

深度报告

金融工程

量化投资

股指期货专题报告

2010年3月3日

本报告的独到之处:

专题报告

## 风险事件与股指期货风险管理

从金融市场发展历程来看,股指期货是应股票市场的避险需求而发展起来的。但作为以规避和锁定标的产品的风险为目的的一类金融衍生产品,其自身风险巨大。在股指期货诞生仅仅二十多年的时间里,其在全球的发展速度十分惊人。然而当我们看到股指期货发挥其避险功效的同时,不应该忽略它曾经也充当过“坏孩子”的一面。报告中我们将解析国内外与股指期货相关的重大风险管理案例,从中我们可以发现股指期货具有双刃刀的性质——假如使用恰当,股指期货可以充分发挥其避险、套利的能力,反之也可成为全球金融危机的罪魁祸首。

### 1、市场风险案例:1987年美国股灾中的程序交易与投资组合理险

1987年10月19日,纽约证券交易所的道琼斯工业指数在几个小时之内暴跌了22.62%,为1929年10月大危机崩盘时的2倍。以计算机交易平台为条件的股指期货程序交易和信用经济条件下的投资组合保险等保值、避险策略在无意中给已经到达了崩盘临界点的市场雪上加霜,由此引发了市场信心的崩溃导致了此次股市大灾难的发生。

### 2、经营风险案例:1995年巴林银行倒闭案

1995年2月27日,有着223年历史、在全球范围内管理着270多亿英镑资产的英国巴林银行(Barings Brothers Co.)宣告破产。从风险管理角度考察,巴林银行是在股指期货交易中经营风险管理的方面出现了严重的问题,才会导致交易人员的错误被不断放大并最终影响到企业整体的安危。

### 3、债券期货风险案例:“327”国债期货事件

1995年2月23日,一直坚持做多的空方为维护自己利益,在交易结束前最后8分钟,利用上海证券交易所计算机交易系统的不完善,采用严重违规手法大量透支十几亿元保证金交易,使“327”合约暴跌,并使当日开仓的多头全线爆仓。事件后,我国期货市场的风控机制得到了完善。

### 4、宏观经济风险案例:1998年香港金融保卫战

1997年下半年,索罗斯在对泰国、马来西亚、印度尼西亚等亚洲和地区发展了连番阻击后,开始有计划地向香港股市及期市发动冲击,恒指曾一度暴跌。香港政府高调入市反操纵行为,成功地使恒生指数从8月13日的6660点跃升至8月28日的7829点,上升1169点,升幅达17.55%;同时使8月恒指期货的价格上升了1241点,彻底打破了国际游资佯攻汇市,实攻股市、期市以获得暴利的图谋,成功地捍卫了联系汇率制。

### 5、股指期货救市案例:次贷危机

因次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡引发了国际金融危机。它致使全球主要金融市场出现流动性不足危机。股指期货在次贷危机中通过套期保值和套利机制减缓了现货市场的抛售压力和市场冲击,抑制股票价格的波动幅度;通过价格发现机制形成远期价格,扭转市场预期;并通过增加市场的流动性,减轻投资者的恐慌情绪。

### 6、历史案例对国内股指期货风险管理的启发

股指期货的双向交易机制等于给股市装上减振器,从此股市涨跌不再只是买家单方面说了算,而是由分别代表多头和空头的买家和卖家双方共同决定。风险管理唯一的作用在于它并不在于保证肯定能赚钱,但它保证你尽可能长期的在市场中生存,不被市场所消灭。于是,你就有机会去等待肯定赚钱的另一半——运气的出现。

分析师 秦国文  
电话: 0755-82133528  
E-mail: [qingw@guosen.com.cn](mailto:qingw@guosen.com.cn)

分析师 戴军  
电话: 021-68864585  
E-mail: [daijun@guosen.com.cn](mailto:daijun@guosen.com.cn)

分析师 葛新元  
电话: 0755-82130833-1870  
E-mail: [gexy@guosen.com.cn](mailto:gexy@guosen.com.cn)

#### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 内容目录

<b>概述</b> .....	<b>3</b>
<b>市场风险案例：1987 美国股灾中的程序交易与投资组合保险</b> .....	<b>3</b>
1、事件概述 .....	3
2、股灾的发生过程 .....	3
3、程序交易与投资组合保险 .....	4
4、诱发大崩盘的技术性原因 .....	5
5、灾难后的反思 .....	5
<b>经营风险案例：1995 年巴林银行倒闭案</b> .....	<b>6</b>
1、事件概述 .....	6
2、倒闭案的始末 .....	6
3、对股指期货风险管理的思考和制度的改进 .....	7
4、从倒闭案看风险管理中的问题 .....	8
<b>债券期货风险案例：“327”国债期货事件</b> .....	<b>8</b>
1、事件概述 .....	8
2、事件诱发原因分析 .....	9
3、“327”的教训 .....	10
4、“327”国债期货事件后我国期货市场风控机制的完善 .....	10
<b>宏观经济风险案例：1998 年香港金融保卫战</b> .....	<b>10</b>
1、事件概述 .....	10
2、金融保卫战的决战过程 .....	11
3、金融工具的运用 .....	13
4、对香港金融保卫战的一些思考 .....	13
<b>股指期货救市案例：2008 次贷危机</b> .....	<b>14</b>
1、事件概述 .....	15
2、股指期货的贡献 .....	15
3、股指期货在危机中是如何发挥作用的？ .....	16
<b>历史案例对国内股指期货风险管理的启发</b> .....	<b>16</b>
1、股指期货凸显对市场的减震作用 .....	16
2、我国股指期货交易的风险管理 .....	17
3、风险控制制度的国际比较 .....	18

## 概述

从金融市场发展历程来看，股指期货是应股票市场的避险需求而发展起来的。但作为以规避和锁定标的产品的风险为目的的一类金融衍生产品，其自身风险巨大。在股指期货诞生仅仅二十多年的时间里，其在全球的发展速度十分惊人。

西方各国在20世纪70年代普遍出现经济滞胀，经济增长缓慢，同时伴随正是局势动荡的局面，股票市场也随之遭受了严重的危机，人们开始意识到在股市下跌时没有适合的避险工具可供利用。由于股指期货能够为股票市场提供有效的避险方法，顺应了市场管理系统风险的要求，像美国的发达国家在20世纪8、90年代陆续推出了股指期货。

然而当我们看到股指期货发挥其避险功效的同时，不应该忽略它曾经也充当过“坏孩子”的一面。报告中我们将解析国内外与股指期货相关的重大风险管理案例，从中我们可以发现股指期货具有双刃剑的性质——假如使用恰当，股指期货可以充分发挥其避险、套利的能力，反之也可成为全球金融危机的罪魁祸首。

