

厦门大学法学院经济法学文库
总主编·朱崇实 刘志云

股指期货和股票现货 跨市场交易监管研究

陈斌彬 张晓凌 ● 著



厦门大学出版社 国家一级出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS 全国百佳图书出版单位

厦|门|大|学|法|学|院|经|济|法|学|文|库

朱崇实 刘志云 总主编

股指期货和股票现货 跨市场交易监管研究

陈斌彬 张晓凌 著



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

股指期货和股票现货跨市场交易监管研究/陈斌彬,张晓凌著. —厦门:厦门大学出版社, 2015.5

ISBN 978-7-5615-5492-0

I. ①股… II. ①陈… ②张… III. ①股票指数期货-研究-中国 ②股票市场-现货市场-市场交易-金融监管-研究-中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 084417 号



官方合作网络销售商:



厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

总编办电话:0592-2182177 传真:0592-2181253

营销中心电话:0592-2184458 传真:0592-2181365

网址:<http://www.xmupress.com>

邮箱:xmup@xmupress.com

厦门大嘉美印刷有限公司印刷

2015 年 5 月第 1 版 2015 年 5 月第 1 次印刷

开本:720×970 1/16 印张:11.5 插页:2

字数:201 千字 印数:1~1 200 册

定价:45.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换

总 序

与传统的部门法相比,经济法在我国产生比较晚,它肇始于改革开放以后的巨大变革时代,从一开始就立足于国家控制经济和经济体制改革,经历了从计划经济到“有计划的商品经济”再向市场经济跃迁的经济体制改革进程。也正因此,经济法具有很强的本土性,中国经济法学研究从一开始就充分关注本土性问题。同时,不断变革的时代背景也决定了经济法是法律体系中最活跃的,也是最易变的法律。自身成长壮大的需要和社会经济变革的要求,都注定它必须面向不断试错的、渐进的社会转型,回应市场经济跌宕起伏的动态,在完成型塑我国社会经济的过程中不断发展、嬗变和成熟。

自改革开放以来,伴随着社会主义市场经济体制的逐步确立,经济法研究在我国蓬勃兴起,各种理论观点交相辉映。过去的三十余年里,在与其他部门法的论争中,经济法学界逐渐廓清了诸多方面的混沌认识,并在向市场经济转轨的经济社会变迁历程中,辅助立法部门构建起中国的经济法律体系,确立了经济法在整个社会主义法律体系中不可替代的独立性地位。特别是伴随着《中国人民银行法》《银行业监督管理法》《企业所得税法》《反垄断法》《企业国有资产法》等一批经济立法的生效,以宏观调控法和市场规制法为主体的经济法律体系逐步建立起来了。在整个法律框架内,经济法在我国的社会经济生活中所起的作用越来越重要,并将同其他部门法,特别是宪法、民法、行政法等协调配合,共同实现法律体系对社会经济的调整功能。

厦门大学法学院是全国较早开展经济法教学和科研的单位之一。1980年厦门大学法律系复办时,就开设了经济法课程,并在民法教研室中设立了经济法教研组;1982年正式成立了经济法教研室;1994年经国家教委批准,设立了经济法专业,开始培养本科生人才;1996年经国务院学位委员会批准,设立



了经济法硕士点,开始招收硕士研究生;2004年,厦门大学经济法学研究中心成立;2005年,开始挂靠其他专业博士点招收“金融法、法律经济学”方向的博士研究生;2006年,在获得法学一级学科硕士、博士学位授予权的基础上,我校设立了经济法博士点,成为我国经济法高层次专门人才的培养基地之一。立足于现有基础,厦门大学法学院经济法学学科将保持并发扬在金融法、经济法基础理论与宏观调控法和财税法等研究方向上的鲜明特色,坚持“国内经济法与国际经济法问题相结合,以国内经济法为主”和“法学与经济学相结合,以法学为主”的原则,顺应经济全球化和世界经济一体化的时代发展潮流,以我国建设社会主义法治国家和市场经济体制为契机,积极开展经济法学理论研究与制度构建工作,在国内经济法学界继续保持较高的学术地位和学术影响。

