择商品期货与股指期货的风险进行对比分析,是因为在我国的形势下,外汇期货和利率期货尚未出台,而商品期货在我国已经有一定的发展,对它的研究也比较深入透彻。通过对比,本文得出以下几点:

### 1. 相似的风险类型

作为一种金融衍生品工具,股指期货市场具有一般期货产品包括商品期货所具有的一些风险,它包括以下几类:

(1) 市场风险。股指期货也会因价格变化使投资者持有的股指期货合约的价值发生变化产生的风险,一般影响因素为自然环境因素、社会环境因素、政治法律因素、技术因素、心理因素等。

(2) 信用风险。由于交易对手不履行履约责任而

导致的风险在股指期货交易中同样存在。但是由于现代期货交易的风险分担机制使信用风险的发生概率很小,只有在重大风险事件发生或风险监控制度不完善时才可能发生信用风险。

(3) 操作风险。因信息系统或内部控制方面的缺陷而导致意外损失也可能是股指期货交易运作过程中存在的风险。这种风险包括几方面:因负责风险管理的计算机系统出现差错,导致不能正确地把握市场风险,或因计算机的操作错误而破坏数据的风险;储存交易数据的计算机因灾害或操作错误而引起损失的风险;因工作责任不明确或工作程序不恰当,不能进行准确结算或发生作弊行为的风险;交易操作人员指令处理错误、不完善的内部制度与处理步骤等所造成的风险。

(4) 法律风险。在期货交易中,由于相关行为(如签订的合同、交易的对象、税收的处理等)与相应的法规发生冲突致使无法获得当初所期待的经济效果甚至蒙受损失的风险,这主要是对客户强行平仓的法律风险,股指期货交易过程中也存在此类风险<sup>[6-7]</sup>。

### 2. 股指期货特有的风险类型

除了金融衍生产品的一般性风险外,由于标的物自身的特点和合约设计过程中的特殊性,股指期货还具有一些特定的风险。

(1) 基差风险。从本质上看,基差反映着货币的时间价值,一般应维持一定区间内的正值(即远期价格大于即期价格),如美国标准普尔 500 种股票价格指数期货(S&P500)的基差,在一般情况下为 2~3 点。但在巨大的市场波动中,也有可能出现基差倒挂甚至长时间倒挂的异常现象。基差的异常变动,表明股指期货交易中的价格信息已完全扭曲,这将产生巨大的交易性风险。

(2) 合约品种差异造成的风险。合约品种差异是指类似的合约品种在相同因素的影响下,价格变动不同。主要表现为两种情况:一是价格变动的方向相反。二是价格变动的幅度不同。类似合约品种的价格,在相同因素作用下变动幅度上的差异就构成了合约品种差异的风险。

(3) 标的物风险。股指期货交易中,标的物是国内股票现货市场的指数,商品期货的标的物一般是期货交易所规定的标准化的实物商品,而国际大宗商品定价中心形成的价格对我国同样品种的价格走势具有较强的引导作用。国内股票现货市场相对于国际化的大宗物资来说与境外主要股票市场相关系数较低,因此股指期货面对的主要是国内现货市场波动的风险,但是也由于这种设计的特殊性,是其特定风险无法完全锁定的原因。股指期货由于标的物

的特殊性,使现货和期货合约数量上的一致仅具有理论上的意义,而不具有现实操作性。因为股票指数设计中的综合性以及设计中权重因素的考虑,使得在股票现货组合中,当股票品种和权数完全与指数一致时才能真正做到完全锁定风险,而这在实际操作中的可行性几乎是零。因此,股指期货标的物的特殊性,使完全意义上的期货与现货间的套期保值成为不可能,因而风险将一直存在。

(4)交割制度风险。股指期货采用现金交割的方式完成清算。相对于其他结合实物交割进行清算的金融衍生产品而言,存在更大的交割制度风险。股指期货市场虽然是建立在股市之上的衍生市场,但期指交割以现金方式进行,即在交割时只计算盈亏而不转移实物,在期指合约的交割期,投资者完全不必购买或者抛出相应的股票来履行合约,这就避免了在交割期股票市场出现“挤市”现象。股指期货是以现金方式结算,并且是按期货的规律实行每日无负债结算制度,即投资者账户中每天的履约保证金不能出现负数<sup>[9]</sup>。