## 市场风险案例: 1987 美国股灾中的程序交易与投资组合保险

### 1、事件概述

1987年10月19日，纽约证券交易所的道·琼斯工业指数从开盘时的2247.06点下跌到1738.74点，在几个小时之内暴跌了22.62%，为1929年10月大危机崩盘时的2倍。这就是历史上所谓的“黑色星期一”。之后的6天内，道·琼斯工业指数和S&P500股票指数的下跌幅度达到了1/3。股指期货在这次股灾中留下了深深的痕迹，特别是机构投资者在交易中普遍采用了程序交易和投资组合保险这一特殊的交易模式，令市场风险的爆发来得更为猛烈。

从不同的角度去考察87股灾股票市场的大震荡会得出不同的评价，当时的美国总统认为“只不过是一次盘整而已”；而有些市场权威人士则觉得这是1929年经济大萧条悲惨历史的现代翻版，新的规章制度和监管规则等必须尽快落实出台加以挽救。虽然市场评论有所不同，但我们必须认识到这次崩盘与以后不同的地方：人类社会进入信息时代和信用经济时代后第一次与电子化交易平台密切相关的市场动荡。以计算机交易平台为条件的股指期货程序交易和信用经济条件下的投资组合保险等保值、避险策略在不经意中给已经到达了崩盘临界点的市场雪上加霜，由此引发了市场信心的崩溃导致了此次股市大灾难的发生。

### 2、股灾的发生过程

1987年10月19日星期一，这一天是个灾难性的日子——纽约证券交易所的道·琼斯30工业股价平均数突然狂泻，几个小时内从开盘2247.06点下跌到1738.74

点，创下第一次世界大战后美国股票市场的最大一次跌幅。同时，成交量急剧放大，达6.8亿股，为1987年日平均交易量的3倍多。当日CME的S&P500指数期货抛压更为严重。12月份合约暴跌80.75点，以201.5点收盘，跌幅达28.6%。

当天，美国股票市场崩盘带动了全球范围的抛售狂潮，在1-2周极其短暂的时间内对全球经济造成了巨大的冲击：同日，伦敦证券交易所的FTSE100指数暴跌10%以上；法国巴黎证券交易所的CAC40指数下跌9.8%；德国法兰克福DAX下跌9.39%；意大利米兰股票市场下跌6.26%；荷兰股票市场下跌12%；瑞士信贷银行指数下跌了11.3%。在亚洲，东京证券交易所的日经225股票指数跌幅高达14.9%；10月20日，日经225指数再暴跌3836.48点，超越历史跌幅；随后的23日、27日两个交易日继续下挫1000点以上。同日，香港联合交易所的恒生指数下跌11.2%，被迫停市一周；而在一周复牌后的交易中由于空方积蓄一周的能量爆发，将恒生指数打到了1120.7点，狂泻33.3%；恒生指数期货更是惨不忍睹的四度跌停，跌幅达44%。同日，新加坡证券交易所海峡时报指数也大跌了1400点；澳大利亚悉尼股票市场也在20日出现了滞后但同样猛烈的反应——狂跌24.9%，创下历史最大跌幅记录。据测算，从10月19日到26日，在8天的全球性股票市场大震荡中，全世界的股票持有者大约损失2万亿美元财富，是二战中直接和间接损失总和（3380亿美元）的5.92倍。

### 3、程序交易与投资组合保险

下面解释一下股灾中涉及到的程序交易与投资组合保险的含义。

程序交易有两层含义：一是电脑化交易（Electric-trading），与传统的公开喊价（Outcry）方式相对；二是指数套利（Index Arbitrage）和组合在平衡投资策略。指数套利市值在现货市场上进行股票交易的同事，为了锁定收益或限制损失，同时持有股指期货的相反方向头寸。大约有一半的程序交易与指数套利有关。

投资组合保险策略的目的是为了保护股票或债券的投资组合不受组合中产品价格下跌导致的损失。假设投资者预测现货市场股价将下跌，但由于某些原因（如作为公司的战略投资人需要长期持有该企业股票）不能再现现货市场上出售或以卖空的方式保持，则投资者可以选择在指数期货上建立空头头寸，以便使股价下跌导致的损失由期货空头头寸上的盈利来弥补。由于期货工具有交易成本远小于现货交易的特点，使用期货工具可以大幅降低购置成本，从而更受市场参与者的青睐。

引入电脑化交易模式取代了人工喊价方式的一个重要原因在于后者无法满足电子条件下的客户委托要求，即单个或数量有限的经纪人的效率不能满足可能无限的客户的交易要求，而电子化的处理速度则大大超越了人类的可能极限。可是正是因为电子平台的支持下，信息从无数个渠道不停地冲击着市场参与者的神经，投资者对于纷繁复杂而又相互交错的信息源既无充分的判断时间，又无全面的吸收评判能力，其结果必然是更加完全地依赖于直观的市场价格做出主观的判断。此时，下跌的市场价格和不断增加的卖单持续放大着市场的恐慌。

投资者在信息判断和市场经验方面的不足使市场技术手段的作用被放大，同时易趋于极端。以1987年10月19日至23日的S&P500股指期货为例，二者的基差（现货价格和期货价格之差）在10月20至22日急剧上升，为负且超过了40点，

大大不同于一般情况下的2—3点。而造成此种情况的原因是期货交易者由于价格信息不畅或无法及时处理价格信息（价格下降太快），无法正确给指数期货合约定价所致。此时，是一群盲目的交易者在已经形成的恐慌的市场趋势中不计成本的逃生，其结果只能是使市场矫枉过正。

## 4、诱发大崩盘的技术性原因

程序交易和投资组合保险策略的技术操作缺陷是诱发此次股票市场大崩盘的技术性原因。表现为三方面：

一是程序交易中设定的程式对于市场的趋势变动起了推波助澜的作用。因为用电脑程序设置的交易指令大多为“停止指令”（stop order），分为获利停止指令和止损指令，即当市场价格趋势已向不利于已执行指令的方向发展（如多头面临市场价格的下跌趋势或反之），则电脑会自动按某一价格执行与已执行指令相反方向的交易——平仓以锁定收益或损失。在10月19日的大跌中，市场价格的快速下跌打破了正常的界限，支持位不断被快速击破，激发了不断生效的抛售指令，不仅推动市场下跌而且无法生效的指令（由于市场下跌太快而未及成交的指令）又会以最低的价位重新发出以锁定风险。于是，出现争先恐后的杀跌盘。由于期货交易的保证金制度，其信用放大效果更为明显，杀跌以避险的动力更强，相应地，跌幅更大。

二是投资组合保险策略并未像所设计的那样发挥作用。在10月19当日，保值者为抵补现货市场的损失，不得不不断抛售期货合约以试图锁定风险，甚至使股票期货价格大大低于现货价，CME被迫暂停了S&P500期货合约的交易。电脑程序在暴跌时唯一能做的就是抛售，由此看来，正是投资组合保险程序引发了此次灾难，然后又火上加油。