“厦门大学法学院经济法学文库”的编辑出版,是依托厦门大学经济法教研室和厦门大学经济法研究中心进行学科建设和发展的一项新举措,以“前沿意识、精品理念”为指导,以系列学术专著、译著的形式,集中展现我国经济法领域的专题研究成果,促进学术繁荣和理论争鸣。“文库”稿件的来源以厦门大学法学院的学者、校友在经济法领域的专著、译著为主,也欢迎国内经济法学学者和司法机关的工作人员不吝惠赐佳作。“文库”坚持作品的原创性,理论构建与司法实践并重,崇尚严谨的治学态度,鼓励学术上的革故鼎新与百家争鸣。在出版经济法学专家学者力作的同时,也关注经济法学界的新人新作,包括在优秀博士学位论文基础上扩充整理的学术专著,在他们的学术之路上扶上一马、送上一程。

我们期望“文库”不但成为经济法专家学者交流思想的平台,成为青年才俊迈向学术生涯的入口,成为经济法学研究成果汇集的智库,更力图使其能为变动不居的社会主义市场体制运行提供前沿理论探索和阶段性制度保障,为中国的法治之路贡献自己的绵薄之力。

“厦门大学法学院经济法学文库”编辑委员会

2010年11月8日

目 录

绪言	1
一、跨市场交易监管的提出	1
二、国内外研究现状述评	2
三、本书的框架及主要内容	5
四、本书的研究价值与创新	6
第一章 股指期货与股票现货跨市场交易之概述	8
第一节 股指期货的产生及其在我国的发展	9
一、期货、金融期货与股指期货	9
二、股指期货的产生与功能	11
三、我国股指期货市场的形成与发展	17
第二节 跨市场交易概述	22
一、跨市场交易的基础	22
二、跨市场交易的概念与特征	24
三、跨市场交易的类型	28
四、跨市场交易的具体策略和操作方式	29
第三节 跨市场交易对期现两市的影响	38
一、深化股票现货与股指期货的价格联动	38
二、推进股票现货与股指期货运行的互动	40
三、扩大股票现货与股指期货的资金互动	41
第四节 跨市场交易的风险类型与特征表现	42
一、一般衍生交易的风险类型	42
二、在跨市场交易风险的具体表现	45
三、跨市场交易的风险特征	56



第二章 跨市场交易监管的理论基础与制度特征	59
第一节 跨市场交易监管的缘起	59
一、跨市场交易监管的社会背景:美国“87 股灾”	59
二、跨市场交易监管的提出:《布雷迪报告》之建议	62
第二节 跨市场交易监管的性质	63
一、跨市场交易监管的必要性	63
二、证券监管下的跨市场交易监管	67
三、跨市场交易监管的属性定位	71
第三节 跨市场交易监管的理论述评	74
一、20 世纪 70 年代至 90 年代的金融创新激励理论	74
二、20 世纪 90 年代至 2008 年间的微观审慎理论	76
三、2008 年金融危机后的宏微观审慎结合理论	78
第四节 跨市场交易监管的目标与原则	80
一、跨市场交易监管的目标	80
二、跨市场交易监管的原则	81
第五节 跨市场交易的监管机构	84
第三章 跨市场交易监管的实践观照:境外的做法与启示	87
第一节 美国跨市场交易监管的法律制度	87
一、美国跨市场交易的监管框架	87
二、美国跨市场交易监管的法律演进	94
第二节 其他国家或地区的跨市场交易监管	110
一、英国的跨市场交易监管	110
二、日本的跨市场交易监管	113
三、香港的跨市场交易监管	116
第三节 境外跨市场交易监管对我国的启示	119
一、监管理念层面的启示	119
二、监管体制方面的启示	123
三、监管内容方面的启示	128
第四章 我国跨市场交易监管完善之径:宏微观审慎的有机推进	132
第一节 我国跨市场交易监管的法律现状与问题揭示	133
一、我国跨市场交易监管的规则体系	133
二、我国跨市场交易监管的具体规则	134
三、我国跨市场交易监管的缺陷与不足	139

