



金融衍生品交易的本质和作用

■ 文/沙石

在全面深化资本市场改革和扩大对外开放大背景下，以场内期货、期权为代表的场内金融衍生品市场的发展及国际化进程仍然相对滞后。金融衍生品交易在现代资本市场发展和危机应对中发挥了什么作用？本文试图通过分析金融衍生品交易与证券市场的关系，股指期货在市场危机中如何帮助提供市场流动性、释放市场风险压力，以及交易限制措施的潜在影响等，回答以上问题，

并为我国金融衍生品市场的发展和国际化提供决策依据。

美国1987年股市崩盘、日本上世纪90年代初的股市危机以及我国2015年股市异常波动之后，社会舆论对股指期货的指责如出一辙。其实经历了40多年全球股票市场历次大幅波动的洗礼，股指期货期权等金融衍生品的交易规模仍然不断扩大。例如，2018年，美国标普500股指期货和期权名义成交金额高达190万

亿美元，是标普500指数成分股交易金额的15倍。金融衍生品交易对证券现货市场（股票、债券等）的意义何在？金融衍生品在市场危机中究竟发挥了什么样的作用？

金融衍生品¹交易的本质

（一）金融衍生品具有更卓越的短中期交易功能

对投资者而言，金融衍生品交易的是现货资本的价格属性，这意

1. 本文中，金融衍生品和场内金融衍生品交互使用，特指在交易所（场内）交易并集中清算的股指、国债期货期权等基准性、高流动性的金融衍生品，不包括个股期货期权和各种场外衍生品，如互换、远期、奇异期权、结构性产品等。

意味着金融衍生品和与之对应的基础现货资产之间有着共同的资本增值的强烈动机。而两者最大差异在于，金融衍生品交易的灵活性和在成本效率方面的巨大优势使其特别适合资本的短中期交易、持有和增值；而证券现货资产交易更适合持有特定资产需求的交易者，尤其是必须通过对特定资产长期持有而获得资本利得、股息、利息、公司治理等股东权益和权利的交易需求。换言之，金融衍生品交易可以更好地满足因资本短中期逐利冲动和避险本能而产生的，包括风险管理、套利和投机等在内的交易需求。

（二）金融衍生品在特定条件下也经常被用来长期持有

因为金融衍生品和标的资产价格有高度的一致性，交易者可以通过持有金融衍生品头寸并不断展仓，对现货资产进行投资替代或风险对冲。例如，资产管理者可以在高利率、低股息率等情况下，通过持有股指期货实现较长的投资替代，从而优化投资回报。在市场中性、量化对冲等投资策略中，交易者经常长期持有股指期货等衍生品头寸以对冲其投资组合的市场风险。交易者通过长期持有场外衍生品进行风险管理的情况也十分普遍。

（三）金融衍生品交易对证券市场交易和投资的意义

相比证券现货资产交易，股指期货等金融衍生品交易强化了投资者长期持有现货资产的意愿，同时改善了投资者持有现货资产的弹性、提高了交易效率、降低了交易成本、提高了投资者现货资产组合业绩回报的稳定性和安全性、降低了相同条件下现货资产市场的波动性、极大地促进了资本市场总体规模的扩大和市场功能的发挥。

正是因为现代金融衍生品交易从多个方面满足了各类投资者的交易诉求，因此，它取代了大量的证券现货资产短中期交易的必要性。这解释了为什么在成熟资本市场中，金融衍生品交易的规模远远高于证券现货资产的交易规模。我国目前沪深300股指期货和现货成分股的名义交易金额之比仅为0.7倍，与国际成熟市场的差距十分悬殊。中外资管机构普遍反映，我国目前股指期货限制过严、流动性过低，严重限制了各类投资策略的运用、提高了资产管理的成本。

场内金融衍生品价格更客观地反映了市场基本面

（一）场内金融衍生品流动性充沛、交易充分

场内金融衍生品合约通过买单卖单的撮合自动产生，并采用现金交割，因此不受标的供给不足和流动性差等因素的影响。而在证券现货市场交易中，由于部分股票发行量小、流动性差、持仓集中等因素，加之过窄的涨跌停板制度，极易出现估值扭曲的现象²。而场内金融衍生品参与者众、交易量大、交易充分；其价格更具连续性和真实性、更能够迅速而客观地反映市场基本面、技术面和市场情绪的变化，并呈现出在特定时点上多空充分博弈后的动态均衡，因此绝大多数情况下不会出现因标的供给短缺或流动性不足而导致的价格扭曲。

（二）场内金融衍生品价格的公允性

充分交易使场内金融衍生品的价格能够更及时和准确地反映交易参与者对市场行情的共识。同时，场内金融衍生品还通过期现价收敛、期现套利等机制维系衍生品价格与现货资产价格之间的内在联系，对期现市场价格的客观性产生重要的制衡作用。因此，场内金融衍生品比证券现货市场有更强的价格发现功能。