三是在程序化交易中被普遍采用的指数套利（Index Arbitrage）发生反向效果。一般而言，期货价与现货价间应该存在正基差以体现货币的时间价值。但在1987年全球性的市场大恐慌中，由于出现了负基差，且差额巨大！直接引发了套利行为的反转，即在期货市场上大量购入廉价的期货合约，同时在现货市场上抛售股票现货以抵补，这无疑进一步推动了股票现货市场价格的暴跌。

## 5、灾难后的反思

对引发1987年全球股灾的原因有不同观点，部分观点认为股指期货是造成股灾的主要原因。其中最具代表性的报告《布雷迪报告》是美国政府成立了以财政部布雷迪为首的总统工作小组所完成的，报告从官方的角度明确提出了对股指期货的质疑，认为1987年10月的股市崩溃中，股指期货不仅没有发挥出规避股市风险的功能，反而表现出比股票现货市场更加剧烈的波动。为了避免股价下跌，机构投资者在期货市场上卖出股指期货，期货价格的下跌又继续引发股票现货价格下跌。这个过程多次重复，使股价的运行轨迹如同一条下泻的瀑布，如此循环最终导致股市崩盘。

与之同时，当时的港英当局成立“证券检讨委员会”，完成了《戴维森报告》。该报告认为，中国香港金融市场问题主要是风险管理不善和信贷控制过宽，而非恒指期货本身，恒指期货应该继续存在下去。

之后，部分学者也开始研究1987年股灾和股指期货的原因，均认为股灾不是

期货市场首先引起的，而是在期货市场和股票市场同时出现的。期货市场价格反映的是当日早晨的信息，纽约股票交易所则因前夜堆积的巨大卖单导致许多股票成交开盘延迟，10月19日早晨公开发布的股票价格是前周五收盘的报价。但在市场大众眼中，价格的下跌首先发生在期货市场，部分套利者据此在两个市场套利，加剧股市下跌。况且，股指期货市场上出现的套利行为仅占当日交易的20%，不是一个主导的影响因素。

纽约证券交易所总裁委托专家用5个月时间调查完成了《市场波动与投资者信心》总结报告，该报告的主要内容如下：

第一，对于不同的投资者而言，市场波动的意义与影响是不同的。在一般投资者看来，市场波动是一定时期内价格的变化情况；而对于运用复杂的定价理论进行套利等投资的程序交易者和投资组合保险者来说，波动仅仅是用来衡量标准风险的价格易变性的统计量度；

第二，投资者更为关注市场的短期波动。而在程序化和投资组合保险中常用的指数套利策略与市场的短期波动关系方面，上述投资策略都会加剧市场短期波动的投资者心理预期；

第三，股票、特别是以股指期货为代表的金融衍生工具的复杂性与专业性是打击投资者信心，抑制市场效率并放大市场波动的主要原因。

在1987年的美国股灾中，股指期货交易中的程序化交易和投资组合保险策略备受责难，原因是其放大了市场的风险。但实际上，以股指期货为代表的金融衍生工具充分体现了信用经济条件下经济的杠杆性特征，反映了虚拟经济相对于真实经济的高效率；充分表明了科技进步的巨大作用。但同时，对于交易过程的技术性提出了更高的要求，客观上加大了控制市场风险的难度。因此，新的交易模式、投资策略以及投资工具（如股指期货）的创新功能要求市场参与则对于交易本质有更为深刻的认识，对操作者的风险控制能力提出了更高的要求。

## 经营风险案例：1995年巴林银行倒闭案

### 1、事件概述

1995年2月27日，有着223年历史、在全球范围内管理着270多亿英镑资产的英国巴林银行（Barings Brothers Co.）宣告破产。据调查结果显示，导致这家百年老店崩溃的原因仅仅是由于一位年仅28岁的交易员——尼克·里森（Nick Leeson）在日经225股指期货交易中的不正当操作。

从风险管理角度考察，巴林银行是在股指期货交易中经营风险管理的方面出现了严重的问题，才会导致交易人员的错误被不断放大并最终影响到企业整体的安危。

### 2、倒闭案的始末

20世纪90年代的日本，正处于泡沫经济崩溃的悲惨时期。从总体上来说，自

1990年起，日本经济即处于衰退之中。进入1992年，国内失业率开始大幅上升，甚至出现了小规模破产高峰。以日经指数为例，1989年12月该指数创出38915点的新高之后随着经济的走软而一路下挫，1992年8月18日降至14309点，跌幅达63%，为世界三大股市跌幅之最。之后虽有所反弹，但在1995年7月初仍又跌回到了14000多点的低位。

1995年1月17日发生的日本神户大地震是巴林银行倒闭的直接诱因。神户大地震后日经指数期货价格开始剧烈震荡，并直线下跌；而尼克·里森却坚持认为地震后的灾后重建是日本经济重新复苏兴旺的转机，并在此错误判断下执着地放大多头交易规模，丝毫不去理会市场趋势，这最终导致了巴林银行的倒闭。如果能正确地判断突发性事件产生的后果，尼克·里森有可能采取正确的交易策略，如在日经指数期货的交易中大规模做空（实际上，在1995年1月17日前，最终累计巨额亏损并导致巴林银行破产的帐户从整体上考察还是一个空头帐户）；

击垮巴林银行的凶器是在新加坡国际金融交易所交易的日经225股指期货，日经225指数是全面反映日本经济发展状况的权威指标。所以从这个意义上来看，日本经济的没落是造成巴林银行在1995年沉没的外部原因。由于尼克·里森完全看反了日本经济的宏观走势，才会在交易中选择了错误的交易方向（多头）。这意味着以巴林银行名义进行的针对日经225股指期货的交易面临着巨大的宏观风险，而对于具体交易过程中的经营风险控制不力，则使巴林银行的交易结果注定是悲惨的。

### 3、对股指期货风险管理的思考和制度的改进

期货交易的零和性质（即期货交易从整体角度上来看不具有增值的功能，在不计交易成本的情况下，多空双方之间的现金流具有等值反向的对冲特点）决定了交易中任何一方大规模盈利（亏损）的条件是另一方的交易规模对等，即有交易对手，其直接的市场表现就是某期货合约交易量（持仓量）的增加。以巴林银行为例，涉案金额高达13亿美元之巨，造成如此大规模损失的一个重要原因就是其进行的交易合约的交易金额规模巨大。可以这样认为：尼克·里森在此次事件中是直接对抗整个市场！正是由于新加坡国际金融交易所日经指数期货的兴起使巴林银行的倒闭有了操作上的可能性。

巴林银行事件充分显示了股指期货市场和其它市场的密切关系。由于股指期货是连接股票市场与期货市场的桥梁，并在相同标的的不同市场间也有比较明显的相互影响，因此，随着股指期货以及相应衍生产品的推出和股指期货的海外上市以及混业经营格局的行程，金融监管思路也需要随之调整，必须以跨市场、分产品监管取代割裂市场、分部门监管。由此给包括股指期货在内的金融体系风险控制带来了深刻变化。