第二节 宏观审慎视域下的我国跨市场交易监管的法律建构·····	148
一、明确我国金融业宏观审慎的监管主体 ·····	148
二、厘定政府监管与自律监管的边界 ·····	149
三、建构多层次的期货市场监管法规 ·····	152
四、提升现有的“五方”监管协作效力 ·····	152
五、推进和增强跨境联合监管 ·····	154
第三节 微观审慎视域下的我国跨市场交易监管的法律建构·····	155
一、推行跨市场交易登记 ·····	155
二、弥补交易法规之漏洞 ·····	156
三、实施严格的程序化交易账户管理 ·····	158
四、建构跨市场价格稳定机制 ·····	160
五、“分对象、分阶段”地实施跨市场操纵监管·····	162
六、健全投资者适当性规则 ·····	165
七、加强投资者风险教育 ·····	165
结束语·····	167
主要参考文献·····	170

绪 言

◎

绪
言

一、跨市场交易监管的提出

众所周知,我国资本市场结构长期表现为现货市场(股票市场、债券市场、基金市场)和商品期货市场两类。虽然这两类市场的实质都是建立在货币基础上的证券流通,但两者之间因缺乏共同的关联变量,所以在运作上各自为政,一直处于两相隔绝、“井水不犯河水”的状态。与此相适应,监管部门对它们的监管也主要采取分立方式进行(以下简称:分市场监管)。^①然而,随着我国金融业内外一体化的推进及市场对金融避险工具需求的与日俱增,我国期货市场开始从过去单一的商品期货延伸、扩展到真正意义上的金融期货。2010年4月16日首批4份股指期货合约的挂牌上市则揭开了我国金融期货市场正式形成的序幕,同时也意味着我国资本市场开始从单边市场走向双边市场。与先前的商品期货不同,由于股指期货本是以股票现货价格指数为交易对象,故这一交易工具天生就内含有与股票现货相联结的参数变量即股票价格。这种参数变量的存在使期货市场与现货市场联系紧密,一市场的风险极易通过双方的价格联动蔓延、传染至另一个市场,进而危及整个金融市场的安全与稳定。因此,股指期货在我国的推出和金融期货市场的建立与形成必将涉及现货和期货这两个不同市场结构的风险整合问题,从而对我国监管当

^① 根据证监会在其官方网站上对其五大内设机构如发行监管部、机构监管部、上市公司监管部、基金监管部与期货监管部的职能界定与描述,我们不难发现,证监会设置的前四个机构主要着眼于股票现货市场的监管,而期货监管部主要针对商品期货市场的监管。



局惯有的分市场监管模式提出严峻的挑战。为应对这种挑战,我国管理层也将横跨股指期货这一证券衍生品与其母体股票现货的跨市场交易监管提到立法和工作议程上。然而,与境外成熟国家或地区相比,无论是旧有的股票现货市场抑或新生的股指期货市场,我国整个资本市场在市场规模、参与者比例、投资者理性以及交易机制等方面均不够完善与成熟。在此情境下,我国应如何构建跨市场监管以回应当前的资本市场格局的创新与变动呢?尤其是在后金融危机时代,境外成熟市场有关跨市场监管的制度安排及调整给我们提供了哪些前车之鉴与有益经验呢?无疑,这是一个当下我国立法者、监管者及学术界不得不深察和思考的大问题。有鉴于此,本书试图从法律视角对此问题做一分析与回答,以为我国跨市场交易监管法律制度的完善献言献策。

二、国内外研究现状述评

(一)国外研究述评

1. 危机前。由于西方股指期货与股票市场之间的持续良性互动,使欧美等国的政府监管部门和学者认为,既定的制度如熔断机制能有效地防范两者间的风险传染,故而对跨市场监管的研究特别是其与宏观审慎监管的关联并不多见。已有的跨市场监管均被纳入期货市场监管的范畴展开。代表性的文献有 James, Simon 的“The Law of Derivatives”(1999)、Gengatharen 的“Derivative Law and Regulation”(2001)与 Johnson, Philip MCBride 的“Derivative Regulation”(2004)等。然而,这些文献主要从传统微观审慎角度剖析金融衍生品交易制度和风险管理规则,恪守的仍是分市场监管的研究思路,并没有从宏观审慎的角度审视衍生市场与现货市场的风险关联性。

