**股灾期间股指期货应该限制交易吗？**

**——关于2015股指期货限制交易效应的案例研究**

许荣[[1]](#footnote-1)

（中国人民大学财政金融学院，北京 100872）

**摘要：**自国内第一份金融期货合约—沪深300股指期货于2010年4月16日在中国金融期货交易所正式挂牌交易以来，中国股指期货和现货之间的价格引导关系即成为学术研究和监管关注的热点课题。一方面现有文献关于股指期货相对于现货是否具有价格发现功能结论不一；另一方面2015中国股市危机中股指期货扮演何种角色也引起了学术界和监管层的强烈争议。尽管2015中国股市危机中金融监管层对股指期货交易采取了一系列严厉的限制交易措施，但是系统评估这些严格限制交易措施是否具有充分的监管动因以及是否发挥预期的监管效果都需要多角度的数据、思考和反复辩论。本案例站在某私募机构经理李然的视角，以案例研究的方式研究股市危机期间对股指期货的限制交易政策引发的争议和影响。

**关键词：**股指期货、股市危机、限制交易政策

**○．引言**

2010年4月16日，中国金融期货交易所推出了沪深300指数期货，实现了我国资本市场的一次历史性的跨越。然而2015年我国股市的一场异常波动却引发了人们对股指期货功能的再思考。由于期货交易与现货交易之间的联系，市场上出现了两种对立的声音，一种认为股指期货可能是造成2015年股灾的元凶，因为从市场表现来看，股指期货往往先于股市下跌，千股跌停似乎是在每天下午14：30以后股指期货的暴跌后股指跟随暴跌；另一种认为，股指期货虽对现货市场有影响，但不足以构成股市危机的导火索。

在市场多方压力下，中金所于2015年9月2日推出限制股指期货交易政策，这一政策旨在通过政策干预对市场作用进行限制。然而政策推出后，千股跌停的现象似乎并没有出现反转。股指期货作为对冲工具和股市的稳定器，我们应该如何评价它的功过，它的价格发现功能是否依然有效? 抑或起到了助涨助跌的作用呢? 是否应该继续限制股指期货的运行？股指期货交易与现货交易之间有怎样的联系？这是本案例希望探讨的问题。

**1. 危机的发生**

李然在金融投资领域有着丰富从业经验。2002年从清华大学经济管理学院金融专业硕士毕业后，李然供职于中华证券，主要负责证券的投资咨询以及证券买卖，任中华证券投资部副经理。2005年，中华证券被《新财富》杂志评选为“本土最佳证券公司”第一名。公司为了奖励部门领导为公司做出的贡献，决定派遣公司骨干出国深造，李然借此获得去纽约金融学院进修的机会，并取得了美国MBA学位。2010年回到中国，任中华集团常务副总经理。2014年7月，为了实现大学期间的梦想，李然向董事会提出辞呈，决定创办私募。在得到大学期间几个志同道合的同学的支持和投资后，他们正式开始了私募的漫漫长征，并于2015年上半年分别发行了三支私募基金，平均回报接近100%。

多年的投资经验令李然形成了自己独有的投资风格，在选股方面他更偏向于成长股，这种风格的好处是能够获得成长股成长期的可观收益，但是在极端市场下却面临大幅波动甚至清盘的压力。作为职业投资人，他对牛市都一直保持着专业的警惕性，当技术面和基本面相互应证时，他会选择强化自己的持仓。他坚持认为，当股市遭遇大的转折点时，人性往往被放大到了极致，技术分析显得格外有效。

天将降大任于是人也，必先苦其心志。创业之初的李然就遭遇了2015年股市的异常波动，这也是他惊心动魄的创业史的开端。尽管6月初预料到市场上会出现一定程度的调整，但是他却没有猜到结局。因此在股灾中旗下产品平均下跌27%,超出了他对风险的忍耐程度。

股市危机就这样突然发生了。

2014年9月份，上证指数2300点，交易量每日1000-2000万亿元，每日涨幅1%左右，12月份，市场不断升温，交易量突破5000万亿元，单日涨幅甚至在3％－4％之间，2015 年4 月时，收盘价突破4000点，并且在4月28日，上证首次突破万亿的交易量，之后振幅不断的增大，单日涨幅超过4%以上，在6月1日单日涨幅为4.71%，交易量继续扩张，6月12日到达此轮的最高点5178.19点。

李然看出了创业板指数见顶的迹象，于是在6月13日卖掉了所有创业板的股票，并适当降低了仓位，着重持有了一些国企改革预期的股票。

然而6月15日即出现了转头向下的趋势。在现货市场经历了如此剧烈的波动下，股指期货市场出现了更大的波动，具体表现如下：

**1.1沪深300 股指期货**

在2014 年第三季度，股市刚刚启动的初期，沪深300 股指期货就先于大盘出现了更大的震动，沪深股指处于2000 多点，交易额在6000万亿—9000万亿之间，11月份，持仓手数超过200000手，交易量超过万亿，12月3日，交易量超过两万亿并且继续增加，持仓数也一路向上，在2015年6月，现货市场下跌的情况下，期指的持仓量迅速的向下，但交易量表现出更大的增长，出现了超过3万亿的买单交易，增长8%—9%，甚至达到10%出现停牌的状况。

**1.2上证50 股指期货**

2015年4月16日第一天的交易中，上证50 股指期货表现出7.46%幅度的上涨，持仓数为33464手，交易量为1496.1亿元，之后的两个月内，其交易量不断的扩张，6月9日，其交易量突破6000亿。同时持仓数也不断的增加，在6 月12日时，上证50 期指的持仓数超过100000手，而在6月15日之后，持仓数迅速的下降，出现放量下行趋势，波动幅度屡创新高，甚至出现停牌。

**1.3中证500 股指期货**

中证500股指期货表现出于上证50股指期货一样的走势，在2015年4月16日交易的第一天里，期指的持仓数为7940手，从此持仓数迅速扩张，在6月15日，持仓数达52908手，交易量也从1892.2亿元扩张到6月15日的6504.5亿元，之后出现了伴随着更大交易量、更大幅度的下行。

李然发现，在上行与下行的过程中，股指期货市场均早于现货市场行动，并伴随更大交易量和更大幅度的变化，在整个下行的过程中，因为现货市场的流动性匮乏，人们纷纷卖空股指来锁定现货市场的风险，所以股指交易量激增，卖单积压，于是出现了股指的下行波动，人们的恐慌预期，使得现货和股指每天挂单10%的停牌价，于是出现了“瀑布效应”。

当股灾发生时，股票市场下行的预期导致期货市场出现大量空单，导致股指期货价格下跌。由于期货价格下跌，期货价格明显低于现货价格，两者价格之间偏离了正常的比价关系，现货价格与期货价格二者的基差偏离到一定程度时，形成套利机会，指数套利者买入期货同时在股票市场抛出股票来进行获利，导致股票现货价格下跌。而股票价格下跌刺激了更多的组合保险交易策略的执行，又引起新一轮股票指数期货抛盘，卖盘压力在两个市场间相互传递，最终导致股市崩溃。

面对市场的持续下跌，李然想找个机会等待彻底清仓，但是一直等到7月初都没有合适的反弹的时机。7月5日，央行出了大招使得所有股票早上基本开盘涨停，于是他急速在7月6日的早晨清仓。也就是在这一天，在市场舆论的压力下，为稳定市场，中国金融交易所（以下简称中金所）2015年7月6日晚间发布《关于加强股指期货交易监管的通知》，决定至次日起对中证500期货客户日内单项开仓交易限制为1200手，对于涉嫌违法行为将报送中国证监会行政调查。接下来就是股票戏剧性的由涨停到跌停，紧接着就是连续两天的跌停。