（三）金融衍生品的抗操纵性

金融衍生品充分交易的特性使其具有极强的抗操纵性。场内

2. 参阅“Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion”，Edward M. Miller 《Journal of Finance》，Sept 1977. 报告认为由于某些股票供给短缺，加之做空机制不足，必然造成股票价格高估；对股票估值的观点分歧越大，高估的情况越严重。

金融衍生品交易充分的特性，使得个别交易者难以通过非法手段扰乱市场供求平衡，进而操纵市场价格。这就是为什么股票市场和传统的商品期货市场上价格操纵案件屡见不鲜，而场内金融衍生品市场，尤其是股指期货市场，几乎罕见市场操纵案。这也表明金融衍生品更容易客观反映市场基本面的特征。

交易限制、流动性危机和金融衍生品的作用

资本市场诞生以来的400多年间，股票市场大幅波动和金融危机屡见不鲜。金融衍生品产生的50多年来，市场危机的性质并没有发生变化，而金融衍生品在市场危机中究竟发挥了什么样的作用？以“保护投资者和市场机制”为名而进行的交易限制措施是否有效呢？

（一）股指期货“负基差”和现货市场流动性缺失

当负面信息造成股市价格急剧下挫时，股票交易的流动性十分容易出现不断恶化的情况（买卖价差增加、价格连续性变差、市场深度下降等），尤其是当现货市场交易受到限制（如较窄的涨

跌停板）或人为干预时（如限制卖盘等）。这时股指期货价格必然会出现“负基差”扩大的现象³。其原因是：

1. 期货市场价格对于市场信息的反应一般快于现货市场，在市场情绪悲观时，正常的风险对冲和投机交易导致“负基差”实属正常。2. 如果现货市场出现流动性不足的情况，更多的交易者必然会到流动性更好的股指期货市场进行风险对冲，因此可能导致“负基差”扩大。3. 由于现货市场融券成本高、券源匮乏，致使“买期货卖现货”的套利机制交易无法进行，必然造成“负基差”持续存在的现象⁴。

因此，股市波动中股指期货的“负基差”现象很大程度上体现了衍生品市场对现货市场流动性的补充；它不仅是对市场状况的客观反映，更是市场风险压力释放、风险情绪宣泄和重新发现市场平衡的结果。

（二）限制卖空或提高交易成本无助于化解危机

首先，限制措施基本不能改变市场基本面和价格走向。当市场面临急剧下跌行情时，限制衍

衍生品卖空或提高交易成本经常被当作一种“应急措施”。限制措施可以一定程度上抑制卖方参与衍生品交易，但并不能改变市场基本面，卖方减少不等于买方增加，更不等于买方愿意提高买入价格，原因是：1. 在下跌行情中，成交价格极大程度上取决于买方的意愿，卖方一般是买方价格的接受者。2. 如果限制措施暂时“奏效”，市场价格被维持在不可持续的高位上，这对买方交易者来说风险极大。因为一旦市场继续下跌，原有买方遭受损失后必然加入卖方行列，从而加重市场下行压力。

其次，限制措施导致市场流动性进一步恶化。限制衍生品卖空、提高交易成本可能使部分投机交易者离场，但同时也导致市场流动性急剧下降。研究表明，衍生品投机交易在市场大幅下跌中买卖基本均衡；虽然投机交易一般会顺势而为，但有缓冲价格大幅跳跃的作用，对市场价格走势的影响总体是中性的⁵。但是，限制卖空、迫使投机者离场必然造成市场流动性恶化，并对基本面买方和卖方（多为机构投资者）产生严重的负面影响：

3. “负基差”是指股指期货价格低于现货指数价格的现象。“负基差”常常被误认为是股指期货引领股票市场下跌的“证据”。

4. 在股市暴跌过程中，“负基差”现象普遍存在，但在成熟市场，由于市场机制比较完善，“负基差”存在的时间较短，差值比例也较低。

5. 参阅“极端行情下股指期货各类交易者行为特征和影响”，沙石、薛纪晔，2017年9月，中国金融期货交易所内部研报。

参阅“The flash crash: The impact of high-frequency trading on an electronic market”，Kirilenko, Andrei, A. S. Kyle, M. Samadi, and T. Tuzun, May 5, 2014, working paper.



