

期货市场监管与投资者保护

冯天宁*

摘要:期货市场发端于实体经济改革发展的需要,始终坚守服务实体经济的初心和使命。经过30年的建设发展,期货市场体制机制不断完善,投资者保护始终是期货市场建设和监管的重心,也推动着期货市场走出曲折,走进健康稳定的创新发展阶段。审视期货市场的监管体系和制度安排,投资者保护始终贯穿于市场建设、机构准入、合同订立、交易保障、资金安全等各个方面,保护投资者的合法权益也是维护期货市场健康稳定发展的核心工作和主要目标。

关键词:期货市场 投资者保护 期货交易 期货监管制度

一、期货交易的 concept 及特点

什么是期货?目前没有标准的定义,《期货交易管理条例》对于期货交易有定义,其是指采用公开的集中交易方式或者国务院期货监督管理机构批准的其他方式进行的以期货合约或者期权合约为交易标的的交易活动。

对于大多数人来说,期货交易还是比较陌生的,通俗地讲,期货交易是相对现货交易和远期交易来说的,期货交易是标准化的远期交易。一手交钱,一手交货,这就是大家熟知的现货交易。如果我们疫情期间在网上买口罩,先下订单交定金,在一段时间后才送货并结算货款,这就是一种远期交易。而期货就是将远期交易标准化,是将除价格以外的其他买卖条件标准化的一种远期交易形式,如产品质量、数量,交货时间、地点等。在期货交易中,你买电脑的数量只能买期货合约规定数量的整数倍,

* 中国证监会期货监管部二级调研员。

而不能按照自己需求的数量来购买,交货地点也是指定地点。这就是期货交易与远期交易的区别所在。因此,期货交易,是在国家批准的期货交易场所进行的,交易对象为标准化合约,交易方式为集中交易。通俗地讲,期货交易就是对未来价格进行交易。

期货交易有着不同于现货交易的特点,主要体现在以下几个方面:

(1)实行保证金制度。股票交易全额资金给付,而期货交易实行保证金制度,这也是期货与股票交易的主要区别之一。举例说明,100元一手股票,投资者缴纳100元,获得股票的所有权,次日跌10%,浮亏10元,只有在卖出时才成为实际亏损,盈利亦然。而期货与之对应的是:合约价值100元,投资者只需交纳10%的保证金——10元,次日跌10%,亏损10元,当日结算投资者保证金已全部亏损,若想继续持有合约,需缴纳 $90 \times 10\% = 9$ 元的保证金,才能在下一日继续交易。期货交易实行保证金交易,通俗地讲就是以小博大,只需缴纳期货合约价值的5%~10%左右的资金就能进行交易,保证金交易是一种杠杆交易。

(2)实行每日无负债结算制度。每日无负债结算就是每天进行结算,计算和划转盈亏,期货交易每天的盈亏是实际发生的盈亏。而股票只要不卖出,每天的涨跌所计算出的盈亏是浮盈或浮亏,不实际结算,只有实际卖出时才最终实现和划转盈亏。

(3)实行一户一码制度。投资者可以在任何一家期货公司开户,但是在一家期货交易所只能拥有一个交易编码从事期货交易,通过此制度,国内期货交易实现了穿透式监管。

(4)严禁透支交易和强行平仓制度。《期货交易管理条例》明确规定,严禁客户透支交易,每日无负债结算后,若客户不能按照规定的时间补足保证金,期货公司就会对客户实行强行平仓,强行平仓制度是期货交易和股票交易的主要区别之一。股票买完后不存在被平仓的情况(融资融券等特定交易形式除外),但期货交易实行保证金和每日无负债结算制度,投资者的持仓在客户保证金不足的情况下可能被强平。

(5)实行涨跌停板和T+0制度。和股票交易一样,期货交易也设置了涨跌停板制度,但和股票不一样的是,多数合约的涨跌停板设置为4%。另外,期货交易实行T+0制度,当日买入的可以当日卖出,这也是期货与股票交易制度的区别之一。

