

编者按 股票指数期货即将在我国推出,有效利用这一新兴金融衍生工具的基础在于我们要对股指期货合约正确地估值,并在复杂的市场环境中采取相应的合理交易策略。因此,借鉴国内外证券公司指期货参与模式,以别人的成功经验和失败教训为参考,对于新事物的发展十分必要。

## 国内外证券公司股指期货参与模式的启示

曾健 鲍祥霖 (上海交通大学安泰经济与管理学院,上海 200030)

**摘要** 近年来以股指期货为核心的衍生产品市场已成为各金融中心竞争的焦点所在。在亚太地区主要股票市场中,中国大陆是唯一没有股指期货的空白地。因此培育和发展股指期货成为我国资本市场迫在眉睫的任务。借鉴美国以及台湾等国家和地区券商参与股指期货的经验,并在此基础上提出适合我国国情的券商参与模式,对我国日后发展金融期货市场具有一定的指导意义。

**关键词** 股指期货;参与模式;中介机构

中图分类号 F830.91 文献标识码 A 文章编号 0517-6611(2006)23-6365-03

### Discussion on the Participation Pattern in Index Future

ZENG Jian et al (Antai College of Economy and Management, Shanghai Jiaotong University, Shanghai 200030)

**Abstract** In recent years, the index future, as the very core of derivatives market, has become the focus of competition for the financial centers. Among those main stocks markets in Asia Pacific region, the mainland of China remains the only virgin land. Therefore, the extremely urgent task of our capital market is to develop and promote index future. In this paper the experience of securities participating in index future was drawn from America, Taiwan as well as other areas. The suitable model in light of Chinese situation, which can also be a guide for our developing finance future market, was proposed.

**Key words** Index future; Pattern of participation; Agency

金融期货是在20世纪70年代世界金融体制发生重大变革,世界金融市场日益动荡不安的背景下诞生的。金融期货经过近20年的迅速发展,已占世界期货交易量的67%。近年来,比重更是上升到80%以上。由于实际条件和经济社会环境不同,各国金融期货市场参与模式呈现出不同的市场格局和发展特点。对于我国来说发达与新兴市场的借鉴重点将有所不同。在以美、英、日等国为代表的发达市场上,已形成成熟的期货行业体系,其完备的法律法规、规范的监控体系、丰富的产品系列、有序的参与层次,都有我国发展金融期货所必须认真借鉴的宝贵经验。而对于台湾这个新兴期货市场,在借鉴成熟市场经验的同时,根据自身情况进行创新,摸索出一整套适用于东亚,尤其是大中华地区的金融期货市场文化,促进了金融期货市场的迅猛发展,这是我们要重点吸收借鉴的地方。

### 1 境外金融机构参与金融期货的模式借鉴

**1.1 美国期货市场现状及状况** 美国是期货市场和期货行业发展最为成熟的国家,其期货行业结构在原发期货市场中最具代表性。

**1.1.1 美国主要证券公司参与情况。**在美国,证券公司主要通过部门或者专业子公司2种方式参与金融期货。一些证券公司通过设立专业子公司从事期货交易,如美林期货公司、JP 摩根期货公司等都是期货专营商。而另一些证券公司,则通过部门参与,如摩根斯坦利、所罗门美邦等公司都兼营期货交易(期货兼营商)<sup>[1]</sup>。

美国的大多数证券公司都在一些期货交易所取得会员资格,开展经纪、自营两类业务。既代理客户从事场内期货交易,也为公司特定的交易策略和风险管理从事自营交易。

**1.1.2 美国期货市场中介机构。**美国《商品交易法》将其期货市场的中介机构划分为代理业务型、客户开发型以及管理服务型三大类。

第一类:代理业务型的中介机构。主要是期货佣金商 FCM(Futures Commission Merchant)、场内经纪商 FB(Floor Broker)以及场内交易商 FT(Floor Trader)。FCM是各种期货经纪中介的核心,从其功能来看,与我国的期货经纪公司类似。据统计,在美国期货业协会(NFA)注册的FCM目前共有192家。而根据不同的营运模式,美国的FCM又可以分为3种:一是全能型金融服务公司,如高盛公司、花旗环球金融、美林公司以及摩根大通等金融巨头,期货经纪业仅占其业务的一部分;二是专业的期货经纪公司,以瑞富期货公司(Refco)为典型代表;三是现货公司兼营期货经纪业务,这类公司包括一些大型的现货加工商、仓储商、中间商和出口商等。它们最初涉足期货市场主要是为了套期保值,后来逐渐拓展到期货经纪业务,有些现货公司还下设了专门从事期货经纪业务的子公司,例如嘉吉投资者服务公司(Cargill Investor Services)就承担了其母公司的套保业务。此外,代理型中介还包括FB和FT。FB又称出市经纪人,他们在交易池内替客户或经纪公司执行期货交易指令。FT与FB正好相反,他们在交易池内替自己所属公司做交易。如果是替自己账户做交易,通常称之为自营商(Local)。