### 3.我国国情下股指期货市场的特殊风险

(1)交易主体不健全导致的风险。国外成功的股指期货运作表明,股指期货的交易主体是基金公司、证券公司等机构投资者,因为股指期货运作需要大量资金,需要设计复杂的交易模型和进行实时的风险控制。我国目前是中小散户占了投资者的主体,散户的投资行为往往缺乏理性分析,投机过度众多散户容易盲目跟风,易被少数交易者操纵,形成巨大风险。

(2)上市公司信息不完全导致的风险。我国上市公司不进行股利分配的现象比较严重,股市中一些企业运作不够规范,公开报表中存在着虚假信息,一些机构投资者也存在着联手操纵行为,虽然个股价格对股指的影响是微乎其微的,但这些事件如果直接导致投资者对股市丧失信心,进而对上市公司业绩产生普遍怀疑,则会引发整个股市的剧烈下跌,股指期货市场也会受其影响。

(3)金融体制不完善导致的风险。我国目前实行的是分业经营、分业监管的金融体制,货币市场的资金不能自由地流动到资本市场中来,货币市场和资本市场缺乏有机的联系,我国的利率市场化进程还没有完成,缺乏一个统一的权威的基准利率,再加上我国股息收益的不确定性,这些都影响了股市与期市的定价效率,影响市场的有效运行。

(4)政府干预的风险。股指期货交易是金融衍生交易的一种类型,而对一个成功的衍生交易合约而言,其标的价格确定具有竞争性是其内在要求,只有

这样才能吸引大量的参与者为满足供求进行连续不断的交易,增加市场的流动性,实现以市场引导交易流向。与西方股市自然演进的发展模式不同,我国股市呈现出一定政府干预特征,集中表现为管理层对股市的“打压”与“救市”,给股指期货市场的带来更多的未知因素,加剧市场风险<sup>[9]</sup>。

## 四、规避股指期货风险的策略

### 1.从政府层面看,建议采取的策略

(1)完善立法。股指期货市场必须依托健全的法规才能得到健康的发展。因此,不仅要根据证券、期货市场发展的客观需要,对现行的《证券法》、《公司法》不断完善,而且应抓紧制定《期货法》,对股指期货的监管、交易、结算、风险控制等进行具体的法律规定。目前《期货交易管理条例》已经正式实施,它将规范的内容由商品期货扩展到金融期货和期权交易,为股指期货的推出铺平了道路。

(2)政府调控管理。即行政机关通过履行自己的职责而实施的管理。它依据法律、法规规范期货市场的组织机构和运行机制,保证期货市场的正常运作。中国证监会是中国证券期货业的监管部门,对股指期货市场行使直接的行政管理权,在风险管理中起着举足轻重的作用。其监管范围从上到下涉及交易所、期货经纪公司、期货从业人员、期货投资者以及跨市场统一监管,而且它也应加强对证券市场和期货市场的同步监管。

(3)建立健全证监会、交易所、期货公司和投资者的各级风险管理体系。为保证股指期货交易安全运作,必须建立严密的监管体系。实现日常监管、动态监管和应急监管的有机结合。政府监管机构对股指期货的风险管理是宏观层面上的。通过制定和修改有关法律、法规和金融条例,对市场进行严格监管,形成公开、公平、公正的市场环境,为股指期货的运行奠定良好的基础。

(4)科学合理地设计股指期货合约。根据国际惯例,以权威机构编制与管理能够综合反映中国股市整体状况的统一股票成份指数作为股指期货合约的标的。目前我国选择沪深300指数作为首只股指期货的标的,是比较完善的,该指数行业覆盖率高,能够综合反映上海、深圳两个市场的行情;与上证指数的相关性达到97%;总市值覆盖率达到70%。沪深300指数期货合约通过多样化的风险控制手段,加强了对整个市场的风险管理。这主要体现在熔断制度、限仓制度、大户报告制度、分层结算制度及结算会员联合担保机制。