二、我国期货市场的发展历程及现状

在改革开放初期,价格双轨制作为一种特殊制度安排,为我国渐进式增量改革

(体制外优先改革)战略作出了历史贡献,但也产生了价格信号扭曲、流通秩序紊乱、权力寻租等问题。针对当时双轨价格下粮食、有色等大宗商品领域亟须一套完整、连续、合理的价格体系指导企业生产经营的迫切问题,我国于1990年试点建立郑州粮食批发市场,由此诞生了中国期货。曾获诺贝尔经济学奖的美国著名经济学家米勒说:“真正的市场经济是不能缺少期货市场的经济体系。”^①

建立于20世纪90年代初的我国期货市场,经历了研究初创、清理整顿、规范发展、创新发展四个阶段,见图1。

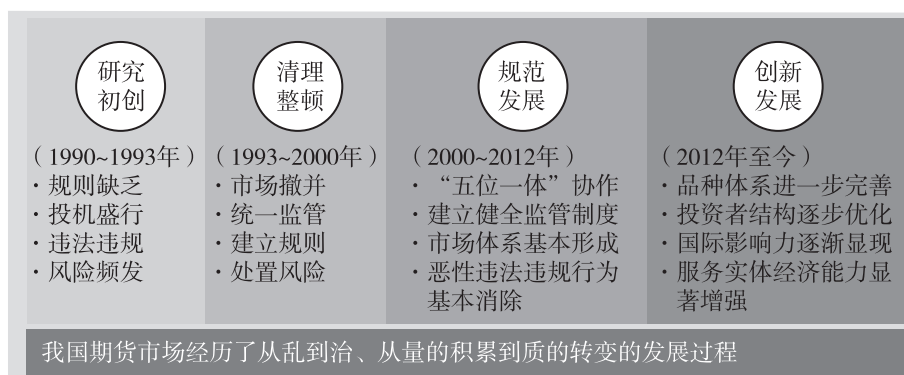


图1 我国期货市场发展的四个阶段

期货市场进入创新发展阶段以来,期货品种创新稳步推进。截至2019年年底,我国已上市78个期货、期权品种,其中商品期货58个、商品期权10个、金融期货6个、金融期权4个,基本覆盖了农产品、金属、能源化工、金融等国民经济主要领域。原油、铁矿石、精对苯二甲酸(PTA)和20号胶期货作为特定品种引入境外交易者参与交易。期货保证金规模稳步增长。从2009年的1000亿元已持续增长到2019年年底的5000多亿元,增长了5倍多。期货市场对外开放取得突破。从2018年3月开始,原油期货作为我国期货市场第一个国际化品种在上海国际能源交易中心上市交易,紧接着铁矿石和PTA从原有品种改造为特定品种引入境外投资者交易,2018年是期货市场对外开放的元年。

从期货公司角度来看,截至2019年年底,全国持牌期货公司共有149家。经营范围有商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理及基金销售等其他业

^① 姜洋:《发现价格:期货和金融衍生品》,中信出版集团股份有限公司2018年版,第75~157页。

务。过半数期货公司设立了风险管理公司从事及风险管理服务。2家期货公司有外资参股,21家期货公司设立了21家境外子公司。

三、期货市场法治建设与投资者保护

期货市场的法治建设与投资者保护是密不可分的,期货市场的发展史就是投资者保护史。从四次期货市场的诉讼高峰来看,中国期货市场的法制建设进程,^①投资者保护在期货市场法制建设和曲折发展中起了巨大的推动力。

(一) 虚假外盘交易骗取投资者资金,引发第一次诉讼高潮

1992~1995年,当时期货市场有两个特点:一是对于交易主体没有限制,各类机构、企业和个人都可以参与进来;二是早期进入的港台公司主要做外盘期货交易。但不少公司并未进行真正的外盘交易,而是制作虚假交易欺骗客户。外盘期货交易出现较多乱象,可用“诱、宰、骗”3个字来形容:“诱”,虚假宣传,引诱客户来开户;“宰”,先赚后赔,引诱客户多入金;“骗”,并未将客户的交易指令下到境外交易所,而是与客户对赌。当时的外盘乱象与现在的非法现货交易平台相类似。为规范和打击虚假外盘交易,国家出台相关制度全面禁止外盘交易,切实保护投资者权益。当时的乱象一直影响至今,国内个人投资者到境外进行期货交易尚未解禁。

