

# 电影期货：离现实还有多远

□本报记者 官平

《窃听风云3》即将上映，若有票房期货的话，买入操作绝对是影迷们的不二选择。可想而知的是，在享用影视饕餮大餐的同时，票房的“创纪录”预期有可能带来不菲的收益。

4年前，电影期货在金融与电影行业引发了一场激烈的争论。支持者认为电影期货能够降低制片商投资电影产业的风险，反对者认为电影根本不适合用来投机获利，这完全是一种投机买卖。同样，在中国，市场上也有一些投资者把商品指数期货与电影期货划等号，认为它完全用于投机，对实体经济几无益处。

知情人士透露，今年上海期货交易所、大连商品交易所均有望率先推出首个商品指数期货，但上期所有有色金属指数期货有望成为首个落地的商品指数期货合约。



## 美国电影期货受质疑

2010年上半年，美国计划推出两家电影衍生品交易所，并发行令投资者耳目一新的电影票房期货。这意味着投资者可直接押注新上映影片的票房收入，通过期货合约来对冲风险。与此同时，制片商亦可获得一套行之有效的风险管理工具。

然而，在好莱坞的世界里，华尔街的精英们可能并不怎么受欢迎。好莱坞电影公司对华尔街巨头们，对于华尔街的新发明并不感冒，美国影业协会直言这种“将赌博合法化”的获利工具。投资者们显然也心存怀疑，电影票房也能够像大豆、猪肉、黄金、白银一样作为期货产品进行交易吗？

当年3月，美国Cantor公司和Veviana公司展开了对电影期货业务的角逐，电影行业和金融行业都对这个新品种表示出高度的关注。

与普通期货产品一样，理论上票房期货可以帮助投资者有效对冲潜在风险。假如担心票房惨淡，可买进看跌期货，这一招尤其适用于《哈利·

波特》和《暮光》等热门系列电影，若是影片卖座程度低于预期，投资者至少可通过期货合约保证部分收入；若是有幸押宝“黑马”，买主亦可获得部分额外收益。

遗憾的是，包括美国国家剧院业主协会、美国导演协会和独立电影电视联盟在内的好莱坞巨头们，对于华尔街的新发明并不感冒，美国影业协会直言这种“将赌博合法化”的做法玷污了电影业的声誉与正直，甚至有人直接将其称为“易于操纵的在线赌博平台”。

事实上，在美国监管机构批准电影期货之后，好莱坞电影公司的游说团旋即宣布，参议员布兰奇·林肯（Blanche Lincoln）已将禁止电影期货交易的条款纳入一项重大的金融改革法案之中，该法案还禁止从事高风险衍生品交易的华尔街公司获得紧急援助，并将进入辩论程序。

即使是对电影期货大开绿灯的期货事务监察委员会成员巴特·奇尔顿（Bart Chilton）也在当时表示，批准电影期货实在是“情非得已”，因为这份提案并无与法律相悖之处。然而，没有任何证据可以证明电影期货能够克服“一些基本的设计缺陷”、有效抵消风险或是避免人为操纵。

奇尔顿的担忧并非多余，如果说决定大豆收成的天气因素无法作假的话，那么修改数字伪造电影票房简直易如反掌。美国影业协会还抱怨说，在影片正式发行前有机会进行“预览”的人实在太多，因此阻止内幕交易“几乎是不可能的”。质疑声不绝于耳，但电影票房期货的支持者们认为，电影期货的成功无需制片商的参与，但这就好比把玉米农民关在玉米期货市场之外一样滑稽。到了2011年初，该计划因遭到美国电影协会的强烈反对，直接叫停了该金融产品。

## 商品指数期货是“升级版”

电影可以给份额持有者带来收益，在国内90%以上都来自票房。以中国电影市场为例，至今还没有电影票房的权威发布平台，市场票房的真实性毫无保障，制片方鼓吹票房，而影院压低票房。

业内人士称，在电影市场，不具有透明度，影院的潜规则甚嚣尘上，此前甚至出现过献礼片通过套票方式“偷”《变形金刚3》票房的消息，而监管过程又极其复杂，要想真实透明，交易所得派专人全程监票，此前中影曾为超级大片尝试过这样的工程，结果是消耗了大量的人力物力。

对于电影期货，另一个关键问题是票房本身的风险。据一些熟悉电影界的人士表示，没人能保证做出一部电影波动在5%内的票房预测，即便是行业浸淫多年的专业人士也不能幸免，这并非产业链本身的不健全，更主要是文化项目本身独特的风险性决定的。一些批评人士认为，这种行业特征使得电影期货更像是博彩，你不能凭借专业性，而要仰仗运气。