巴林银行事件发生后，英国政府开始着手改革现行的金融市场监管结构。改变了分业经营的监管模式，把以往针对不同机构进行监管方式变为针对不同产品进行监管，力图减少监管的空白地带。1998年，将英格兰银行监管部门、证券投资委员会和其它金融自律组织合并，建立单一的金融市场法律体系以及与之相对应的统一监管机构——金融服务监管局（Financial Services Authority, FSA）。2000年整合各种金融法规，推出《2000年金融服务与市场法》（FSMA2000），强调跨产品、跨机构、跨市场的监管。

SIMEX也采取了若干措施，加强清算和监管。例如采取间歇性突击审核的

方式，重点查询清算会员交易方向变动的情况，加强对交易保证金的管理。此外，还有促进清算所与国外同业机构交换信息等方面作出改进，确保能够及时发现问題。

#### 4、从倒闭案看风险管理中的问题

作为一家历史悠久、实力雄厚的世界级投资银行，巴林银行竟葬身于一个从事金融衍生产品交易的小交易员手中，这充分表明了巴林银行在风险管理中存在的巨大问题。

第一，用人不当。作为一家从事金融风险性投资的金融机构，在选择人员、特别是直接交易员时，必须切实考察人员的品格，其中最重要的一点就是正直诚信的职业道德。只有这样，才能切实保证严格按照规章制度办事，风险管理的原则才能行之有效。尼克·里森恰恰缺乏正直诚信这一交易员必备的素质——1992年尼克·里森为了取得注册交易员资格，在申请中弄虚作假试图欺骗英国证券期货管理局，最后被调查并被迫撤回申请；同年，他用同样的欺骗手法骗过了新加坡国际金融交易所，成功注册成为交易员。为了达到个人目的而采用欺上瞒下的手法是作为交易人员最不能被容忍的行为，而对此种行为的姑息纵容正是巴林银行倒闭的一个重要原因。

第二，管理层缺乏强烈的风险管理意识。巴林银行的公司管理层对于尼克·里森过于信任，在尼克·里森以往上报的交易结果里，一直表现出超乎寻常的高盈利，理应引起公司高层的注意，即使不至于由此产生怀疑，必要的检查也是应该的。非常可惜的是，巴林银行的高层只是怀着喜悦的心情认可了这一切，丝毫没有对这种超出常规的现象产生惊异。在长达三年多的时间内，巴林银行供给尼克·里森的交易保证金高达17亿新元，甚至在1995年1月17日后的一周里，就有4.6亿新元的资金从巴林银行总部汇给尼克·里森，而同期增长的巨大的交易差额与保证金规模间的矛盾在巴林银行公司管理层中竟视而不见。

第三，内部控制制度没能切实落实。尼克·里森在新加坡一人身兼交易主管和后台清算两职。这意味着尼克·里森一人就代表了公司的全部制度，他可以伪造证明、隐瞒帐户的真实性质、以支付保证金的名义向公司索要资金等。在1994年巴林银行的内部审计报告中就有“总经理承担者前台交易和后台结算的工作”的内容，但巴林银行总部并未对这一已指出的问题采取任何措施。正是由于缺乏必须的内部控制制度，尼克·里森才能在新加坡为所欲为，将公司的命运当成个人业绩的筹码肆意豪赌。巴林银行就此将命运交予他一人之手，铸下滔天大错。

### 债券期货风险案例：“327”国债期货事件

#### 1、事件概述

国债期货事件的主角是1992年发行的三年期国库券“327”，327国债应该在1995年6月到期兑付。该券发行总量为240亿，它的利率是9.5%的票面利息加保值贴补率。但很明显的是，与当时的银行利息和通货膨胀相比，327的回报实在是太低了。于是有市场传闻说财政部可能要提高327的利率，到期的时候会以148

元的面值兑付，而非132元。1995年2月后，其价格一直在147.80元和148.30元之间徘徊，但随着对财政部是否实行保值贴补的猜测和分歧，“327”国债期货价格发生大幅变动。以管金生领衔的万国证券公司为代表的空方主力认为1995年1月起通货膨胀已见顶回落，财政部不会掏出16个亿来补贴327，所以坚决做空；而其对手方中经开（有财政部背景的公司）则依据物价翘尾、周边市场“327”品种价格普遍高于上海以及提前了解财政部决策动向等因素，坚决做多，不断推升价位。

1995年2月23日，一直在“327”国债期货上联合做空的辽宁国发(集团)有限公司抢先得知“327”贴息消息，立即由做空改为做多，使得“327”品种在一分钟内上涨2元，十分钟内上涨3.77元。做空主力万国证券公司立即陷入困境，按照其当时的持仓量和价位，一旦期货合约到期，履行交割义务，其亏损高达60多亿元。为维护自己利益，“327”合约空方主力在148.50价位封盘失败后，在交易结束前最后8分钟，空方主力利用上海证券交易所计算机交易系统的不完善，采用严重违规手法大量透支十几亿元保证金交易，以700万手、价值1400亿元的巨量空单，将价格打压至147.50元收盘，使“327”合约暴跌3.8元，并使当日开仓的多头全线爆仓。这被当时媒体称之为“中国的巴林事件”。

“327”国债交易中的异常情况，震惊了证券市场。事发当日晚上，上海证券交易所召集有关各方紧急磋商，最终权衡利弊，确认空方主力恶意违规，当即宣布：23日最后8分钟所有的“327”品种期货交易无效，该部分成交不计入当日结算价、成交量和持仓量的范围。各会员之间实行协议平仓。

## 2、事件诱发原因分析

从以上事件中可以清晰的看到导致“327”国债事件发生的直接原因是多方面的：

第一原因是在于上海证券交易所。期货市场有保证金、每日结算制度用于管理风险。而上交所是一个现货交易所，其没有按照期货运行规则进行设计，导致问题的出现。当时上证所不实行严格的保证金制度，万国证券在没有保证金的情况下，可以透支几十亿资金进行交易，导致悲剧的产生。其实与此同时，“327”国债在各个期货交易所都同样进行着交易，交易量并不少于上证所，但由于期货交易所有着一套严格的风险管理制度，所以并没有出现任何问题。

第二原因是在于投资者操控市场的行为和不理性的思维。万国证券公司作为一个机构投资者依仗自己的政府背景和雄厚的资金而不尊重市场，认为市场价格可以短期内被操控，所以才用透支的方法打压市场。当时消费物价一直沿上升通道不断上涨，而根据物价指数计算的保值贴补率势必逐月提高。当万国证券等大户认为国债价格被高估之时，在市场上坚决做空。这里的问题在于万国证券明知做错了方向却不认错斩仓，反而加仓，最后孤注一掷，透支打压市场，造成了公司破产。这种交易的不理性正好与当时巴林银行交易员尼克·里森是一样的。

第三原因是外部条件尚不具备。1、当时国债现货市场规模偏小，实际流通量不过650亿元。市场容量过小，容易导致市场操纵和过度投机。出现买方推动价格、致使卖方到期交不出足够的国库券、被迫在高价位平仓的“多逼空”逼仓事件。2、利率体制僵化，当时尚未开始利率市场化改革。国债期货很容易演变为多空双方对赌的工具，而不是源于规避利率风险的需求。3、信息透明度不