第二类:客户开发型的中介机构。主要有介绍经纪商IB(Introducing Broker)和经纪业务联系人AP(Associated Person)。IB既可以是机构也可以是个人,但一般都以机构的形式存在。它可以开发客户或接受期货期权指令,但不能接受客户的资金,且必须通过FCM进行结算。IB又分为独立执业的IB(IIB)和由FCM担保的IB(QIB)。IIB必须维持最低的资本要求,并保存账簿和交易记录。QIB则与FCM签订担保协议,借以免除对IB的资本和记录的法定要求。在NFA注册

作者简介 曾健(1981-),男,福建明溪人,硕士研究生,研究方向:金融工程。

收稿日期 2006-08-23

的IB目前共有466家,IB则有1043家。我国尚不存在类似于IB的期货中介机构,而期货经纪公司在异地的分支机构、营业网点则与IB颇为相似。在FCM的业务结构中,许多IB的客户量和交易量都远比FCM直接开发的要大,IB的引入极大地促进了美国期货业的发展。经纪业务联系人(AP)主要从事所属的FCM、IB等机构的业务开发、客户代理等工作。他们均以个人形式存在,包括期货经纪公司的账户执行人、销售助理和分店经理等。经纪业务联系人不允许存在双重身份,即不能同时为2个期货经纪机构服务。在NFA注册的经纪业务联系人共有53898人。其中,以账户执行人AE(Account Executive)最为典型,他们是FCM的业务代表,是专门为期货经纪公司招揽客户并替客户执行交易和提供市场咨询的人,与我国期货经纪公司内部经纪人的角色类似。

第三类:管理服务型的中介机构。主要包括商品基金经理CPO(Commodity Pool Operator)、商品交易顾问CTA(Commodity Trading Advisor)等。CPO是指向个人筹集资金组成基金,然后利用这个基金在期货市场上从事投机业,以图获利的个人或组织。CTA可以提供期货交易建议,如管理和指导账户、发表即时评论、热线电话咨询、提供交易系统等,但不能接受客户的资金。目前,在NFA注册的CPO有1470家,CTA有790家。

**1.2 台湾期货市场现状及状况** 台湾期货市场属于新兴的期货市场,其发展方式为先行开放国外期货市场,然后再建立国内市场,这与台湾证券市场的开放思路是一样的。台湾市场是新近快速健康发展的新兴市场之一,并且由于金融改革历程、投资文化及投资者结构与大陆情况极为相似等原因,在诸多方面值得我们认真学习。

**1.2.1 台湾证券公司参与情况。**台湾证券公司可以作为期货兼营商,全面的参与期货业务,同时,存在一些期货公司作为期货专营商,提供更为专一的期货服务。截止到2005年10月底,台湾期货市场有专营自营商13家;有他业兼营自营商23家;有专营经纪商23家;他业兼营经纪商17家;交易辅助人75家;结算会员32家<sup>[3]</sup>。

台湾的法规规定证券公司可以通过子公司、部门等形式参与经纪业务,可以通过部门、子公司、交易人身份参与自营业务。需要说明的是,在台湾,许多期货公司都具有证券公司背景。如,台湾的元大京华,成立专门的期货子公司——元大京华期货公司,从事经纪和自营(1998年增加)业务,同时,元大京华证券公司下的自营部也从事期货自营业务,同时,经纪部从事期货交易辅助人业务。宝来证券在新金融商品处下设期货自营部,并成立宝来瑞富期货子公司,成为台湾最大的期货商,开展期货、选择权、期货经纪、结算、期货自营等业务。

根据仔细比较分析,台湾不同规模的证券公司在参与形式上,分别存在一定的趋同性。经纪业务方面,大型证券公司更倾向于采取全资控股的子公司形式参与(这种子公司多为证券公司为开展期货业务而专设),中小型证券公司更倾向于采取部门形式参与。自营业务方面,证券公司一般都设有自营部门,但大型证券公司的子公司一般也开展自营业务,而中小型证券公司一般没有子公司,或者存在子公司也

