

金融期货与期权丛书 张慎峰 主编

 中国金融期货交易所
China Financial Futures Exchange

STOCK INDEX FUTURES
FINANCIAL LOGIC ON RISK MANAGEMENT

股指期货

风险管理的金融逻辑

蔡向辉 ○ 著

大国金融重器

成熟资本市场的标准配置

挑战传统、突破习惯、考验人性

风险管理使命与现实旧格局的理念差异与文化冲突

历史磨练浇铸社会担当

人民东方出版传媒

 东方出版社

STOCK INDEX FUTURES
FINANCIAL LOGIC ON RISK MANAGEMENT

股指期货

风险管理的金融逻辑

蔡向辉◎著

人民东方出版传媒

 东方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股指期货：风险管理的金融逻辑 / 蔡向辉 著. —北京：东方出版社，2017.3

ISBN 978-7-5060-9530-3

I. ①股… II. ①蔡… III. ①股票指数期货—期货交易—风险管理—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 041930 号

股指期货：风险管理的金融逻辑

(GUZHI QIHUO: FENGXIAN GUANLI DE JINRONG LUOJI)

作 者：蔡向辉

责任编辑：郭 国

出 版：东方出版社

发 行：人民东方出版传媒有限公司

地 址：北京市东城区东四十条 113 号

邮政编码：100007

印 刷：三河市金泰源印务有限公司

版 次：2017 年 4 月第 1 版

印 次：2017 年 4 月第 1 次印刷

印 数：1—6 000 册

开 本：710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张：25.5

字 数：375 千字

书 号：ISBN 978-7-5060-9530-3

定 价：52.00 元

发行电话：(010) 85924663 85924644 85924641

版权所有，违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题，请拨打电话：(010) 85924602 85924603

目 录

总 序	/ 001
序言一 风险不远，期货很近	/ 005
序言二 五行山下，上路取经	/ 009
第一章 期货的意义	/ 013
第一节 岁月的积淀	/ 013
第二节 独特的价值	/ 026
第三节 内在的逻辑	/ 031
第四节 戴着镣铐起舞	/ 037
第二章 中国的实践	/ 045
第一节 历史的选择	/ 045
第二节 安全平稳的起步	/ 051
第三节 异常波动的考验	/ 060
第四节 喧嚣过后的冷静	/ 073
第五节 一路相伴的争论	/ 093
第三章 股市的回响	/ 101
第一节 期指避险应用逐步展开	/ 101
第二节 股市宏观稳定性增强	/ 109
第三节 股市信息效率提高	/ 121
第四节 投资者微观行为模式优化	/ 139

第五节	股市流动性影响润物无声	/ 147
第六节	现货价格影响要辩证看待	/ 171
第七节	市场创新进步扎实前行	/ 192
第四章	昧在其中	/ 201
第一节	价格认识：期货补充现货，商品金融存异	/ 201
第二节	价格高低：期指升贴水不是股市走势“指南针”	/ 205
第三节	价格引领：先涨先跌但不决定涨跌	/ 225
第四节	价格收敛：交割日无魔咒	/ 236
第五节	机构套保：“空即是多”	/ 249
第六节	期指投机：热心的“保险推销员”	/ 270
第七节	期指规模：不是分流资金，而是共同繁荣	/ 281
第八节	波动影响：保险并非万能，没有保险万万不能	/ 293
第九节	适当性制度：“宁挨人骂，不听人哭”	/ 299
第五章	天下没有新鲜事	/ 311
第一节	美国：大讨论辨明大方向	/ 311
第二节	日本：走过弯路，才识正途	/ 332
第三节	台湾：光靠争论夺不回话语权	/ 340
第六章	向死而生	/ 352
第一节	奈何受限：形势所迫，大局为重	/ 352
第二节	浴火而生：本性使然，宿命所致？	/ 359
第三节	脚踏实地：置身历史，建设未来	/ 370
第四节	仰望星空：底层思维，顶层设计	/ 374
第五节	遑论生死：大道唯艰，且行且思	/ 394
	主要参考文献	/ 399
	后 记	/ 401

