

股票指数期货的合约设计和监管制度研究

天富期货研发部

一、股票指数期货合约的设计

我国股票指数期货合约的设计，需要借鉴国际市场股指期货合约的设计思路，同时应当结合中国的实际情况。

股票指数期货的上市交易中有一个亟待解决的技术难题就是合约的设计及指数的编制，如何根据我国市场状况确定股票指数、合约规模、最小价格变化、保证金水平等，是发展股票指数期货交易所必须解决的一系列技术性问题。就总体而言，股票指数期货的合约与其他金融期货合约大致相同，但由于股票指数期货的标的物不同于其他金融期货，因此其合约有它的独特之处。股票指数期货合约的设计是否合理，是影响交易成败的关键因素之一。

1、股票指数的选择

从国际经验来看，指数期货标的物的选取都由市场来决定。从市场的角度出发，指数期货标的指数的选择要考虑套期保值效果与成本、便于套利的便利性与指数的代表性、防止市场操纵、计算准确、发布及时和得到市场认同、指数的客观性和公正性、尽量减少人为操纵的可能性等。

我国证券市场统一股票指数的编制是股票指数期货设计的关键。金融期交所的筹建启动后，中证指数有限公司已对将作为股指期货标的的新指数 CSI100 进行了方案论证和评估，该指数经征询市场意见和模拟运行后，

将于近期适当时间发布。CSI100 覆盖沪深 100 家上市公司的股票指数，按照国际上其他股指期货成功运作的经验，有望成为我国第一个股指期货标的的指数。

2、交易单位

股票指数期货的交易单位也称合约价值，由标的指数与某一即定的货币金额的乘积来表示。股票指数期货合约价值确定得合理与否，在一定程度上将决定该合约交易的成败。确定股票指数期货合约的价值，应考虑合约的流动性和交易成本两个因素。流动性与合约价值成反比，合约价值越高，其流动性就越差。通常，交易成本与合约价值的关系也是反比，合约价值越低，其交易成本就越大。可见，合约价值过高或过低都不利于合约的交易，确定适中的合约价值是至关重要的。

根据我国投资者的资金结构及期货交易的实践，设计合约价值为 10 万元左右比较合理，相对于交易指数的点位，再确定合适的合约乘数。这样能够满足广大投资者的需要及市场流动性的要求。我国现阶段不鼓励个人投资者过分参与市场，可规定每笔交易为 10 张或其整数倍。

3、最小报价单位。

最小变动单位也称最小报价单位或一个刻度，是指股票指数期货交易中每次股票指数变动的最小单位。刻度与合约价值相乘的积，就是每份股票指数期货合约价值因股票指数变动一个刻度而增减的金额，这一金额叫刻度值。为了保证期货价格变动的连续性，便与计算，可将最小报价单位设计为相当于 50 元的价格波动。

4、每日价格涨跌幅限制

股票指数期货的涨跌停板首先应该能够覆盖绝大部分的正常市场波动，同时防止在突发事件或极端市场情绪影响下投资者的非理性行为，还要与现货市场相适应。我国股票现货市场日价格变化在 $\pm 6\%$ 以内的概率为99.74%。

由于推出股票指数期货初期风险防范的重要性，可以在一段时期内把涨跌幅限制设计为前一交易日结算价的 $\pm 10\%$ ，以后随着交易、监管等各方面条件的成熟，可以考虑适当放宽。

5、保证金水平

保证金水平主要与股票指数的历史最大波幅相适应，以控制市场风险。根据历史数据的计算，12%的保证金水平能控制日内及日间的最大市场波动风险。

可设计保证金水平为12%，当临尽最后交易日及遇到特殊情况可相应提高保证金水平。为了增加股票指数期货交易的流动性，应允许用现金、国债等多种支付手段作为保证金。

6、合约交割月份

合约交易月份一般有月份制和季月制两种方式。前者期货与现货市场的价格会在每个月月底趋于一致，可防止期货价与现货价长期偏离从而影响套期保值效果，而且会促进投资者的套利活动。后者较适合一些中长线的投资者，可减低转仓的成本。根据我国的实际情况，可设计为当月、下月以及随后3、6、9、12月4个季月中离当前最近的4个季月。

