

期货交易风险与控制

关昊 李小智 编写

沈阳职业技术学院金融学院

2013 年 7 月

目 录

第一章 期货市场风险分析

- 第一节 期货市场的产生
- 第二节 期货市场的风险主体和风险环境
- 第三节 期货市场的风险因素
- 第四节 期货市场的风险类型及其特征
- 第五节 我国期货市场的风险管理
- 第六节 期货市场风险研究

第二章 期货公司风险分析

- 第一节 期货公司的性质、职能和作用
- 第二节 期货公司的风险因素
- 第三节 期货公司的风险类型及其表现

第三章 中国期货公司管理办法

- 第一节 我国期货公司管理特点
- 第二节 上海期货交易所风险控制管理办法
- 第三节 大连商品交易所风险控制管理办法
- 第四节 郑州商品交易所风险控制管理办法
- 第五节 中国金融期货交易所风险控制管理办法

第四章 期货交易经验

- 第一节 谈交易经验
- 第二节 期货交易通病

第五章 风险管理案例

- 案例一 雷曼兄弟破产
- 案例二 “中航油” 事件
- 案例三 中信泰富炒汇巨亏事件
- 案例四 法国兴业银行巨亏
- 案例五 越南金融危机
- 案例六 俄罗斯金融危机

第一章 期货市场风险分析

企业风险管理系统是在所处的环境中建立并执行的。因此，对期货公司风险管理的分析就离不开对期货市场风险的分析。

期货市场是一个各种风险集聚的市场，其风险产生于影响市场价格的各种因素的不确定性，它无时不有、无处不在。因此，必须加强对期货市场风险管理、防范和控制的研究，减少风险可能造成的损失。

第一节 期货市场的产生

具有现代意义的期货市场，是从 1848 年美国芝加哥期货交易所的成立开始出现的，其形成开拓了大宗农产品和工业品衍生交易的新形式和新工具。芝加哥期货交易所最初作为一个商会组织，发展初期主要是改进运输和储存条件，同时为会员提供价格信息等服务，促进买卖双方达成交易。直到 1851 年才引进了远期合同，并于 1865 年推出了标准化合约，同时实行保证金制度，这是具有历史意义的制度创新。到了 20 世纪 70 年代，由于布雷顿森林体系的解体，浮动汇率制度成为大多数工业化国家的选择，汇兑风险陡增，于是金融衍生品交易应运而生，随后便迅速发展，交易规模很快就超过了商品期货交易，并带动了全球金融市场的大发展。我国的期货市场是上世纪 90 年代初开始试点的，1990 年郑州粮食批发市场成立，标志着期货交易机制的成功引进。随后，深圳金属交易所、上海金属交易所先后成立，中国期货市场进入发展的快速路。从 1994 年下半年开始，管理层对期货市场进行整顿，截至目前仅保留 4 家交易所，即上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所和中国金融期货交易所。1991 年 11 月，我国第一家期货经纪公司——广东万通期货经纪公司成立，1992 年中国国际期货经纪有限公司营业，自此开始，我国期货行业开始迅速发展，期货交易量和交易额急剧增加。

期货公司的出现和发展，为期货市场培育了大批专业人才和投资者，自此，我国期货市场的主体结构基本构建完成。期货市场的主要功能之一是将套期保值者的价格风险转移到投机者身上，即将风险从那些愿意为了避免风险而付出费用的人转移到那些愿意承担风险来追求利润的人身上。期货市场的另一项功能就是价格发现，是对现货市场的有益补充。

第二节 期货市场的风险主体和风险环境

1、期货市场的风险主体

与期货市场运作有关的行为主体包括期货监管机构、行业协会、交易所、期货公司、提供中间介绍业务的证券公司和期货投资者（包括机构和个人），它们的行为都会影响到期货市场能否正常发挥其功能，而期货市场的波动也会对它们的决策过程和决策结果施加影响，因此它们都是期货市场中的风险主体。

2、期货市场的风险环境

期货市场虽然衍生于现货市场，但其运行机制有其特殊性，由于期货市场采取保证金财务杠杆机制，因此其风险对比现货市场有放大的特征，主要体现在下列五个方面：

（1）一般现货市场具有的风险在期货市场也都存在，如政策风险、违约风险等，但参与期货交易的现货商品通常都是价格波动较为频繁的商品，期货价格易与现货价格产生强烈的共振，扩大风险面，加剧风险度，因而风险可能会更大。