(二) 采用混码交易存在弊端,投资者的权益无法有效保护,引发第二次诉讼高峰

在期货市场建立初期,借鉴国外经验,实行混码交易,若干客户的交易记载在一个交易编码下,1995~1997年出现了大量混码交易的诉讼。混码交易的主要问题表现在,交易所看不到真实的交易情况,难以实施有效风控措施来化解市场风险,也不利于投资者保护。同时,一些不规范的期货公司利用“混码交易”提供的空间从事对赌、吃点等各种利益输送,侵害客户利益的行为。此外,“混码交易”也造成责任不清,规范的期货公司在面临客户质疑时,无法从交易所拿到一一对应的交易结算资料进行证明,在诉讼和纠纷中陷入被动。在当时的历史条件下,“混码交易”引起的纠纷层出不穷,正因如此,监管部门下大力气研究,才有了现在的“一户一码”制度。该制度有效防止了市场操纵者的不法行为,杜绝了对赌、吃点等侵害投资者利益的行为,提升了期货投资者的保护能力和水平。

^① 参见李正强主编:《当代中国期货市场口述史》,中国金融出版社2018年版,第186~199页。

(三)透支交易和强行平仓引发的纠纷,推动了更严格的投资者资金安全保障措施的出台

期货市场第三次诉讼高峰出现在透支交易和强行平仓上,两者是交织在一起的。当时,在客户的可用资金不足时,部分期货公司仍允许客户继续开仓交易,即透支交易。当透支交易风险进一步扩大,客户不能在规定时间内补足保证金时,期货公司会强制平掉客户的持仓,即强行平仓。客户透支交易后形成的损失,其无力或不愿偿还时,就形成了期货公司的亏损,当亏损金额过大,期货公司也无力承担时,就会危及或侵害其他客户的保证金安全,给期货市场的稳定造成很大隐患。

这个阶段的诉讼主要集中在透支交易如何认定,责任在谁,什么时候需要强行平仓。1999年出台的《期货交易管理暂行条例》严禁透支交易,即期货公司不得允许客户在保证金不足的情况下进行期货交易。后来建立期货保证金监控中心并实行客户保证金预警制度,规范强行平仓的流程,此类诉讼随着制度的规范越来越少。应该说,此次诉讼高峰对于整个期货行业风险控制水平的提升起到了很大的推动作用,此后未再出现大的客户穿仓事件,期货公司经营稳定,客户资金和交易安全得到了更好的保护。

(四)接受客户全权委托引发大量诉讼

这一阶段期货公司员工代客理财引发了大量纠纷,很多客户委托从业人员做单亏损后不认账,要求期货公司及从业人员赔偿。1999年出台的《期货交易管理暂行条例》规定,期货从业人员不能为客户做单,即不能代客理财。随着制度不断规范,全权委托被禁止,这类诉讼也越来越少。但从业人员只限定是期货公司的员工,为期货公司提供中间介绍业务的居间人尚未被列入从业人员管理,仍有部分居间人私下接受客户全权委托,但期货公司已尽到提示义务的,可不承担责任。期货公司从业人员不得代客理财,目的是让有风险识别和承受能力的投资者进入期货市场进行交易,以更好地保护期货投资者的合法权益。

四、期货市场监管和制度体系与投资者保护

为维护期货市场稳定健康发展,更好保护投资者合法权益,自1990年起,经过30年的探索发展,形成了五位一体的期货市场监管协作体系,包括证监会、36家派出机构、4家期货交易所、期货市场监控中心、中国期货业协会。证监会和派出机构为行

政监管,交易所、协会为自律监管,监控中心承担着期货市场监管监控的职能。同时,经过30年的法制建设,我国期货市场已经形成了以《期货交易管理条例》为核心,以部门规章和规范性文件为主体,以自律规则为重要组成部分的法规制度体系。法律层面,《中华人民共和国期货法》(以下简称《期货法》)尚在推动制定中。行政法规,有《期货交易管理条例》。部门规章及规范性文件有《期货交易所管理办法》《期货公司监督管理办法》《期货公司风险监管指标管理办法》《期货公司分类监管规定》《期货公司董事、监事和高级管理人员任职资格管理办法》《期货从业人员管理办法》《期货投资者保障基金管理办法》《期货市场客户开户管理规定》《期货公司期货投资咨询试行办法》《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》等。自律规则方面有期货交易所规则体系、期货业协会自律规则。投资者保护体现在法规和监管的方方面面,投资者保护是期货监管的重中之重。下面从市场建设、机构准入、合同签订、交易保障、禁止欺诈、客户投诉和客户资料管理等方面予以介绍。