8月1日中金所又规定自8月3日起对从事股指期货套利、投机交易的客户，单个合约报撤单行为超过400次，每日自成交行为超过5次的认定为“异常交易行为”。但这两项实际上很宽松的措施并没收到任何效果。到了8月21日，可能是由于进一步清理杠杆的缘故，好多同行的私募机构都已无力回天，很多机构一下被击穿清盘，有的更是被逼近清盘线动弹不得。

李然召集大家开会决定无论市场多少噪音，都不能轻易出手。这时候的他显得异常冷静。可能正是由于他的态度，躲过了一劫。

之后市场又经历一轮缓慢的反弹，李然坚信市场恢复需要更长的时间，于是耐心的等待。9月2日晚中金所终于公布了一系列针对股指期货的严格管控措施，其中包括单个产品，当日开仓限10手，非套保保证金提至40%，套保提至20%，特别提到“平今仓手续费标准为0.015%提高至0.23%”。一时间市场成交和持仓迅速下降，由于期指多空力量短期急剧失衡，造成期指贴水严重（期货价格远远低于现货），容量大，股票市场最坚定的多方资金的“alpha策略“生存环境面临严峻挑战。

表1 股灾后沪深300 股指期货政策变动一览

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 日期 | 非套期保值持仓交易保证金 | 平今仓交易手续费 | 其他 |
| 2015年7月3日 |  |  | 提出按照报单委托量差异化收取交易费用，排查异常交易客户。 |
| 2015年7月31日 |  |  | 修订沪深300股指期货交易细则 |
| 2015年8月3 日 |  | 提高至0.0023% | 合约申报费每笔1元 |
| 2015年8月26日 | 由合约价值的10%提高到12% | 提高至0.0115% |  |
| 2015年8月27日 | 由合约价值的12%提高到15% |  |  |
| 2015年8月28日 | 由合约价值的15%提高到20% |  |  |
| 2015年8月31日 | 由合约价值的20%提高到30% |  |  |
| 2015年9月7日 | 由合约价值的30%提高到40% | 提高至0.23% | 单个产品、单日开仓交易量超过10手即构成异常交易行为 |
| 2016年1月1日 |  |  | 交易时间与股市同步，并实施5%和7%的两档熔断制度 |
| 2016年1月8日 |  |  | 暂停实施沪深300、上证50、中证500股指期货熔断制度 |
| 2016年9月14日 |  |  | 8月仍有168名客户因开仓交易超过10手而限制开仓 |

数据来源：中金所官网

新规实施后对抑制投机的作用还是较为明显的，新规实施首日，期指的成交单日锐减92%。此后期指一直成交低迷、至今一蹶不振。

2015年10月之后，李然开始重新建仓，经过两个月的努力，净值大约有10%的回升。但是就在2015年的最后一天，李然去外地调研一家公司，定了下午定了下午三点半的火车回北京，他两点半就办好了进站手续在候车室看看盘。当时仓位极高，市场一片叫好，但是李然心里其实对短期市场不看好，因为很多股票反弹了三四个月估值已经很贵了。

李然心想，年末最后一天某些机构为了排名可能会拉净值，如果我的股票哪个被拉我就卖出哪个。但是下午两点半看盘看了十五分钟到了两点四十五，发现基本没有什么股票被拉，盘面显示的情形与市场预期完全不一样。

这个信号使他变得异常警惕，之前有点转看空的想法，于是他在最后十五分钟时间，把自己持有的股票通通卖了一遍，在最后收盘的时候，仓位降到了70%以下。

考虑到公司的规模以及冲击成本，这是一个非常迅速而巨大的仓位变动。然后到了2016年开年第一个交易日，市场很多参与者都在呼叫牛市继续，李然却很不安，于是早上一开盘我就更大幅度的坚决减仓。但由于下跌太快，经过十分钟大幅甩卖之后很多股票迅速下跌接近跌停。

卖完之后，他还是心有余悸。在去调研的路上十分不安，结果还没到目的地，微信群就传来熔断千股跌停的惊呼。二三十仓位虽然并不太高，但后面两天连续熔断，他被迫一路甩卖，净值还是回撤了，基本把2015年10月1日以后的涨幅全部吐回去了。

回顾股市危机发生到当前的遭遇，李然感慨万分。

**2.股指期货在上涨下跌阶段所起的所用**

股指期货（share price index futures）英文简称SPIF，全称是股票价格指数期货，简称为股价指数期货，期指。是一种以股价指数为标的物的标准化期货合约。和其他期货一样，期指可以双向交易，在支付一定比例的保证金（通常是5%-15%）之后进行买卖目前我国有三种股指期货合约，分别为沪深300股指期货，代码IF（2010年4月16日推出，是国内首只期指）以及2015年4月16日推出的中证500股指期货IC，上证50股指期货IH。每一种期指根据时间不同各有四个不同合约，包括一个当月合约，一个下月合约，和两个季月合约。如IF1607，IF1608，IF1609，IF1612。交割日是每月的第三个星期五。其中当月合约为主力合约的时间为上月合约交割日的前一日至当月合约交割日的前两日。

沪深300股指合约（以下简称IF）推出之后，运行尚属平稳。据报道，截止2012年3月中旬期指开户数累计九万余户，当年一季度累计成交2047.7万手，成交金额15.58万亿元，以单个产品分别占到了全国期货市场份额10%和49%。2015年我国发生了罕见的股灾，期指起了明显的助跌作用，一时间成为万众瞩目的“明星”。

理论上讲，股票市场的大盘指数反映的是市场当前的整体走向。股指期货上市后，由于其交易的是大盘指数的未来值，机构投资者和部分个人投资者就可以通过股指期货市场上的交易行为来表达对后市的预判。因此，股指期货的涨跌变化可以认为是对股票市场未来走势的预判，但预判并不能决定行情走向。

股指期货属于金融衍生品的一种，最基本的功能是风险管理的工具，满足投资者“套期保值”的需求：股市投资者按照市值匹配的原则，做空一定量的股指期货，对冲股市波动对持有股票的影响，当股市剧烈调整时，对于有做空头寸对冲的股票仓位，投资者不必急于清仓，从而减轻股市的抛压，改善股市的流动性。

另外利用股指期货套利交易也可实现价格发现的作用。套利交易是基于交易基差，基差通常是指股指期货交易价格与对应股指价格的差。当基差大于0时，通过买入股指ETF或一揽子股票同时卖出等市值的股指期货，而在基差小于0时，通过卖出股指ETF或一揽子股票同时买入等市值的股指期货，就可以赚取锁定的无风险的基差利润。套利交易的存在给股市和期货市场带来直接流动性，促进价格发现、优化了市场的交易和投资结构，引导价值回归。

以沪深300股指期货为研究样本（见图1），我们发现股指的加速上涨与下跌均伴随着股指期货成交量的放大，上涨阶段股指期货成交量从2014年7月初517229上涨至2015年6月初1476757，涨幅达185%，而在股灾期间指数的大跌也伴随着股指期货成交量的放大，从6月12日股指期货成交量1355496最高上涨至6月29日2882235，涨幅113%。从基差表现看，股灾阶段出现股指期货大幅贴水且持续较长时间。

