

第十七期上证联合研究计划系列课题

股指期货带给证券公司的风险及外部监管

股指期货给金融机构盈利模式、风险控制带来巨大影响。作为证券市场重要参与主体和股指期货风险主要载体的证券公司,业务模式和风险特征也同样会发生很大的变化。

上海证券公司课题组
◎课题主持人:姚兴涛
◎课题协调人:司徒大年
◎课题组成员:林琳、周晓丽、畅慧珏、李艳、周凯

证券公司参与股指期货的业务方式

股指期货市场的创建将给证券公司提供扩充传统业务范围的良好机遇,自营业务、资产管理业务的投资方向和投资策略将发生变化,经纪业务的内容将扩大到期货介绍商,定期合作的新业务模式建立,证券公司收购期货公司,经营范围间接扩大到期货经纪。具体而言,证券公司从事股指期货业务的方式包括以下几种:

1、投机者

股指期货投机是指在股指期货市场上以获取差价收益为目的的期货交易行为。证券公司的自营部门和资产管理部可以以赚取单边价差为目的作为投资者参与股指期货合约的买卖。

2、套利和套期保值者

套利。股指期货的套利是指利用市场暂时存在的不合理比价关系,通过同时买进和卖出相同或相关的股票组合或股指期货合约而赚取其中的差价收益的交易行为。股指期货套利模式主要有三种:期现货之间的套利(期现套利)、同品种不同到期日期货之间的套利(跨期套利)、不同期货品种之间的套利(跨市套利、跨类套利)。

套期保值。套期保值是通过期货市场的操作达到冲减现货价格风险的行为。利用股指期货对现货进行套期保值可以实现两方面的目标:第一是根据市场状况调整投资组合的 β ,满足市场时机选择战略的需要;第二是消除系统风险,保留已有组合的超市场部分 α ,赚取交易者的择股收益。

3、介绍经纪商(IB)

根据《证券公司为期货公司提供中间介绍业务实行办法》,符合相关规定的证券公司可以为全资拥有或控股的、或被同一机构控制的期货公司提供中间介绍业务是指证券公司接受期货公司委托,为期货公司介绍客户参与期货交易并提供其他相关服务的业务活动。

4、股权投资

管理层鼓励优势券商并购期货公司,并推出IB制度促进定期合作。这具有双刃剑的效果,一方面可以利用优势券商近年来积累的抗风险的资金实力和管理风险的能力,管理创建伊始的金融期货经纪风险,利用优势券商的客户资源培育金融期货市场;另一方面又使期货公司与证券公司之间的关联性加强,风险的隐蔽性增大。

针对股指期货的投机风险

证券公司的自营部门和资产管理部可以对股指期货进行单边投资,赚取差价收益作为对于股指趋势性判断的高杠杆回报。一般而言,单边投资股指期货的风险有以下几方面:

市场风险

以赚取价差为目的的投资,制胜的关键在于对股指走势的判断和对投资策略的选择是否正确。市场的波动可能超出投资者的预期,给投资者带来投资风险。与投资现货品种相比,投资股指期货的投资单位大,保证金制度一方面降低了投资资金的占用另一方面却数倍的增大了投资风险,因此单边投资股指期货的市场风险远远高于投资标的股指的市场风险。

操作风险

第一,期货投资与证券投资有一定的差异,股指期货的交易方式、交易规则都有一定的特殊性,熔断、强制平仓、强制减仓、持仓限额等机制都会对交易策略的效果产生意想不到的影响,对于证券公司的交易人员来说需要一定的时间和实践,尽管中国金融期货交易已经组织了仿真交易,但在实际操作中仍然存在发生风险的可能。第二,投资市场都存在投资者利用资金优势、持仓优势、信息优势单独或者合谋操纵交易价格的风险,交易者违规职业操守操纵股指期货价格将累及证券公司,加大证券公司的法律风险。第三,资产管理业务存在操作人员超越契约投资范围,将委托资产投资于股指期货等金融衍生品,导致客户资产风险加大的可能,将为证券公司带来法律风险和赔偿风险。第四,由于员工职业道德或者市场流动性障碍等原因,证券公司自营或资产管理业务投资股指期货业务的未平仓敞口超越监管要求、资产管理契约要求或者内部风险管理要求,将给证券公司带来法律风险、赔偿风险和资产损失的风险,严重者有可能导致证券公司丧失金融衍生品交易资格、净资产/净资本降至分类监管分界线之下甚至导致证券公司破产。