与电影期货一样，商品指数也是看得见而摸不着的东西，那它是什么？它通常是指以一揽子的

商品价格（现货或期货）为组成部分，按一定权重，进行平均计算而得到的指数。商品指数的覆盖面可以是整个商品市场，即综合性指数；也可以覆盖某个商品大类或单个商品，如能源或金属指数。商品期货价格透明度高、流动性好，因此，商品指数编制大都基于期货价格，而不是现货价格。

民生期货市场部副总经理屈晓宁说，由于同类商品期货有同涨同跌属性，这就为设立同一品类指数奠定了前提，普遍意义上的行业划分也都相对宽泛，比如制造业、交通运输、有色产业、房地产业等，这样的划分就会使得相关产业内部细分并不为普通投资者所了解，普通投资者若想参与进去，就需要一个行业指数作为参考或者标准，这样相对客观和公平。

回到目前国内三大商品期货交易所，均有意推出商品指数期货。但据知情人士透露，虽然各大商品期货交易所都在研究指数期货，并且已经推出相应的指数，但上期所有有色金属指数期货最有可能第一个落地。

“这与上期所品种设置有很大关系，可粗略将其商品期货分为有色、黑色、化工和农产品，仅

## 避免单个期货品种“失真”

与商品期货的主要区别在于，标的物不同，商品期货的标的物通常都是具体的商品，商品指数期货是以商品指数为标的物，交割方式不同。国内商品期货通常是以实物为交割方式，而商品指数期货是以现金交割方式进行的，商品指数期货更适合机构投资者参与。

全球历史最悠久的商品指数是由美国商品研究所推出的CRB商品指数，最早可追溯到1957年，最初由2种现货、26种期货商品构成。到目前为止已经经历了十次调整，其中最近一次是2005年，路透（Reuters）与杰富瑞（Jefferies）的金融产品部合作修正了CRB指数，并重新命名为路透杰富瑞/商品研究局指数（Reuters/Jefferies CRB指数），简称为“RJ/CRB指数”。

品种过度投机而导致价格失真的风险，而且可以规避多个相关品种的产品价格风险等，商品指数期货是单个商品期货发展的高级形式。

宝城期货金融研究所所长助理程小勇说，估计实体企业参与商品指数期货进行套保是必然趋势，特别是一些混业经营的企业，或者原材料和产品涉及多个商品的企业可以根据企业的需求参与商品指数期货，避免了参与单个品种期货不能覆盖全部成本或利润的局限性，并且以现金结算的方式，避免了实物交割的不便性。由于现在很多单个商品期货往往只能对冲企业单一的经营品种的风险，而且商品指数期货修复单个商品期货价格失真，以及交割便利的特点，都是企业所需求的。

“创新背景下的投资者保护”系列报道之一

## 期货市场“发展”与“保护”携手前行 ——访中国期货业协会会长刘志超



□本报记者 王超

日前，中国期货业协会会长刘志超就“创新背景下的投资者保护”话题接受了中国证券报记者采访，畅谈了期货投资者保护的有关思路。

**中国证券报：**现阶段，期货市场创新加快，各类新的交易品种和交易方式不断涌现，互联网金融也为期货行业创造了创新机遇。如何看待创新发展背景下的投资者与期货经营机构的关系？

**刘志超：**“新国九条”要求我们“处理好风险自担与强化投资者保护的关系”，这实际上给我们提出了以下几方面要求：一是通过持之以恒的开展投资者教育，让投资者理解“买者自负”的理念；二是通过加强期货经营机构的引导和监督，促进经营机构强化“卖者有责”的意识；三是金融机构的任何创新都要充分考虑和管理好风险，不能因为创新而产生区域性、系统性风险从而导致投资者利益受损。

在行业变化迅速、市场竞争加剧的形势下，一些机构和从业人员对投资者保护在认识和执行上存在偏差，在营销中夸大宣传，对投资者不加选择，执行适当性制度不到位，风险揭示走形式，对客户了解止于最低标准等。这些行

为，既与当前投资者保护的主题和要求不符，也与行业“去低端化、去单一化、去同质化”的发展思路背道而驰。期货公司要用发展的眼光权衡短期利益与长期利益、投资者利益、行业利益之间的关系。

随着专业服务能力的提升，期货公司将会设计、开发更多复杂的衍生产品以满足投资者个性化、多样化的需求，因此在开展投资者教育时要更加注意产品资料的透明性、公正性、适当性，并充分告知投资者他们拥有的知情权、选择权、使用权、救济权等。