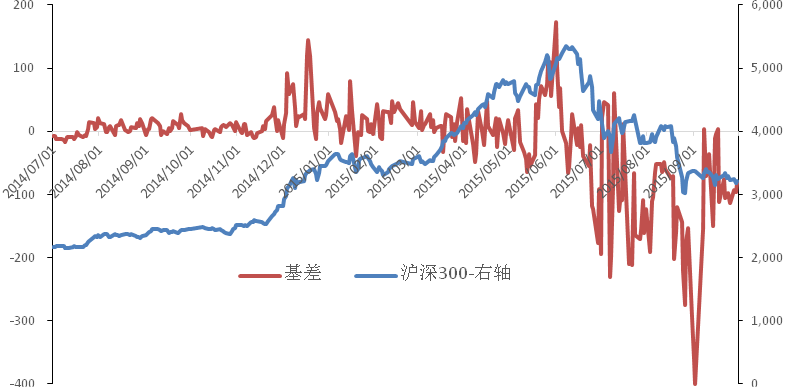


图1 沪深300股指期货基差表现

数据来源：WIND资讯

有关实证分析发现股指期货的价格变动对现货市场造成影响，也就是说股灾期间股指期货的大幅贴水不是股价下跌的原因。从规模占比看，2015年6月份以来，三个股指期货（IF、IH、IC）的日均隔夜持仓量对应的合约名义市值约为3900亿元，按照10%的保证金水平双向收取，共占用保证金约780亿元，而同期沪深两市流通市值约47万亿元。股指期货占用资金量仅为股票市场的0.17%，不会对股票市场造成资金分流作用；股指期货的持仓金额也只为股票市场的0.83%，远远小于股票市值。

有研究认为股灾期间股指期货交易量的放大很可能是投资者的风险套保需求引起的，卖出股指期货用以对冲市场下行风险。而股指期货持续贴水的原因在于我国融券业务的不完善，一般在负基差情况下可以通过卖出股指ETF或一揽子股票同时买入等市值的股指期货进行套利，但我国融资融券业务发展极不对称，融资余额比融券余额从2014年7月初142倍上涨至2015年6月底600倍，虽然股灾期间有所下降，但仍有300倍。股灾股指期货大幅贴水时期，融券余额不增反降，投资者难以通过融券套利来平抑基差，这种情形下投资者选择抛空期货，使得期货出现更大的贴水，影响套保效率，导致恶性循环。

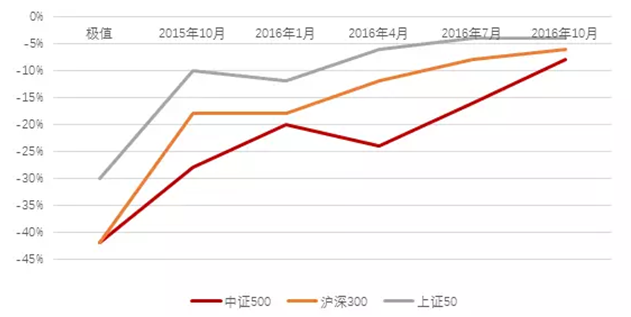


图2 股指期货过去一年贴水率（年化）变化趋势

数据来源：WIND资讯

最新数据显示，持仓量方面中证500期指持仓已经超过去年9月2日前的水平，甚至达到了去年4月30日的水平，而沪深300和上证50期指的持仓量也已经恢复到9月2日水平的60-70%。

**表2 持仓与成交变化**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 中证500股指期货 | 2015年4月末 | 2015年9月2日 | 2016年11月2日 | 9月2日以来最低值发生时间 | 9月2日以来最低值 |
| 当日成交 | 126000 | 169000 | 9207 | 2016年1月7日 | 2509 |
| 当日持仓 | 21100 | 19891 | 34228 | 2015年9月18日 | 11012 |
| 沪深300股指期货 | 2015年4月末 | 2015年9月2日 | 2016年11月2日 | 9月2日以来最低值发生时间 | 9月2日以来最低值 |
| 当日成交 | 1365000 | 616000 | 9366 | 2016年1月7日 | 5583 |
| 当日持仓 | 187000 | 66172 | 42563 | 2015年12月18日 | 31767 |
| 上证50股指期货 | 2015年4月末 | 2015年9月2日 | 2016年11月2日 | 9月2日以来最低值发生时间 | 9月2日以来最低值 |
| 当日成交 | 216000 | 215000 | 3626 | 2016年1月7日 | 2193 |
| 当日持仓 | 50764 | 29209 | 23976 | 2016年1月19日 | 13919 |

数据来源：WIND资讯

贴水率方面，交易限制出台后第一个月，贴水有一波快速收敛，而从去年10月到今年4月前后，贴税率的收敛相对趋缓，今年4月后，随着二级市场预期的逐渐回暖，以及期指多头资金增加导致贴税率出现持续快速回升，负基差对于alpha策略的不利因素已经释放约80-90%。

**表3 贴水率变化**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 贴水年化（当季合约测算 | 极值 | 2015年10月 | 2016年1月 | 2016年4月 | 2016年7月 | 2016年10月 |
| 中证500 | -42% | -28% | -20% | -24% | -16% | -8% |
| 沪深300 | -42% | -18% | -18% | -12% | -8% | -6% |
| 上证50 | -30% | -10% | -12% | -6% | -4% | -4% |

数据来源：WIND资讯

李然认为，美中不足的是，期指交易量因为严酷的交易限制，仍然较去年限制前有很大差距。

**3. 股指期货限制引发的理论争议**

中金所当时出台的股指期货交易的限制措施对稳定当时的资本市场，特别是稳定对市场的预期确实起到一定的积极作用。但是，关于股指期货限制交易的争却由此引发。学术界现存两种相对立观点：一种认为，对股指期货的限制交易措施是危机时期正确的且切实可行的措施，原因在于股指期货的价格引导和风险传播功能加剧了股票市场的波动；另一种观点认为，股指期货在股市危机期间发挥了稳定器功能，缓解了股市波动，不应该限制股指期货的交易。

**3.1股指期货限制交易政策支持者**

2010 年4 月16 日起我国开始推行的股指期货交易改变了我国“单边市”的格局，丰富了投资品种，同时对降低股票市场波动起到了促进作用，当股指期货或者现货市场大幅下跌或上涨时，套利机制会引起大量资金的反向操作，从而降低股票市场的波动。然而，股指期货也为机构做空或做多股市提供了途径，短期时间内股指期货的原有功能可能被扭曲，机构做空股指期货市场将加剧股票市场波动。当前我国对股指期货市场的控制力度还相对较弱， 2015 年6 月15 日我国股市上证指数达到5178. 19点，伴随着清除杠杆的过程，大量资金做空股指期货市场，因此也促进了股市巨幅波动的出现。

有学者发现，伴随着股指暴跌的是，期指市场频频出现巨大卖盘，三大期指特别是ＩＣ１５０７频触跌停，而且股市危机中股指期货的交易量较前期有较快速的增长，股指期货交易量的放大和股市的快速下跌有很强的相关性。股指期货对股票市场有很强的价格引导和风险传染效应，并且风险传染效应与市值规模相关，故对于股指期货交易的限制有助于稳定市场，原因如下。

（1）中国的三大股指期货具有很好的价格发现功能，是股票市场的定价中心。股指期货价格能提前４－５分钟反映未来股价指数的走势。期货价格具有较强的独立性，受自身前期价格和指数前期价格的影响较小，对市场信息冲击反应得较快。股票市场对期货市场的依赖性较强，对市场信息冲击反应得较慢，对市场冲击的影响持续期较长。