高。“327”国债期货事件中，政府对1992年3年期国债的票面利率由9.5%贴息至12.24%的消息，直到25号才公布，但22日下午就已有大量的知情者在国债期货市场操作。

### 3、“327”的教训

首先，要充分认识到期货市场运行的规律，按期货市场的规矩来办事。不能像上交所当年的操作——期货现货不分，不按期货的原则来管理。

其次，要对投资者一视同仁，不能搞特殊。当时的上交所认为券商无论在资金还是背景地位都相对较高，透支交易不会有风险，所以才给予券商透支额度，而其它的中小投资者都是使用保证金制度交易。经验告诉我们不能以注册资本的大小来看承受风险的能力，而应该以风险管理的制度管理风险。

最后，要认识到专业化分工的道理。当时327国债由期货经纪公司代理，在期货交易所内进行的交易很成功，只是上证所出了问题。反思过去，上市股指期货这个期货品种，只能由期货公司专营代理，在期货交易所内运营。证券公司的长处不在于此，若用证券的思维和管理来运营股指期货，将来还会出现这样那样的问题。

### 4、“327”国债期货事件后我国期货市场风控机制的完善

“327”国债事件之后不久，我国期货市场进入了长达7年的清理整顿时期，也开始了期货市场自我完善的过程。首先，明确了期货市场的监管机构——中国证监会，把交易所合并成为三家——上海期货交易所、郑州商品交易所和大连商品交易所。

其次，各个期货交易所充分借鉴了国际先进经验，引入涨跌停板制度、会员限仓制度、大户持仓报告制度、当日无负债结算等风控制度，风险管理水平有了大幅度的提高，风控机制和国际惯例接轨。

自2001年期，我国期货市场步入有序发展的轨道中，交易量大幅度上涨，市场运行平稳，对风险的承受能力和化解能力的到增强，在国民经济中开始发挥积极作用。

## 宏观经济风险案例：1998年香港金融保卫战

### 1、事件概述

1997年亚洲金融风暴爆发。在这次严重的金融危机中，许多国家和地区的经济受到重创，金融衍生产品交易带来的宏观经济风险暴露无疑。

1997年下半年，美国著名金融家索罗斯旗下的对冲基金在亚洲各国和地区发起了连番狙击，并获得了极大的成功，使泰国、马来西亚、印度尼西亚等国家

和地区几十年来积存的外汇一瞬间化为乌有，由此引发了二战后对这些国家的政治、经济和社会生活各层面冲击最巨大的亚洲金融危机。1998年6-7月间，索罗斯把矛头对准了港元，开始有计划地向香港股市及期市发动冲击。

1998年8月，只有港币还坚守着联系汇率制，联系汇率制有自动调节机制，不易攻破。但港币利率容易急升，而利率急升将影响股市大幅下跌。这样，只要事先在股市及期市沽空，然后再大量向银行借贷港币，使港币利率急升，促使恒生指数暴跌，便可像在其他市场一样获得投机暴利。对冲基金在对香港金融市场进行冲击时，往往受制于香港金融监管部门的传统作法——提高短期贷款利率。而事实已经证明，在前3次冲击(1997年10月、1998年1月、1998年6月)中，香港金融管理局的措施便是提高短期贷款利率。利率的上升会提高投机的成本。在这次炒家冲击香港金融市场时，与以往最大的不同点就是，炒家没有进行即期拆借活动，而是预先屯集了大量的港元。

1998年6、7月，当恒生指数攀升至8000点高位的时候，对冲基金大举沽空恒指，建立了大量的恒指空头寸。对冲基金之所以建立恒指空仓，是因为它们预计港股在受到冲击后恒生指数必然会大幅下跌。而恒指期货合约的价格是每点50港元，也就是说，若建的是空仓，恒生指数每下跌一个点，就可以给做空者带来50港元的利润。

众所周知，1997年7月1日，香港回归祖国。这是中华民族历史上的大事，开启了香港的新时代。但是，对国际炒家而言，这正好为他们兴风作浪提供了机会。香港的未来何去何从，香港的经济、社会会发生什么变故等一系列问题，不仅令局外人生疑，香港人也是心中没谱。而恒生指数代表香港金融市场，乃至整个香港经济、政治前景，就是香港经济的“晴雨表”。只要能动摇恒生指数，就能打击人们对香港经济的信心。在这种情况下，恒生指数大幅下挫，很可能引起广大投资者盲目恐慌，从而达到坐收渔翁之利的目的。

国际投机者在证券市场上大手笔沽空股票和股指期货，大幅打压恒生指数，使恒生指数从1万点大幅度跌至8000点，并直指6000点。在山雨欲来的时候，证券市场利空消息满天飞。1998年8月初，投机者大肆宣扬人民币将贬值10%，其中，上海、广州等地的人民币黑市交易中曾跌到了1美元兑换9.5人民币左右。投机者散播人民币将贬值的谣言，是想借此来影响人们对港币的信心。除此之外，投机者还大肆宣扬内地银行不稳定等谣言，其目的仍是为了其狙击港元创造心理条件，其手段真可谓无所不用。

股票现货是1998年金融保卫战中的另一种主要工具。为了使股指期货的价格向有利于期货头寸的方向发展，通常会在现货市场上选择交易品种（如对指数有决定影响的股票）和交易方向（如在股指期货上为空头，在现货头寸上抛空打压指数）。在香港证券市场上，由于存在卖空漏洞（如股票借贷为合法）和交易制度上的放松（如清算所有惯例并不严格执行T+2的交割规则，而允许在T+4日前补足），实际上存在股票现货交易的放大机制或称存在有条件的股票抛空机制以及短期内（3—4日）股票现货抛空的可能。

## 2、金融保卫战的决战过程

1998年8月5日，炒家们一天之内抛售200多亿港元。香港金融管理局一反过去被动做法，运用香港财政储备如数吸纳，将汇市稳定在1美元兑换7.75港元的水平上，银行同业市场拆借利息也仅略有上升。

1998年8月6日，炒家又抛售了200多亿港元，金融管理局再出新招——不仅照单全收，而且将所吸纳的港元存入香港银行体系——从而起到了稳定银行同业拆借利息的作用，防止了因为拆借利率一旦提高，股市下跌在所难免。

8月7日，因已公布中期业绩的一些蓝筹股业绩不佳，导致股市大幅下跌，令恒生指数全日下跌212点，跌幅为3%。在此后的7日至13日这几个交易日中，香港政府继续采用吸纳港元的办法，以稳定同业拆借利率并进而达到稳定股市的目的。但由于炒家在股票市场上大肆做空，恒生指数最终还是跌到了6600点附近的低位。

