

# 强制减仓制度的 由来、现状和发展趋势

上海期货交易所 王海洋 鲁晓

## 一、引言

强制减仓制度是境内期货市场经过多年实践探索、不断优化完善的一项特有的风险控制制度。强制减仓制度具体是指将强制减仓基准日闭市时以涨跌停板价申报的未成交平仓报单，以强制减仓基准日的涨跌停板价，与该合约净持仓盈利交易者按持仓比例自动撮合成交<sup>1</sup>。强制减仓措施适用的前提是某一期期货合约出现了连续的同方向单边市<sup>2</sup>。根据《上海期货交易所风险控制管理办法》的规定，当某一期期货合约连续三个交易日出现同方向单边市的（以下简称三板），交易所可以根据市场情况，在第四个交易日采取宣布进入异常情况并实施强制减仓的风险控制措施。

强制减仓制度设计的初衷是为了给无法以涨跌停板价格成交的交易者提供平仓离场的机会。作为应对期货市场价格风险累积最有效的风险控制制度，强制减仓制度对于减少交易者损失，有

效化解市场风险有着“治本”的作用，是境内期货市场最为重要的风险控制制度之一。

## 二、强制减仓制度的由来

强制减仓制度始见于上海商品交易所 1996 年施行的《关于交易价格连续同方向涨（跌）停板的处理办法（试行）》，其规定：“连续三个交易日收盘价同方向达涨（跌）停板时，交易所可视市场风险情况调整第 4 个交易日涨跌停板幅度。第 4 个交易日仍然出现同方向的涨（跌）停板时，不得开新仓，自行减仓。若减仓未达规定比例，则强行平仓。”出台该办法的背景是当时期货市场发生了“胶合板 9607 事件”，上海商品交易所采取的强制性协议平仓措施很大程度上缓解了“胶合板 9607 事件”中多空双方急剧恶化的矛盾，有效遏制了市场风险<sup>3</sup>。除了“胶合板 9607 事件”之外，同期还发生了“日本住友商社事件”<sup>4</sup>。“日本住友商社事件”直接影响

<sup>1</sup> 详见自 2020 年 12 月 7 日起施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》第十八条。

<sup>2</sup> 详见自 2021 年 7 月 20 日起施行的《上海期货交易所交易规则》第一百零三条。单边市是指涨（跌）停板单边无连续报价，即某一期期货合约在某一交易日收盘前 5 分钟内出现只有停板价位的买入（卖出）申报、没有停板价位的卖出（买入）申报，或者一旦出现卖出（买入）申报即成交、但未打开停板价位，且最新价与涨（跌）停板价格一致的情况。

<sup>3</sup> 1996 年 6 月 13 日，胶合板 9607 合约在临近交割期时，由于空头持仓巨大且相当集中，因此被多头逼仓，导致多个交易日出现无量涨停。面对买方套保者及多头投机势力的双重夹击，一时间，空头趋于崩溃，忙于斩仓，多头当仁不让，胶合板 9607 合约于 6 月 7 日探底至 38.40 元/张后迅速被多头推上停板 40.80 元/张，此后连续三天无量涨停，空头连砍仓的机会都没有，市场风险骤增。胶合板合约集中度高且持仓巨大，空头持仓主要集中在少数会员，单边最高持仓达 59 万余手。最终，上海商品交易所出面实施强制性协议平仓，提前摘牌，且不实施实物交割，空头以 44.20 元/张，多头以 45.00 元/张的价格平仓，上海商品交易所也动用了风险金弥补资金缺口。

<sup>4</sup> 1996 年 6 月 14 日，被称为全球最大的铜产品经营商和出口商的日本住友商社宣布其亏损达 18 亿美元，引起国际铜市的极大动荡，铜期货价格大幅跳水。上海金属交易所也出现了五个跌停板和一个涨停板的极端行情，铜期货价格大幅跳水。