（2）股指期货和指数之间存在长期均衡关系，期货市场虽然有多空交易、Ｔ＋０、杠杆交易等优势，但期货价格不会对价格偏离进行调整，而对偏离进行调整的是指数成份股，说明期货市场具有定价权。

（3）在单个市场的波动性方面，股票现货比期货对自身非预期冲击的波动更大，将非预期冲击转化为波动率的速度更快，而股指期货市场波动的持续性较强。从３个市场上的比较来看，自身前期非预期冲击对波动率的影响与市值规模负相关，随着市值规模的增大而减小，小盘股的波动性对自身非预期冲击反应最大。而对于股票市场而言，前期波动率对未来波动率的影响与市值规模正相关，随着市值规模的增大而增大，大盘蓝筹股的波动性主要受前期波动性的影响，具有较强的持续性。

（4）在波动率的风险传染效应上，股指期货市场和股票市场均存在波动率的风险传染效应。从传递的方向性上来看，三大股指期货前期的波动均会增加其标的指数的波动。而指数对期货波动的影响上，上证５０和中证５００股指前期的波动性能减缓股指期货当期的波动，沪深３００股指前期的波动性会增加股指期货的波动。从绝对大小上看，期货市场波动率的风险传染效应更大。

中国股指期货市场和股票市场之间存在双向的风险传染效应，股指期货市场对股票市场的风险传染效应比股票市场对股指期货市场的风险传染效应更显著，股市危机期间股指期货的持续波动加剧了股票市场的进一步波动。

**3.2 股指期货限制交易政策反对者**

反对股指期货限制交易政策的投资者从理论上肯定了股指期货的运行机制。首先，套保机制减缓市场冲击。在股市出现下行后，一些大型基金和保险资金等机构投资者，通过卖空股指期货合约来实现套期保值，为了规避现货市场中投资组合市值下跌的风险，大大降低了抛售股票可能带来的冲击效应和“多杀多”局面的出现。所以，沪深300、上证50、中证500 股指期货合约成交量大幅放量绝不是偶然的，对稳定市场起到了较为重要的积极作用。其次，套利机制平抑股票现货市场波动幅度。股指期货市场主要由套利者、套期保值者、投机者等多元化的投资者构成，以及做空、套利、套期保值等复杂的交易机制，这些机制均有利于抑制价格的过度偏离，有助于实现价格发现功能。所以在此轮股市行情中，股指期货市场均表现出先于现货市场上行或下行，并且其涨跌幅度也高于现货市场。而且股指期货中的套利机制可以有效抑制股指期货合约对股票指数的过度偏离，把股指期货价格和股价指数处在合理的波动区间。此外，价格发现机制有利于稳定市场情绪。在本轮波动的行情中，由于来自现货市场急迫的抛售压力，面对现货市场股票的千股停牌这种严重的流动性不足的情况，存在着大量的卖单需求，现货与期指均面对着继续下行的趋势，致使股民们不断的抛售股指期货，又导致股指不断的停牌。股指期货可以更加从容、理性地演化出未来股价走势，通过价格发现机制形成远期合约价格，一定程度上也加剧了了市场恐慌情绪。

有研究发现，IC1507 对于现货市场价格波动助涨助跌的作用很小，对现货市场波动率的贡献度仅有5.2613%，中证500股指期货不是大盘暴跌的“砸盘利器”。在我国股市，实际上是现货走势引导股指期货走势，而不是相反。我国的股指期货市场规模还不大，影响力还不够，股指期货走势难以引导现货走势。

从市场的运行情况看，股指期货还在一定程度上发挥了正面的功能作用。在本轮股市下跌过程中，有一些基金，通过股指期货的套期保值，规避了股市下行的风险，减少了投资的损失。例如嘉实沪深300指数基金，利用股指期货规避系统性风险，使150万客户受益。由于投资者运用股指期货套期保值，锁定了风险与利润，在市场下跌时不再急于抛售股票，增强了持股信心，提高了股市内在的稳定性。

在此次股市异常波动的过程中，股民表现出了过度的乐观和过度的恐慌，追涨杀跌的高频交易，加剧了股票下行中的“瀑布效应”。但是，在股票市场异常波动的期间，股指期货对现货市场也发挥了如下的积极作用:股指期货套期保值的空头对应现货市场的多头，成为了稳定现货市场的一大因素;异常波动期间，股指期货提供流动性来对冲现货市场的流动性不足，来降低现货市场的风险;股指期货可以通过分流的方式来降低现货市场的跌幅，所以我国应该积极的发展股指期货市场，应给予与现货市场相同的重视。

具体原因如下：

（1）股指期货虽然具有明显的领涨领跌作用，但其前提是股指期货市场必须具有一定的市场规模和流动性。而在2015年12 月管理层一度要求机构沪深300 股指期货的开仓数量最多为10 手，极度限制了股指期货市场的中坚力量的交易热情，股指期货的价格发现和风险转移功能基本丧失。

（2）作为A股唯一的系统性风险管理工具，股指期货遭遇限制可能造成长期流动性缺失，对券商业务也造成了致命打击：包括部分长期投资（例如信用交易的融券券源）无法有效实施套保，只能被动承受市场风险；包括追求绝对收益的投资策略无论是自营或是量化资产管理业务几乎无法开展。由于股指期货的限制性政策，目前通过套保为客户提供券源、通过对冲为ETF提供做事服务等业务处于停顿状态。

（3）对套期保值的持仓限制，大大地降低了股指期货对系统性风险管理这一基本功能的发挥。导致包括QFII在内的机构投资者大大减低对境内股票现货市场的配置比例，或降低机构投资者长期持有股票投资的意愿，相反，激发了其进行短期操作的意愿，变相地提高了股票市场的投机性，不利于证券市场的稳定发展。

（4）作为特殊时期监管层采取的特殊措施，限制性措施也让股指期货市场陷入了流动性枯竭，一些有助于市场稳定发展的功能无法有效发挥的窘境。股指期货本质上是基于股票现货市场的一种金融衍生工具，投资者可以利用股指期货的交易机制对其持有的现货组合进行风险对冲和风险管理，稳定投资组合的收益，这对以公募基金、私募基金、保险资金、社保基金等为代表的机构客户来说具有重要意义。在股指期货市场流动性不足的背景下，风险对冲交易的冲击成本大幅提高，严重影响套期保值效果，限制了风险规避功能的发挥。

（5）限制政策不适合当前形势。股指期货是股票的保险，没有了保险的投资，就好像是在裸泳。股市已经恢复正常交易，股指期货40%的高保证金率和每日10手的开仓限制已经没有继续存在的必要。股市特殊时期已经过去，一个正常的金融衍生品市场对中国A股市场大有好处。

（6）在买入股票的同时进行对冲套保，已经成为很多大型投资者的不二选择，若继续限制股指期货，可能会使投资者另谋海外做空工具，如香港或者新加坡的A股做空工具，A股的股指期货想要崛起将会付出高昂的代价。

**4.股指期货限制交易政策的影响**

2015年9月2 日中金所出台政策，严厉限制股指期货的交易，这在当时股市暴跌、形势严峻的背景下，作为一项暂时性管控措施，可以理解。但今后我们应尽快恢复股指期货的正常运作，以发挥其对现货市场的套期保值和定价等功能。当然，我国的股指期货运作尚存明显缺陷，为此，我们在股指期货恢复正常交易之前，还应大力推进制度建设，完善股指期货的监管机制和运行机制。与此同时，还应切实加强现货市场的监管机制。