2. 危机后。2008 年的金融危机使得“宏观审慎监管”开始成为各国之共识,^①并逐渐成为学界讨论的热点。西方学界晚近也出现了不少涉及跨市场监管方面的论文,典型的如“Special treatment of derivatives in Korean

^① “宏观审慎监管”的概念最早提出于 20 世纪 70 年代。该词并非一个传统的英文单词,而是由“Macro Prudential”、“Macro-prudential”演化而来的。与“Microprudential”相对应。从字面上理解,该词意指“宏观的审慎的”。危机过后,西方普遍采用“Macroprudential”一词来表述。国内常见的翻译表述包括“宏观审慎管理”“宏观审慎”“宏观审慎监管”等,这些实质上都是同一含义的不同表达。本书选用“宏观审慎”或“宏观审慎监管”来进行表述。

Insolvency Proceedings : comparison with the United States and Japan ” (*Journal of Korean Law*, Vol. 7, Issue 2, 2008)、Kalok Chan 的“A Further Analysis of the Lead-lag Relationship between the Cash Market and Stock Index Futures Market” (*Duke Law Journal*, Vol. 59, Issue 4, 2009)与 Pin-Huang Chou 与 Mei-Chen Lin 的“The Effectiveness of Coordinating Price Limits across Futures and Spot Markets” (*Journal of Futures Markets*, Vol. 23, 2010)等。这些文献均不同程度地论述到跨市场监管的必要性及对系统性风险防范的对策,但所提的制度建构普遍建立在强势有效的西方证券市场基础上,缺乏专门针对中国资本市场语境的考察,而且对跨市场监管与宏观审慎监管的内在逻辑关联关注不够,难以对我国当前的跨市场监管实践起全面的指导作用。

(二)国内研究述评

国内对跨市场监管研究主要集中在台湾地区,先后有诸如吕东英的《全球重要证券暨期货保管结算机构整合之趋势及展望》(2000)、周行一的《结算风险与跨市场集中结算机构研究》(2002)、林筠、谢文良、钟惠民等人的《跨市场集中结算机构之探讨——我国证券暨期货市场结算及风险管理架构》(2003)与周行一、李志宏的《我国如何建置跨市场结算风险控管机制》(2004)等多项研究文献出现。但这些文献基本集中于跨市场结算风险监控机制这一点展开探讨,对信息披露、协同稳定、操纵防范等其他跨市场监控机制,还有监管目标、监管机构、权限协调、监管属性等付诸阙如,亦无法形成系统性。

鉴于股指期货在我国大陆尚属一种“刚出炉”的金融创新产品,相比国外和台湾地区,大陆学者对以股指期货为载体的跨市场监管研究并不多见。总体而言,近期颇具代表性的论文主要有华东政法大学刘凤元副教授的《现货市场与衍生品市场跨市监管研究》(《证券市场导报》2007年第9期)、天津大学王春峰教授的《股票、股指期货跨市场信息监管国际比较与借鉴》(《国际金融研究》2008年第3期)、中南财经政法大学陈虹博士的《股指期货市场与股票市场跨市场监管:海外建设经验与中国制度选择》(《投资研究》2009年第11期)与王小丽博士的《股票和股指期货跨市场监管法律制度研究》(安徽大学2012年博士毕业论文)等。这些文献均对跨市场监管展开了开拓性研究,但主要集中在跨市场监管必要性、范围界定与监管安排的引介(如跨市场信息披露、跨市场价格操纵和内幕交易行为的防范与监管)上,视角仍以传统“微观审慎”为主,没有凸显跨市场监管与一般分市场监管的差异性,即结合后危机时代金融监管改革的变动实际,从跨市场交易监管蕴含的“宏观审慎”特质来阐释我国



跨市场监管的战略定位与制度选择,故而缺乏足够的说服力。

除了学界孜孜不倦的努力,以证监会为代表的我国证券管理层也为迎接跨市场监管的到来做了很多基础性准备工作,如在2010年初股指期货筹备期间,证监会就临时专门成立“股指期货市场监管协调小组”,统一部署和协调上海证券交易所(以下简称上交所)、深圳证券交易所(以下简称深交所)、中国金融期货交易所(以下简称中金所)、中国证券登记结算有限公司(以下简称中登公司)、中国保证金监控中心有限公司(以下简称保证金监控中心)五方签署了关于股票市场和股指期货市场跨市场监管协作的“1+3”系列协议。但是,这种框架性的协议和协调小组,离真正意义上的法律监管还有很大的距离。不仅体现在协议内容粗糙简单,缺乏具体的实施细则,操作性不强,而且主体残缺不全,忽略或排斥了证监会(作为政府监管主体)与期货业协会或证券业协会(作为自律监管主体)的作用,缺乏明确的制度建构和授权支撑,难以彰显防范和化解跨市场风险的制度功效。