8月13日，恒指被打压到了6660点后，港府组织港资、内地资金入市，与对手展开针对8月股指期货合约的争夺战。投机炒家要打压指数以配合做空股指期货，港府则要守住指数，迫使投机者事先高位沽空的合约无法于8月底之前如数套现。港府入市后大量买入国际炒家抛空的8月股指期货合约，将股指期货由入市前的6610点推高到24日的7820点，高于投资炒家7500点的平均建仓价位，取得初步胜利。当日收市后，港府宣布已动用外汇基金干预股市与期市。

8月14日，香港政府正式参与股市和期市交易。香港政府为了维护港元，携巨额外汇基金进入股票市场 and 期货市场，与炒家进行直接对抗。港府向香港的中银、获多利、和升等多家证券行指示，大手吸纳恒生指数蓝筹股，表示不惜成本，务求将8月的股指期货抬高600点。香港政府一反以往“积极不干预”政策，给投机者造成了始料不及的沉重打击。

初战得手，并不意味对手会弃城投降，因为离股指期货合约的交割还有时日，港府明白恶战还在后头。果然，从8月25日开始直至28日，双方展开了转仓战，港府的目的是迫使国际炒家为投机付出高额代价。

8月28日，一个将被历史牢记的日子。截至8月27日止，香港恒生指数期货的未平仓和雨攻击147366张，其中8月合约55166张，9月合约已达81267张；对于未平仓的8月期指合约而言，如果不转入下月则必须在此日平仓。这是决定百亿财富最终归属的一天。一开盘，成交量就大得惊人，5分钟内成交了30多亿港元。汇丰控股和香港电讯成为市场争夺的焦点，这两只股票均以最高限额16万股/手被抛出，香港政府的外汇基金则不分价格，以每分钟6万股的水平尽数吸纳。恒生指数几无波幅，成交量却直线上升，15分钟已达66亿港元，30分钟时已突破100亿港元。上午收市前，国际游资又放出“杀手锏”，集中狂抛大型蓝筹股，其中，汇丰控股在半个小时内即成交了1000万股，使上午收市的成交量高达409亿港元。下午，双方的争夺已达白热化。到2时45分，成交量已达500亿港元。面对国际游资的疯狂抛空和大量外资长线资金的平仓盘，特区政府以大无畏的精神殊死抗争，几成孤军，终于在下午4时收盘时将恒生指数成功地定格于7829点，仅下跌了93点，成交金额创下790亿港元的天量。这意味着，如果假设国际游资在8月期指上的空头头寸的均价在7000点、持仓50000张的话，则他们不得不面对高达  $(7829-7000) \times 50 \times 50000 = 20.725$  亿港元的巨额亏损。一场世纪金融大战终于悲壮地落幕。

香港特区政府通过直接入市的反操纵行为，成功地使恒生指数从8月13日的6660点跃升至8月28日的7829点，上升1169点，升幅达17.55%；同时使8月恒指期货的价格上升了1241点，彻底打破了国际游资佯攻汇市，实攻股市、期市以获得暴利的图谋，成功地捍卫了联系汇率制，使香港经济有了难得的调整时间，使香港人和愿意投资于香港的投资者恢复了对于香港经济的信心，使香港能够在平稳的经济运行状态下调节成本。从这个意义上来说，香港特区政府

直接入市的反操纵行为不是原来想的小胜或打成平手，而是大获全胜！

由于采取了正确的应对策略，香港成功地避免了上述金融衍生产品风险对宏观经济的实质性伤害。在这场战争中，股指期货（香港恒生指数期货）作为多空双方搏杀最重要的武器，在其不到20年的历史中写下了重重的一笔。

### 3、金融工具的运用

在此次香港金融保卫战中运用到的金融工具主要有即期外汇、远期外汇、股票现货和股指期货。下面重点分析一下后两者：

**股票现货。**国际游资的战术是借股砸盘，即从托管银行或持有股票现货的机构处借入股票现货抛空以图打低指数，一方面可低位补仓获利，另一方面则使提早布局好的股指期货空仓获得暴利。特区政府则动用外汇基金有针对性地狂扫恒生指数权重较重的蓝筹股，抬高恒升股指期货的价格；同时以道义劝告的方式对托管银行为代表的现货长线多头发发出要求，以切断国际游资的弹药来源；另外，在此次金融大战中，特区政府特别注意了利率调控对股票现货市场的负向冲击，使利率上升有限，相应地，造成的冲击也有限。股票现货这一金融工具在1998年8月的香港金融大战中也是一个辅助性的战场，多空双方的目的是争夺决定股指期货合约结算价格的恒生指数的位置。

**股指期货。**这是此次金融保卫战中国际游资费尽心机、苦苦设计的要害。由于股指期货的杠杆性特征，在投资方案的设计中，它成为首选的获利工具。国际游资的战术就是抛空8月恒生期指，希望港府为捍卫联系汇率制而采取的加息动作会导致股市大跌。在港府奋起反击之际，又转仓9月合约。特区政府则坚决地买入8月股指期货合约；同时极有策略地适时卖空9月期指合约，刻意使现货与期货合约的基差拉大（8月28日收盘时的8月期指为7851点，而9月期货则为7200点，基差为-651点），使国际游资的转仓成本大增。正是在股指期货的较量中，特区政府使国际游资遭到了沉重的打击，元气大伤。

### 4、对香港金融保卫战的一些思考

特区政府在激战中狂接大量蓝筹股，已在不知不觉中获得了许多重要上市公司的实际控制权，如已成为汇丰控股的第一大股东，太古实业、长江实业、和记黄埔和香港电讯的第二大股东以及持有15%的中国电信。似乎可以这样认为，1998年的香港金融保卫战彻底完成了香港历史上英资退位、中资进驻的转变，是某种意义上的经济回归。

#### （一）制度设计与创新

从交易的角度来看，1998年的香港金融保卫战实际上市国际游资用创新的方法（多重金融工具立体组合、以股指期货为主要盈利方向）对香港金融体系制度体系（主要是联系汇率制）的一次冲击。并且，在原有的制度条件下（香港金融管理局只能采取加息一招），这种创新已经取得了胜利。由此，又引发了新的创新制度（先是对于制度设立理念的改变——“积极不干预”变为被动干预，再是制度设立内容的创新——“任七招”，“30条措施”等）。

虽然没有任何一种制度能恒古不变，但制度设计仍必须以能够涵盖已经发生的现象为要点，即虽然不能进行演绎，但应力求归纳完整。香港金融保卫战充

分揭示了制度设计中两个要点的重要性:

首先是制度设计的透明度。在1998年香港金融保卫战中,特区政府入市时向市场公开的举措和8月28日后香港结算所改既有法令中的T+2交收为“酌情处理”的T+4交收的做法,无疑是对制度设计透明度最鲜明的诠释—前者虽然招致颇多非议但并未影响到政府的信誉,而后者则可谓清誉大损。