1. 期现货市场流动性恶化导致对冲成本提高，迫使有对冲需求的卖方交易者不惜成本低价卖空，实现对冲；2. 因衍生品市场交易受限，基本面卖方可能放弃衍生品对冲，而直接抛售股票，进而加剧现货市场的震荡，引发连锁反应；3. 有买入持有意向的交易者可能因担心市场持续下跌、价格连续性变差、平仓风险上升、规则不确定性增加等因素而进一步压低买价，甚至选择离场观望。这正是市场流动性危机的典型特征。

（三）流动性危机可能引发系统性风险

流动性是市场的血液，是支撑市场机制正常运转、维系市场信心、防范系统性风险发生的生命线。限制卖空等举措虽然用意是降低市场下行风险，但很可能将市场正常的下探寻底过程，激化成一场市场流动性危机。而流动性危机必然加剧市场恐慌、打击投资者信心，进而引发资本踩踏式出逃、风险外溢、危机升级等更大的风险事件。

笔者认为，2015年我国股市异常波动是流动性危机的典型案例之一⁶。2015年6月初，沪深股市受限于过窄的涨跌停板，大量股票跌停，导致现货市场流动性急剧下降。交易者被迫到股指期货市场中寻求风险对冲和交易机会，造成股指期货承压，“负基差”扩大。之后各种交易限制措施陆续出台，市场流动性进一步恶化，导致市场恐慌加剧、股价持续下行、波动率居高不下、市场交易极度低迷、大量投资者离场观望。这场由市

6. 参阅“量化投资与高频交易对市场的影响”，清华大学国际金融研究院课题组，牵头人：吴晓玲、李剑阁、王忠民，《清华金融评论》2016年第2期。

场基本面恶化引发，之后升级为流动性危机的股市“异常波动”一直持续到2016年6月才呈现出筑底企稳的迹象。

市场危机的化解之道

（一）明确危机中市场监管的目标

市场价格的涨跌是市场基本面的客观反映。应对市场危机，政府可以通过短中期的政策调整（如货币政策、产业政策和税收政策等）改善市场基本面，稳定市场预期，进而对市场产生积极的影响。在市场危机中，除了必须从严打击市场操纵、违规违法交易以外，市场监管者应确保市场信息畅通、维护交易结算体系和大型金融机构稳定、保护期现货市场流动性、保持市场机制的有效运转，尤其是要让投资者对监管规则有稳定的预期。

（二）肯定场内金融衍生品在市场危机中的积极作用

在市场危机中，应该肯定股指期货等金融衍生品在提供市场流动性方面发挥的积极作用，努力维护其交易机制的正常运转、确保衍生品结算流程的稳定性和效率，保护市场流动性。这有利于金融衍生品风险管理功能的发挥，也有利于市场风险顺利释放、

市场情绪尽快稳定，并使市场尽快达到新的均衡。而临时改变交易规则、强制干预微观交易行为的措施，不仅极可能引发流动性危机，而且其对市场机制的破坏和对境内外投资者信心的打击要比市场波动本身带来的损害严重得多。采取这类措施必须慎之又慎。

（三）应对市场危机宜疏不宜堵

监管者可以通过事前风险预判、风险预警、风险防范来防止过度杠杆和投机。而当面临市场危机时，央行和监管机构则应该采取疏导性措施，确保金融机构流动性充裕和清算系统的稳定；打击违法违规的同时，努力保护市场流动性，稳定市场预期，防范系统性风险的发生。从国际市场看，可供参考的具体措施包括：

1. 适当提高交易保证金。其用意是降低信用风险发生的可能性、保护交易结算体系的安全性。
2. 设置合理的熔断机制⁷。如参考标普500指数期货市场，在现货指数波动至7%、13%时，证券和期货市场暂停交易15分钟。目的是使市场获得冷静和反思的时间，同时确认资金信用状况是否稳定、交易清算环节是否安全有效等。
3. 全市场停牌机制。如当标普500指数波动达到20%时，

实施全市场（股票和期货）当日停止交易，以维护市场稳定。4. 价格波动带。该机制主要作用是防止恶意订单或错误订单破坏市场交易秩序。但当市场大幅波动时，通常暂时放宽或暂停价格波动带的限制，以防止其阻碍市场流动性。

促进场内金融衍生品市场的发展和国际化进程

发展股指期货等场内金融衍生品市场与资本市场强化底线思维和防范系统性风险并不矛盾，因为它们和股票市场一样，其本身并不增加或减少风险，而只是市场风险的反映。系统性风险源于基本面的重大变化，也取决于市场监管者的研判预判能力、监管手段的及时性和有效性。深入理解金融衍生品交易的本质及其在市场危机中的积极作用，建立有效的、基于市场化理念的危机应对机制，有助于在防范重大金融风险的同时，促进我国金融衍生品市场的发展和国际化进程。而这对完善我国资本市场制度建设、提高市场规模和全球竞争力、进而促进实体经济的高质量发展，也有着十分重要的战略意义。^[8]

（本文作者为中国金融期货交易所高级顾问）

7. 参阅“美国期现货市场熔断机制演变及其启示意义”，王宇超、尹小为、刘莹，中金所《金融期货研究》2015年11月24日。