

差价合约：天使还是魔鬼

差价合约的高杠杆和投机性等特点导致其具有较大的风险。

文 | 蒋莘如

2021年3月24日对冲基金经理比尔·黄（Bill Hwang）领衔主演的“人类史上最大单日亏损”让金融衍生工具重新成为市场的焦点。据直接了解交易情况的人士说，比尔·黄旗下的 Archegos 资本管理使用的杠杆很大程度上是由野村控股和瑞士信贷集团等银行通过互换或所谓的差价合约提供的。

通常情况下，投资者持有一家美国上市公司超过 5% 的股票，就必须披露持仓和增减持计划。但是，Archegos 使用这种衍生品建立的仓位却不受此限制。利用这些衍生品，比尔·黄做到了避开监管、大量持仓上市公司而无需披露头寸。

差价合约泛指不涉及实物商品或证券的交换、仅以结算价与合约价的差额作现金结算的交易方式，合约的标的资产包括股票、指数、期货和其他商品等。差价合约出现于 20 世纪 70 年代，并在 2000 年成为相对主流的交易品种，其最初的用途为有效规避证券风险；由于其可加杠杆和双向交易的特点，常被视为一种投资工具。

差价合约采用保证金交易，无须实际拥有股票或指数期货，从而获得标的资产价格变化带来的盈利或亏损。交易差价合约时，投资者只需支付交易初始价值的一部分（即保证金），即可利用杠杆，投入较少的本金来获得高市场仓位。

交易与风险

差价合约的参与方一般包括投资者和经纪商两方。投资者按照约定向经纪商缴纳保证金，从而享受该标的资产价值变动带来的损益。当市场价值变化超过约定金额时，投资者需按约定继续补缴保证金；若无法补缴，只能强行卖出标的资产，并承担价值下跌部分的损失。经纪商多为投资银行和证券公司等，是标的资产的实际持有者，收益来源为买卖合同差价和交易手续费。

在交易时，一般为投资者按照约定手数向经纪商缴纳一定比例的保证金作为已经冻结资金，一般来说为 1%~20%（即 5~100 倍杠杆）。账户总额减去冻结资金剩余部分为未冻结保证金，未冻结保证金作为价格波动进行增减，以保障交易有抵抗风险的能力，按照约定的交易价和结算价计价方式进行交易和结算。

在结清差价合约时，合约中的标的资产不会进行实物交割，只进行差价的现金结算。结算时按照市场价进行结算，如果客户交易的商品的买入价和差价合约产生的各类费用低于卖出价则盈利。对保证金交易的差价合约而言，盈亏数额会因杠杆倍数扩大。

差价合约的高杠杆和投机性等特点导致其具有较大的风险。在保证金交易的过程中，收益和损失均会被成倍地放大；如投资者无法及时补充保证金，将导致强行平仓（也被称作爆仓），所投资的标的资产为了尽快处置变现，

一般只能以低于市场的价格卖出，从而导致投资者承受更大的损失。

在本次爆仓事件中，Archegos的净资产约为150亿美元，通过差价合约、信用挂钩收益互换产品等衍生工具叠加5~6倍杠杆，预计名义风险敞口达到了800亿美元，重仓股包括Viacom、Discovery、跟谁学、腾讯音乐、百度、雾芯科技等。

重仓股的股价下跌为本次事件的导火索。3月23日Viacom宣布增发30亿美元导致股价一路下跌；中国整顿校外培训机构的消息，令跟谁学等几大培训机构连续下跌数个交易日；电子烟有可能参照卷烟监管的消息，导致电子烟企业雾芯科技3个交易日股价下跌了54.06%。

由于Archegos无法按要求补足保证金，只能等待高盛、摩根士丹利、瑞士信贷和野村证券等交易对手方强制卖出标的资产以平盘。本次爆仓被称为“人类史上最大单日亏损”，亏损金额超100亿美元。经纪商也受爆仓影响，高盛和摩根士丹利损失较小，瑞士信贷承受约50亿美元的损失、多名高管因此事件受波及，野村证券承受约30亿美元损失。

准入与监管

差价合约作为一种风险较高的投资产品，对投资者的专业知识和风险承受能力有较高的要求。多个国家的监管机构都出台了相应政策和准入措施，以维护市场秩序。

英国金融行为监管局（FCA）为了更好地保护投资者，将差价合约的杠杆率限制在30:1到2:1之间，并对不同标的资产的波动性提出具体要求，同时强制性要求提供负余额保护。

国际证券委员会组织（IOSCO）倡导会员监管机构改进对差价合约经纪商的监管措施，要求经纪商告知投资者这些产品的特定风险，并更有效地对这一领域的非法活动进行打击。

部分国家和地区则限制差价合约交易，例如美国、巴西、中国香港等。中国大陆尚无针对差价合约交易的具体监管措施，但目前只允许专业投资者进行交易。

Archegos爆仓事件暴露出监管方面的不足。由于Archegos大量使用差价合约、掉期交易等衍生工具，导致基金的持仓状况并不透明。由于标的资产的所有权仍为经纪商，因此监管要求的持股单一客户5%以上股份需披露的要求，对于Archegos并不适用。同时，Archegos作为家族办公室，受监管的程度更低于一般的投资基金。以上因素，共同造成了Archegos持仓风险不可控的局面。

未来针对差价合约等衍生工具的监管应从监管底层资产、提高保证金比例等方面入手。对于差价合约、掉期交易等衍生工具，监管部门应重点关注其合约内的底层资产（标的资产），并针对底层资产的特点，匹配相应的监管限制。本次Archegos爆仓事件的主要原因是单一股票的持股比例过高，但因为嵌套了差价合约原因，未对外披露持股比例，市场未能及时对相关风险作出预警，最终导致了雪崩效应。现有监管措施已针对差价合约的保证金比例提出要求，一般规定为1%~20%。可适度提高保证金要求的下限，通过提高保证金来降低杠杆率、降低风险，从而减少爆仓事件对市场的负面影响。

差价合约具有两面性，最初因其风险对冲属性被用作规避证券风险的工具；后由于其可加杠杆和双向交易的特点，常被用作投资工具以发挥其投机属性。监管机构应倡导投资者更合理地运用差价合约，发挥其风险对冲作用，减少投机目的带来的负面危害。□

（作者供职于中国农业银行北京分行）

差价合约作为一种风险较高的投资产品，对投资者的专业知识和风险承受能力有较高的要求。