信用风险

期货合约属于信用品种,以较低比例的保证金承诺未来的交易。在交易对手由于各种原因难以履行合约时,交易的另一方将不得不承担信用风险,丧失依据期货合约可以得到的收益。股指期货的结算体系是由交易所(结算公司)充当所有投资者的交易对手,它是所有买方的卖方和卖方的买方,其中心职责是负责股票指数期货交易的最后结算业务,确保合约到期交割或未到以前平仓,这样整个股票指数期货交易的信用风险就全部转移到交易所(结算公司)。结算中心通过建立的一系列制度、措施,使整个市场的信用风险下降。但信用风险并未完全消除,当市场出现剧烈波动时,结算中心为降低信用风险所设计的各类保证性资金可能被耗尽,结算中心作为所有交易者的交易对手发生信用危机,从而系统性的信用风险将爆发。

在股指期货单边投资带给金融机构的众多风险中,市场风险是最主要的风险,如何有效控制市场风险是内部控制的核心。研究表明,股指期货理论价格的波动受多重因素的影响,包括标的指数的波动、到期日、股息红利分布、交易成本等,并且股指期货价格的变化表现出更大的波动,尤其当市场出现异常波动时。

我们选取沪深300股指期货仿真交易中最活跃月份合约分析沪深300股指期货仿真交易与沪深300指数的价格波动情况。结果显示仿真交易数据呈现的股指期货市场风险特征与国际市场股指期货市场特征有显著差异,原因可能在几个方面:第一,投资者利用虚拟资金参与仿真交易,投资心理与真实市场情况差别较大;第二,仿真交易参与者数量较少,股指期货的价格发现功能尚未有效发挥;第三,现阶段交易策略比较单一,套期保值、期现套利、反向套利等投资策略的实施受到一定限制,价格偏差未能被有效修正。但是,仍然不能排除由于投资者对于这一金融衍生品的投资技能尚不完善、境内市场投机气氛过于强烈造成价格走势异常的可能。这在预测股指期货推出后的真实价格波动时面临相当的困难。

针对套利和套期保值业务的风险

证券公司自营和资产管理部进行股指期货投资时,套利是一种低风险的盈利策略,套期保值则有利于化解头寸风险或者进行投资策略选择和调整。一般来说,套利和套期保值业务的风险包括:

1、市场风险

基差风险。基差就是某一特定地点某种商品的现货价格与同种商品的某一特定期货合约价格间的价差,即,基差=现货价格-期货价格。套期保值实际上是用基差风险替代了现货市场的价格波动风险,如果投资者在进行套期保值之初与结束套期保值之时基差没有发生变化,就可能实现完全的套期保值。因此,套期保值者在交易的过程中应密切关注基差的变化,并选择有利的时机完成交易。

保值率风险

交易者(除了追踪指数的投资者)持有的现货资产往往难以与股指期货对应的标的的现货组合完全吻合,这就产生了保值率风险。根据最小方差模型,最佳套期保值比率

$$N = \beta \frac{\sigma_S}{\sigma_F} \cdot \beta$$

为欲保值的现货资产相对于股指期货标的资产组合的beta系数。对所持有的股票组合进行套期保值,可能由于持有组合的beta值过高或过低、以及beta值的时变性,存在保值率风险。因此,投资者应选择beta值比较接近于1的现货组合进行套期保值。在此基础上,对beta值的时变特征进行动态跟踪,及时调整组合中beta值过低、或者不稳定的股票。

2、操作风险

第一,尽管套利和套期保值的目的在于获取低风险收益,但真正完美的操作几乎不存在,套利和套期保值(特别是不完全对冲情况下)的操作需要大量的经验分析和理论推断,经验分析和理论推断的准确性、可靠性是套期保值是否成功的关键所在,不完善的套利和套期保值将产生敞口,一旦异常敞口引发流动性困难,套利者和套期保值者很可能被迫退出市场,产生巨大的损失。小概率事件的发生也会严重影响套利或者套期保值策略的效果。

第二,套利大多依赖于程序化交易,根据成熟市场程序化交易的经验来看,抓住套利机会既需要程序设计的套利策略更完善,又需要程序交易的速度更快,否则套利策略难以实施,因此大量投入了人力物力的程序化开发也存在风险。