（2）期货市场是为了分散现货市场的价格风险而存在的，因此，期货市场集聚了现货市场的价格风险。如果由于各种因素，这种风险没有得到有效分散，那么期货市场必然成为一个高风险场所。

（3）期货市场在分散现货市场风险的同时，又产生了自身新的风险，如期货交易具有“以小博大”的特征，投机性较强，交易者的过度投机心理容易诱发风险行为，增加风险产生的可能性；再如，期货交易不同于一般的现货交易，期货交易是连续性的合约买卖活动，风险易于延伸，引发连锁反应；另外，期货交易量大，风险集中，造成的盈亏大。

（4）期货交易具有远期性，未来不确定性因素多，预测难度大。期货市场风险的产生与其所处的宏观经济和金融环境有很大的关系。20 世纪 70 年代初以来，国际金融和科技发展领域发生了巨大的变化，主要体现在：

（1）金融发展自由化。

随着全球主要国家选择市场经济体制，经济贸易自由化浪潮高涨，从而引发了金融自由化的兴起。政府监管部门不断放松市场准入限制和价格管制，金融机构出现混业化趋势，市场交易自由化。由此带来市场波动幅度增大，金融市场产

生风险的可能性大大提高，这在期货期权衍生品市场表现尤为显著。

（2）金融交易电子化。

通讯网络技术的突飞猛进，使得金融交易和信息传播的技术、手段大大改善，这对于交易速度的提高、交易规模的增加、交易范围的扩大、交易成本的降低起到了关键作用。证券期货市场是金融交易电子化的最积极倡导者。同时，金融风险扩散的速度、范围、规模也相应增加。

（3）金融主体机构化。

金融市场包括期货市场的交易主体由以散户为主转到以机构投资者为主，机构化倾向突出。机构投资者有资金、信息、人才以及交易手段方面的优势，可以有效降低一些风险，可一旦出现风险，其危害也更强烈。

（4）金融市场全球化。

由于上述三种因素的存在，金融市场明显呈现出全球化趋势，世界主要金融中心连成一体。但区域市场发育的不均衡，使得薄弱市场极易受到国际游资冲击，爆发金融危机，而且，危机极易向周边甚至全球市场扩散。

期货市场在这种环境下，出现风险加速集聚且影响加大的趋势，加之人们对期货市场及其工具认识不足、期货投资机构内部控制不严、交易员越权违规交易等等，期货市场恶性风险事件发生的概率增大。

第三节 期货市场的风险因素

从某种意义上说，期货市场发展的过程就是风险控制的过程。所以，无论是期货市场的交易者还是管理者，都必须具有强烈的风险意识，深刻研究和认识期货市场的各种风险因素、风险来源，并采取相应的措施防范和控制风险，才能有效地发挥期货市场的功能和作用。

1、影响期货市场的风险因素

期货市场的风险是客观存在的，它体现了市场风险的共性，即在任何市场中都存在由于不确定性因素而导致损失的可能性，同时，也有来自期货交易特殊性的风险因素。影响期货市场运行的因素有很多，既有来自整个社会、经济体制的系统性风险因素，也有来自期货市场本身的经营因素和管理因素。

引发期货市场风险的主要成因有价格波动、交易者的非理性投机、市场机制

的不够健全及保证金交易的杠杆效应。

（1）价格波动。

期货市场的功能之一就是转移价格风险，因此，价格波动是期货市场的基本特征之一，期货价格的异常波动会波及期货市场的每一个参与者，是期货市场的主要风险源之一。因为杠杆原理的作用，价格波动风险被放大了，一旦出现异常波动，不仅会造成投资者的交易损失，严重时甚至会危及期货市场的生存。当今金融开放的趋势下，影响期货市场价格因素不断增多，价格波动的频率、幅度都大大提高，其风险加大了，也很容易泛化。