**4.1 股指期货对资本市场的影响**

分散化的投资组合能规避非系统性风险，无法规避系统性风险。通过股指期货市场的期现套保功能，可以部分或者全部化解股票现货市场上的系统性风险，这也为企业管理层提供了经营中的避险工具。股指期货的推出，对我国证券市场具有划时代的意义。经过五年来的稳步发展，至2015 年6 月股市大跌前，股指期货成交额已占到期货交易总额的半壁江山，股指期货的市场功能得以发挥，并培育了一大批优秀的投资者，为我们股指期货的进一步发展奠定了良好的基础。股指期货在中国证券市场上占有重要地位，在我国证券期货市场中的套期保值、价格发现、资金配置等功能突显，不能片面把股市的异常波动归咎于股指期货，而忽视股指期货在中国金融市场中的积极作用。现阶段股指期货交易仍未解禁，其市场功能无法发挥，建议恢复股指期货交易常态化。

从根本上来说，股指期货活跃了我国资本市场，给股票市场带来了风险对冲工具.然而，股指期货给市场带来好的影响的同时，也会带来一定的风险。

关于股指期货对资本市场的影响，现存两种对立的观点：一种认为股指期货的推出能为资本市场带来正面效应。主要表现为，一是有助于优化投资者结构；二是有利于满足投资者在资本市场上抵御风险的需求，充当着“保护伞”的作用；三是可以有建设性地甄选机构投资者，推进股票市场健康有序发展；四是可以促使股票和股指期货市场同时发展；五是股指期货给投资者带来了获取收益的新途径。

第二种观点认为，股指期货对我国资本市场产生了消极反应。主要表现为，一是对市场资金的基础效应较为明显；二是由于机构投资者在规模上不存在集聚效应，股指期货的引入可能会触发投资者进行不理智的投资选择；三是风险监管方面缺乏充足的经验，使得我国股指期货的发展与成熟市场相比仍存在很大的差距。

究竟哪种说法更符合中国资本市场的现状？这个问题值得我们深思。

**4.2 股指期货交易与现货交易之间的关系**

股指期货和现货市场之间的关系自股指期货产生以来就备受关注。作为经济的晴雨表和温度计，股指期货和现货都是由实体经济和金融因素共同决定。在不同的交易机制和标的差异下，股指期货价格市场交易更加迅速，其价格显示更新速度相比现货市场更快，当利好来临时，期货只是刷屏更快。另外，从交易机理来说，指数是诸多股票价格经过相应公式计算而成的，它必然是在个股股价变动之后才能汇聚而成，其形成需要一定的时间，而股指期货是单一的直接交易品种，加之期货市场的交易特性，其灵敏度比指数要高一点也很正常。

股指期货是国际期货市场最成功的期货品种之一，有价格透明、流动性高且清算所充当着买卖双方的第三方进行结算等特点。同时股指期货市场也存在着高风险，可能引发经济动荡，直接危及国家金融体系的安全与稳定。究竟是股票市场的走势决定了股指期货的走向？还是股指期货的走势影响了股市的走势？这个问题在未来发展和完善我国股指期货监管制度过程中值得深入思考。

**4.3结论**

尽管经历了三季度反复千股跌停的无边黑暗和巨大挫败，幸运的是，李然团队再次抓住了四季度的机会，旗下产品平均上涨25%，迅速恢复了大部分的下跌。截至12月20号，公司旗下产品今年以来的平均收益超过80%。李然内心还是很欣慰。

然而，公司上下依然人心惶惶。一个聚会宴，外行的开玩笑说看见李然就像迎接一个从战场回来的伤痕累累的战士。“如果再有股灾，他们还能度过吗？比如监管变化……”此话勾起了他无尽的感慨。

**（案例正文字数：11059）**

**Should Stock Index Futures Trading Be Restricted During Stock Market Panic?—Case Study of the Restricted Policy Effects in 2015**

**Xu Rong**

**(School of Finance, Renmin University of China, Beijing, 100872)**

**ABSTRACT:** Since the market opening of stock index futures trading in 2010/04/16, the pricing relationship between futures and stocks have been under hot debates. On the one hand, people often see the stock index futures market beating faster than the stock market, and that the stock index futures price movements lead to changes in the spot price. On the other hand, the role that futures market played during the 2015 Chinese stock market crash has been greatly debated. After the stock market crisis in 2015, the introduction of the stock index futures trading policy once again triggered a reflection on stock index futures. This case is based on the perspective of Li Ran, the manager of a private institution, to review the controversy and impact of the stock index futures trading policy.

**KEYWORDS: Stock Index Futures；Stock Market Crisis；Restricted Trading Policy**

**教学手册**

**股灾期间股指期货应该限制交易吗？**

**——关于2015股指期货限制交易效应的案例研究**

**一、教学目的与用途**

本案例主要用于金融专业硕士《金融期货投资学》课程，也可用于《金融衍生品》或《期货市场》等课程。

本案例的教学目的，帮助学生理解股指期货的内涵以及交易机制，理解股指期货对资本市场的作用以及其与现货交易之间的关系。

**二、启发思考题**

为了完成以上教学目标，提前一周对学生进行分组，各小组分别准备以下思考题：

（1）股指期货与现货交易有何联系？

（2）股市危机期间股指期货有何表现？股指期货真的起了“推波助澜”的作用吗？

（3）股市危机期间股指期货的套期保值功能是否有效发挥？

（4）股指期货的发展是否促进了资本市场的完善？

（5）股票市场的走势决定了股指期货的走向？还是股指期货的走势影响了股市的走势？两者之间有何关系？

（6）2017年2月16日，中金所对股指期货的首次解禁，这对我国资本市场的发展有何影响？

**三、分析思路**

教师可以根据自己的教学目标（目的）来灵活使用本案例。这里提出本案例的分析思路，仅供参考。

1. 股市危机中的股指期货分析。

案例对通过对危机期间股指期货的表现的简要梳理，发现现货市场存在动荡时，期货市场发生了更大的动荡。分别对我国当前存在的几种股指期货的市场交易进行分析。以沪深300股指期货为样本，发现股指期货在股市上涨下跌阶段所起的作用。股指期货的涨跌变化可以认为是对股票市场未来走势的预判，但预判并不能决定行情走向。此外，利用股指期货套利功能还可以实现价格发现作用。

2.股指期货限制交易政策分析。

案例对股指期货限制交易政策出台背景的描述性介绍，认为股指期货限制交易是在特殊时期的特定产物，而对此也引发了许多争议。针对这些争议，进而分析股指期货限制交易政策是否有效缓解了股市的波动。

3.股指期货交易的风险分析。

股指期货是资本市场发展的产物，但在我国资本市场发展有待完善，股指期货的发展还有很长的路要走。股指期货虽然有着套期保值的光环，但是有其特定的风险。可能由于市场机制不健全，非理性投机或者杠杆交易，引发期货市场的连带风险。故应参考国际的经验，对期货交易的风险加以监管和防范。

4.股指期货松绑对资本市场影响分析。

2016年12月以来，伴随着越来越高的股指期货交易放开的声音，基差环境得到了很好的改善，为再次建仓提供了很好的时机。如若政策真的松绑，势必将会提升股指期货的流动性，为Alpha策略的对冲基金带来实质性利好。

目前境内股市存量博弈特征明显，趋势性机会不大，但超额收益机会较多。随着新一轮改革的推进及政策落地，以及深港通等政策的实施，市场活跃度有望进一步提升，在维持宽幅震荡的格局下，无论是主动管理型选手还是量化模型都有可能获取相对指数较多的超额收益。