针对IB业务的风险

1、合约风险

合约风险就是合同不完善引发的未来损失或纠纷。在股指期货推出的初期,合约风险将是作为IB业务参与方的证券公司、期货公司面临的一个主要风险。证券公司按照委托协议对期货公司承担介绍业务受托责任。如果合约双方对于合同事项有不同的理解,证券公司从事期货交易的客户提供了某些引起争议的服务,则期货公司有可能面临IB合约风险和期货经纪合同责任的双重风险,进一步引起与证券公司间的合同纠纷。

2、操作风险

由于现行框架禁止证券公司变相开展期货经纪业务,证券公司只能为期货经纪提供辅助性服务,这使我国证券公司的股指期货介绍经纪业务的风险主要存在于操作风险。第一,证券公司在业务操作过程中存在各个工作点的流程制度设计、员工失素质和员工素质、信息网络系统可靠性等风险以及管理操作人员道德风险。这方面的操作风险在各个业务环节中(如开户环节、交易环节、委托环节、咨询环节等)无处不在,对操作风险的管理也是证券公司对于股指期货介绍经纪业务内控的核心。

第二,证券公司介绍证券客户给期货公司,客户保证金需要及时完成从证券保证金帐户向期货保证金帐户的划付,银

第三,在实践中很难清晰的区分一笔交易的目的究竟是套利、套期保值与投机,能否有效的控制股指期货投资的整体风险超越对单笔交易操作的控制,成为风险管理和监管的关键所在。

3、流动性风险

套利和套期保值策略的实施存在流动性风险,如果股指期货合约流动性差或者执行成本很高,套利和套期保值策略难以执行,将形成敞口暴露在市场风险之下。

早期的商品期货交易,经常出现恶意逼仓行为,利用现货优势或者资金优势使价格远远偏离现货价格或理论价格,同时还经常出现连续涨跌停板的走势,导致套期保值交易的期货头寸无法对冲。股指期货市场虽然实行现金交割的机制可以降低市场操纵行为,但如果市场机制不健全,合约设计不合理,也会面临流动性差异风险。

我们利用模拟数据对利用股指期货对现货投资组合进行套保的可能效果进行分析。选取234只积极投资偏股型基金2007年二季度持有的前十大权重股构造现货投资组合。采取两种方式模拟股指期货价格,一是用现货指数收益率来替代股指期货日收益率,倒推股指期货价格;另一种是以沪深300股指期货仿真交易的数据。

EG协整检验后计算套期保值效果:

表1 组合与沪深300指数的套期保值效果

	方差	协方差	最优套期保值比率	套保后方差	套保效果
组合	0.0609%				
沪深300指数	0.0514%	0.0450%	0.88	0.0215%	64.7%

表2 组合与股指期货仿真交易的套期保值效果

	方差	协方差	最优套期保值比率	套保后方差	套保效果
组合	0.0536%				
期指仿真交易	0.0509%	0.0358%	0.3940	0.0395%	26.31%

沪深300指数的套期保值效果较好达到64.70%;而仿真交易数据套期保值效果较差。这表明,若股指期货走势与标的指数走势较为一致,则利用股指期货套期保值可以较好的降低投资组合的系统风险。因此,在股指期货推出之初加强市场监管,促进价格发现能力的提高,对于股指期货市场快速进入健康发展轨道具有重大的意义。

转帐、银期转帐的准确性和及时性要求证券公司必须选择具有技术系统优势的银行作为托管机构。如果托管机构选择不当,证券公司也需要在相应风险中承担责任。

3、经纪风险的“期一证”传导

在现有模式下,证券公司和期货公司是关联方,属于金融集团的范畴,利益容易统一,有利于合作和资源共享。但弊端是证券公司从期货公司客户因此将出现迁移和流动。因此,期货公司的经纪业务能力将影响证券公司经纪客户的稳定和增长,构成证券公司经纪业务的经营风险。

第二,期货交易损失直接导致证券公司客户流失。首先,证券公司通过IB业务介绍给期货公司的客户,最直接的来源就是证券公司自有的客户资源;其次,证券公司客户的风险容忍度不会迅速适应期货投资,一旦遭受巨大损失,有可能直接导致其对证券公司的不满;再次,股指期货单位投资资金大,有可能占用证券公司客户的绝大部分本金,一旦损失,该客户将无力继续从事期货和股票现货的交易。