(一)期货市场实行全国统一监管,遵循“三公”原则,着力保护投资者合法权益

《期货交易管理条例》规定,从事期货交易活动,应当遵循公开、公平、公正和诚实信用的原则。禁止欺诈、内幕交易和操纵期货交易价格等违法行为。这体现了《期货交易管理条例》的立法宗旨。同时,《期货交易管理条例》规定,设立期货交易所,由国务院期货监督管理机构审批。期货交易所不以营利为目的,按照其章程的规定实行自律管理。上市品种需要证监会批准。期货交易所应当及时公布上市品种合约的成交量、成交价、持仓量、最高价与最低价、开盘价与收盘价和其他应当公布的即时行情,并保证即时行情的真实、准确。期货交易所不得发布价格预测信息。经过清理整顿和后续发展,有3家商品期货交易所和1家金融期货交易所,全部由证监会负责监管,全国统一的监管模式更有利于期货交易规则的统一,奠定了投资者保护的市场基础,杜绝了期货市场的乱象,弥补了市场发展初期投资者保护力度不足的缺陷。

(二)实行严格的机构准入和运营管理,保障投资者接受合法合规期货公司的服务

期货公司是连接期货市场和投资者的桥梁和纽带,是落实保护投资者工作的重心所在。我国的期货公司实行持牌经营,设立期货公司需经批准,开展业务需获得经营许可或备案。对于期货从业人员也有严格准入管理,期货公司董事、监事和高管需要符合任职条件并备案。从业人员由协会组织考试,实行资格管理。针对期货公司的各项业务,证监会和协会制定有详细的管理规定,确保期货公司合规运营,切实保护投资者各项权益。建有信息公示制度,投资者可在证监会、协会、公司网站查看期

货公司的公示信息,保护自身的合法权益。详细的机构信息公示为投资者利用合法期货公司从事期货交易提供了安全保障,严格的监管管理提升了投资者权益的保护水平,杜绝了历史上出现的各种侵害投资合法权益的违法违规行为。

(三) 签订合同时保障投资者的知情权,把好投资者保护的入门关

期货公司应当按照规定实行投资者适当性管理制度,建立执业规范和内部问责机制,了解客户的经济实力、专业知识、投资经历和风险偏好等情况,审慎评估客户的风险承受能力,提供与评估结果相适应的产品或者服务。期货公司应当向客户全面客观介绍相关法律法规、业务规则、产品或者服务的特征,充分揭示风险,并按照合同的约定,如实向客户提供相关的资料、信息,不得欺诈或者误导客户。期货公司应充分了解和评估客户风险承受能力,加强对客户的管理。签订合同必须本人亲自签署。以上监管规定保障了期货公司把适当的产品销售给适当的投资者,避免了不合格的投资者进入期货市场,充分的风险提示有利于投资者知悉期货投资的风险,投资者合法权益从入门开始就得到了有效保护。

(四) 提升期货公司客户服务能力和水平,保障客户交易安全

期货监管制度安排中(以经纪业务为例),以服务客户为中心,保障客户交易安全为重点,建立了一系列的监管制度,期货市场监控中心建有统一开户系统,实行一户一码制度,切实保护客户的交易结算信息可查、可追溯。要求期货公司加大信息系统投入,交易结算系统正常运行,建立交易指令委托管理制度,确保客户交易指令入场交易。期货公司不得未经客户委托或者未按客户委托内容,擅自进行期货交易,不得未经过依法设立的营业场所私下接受客户委托进行期货交易。客户的交易结果可在监控中心客户服务系统进行查询,确保客户及时了解和查询自己的交易信息。上述监管安排切实改变了“混码交易”的弊端,使对赌、吃点等各种侵害客户利益的行为无处遁形,切实保护了投资者的交易安全。

