

股指期货成功经验对中国资本市场金融创新的启示

2011年01月10日发表于东方财富网

今年是中国资本市场成立20周年。短短的20年，中国资本市场完成了从无到有，从小到大，从单一市场结构到多层次市场体系的转变，期间既经历了多次国际金融危机的冲击，也见证了中国经济的发展并为之作出了重要贡献。

股指期货市场作为中国资本市场重要组成部分，从2006年9月8日中国金融期货交易所成立到现在才4年左右时间，虽起步较晚但起点很高，虽运行时间不长但影响很大。作为一种金融衍生工具在中国所经历的通过制度先行，筛选合格的投资者，构建符合中国特色的产品制度体系；通过投资者教育，培养成熟的投资者，构建适应产品发展的舆论环境；通过严格监管，培育理性交易的市场环境，构建新形势下的监管制度框架，建设透明、规范市场的过程，不仅是对中国资本市场20年经验的总结，同时对中国资本市场的金融创新有启示意义。

一、制度先行是中国资本市场金融创新的基础条件

中国资本市场是以“摸着石头过河”起步的，由于经验不足和制度建设滞后，在中国资本市场发展过程中，曾出现过这样或那样的问题，为克服和纠正这些因制度建设滞后所带来的问题我们付出了更高的成本和更长的时间。

股指期货市场作为中国资本市场重要组成部分，股指期货作为国内最新上市的金融衍生产品，市场管理者充分吸取了中国资本市场发展的经验教训，通过以投资者适当性制度为核心的制度建设为先导，建立了包括市场准入制度、风险控制制度以及市场监管制度等在内的一系列制度、规则。实践证明，这套完整的制度、规则体系为股指期货市场构筑了一座基础设施相对完备的桥梁，为股指期货平稳运行提供了基础条件。

1、筛选适当的投资者，是市场风险管理的基础。

股指期货市场是资本市场的高端领域，产品风险度高和主要适应机构投资者避险需求使产品适应范围有限是这个产品的基本特性，同时股指期货市场又紧密联系着证券现货市场，对中国庞大的证券投资者会产生影响，使这个“小众”市场具有大众化趋向。因此，细分市场投资群体，筛选适当的投资者，严格风险管理就成为这个市场建设、发展的重点和难点。中国证监会和中国金融期货交易所(以下简称中金所)本着“高标准、稳起步”建设金融期货市场的原则，在充分借鉴国内外投资者保护先进经验的基础上，根据“将适当产品提供给适当的投资者”的指导方针，建立起了一套具有中国特色的“投资者适当性制度”。制度的宗旨在于通过“制度的筛选”，将风险教育寓于开户环节，完善市场参与者主体之间的约束机制来确保参与这个市场的投资者是“合格的”，从而实现切实保障

投资者合法权益，促进股指期货市场功能正常发挥，确保市场平稳运行的目的。

从股指期货上市运行半年多的实践看：投资者适当性制度通过强调投资对象的特殊性，强调能够承担相应风险的投资者才适合参与这个市场，在开户环节就有效地将大多数抗风险能力弱的中小投资者隔离于市场之外，避免了中国资本市场曾出现过的不顾产品性质“一窝蜂”参与的现象，提高了市场参与者整体抗风险的能力；投资者适当性制度通过强调风险管理文化，强调投资者需做好进入市场的充分准备，在交易过程中要遵循买者自负的原则，理性交易，自负盈亏，有效避免了中国资本市场固有的“炒新”顽疾，为市场平稳运行创造了条件。

2、 产品设计重视中国国情，是市场理性运行的重要条件。

股指期货虽然是国际上成熟的风险管理工具，但在中国却是一个新事物、新产品，尊重产品的基本规则且又须符合中国具体国情是股指期货市场建设的一个重要课题。从制度层面我们可以看出中金所在股指期货产品设计及围绕股指期货产品所制定的一系列风险管理制度上既遵循市场规律又充分考虑中国国情的原则立场。比如，①在产品设计上，针对市场股指期货是否会出现“操纵”的担忧，股指期货的合约标的采用了操纵难度极大的沪深 300 指数作为标的物；针对国外股指期货出现的“交割日效应”，通过制定“股指期货交割结算价为最后交易日标的指数最后二小时的算术平均价”这一目前国内外同类产品最严的交割结算价的计算方法来避免可能出现的“交割日效应”，上市以来已顺利完成交割的股指期货所有合约的实践证明了这个计算方法的正确性。②在风险管理制度设计上，结合对 2008 年国际金融危机产生原因给资本市场带来教训的认识及股指期货市场高风险特点，在资金使用的“杠杆率”上选择了降低杠杆倍数，提高合约乘数的设计理念，合约的保证金水平是同类产品最高的；通过减少持仓手数，并且按照单一客户号进行加总计算的严格限仓制度切断集中持仓的可能；通过增加期货公司报告义务，大户持仓报告标准由交易所动态公布等监管要求，及时监控大户的交易行为及交易意图，保证市场风险处于可控、可防状态之下。③在市场监管制度建设上，通过建立分层次的多级结算体系来分散市场结算风险；通过制定《期货异常交易监控指引》，将市场监管从事后转向事先来维护市场交易环境的稳定；通过建立五位一体的、跨股票市场和股指期货市场的联合监管机制，构建起多方位、多角度、多层次的立体实时监控网络来降低跨市场操纵的可能性。