**四、理论依据与分析**

本案例涉及到的理论知识主要包括以下三个方面。

1.期货定价理论

期货价格是指期货交易市场通过公开竞价方式形成的期货合约标的物的价格。期货定价模型是基于这样一个假设：期货合约是一个以后对应现货资产交易的临时替代物。期货价格=现货价格+融资成本。如果对应资产是一个支付现金股息的股票组合，那么购买期货合约的一方因没有马上持有这个股票组合而没有收到股息。相反，合约卖方因持有对应股票组合收到了股息，因而减少了其持仓成本。因此期货价格要向下调整相当于股息的幅度。即有：期货价格=现货价格+融资成本-股息收益。

期货价格的特点还需要考虑其预期性，相比较于现价交易，期货价格还反应了市场对未来价格的一种心理预期，包括通胀预期、经济景气预期、未来基本面因素等，因为市场预期的存在导致期货实际价格的偏离、超买、超卖。期货价格的预期性导致了不确定性和波动性，但同时也是价格发现功能的基础。

期货市场的两大功能：除了价格发现功能之外就是套期保值。套期保值概念即针对持有的现货头寸，在期货市场做相反操作，实为在两个市场做对冲操作，两方期现盈亏互补，以达到规避标的物价格风险为目的的期货交易行为。按期货交易的方向分有买期保值和卖期保值，按企业生产经营环节应用分为锁定采购成本、锁定销售利润、灵活库存管理等。套期保值的根本即利用两个市场对冲掉不利的价格风险，股指期货即是股票对冲风险的市场。

2. 套期保值与套利交易理论

股指期货属于金融衍生品的一种，最基本的功能是风险管理的工具，满足投资者“套期保值”的需求：股市投资者按照市值匹配的原则，做空一定量的股指期货，对冲股市波动对持有股票的影响，当股市剧烈调整时，对于有做空头寸对冲的股票仓位，投资者不必急于清仓，从而减轻股市的抛压，改善股市的流动性。

另外利用股指期货套利交易也可实现价格发现的作用。套利交易是基于交易基差，基差通常是指股指期货交易价格与对应股指价格的差。当基差大于0时，通过买入股指ETF或一揽子股票同时卖出等市值的股指期货，而在基差小于0时，通过卖出股指ETF或一揽子股票同时买入等市值的股指期货，就可以赚取锁定的无风险的基差利润。套利交易的存在给股市和期货市场带来直接流动性，促进价格发现、优化了市场的交易和投资结构，引导价值回归。

3. 投资者情绪

投资者情绪是指投资者对未来预期的系统性偏差称作投资者情绪（stein,1996）。它反映了市场参与者的投资意愿或者预期。投资者能感觉到它的客观存在，但是要问它到底有多高、近期发生了何种变化，每个个体的投资者有因为有持仓、风格、财富、地位等因素的不同，给出不同的答案。不过所有人都难以否认的是，投资者情绪有是个非常重要的概念，在经济活动中，情绪是个不确定因素，它影响到投资者对未来收益的主观判断，进而影响到其投资行为，形成合力后，对市场会形成很大的影响。投资者情绪对未来市场波动的影响逻辑在于对正面消息、负面消息的逐级正反馈放大。

4.Alpha策略

Alpha的思想根源可以追溯到1968年美国经济学家Michael C. Jensen提出的以资本资产定价模型（CAPM）为基础的业绩衡量指标，即基金超额收益的指标。在CAPM模型中，收益可被分解成Alpha和Beta，其中Alpha代表投资组合的超额收益，而Beta代表市场的系统性风险。在对冲基金中，核心便是追逐剥离了市场风险后的绝对收益，即所谓的Alpha策略（如图示）。

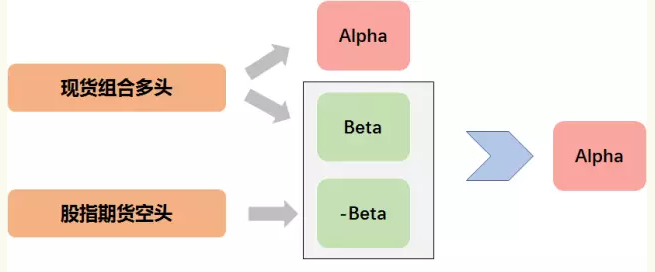


图1 Alpha对冲策略

Alpha策略对冲简单来讲，就是买入一揽子股票多头，同时做空股指期货，去赚取超越基准的收益。市场上涨时，股票多头组合的构建只要涨幅高于指数，即赚取超额收益部分，同理，市场下跌时，只要做到股票多头的跌幅小于指数便可从中获取收益。其过程便是通过卖空股指期货来剥离市场风险后，变相对收益为绝对收益。Alpha策略量化对冲的收益来源=超额收益+基差收益。

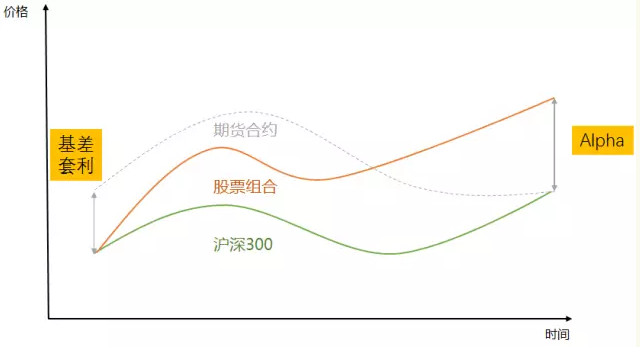


图2 Alpha策略对冲基金收益来源

2015年9月股指期货新政的出台，对股指期货日内开仓进行了交易手数的限制、保证金比例及手续费率提升等三方面的约束，无疑为对冲基金的正常运行带来了极大的阻力。纵观2016年，股指期货合约长期处于贴水状态，沪深300股指期货远月合约大部分时间贴水超过年化10%，中证500股指期货合约超过15%，大大增加了Alpha策略对冲基金的运作成本。收益来源中，基差部分长期贡献负收益，蚕食了Alpha端所获取的收益。

**五、背景信息**

1．股指期货发展历程

股票指数期货是现代资本市场的产物，20世纪70年代，西方各国受石油危机的影响，经济发展十分不稳定，利率波动剧烈，导致股票市场价格大幅波动，股票投资者迫切需要一种能够有效规避风险、实现资产保值的金融工具。于是，[股票指数期货](http://baike.baidu.com/view/10597.htm)应运而生。

自1982年美国堪萨斯期货交易所（KCBT）推出价值线指数期货合约后，国际股票指数期货不断发展，是金融期货中历史最短、发展最快的金融产品，已成为国际资本市场中最有活力的风险管理工具之一。本世纪70-80年代，西方各国受石油危机的影响，经济活动加剧通货膨胀日益严重，投机和套利活动盛行，股票市场价格大幅波动，[股市](http://baike.baidu.com/view/76932.htm)风险日益突出。股票投资者迫切需要一种能够有效规避风险实现资产保值的手段。在这一前景下，1982年2月24日，美国堪萨斯期货交易所推出第一份股票指数期货合约----价值线综合指数期货合约。同年5月，[纽约期货交易所](http://baike.baidu.com/view/1246370.htm)推出纽约证券交易所综合指数期货交易。