总之,无论是理论界还是实务界,目前国内对跨市场监管的研究总体上停留在一种初级和断章阶段,表现为:一是内容单薄,欠缺系统性。有关跨市场监管的机构设置、跨市场信息披露、跨市场反操纵、跨市场协同稳定与跨市场的投资者适当性制度本是一个整体的系统工程,但当前研究往往倾向于考察某一国家或地区具体的期货监管法律制度条款的实施情况和相关跨市场操纵案例的解析,基本都停留在上述一两个环节的制度建构,尚未上升到“体系”的高度,难以对我国的监管实践起到全面的指导作用。二是经济学味道有余,法律意味不足。现有研究大多着眼于经济学、金融学的视角,从法学学科展开的不多,更遑论针对中国跨市场法律监管的系统研究。迄今为止,国内尚无这方面的研究著作问世。三是陷于微观审慎的思维窠臼,未能充分挖掘跨市场监管中蕴含的宏观审慎机理。同时,既有的研究主要以美国案例为主,对中国式的跨市场监管探讨较少,且在思路均通过逻辑推导和扩大解释,将跨市场监管纳入传统股票审慎监管框架内予以规制应对,未能充分展现跨市场监管区别于分市场监管的特殊制度需求。

不难预见,从分市场交易的单一风险扩大到跨市场交易多种风险的监控,寻找增强我国股票及股指期货市场稳定性和抗风险能力的途径;从单一金融学的方法拓展至法学视角,寻求全面正式或有实质约束力的跨市场交易风险的法律监管对策;从单一的微观审慎理念上升到宏观审慎相配合,结合我国实际以此阐释和探索跨市场监管制度的设置与优化将贯通本书跨市场交易监管研究的整个过程。

三、本书的框架及主要内容

一个有效的跨市场交易监管不仅要具备良好的纠错功能,及时惩处和制止已有的各种证券欺诈行为,而且还应有足够的风险防范功能,即通过谋划全局,从机制上对随时可能出现的金融系统性风险进行事前防范和消解。因此,后危机时代我国所要谋划的跨市场交易监管不仅应立足于现在,即有效缓解风险发生后的损失,还要具备必要的前瞻性,即能未雨绸缪地防范证券和期货市场的系统性风险。有鉴于此,本书拟在传统法学规范分析的基础上引入法经济学的分析手段以构建富有我国国情特色的跨市场监管框架体系,使之更能适应后危机时代宏观审慎监管的内在要求。

除了绪言和结束语之外,本书的内容梗概如下:

第一章,股指期货与股票现货跨市场交易之概述。本章首先对跨市场交易的研究起点——股指期货的定义、分类及其在我国的发展历程作一梳理,其次转入与本研究主题相关的跨市场交易上,主要探讨跨市场交易的概念,产生的动因、特征及其蕴藏的跨市联动关系。最后,本章将重点对跨市场交易的风险成因及类型进行深入研究,以为下文分析跨市场交易监管的必要性及监管属性定位打下铺垫。

第二章,跨市场交易监管的理论基础和制度特征。跨市场交易是股指期货交易的应有之义。本章首先解析了对跨市场交易实施监管的必要性及其与传统分市场监管的本质区隔,其次对跨市场交易监管的属性进行了归类,指出跨市场交易监管交易并非是一种新生的监管类型,其仍是一种具有宏观审慎特质的证券监管。最后,本章在对跨市场交易监管定性的基础上,重点分析了跨市场交易监管的目标、原则及监管的主体和监管职责。