了上海金属交易所铜期货合约价格。上海金属交易所于1997年6月出台实施《关于交易价格连续同方向涨（跌）停板的实施细则》。该实施细则对涨跌停板单边无连续报价进行了定义，并对平仓分配原则以及具体操作方法进行了完善，强制减仓制度的雏形初步形成。

当时，强制减仓制度也得到了中国证监会的高度评价，认为其内容比较合理，具有可操作性，有利于降低市场风险。

### 三、强制减仓制度的优化

#### 1. 强制减仓制度的内容完善。

1999年，三家交易所合并组建后的上海期货交易所吸收继承了强制减仓制度，并在化解市场风险过程中不断优化该项制度。

2000年5月份施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》基本沿用了1997年上海金属交易所《关于交易价格连续同方向涨（跌）停板的实施细则》中关于强制减仓的规定，将涨跌停板单边无连续报价的判断时间确定为某一交易日收盘前5分钟内，并优化平仓数量的分配原则方法，把投机客户的单位净持仓盈利划分为6%以上、3%至6%、3%以下，保值客户的单位净持仓盈利划分为6%以上。现行强制减仓制度实施参数基本定型。

2001年5月1日施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》完善了平仓数量尾数的处理

方法：原四舍五入的方法在实际操作中不可行，将平仓数量尾数的处理方法修订为“首先对每个投资者编码所分配到的平仓数量的整数部分分配后再按照小数部分由大到小的顺序进行排序，然后按照该排序的顺序进行分配，每个投资者编码1手；对于小数部分相同的投资者，如果分配数量不足，则随机进行分配”。该修订内容进一步细化了强制减仓时对于持仓的处理。

2002年12月27日发布的《上海期货交易所风险控制管理办法》根据天然橡胶品种的特性以及市场供需结构，单独规定天然橡胶合约发生三板时调整保证金和涨跌停板幅度参数、强制减仓净持仓亏损和盈利的比例，增加限制出金等风险控制措施。其中，增加D4交易日<sup>5</sup>暂停交易一天的规定最值得关注，该规定既给予市场一定的冷静期，又留与交易所决策的时间和空间，沿用至今。

2003年9月1日施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》修改铜、铝、天然橡胶合约出现三板的处理方式，将三个品种合约三板后风险控制措施统一至天然橡胶三板后风险控制措施。至此，天然橡胶三板后的风险控制措施成为主流模式<sup>6</sup>。

2005年1月18日施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》增加规定D3或者D4为最后交易日的，出现三板的合约可以不暂停交易一

<sup>5</sup> 详见自2002年12月27日发布的《上海期货交易所风险控制管理办法》第十三条规定：“当某期货合约在某一交易日（该交易日记为D1交易日，以下几个交易日分别记为D2、D3、D4、D5、D6交易日）出现单边市，……”。

<sup>6</sup> 详见自2003年9月1日起施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》第十四条规定：“若D3交易日未出现单边市，即：铜、铝期货合约的涨跌幅度未达到5%，天然橡胶期货合约的涨跌幅度未达到6%，则D4交易日涨跌停板、交易保证金比例恢复到正常水平。若D3交易日出现反方向单边市，则视作新一轮单边市开始，该日即视为D1交易日，下一日交易保证金和涨跌停板参照本办法第十二条规定执行。若D3交易日期货合约出现同方向单边市（即连续三天达到涨跌停板），则当日收盘结算时，该铜、铝期货合约按8%收取交易保证金，收取比例已高于8%的按原比例收取；该天然橡胶期货合约按9%收取交易保证金，收取比例已高于9%的按原比例收取，并且交易所可以对部分或全部会员暂停出金。D4交易日该铜、铝、天然橡胶期货合约暂停交易一天。交易所在D4交易日根据市场情况决定对该铜、铝、天然橡胶期货合约实施下列两种措施中的任意一种……”。