### 2.从投资者层面看,建议采取的策略



(1) 投资主体的确定。股指期货市场具备三类交易主体:套期保值者、套利者、投机者。从规模结构来看,机构投资者与个人投资者之间保持一定平衡,以保证市场的稳定与活跃。目前我国证券市场的投资者以中小散户为主,投资知识和抗风险能力不足。股指期货的保证金制度和杠杆效应容易诱发过度投机或成为投机者操纵市场的工具,导致市场价格的剧烈波动,所以,中国股指期货市场的交易主体应该确定为各类机构投资者。在初期,可通过要求较高的交易单位和保证金要求,限制个人投资者过分参与市场,以减少市场风险和最大限度降低其可能产生的负作用,待条件成熟、取得经验后再逐步向广大投资者包括国外投资者放开。在套期保值者、套利者、投机者三者结构中,中国要加强股指期货套期保值者的培育,把大型证券公司、基金管理公司和保险公司发展为套期保值交易的主体,同时积极发展各种套利交易,引导投机者进行理性交易以促进股指期货功能的发挥。

(2) 投资者对自身的风险管理。投资者首先要熟悉风险,加深对各类衍生产品复杂性和创新性的认

识,加强对各类市场变化因素的分析;其次,仓位和止损控制。由于每日结算制度的短期资金压力,投资者要学会抛弃股票市场满仓交易的操作习惯,控制好保证金的占用比率,防止强行平仓的风险。最后,合约到期的风险控制,由于股指期货存在到期日,投资者一方面要把握股指期货合约到期日向现货价格回归的特点,另一方面,要注意合约到期时的交割问题。

另外,在自身交易行为和心理方面,首先,要规范自身交易行为,提高风险意识和心理承受能力,保持冷静的头脑;其次,在充分交流和了解的基础上,选择经营规范的经纪公司,并及时认真检查自己每笔交易的具体情况和自己的交易资金情况;此外,在遇到自身的利益受到不公平、不公正侵害的时候,投资者可以向中国证监会及其他有关机构进行投诉,要求对有关事件和问题进行调查处理。

总之,股指期货在西方成熟证券市场上取得了巨大成功,它的推出将很好地实现投资者分享我国经济长期稳定增长和新兴证券市场迅速发展成果的目标,具有可观的发展前景。

#### 参考文献:

- [1] 中国证监会网站[EB/OL]., 2007.
- [2] 余述胜. 国外股指期货交易风险控制措施分析及借鉴[J]. 武汉金融, 2006(11): 34-35.
- [3] 刘超. 国外股指期货对我国的借鉴分析[J]. 商场现代化, 2005(18): 71-72.
- [4] 张文武. 论我国股指期货的风险与对策[J]. 税务与经济, 2004(4): 43-45.
- [5] 李荣, 李永芳. 推出我国股指期货中存在的问题研究[J]. 湘南学院学报, 2005(6): 15-18.
- [6] 吴永剑, 熊适时. 开放金融条件下股指期货的风险管理研究[J]. 商场现代化, 2007(7): 385.
- [7] 姜波克. 开放条件下的宏观金融稳定与安全[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2005: 195-198.
- [8] 邹忠盼. 股指期货及其风险透视[J]. 上海经济, 2006(11): 57-58.
- [9] 陈靖. 防范股指期货风险的几个关键问题研究[J]. 中国市场, 2006(17): 50-51.

## Risk Aversion of Stock Index Futures

ZHANG Yan-na, LIU Yun

(School of management and economics in Beijing Institute of Technology, Beijing 100081)

Abstract: Stock index futures as the innovative financial derivative instrument provide a place to avoid systemic risk in the stock market. In spite of increasing the liquidity and the incentive effects of the stock market, stock index futures bring huge risks to a country's financial market as well including the general risks of a financial derivative, unique risks with its own characteristics and other risks produces particularly in our country's current economic condition. Upon the analysis of these risks, this paper offers some suggestions on risk aversion for the government and investors in stock index futures.

Key words: stock index futures; risk; aversion

[责任编辑: 孟青]