总序

20世纪70年代初开始，欧美国家的金融市场发生了深刻变化。1971年，布雷顿森林体系正式解体，浮动汇率制逐渐取代固定汇率制，汇率波动幅度明显加大。同期，各国也在不断推进利率市场化进程。随着欧美国家利率、汇率市场化程度的提升，利率、汇率风险逐渐成为市场风险的主要来源，经济主体对利率、汇率风险管理的需求大幅增加。金融期货期权就是在这样的背景下产生的。1972年，芝加哥商业交易所推出了全球第一个外汇期货交易品种；1973年，芝加哥期权交易所推出了全球第一个场内标准化股票期权；1975年，伴随美国利率市场化进程，芝加哥期货交易所推出了全球第一个利率期货品种——国民抵押协会债券期货；1982年，堪萨斯交易所又推出全球第一个股指期货——价值线指数期货合约。金融期货期权市场自诞生以来，发展一直十分迅猛。近年来，金融期货期权成交量已经占到整个期货期权市场成交量的90%左右，成为金融市场的重要组成部分。

金融期货期权市场是金融市场发展到一定阶段的必然产物，发达的金融期货期权市场是金融市场成熟的重要标志。金融期货期权能够高效率地实现金融风险在市场参与主体之间的转移，满足经济主体金融风险管理需求。1990年诺贝尔经济学奖获得者默顿·米勒对其有过经典的评价：“金融衍生工具使企业和机构有效和经济地处理困扰其多年的风险成为了可能，世界也因之变得更加安全，而不是变得更加危险。”

金融期货期权诞生以来，对全球经济发展起到了积极的促进作用。在宏观层面，金融期货期权显著提升了金融市场的深度和流动性，提高了金融市场的资源配置效率，有效改善了宏观经济的整体绩效；在微观层面，金融期

货期权为金融机构提供了有效的风险管理工具，使金融机构在为企业和消费者提供产品和服务的同时，能够及时对冲掉因经营活动而产生的利率、汇率等风险敞口，使他们能够在利率、汇率市场化的环境下实现稳健经营。

党的十八大明确提出，要更大程度更广范围发挥市场在资源配置中的基础性作用，要继续深化金融体制改革，健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系，加快发展多层次资本市场，稳步推进利率和汇率市场化改革。可以预见，我国将进入一个经济金融市场化程度更高的新时代，利率、汇率等金融风险将成为市场主体日常经营中必须面对和处理的主要风险。在这样的时代背景下，加快发展我国金融期货期权等衍生品市场具有格外重要的意义。

一是有利于进一步提升我国金融市场的资源配置效率。期货期权市场的发展，有利于提升基础资产市场的流动性和深度，从而为基础资产市场的投资者进行资产配置、资产转换、风险管理提供便利，促进金融市场资源配置功能的发挥。

二是助推我国利率和汇率市场化改革进程。随着我国利率、汇率市场化程度不断提高，机构面临的利率、汇率风险在增加。如果缺乏有效的风险管理工具，包括商业银行在内的各类市场主体无法有效地管理风险敞口。这不仅对金融机构稳健经营构成挑战，也会牵制利率和汇率市场化改革的进程。只有在利率和汇率市场化改革过程中，适时推出相应的期货期权衍生产品，才能保证利率和汇率市场化目标的实现。

三是有利于推动我国经济创新驱动，转型发展。实体经济以创新为驱动，必然要求金融领域以创新相配合，才能不断满足实体经济日益多样化、个性化的需求。金融期货期权是各类金融创新的重要催化剂和基础构件，发展金融期货期权等衍生品，有利于推动整个金融行业开展有效创新，拓展和释放金融服务实体经济的空间和能量，促进我国实现创新驱动的国家发展战略。

当前，我国金融期货期权市场还处在发展的初期，远远不能满足市场参与者日益增加的风险管理需求，也远远不能适应我国实体经济发展和金融改革创新的新形势和新要求，加快发展我国金融期货期权市场已经刻不容缓。