（2）交易者的非理性投机。

交易者的行为不仅影响到期货交易的价格，也对期货市场的监管以及运行机制产生影响，交易者的非理性投机，是市场波动产生的根源。

（3）市场机制的不健全。

市场运作的机制直接影响到市场运行的效率与公平，影响市场的稳定。机制上的缺陷，在当今自由化、全球化、一体化的背景下，极易为国际游资所利用，导致金融风险的发生。

（4）保证金交易的杠杆效应。

保证金交易风险和收益都有放大作用，所以期货市场被称为“高风险、高收益”的“高危市场”。

2、我国期货市场的风险源

我国期货市场虽已试点发展 10 多年，但总体上仍处于一个转型时期，而且我国正处于经济体制转轨和经济体系转型的特殊时期，市场的不确定性更大。这些风险源主要体现在：

（1）市场结构不完整，致使投资者缺乏必要的金融工具进行避险操作，再加上市场运行不够规范，一些投机者肆意炒作的现象极其严重；

（2）受计划体制的影响，许多投资主体的利益所得与风险承担不相对称，致使这些投资主体风险意识淡薄，有过度投机和过分冒险的倾向；

（3）我国期货市场信息披露制度不够完善，信息披露的主体、范围、渠道都存在缺陷，导致市场投机气氛过重，也有失公正、公平。

第四节 期货市场的风险类型及其特征

期货市场的风险有多种分类方式，根据风险的不同影响作用，可分为系统风险和非系统风险；根据风险的可控性，可分为可控风险与不可控风险；根据风险的主体，可分为政府监管风险、交易所管理风险、期货经纪公司风险、提供中间介绍业务的证券公司风险和客户交易风险等。在 1994 年国际证券事务委员会及巴塞尔委员会所发表的一份联合报告中，把与衍生工具相关的风险分为六类，即市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、结算风险和法律风险。

归纳起来，我国期货市场的风险最集中体现在以下几个方面：

1、制度风险。

我国在这方面，目前的关键问题是尚无一部完整的期货法，而且现有法律法规的执行中还存在对期货市场运行机制不了解而造成的错误。制度方面的约束监督是减少和控制风险的基本保证，因此是我国期货市场今后重点建设的方面。

2、管理风险。

在我国，由于期货市场各级管理部门，包括政府监管部门、交易所、期货公司等，在管理观念、管理程序、管理方式、管理手段和管理经验上，都与国际成熟市场存在明显差距，所以因市场运作中不规范行为造成的风险数量多、危害大、潜伏期长，而加强这方面管理所带来的收益也最明显，故而是今后应该严格实施的方面。

3、交易风险。

指由于各种不确定性因素使市场供求力量发生变化而导致的风险，这些不确定性因素，有些是属于期货市场内部的，也有属于整个经济大环境的，对这方面的研究今后要侧重数量化，以加强可操作性。

第五节 我国期货市场的风险管理

期货市场的发展史从风险角度看，就是风险管理的发展史。经过一个半世纪的发展，期货市场的结构日趋完善，期货市场的规则日渐缜密，期货市场的监管日益规范，期货品种日趋复杂，这些都意味着期货市场对风险管理的要求愈发严格。风险管理体系中各层次风险管理制度在实践中的正确运用是风险管理的核心内容。市场的变化要求风险管理手段与时俱进地进行调整，从制度方面对风险管

理加以规范，因此，要明确风险管理职责，以风险防范为主，建立相应的风险预警系统，完善自律与自我监管机制，加强风险管理能力，充分发挥多层次风险管理体系的功能，及时发现和有效控制风险。

1、我国期货市场的风险监管管理体系

		培训 内部稽核
	投资者 ➢ 投资基金 ➢ 投资机构 ➢ 个人投资者	强化风险意识 套期保值和适度投机 信用管理 内部稽查
行业协会	中国期货业协会	协助政府监管机构进行市场监管 会员纠纷调解和仲裁 各级市场参与者的风险控制制度 建立和完善 从业人员培训

