

股指期货概述

■ 邢恩泉 任 岚

股指期货即股票价格指数期货,是以股票市场的价格指数作为交易标的物的期货。虽然在金融期货中最晚出现,却已成为全球金融市场中最重要、最活跃与最成功的金融衍生工具之一。全球金融市场发展的现实经验表明:股指期货是股票市场发展到一定阶段的产物,具有历史自然性与客观必然性。

与商品期货和其他金融期货一样,股指期货同样是为了满足投资者规避风险的需要而产生的,也可以说是为了满足投资者管理股票市场价格风险的需求而产生的。股指期货是风险对冲的重要工具,通过股票市场和股指期货市场的反向操作,投资者可以有效地规避市场风险;同时,它还具有降低交易成本、提高信息传递效率、实现套利与投机功能、进而完善市场价格发现功能的作用,这对资本市场的健康发展和制度完善有着十分重要的意义。

随着我国资本市场的迅速发展与不断壮大,“不可分散”的系统风险也随之迅速增长与不断积累,事实证明这种风险对于我国股票市场的影响与打击往往是“关键”与“致命”的。因此,适时、有效地推出股指期货交易,可以改变我国股票市场的“单边市”现状,是完善与加强资本市场基础性制度建设的客观需要,是促进我国资本市场实现快速、健康与可持续发展的重要保障,是我国“新兴加转轨市场”与时俱进发展的必然结果。

海外主要股指期货产品介绍

20世纪70年代,随着布雷顿森林体系的解体,以美元为本位的固定汇率制为浮动汇率制所取代,国际外汇市场上汇率波动日益加大。而在随之而来的石油危机等多重因素的共同作用下,各国金融市场开始了剧烈波动。在美国,暴涨暴跌的股市给机构和个人投资者都带来了巨大损失。

虽然通过投资组合投资者可以有效地减少非系统性风险的冲击,但系统性风险却无法抵御,由此股指期货便应运而生。1982年2月24日,美国堪萨斯城市交易所推出了世界上第一份道琼斯综合指数期货合约;4月,芝加哥商业交易所推出了S&P500股指期货;随后,伦敦期货交易所FTSE100、瑞典DAX以及法兰克福DAX指数期货产品相继推出。在亚洲,马来西亚1995年11月推出了吉隆坡指数期货合约,韩国1996年6月开设了KOPS1200指数期货,我国台湾地区于1998年7月推出了台湾指数期货。日本、我国香港、新加坡等地也先后开始了股票指数的期货交易,股指期货交易从此走上了蓬勃发展的道路。此外,在我国以外的其他国家和地区,几年前还开始了以我国股票指数为标的物的股指期货交易。2004年,芝加哥期货交易所就推出了中国股指期货产品,其标的为中海油、中国铝业、中国人寿等16家代表中国各大行

业的公司股票构成的中国股票指数。2006年,新加坡交易所更是推出了新华富时A50指数期货,该指数标的由沪深两市的50只股票组成,这也是第一只标的指数为我国A股指数的股票指数期货。

我国股指期货发展回顾

2006年9月8日,中国金融期货交易所成立,国内金融期货的序幕由此拉开。9月18日,中国金融期货交易所股份有限公司公布了即将推出的“沪深300指数期货暂定合约”,保证金水平为合约价值的8%。2006年10月,中金所推出了沪深300指数期货的仿真交易,并发布了《沪深300指数期货合约》、《交易细则》、《结算细则》和《风险控制管理办法》的征求意见稿,随后又发布了《中国金融期货交易所仿真交易业务规则》,历时3年有余的股指期货仿真交易就此展开。考虑到股指期货高杠杆和高风险的特性以及冲击股票现货市场的可能,我国股指期货的仿真交易开展了三年多的时间。在此期间,中金所不但积累了股指期货运营经验、完善了交易制度,同时也很好地完成了对投资者的教育任务。2010年1月8日国务院原则上同意推出股指期货。2月20日,中金所正式公布沪深300股指期货合约和业务规则,并决定于2月22日正式启动股指期货开户,4月16日,首批四个沪深300股票指数期货合约正式上市交易。

我国关于股指期货的相关规定

股指期货市场的交易规则及其实施细则是我国金融期货制度体系的重要组成部分,也是市场各方参与金融期货的重要操作依据。中金所于2010年2月20日正式发布了《中国金融期货交易所交易规则》及相关细则、办法和沪深300股指期货合约,其中包括《交易规则》、《交易细则》、《结算细则》、《违规违约处理办法》、《结算会员结算业务细则》、《会员管理办法》、《风险控制管理办法》、《信息管理办法》、《套期保值管理办法》九项规章制度。整套规则体系充分吸取了我国商品期货市场在交易、结算和风险控制方面的成熟制度经验,如强行平仓、持仓限额、大户报告、强制减仓等,同时也认真借鉴了发达国家成熟市场发展股指期货的成功做法,设计了会员分级结算、结算会员联保等多项制度创新。