(五) 实行保证金封闭圈管理,建立专门的期货保证金安全存管监控机构,严控期货公司挪用客户保证金

期货市场早期挪用客户保证金的事件屡有发生,为切实保护期货投资者合法权益,防范市场风险,从中国期货市场的实际出发,我们实行了期货保证金封闭圈管理模式。与股票资金三方存管模式不同,客户保证金仍存放在期货公司账户中,但要求期货公司将客户保证金与期货公司自有资金分户存放,封闭运行。同时,建立期货保证金存管监控系统,每日核对交易所、存管银行、期货公司的客户交易和资金数据,监

控客户资金安全,发现异常的及时预警。此举杜绝了挪用客户保证金的问题,彻底改变了期货市场的形象,夯实了期货市场稳定健康发展的基础。另外,建立期货投资者保障基金,是投资者资金安全的最后一道防线,当期货公司违法违规或风险控制不力等导致投资者保证金出现缺口时,基金可用于补偿投资者保证金的损失。从以上各方面举措可以看出,从投资者资金进入期货公司开始,直到投资者出金完成,期货市场已经建立了完善的监管和监控体系,从入口和出口都作了详尽的安排,投资者的资金安全有保障。

(六)明令禁止期货公司从事欺诈客户的各种行为

无论《期货交易管理条例》和《期货公司监督管理办法》都对期货公司的行为予以严格约束,不得有以下行为:向客户作获利保证或者不按照规定向客户出示风险说明书;在经纪业务中与客户约定分享利益、共担风险;不按照规定接受客户委托或者不按照客户委托内容擅自进行期货交易;隐瞒重要事项或者使用其他不正当手段,诱骗客户发出交易指令;向客户提供虚假成交回报;未将客户交易指令下达到期货交易所;挪用客户保证金;不按照规定在期货保证金存管银行开立保证金账户,或者违规划转客户保证金等。对违反上述行为的期货公司,则可予以立案查处,责令改正,给予警告,没收违法所得,罚款;情节严重的,责令停业整顿或者吊销期货业务许可证。应该说,近年来我国期货市场未出现严重的欺诈客户的违法违规案件,说明以最严格著称的期货监管对违法违规行为起到了应有的震慑作用,保护了投资者的合法权益。

(七)督促期货公司健全客户资料和客户投诉管理制度,妥善处理投资者的各种合理诉求

《期货公司监督管理办法》规定,期货公司应当建立数据备份制度,对交易、结算、财务等数据进行备份管理。期货公司应当妥善保存客户开户资料、委托记录、交易记录和与内部管理、业务经营有关的各项资料,任何人不得隐匿、伪造、篡改或者毁损,除依法接受调查和检查外,应当为客户保密,不得非法提供给他人。客户资料保存期限自账户销户之日起不得少于20年。同时,《期货公司监督管理办法》还要求期货公司应当承担投资者投诉处理的首要责任,建立、健全客户投诉处理制度,公开投诉处理流程,妥善处理客户投诉及与客户的纠纷。证监会建有“12386”热线,已经实现直转期货公司,同样也要求期货公司做好投诉处理工作,倾听投资者的诉求和声音,提升服务投资者的能力。由此可见,证监会从客户资料保存、客户投诉处理等各个方面已经作了精细的期货监管制度安排,始终将投资者保护工作放在最为重要的位置。

总体来看,期货市场的发展史就是期货投资者保护的历史,期货市场从乱到治,从小到大,投资者保护工作始终得益于期货市场法制建设的不断提升。应该说,法律规则对市场的运行秩序、功能发挥特别是投资者保护起着直接的作用,但由于期货法尚未出台,目前的法制建设不能完全满足期货市场的深层次发展需要,制定期货法更是保护市场参与者合法权益的必然要求。目前,《期货交易管理条例》更多地是从行政法规的角度对市场进行规制,需通过制定期货法,做好顶层设计,从完善监管制度、统一监管体制、加强适当性管理、强化信息披露与风险揭示等入手,可以吸收国外成熟经验做法,从更高层面促进期货市场发展,更有力地保护期货投资者的合法权益。