**中国证券报：**在法律保护、监管保护、自律保护、市场保护、投资者自我保护的综合保护体系中，作为唯一一家全国期货行业自律性组织，自律保护工作的特点和侧重点有哪些方面？

**刘志超：**在日常工作中，我们倡导的理念是自律管理要严于监管管理。如何在自律的层面保护投资者利益？从协会这些年摸索和实践来看，建立多层次、专业化和规范化的自律管理体系是投资者保护与维权工作的基础。

在制度建设方面，协会先后制定（修订）发布了30多个自律规则或规范性文件，内容涉及会员自律、信息披露、从业人员管理、合同备案、适当性等；在自律惩戒方面，近几年协会处理从业人员违规从事期货交易的力度空前，其目的是严格从业人员合规执业，保证投资者利益至于优先位置；在信息披露方面，协会各类数据库达到十多个，方便行业查询和公众监督，提高了行业自律的透明度；在投资者教育方面，制订了《期货投资者教育工作指引》，制作出版了十多种各类出版物，引导和推动会员单位提高投教水平，逐步摸索出了协会自己的投资者教育特色和模式；在投诉处理方面，协会通过电话、书信、电子邮件、来访等形式长期受理投资者咨询及投诉；在纠纷调解方面，协会近期发布了四个调解规则，正式建立了期货行业纠纷调解机制，未来将充分利用专业优势，发挥行业调解在化解矛盾、维护稳定、促进和谐方面的“第一道防线”作用。

他山之石

## 境外波动率指数及其衍生品发展状况

2000年以后，衍生品市场发展迅速，2012年FIA数据显示，芝加哥期权交易所（以下简称“CBOE”）的波动率指数（VIX）指数期权交易量更是超过一亿手。研究境外波动率及其衍生品基本情况，可以加深对波动率指数的认识，为境内推出波动率指数及其衍生品做好准备。

VIX是通过一定计算方法根据期权价格计算得到的衡量市场波动状况的数据化指标；波动率指数衍生品是指以波动率为标的的期货、期权产品，在显示市场波动状况、稳定市场情绪及对冲市场系统性风险等方面起着至关重要的作用。自1993年CBOE发布世界上第一个VIX以来，该类产品受到了市场的普遍欢迎，全球各大交易所纷纷效仿，相继推出各类标的的波动率指数及衍生品，目前已经成为市场重要的一类衍生产品。

1987年的全球股灾催生了动态显示市场波动率的需求。当时为稳定股市与保护投资者，纽约证券交易所（NYSE）于1990年引进了断路器机制（Circuit-breakers），即当股价发生异常变动时，暂时停止交易，通过这种方法降低市场的波动率来恢复投资者的信心。断路器机制引进不久，市场对于如何衡量市场波动率产生了许多新的认识，进一步催生了动态显示市场波动率的需求。

1993年，S&P100波动率指数正式

诞生。在市场需求的推动下，杜克大学的Whaley教授于1993年最先提出了编制市场波动率指数作为衡量未来股票市场价格波动程度的方法。同年，CBOE将其概念运用到实践，编制发布了VIX指数。该指数的标的为S&P100指数，并且选择S&P100指数期权的隐含波动率作为编制基础，同时计算看涨期权与看跌期权的隐含波动率，兼顾了投资者对看涨期权和看跌期权的波动率预期需求。

2003年，CBOE与高盛公司合作，对VIX指数进行了改革，推出了以S&P500指数为标的的新VIX指数。与旧VIX指数编制方法相比，新VIX指数编制方法所涉及的合约更多，将所有满足一定条件的“虚值”合约全部入选，并且利用方差和波动率掉期的方法计算而得，与期权定价模型无关，更加适合现代金融市场的需要。

CBOE推出以S&P500指数为标的VIX指数后，又相继推出了其他种类波动率指数，经过近二十年的发展和完善，这些指数已得到了市场的广泛认同，且由于其影响深远，市场有效性强，计算方法也渐渐为其他交易所采纳。

CBOE的波动率指数系列可归为四类：股指类、ETF类、个股类、波动率类。截至目前，CBOE编制发布的波动率指数有以下22种。（郑州商品交易所期货及衍生品研究所有限公司）

年度	CBOE期权总成交量	S&P500期权	VIX期权	VIX期货
2004	361086774	49472117	未上市	89622
2005	468249301	71802558	未上市	128977
2006	674735348	104312673	5050638	434478
2007	944471924	158084691	23388366	1046475
2008	1193355070	179045021	25947655	108805
2009	1134764209	154869646	33328163	1144858
2010	1119102392	175291508	62452232	4392796
2011	1204882013	197509449	97988951	12031528
2012	1077109992	173335176	109028304	22446144

数据来源：CBOE、CFE网站