3、制度建设持续进行，是市场功能逐步发挥的保证。

股指期货上市后，为充分发挥股指期货作为风险管理工具的功能，更好服务于现货市场，不断完善和优化股指期货相关基础性制度特别是推进机构投资者参与市场是管理者持续进行的一项重要工作。在此期间，中国证监会陆续公布了《证券投资基金从事股指期货交易指引》、《证券公司参与股指期货交易指引》

以及合格境外机构投资者(QFII)投资股指期货相关规则征求意见稿等;中金所发布了《特殊法人机构交易编码管理业务指南》、《套期保值额度申请指南》和《特殊法人机构交易编码管理业务指南》等。随着制度建设和管理细则的到位,机构投资者开始进入市场,包括基金、券商在内的十多家机构已获批期指交易编码。在已经参与期指交易的券商中,套期保值业务效果较好。这对发挥股指期货的避险作用,稳定期现货市场的运行产生了积极作用。

总之,股指期货作为一个风险管理产品在中国这个具有特殊国情的资本市场起步,建立科学合理的制度、规则体系是“高标准、稳起步”的具体要求,是确保资本市场健康发展的基础条件,是维护“公开、公平、公正”原则的重要基石。股指期货市场运行实践表明:从产品设计到风险管理制度制定以及市场监管体系的建立等这一整套具有中国特色的股指期货市场的制度、规则体系使股指期货市场从起步就有一个良好的运作框架,增加了市场的透明度,促使市场各方按照公开的制度、规则规范自己的行为,从而有效地降低了市场风险,保证了股指期货市场在一个合规、理性、有效监管的环境下运行。

股指期货市场围绕以投资者适当性制度为核心的制度先行取得的成功经验可以成为国内资本市场新的金融衍生产品推出的借鉴。

二、投资者教育是中国资本市场金融创新的特殊要求

在中国,作为金融衍生产品,股指期货的应用面相对于股票、债券等投资产品要小许多,是一个“小众”市场,但由于中国证券市场的“大众性”却使股指期货这个“小众”市场承载了太多的负担,尤其是在国内广大股民还缺乏股指期货相关知识的时候,这种负担尤甚。因此大力进行投资者教育,普及股指期货基础知识,进行风险管理文化的宣传,是股指期货市场建设的重中之重,也是股指期货市场取得成功的重要经验之一。

1、教育先行,普及专业知识,小众市场须大众教育。

金融期货之父利奥·梅拉梅德在接受中国证券报记者采访时曾这样说:“对于股指期货而言,投资者教育工作将是其成败与否的关键”。股指期货市场成立以来,股指期货投资者教育工作主要围绕以下几个方面展开:①推进多渠道、多形式的投资者教育活动,普及股指期货专业知识。包括交易所、行业协会和各期货公司在内的业内专业力量及社会各界相关的专业人士等,利用各种媒体和多种宣传形式,开展了规范、全面、持续的投资者教育活动,宣传股指期货市场投资者适当性制度,普及股指期货专业知识,弘扬风险管理文化等。②出版各类刊物、视频材料。不完全统计,从2006年9月到现在,仅中金所组织编写的各种有关股指期货书籍和刊物就多达数十种,这些书籍(光盘)成为股指期货投资者学习的重要材料,对帮助投资者理解股指期货产品特性和风险特征,树立谨慎参与

的投资理念起了积极的作用，也为股指期货市场运行和市场监管的有效执行提供了良好的市场氛围与舆论基础。③重视业内培训。金融投资产品有专业性的阶梯，市场宣传和投资者教育要跟上这种阶梯，还必须不断提高教育者本身素养，教育者首先应该是受教育者，只有这样，才能为这个阶梯不断升高提供扎实的基础。在股指期货市场宣传的同时，业内也通过各种专题研讨会、报告会等提升从业人员特别是研究人员的专业素养，适应股指期货市场发展的需要。