2、我国期货市场风险管理的法规和制度体系

我国现行的期货市场风险管理制度包括相关法律法规和各个风险控制制度

表 1-2 我国现行期货法律法规和风险控制制度

项目	内容
法律、法规	《期货交易管理条例》、《期货交易所管理办法》、《期货公司管理办法》、《期货公司董事、监事和高级管理人员任职资格管理办法》、《期货从业人员管理办法》、《期货投资者保障基金管理暂行办法》、《期货公司风险监管指标管理暂行办法》、《期货公司金融期货结算业务试行办法》、《证券公司为期货公司提供中间介绍业务试行办法》、《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》、《最高人民法院关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》
交易所风险控制制度	保证金制度、涨跌停板制度、持仓限额制度、大户报告制度、强行平仓制度、每日无负债结算制度、风险准备金制度
期货公司风险控制制度	法人治理制度、工作岗位责任管理制度、财务会计管理制度、结算管理制度、交易管理制度、保证金管理制度、计算机系统管理制度、营业部管理制度、信息管理制度、内部稽核制度、首席风险官制度、档案管理制度、教育培训制度、从业人员职业道德规范

3、期货市场的风险防范措施

期货市场是高风险市场，风险防范是期货市场永恒的主题。风险防范是指风险出现之前，对风险因素采取必要的措施，防止风险的发生，它包括：

（1）健全法规制度。

制度是风险管理的保证，因此要努力建立一套完整、合理、有效、操作性强的风险管理制度体系。

（2）加强内部管理。

期货市场中各个主体的行为都会对市场产生影响，风险可能发生在各个环节，因此必须加强各个行为主体的内部控制，强化全员风险管理意识，健全管理制度，明确管理构架，实现风险管理的目标。

（3）完善市场体系。

市场体系的完整是有效防范风险的必要前提。市场体系结构的完整性包括两个层次的含义：一是整个经济体系的市场结构完整，即现货市场与期货市场之间的结构统一、完整；二是期货市场内部结构的完整，即商品期货市场、金融期货市场、期货期权市场的协调发展。

（4）完善信息披露。

建立公开、公平、及时、准确的信息披露制度，加大信息披露范围，拓宽信息披露渠道，发挥媒体对期货市场的监督作用。

4、期货市场风险管理的流程

期货市场风险管理就是通过有目的、有计划的管理活动，来阻止风险的发生或者尽可能减少风险发生后的损失，以获得最大的利益和稳定的发展。风险管理流程主要包括风险的识别、衡量、控制和处理等环节。

（1）风险识别

风险识别是对可能发生的风险做出分类，以认清风险的实质，便于采取应对措施。识别风险的方法一般有专家咨询分析法、交易流程分析法、财务状况分析法、外部环境分析法等。

（2）风险衡量

风险的衡量就是对风险可能造成的最大损失、风险的可能性大小和风险的频率等方面做出定量分析。风险的衡量主要是运用数理统计方法来进行的。风险的衡量主要有三个方面：

1) 风险的强度。这是从风险可能带来的最大损失角度对风险进行衡量，一般用某一项投资交易由于风险而导致的损失与此交易的投资支出之比来表示。

2) 风险强度大致分三种：风险强度 <0 ，无风险； $0<\text{风险强度}<1$ ，存在风险，但损失最大不超过本金；风险强度 >1 ，损失超过本金，这种情况在期货市场可以见到。

风险的分布或可能性。这是衡量风险出现的可能性大小，一般用投资收益方差来表示。方差越大，风险越大。

3) 风险的频度。这是衡量一定时期内风险发生的次数。频度越高，风险越大。

(3) 风险控制

在对风险做了识别和衡量之后，就要采取措施实施控制。期货市场的风险控制分别由期货监管部门、期货业协会、期货交易所、期货公司、提供中间介绍业务的证券公司和期货投资机构共同参与实施，使风险控制能在各层面、各阶段有效发挥作用。

风险控制是在风险发生后对风险的演化进行主动控制和引导，使之不继续恶化或者逐步化解。通过风险控制制度的严密控制和各种措施的运用，可以对各层面的风险实施有效的控制，风险控制归纳起来由以下几个控制措施组成：