7、交易时间

多数国外股票指数期货市场采取的是比现货股票市场早开市或迟收市

一段时间的做法。早开市的好处在于能充分发挥期货市场价格发现的功能，迟收市的好处在于为投资者及时提供调整风险组合投资的机会。最后交易日收市时间应与现货市场一致。

交易时间可设计为：上午交易时间 9：15—11：30，下午交易时间 13：00—15：15。最后交易日为上午交易时间 9：15—11：30，下午交易时间 13：00—15：00。（如果股票现货市场交易时间变更，则股票指数期货市场交易时间也作相应调整）

8、 结算价格

每日结算价格设计为股票指数期货当日成交价的加权平均价。

交割日清算价设计，应防止机构大户在现货指数上的操纵。最后结算价格设计为最后交易日现货市场标的指数的每 5 分钟的全日算术平均价。

9、 最后交易日及最后结算日

我国证券与期货市场不能进行信用交易，最后结算价为最后交易日每 5 分钟报价的平均价，最后交易日及最后结算日可设计为合约到期月的最后一个工作日。

10、 交割方式

符合国际惯例，采用现金交割。

二、 股票指数期货风险监管制度设计

1、 关于股票指数期货交易场所

根据美国期货业协会 2000 年底的统计，全球共上市 128 个股票指数期货合约，其中，112 个合约在期货交易所上市，16 个合约在 8 家证券交易所上市。同时，全球证券和期货市场出现了混合经营的趋势，证券交易所

和期货交易所也出现合并，但合并后市场的运作仍然是独立的。

我国的股票指数期货将在新设立的金融交易所交易。在股票指数期货市场发展初期，各种风险因素不能完全预测，需要通过对上市股票指数期货合约的金融交易所在技术准备、风险管理制度、高级管理人员和从业人员、财务保障系统等提出更高要求，确保能对股票指数期货可能造成的风险事先有充分准备，事中有控制措施，事后能保证清算并进行风险防范和化解。

2、关于从事股票指数期货经纪业务的机构

从商品期货实践看，期货经纪公司积累了较丰富的交易管理和风险管理经验，建立了风险管理体系，培养了专业的期货交易管理人才，代理投资者参与股票指数期货交易的机构以专门从事期货经纪的独立法人为宜。符合条件的证券公司(主要是综合类证券公司)可以设立子公司从事股票指数期货经纪业务，其他证券公司也可参股现有的期货经纪公司进入股票指数期货市场。

但现有的期货经纪公司在股权结构、资本规模、金融人才储备和代理网络等方面尚不能满足股票指数期货交易的需要。监管部门需要对从事股票指数期货经纪业务的期货经纪公司，在资本和净资产、股权结构、法人治理和内部管理、人才要求、设立营业部等方面提出高要求。制定严格的资格准入条件，以确保资本雄厚、运作规范、管理有效的公司进入股票指数期货市场，并通过提高注册资本金、健全法人治理结构、加强内部控制完善业务管理规则，加强风险管理，提高其抗风险能力和规范运作水平。

基金管理公司和其他证监会认可的金融机构，可以申请成为期货交易

所的非经纪会员，直接设立自营席位进行自营。综合类券商也可通过其子公司从事自营。

3、关于投资者的准入条件

股票指数期货交易具有较大的风险性，抗风险能力较差的中小散户不宜参与股票指数期货交易。在股票指数期货市场发展初期，为了保障投资者利益，有必要对投资者提高准入条件，将风险承受能力和对股票指数期货知识和投资风险认识不多的众多中小股票投资者暂时排除在外。这方面，在设计合约时可规定一个较大的合约大小，投资者保证金账户的最低余额必须持续性满足证监会规定的标准。经过对证券市场投资者结构的分析，在试点初期，最低客户保证金余额可保持在 50 万元以上。以后，根据试点的情况，稳步降低对资金余额的要求。