天，按照规定进入交割<sup>7</sup>。

2008年10月，由于美国次贷危机造成国际金融市场动荡不安，国内外金价走势不明且波动加大，上海期货交易所黄金 Au0908 合约出现连续三天跌停板。2008年10月27日，上海期货交易所宣布对连续三日跌停的黄金 Au0908 合约实行强制减仓，这一事件在当时引发了市场各界的高度关注，也标志着强制减仓制度在实践中逐渐走向成熟。

此后的数十年，上海期货交易所根据市场发展不断优化完善强制减仓制度。2020年初，新冠肺炎疫情暴发，国际市场上原油期货价格出现负价格，面对复杂多变的境内外市场环境，为妥善化解市场风险，上海期货交易所于同年4月27日修订施行《上海期货交易所风险控制管理办法》，统一连续单边市时上市合约涨跌停板幅度、保证金的调整比例，将D4必须暂停一天的风险控制措施修改为可以选择暂停交易一天或者采取继续交易的风险控制措施。上述优化为交易所应对市场极端风险提供更加灵活的风险控制措施。

#### 2. 强制减仓制度的模式选择。

在强制减仓制度演变过程中，境内期货市场关于强制减仓制度的模式也从早期的强制模式逐步发展为现在的选择性模式。强制模式是指交易所对于出现三板的合约必然采取强制减仓措施，选择性模式是指交易所对于出现三板的合约可以选择采取扩大涨跌停板幅度继续交易、暂停交易

或者采取强制减仓等措施。强制模式的优势十分明显，即规则适用确定性强、预期明确，且交易所及早介入可以迅速化解市场风险。但是经过多次实践，强制模式的弊端也逐渐显现，客观上体现为相对确定的风险控制措施难以精准有效地应对复杂的市场走势，缺少对风险场景的个性化关注，在极端反转的行情下，确定性措施的有效性可能大打折扣，且相对确定的措施在一定程度上容易被市场利用。

历经数次市场风险的检验之后，上海期货交易所、大连商品交易所等境内商品交易场所先后完善强制减仓制度模式，最终采取强制减仓制度的选择性模式。选择性模式赋予期货交易场所及时根据市场行情采取更加灵活、更加丰富的风险控制措施有效化解市场风险，已经成为境内期货市场的主流模式。

## 四、强制减仓制度的现状

### 1. 强制减仓制度的相关规定。

经过多年实践探索和经验积累，境内期货市场已经形成了关于强制减仓的一整套法律法规和规则体系。

《中华人民共和国期货和衍生品法》第八十七条规定：“期货交易所应当加强对期货交易的风险监测，出现异常情况的，期货交易所可以依照业务规则，单独或者会同期货结算机构采取下列紧急措施，并立即报告国务院期货监督管理机构：……（七）其他紧急措施。”这一规定为期货交易所实施强制减仓提供了法律依据。

<sup>7</sup> 详见自2005年1月18日起施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》第十四条规定：“……当D3交易日期货合约出现同方向单边市（即连续三天达到涨跌停板）时，若D3交易日是该合约的最后交易日，则该合约直接进入交割；若D4交易日是该合约的最后交易日，则D4交易日该合约按D3交易日的涨跌停板和保证金水平继续交易；除上述两种情况之外，D4交易日该合约暂停交易一天。交易所在D4交易日根据市场情况决定对该铜、铝、天然橡胶、燃料油期货合约实施下列两种措施中的任意一种……”。

《期货交易所管理办法》第八十五条规定：“期货价格出现同方向连续涨跌停板的，期货交易所可以采用调整涨跌停板幅度、提高交易保证金标准及按一定原则减仓等措施化解风险”。

《上海期货交易所交易规则》第六十条规定：“交易所实行强制减仓制度。期货交易出现同方向连续单边市等可能引发市场发生重大风险状况的情形，交易所可以采取强制减仓措施。”