从各项制度的设计来看,我国股指期货遵循了稳健原则,无论是参与主体、交易机制,还是风险管理机制,都是为了突出股指期货产品的套期保值功能,减少市场的过度波动,使得市场可以平稳发展。下面笔者将从合约设计、竞价机制、风险管理制度以及市场监管四方面对我国股指期货的相关制度框架进行梳理。

1. 合约设计。作为我国首只股指期货,中金所选取了沪深两市交易规模大、流动性好、具有一定代表性的300只股票作为标的资产,构建了沪深300指数期货,合约设计的具体内容见表1。

2. 竞价机制。《交易细则》规定,股指期货交易采用集合竞价和连续竞价的混合交易机制。集合竞价是对在规定时间内接受的买卖申报一次性集中撮合的竞价方式。连续竞价是指对买卖申报逐笔连续撮合的竞价方式。集合竞价在交易日9:10~9:15进行,其中9:10~9:14为指令申报时间,

表1 股指期货合约设计

合约标的	沪深300指数
合约乘数	每点300元
报价单位	指数点
最小变动价位	0.2点
合约月份	当月、下月及随后两个季月
交易时间	上午9:15-11:30,下午13:00-15:15
最后交易日交易时间	上午9:15-11:30,中午13:00-15:00
每日价格最大波动限制	上一个交易日结算的±10%
最低交易保证金	合约价值的10%
最后交易日	合约到期月份的第三个周五,遇法定节假日顺延
交割日期	同最后交易日
交割方式	现金交割
交易代码	IF

资料来源:中金所网站

9:14~9:15为指令撮合时间。集合竞价采用最大成交量原则,即以此价格成交能够得到最大的成交量。高于集合竞价产生的价格的买入申报全部成交;低于集合竞价产生的价格的卖出申报全部成交;等于集合竞价产生的价格的买入或卖出申报,根据买入申报量和卖出申报量的多少,按少的一方的申报量成交。在《交易细则》中,开盘价定为某一期期货合约经集合竞价产生的成交价格。集合竞价未产生价格的,以集合竞价后第一笔成交价为当日开盘价。收盘价定为合约当日交易的最后一笔成交价格。

3. 风险管理制度。在风险管理制度方面,中金所分别在会员结算制度、保证金、涨跌停板、限制持仓、强制减仓、套期保值以及信息披露等方面制定了明确而缜密的规则。特别是引入了股指期货结算会员制度和结算会员联保机制,使结算会员通过缴纳结算担保金实现风险共担,在制度设计层面上有效地控制了风险。

(1) 会员结算制度。按照《会员管理办法》的规定,交易所的会员分为交易会员和结算会员。交易会员可以从事经纪或者自营业务,不具有与交易所进行结算的资格。结算会员可以从事结算业务,具有与交易所进行结算的资格。结算会员按照业务范围又分为交

易结算会员、全面结算会员和特别结算会员。交易结算会员只能为其受托客户办理结算、交割业务;全面结算会员既可以为其受托客户也可以为其签订结算协议的交易会员办理结算、交割业务;特别结算会员只能为与其签订结算协议的交易会员办理结算、交割业务。在交易会员资格的申请方面,要求最近一次的期货公司分类评价结果达到C类以上(含C类);申请交易结算会员资格,应当符合办法第七条规定的条件,取得金融期货结算业务资格并且最近一次的期货公司分类评价结果达到B类以上(含B类);申请全面结算会员资格,应当符合办法第七条规定的条件,取得金融期货结算业务资格并且最近两次的期货公司分类评价结果均达到A类。

(2) 保证金结算。交易所实行结算担保金制度。结算担保金是指由结算会员依照交易所规定缴存的,用于应对结算会员违约风险的共同担保资金。结算担保金分为基础结算担保金和变动结算担保金。基础结算担保金是指结算会员参与交易所结算交割业务必须缴纳的最低结算担保金数额。变动结算担保金是指结算会员结算担保金中超出基础结算担保金的部分,随结算会员业务量的变化而调整。结算担保金应当以现金形式缴纳。

股指期货最低交易保证金的收取标准最终确定为12%;为保证单边市下交易所调整保证金水平的针对性,修订了单边市下交易所调整保证金的限制性规定。《风险控制办法》规定,期货合约在某一交易日出现单边市,则当日结算时交易所可以提高交易保证金标准。①各类结算会员的基础结算担保金为:交易结算会员为人民币1000万元,全面结算会员为人民币2000万元,特别结算会员为人民币3000万元。结算会员应当在签署《中国金融期货交易所结算会员协议》后的第5个交易日第

一节结束前,将基础结算担保金存入交易所结算担保金专用账户。②交易所每季度首个交易日确定本季度全市场的结算担保金基数,作为计算各结算会员应当分担的结算担保金的依据。

交易所根据结算担保金基数,按照各结算会员业务量比例计算本季度其应当分担的结算担保金。结算会员本季度应当分担的结算担保金=结算担保金基数 \times (20% \times 该会员上一季度日均交易量/全市场上一季度日均交易量+80% \times 该会员上一季度日均持仓量/全市场上一季度日均持仓量)。

