



期货与金融衍生品系列丛书

—— 总编 姜 岩 ——

中美期货市场风险控制制度比较研究

上海期货交易所《中美期货市场
风险控制制度比较研究》课题组 编著

 中国金融出版社

责任编辑：童祎薇
责任校对：张志文
责任印制：赵燕红

图书在版编目 (CIP) 数据

中美期货市场风险控制制度比较研究 (Zhongmei Qihuo Shichang Fengxian Kongzhi Zhidu Bijiao Yanjiu) / 上海期货交易所《中美期货市场风险控制制度比较研究》课题组编著. —北京：中国金融出版社，2018. 10

(期货与金融衍生品系列丛书)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9651 - 0

I. ①中… II. ①上… III. ①期货市场—风险管理—对比研究—中国、美国 IV. ①F832. 5②F837. 125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 153758 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 11.75

字数 140 千

版次 2018 年 10 月第 1 版

印次 2018 年 10 月第 1 次印刷

定价 34.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9651 - 0

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

《中美期货市场风险控制制度比较研究》 课题组

毕 鹏 谢 莎 卢庆杰 黄佐铎 许 涛
陈 星 陆 洁 张一弛 胡 超 罗 婷
董 彬 宋金霞 赵 璐 顾 焯 何文婷

总 序

今年是我国改革开放 40 周年。40 年来，通过改革开放接轨全球化发展，中国发生了翻天覆地的变化，对世界经济格局及历史进程产生了深刻的影响。中国期货市场的创立和发展，是中国改革开放 40 年历史中的一段缩影。期货市场的出现，适应了中国经济从计划经济体制向市场经济体制转型的需要；期货市场稳步健康发展，成为中国特色社会主义市场经济体系的重要组成部分，落实了党中央、国务院的重要战略部署。近 30 年的时光，中国期货市场历经从无到有、从小到大，牢记使命、不忘初心，在提供定价服务、推动产业转型、协助风险管理等方面发挥着不可替代的作用。

2018 年，距世界上第一个期货交易所——芝加哥期货交易所诞生，已经过去 170 年。在这 170 年中，世界期货市场几经沉浮，在全球金融市场体系中的影响力日渐深远。上海期货交易所自 1999 年创建至今，不过经历了短短十九个年头，这十九年间，期货品种由 3 个扩展到 15 个，同时据 FIA 统计，2017 年上期所成交量（按成交合约张数计）在全球商品期货与期权交易所中名列第一；十九年间，我们逐渐形成了一整套具有中国特色的风险防控体系，规则制度不断完善，一线监管能力持续提升；十九年间，我们在国内率先开展保税交割、连续交易、开发国际化品种，稳步推进对外开放步伐。十九年间，期货市场规模稳步上

升、结构日益完善、功能逐渐深化，是我们坚持服务中国经济改革开放的成果，坚持期货市场改革开放的成果，也为新时代的发展奠定了坚实基础。

2018年是全面贯彻党的十九大精神的开局之年，也是上海期货交易所“三五”规划的元年。未来五年，是我国“两个一百年”奋斗目标的历史交汇期，是贯彻新发展理念、建设现代化经济体系及富有国际竞争力的中国特色资本市场的关键时期，也是我国期货市场更好服务实体经济、服务国家开放战略的重要机遇期。以党的十九大报告中提炼概括的“八个明确”“十四个坚持”作为开展各项工作的根本遵循，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，牢记服务实体经济使命，将上期所建设成为产品种类齐全、客户遍布全球、信息集中共享、技术安全领先的规范、高效、透明、综合性的世界一流交易所，是更好服务实体经济的必由之路，是紧密融入国家战略的内在要求。

在以“开放合作、变革创新”为鲜明特点的全球化背景下，建设富有国际竞争力的中国特色期货市场，必然需要坚实的理论基础和丰富的科研成果作为支撑。上海期货交易所一直高度重视期货市场的研究工作。“期货与金融衍生品系列丛书”自2002年开始策划和出版以来，在历任交易所主要领导主持下，坚持问题导向，汇聚社会各界研究力量，积极开展期货市场的基础性、前瞻性、实践性问题的研究，深入总结期货市场发展的规律，多方面、多维度对我国期货市场的建设和发展开展研究。至2017年底，丛书已出版33本，内容涵盖关于期货市场发展、制度建设、品种开发、国际比较等有关期货与衍生品市场发展的重要研究成果，以及多本国际知名期货衍生品图书的中译本，在业内取得广泛好评，为我国期货与衍生品研究积累了宝贵的文献资料，更为我国期货

