

# 关于期货市场中 透支交易与强行平仓的思考与建议

## Thoughts and Suggestions about Overdraft Transaction and Forced Liquidation in Futures Market

张一伟 章睿哲

(南华期货, 浙江杭州 310009)

**摘要:** 我们尝试通过了解境外期货市场关于透支交易和强行平仓环节, 对我国的相关制度和环境进行可行性探讨, 为市场持续稳健发展保驾护航。综合欧美及亚洲的情况, 目前除投资银行外, 已经很少有经纪公司为期货、衍生品客户提供信用额度的服务。虽然不提供信用额度, 但透支交易在欧美市场仍然是一种比较普遍的做法。额度限制在交易资金水平的 2-4 倍左右。对于保证金追缴, 欧美期货公司较为常见的入金时间要求是三天, 并收取利息, 而且一般不会采取强制平仓的措施。建议我国扩大期货保证金来源范围, 并对强行平仓制度进行优化。

**关键字:** 透支交易 保证金追缴 强制平仓 持仓限制

国内期货市场经过二十多年的发展, 经历初创、规范发展到目前逐步实现服务国民经济的功能。当前商品期权、期货国际化等新产品、新措施的不断推出, 将引领期货市场迈向国际化、市场化和功能化的未来。而境内期货市场亦将面临新的市场环境下的多重风险考验。就此, 我们尝试通过了解境外期货市场中关于透

支交易和强行平仓环节, 对我国的相关制度和环境进行可行性探讨, 以求能够适应市场发展的需要, 为市场持续稳健的发展保驾护航。

### 一、关于透支交易

期货透支交易包括开仓透支交易和持仓透支交易两种。所谓开仓透支交易, 是指期货交

交易所会员或期货公司的客户在保证金不足的情况下进行的期货交易。所谓持仓透支交易，是指期货交易者或期货公司在其保证金为零或负值时，不追加保证金，或在保证金没有到位且持有现有头寸的行为。在我国，开仓透支交易和持仓透支交易都属于期货透支交易。在现行规章制度下，我国的期货公司不能为客户提供透支交易和持仓，我们通过了解境外透支交易和持仓的行业惯例和监管政策给中国市场做一些理论上的探讨。

## （一）透支交易的性质

### 1. 融资性质

在期货透支交易中，期货透支者其实占用了期货交易所或期货经纪公司的资金进行交易，为一种变相融资。然而在实际操作中，期货透支交易的发生在所难免，期货经纪公司一般或多或少的给予支持，这在国外期货经纪公司已经是事实。作为可以定性为融资行为的期货透支交易，在我国目前的金融业务专营制度下，以期货透支交易为形式的融资行为是非法的融资行为，依法应当认定为无效。

### 2. 信用担保行为

在期货透支交易中，透支者因其保证金的不足已处于负债的状态，债权实现的可能性暂时只能依赖透支者的信用。因此在确定融资行为基础上，期货交易是一种信用交易行为，即

信用担保行为。从国外来看，美国学者威廉姆斯·杰弗雷（Williams Jeffery）在其所著的《期货市场的经济功能》一书中认为，期货市场具有价格发现和风险转移功能的观点存在着许多方面的不足。期货市场实际上不是一种信息市场，也不是一种保险市场，而是一种规范化的隐性借贷市场（Formal Implicit Loan Market for Commodities），这种隐性借贷的好处是可以减少交易费用与法律纠纷。伦敦金属交易所（London Metal Exchange, LME）现行的做法是“为了减少成本和资金开销，伦敦金属交易所实行的结算制度允许所有需要缴纳的保证金均可以通过银行提供信用担保”。

## （二）境外透支交易方式

境外期货透支交易通常通过资金信用额度、持仓信用额度、保证金延期追缴等方式实现。

### 1. 资金信用额度

从全球期货市场的发展来看，信用额度的存在为交易量的扩大做出了不少的贡献，然而随着市场对于投资者保护力度的增加，实际意义上的信用额度的投放已经基本不再实行。

信用额度一般是指为客户提供一定金额的资金，可以让客户作为保证金使用，信用额度可以且只能作为客户保证金（包括原始保证金和变动保证金，即持仓盈亏），客户手续费、平仓亏损只能使用现金。