(3) 涨停板制度。股指期货合约的涨跌停板幅度为上一交易日结算价的 $\pm 10\%$ 。季月合约上市首日涨跌停板幅度为挂盘基准价的 $\pm 20\%$ 。上市首日有成交的,于下一交易日恢复到合约规定的涨跌停板幅度;上市首日无成交的,下一交易日继续执行前一交易日的涨跌停板幅度。股指期货合约最后交易日涨跌停板幅度为上一交易日结算价的 $\pm 20\%$ 。

期货合约连续两个交易日出现同方向单边市(第一个单边市的交易日称为D1交易日,第二个单边市的交易日称为D2交易日,D1交易日前一交易日称为D0交易日,下同),D2交易日为最后交易日的,该合约直接进行交割结算;D2交易日不是最后交易日的,交易所根据市场情况采取下列风险控制措施中的一种或者多种:提高交易保证金标准、限制开仓、限制出金、限期平仓、强行平仓、暂停交易、调整涨跌停板幅度、强制减仓或者其他风险控制措施。

在未采取涨跌停板制度的境外市场上,熔断制度作为一种价格波动控制机制,在一定程度上可以起到冷静市场情绪和平衡市场指令的作用。此前,中金所在股指期货仿真交易中曾尝试引进过该制度,但考虑到该制度的复杂性、实施效果的不确

定性和市场参与者的接受程度,目前实施该制度的条件还不够成熟。此外,我国股票和股指期货市场都已经实行了10%的涨跌停板制度,对于防止价格过度波动已经有了相应的制度安排。因此,最终没有在中引入熔断机制。

(4) 强制减仓制度。强制减仓是指交易所将当日以涨跌停板价格申报的未成交平仓报单,以当日涨跌停板价格与该合约净持仓盈利客户按照持仓比例自动撮合成交。即,申报平仓数量是指在当日交易日收市后,已在交易所系统中以涨跌停板价格申报无法成交的、且客户合约的单位净持仓亏损大于等于当日交易日结算价10%的所有持仓。同一客户双向持仓的,其净持仓部分的平仓报单参与强制减仓计算,其余平仓报单与其反向持仓自动对冲平仓。强制减仓造成的经济损失由会员及其客户承担。

(5) 持仓限额和大户报告制度。交易所实行持仓限额制度。持仓限额是指交易所规定的会员或者客户对某一合约单边持仓的最大数量。同一客户在不同会员处开仓交易,其在某一合约单边持仓合计不得超出该客户的持仓限额。为进一步加强风险控制、防止价格操纵,将持仓限额标准由600手降为100手。会员和客户的股指期货合约持仓限额具体规定如下:①进行投机交易的客户号的某一合约单边持仓限额为100手;②某一合约结算后单边总持仓量超过10万手的,结算会员下一交易日该合约单边持仓量不得超过该合约单边总持仓量的25%;进行套期保值交易和套利交易的客户号的持仓按照交易所有关规定执行,不受前款第一项限制。明确了结算会员的限仓标准为按照每日结算后某一合约单边的总持仓量计算,进行套期保值交易和套利交易的客户号的持仓按照交易所有关规定执行。

4. 市场监管。股指期货市场的监管是金融市场监管的重要组成部分,其目的一方面在于保障市场的稳定健康发展,另一方面是为了保护投资者特别是中小投资者的利益。中金所在监管方面的制度构建主要体现在:加强了会员的持续监管,增加会员应当持续满足交易所会员资格条件要求的规定;强化了会员及其高级管理人员和从业人员应当接受交易所自律监管的要求;增加了会员应对其客户的交易行为加强合法合规性管理的内容;新增了日常检查和交易所采取监管措施的有关内容;将跨市场操纵和不配合交易所日常检查等情形纳入了违规处罚情形;规定会员、客户采取可能影响交易所系统安全或者正常交易秩序的方式下达交易指令的,交易所可以采取相关措施;丰富了交易所处罚手段,增加了暂停受理开立交易编码申请、限制或者暂停业务以及调整会员资格类型的处罚措施。

另外,针对股指期货市场日渐兴起并很可能对市场产生较大冲击的程序化交易,市场监管机构也予以了足够重视。鉴于《交易细则》修订征求意见稿中已经新增了“会员、客户采取可能影响交易所系统安全或者正常交易秩序的方式下达交易指令的,交易所可以采取相关措施”的内容,在《交易细则》中增加了会员、客户采取程序化交易方式应当事先报备的内容,规定“会员、客户使用或者会员向客户提供可以通过计算机程序实现自动批量下单或者快速下单等功能的交易软件的,会员应当事先报交易所备案”,此种方式虽然不能从根本上减少程序化交易可能带来的冲击,但却能为市场管理者的市场机制决策提供一些参考。

(作者单位:北京大学经济研究所
光华天成博士后工作站 中国人民大学
财政金融学院)

责任编辑 刘莹