再者是信息的对称性。美国学者费雷德里克·米什金对1997年亚洲金融危机的研究表明:新兴市场国家的货币危机通过三种机制使信息市场的不对称信息问题更加严重,从而促使金融危机的爆发。(不对称信息问题指金融合约的其中一方与另一方得到的信息存在差异,从而导致道德风险和逆向选择问题,而从不对称信息的角度理解金融危机,可以将金融危机定义为逆向选择和道德风险的不对称信息严重恶化,使金融市场无法有效地将资金导向那些拥有最佳生产性投资机会的人)即货币贬值对企业资产负债表的影响;贬值导致的高通货膨胀;以及贬值导致的银行体系资产负债状况的进一步恶化,触发大面积的银行业危机。而解决的方法则是存在不对称信息的体系之外设置最后贷款人,以维持市场信心,调解不对称的信心。香港政府在金融保卫战中很好的充当了最后贷款人的角色,重整金融体系,把资金导向了具有有效投资机会的人;为市场即使提供了流动性;并重建金融机构及非金融公司的财务结构,以减少不对称信息问题。

## (二) 投资者的逐利动机与投资者信心

投资者的逐利动机与投资者信心是相辅相成的两个方面:逐利动机是信心存在和发挥的前提,而信心则是对投资者的逐利动机起着强化或抑制的作用。对于投资者而言,市场干预对其信心具有巨大的负向效应,进而对于投资者的逐利动机具有负向效应。从这个意义上来说,投资者的信心决定着其市场行为表现,决定着其对市场的判断。以索罗斯的量子基金为代表的国际游资在阻击港币的战术中,最具杀伤力的手段就是打击投资者的信心,并且利用市场效应进一步放大已被破坏的信心。对以维护经济正常、平稳运行为主要任务的一国(地区)政府而言,维护投资者的信心是信用经济条件下的首要任务。

此次金融保卫战中,股指期货这一金融衍生工具发挥了投资组合核心的作用—国际游资正是充分利用了股指期货按金交易的杠杆效应,大幅提升了攻击金融市场的收益预期;同样地,股指期货这一金融衍生工具在政府干预市场的投资组合中也处于核心的地位,以股指期货为获利设计方向的组合干预策略最终化解了所面临的巨大的宏观经济风险,正所谓“以子之矛、攻子之盾”。从这个意义上来说,股指期货是一把双刃剑。

作为一种金融衍生工具,股指期货的发展方兴未艾。但现实告诉我们,股指期货交易实际上是极其残酷的零和游戏,充满了各种风险,处于交易中不同位置的不同参与者只有进行切实可行的风险管理,才能将可能造成的冲击降到最小。从这个意义上来说,风险管理(无论是主动还是被动)是参与这一游戏必须的技能。

## 股指期货救市案例: 2008 次贷危机

## 1、事件概述

美国“次贷危机”（subprime crisis）从2006年春季开始逐步显现，2007年8月开始席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场。它致使了全球主要金融市场均出现流动性不足的危机。

2007年2月13日，美国抵押贷款风险开始浮现水面，汇丰控股在美国次级房贷业务激增18亿元坏账拨备，同时美国最大次级房贷公司Countrywide Financial Corp减少放贷，美国第二大次级房贷机构New Century Financial发布盈利预警。2007年7月10日，标准普尔评级机构降低了次级抵押贷款债券评级，全球金融市场大动荡，9天后贝尔斯登旗下的对冲基金濒临瓦解。2008年9月10日，雷曼兄弟发布了该公司当年的第三季度财务报告，年度累计亏损达39亿美元。由于美国政府不愿提供财政支持，当地时间9月15日凌晨，陷入严重财务危机的雷曼兄弟公司宣布申请破产保护，更加严重的金融危机来临。

9月15日道琼斯指数暴跌504.48点，报10917.51点，跌幅4.4%，创“9.11”恐怖袭击以来，近7年最大单日跌幅；标准普尔500指数下跌58点，报1193.81点，跌幅4.6%，同样创下7年来最大单日跌幅；纳斯达克综合指数跌81.36点，报2179.91点，跌幅3.6%。随后在9月20日时，布什政府正式向美国国会提交成就金融系统的法案，财政部将获得授权购买最高达7000亿美元的不良房屋抵押贷款资产。事与愿违，9月29日美国众议院开会后反对了七千亿美元的救市方案，美股急剧下挫，道指爆泻777点，是历来最大的点数跌幅，单日跌幅高达7%，亦是1987年环球股灾以来最大的跌幅。

次贷危机自2007年8月全面爆发之后，美国五大投行中，贝尔斯登、雷曼兄弟、美林相继破产或被收购，高盛、摩根斯坦利也元气大伤等待政府注资救助。而掌握着美国房地产贷款半壁江山的“两房”和美国房贷保险市场的龙头AIG，已经被美国政府所接管。

## 2、股指期货的贡献

在此次美国次贷危机引发的全球金融危机中，也许很多人只看到美国政府接连不断的“救市”行为，其实，当中股指期货在不知不觉中发挥着一股救市的力量，可以说股指期货在这次金融动荡中完全摆脱了“坏孩子”的角色。股指期货在危机关键时候交易量暴增，不但为市场提供了充分的流动性，且有效减缓了次贷危机的冲击力度，再次发挥了为股票市场保驾护航的作用。

在雷曼兄弟事件引发股灾之际，作为全球股指期货交易量最大的交易所CME，其S&P500股指期货日成交量和未平仓合约规模大幅度攀升，比平时增长了2倍多，尤其是9月18日，交易量接近平时的4倍，为规避股票市场系统性风险提供了有效的途径和机制。股指期货成交量明显放大，超过了现货市场的成交量，双向交易的机制成为股票市场的均衡力量，修正了市场的非理性波动，使股票风险被有效地转移，为市场提供了风险出口，将大波动化为小波动，实现了市场的稳定。据数据显示，2007年美国CME市场上机构法人的避险交易占整个股指期货交易量的61.3%，占有绝对优势。所以，在此次危机当中，成交量暴增绝不是偶然的，股指期货对稳定市场起了重要的积极作用。

当今，股指期货已成为现代资本市场不可缺少的重要构成部分。2007年，股指期货、期权交易量占全球场内衍生品交易量的比重达到了36.5%，占全球场内

金融期货、期权交易量的比重达到了40.31%。

### 3、股指期货在危机中是如何发挥作用的？

第一，通过套期保值和套利机制减缓了现货市场的抛售压力和市场冲击，抑制股票价格的波动幅度。在危机爆发后，一些大型的机构投资者，通过在股指期货市场上的套期保值，有效规避了自己投资组合市值下跌的风险，同时也很大程度降低了类似87年股灾时大量抛售股票带来的冲击效应和“多杀多”局面。由于股指期货市场买卖双方具有对等性，这样等于空头当天通过套期保值、套利和价差投机等交易方式，共抛出了价值相当于3600亿美元的股票，而多方等于买入了价值相当于3600亿美元的股票。试想一下假如当天没有股指期货提供的这3600亿美元的流动性，美国股市将会如何演绎？另外，股指期货市场中做空、套利、套期保值等交易机制均有利于抑制价格的过度偏离，有助于实现真实价格的发现。其中，套利机制可有效抑制股指期货合约价格对股票指数的过度偏离，使股指期货价格和股价指数不会出现长时间或者大幅度的偏离。