美国市场中,由于美国商品期货委员会(U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC)对于客户资金一直要求独立存放,即客户资金与佣金商(Futures Commission Merchant, FCM)公司自有资金独立存放,因此美国市场佣金商一般不为客户提供真正意义上的信用额度。香港、新加坡地区也按照此规则进行。

欧洲市场对于客户资金没有太严格的存放限制。一般来说,对零售客户投资者的保护较高,资金作为客户资金对待,其他专业投资者和机构投资者则被认为对市场风险有较高的认识,无需做特别的对待。

自从2010年曼氏金融集团破产,投资者对整个金融市场的监管和风险控制能力产生怀疑。监管机构也加大了监管的力度,于2012年度八月份启用了欧洲市场基础设施监管规则(European Market Infrastructure Regulation, EMIR),主要用于加强欧盟地区场外交易(Over-the-Counter, OTC)和衍生品市场的监管力度,及所有标准化衍生品都需要通过电子平台或交易所进行交易并以中央对手形式进行清算。

EMIR产生的一个重要概念在于中央对手清算方(Central Counterparties, CCP)账户,即所有的期货客户资金都产生了一定的“独立性”要求。具体来说,原有架构上的“客户资金”

是独立的,非“客户资金”则是和经纪公司自有资金一并存放,只是一个普通债权人的概念。

在EMIR架构的要求下,任何中央对手的全面结算会员,都必须设立至少两个类型的账户,独立分置账户(Independent segregated account, ISA)和公共分置账户(Omnibus segregated account, OSA)。ISA账户即客户资金独立存放,既与公司保持独立,也和其他公司客户保持独立,账户上有一个客户的所有资金;OSA账户则是多个客户资金池,只与清算公司自有资金保持独立,但独立部分仅限于持仓保证金部分。任何市场参与者,包括会员非会员,都必须在清算所开立一个CCP账户。

由于EMIR架构的设立,市场对于信用额度的控制已经越来越紧缩。目前,除了投资银行,已经很少有经纪公司为期货、衍生品客户提供信用额度的服务了。

## 2. 日内持仓透支交易

即使不提供信用额度,透支交易仍然是一种比较普遍的做法。

对于市场参与者来说,为客户提供一定的日内额度非常常见。提供额度的形式一般通过交易限制、持仓限制、资金限制等方式进行。一般情况下,客户开户时,经纪公司会要求客户提供一定的资产证明、收入证明、投资经验等信息对客户基本情况做一个了解(know your

client)，根据公司搜集到的信息，会对客户交易持仓设置一个额度，只要不超过该额度，交易便不受限制。一般这个额度会限制在交易资金水平的 2-4 倍，比如入金 100 万，则按照 200 万设置。

### 3. 保证金追缴

对于资金不足维持保证金的持仓，交易所要求交足到基本保证金水平以上。在美国，交易所允许的人金时间是三天，也就是说三天之内需要将追缴的资金到位，超过三天部分也没有硬性的要求，视乎清算公司要求而定。但是从 2013 年开始，交易所对于资金追缴部分，要求清算会员用自有资金垫付不足部分，这对很多清算会员造成了相当的压力，因此在追保方面也采取了较为严格的措施，如资金三天无法到位的情况下要收取较高的利息、关闭开仓权限或者强行减仓等措施。

在欧洲，追缴资金到位按照 ISA 和 OSA 账户选择会有所区别，OSA 账户对保证金追缴没有特别的规定，对于每日负值的客户，经纪商会收取一定的利息，再根据客户性质做强平的判断，个人客户一般不放过三天，机构客户则很少采取强平这样的极端措施。但是在 ISA 账户下，保证金追缴必须至少立刻到账，否则会立刻执行强平。

由于 ISA 账户涉及高额的管理费用以及人

工管理成本，即使是机构和专业投资者也很少选择 ISA 账户。作为经纪商，为了维护在交易所的良好风控记录，也为了控制和客户之间的关系，一般采取的做法是在交易所的基础上加收一定比例的保证金，按照不同的交易所这个保证金比例会有所不同，比如 LME 一般经纪商会加收 20-50% 来应付每日的浮动盈亏产生的追缴资金风险。由于 ISA 账户概念较为新颖，在实际操作中和欧洲市场的一般做法有很大不同，因此欧洲经纪商一般会采取较为保守的做法来控制此账户风险，避免公司在清算商处资金紧张。