第三章,跨市场交易监管的实践观照:境外的做法与启示。美国作为现代期货市场的鼻祖,在历经近两百年的发展之后,其在证券期货市场跨市场交易监管的实践经验方面相当丰富和成熟。本章遵循舶来品的研究思路,将考察目光投向美国、英国、日本、中国香港等境外成熟市场经济国家或地区,并以之为样本分析这些国家或地区跨市场监管体制的结构及运行,然后在此基础上探讨和总结境外跨市场交易监管对我国的启示意义,以为下文我国跨市场交易监管完善提供经验教训。

第四章,我国跨市场交易监管完善之径:宏观审慎的有机推进。作为一种新生的金融创新,股指期货在我国能否持续、健康和快速地发展,很大程度



上取决于其与现行的现货市场开展跨市场交易时的风险发现与控制。本章将运用宏微观审慎有机结合的新型监管机理,有批判地借鉴发达国家已有的成熟做法,由宏观到微观,从监管主体、监管边界、监管协作、跨境监管、交易登记、程序化交易账户管理、跨市场价格稳定机制、市场操纵和投资者适当性、投资者风险教育等方面完善我国既有的跨市场交易的法律监管。

四、本书的研究价值与创新

总结而言,本书的研究价值包括理论和实践两个层面。首先,就理论价值而言,本书可为后危机时代学界孜孜寻求于资本市场系统性风险监管理论的构建提供一个良好的注脚与范本,推进和拓展既有资本市场监管研究的深度和广度。前已提及,我国以往对整个资本市场的监管是通过对证券现货(主要是股票)和金融衍生品(主要是股指)分市场的监管模式来实现的。这种模式关注的是不同市场结构中各自的风险防范及市场所对应的单个金融机构(如证券公司、期货公司等)的稳健经营,贯彻的是一种微观审慎监管理念。然而,2008年金融危机的惨痛教训表明,在金融创新使得风险转移形式多样化的今天,这种理念难以因应不同市场及不同金融机构之间的相关性及其共同风险暴露的现状,无助于从源头上化解整个资本市场的风险。是故,从宏观的视野认识与把握资本市场整体风险的生成机理,并在原有微观审慎基础上引入跨市场联动监管机制,将能纠正微观审慎理念的偏差,从而克服以往各市场中个体行为有限理性与市场行为短期性所导致的顺周期弊端,达致防范风险传染和系统风险爆发的目标。

其次,就实践价值而言,本书力图实现如下三方面:(1)政策价值。本书从宏观审慎视角思考与重构我国跨市场风险的法律防范,这种研究本身就是贯彻党中央和国务院2011年在“十一五”规划中提出的“建立金融风险识别、预警和控制体系,防范和化解系统性金融风险”战略抉择的一种积极探索。(2)工具价值。这种价值有二:一是充分借鉴境外成熟市场在金融危机前后的经验教训及制度调整,将危机管理的相关理念引入其中,为我国今后金融危机管理增加了一个跨市场监管的对策手段,以利于我国股指期货的平稳运行和促进我国资本市场巨大潜力的进一步释放;二是推进跨市场监管的国际协调与合作,以有效阻隔跨市场风险的跨境传播,降低以后类似此次金融危机的再度发生和蔓延的可能。(3)学科价值。通过确立跨市场监管联结点,将改变以往我国现货和期货市场监管研究各自为政、相互脱节的局面,进而助益于我

国经济法学尤其是证券监管法学研究方法的改革与创新。

除上述之外,本书预计的创新点主要有:(1)选题新。跨市场监管是股指期货市场在我国形成后才为我国金融监管当局所关注的。当前,有关跨市场交易运营的利弊影响、监管理念、监管架构的设计、监管边界和监管内容的厘定尚存争议,亟待研究,本书可为之提供方向性的指导和科学合理的立法建议。(2)思路新。传统的法学研究多把我国的股指期货或股票现货监管安排当成一种自给自足的封闭式逻辑体系,往往以微观审慎作为衡量监管有效性与否的尺度,或者说将有效监管局限于(股指)期货业或(股票)证券业领域,而忽略了两者的因跨市场交易形成的内在风险关联。本书则试图摆脱传统法学分市场监管的这种研究窠臼,引入宏微观审慎有机结合的研究思路,将宏观审慎嵌入以往微观审慎监管中,使跨市场监管更具有有效性与针对性。(3)方法新。本书除了运用传统法学规则分析方法,还适当参鉴法经济学中的价格理论、公共选择理论及其博弈论等最新分析工具,以更科学、直观地解释分市场监管有效性不足的原因和如何使得跨市场监管达致有效的过程。(4)内容新。如本书主张在原有微观审慎基础上引入跨市场联动监管机制,才能纠正微观审慎理念的偏差,从根本上克服以往各市场中个体行为有限理性与市场行为短期性所导致的顺周期弊端,真正实现防范风险传染和系统风险爆发的目标。还有为了打击跨市操纵违法行为,保护投资者权益,或者说为了防范系统性风险,维持市场公正与秩序,本书主张股票市场与股指期货市场的监管当局应加强跨市场信息交换、沟通与分享,强化日常风险监管,从而在发生系统风险或操纵风险时能第一时间找到问题的症结,促发跨市场交易主体及时开展恢复和自救工作,避免处置延迟导致的风险外溢。