针对股权投资期货公司的风险

首先,作为期货公司股东的证券公司以出资额为限承担期货公司的全部经营风险。期货公司的自营风险、结算风险、经纪运营风险等可能引发期货公司净资产萎缩,证券公司存在股权投资风险,其中结算风险对于期货公司的破坏性最大。

其次,关联利益可能损害其他客户的利益。证券公司或关联企业的自营帐户投资股指期货时,期货公司有动力让关联机构的报单先于其他客户的报单,获得优先成交的可能性,损害其他客户的利益;也可能降低对关联企业的保证金要求,造成保证金缺口。

对证券公司股指期货业务外部监管的借鉴

境外股指期货市场的历史经验证明,建立完备的期货市场监管制度和风险控制体系,并在实践中不断加以完善,通过合理的制度保证投资者信心、市场完整性和有效的风险控制,是推动股指期货市场健康发展的关键所在。总结海外市场的成功经验,几方面值得借鉴:

联合监管

对围绕股指期货的交易、经纪等业务活动,证券和期货监管当局、相关行业的自律机构、交易所相互联合,共同构筑监管防线。并根据市场的发展和品种的丰富,由紧入松适时调整监管的内容和尺度。监管各方之间适时对具体情况交换意见,监管对市场参与者采用监管与指导相衔接的手段。

风险隔离

第一,资产隔离。为了防止会员破产或者出现财务问题能够有效保护投资者,各市场要求客户资产与会员自有资产分离,这样起到风险隔离的作用。第二,期货交易经纪隔离。证券公司参与股指期货业务需要以IB形式,IB只负责介绍客户到期货公司,并不经手客户的保证金,也不会代理客户进行期货的交易、结算或交割。这样期货业务和证券业务相隔离,金融期货市场的风险和现货市场相隔离,限制了风险范围。

分层结算

与我国商品期货交易所不

同,台湾等市场会员架构均呈金字塔型,依据资本金及财务指标状况,分为结算会员与交易会员。通过提高结算会员的资格标准,使得实力雄厚的金融机构成为结算会员,最终实现分层逐级控制和承担风险的目的,有效地分散和降低风险。

交易限制

设置持仓限额或者大户报告制度等是期货交易的惯例。韩国交易所对程序化交易进行限制。1988年,CFTC和SEC批准了纽约股票交易所(NYSE)和CME的“断路器”。实践证明,这些基本制度能够保证正常波动条件下的风险控制。

跨市场监管

由于股指期货衍生自股票现货市场,跨市场监管主要是针对金融现货市场的操纵行为,维护股指期货市场交易秩序,保证股指期货交易的公正性。各交易所通过明确划分职责范围以及成立多边协作组织等方式加强股票市场和股指期货市场跨市场之间的信息共享和协调管理。

证券公司报告制度要求提高

各国在股指期货等金融衍生品推出之后,进一步完善证券公司报告制度,报告指标体系进行更新,强化关于风险管理方面的报告要求,引入技术方法进行风险揭示。同时,监管部门强化了对证券公司风险核查的手段和方法。

关于境内券商股指期货业务监管的建议

1、证券公司股指期货业务监管的一般措施

(1)市场准入制度。交易所和监管部门需要在市场准入制度方面对参与机构的资质和信誉进行评估,以减少违约风险和恶意操纵市场的风险。

(2)资讯隔离——“信息长城”机制

“信息长城”制度是指综合性证券公司或金融公司内部控制的一系列内部政策或规定,其目的是控制或隔离不同公司部门之间信息流动。在股指期货推出之后,证券公司一方面负责将客户介绍给期货公司,另一方面由于定期合作而可能掌握大量内幕信息,两方面业务使得券商进行知情交易的可能性增加,如何最大可能避免知情交易是交易所和监管部门外部监管的重要职责之一。

2、市场风险的监管

(1)科学的合约设计和完善的市场机制。交易所在制定标准化的股指期货合约以及相关交易制度时,需要防范股指期货操纵风险,避免股指期货头寸过多集中于少数投资者手中,造成风险过度集中。科学的合约设计应当考虑到合理的标的指数选择与编制、合约基本要素如合约规模、结算价格的确定等方面,从合约本身入手防范风险。