## 二、关于强行平仓

强行平仓是期货市场最为基本而重要的风险控制措施。强行平仓也叫强制平仓，又称被斩仓或被砍仓。依据强行平仓实施的主体不同，可将强行平仓分为交易所强行平仓和经纪公司强行平仓。

### (一) 风控措施

国外监管机构对期货公司的风控措施并没有很严格细致的规定。一般来说要求是公司必须有一个较完整的风控制度，必须覆盖几个规定的部分，至于每个部分需要制定多少的标准、收紧到多少程度则由公司自行规定。

而期货公司一般做法是，对于个人客户，

超过三天的追保会被强平；对于机构客户，超过三天的追保会被通知禁止开仓、罚息等措施，但未必进入强平。

## （二）常见追保做法

清算商：交易所层面都会和清算商做一个自动扣款的绑定，根据清算系统计算的需追缴资金自动扣款，部分交易所还会有将多余款项自动退回的机制。故此清算商需要进行压力测试，确保银行账面上资金存放充足，若扣款失败可能导致监管记录不良。

一般客户：清算商根据系统过账金额发出追保通知，追保通知内容一般包括以下几点：帐号，币种，追保金额，结算日期（比较完整的还会加一些说明）。

资金到位的认定：部分经纪商是按照资金到账后处理的，部分则是按照客户回复确认后就放到账上。利息收取一般按照当日负值 \* 年化利率 \* N/365 计算，利息基准按照不同币种不同经纪商有所区别，平均来看，罚息在年利率为 6% 左右较为常见。

根据上述情况可知，国外期货市场基于客户结构和信用管理的基础，在保证金追加、确认和执行强行平仓的处理上通常采取审慎的做法，更倾向于投资者自我信用管理和对交易头寸的风险管理。这样的处理方式是将部分交易风险向转移信用风险的转移。

强行平仓在很大程度上并不能与投资者的主观愿望达成一致，执行不当易于产生纠纷。因此，通过实践，我们有必要重新审视我们国内的强行平仓机制，以期保护各方利益，减少参与者的纠纷隐患。

## 三、我国期货市场透支与强平的现状

我国期货交易市场目前不允许投资者的透支行为，并执行一刀切的强行平仓办法。《期货交易管理条例》第三十五条规定，客户保证金不足时，应当及时追加保证金或者自行平仓。客户未在期货公司规定的时间内及时追加保证金或者自行平仓的，期货公司应当将该客户的合约强行平仓；第六十七条规定，期货公司允许客户在保证金不足的情况下进行期货交易的，责令改正，给予警告，没收违法所得，并处违法所得 1 倍以上 3 倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不满 10 万元的，并处 10 万元以上 30 万元以下的罚款；情节严重的，责令停业整顿或者吊销期货业务许可证。

除了不允许透支交易之外，国内期货交易规定的保证金范围有限，《期货交易管理条例》第八十二条规定“保证金，是指期货交易者按照规定交纳的资金或者提交的价值稳定、流动性强的标准仓单、国债等有价证券，用于结算和保证履约。”由此可见，一方面我国期货市

场的担保品范围有限，目前主要集中在标准仓单充抵保证金的使用上；另一方面，担保品充抵保证金只能用于满足交易保证金要求，而不能用于每日盈亏结算。在这方面，美国和香港的规定值得借鉴。美国 CME 的保证金范围包括：现金（接受多国货币）、美国国库券或政府票据、合格的外国政府借款、合格的美国政府代理结构证券、合格的不动产抵押债权证券、指定银行发行的信用证、标准普尔 500 指数成分股等；香港交易所保证金范围包括：现金（接受多国货币）、指定银行发行的信用证、银行担保、银行汇票和本票、香港特区政府发行的外汇基金票据和债券、美国政府票据及债券、所有的恒生指数成分股和盈富基金。香港交易所要求至少 50% 的交易保证金必须由结算货币现金支付。