从中金所成立到股指期货正式上市期间间隔了 3 年半左右时间，现在回过头来看，正是有了这段时间，使投资者教育工作能有序、持续地展开，为投资者适当性制度顺利实施，为市场熟悉产品、为投资者熟悉规则提供了时间保证。而投资者教育与市场宣传所遵循的市场普及与专业提高相结合、理论分析与市场实际相结合、基础知识与市场热点相结合等原则，为中国资本市场投资者教育提供了有益启示。同时，股指期货作为新的金融产品上市前的投资者教育对提高产品的社会认知度，推动产品上市后的理性交易、平稳运行和有效风险管理所带来的积极作用对国内以后新的金融产品推出有借鉴意义。

2、持之以恒，培育风险管理文化，培养成熟投资者。

市场文化是这个市场参与群体在一定时期内形成的思想、理念、行为及由这个群体整体意识所辐射出来的一切活动。股指期货市场市场运行过程中曾出现过的一些舆论上的热点问题，除了有市场运行内外部因素结合而产生的原因以外，从本质上说，和我们这个市场参与群体没有形成统一的对产品的认知和没有形成一种与产品性质相匹配的文化有关。因此培育市场文化就成为股指期货市场建设的重点工作。①股指期货是在股票现货市场基础上为回避现货市场价格波动风险，以现货市场指数为标的衍生出来的风险对冲工具，风险管理是这个市场文化的主基调。股指期货的风险管理是通过套期保值交易行为实现的，套期保值的效果直接关系到风险管理的效率，因此风险管理文化的普及应该建立在市场对套期保值的认知程度和参与程度上。②中金所在市场文化建设上重点强调了风险管理文化的重要性并为之采取了持之以恒的宣传。不完全统计，从今年的 5 月底至 11 月底，中金所已连续举办了二十期套期保值研修培训班，培训对象涉及到基金、证券及期货公司的高级管理人员和相关人员。这些培训对提高机构投资者套期保值意识，丰富套期保值技能，推动套保交易开展起到了良好的促进作用。2010 年半年报数据披露显示，多家上市券商已不同程度地介入期指套保业务，其中有券商自营业务股指期货套保业务的有效性在 80%-125%之间。可以预见，随着机构投资者进入市场进程加快，股指期货套期保值会作为机构投资者一种投资策略而广泛应用，风险管理文化会日渐深入，推动股指期货风险管理功能的发挥。

3、启动仿真交易，为投资者熟悉股指期货运行特点创造条件。

理论联系实际，为股指期货市场潜在参与者提供一个模拟交易环境，让投资者感受股指期货市场运行的特点，积累股指期货的交易经验是股指期货投资者教育的一项重要内容。2006年10月30日，中金所启动沪深300股指期货仿真交易。仿真交易除资金是虚拟外，交易的合约、规则和系统等与沪深300股指期货合约真实交易基本一致。交易环境的相对真实和仿真交易作为衡量投资者是否具备相应投资经验的适当性制度组成部分，吸引了众多投资者参与，仿真交易的理性程度也随着时间推移和参与者的成熟不断得到提高。可以说，仿真交易对于投资者教育工作顺利开展，帮助投资者熟悉股指期货交易特性，培养理性交易理念起到了至关重要的作用。

股指期货市场投资者教育的成功经验说明，虽然金融衍生产品的专业性决定其参与范围的“小众性”，但面对金融衍生产品产生的现货市场背景又使其具有影响的“大众性”。投资者教育要从“大众”着眼，通过“大众化”的教育与市场宣传，普及股指期货市场的专业知识，形成良好的市场环境氛围；通过持续的有针对性的投资者教育，培养成熟的投资者，促进市场运行的理性与平稳；通过培育符合产品特性的管理文化，推动市场功能的逐步发挥和市场稳步发展。

三、严格监管是中国资本市场金融创新的有效保障

贯彻“三公”原则是促进中国资本市场平稳、健康发展的重要基石。“三公”原则的落实取决于两个标准，其一是制度先行，使这个市场或产品有参与者认可和共同遵守的行为规则，其二是严格监管，保证规则、制度的落实。股指期货市场就是遵循了这两项标准，在制度先行基础上推出产品，在产品上市后严格监管，保证规则、制度的落实。

1、全面落实投资者适当性制度，严把开户关。

投资者适当性制度是股指期货市场一项重要的基础性管理制度，体现了“将适当产品提供给适当的投资者”的指导方针。落实投资者适当性制度的关键在开户环节。中金所本着“高标准、稳起步”建设金融期货市场的原则，按照“重质量不重数量，重秩序不重速度”的开户要求，在开户环节建立起了一整套落实适当性制度的具体要求，同时投入大量监管资源深入开户一线，全方位、大面积、深入持久地开展适当性制度督导检查工作，推动开户工作平稳、均衡、有序展开。实践证明，正是有了完善的开户环节制度设计和严格检查，使进入这个市场的投资者抗风险能力普遍较强，为股指期货理性、平稳运行提供了投资者主体基础。