主要经营经纪业务而不开展自营业务。

**1.2.2 台湾期货市中介机构。**台湾的期货交易商分为期货经纪商和期货自营商。期货经纪商包括期货经纪公司和兼营期货业务的证券商。一般企业法人不能成为交易所的会员。在台湾的证券行业与期货行业是混业经营,证券商既可以自营期货与期权业务,也可以兼营期货经纪业务。另外,仅证券经纪商可以申请经营期货交易辅助业务,证券商兼营期货经纪业务的,不得申请经营期货交易辅助业务。期货交易辅助人属期货服务事业,它接受期货商的委托,从事的业务范围包括:招揽期货交易人从事期货交易、代理期货商接受期货交易人开户接受期货交易人期货交易之委托单并交付期货商执行。期货交易辅助人从事期货交易招揽业务时,必须以委托期货商的名义进行。期货交易辅助人只能接受一家期货商的委任,但期货商可同时委任一家以上的期货交易辅助人<sup>[2]</sup>。

台湾地区的期货经纪商主要有4类:一是专营期货经纪商,只受托从事证期局公告的国内外期货期权交易;二是兼营期货商,包括一些本土及外国券商和金融机构;三是期货交易辅助人,主要是一些获许经营期货交易辅助业务的证券经纪机构,期货交易辅助业务包括招揽客户、代理期货商接受客户开户,接受客户的委托单并交付期货商执行等;四是复委托公司,就是代理本土客户从事国外期货交易的机构,它们将委托单转给境内的国外复委托期货商,然后再转给境外的交易所达成交易。

## 2 我国券商参与模式设计

我国期货业目前交易的期货品种仅限于商品期货,金融期货尚是一片空白,随着我国经济的快速发展,尽快推出金融期货势在必行。通过对美国这个成熟市场及台湾新兴期货市场的发展历程及经验教训来看,我们可以得到不少有益的启示。同是作为新兴期货市场的内地期货市场,要稳步健康地向前发展,券商参与模式可以参考如下几个方面。

**2.1 加快期货市场法规建设,完善监管与自律管理体系** 尽管几乎世界各国在建立期货市场的过程中,都是采取“先建市,后立法”的思路,但香港、台湾的期货市场却是在借鉴美英等期货市场的成功经验的基础上采取“先立法,后建市”的思路创立并发展起来的。这样,既可以避免少走弯路,节省“学费”,充分获得后发性利益,同时也可以使期货市场迅速与国际接轨,按国际惯例规范来发展期货市场。

结合中国的具体情况,同时参考美国的监管模式,我国的监管主体应分为三级,包括国家监管、行业自律监管、交易所监管。《期货交易管理暂行条例》第五条规定:中国证券监督管理委员会(简称证监会)对期货市场实行集中统一的监督管理。据此规定,证监会是国家监管主体。在我国,金融期货推出后,如果证券公司等金融机构允许参与金融期货交易,那么有权力进行监管的行业自律组织将包括期货业协会和证券业协会。而市场及交易监管主体则为交易所。

**2.2 分层控制风险,层次化市场管理,形成金字塔型结构** 无论是美国、台湾或是其他一些国家,在市场结构方面都反映出—个共性,那就是分层控制风险,层次化市场管理,减少交易所直接管理的机构数目。主要体现在结算会员与交易

会员的分离以及IB业务的引进等。这种金字塔式的市场结构,有助于控制市场竞争,形成价值链结构管理。这在我国现在强调混业经营的同时,也要注意引导行业健康发展,避免行业恶性竞争。

**2.2.1 结算会员与交易会员分离。**在香港,结算会员和交易会员是明显区分的。而在台湾,虽然没有交易会员这一说法,但从本质上看,参与交易的期货商就相当于交易会员,而期货商并不都是结算会员,因此,在台湾实际上也是交易会员与结算会员分离的模式。

而我国期货市场上,期货公司实际上资质差别很大,但目前不区分交易、结算会员资格,全部经纪公司都是交易所会员,都拥有交易及结算资格。可见,让部分资历较好的交易会员成为结算会员,可以将结算风险进一步过滤,减小了交易所的风险。

此外,我国现在有上海、大连、郑州3家期货交易所,每家交易所对各自的会员分别进行结算。若要到3家交易所同时交易就要结算3次。若能将3家交易所的结算系统统一起来,以交易实体为结算单位,即无论在几家交易所交易只需结算1次,这样既能节省结算费用,又有助于对交易实体进行综合风险的控制。当然,要实现交易所间结算的统一,这在当前还是有一定困难的,但随着市场的发展成熟,也将是一个必然趋势。

**2.2.2 推行IB业务。**在台湾、美国等市场上,都有IB或类似的中介层次,并且,在台湾,只有证券公司才可以从事IB业务。这不仅有效地控制了参与风险,限制资质不达要求的金融机构的金融期货参与层次,同时又为他们提供了参与并分享金融期货业务的机会,还增加了金融期货市场的组织动员能力,有利于开发更多的期货投资者。因此,我国应借鉴这一经验,相应地推出IB业务。