1982年-1985年作为投资组合替代方式与套利工具。在堪萨斯期货交易所推出价值线综合指数期货之后的三年中，投资者改变了以往进出股市的方式----挑选某个股票或某组股票。此外，还主要运用两种投资工具：其一，复合式指数基金（Synthetic Index Fund），即投资者可以通过同时买进[股票指数期货](http://baike.baidu.com/view/10597.htm)及国债的方式，达到买进成分指数股票投资组合的同等效果；其二，指数套利（Return Enhancement），套取几乎没有风险的利润。在股票指数期货推出的最初几年，市场效率较低，常常出现现货与期货价格之间基差较大的现象，对于交易技术较高的专业投资者，可通过同时交易股票和[股票期货](http://baike.baidu.com/view/248279.htm)的方式获取几乎没有风险的利润。

1986年-1989年作为动态交易工具。股指期货经过几年的交易后市场效率逐步提高，运作较为正常，逐渐演变为实施动态交易策略得心应手的工具，主要包括以下两个方面。第一，通过动态套期保值（Dynamic Hedging）技术，实现投资组合保险（Portfolio Insurance），即利用[股票指数期货](http://baike.baidu.com/view/10597.htm)来保护股票投资组合的跌价风险；第二，进行策略性资产分配（Asset Allocation），期货市场具有流动性高、交易成本低、市场效率高的特征，恰好符合全球金融国际化、自由化的客观需求，为解决迅速调整资产组合这一难题提供了一条有效的途径。

1988年-1990年股票指数期货的停滞期。1987年10月19日美国华尔街股市一天暴跌近25%，从而引发全球股市重挫的金融风暴，即著名的“[黑色星期五](http://baike.baidu.com/view/1951.htm)”。虽然事过十余载，对为何造成恐慌性抛压，至今众说纷纭。股票指数期货一度被认为是“元凶”之一，但即使著名的“布莱迪报告”也无法确定期货交易是惟一引发恐慌性抛盘的原因，金融期货品种的交易量已占到全球期货交易量的80%，而股指期货是金融期货中历史最短、发展最快的金融衍生产品。特别是进入90年代以后，随着全球证券市场的迅猛发展，国际投资日益广泛，投、融资者及作为中介机构的投资怠行对于套期保值工具的需求猛增，这使得1988年至1990年间股指期货的数量增长很快，无论是市场经济发达国家，还是[新兴市场](http://baike.baidu.com/view/11170.htm)国家，股指期货交易都呈现良好的发展势头。至1999年底，全球已有一百四十多种股指期货合约在各国交易。

股指期货的创新与推广迅速在世界各国迅速发展起来，到80年代未和90年代初，许多国家和地区都推出了各自的股票指数期货交易。1990年至今成为股指期货蓬勃发展的阶段。进入二十世纪90年代之后，关于[股票指数期货](http://baike.baidu.com/view/10597.htm)的争议逐渐消失，投资者的投资行为更为明智，发达国家和部分发展中国家相继推出股票指数期货，使股指期货的运用更为普遍。

股指期货的发展还引起了其他各种指数期货品种的创新，如以消费者物价指数为标的的商品价格指数期货合约、以空中二氧化硫排放量为标的的大气污染期货合约以及以电力价格为标的的电力期货合约等等。可以预见，随着金融期货的日益深入发展，这些非实物交收方式的指数类期货合约交易将有着更为广阔的发展前景。

2.股指期货介绍

（1）股指期货的定义

股指期货(Share Price Index Futures, 简写为SPIF) 的全称为股票价格指数期货，也称为股价指数期货或期指，即以股价指数为标的物的期货，双方约定在未来的某个特定日期，可以按照事先确定的股价指数的大小，进行标的指数的买卖，到期后通过现金结算差价来进行交割。

目前我国在岸的股指期货有如下品种: 中金所在2010年4 月推出的沪深300 股指期货，中金所2015 年4 月推出的上证50 股指期货、中证500 股指期货，包括2 月9 日上市的上证50 ETF 股指期货。

（2）股指期货的特征

在与股票现货市场的比较下，股指期货具有如下的特征:

* 股指期货与期货相同，都有合约的到期日，不能无限的持有下去，当股指期货到期时，就要进行平仓或者交割。
* 股指期货具有高杠杆的特性。期货合约是保证金交易，必须每日结算股指期货合约所需要的保证金，一般只要付出合约面值约10－ 15%的资金就可以买卖一张合约，这一方面提高了盈利的空间，但另一方面也带来了风险。
* 股指期货合约可以卖空，当预期股票价格会下跌的情况下，可以通过卖空股指期货合约来赚取股指下跌幅度的收益。
* 市场的流动性较高，指数期货市场的流动性明显高于股票现货市场。
* 股指期货实行现金交割方式，即在交割时只计算合约的盈亏差额，而不必购买或者抛出相应的股票来履行合约义务。
* 股指期货实行T + 0 交易，T + 0 即当日买进当日卖出，没有时间和次数限制，而股票市场实行的是T + 1 交易。

（3）股指期货的功能——套期保值

套期保值是持有大量股票组合的投资者，为防范股票市场下跌的风险，在股指期货市场上卖出股指期货合约的市场交易行为。在股市下跌时，为了对冲股票下跌的系统性风险，投资者执行卖出套期保值，在股指期货市场建立空头，在股票市场下跌时，股指期货可以获利，以此弥补股票下跌的损失。当进行套期保值以后，无论股票价格如何变动，投资者最终的收益基本保持不变，达到规避风险的目的。

（4）股指期货对现货市场的影响

首先，股指期货是现货市场的价格“指示器”。在股指期货市场，机构投资者和部分个人投资者可以依据对后市的预期在股指期货市场上进行交易行为。因此，股指期货的涨跌变化代表着其对现货市场未来走势的预期。而投资者预期的根据就是现货市场目前的运行状况和趋势以及影响现货市场走势的经济基本面和资金面等，是来自股票市场自身的因素，而股指期货不过是如实地反映了投资者对未来行情的预期，股指期货会领先现货指数走势，但无法决定现货的走势。

其次，股指期货是现货市场的压力“泄洪渠”。股指期货市场活跃度随风险增大而增加的逆周期特征使得股指期货可以承接现货市场大量抛压。股指期货市场套期保值头寸占持仓规模的一半左右，这部分空头资金所对应的其实是现货市场的多头。在股市下跌过程中，部分投资者由于进行了期货套期保值，可以暂缓现货卖出，相应的现货抛售压力就转移给期货市场参与者承担，其实减缓了股票市场波动。如果没有股指期货，现货持有者为了规避系统性风险，只能在现货市场将股票卖出，造成现货市场更大面积的抛售压力。

3. 股市危机期间基差表现

基差等于期货价格与现货价格的差值，期货价格代表着市场对未来某一时间点的现货价格的预期，因此基差在一定程度上反映市场对现货的未来涨跌的判断，基差为正代表着市场以看多为主，基差为负则代表着市场以看空为主。但在实际中，基差的正负同样受过去的市场涨跌影响，也无法决定现货市场走势。

以沪深300股指期货为例，在市场第一波加速上涨期（14年12月-15年1月），股指期货主力合约基差迅速提升，而后随着两融监管趋严，现货市场趋缓，基差收窄；在第二波加速上涨期（15年3月-5月）股指的加速上涨并未出现基差的明显持续上涨，而表现为波动性加大。基差的峰值出现在15年6月1日，当日沪深300基差达172.82，随后大幅下跌。股灾期间股指期货基差迅速下挫，在指数两次大幅下挫时都伴随着股指期货的大幅贴水，基差负极值分别达到-211.96和-400.03。且股灾期间基差维持低位很长时间，套利资金难以平抑基差。对15年4月开始上市交易的中证500股指期货和上证50股指期货研究，发现也表现出同样的变化趋势。