2、细化规则，强化监管，严把交易关。

由于股指期货在中国是个新生事物，在市场运行中必然会出现这样或那样的问题，中金所通过完善制度、细化规则、强化监控等措施，保证交易平稳运行。比如针对一段时间以来股指期货日内交易过度等问题，中金所一方面通过召

开“股指期货市场规范发展座谈会”，强化会员对客户交易行为的管理责任，强化行业自律管理，形成合力，共同构建“早发现、早制止、早处理”的自律监管体系，维护市场正常秩序，保护广大投资者的合法权益。另一方面通过制定《期货异常交易监控指引》，尝试将监管关口由违规行为监管前移到异常交易行为监管，进一步收紧对期货交易行为的监管标准，通过对异常交易行为的及时发现、及时制止和及时处理，从而更加充分发挥交易所一线监管优势，减少、避免违规行为和违法行为对市场的危害，有效抑制过度投机倾向蔓延。8月份股指期货市场统计数据显示：越来越多的套保资金正在入场，与7月份相比，股指期货持仓量上升了1985手，达到了32836手；而成交量则下降了逾7%，降至696.6万手；股指期货的日内成交持仓比由上市初期的20倍大幅降至10倍左右，降幅约达50%，日内交易降温明显。目前沪深300指数期货日均交易金额2433亿元，日均成交21.5万手，日均持仓3.22万手左右，成交和持仓比稳定在七比一之间，已接近海外成熟市场水平。股指期货市场运行渐趋稳健，市场功能初露端倪。

3、落实“三公”原则，严格监管、处罚各类违规行为。

在中国期货市场“五位一体”监管体系中，交易所处于一线监管位置，交易所监管是否到位直接影响到市场“三公”原则的落实。中金所总经理朱玉辰在陆家嘴论坛“期货和衍生产品市场发展”会场上表示：中金所要严加监管，保证这个市场在有序下进行，让市场有序干净，给投资者树立一个很放心、透明、规范的市场。这也是保证市场能够安全稳定运行的条件。

在严格监管思想指导下，中金所依据股指期货市场相关规则、制度，对市场交易活动全过程实行“强势”监管，通过风险提示、内部通报、违规处罚等多种形式对交易过程中出现的个别违规行为和市场风险苗头进行了严格的监管和警示，确保了市场风险可控，运行平稳安全。

严格监管给市场带来积极效果，从已完成的历次交割情况看，期货价格走势平稳，始终围绕最后结算价小幅波动，到期合约最终收盘价与交割结算价收敛度好，期现基差基本没有套利空间，未出现所谓的“到期日效应”；从日常交易的价格相关性来看，沪深300指数期货主力合约与沪深300指数相关系数在99%以上。主力合约的期现价差绝大部分时间在-10~30点区间波动，主力合约的基差率在正负1%以内，整体呈现出“逐步收窄、趋于稳定”的态势；风险控制良好，迄今未出现一起客户穿仓和保证金亏欠事件，全市场风险事件为零；随着股指期货《期货异常交易监控指引》的制定，国内各商品交易所也陆续出台了相应的期货异常交易监控指引，推动了商品期货市场交易监管的深入和精细化，整体上提升了国内期货市场风险控制水平。

股指期货的历程浓缩了中国资本市场发展的历程，如果说中国资本市场

是以“摸着石头过河”起步的，股指期货市场则是在基本完成基础设施建设基础上构建起的一座桥梁上过河的，这些基础设施建设主要包括：①制度先行，建立起符合中国特色的针对特定产品的各项制度、规则，使各方参与者能在一个预期明确、充分透明的市场环境中定位自己的活动；②充分的投资者教育，不仅从市场入口处有效隔离和分散了市场风险，形成相对稳定的符合产品需求的投资者群体，同时也为产品运行创造了社会既高度关注且又理智、平和的舆论环境；③严格的市场监管，股指期货市场监管的制度创新与“强势监管”的监管原则，不仅是高风险市场运行的内在要求，更是中国期货市场发展到新阶段的必然选择，是国内期货市场从量变到质变在监管方面的具体体现。

股指期货上市运行半年多时间走完了成熟市场需要多年才能走完的路程，实现了“高标准，稳起步”的要求。从构建完成的桥梁上过河这一股指期货市场取得的经验对中国资本市场金融创新有积极的启示意义。

20 年来，中国资本市场发展虽然道路坎坷但方向明确，步履蹒跚但意志坚定，我们用不长的时间实现了成熟市场上百年甚至更长时间才能达到的目标。总结股指期货市场成功经验，坚定不移地沿着具有中国特色的发展道路，中国资本市场下一个 20 年定会更加辉煌！