市场的发展提供了坚实的理论支撑。未来，上海期货交易所将继续推进和完善丛书出版工作，立足本土，放眼全球，继续为行业和市场提供智力支持。

当前国内外环境纷繁多变，挑战和机遇并存。面对新形势新任务新要求，上海期货交易所将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指引，以建设世界一流交易所为目标，按照“以世界眼光谋划未来、以国际标准建立规则、以本土优势彰显特色”的基本思路，做好“寻标、对标、达标、夺标”四篇文章，紧紧围绕产品多元化、市场国际化、信息集成化、技术强所、人才兴所五大战略，在稳中求进的总基调下，努力提高上期所服务实体经济的能力水平以及在全球范围内的影响力，为中国资本市场建设贡献力量！

上海期货交易所理事长 姜岩

2018年9月

前 言

2013年9月9日，美国商品期货交易委员会（CFTC）发布了《自动交易环境风险控制和系统维护概念公告》（*Concept Release on Risk Controls and System Safeguards for Automated Trading Environments*），该公告首先介绍了自动化交易环境的特点，CFTC及其各交易所已经采取的一些监管措施，以及近年来在自动化交易环境下产生的破坏性风险事件；其次，从交易前、交易中、交易后风险控制的角度，阐述了美国交易场所已经采取的一些风险控制措施，并向市场征询对这些措施的评论和建议。CFTC的这份公告为我们更好地了解美国市场交易前、交易中和交易后的风险控制措施提供了很好的索引。

鉴于此，上海期货交易所翻译这份公告的基础上，开展了《中美期货市场风险控制制度比较研究》的课题研究，为完善国内交易所各环节的风险控制制度提供经验借鉴和理论支撑，为交易所完善制度、规则提供参考。为了使该项课题能够在攀登理论高度的同时，具有很好的实践价值，课题组做了很多细致的工作。在确定了课题的研究框架及研究的难点后，课题组成员进行了针对性培训，邀请美国期货市场经验丰富的从业人员系统地讲解了美国期货交易的法律和监管、交易所市场监察、交易所清算、市场保护和干预措施、错误交易管理、消息队列控制等内容，从而深入了解了美国和中国期货市场风控制度的差异。培训

前，课题组成员做了大量的资料收集、课件预习与研讨工作；培训过程中，通过老师的答疑解惑，加深了对中美期货市场异同及相关业务知识理解；培训结束后，通过及时地归纳、整理、消化、吸收，进一步完成课题的研究。

该课题的部分内容参与了“上海市金融学会 2014 年重点课题”的申报，成为中标课题，并获得上海市金融学会 2014 年重点课题评选二等奖，获得 2014 年上海金融业改革发展优秀研究成果“证券期货类”一等奖。

为了使更多的期货从业人员了解中美期货市场风险控制制度的差异，《中美期货市场风险控制制度比较研究》课题组决定将研究成果出版成书，为推动中国期货市场风险控制制度的完善提供借鉴。

摘 要

本书力图从交易前、交易中和交易后三个层次，对中美期货市场风险控制制度进行比较研究，以期对中国期货市场风险控制制度的完善提供借鉴。本书共分十一章。

第一章“CME 价格异动风险防控机制研究”。本章以芝加哥商业交易所集团（CME Group）的价格限制制度及价格稳定机制安排为例，对中美价格限制制度进行了比较研究。

第二章“信息流风控措施”。本章研究了美国市场，特别是美国洲际交易所（ICE）和芝加哥商业交易所集团的信息流类风控措施，对中国现有的信息流类风控措施进行了梳理。

第三章“自成交行为研究分析及启示”。本章对 CME、ICE 等国际知名交易所的自成交防范控制手段进行了介绍，并结合国内对自成交的监管现状，提出了国内期货市场更好地防范自成交的启示和建议。