(2)全面市场风险的披露和报告制度

证券公司从事股指期货业务的市场风险往往难以被单独识别,以往证券公司现货市场风险的披露和报告制度需要有所改进,从简单的披露持仓数量、浮动盈亏转向披露按照统一方法计算出的风险数值。直接揭示风险值的监管方法,使监管机构可以以快速了解各金融机构的市场风险状况,并能够在金融机构市场风险和风险承受能力之间,在各个金融机构之间做出比较,及时发现市场风险过高的薄弱环节。

3、对证券公司内部控制的引导和要求

(1)组织制度要求:建立风险管理组织机构。我国证券公司虽然没有相应的风险管理机构或部门,但在运行中大多形式大于实质。金融期货推出后,证券公司的经营风险被进一步放大。证券公司必须强化风险管理委员会的功能,确保公司对各种风险能够识别、监管和综合管理。

(2)治理结构要求:引导证券公司完善内部治理结构

由于证券公司与期货公司同属金融行业,客户源交叉非常普遍,很容易形成内部人的职责不明、权力不清。证券公司在控股期货公司后,要严格做到专事专管,在期货公司与证券公司的独立法人机构之间设立人事与资金等方面的风险防范火墙。

(3)风险管理技术要求:股指期货风险测算与最优谨慎保证金水平

我国的证券公司在金融期货推出后运用更现代化的风险管理技术,应用组织严密并能对风险进行实时监控的综合风险管理模型,并且风险管理的范围应当外延到所控股的期货经纪公司,对期货公司实施有效管理。(本课题关于运用VaR、TRM理论数量方法对股指

期货的风险测算及此基础上的客户谨慎保证金水平做了一些尝试,限于篇幅略去。)监管部门应就相关的理论和方法对证券公司进行宣传和引导,促进行业整体规范化水平的提高。

(4)信息技术系统要求:信息化、安全性和对监管开放

开拓期合作业务后,信息技术系统需要根据业务发展及风险控制的要求进行改进。监管机构应鼓励创新类证券公司在信息技术系统建设的推进上做出探索。要求开展金融期货业务的证券公司能够满足信息技术系统不断更新的基本标准,便于监管机构及时掌握证券公司股指期货投资的持仓水平、IB业务中客户资产托管的转移路径以及证券公司的全面风险状况。

要求期货公司建立和完善相应的信息技术系统

通过该系统及时监管证券公司在关联期货公司的保证金是否低于交易所的要求,关联证券公司的资金是否与其他客户的资产混同,IB客户资产的转移路径是否存在问题等。

4、借助其他机构的力量或渠道

(1)借助外部审计监督。外部审计师对证券公司进行审计主要着眼于两方面:内部控制审核和会计报表审计。对内部控制制度的完整性及有效性进行专项测试,在了解和测试内部控制的基础上实施会计报表审计,这样的审计报告有利于监管部门对证券公司的风险控制指标、现金流情况和高管及股东的诚信状况有全面的了解。

(2)借助商业银行的资金管理功能

商业银行作为全社会资金流转的中枢,对证券公司股指期货业务发生的资金划付承担重要的作用。目前,商业银行的监管职能由银监会执行,期货公司的监管职能由证监会执行,借助商业银行监管证券公司,需要进一步强化监管机构之间的合作和协同。

5、针对证券公司投资业务的特别监管

(1)投资限制。股指期货推出的初期阶段,应对券商自营和资产管理投资股指期货进行严格限制。只允许符合相关规定券商的自营业务投资股指期货,并以套期保值为主要目的。同时,严格禁止包括专户、集合理财等形式在内的资产管理业务专门投资于股指期货,但可适用于套期保值。

(2)保证金帐户管理

证券公司资产管理业务的资金投资股指期货,必须设立专户用于存放保证金,便于对保证金的监管。证券公司及关联机构以自营资金在关联期货公司投资的,保证金实行专户管理,便于对保证金水平进行监督,并避免对其他客户资产的损害。

此外,新兴市场监管证券公司股指期货业务多采用的由紧入松的监管步骤值得借鉴。监管层应当在业务初期提高门槛、加强控制,积极引导,随着金融衍生市场的不断发育和成熟,逐渐放宽监管要求。(本文仅代表作者的观点,不代表任何机构)