《上海期货交易所风险控制管理办法》<sup>8</sup>第

十八条规定：“交易所宣布进入异常情况并采取强制减仓措施的，应当同时明确强制减仓基准日和采取强制减仓的相关合约。强制减仓基准日为最近一次出现单边市并应用强制减仓紧急措施的交易日。交易所在采取强制减仓紧急措施时，将强制减仓基准日闭市时以涨跌停板价申报的未成交平仓报单，以强制减仓基准日的涨跌停板价，与该合约净持仓盈利客户（或者非期货公司会员，下同）按持仓比例自动撮合成交……”（图 1）

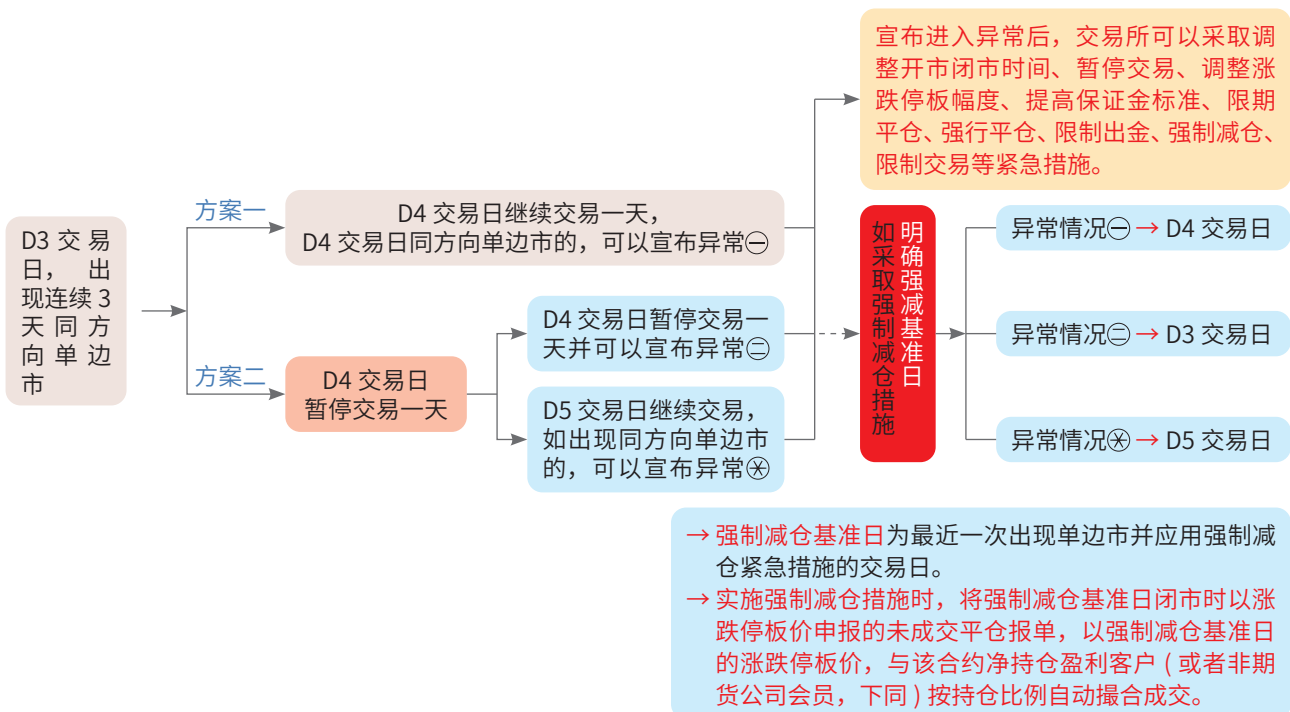


图 1：上海期货交易所三板后风险控制措施示意图

作为境内期货市场的一项特有制度，强制减仓也为境外期货交易场所借鉴。伦敦金属交易所（London Metal Exchange, LME）在其交易规则中规定，在市场异常情况处置时，LME 特