除了提高投资者的准入门槛外，对投资者的行为规范还应加以规定。例如，规定投资者必须以真实身份开立交易账户，公司、企业或其他经济组织不得以个人名义开户。对国有企业参与股票指数期货交易的，要求国有企业必须建立健全期货交易内部控制制度和分级授权制度等等。

4、关于股票指数期货的风险管理

有效的风险管理对于期货交易和清算至关重要。可将商品期货风险管理中行之有效的措施引入股票指数期货的风险管理之中，又根据股票指数期货的特点作有针对性的规定。例如规定金融交易所建立股票指数期货风险管理制度，除了在商品期货风险管理中普遍采用的保证金、每日无负债结算、涨跌停板、持仓限额和大户报告、强行平仓、风险准备金等制度外，针对股票指数期货风险的特点，规定金融交易所会员特别风险准备金制度

和相应的履约财务保障手段与清算机制。此外，还规定在金融交易所会员违规情况下采取临时处置措施、在交易异常情况下采取紧急处置措施和技术性停市等特别的风险管理制度。

金融交易所必须建立股票指数期货风险监控与预警系统、财务安全动态监控系统，并对股票指数期货市场的资金规模和结构进行动态分析和风险预警。

监管部门可设立结算会员制度。将会员分成——(1)全权结算会员：能够结算其自己和其他会员的交易；(2)结算会员：只能结算自己包括其客户的交易；(3)非结算会员：只能通过全权结算会员结算自己的交易。不同的会员类型将会吸引不同资本和经验的会员，可以区别进行监管。中国证监会需要提出新的交易股票指数期货的期货经纪公司的资本金要求。不允许所有的会员都能为其交易进行结算的目的是在会员水平上改善总体风险管理的水平，以迫使营业规模小、经验欠缺和相对资本不足的公司(即非结算会员)通过更大的、更有经验的和资本充足的公司(即全权结算会员)来进行结算。作为非结算会员的结算机构，全权结算会员在非结算会员违约的时候要代其承担义务，因此市场变动大的时候可以增加一个市场保护的层面。另外，由于全权结算会员必须承担这些义务，他们被迫监控他们代为结算的非结算会员的风险情况，因此在中介层次增加了风险监控的另一层次。最后，由于非结算会员的风险是由全权结算会员监控的，交易所和中国证监会可将其监管任务集中到较少部分会员，使得监管更有效率更有效果。

为避免金融交易所的商业目标与风险管理目标的冲突，金融交易所可

成立独立的风险管理委员会，主席由金融交易所独立理事担任，交易所的风险管理决策并不必须直接向交易所总经理报告，如果金融交易所独立理事和总经理就风险管理方面有分歧可以直接向证监会报告。

5、关于股票指数期货交易的监督管理

针对股票指数期货交易的特殊性，需要加强对股票指数期货交易的监管。由于股票指数期货涉及股票现货和股票指数期货两个市场，要实施有效监管，必须使涉及股票和期货市场监管的多个监管职能部门相互配合。因此，可由中国证监会成立联合监管委员会，对证券市场和期货市场进行联动监管。为了实行信息共享以达到联动监管的目的，中国证监会可指导证券市场和期货市场利用技术手段联网。为保证风险监控措施能够从技术上得以落实，中国证监会可建立股票指数期货风险监控与风险预警系统，对股票指数期货市场进行风险监控，并建立股票指数期货市场财务安全动态监控系统，对从事股票指数期货经纪业务的期货经纪公司财务状况实施监控。

同时，还需要规定对内幕交易、操纵市场、擅自从事境外金融期货等行为进行处罚，特别针对通过股票市场和股票指数期货市场两个市场进行操纵的行为需要规定处罚办法。考虑到股票指数期货的监管是期货市场监管的特殊类型，对于能够适用于所有期货市场品种的监管制度及交易规则，需适用《期货交易管理暂行条例》、《期货经纪公司管理办法》、《期货交易所管理办法》等4个管理办法。

股票指数期货的合约和监管制度设计，需要根据中国国情，在借鉴成熟国家的经验的基础上，积极地做好研究和准备工作。