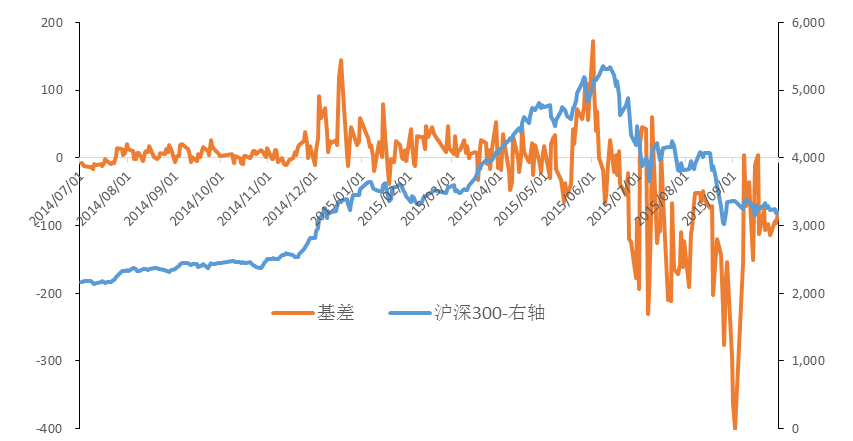
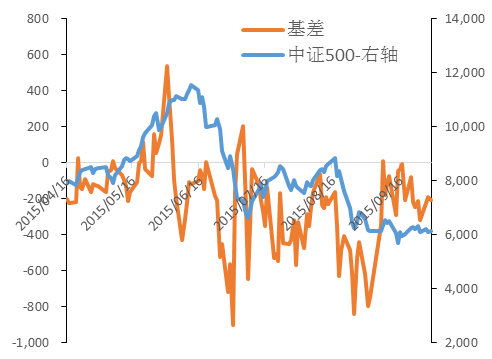


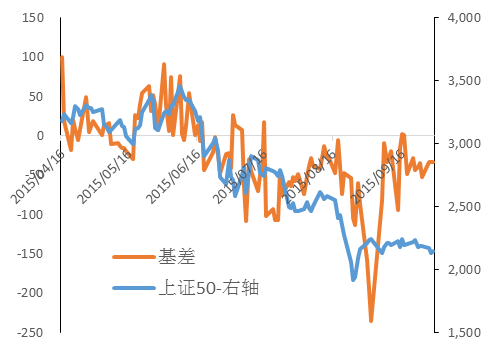
图3 沪深300股指期货基差表现

数据来源：WIND资讯



数据来源：WIND资讯

图4 中证500股指期货基差表现



数据来源：WIND资讯

图5 上证50股指期货基差表现

4.美国的经验

美国在1982 年上市第一只股指期货（价值线综合指数期货）后的五年，经历了一场严重股灾，1987 年10月19 日美国股指期货和现货（道指）在单日内跌幅超过20%。美国并没有对当时广被诟病的股指期货采取紧急的限制措施，而是从现货市场入手应对面对突如其来的股灾，美联储先是在10 月20 日早上公开发表提供市场流动性的言论，随后在当天通过公开市场操作将联邦利率从前一日的7.5%降低为7%，并且在接下来的数周持续向市场注入流动性，并与商业银行和证券公司合作保持经纪商和交易员的信贷的可获得性，美国股市也由该日企稳后不断攀升，开启了十余年的牛市。

在期货市场方面，美国商品期货交易委员会（CFTC）顶住了各方压力，直到股灾发生一年以后的1988 年10月18 日，才基于美国总统金融市场工作小组（PWG）的建议，批准了交易所对股指期货和期权合约每日价格限制和交易暂停等规定进行的修改，而包括熔断机制在内的软性限制措施不仅没有影响股指期货市场的后续发展，反而使包括股指期货在内的美国金融衍生品市场迎来了发展最为迅猛的二十年。

5.股指期货松绑的意义

股指期货在中国上市之后，对股票市场的作用是非常积极的，在一定程度上降低了股市波动性，从而降低了系统性风险。在市场中，如果投资者能对自己的多头头寸的市场风险有保险或对冲机制，另外股指期货所提供的套利机会又进一步增强市场的价格发现功能，对提高股票市场流动性都会有所帮助。

　　在引入股指期货之后，有更多机构投资者，特别是通过私募证券投资基金参与市场的机构投资者，参与开发更多投资策略，如市场中性投资策略，为市场带来更多专业机构投资者，使得股市的价格发现体系更加完备。而即使在去年六七月份股市大动荡的过程中，股指期货也为市场提供减压减震功能。根据研究显示，股指期货在2015年6月至8月股市动荡中，为市场减少相当于4000亿元抛售压力，因为若基金经理有股指期货进行保险的话，他们就不太会急于在现货市场进行抛售。

9月中金所出台股指期货的限制措施之后，对市场产生了一系列负面影响，股指期货交易量直接降到了原来的几个百分点，这对股市也造成很大影响，使得从事市场中性和多空策略的私募经理，无法通过股指期货的手段执行其投资策略。

此外，股指期货被缩小规模之后，市场流动性和交易量也急剧下降，市场波动性在不断升高，在2016年1月份股市再次出现大动荡时，股指期货基本无法起到作用，股市波动还是相当剧烈的，这也说明股市下跌是整个市场本身估值水平过高、杠杆率过高所造成的，而股指期货在市场动荡时恰恰起到的是减震减压的作用。

股指期货对现货市场的系统性风险防范、市场投资者结构改善都有重要作用，对市场的价格发现和风险管理也有着不可缺失的作用，所以针对股指期货的松绑是非常必要和重要的。

关于松绑的时机，更多的可能是政策上的因素，从市场的需求上来看，随时都可以进行。股指期货在中国市场上运营了六年多，在这期间有五年运营很顺畅，整个制度设计也在不断完善，相对于现货股票市场来说，股指期货本身的制度建设更加接近国际标准，而股指期货的松绑对股票市场的发展也应是一个积极的推动。

**六、关键要点**

本案例讨论中，要注重帮助学生理解以下几个关键问题：

1.股指期货是资本市场发展的产物。股指期货具有套期保值功能，可以通过对冲交易实现，完善期货市场的监管有助于股指期货健康的发展。

2.股指期货与现货交易之间存在着一定的联系。一方面，由于交易机制的区别，股指期货的市场反应往往先于现货市场交易；另一方面，股指期货和现货交易都是市场走向的表现。如何发挥股指期货对现货市场的积极作用，需要我们对于期货市场给予现货市场同样的重视。

3.针对股指期货限制交易政策的争论，我们应该从客观角度看待其发生的必然性，对于是否应该取消其限制，则应该根据具体情况具体分析。

**七、建议课程计划**

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行。以下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在90 分钟左右。

**课前计划**：布置启发思考题，请学生在课前完成阅读案例材料、查找并学习参考文献和相关资料、进行初步思考和小组讨论。

**课中计划**：简要的课堂前言，明确主题（5 分钟）。

分组讨论（40 分钟），告知发言要求。

小组发言（每组5 分钟，控制在30 分钟）。

引导全班进一步讨论，并进行归纳总结（15 分钟）。

**课后计划**：如有必要，请学员采用报告形式给出更加具体的解决方案。

**八、相关附件**

**（一）吴晓求著《股市危机：历史与逻辑》，中国金融出版社2016年12月版。**

**（二）清华大学国家金融研究院课题组，《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》研究报告电子版。**

**（教学手册字数：7751）**

1. 本案例由中国人民大学财政金融学院的许荣教授撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。未经允许，本案例的所有部分都不能以任何方式与手段擅自复制或传播。 [↑](#footnote-ref-1)