1) 风险隔离。

通过及时发现风险源，迅速切断风险与其它市场参与者的联系，使风险不能再继续传播到整个市场。

2) 风险转移。

通过及时发现风险，将风险转移到期货市场之外，避免其对正常期货市场的干扰和破坏。

3) 损失控制。

这是在风险已经不可避免的情况下，以最小的代价换取市场重新取得平衡的一种风险控制办法。

4) 风险结合。

通过强制全体市场参与者共同承担市场风险，使整个市场的风险程度缩小到能够控制的规模。

5) 风险回避。

在保证金不足情况下的强制平仓制度是风险回避的代表。当投资者或者会员

出现保证金不足的情况时，期货公司或者交易所相应的持仓实施强制平仓，将风险部分彻底撤出期货市场，从根本上避免了风险的恶化。

（4）风险处理

这主要是指风险产生后，对所造成的损失的财务处理或安排，以及对造成风险产生的主体进行处罚，以防同类风险事件的再度发生。我国期货市场的风险处理也是分层次进行的。监管机构、交易所、期货公司依据相应的法律法规、国际惯例，在风险处理中各自担当重任，而风险处理最终多归于财务方面的处理。对风险损失的财务对策一般有两类：一是自我承担；二是非保险转移。

第六节 期货市场风险研究

期货市场要长久发展，风险管理的理念必须贯穿于每一个市场主体的市场行为之中，风险管理的具体运用需要理论研究上的支持。

从总体上看，在经济理论和金融理论中，对金融市场包括金融机构风险的研究还是比较薄弱的，这与金融风险的复杂性和不确定性有很大关系。金融市场风险的成因多种多样、作用机制复杂、可能产生的影响又有很大不确定性，很难用一种理论加以概括。

有关期货市场价格及其风险方面的理论比较明确、系统的研究是从凯恩斯于20世纪30年代提出正常交割延期费理论开始的。凯恩斯在1930年发表的《货币论》中，首次提出了正常交割延期费和风险报酬的概念，初步说明了期货市场价格的形成以及套期保值者和投机者在价格形成中的作用。希克斯（J. R. Hicks）在其1939年出版的《价值与资本》一书中对该理论作了进一步完善。这之后，沃尔肯以仓储成本解释期货市场价格，由此提出了自己独特的套期保值理论，指出套期保值也是一种投机，因而通过期货市场规避风险是不完全的。

从20世纪30年代开始，理论研究转向如何提高投资者收益率，于是出现了许多基本因素分析理论和技术分析理论。

有关金融资产价格及其风险方面的理论随着市场风险的日趋加大应运而生。20世纪50年代初，美国经济学家马克维茨（H. Markowitz）发布《资产组合选择》，阐述了资产组合的基本原理，之后又有学者相继提出了其他的资本资产定价模型、套利定价模型、期权定价模型，使这一领域的研究不断深入。

有关信息不完全与金融风险方面的理论研究使我们对金融风险包括期货风险在微观层面的研究有了长足进步。信息不对称导致的“逆向选择”和“道德风险”以及信息不完全引致的市场风险，是期货市场的委托-代理环节容易产生风险的重要原因之一。

在期货市场风险理论的发展过程中，有两个趋势，一是研究视角由风险的宏观影响转向微观机制，二是数理化的趋势。而随着 20 世纪 90 年代多次爆发大的、全球性的金融危机，研究者们意识到，仅仅从投资主体的层面剖析风险已远远不够，需要从金融市场全局发展的广度和经济体系内在机制的深度展开对金融市场风险的深入研究，产生了市场失效和金融脆弱性的观念。风险理论的研究开始转向经济机制的深度、金融市场的层面和全球范围的广度进行。

相对而言，我国期货市场风险理论研究还只是刚刚起步，大都停留在对市场功能的定性分析的层面，没有形成自己的理论体系。随着期货市场交易规模不断扩大，以及对外开放脚步的加快，今后中国期货市场风险理论研究的重点应该放在以下几个方面：

- 1、深化对期货市场风险及其分类的认识，这是强化期货市场风险理论研究的基础和出发点。目前从理论上深化对期货市场风险的认识主要有两点：一是对期货市场风险的严重性要有足够的认识；二是对期货市场风险发展的新趋势要有充分的认识。随着期货市场的不断发展，相关的法律、法规制度体系日益完善，管理层的监管能力也不断增强，交易所整合为三个之后，相对而言，期货公司层面的风险承受和控制能力还需要大幅提高，所以，期货市场风险出现由上向下转移的趋势，即主要出现在期货公司环节。

- 2、研究期货市场的主要风险源，主要有市场制度体系、市场体系结构、投资者机构和市场信息等方面。

- 3、强化在风险控制和处理方面的研究，尤其要重视对具体的风险控制和处理手段的技术性研究。

- 4、从动态的角度说，风险研究还应当具有前瞻性。