表1 2005年1~11月台湾期货市场成交契约数概况

项目	期货自营账户		期货经纪账户		成交总数
	买进	卖出	买进	卖出	
合计	36 374 535	43.70%	37 283 988	44.79%	46 861 523
月均	3 306 776		3 389 453		4 260 138
					4 177 461
					7 566 914

注:资料来源于台湾期货交易所。

**2.3 证券公司应成为金融期货尤其是股指期货业务的主导参与机构** 无论是在美国、英国等成熟的资本市场,还是在台湾、香港等新兴市场,证券公司都是金融期货市场,尤其是股指期货业务的主导参与机构。特别是我国期货经纪公司规模较小的现状,更加需要引入更有资金实力、规模更大、管理更好的证券公司参与市场,这对于稳定市场起到非常重要的作用。此外,证券公司还应该授予更多的选择权。尽管台湾的证券公司都朝着金融控股的模式发展,原本由部门从事期货经纪业务的,在有了自己的控股期货子公司后,也转为由子公司负责期货经纪业务的模式。但我们注意到,在市场发展初期,至少在法规方面,对证券公司的限制比较少,公司可以根据自己的实际情况,在风险可控的前提下,自由选择期货参与模式,而非强制要求其一定要通过子公司或部门来经营。并且,从台湾的实际交易数据中分析发现,市场自营账户发生的交易量占到整个交易量的45%左右(表1),显示

了台湾市场上证券公司、期货公司等主导参与机构对市场的强大影响力,这一点是国内股票及期货交易所根本不能想象的。而基于证券行业相对期货行业绝对强势的国内实际情况分析,可以认为,未来证券公司股指期货市场的影响将是很大的。

**2.4 推行“业务牌照”制度,合理控制市场参与者资质和数目** 尽管台湾目前有近200家证券公司,但真正参与期货交易的公司只有30多家,期货公司也只有20多家。台湾期货交易所已发展了近10年,已经形成了比较成熟的模式,但其参与数量始终在一个较小的比例范围之内。更为重要的是,台湾的金融期货业务并非只是一个统一的业务资格,可以进一步细分为股指期货、利率期货等业务条件,并且,证券公司等参与者可以针对某项业务有针对性地申请该子业务资格,如股指期货业务资格。

同时,香港在2003年以前一直实行单一牌照制度,虽然这种方式不利于企业多元化发展,但在一定程度上巩固了公司的主营业务发展。这对于市场早期的发展是有利的。但当市场成熟时,这种业务范围的限制就会抑制公司的发展。因此,实际上香港业务牌照制度从单一到多元的转变,也是一种市场逐步放开的过程。

这对于我国在开放股指期货的初期,有重要的借鉴意义。即市场准入一定要逐步放开,先紧后松,才能稳定市场;要是先松后紧,出了问题就容易造成市场混乱。我国之前对期货经营资源控制并不严格,以致目前拥有180多家期货公司,他们可以经营全部期货业务。事实上,已经暴露出一些问题,比如一些期货公司规模比较小,风险控制能力较弱等,也导致了一些违规事件的发生。因此,我国期货公司应借鉴台湾模式,朝着做强做大的方向发展,而非仅仅是做多。增资扩股、引入资金实力更强、管理模式更先进的公司为股东、甚至兼并收购等,都会起到整合市场的作用。

### 3 结语

对于股指期货而言,国外有的市场已经发展的比较成熟。但是在借鉴别国经验的同时,必须结合我国已有市场的情况,不能强套硬搬。比如,我国期货公司数量多,质量差,这就与国外市场截然不同,因此我们需要充分考虑我国期货公司的风险控制能力和市场参与情况。再如,我国期货交易所的客户承受能力有限,若将来股指期货在期货交易所交易,面临的很现实的一个问题就是如何同时接纳数倍于商品期货的客户交易,如何处理急剧扩大的交易量等。对我国现实中收购兼并在操作上的繁琐,也决定了一些理论上可行的方案,在现实中就不太可行。总之,根据股指期货所具有的功能和国外股指期货市场的成功经验,在我国推出股指期货交易,对发展和完善我国证券市场体系,提高国际竞争力等具有十分重要的意义,同时也应该加强法律、市场监管和券商参与模式设计几方面的配合。

### 参考文献

- [1] 刘超. 国外股指期货对我国的借鉴分析[J]. 商场现代化,2005(18):71-72.
- [2] 刘忠会. 香港、台湾期货市场发展历程及对内地的启示[J]. 中国证券期货,2005(11):36-45.
- [3] 刘文财,刘剑. 台湾地区股指期货期权市场发展简况[J]. 中国证券期货,2006(2):49-60.