中国金融期货交易所于2010年4月16日推出了沪深300股指期货，标志着我国资本市场改革发展又迈出了一大步，对于完善我国资本市场体系具有重要而深远的意义。后来，又在2015年4月16日推出了上证50和中证500股指期货品种。2013年9月6日在时隔18年后又推出了5年期国债期货，并在2015年3月20日上市了10年期国债期货，是继股指期货之后期货衍生品市场创新发展的重要突破，有助于进一步健全反映市场供求关系的收益率曲线。中国金融期货交易所肩负着发展我国金融期货期权等衍生品市场的重大历史使命，致力于打造“社会责任至上、市场功能完备、治理保障科学、运行安全高效”的世界一流交易所，建设全球人民币资产的风险管理中心。加强研究和交流是推动我国金融期货期权市场发展的重要手段，中国金融期货交易所组织出版的这套金融期货与期权丛书，旨在进一步推动各方关注我国金融期货期权市场的发展，明确金融期货期权市场发展路径；帮助大家认识和理解金融期货期权市场的内在功能和独特魅力，凝聚发展我国金融期货期权的共识；培育金融期货期权文化，培养我国金融期货期权市场的后备人才。这套金融期货与期权丛书涵盖了理论分析、实务探讨、翻译引进和通俗普及等四大板块，可以适应不同读者的需求。相信这套丛书的出版必将对我国金融期货期权市场发展事业起到积极的推动作用。



中国金融期货交易所董事长

2016年10月

序言一

风险不远，期货很近

人们渴望未来，又惧怕未来。因为社会生活中风险客观存在，倒霉时“喝口凉水都塞牙”，到来的未必就是心里想的，“未来也根本没有正常可言”^①。然而，未来不是上天的随机反复，人类面对风险时也并非完全无助，对自由的渴望激励着我们不断奋斗，不断挑战未知的世界，努力摆脱命运的左右。从恐惧敬畏到探索接触，从掌握规律到规避利用，人类社会不断进步的另一条线索，就是对风险的认知与管理。

风险来源不同，处置各有千秋。“一朝被蛇咬，十年怕井绳”，就有着风险管理的基本意识。随着社会发展到一定阶段，产生了金融这个专业的风险管理行业。它在组织资金融通、优化资源配置的同时，更在完善风险管理、促进金融自由。其所包括的银行、证券、保险、期货等莫不如此，只不过银行、证券主做加法，重在筹集动员，而保险、期货主做减法，力促风险规避。其中，商业银行的产生，将“一对一”直接信用关系转向了“一对多”间接信用关系，大大降低资金借贷过程中的对手方信用风险，促进了社会资金融通；股票证券的产生，促进经营权与所有权分离，加速资本形成与融合，释放社会生产潜力。而保险针对“纯粹风险”，即只能带来损失、不能产生收益的可能，比如生老病死、火灾地震等，组织社会风险分担，提供损失补偿，

^① 见纳西姆·尼古拉斯·塔勒布著，万丹、刘宁译，《黑天鹅》，中信出版社2011年出版，第138页。

减少后顾之忧；期货则针对“可变风险”^①，即可能带来损失也可能带来收益的不确定性，如股指、利率、汇率及商品价格的涨跌变化，建立对冲机制，利用多空相克相生，实现风险转移与再配置。

随着社会不断发展，知识更加丰富，科技更加发达，经济更加繁荣，但风险非但没有减少，反而更多、更严重。因为经济体量或者说涉险资产规模更大了，经济金融体系的紧耦合性更显著了，内外联系、相互传染更频繁、更密切了，信息传播、聚众反映更迅速、更剧烈了，甚至“蝴蝶扇动翅膀都可能引发飓风海啸”。全球化的今天，社会风险尤其是金融风险的传染性和破坏性也达到了历史顶峰。稳定催生的过度自信，正是未来动荡的源泉，这在次贷危机及其引发的全球金融风暴中已有生动展现。