第一章

股指期货与股票现货跨市场交易之概述

股指期货和股票现货跨市场交易监管研究



厦门大学法学院
经济法学文库

股指期货市场以期货交易方式复制现货交易,构建了服务和服从于股票现货市场的影子市场。因此,一个完整意义上的股票市场,应该包括股票发行一级市场、股票交易二级市场和管理股市风险的股指期货市场。从全球特别是发达国家或地区的实践来看,其股票市场无不由这三个部分组成。易言之,只要有股票现货市场,就一定会伴生股指期货市场。我国推出股指期货,不仅是股票市场走向创新与发展的必由之路,亦是其走向成熟不可或缺的重要组成部分。然而,股指期货市场的成功运作离不开跨市场交易。跨市场交易不仅将股票现货市场和期货市场有机联系在一起,结束了以往两市彼此割裂的状态,而且还可以使股票现货风险变得可表征、可分割、可转移和可管理,促进市场价格的波动趋于合理,从而优化股票市场固有的资产配置功能。为此,本章拟先对股指期货的形成、发展的历程作一简要梳理和考察,然后在此基础上阐释跨市场交易的概念、特征及其引发的联动关系和风险类型,为以下各章研究的开展打下基础。

第一节 股指期货的产生及其在我国的发展

一、期货、金融期货与股指期货

衡诸世界经济发展史,人们通过买卖交换获得商品的方式无外乎有两种:现货与期货。现货是指市场中随行就市地买卖用于消费的商品,即一手交钱一手交货、钱货两讫的交易方式;而期货,从辞源上看,英文为“future”,本有“未来”之意,后演化为“未来交付商品”。因此,期货交易指的是双方不是在买卖发生一开始就交货,而是约定在未来某一时间根据事先锁定价格进行交货的交易方式。这种要未来才交货的交易时间、交割日期、报价单位等既可以由双方视各自的情况不同和需要相机达成特定合同进行约定,也可以由双方根据专业机构(如证券或期货交易所等)事先统一制定的标准化合同和交易规则进行。如果是前者,则为远期合同交易。这种交易主要通过交易当事人协商、非竞价完成,是一种人格化交易,通常是一次完成,且不能重复出现。而后者则为人们所熟悉的期货合同交易,即狭义上的期货交易。与远期合同交易不同,这种交易采用集中竞价的方式,是一种非人格化的交易,可以在合约到期前采用平仓方式冲销原理的交易,流动性较强。^①

现代意义上的期货更多指的是狭义上的期货交易,即双方根据独立于买卖双方之外的期货交易所事先统一制定的,规定在将来某一特定时间和地点交割一定数量标的物的标准化合约而展开的交易。在此语境下,期货交易可以根据其合约中所载明的标的物的不同而再作不同的分类。比如,当标的物是黄金、铜、原油、大豆等某种特定的商品则为商品期货;而当标的物为某种金融资产(如外汇或债券)或某个金融参数指标(如利率或股票指数)等,则是金融期货。当然,无论是商品期货还是金融期货,期货交易的对象都是期货合

^① 有学者据此将标准化合约的期货交易视为期货贸易的高级形式,而把远期交货合同视为期货贸易的初级形式。参见姚兴涛:《股指期货的监管属性》,载《证券市场导报》2000年6月,第54页。