

# 股指期货现金交割制度行之有效

发表于《期货日报网》

恒泰期货首席经济学家 江明德

在国际市场上，所有股指期货的到期交割均采用现金交割方式。近来也有关心期指的人士建议，股指期货期货能否采用实物交割。笔者认为，股指期货按照指数权重实物交割成份股票的成本太高，实际操作并不可行，甚至可能会带来不必要的风险。

从事期货交易的投资者，无论是多头持仓，还是空头持仓，如果在最后交易日前不进行反向平仓操作，则未平仓头寸必须进行交割。期货的交割方式一般可分成两类：实物交割与现金交割。商品期货大多采用实物交割，股指期货则采用现金交割的方式。

股指期货所谓的现金交割方式，是指在现金交割方式下，每一未平仓合约将于到期日结算时得以自动平仓，也就是说，在合约的到期日，空方无需交付股票组合，多方也无需交付合约总价值的资金，只是根据交割结算价计算双方的盈亏金额，通过将盈亏直接在盈利方和亏损方的保证金账户之间划转的方式来了结交易。

采用现金交割而不是实物交割的原因在于，股指期货按照指数权重实物交割成份股票的成本太高，例如沪深 300 股指期货，其标的物是 300 只股票，要凑齐那么多股票进行交割，在实际操作并不可行，会严重影响市场效率。即便是采用 300ETF 作为实物，那也会因为 ETF 的跟踪误差，带来交割双方的无法匹配。更重要的是，采用现金交割，也能很好的防范杜绝“逼仓”风险，保证了交割时的公平公正。因此股指期货交割采取按照现货指数的水平进行现金结算，是保障期货价格向现货价格强制收敛的重要一环。

股指期货现金交割结算价的确定规则是保证交割平稳运行的核心因素，从实践来看，我国的沪深 300 股指期货目前采用现货指数最后 2 小时的算术平均价作为交割结算价，保证期货价格与现货价格充分收敛，有效防范了跨市场操纵的风险。我国股指期货市场诞生 5 年多来，共顺利实现 63 次交割。从 63 次交割情况来看，一是到期日价格收敛良好，价差大体在 1 个点之内，没有出现上串下跳、大幅跑偏的现象；二是交割量较小，平均仅 2000 多手，最多也只有 8000 多手；三是市场正常运行根本没有受影响，63 个交割日中，股市上涨 37 次、下跌 26

次，不存在“逢交割日必跌”的规律。

总的来说，股指期货的现金交割方式是国际通行惯例，在我国的实践也“顺风顺水”，改成实物交割没有可行性，实在是属于多此一举。