在诸多风险中，股市风险可能是社会大众最为关注的风险之一，“股市有风险，入市须谨慎”常说常新但仍常常被忽视。想当年，上证综指在2007年10月攀高到6124点，之后随着美国次贷危机的引爆和全球金融危机的加剧而一路调整，2008年10月最低探到1661点，一年跌幅达到73%。期间内，股市总市值从最高32.7万亿元下降66%至最低11.2万亿元，蒸发的市值21.5万亿元，相当于2008年我国31.4万亿元GDP的68.5%。在我们的痛苦记忆刚刚有所平复之后，股市自2015年6月起出现异常波动，上证综指在6月15日至7月8日的17个交易日内下跌32%，大量获利盘回吐，杠杆资金加速离场，公募基金遭遇巨额赎回，市场频现千股跌停、千股停牌，流动性几近枯竭，股市运行出现罕见的危急状况，如处置不力恐酿成系统性风险。

而这只是沧海一粟。

实际上，经过多年发展，我国经济体量剧增，积累大量社会财富，金融资产规模持续增长。截至2015年年末，我国金融业资产总额达到238万亿元（其中，银行业金融机构总资产194.17万亿元，信托资产规模16.30万

^① 当然，期货市场的范畴和内涵也在不断拓展，目前也已经推出“巨灾期货”。美国芝加哥期货交易所1992年推出了ISO指数巨灾期货，1995年推出PCS指数巨灾期权，但都不成功并摘牌。目前交易的巨灾期货产品还有美股芝加哥商业交易所2007年推出的CHI指数飓风期货。总体来看这类产品还有待培育完善。

亿元，保险资产 12.36 万亿元，证券业总资产 6.42 万亿元，基金业总资产 8.35 万亿元，期货业总资产不到 5000 亿元），银行存款 139.78 万亿元，居民个人存款 55.19 万亿元，股票总市值 53.13 万亿元，各类债券余额 48.78 万亿元，对外贸易进出口总值达到 24.59 万亿元，外汇储备余额仍有 3.33 万亿美元。庞大的经济体量和社会财富规模，对风险管理提出了强烈的需求。与此同时，我国正在全面深化改革和扩大开放、建立健全现代市场经济体系，着力发挥市场在资源配置中的决定性作用，基础价格波动将成为常态。随着实体经济的结构升级和转型发展，以及利率市场化、人民币国际化及资本市场对外开放等重大金融改革的深化，经济体量庞大、基础价格波动、结构内涵调整、内外市场联动等诸多不确定因素集聚共振，实体经济风险管理需求十分迫切，亟须建立健全与我国经济金融发展水平相适应的、市场化的金融风险管理模式。

而从全球实践经验来看，谈及管理不确定性带来的风险，期货期权为代表的金融衍生品首当其冲，更加义不容辞。加快发展金融期货市场，打造一个品类齐全、功能完备、安全高效的金融风险管理平台，不但是当前建设多层次资本市场的重要内容，更是提升金融服务实体经济能力的重要抓手和切入点，有利于提升我国金融市场的资源配置效率，助推宏观金融改革不断深化，提高实体经济弹性和国家金融话语权。

要切实推进金融期货市场发展，就必须逾越横在我们面前的认识鸿沟。股指期货 2010 年上市以来，一直处于舆论的风口浪尖，有认可称赞，也有误解质疑，社会争议不断，观点激烈交锋。在 2015 年股市异常波动中，尤其如此。这一现象的背后，既有股指期货专业小众难以理解的因素，也有散户为主的投资者结构影响，既有市场发展不成熟不完善的地方，也有社会大众传播新环境的挑战。

无论如何，每一种声音的背后都有其认定的理由，每一种情绪的背后都是一种真实的诉求。我坚信金融期货的逻辑、作用和价值，但我也尊重和了解所存在的任何一种声音。我更希望能够以一种彼此都能接受的方式，多讲讲我的理解、我的看法，也许这有助于我们共同得到一个更加完整和全面的