由于保证金范围狭窄和交易所的风控规定，在市场价格的变化当中，很多企业在进行套期保值或者套利交易操作时，经常会出现被动透支的情况。例如某农产品集团性企业，在套期保值时，根据国资委和集团的风险管理办法，在豆粕上按照现货 80% 的比例在期货持有空单，即存在 20% 的风险敞口。由于行情变化剧烈，该品种持仓数量迅速增大，达到大商所提高保证金的标准，该企业期货账户当日便超过了交易所风险率。在申请追加资金时，集团企业要

经过层层审批，因此没有在第二日收市前追加到位。第二日收市前，该企业期货账户被强行平仓，风险敞口扩大到 30%。这就违反了集团的风险管理办法，因此当后面资金追加后，企业再建空单缩小风险敞口，但新的空单的价格比强平的价格要低，给企业造成了损失。在此过程中，交易所保证金的提高造成了企业的被动透支，由于期货公司不能给企业信用，而且必须执行强平，否则分类监管就会被扣分，因此白白造成了企业的损失。很多企业这几年也越来越多的运用境外的授信额度进行套保交易。虽然境外的授信额度也会收取利息，但比起国内的利率，还是划算的。加上划拨资金上的便利，一些企业进行套保交易，正慢慢将头寸转移到境外。

#### 四、相关的意见与建议

##### （一）扩大保证金范围，丰富保证金来源

建议改革现在品种单一的保证金制度，除了标准仓单和国债之外，允许其他非现金式金融产品作为抵押品，比如信用等级较高的金融债、企业债、银行票据以及股票指数成分股等，并规定具体的担保品折算比例，起到丰富保证金来源的作用。灵活的保证金标准，不仅有利于有效管理期货市场风险，而且能够有效解决实

体企业的资金占用问题，提高期货市场运行效率。

## （二）试行投资者透支和强平分类制度

对于不同投资者进行分类并执行不同的透支和强平标准，赋予期货公司针对某些特定优质的金融机构和客户开展信用交易的权限，比如给予优质客户一定的透支额度和对保证金负值收取利息等，这不仅不妨碍期货市场的风险管理，而且将起到提高期货市场运行效率，更好地服务优质客户的效果。目前将于2017年7月正式施行的《证券期货投资者适当性管理办法》已经规定了专业投资者和普通投资者的具体分类标准，并规定经营机构应当制定适当性内部管理制度，明确投资者分类、产品或者分级等，所以目前透支和强平分类制度已存在一定的基础。

## （三）优化关于强行平仓的管理办法

目前，国内期货市场对于强行平仓的主要问题集中在以下几个方面：

1. 关于盘中强行平仓的规定和流程需要清晰明了，建议通过《期货经纪合同指引》的修订，明确经纪商和投资者的职责。

2. 强平数量的确定也是多有争议的一个问题，即以昨日追加保证金的数量决定还是由当日执行强平时的现价决定。这个问题的根本依然牵涉到盘中强行平仓的定位问题。

3. 持仓限制规则主要是防范市场操纵的制度，但在没有市场操纵行为发生亦无市场操纵动机存在的情形下，经纪商或投资者因持仓限制而采取的强行平仓的合理性值得斟酌。建议借鉴国际通行做法进行调整，即：对于超过持仓限制的投资者执行报告制度，采取重点监控措施，在没有发生市场操纵行为亦无市场操纵动机的存在的情形下慎用强行平仓措施。

4. 除了强行平仓以外，充分利用市场规则采用更为多元化的风险处置手段化解风险。诸如：对于现货的超仓或者无法履行交割义务的持仓（诸如非整数倍等）采用罚没违约金的措施代替部分强行平仓的执行。即减少市场流动性问题对投资者因强行平仓导致过度损失，又可以保障市场各方的合理合法权益。

## 参考文献

- [1] 廖凡. 国际金融监管的新发展：以G20和FSB为视角[J]. 武大国际法评论，2012(1):176-191.
- [2] 《期货市场信用交易与担保制度研究》[R]. 苏州大学金融工程研究中心，中期协，2014.7
- [3] 中华人民共和国国务院. 期货交易管理条例[Z]. 2012.10.24
- [4] 中国证监会. 证券期货投资者适当性管理办法[Z]. 2017.7.1

[5] <http://www.cmegroup.com>

[6] <http://www.hkex.com.hk/eng/index.htm>

[7] <http://www.sgx.com/>

(责任编辑: 蒋云鹤)