别委员会可以要求会员采取以下措施：卖出客户合约的头寸、减少净头寸、推迟或削减制定合约的交易等。这一表述虽未采用强制减仓的名称，但已十分接近强制减仓的核心。该制度也在化解

<sup>8</sup> 详见自 2020 年 12 月 7 日起实施的《上海期货交易所风险控制管理办法》。

2022年3月份LME镍期货合约暴涨风险事件中发挥了重要作用，再次证明该项制度的实践价值。

## 2. 强制减仓制度的实践。

如前所述，在2008年10月份黄金期货的下跌行情中，上海期货交易所根据当时市场环境及时采取强制减仓措施，迅速有效处置风险，以时间换取化解风险的空间，通过采取强制减仓措施解决市场流动性不足的难题。

2022年3月份，时隔十四年之久，在沪镍风险处置中，当年3月7日、8日，LME镍主力合约相对于3月4日累计涨幅达到174.63%，为2007年6月以来最高水平，3月8日交易被取消。沪镍7个合约也在3月7日、8日、9日三天连续达到同方向单边市，3月10日，沪镍7个合约暂停交易一天。3月9日夜盘开市后，沪镍继续交易的5个合约最终因市场多种因素叠加出现大幅下跌，上海期货交易所于3月11日恢复沪镍7个合约的交易。至3月14日，沪镍合约止跌企稳。在此过程中，强制减仓措施虽然“箭在弦上”，却“引而未发”。上海期货交易所灵活丰富的三板风险控制措施有效应对了3月份境内镍期货市场瞬息万变的风险场景，是成功化解极端行情风险的经典事例。

## 五、强制减仓制度的发展趋势

强制减仓制度作为最佳国际实践，是富有远见的期货市场前辈们打下的良好制度根基。纵观境内外期货交易场所应对风险事件的实践措施和制度创新，在尊重“三公原则”的基础上，平衡确定性和灵活性，保留灵活的、可选择的风险控

制措施已成为期货交易场所应对风险事件的普遍共识。强制减仓制度作为终极的风险处置措施，需要结合事发时市场风险环境以及行情走势，综合权衡利弊，配合其他风险处置措施审慎实施。当前，应对新常态下不确定的市场风险，为打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的期货市场，重新审视强制减仓制度，其仍然存在完善的空间：

一是在前端方面，需要对如何触发强制减仓的条件，即单边市的界定进行审视完善。境内期货交易场所对单边市的界定从字面理解基本一致，但是对于是否必须成交的认定存在差异<sup>9</sup>。此外，期权合约是否应当纳入也需要权衡。基础性制度供给的一致性可以给予市场参与者充分的预期。

二是在中端方面，在具体实施强制减仓的过程中，需要综合考虑风险释放速度如何尽可能赶上风险集聚速度，套期保值、套利等特殊交易者的对待、锁仓头寸处理的细化和明确、按比例撮合与特定手数整倍数、自然人退出时间节点等问题的协调。细节往往决定市场风险处置的成败。

三是在后端方面，采取强制减仓措施实施后，仍需统筹与“异常情况处置”风险准备金等制度做好衔接。妥善化解市场风险需要全面的、系统的风险控制制度。

（责任编辑：林帆）

### 作者简介：

王海洋、鲁晓，均就职于上海期货交易所法律事务部。

<sup>9</sup> 据2008年10月14日《第一财经日报》中《极端状态下交易规则遭遇异解读》报导，尽管当天没有任何成交，某交易者持有的塑料0810合约1手空单持仓仍在10月10日以11470元/吨的价位平仓。据大商所上述品种负责人介绍，10月8日至10日的三个交易日内，虽然塑料0810合约没有成交，不过该合约多头在这三个交易日内均在跌停板位置上挂单平仓，因此该合约满足连续三个交易日出现同方向涨（跌）停板单边无连续报价的情况，交易所从而对该合约进行了强制平仓。