期货判断。当然，我也知道，我的看法未必全面，甚至未必正确，也只是我个人的观点而与所在机构无关，还请各位读者多多指正。

在风险管理这条洪荒大道上，让我们一起边走边思考。

蔡向辉

2015年12月

最后修订于2016年11月

序言二

五行山下，上路取经

今天已是2017年1月26日农历腊月二十九，丙申猴年最后一个交易日，市场热盼的股指期货限制措施调整并未如愿而至。

希望，留给了新的一年。

这让我想起了一年前在2016年2月7日除夕留下的几句猴年贺岁话，那时刚开始写这本书。

孙悟空！天生地养，坚如磐石，横空出世，一身本领，火眼金睛，难解天意，五百年苦修，英雄无泪。一朝封印解，奋起千钧，玉宇澄清，齐天大圣至，斗战圣佛成，一世美猴王！只要山青松不老，猴年马月犹可期。

悟空之路，大道维艰。牛兄成魔，白骨生精。如来掌上，真假莫辨。行者所为，九九归一。悟本磨炼，空乃终至。真经度人人自度，期指不空空人心。世人贪多而厌空，岂知空才真世界！敢问路在何方？路在脚下，春在马前，且行且思。

回头来看，五行山对悟空来说的确是一个意味深长的转折点。

有人说，五行山压住了悟空，暗淡了美猴王的光彩，隐匿了斗战圣佛的光环。可经过历史代代口口相传，悟空的故事越发传奇，悟空的精神深入人心，五行山下的磨炼让悟空的形象更加感性丰满。透过历史滤镜，“泼猴”最终显出的是真性情。

也有人说，困住悟空的，不是五行山，而是如来符咒上的六字真言“喻

嘛呢叭咪吽”。那原本是观音菩萨持此修炼成佛的六字大明心咒，据说能关闭六道生死之门。五行被困，六门皆关，纵你三界之外、七十二变，也法力全无，逃遁不开。

还有人说，真正被封印的不是悟空的身，而是悟空的心，下手之人恰恰不是如来，而是悟空自己。悟空未经历练，心性幼稚，如来一眼看穿，略施小计便让其自闭心门，放弃挣扎，乖乖躺在山下，等待宿命那个“Only You”的师父。

不难想象，站在那时的五行山上举目四盼，必然乱云飞渡邪风厉。不但去往西天佛国山高路险，即便大唐京城至此也绝非坦途。要不是猎人相救，唐僧早已身入虎口。如若遇上春运，更可能堵在阡陌之间。但唐僧求取真经事关苍生福祉，实为国家战略，安全抵达至关重要，而悟空护卫是第一保障。重重险阻，师父难免会迟到，但迟早会来到。来此不是为了解放悟空，而是为了求取大法；放出来的也不只是悟空，更是取经成功的希望。

无论此前悟空是如何被困的，无论那时五行山有多高多险，一旦师父到了，封印揭去，重获自由，这就是转折。这时的悟空，已不是放荡不羁的至尊宝，更不是大闹天宫的野猴子了。他有了师父，没了紫霞；有了紧箍咒，没了花果山；戾气分化给了六耳猕猴，肉身平添更多仁义忠心，“大师兄”成了所有人的依靠，这就是重生。一身本领没有错，关键还要讲规矩做贡献。悟空走出斜月三星洞只得了神通，跳出五行两界山更懂了规矩，剖开心见到泪才终于清楚一生所爱，自此明白了舍生取义的道理，戴上紧箍咒，走上取经路，结结实实地扛起了责任与担当，这就是觉悟。

即便如此，这也只是开始上路，此去西天还有十万八千里，此距成佛还有九九八十一难。悟空不能驾起筋斗云直飞大雷音寺，而要牵马挑担前后照顾步步相随。悟空不但要辨得出妖、降得住魔，还要忍得了师父的误会埋怨与责罚。悟空也有彷徨倦怠消沉退缩的时候，但最挂念的始终就是师父。悟空自然也有斗不过的妖与怪，可一切都逃不出如来法眼，一切也都是上天最好的安排。

猴年即将过去，五行山风光依旧，天地间春潮涌动。放眼望，前后皆是更高山，虽难攀登但景致更佳。细思量，山中已无岁月，寒尽竟不知年。山再高，只要师父有心取经，他终究会来到。心莫慌，跳出五行山，自然会明了这种安排的用意。

期指猴子，在此相通。五行山下，各自珍重，取经路上，后会有期。

补录为序，聊作纪念。

蔡向辉

2017年1月26日

