

股指期货：从国债期货教训看股指期货九项规则 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/243/2021\\_2022\\_\\_E8\\_82\\_A1\\_E6\\_8C\\_87\\_E6\\_9C\\_9F\\_E8\\_c33\\_243313.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/243/2021_2022__E8_82_A1_E6_8C_87_E6_9C_9F_E8_c33_243313.htm) 6月27日，中国金融期货交易所发布了经证监会批准的《交易规则》和《违规违约处理办法》，同时发布了配套实施细则包括：《交易细则》、《结算细则》、《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》。通读规则后认为，正式规则与4月30日中金所公布的《征求意见稿》差别不大，不过更明确了一些制度细节。规则的发布并付诸实施，无疑使股指期货的准备又向前迈了一大步。经历了上世纪90年代国内国债期货的“来去匆匆”，这次股指期货的准备工作从提议推出股指期货到成立中金所，再到《征求意见稿》的一再修改，管理层的每步准备工作都非常谨慎。回想著名的“327”国债期货事件，其之所以发生，除了推出国债期货这一品种的利率市场化条件不具备，以及保值贴补率带来的政策风险之外，很大原因还在于当时国债期货的管理制度不健全和监管欠缺：1、“327”国债期货风波发生时，上证所20000元合约面值的国债仅收取500元的保证金，其他期货交易所的国债期货保证金比例则普遍为合约市值的1%。这个比例比国内当时商品期货的保证金水平还要低，杠杆达到40倍到100倍之高。在保证金比例超低的情况下，也不重视执行交割月提高保证金的制度。2、价格波动方面没有限制。3、对于投资者的持仓没有严格限制。虽然上交所规定个人持仓不得超过3万手，机构不得超过5万手，实际上，发生“327”国债风波之日，万国证券

一天开仓就达到200万手，远超限额。这些方面的制度安排是期货交易风险控制的“必备项目”。但当时的国债期货却都没有很好地制定并执行规则，加上当时的证监会刚刚运作不久，存在监管缺位，众多原因导致国债期货给市场带来不良影响，最终以强行关闭告终。以史为鉴，正式颁布的九规则对这些方面有着明确的规定：1、《风险控制管理办法》中规定：股指期货保证金比例为合约价值的10%(此为交易所收取比例，经纪公司应在此基础上再加收一定比例)，这远高于商品期货收取的保证金比例。由于与国债期货情况略有不同，股指期货将采用现金交割，因此交割月并不存在提高保证金的问题。但规则赋予了交易所和经纪公司根据市场风险状况调整保证金比例的权力，例如3月底中金所根据当时的价格波动特点，将仿真交易的交易所保证金比例从原来规定的8%提高到了10%，个别月份的合约保证金比例还提高到了15%。即使现在的《交易细则》中规定的交易所保证金比例为10%，但在仿真交易中，实际交易所收取的保证金比例却达到了12%，考虑到经纪公司还需要加收几个百分点，股指期货的杠杆将低于10，小于国内其他商品期货品种。提高保证金收取比例，将对于遏制投机、提高交易门槛起到很明显的作

用，这反映了监管层和交易所的谨慎态度，不惜牺牲一定的流动性来保证品种上市初期尽可能平稳的运行。2、《交易规则》中指出，交易所必须实行持仓限额制度，并在《风险控制管理办法》中具体规定投资者的最大持仓限额为600手，套期保值的头寸不受此限额限制，并且当投资者持仓达到持仓限额的80%及以上的时候(即480手及以上)，就要向交易所报告持仓情况、分仓情况、资金来源等。再不会像“327”国

债期货风波时，特殊机构大量开仓而导致市场失控的情况发生。3、最值得一提的是，价格波动的限制方面借鉴了大量成功交易所的经验，不但在《交易细则》中限定了涨跌停板幅度，还在《风险控制管理办法》中引入了熔断机制这一商品期货市场从未使用过的制度。国外很多交易所的金融期货产品如CME对S&P500股指期货、CBOT的道琼斯股指期货和新加坡摩根台指期货都采取这一制度。前两个交易所的股指期货均只对跌幅采取限制，对限制幅度采用的是断路器方式，逐渐放大跌幅，跌幅限制级次分别为5%、10%、15%、20%或10%、20%、30%。如果一个级次的价格限制维持10分钟左右，价格限幅自动扩展到下一级。新加坡的摩根台指期货则是对涨跌幅均有限制，按照前一日收盘指数的7%、10%、15%逐级熔断，逐渐放大涨跌幅度。这种制度在发生极端行情时可以冷却市场气氛、给投资者冷静思考的时间，比起单一的涨跌停板制度，这种制度使价格具有更大的弹性，因此在信息的反映程度和价格发现上，更具优势。国内综合考虑了弹性的熔断机制和固定的涨跌停板制度，价格涨跌达到6%并持续5分钟，启动熔断机制，熔断机制启动期间，成交价格必须在熔断点价格限制的区间内，熔断机制启动满5分钟，即放开涨跌停板(10%)。这次公布的《风险控制管理办法》对这一部分做了比以往《征求意见稿》更为细致的规定，“股指期货合约申报价触及熔断价格未持续5分钟，第一节交易结束的，第二节交易开始后重新进行熔断检查。熔断机制启动后不足5分钟，第一节交易结束的，熔断机制终止；第二节交易开始后，涨跌停板幅度生效。”从去年已经开始的中金所仿真交易过程中，多次启动熔断机制，每次熔断机制

的启动对参与股指期货仿真交易的投资者来说，都是一堂生动的投资者教育课。除了以上这些风险控制的制度，还有分级结算制度、结算担保金制度等，也是借鉴了期货交易历史上的成功和失败的经验教训。国债期货作为失败的教训，促使监管层在再次推出金融期货之际做足了“功课”。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)