第二，通过价格发现机制形成远期价格，扭转市场预期。金融市场在极端情况下会形成非理性上涨或非理性下跌，特别当非理性亢奋或者极端恐慌成为市场上涨或者下跌的最大理由时，市场往往会走向极端。在雷曼兄弟申请破产这样的巨大外部冲击下，市场情绪极度悲观，此时，要让投资者在非理性市场面前保持理性行为，扭转市场预期至关重要。股指期货合约价格是对未来股价水平的理性预期。由于没有来自现货市场急迫的抛售压力，股指期货尤其是远期合约，可以更从容、理性地“思考”未来的股价走势，通过价格发现机制形成远期价格，一定程度上可稳定市场情绪。实际在上08年9月15和16日两天，CME的S&P500期货合约的远期价格波动幅度相对现货市场小，同时价格上升较为明显，这两点均有助于重新树立投资者对后市的信心。

第三，通过增加市场的流动性，减轻投资者的恐慌情绪。事实上，当市场笼罩于恐惧之中时，缺乏流动性成为市场恐慌产生的重要原因，而股指期货正好可以为市场提供一定的流动性，让投资者有避险或者退出市场的机会，从而减轻了市场恐慌情绪。这也正是股指期货在历次重大危机中放巨量稳定市场的内在根源。

## 历史案例对国内股指期货风险管理的启发

### 1、股指期货凸显对市场的减震作用

统计显示，2007年次贷危机爆发以来美国等22个已推出股指期货的国家股市最大跌幅平均为49.6%，中国等8个未推出股指期货国家最大跌幅平均为63.2%。分析最近的次贷危机引发的全球性股灾可以发现，美国股票价格指数的下跌基本上是有秩序的，道琼斯指数在危机当中最多下跌了54.43%，低于经济状况相对较好的“金砖四国”及其他新兴市场。而无论是和成熟市场相比，还是和与我国情况相似的印度、巴西相比，沪深股市不但本轮跌幅大，波动性在全球主要市场中也处于前列。

最明显的例子是2005年至2007年底，A股的沪深300指数涨幅高达478%，涨

幅远居全球前列，而2008年股市下跌中，沪深市场跌幅居全球主要市场前列，上证综指、深证综指、沪深300指数一度跌幅均超过了70%。一些新兴国家如越南等遭遇也大抵相同。反观美国、欧洲、日本等发达国家的股票市场，其股票市场主要指数跌幅35%左右（截至2008年底）。即使雷曼兄弟股票从66美元跌到3美元，美林股票从76美元跌到17美元，美国股票市场竟然是在这场金融海啸中跌幅最小的市场。

在新兴国家中，值得关注的是与我国最具可比性的是印度市场，其宏观经济等很多指标完全没有我国好，但是其股市总体跌幅比我国小，这与其拥有一个比较发达的股指期货市场有很大关系。作为新兴市场最典型的代表，印度国家股票交易所(NSE)2000年上市S&P CNX Nifty股指期货后，近几年印度金融衍生品市场呈现爆炸式增长。印度国家证券交易所2008年衍生品交易量增长近47%；2007年S&P CNX Nifty股指期货交易量达到了1.38亿张合约，年增长幅度高达接近98%，居全球股指期货交易量第三位。2001-2008年，印度股指期货及期权增长了345倍。

总体而言，新兴市场国家股市波动普遍大于成熟市场股市，这与两种不同类型市场固有的稳定性差异有关。欧美国家早在九十年代初期就总结了当时股灾爆发的原因，并进行市场创新引入股指期货。股指期货的双向交易机制等于给股市装上减振器，从此股市涨跌不再只是买家单方面说了算，而是由分别代表多头和空头的买家和卖家双方共同决定。对中国股票市场来说，制度缺陷无疑是市场暴涨暴跌的根源所在，而股市暴涨暴跌最终将伤害到实体经济的平稳健康发展。因此，我们认为股指期货的推出对于沪深股市有着增强我国金融体系自身免疫功能，强化抵御国际金融市场动荡的能力。

## 2、我国股指期货交易的风险管理

股指期货的高风险性与杠杆性特征使得该金融衍生产品的主要参与者为机构投资者，相应地他们也是股指期货交易中风险管理的主要对象。机构投资者只有授权具体的业务人员才可以进行交易，这决定了机构投资者的风险管理也必须具有制度性。

风险管理原则得以实现的保证是对风险评估。举个例子，美国信孚银行是投资银行界的成功者，其业务规模和水平都在同业中名列前茅，其成功的经验就是拥有一套行之有效的风险管理方法—Risk-Adjusted Return on Capital(RAROC)。评估模型主要考虑了市场风险和信用风险，是根据过去的历史经验，以99%的置信区间下表示风险的等级，特别对于衍生金融产品交易中延长合约期限的客户加以重视。公司高层管理员可以通过系统了解目前银行在市场上的所有交易记录和所暴露的风险，并及时跟踪纠错。

从纯粹交易的角度看，以股指期货为代表的金融衍生产品交易只是人类自身设计出来的一种游戏，风险永远与机遇并存。在欲望与恐惧中，除了冥冥的运气外，人们可以把握自己命运的唯一工具就是风险管理策略，以上只是风险管理策略的其中一种。无论使用的是哪一种策略，风险管理是一门涉及到市场、人性、经济运行等多方面极为复杂的艺术。事实上，风险管理唯一的作用在于它并不在于保证肯定能赚钱，但它保证你尽可能长期的在市场中生存，不被市场所消灭。于是，你就有机会去等待肯定赚钱的另一半—运气的出现。

### 3、风险控制制度的国际比较

海外市场如美国芝加哥商品交易所（CME）、中国香港交易所、中国台湾期货交易所等在关于保证金的规定、价格限制、持仓限额、最后交易日、交割结算日、交割结算价和结算担保金等都与大陆相比各有特异，我们将会在本系列报告的下一篇重点详细分析海内外期货市场，归纳总结出海外股指期货市场运行的特点及风险管理制度和方法的优势，进而提出可供我国股指期货市场借鉴的启示性经验。

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所研究团队**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
汪 毅	021-60933145	廖 喆	021-60933162	陈建生	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	岳 鑫	0755- 82130422
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82133400		
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>中小股票</b>	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
<b>固定收益</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
<b>指数与产品设计</b>					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

**国信证券机构销售团队**

华南区	华东区	华北区
<b>万成水</b> 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>王立法</b> 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>王晓建</b> 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
<b>林莉</b> 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	<b>郑毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>谭春元</b> 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>焦骥</b> 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
<b>甘墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	<b>刘塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>李锐</b> 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>徐文琪</b> 010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
	<b>许娅</b> 021-60875176 13482495069	
	<b>江智俊</b> 021-60875175 15221772073	
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123	