第四章“交易中断类风控措施比较研究”。美国市场目前有针对全市场的交易暂停熔断机制、针对不同主体的切断开关类终端措施、与交易所连接中断时的断线时删单、防止止损订单引发市场异动的止损逻辑四类主要的中断类措施；而国内期货市场目前缺乏有效的交易中断类风控措施。

第五章“中美期货市场限仓制度比较研究”。美国期货市场目前已

经形成联邦层面限仓、交易所层面限仓以及限仓参考水平三个层面相结合的限仓制度，并规定了可以豁免的情形。《多德—弗兰克法案》修订了商品交易法的限仓条款，CFTC 据此制定了更为严格的限仓规则，但该限仓规则仍处于讨论阶段。我国期货市场只有交易所层面的限仓，本章借鉴美国经验，提出了完善限仓制度的建议。

第六章“中美信用控制比较研究”。美国信用控制制度的根本思路是通过事先设置和实时监控，控制报单数量和金额，及时发现并防范风险，支持差异化的风控管理。我国交易所和期货公司十分重视保证金的管理，严格审核客户报单，防范透支交易。中美在风控制度和结构上有较大差异，但是学习美国期货市场对信用控制的技术、手段，有助于我国期货市场的风险管理者开拓思路，进一步丰富风控工具的种类和用途。

第七章“算法交易系统 IT 风险控制”。CFTC 从订单部署相关的控制、算法交易系统的设计测试和监管、自我认证和通知、算法交易系统或算法识别、数据合理性校对等角度出发，对算法交易系统 IT 风险控制进行顶层设计。中国目前对算法交易系统采取程序化交易报备、主动程序化客户识别等风险控制措施。

第八章“中美期货市场突发事件应急管理制度比较研究”。IOSCO、CFTC、NFA 都对突发事件应对提出了指导性原则或要求。在交易所层面，美国交易所规则较为详细地明确了紧急情况的内容定义及可能采取的应对措施，包括交易风险预防、清算风险预防，以及涉及违规行为的认定标准及处理程序，并建立了专门的组织与协调框架。国内期货交易所建立了全面的风险防控规则体系，针对突发事件，交易规则明确规定了相应紧急措施，并制订了专门的市场突发事件应急预案。

第九章“错误交易取消及价格调整制度”。IOSCO 和 CFTC 对错误

交易有一些原则性的规定，CME 的错误交易取消及价格调整政策则更加具体，在规则 588 条款中详细阐述了错误交易政策的执行部门以及错误交易的审查程序、取消和价格调整方法。取消交易在国内期货市场很少出现，目前各交易所还有待制定错误交易取消及价格调整制度。

第十章“交割违约征购竞卖问题研究”。本章比较分析了 CME 和我国三大商品期货交易所的实物交割制度，指出了我国现有的实物交割制度存在的问题。研究美国市场对交割违约的处理方式，有助于我们进一步开拓思路，完善自身的交割违约处理机制。

第十一章“市场运行质量评估指标研究及启示”。市场运行质量评估指标是衡量市场核心竞争力的重要指标，也是资本市场服务国民经济能力的综合体现。CFTC 在概念公告中介绍了美国期货市场的 13 个市场运行质量评估指标数量，包括微观、中观和宏观三个层面。美国期货市场采用的 13 个指标中大多也在国内市场广泛采用，两者存在较高的相似性，反映出国内外期货市场在研究评估领域上的一致性。另外，美国市场依然存在一些能够及时反映市场最新变化趋势特点的评估指标，如评估程序化交易参与情况的价格变化数量指标等，从而能够促使监管机构及时捕捉、掌握最新的市场交易特点，及时制定有效的监管政策。

目 录

第一章 CME 价格异动风险防控机制研究	1
第一节 CME 价格异动风险防控工具	2
一、指令价格异动风险的防控工具	2
二、产品和指数价格异动风险的防控工具	4
三、错误交易的取消机制	5
第二节 CME 的价格限制制度	6
一、固定区间与固定结算价	6
二、固定区间与浮动结算价	7
三、浮动区间与浮动结算价	9
四、不设价格限制	11
第三节 中美价格限制制度比较	12
一、中美市场对期货产品的价格限制手段各不相同	12
二、中美市场对极端价格风险的防控工具各不相同	13

第二章 信息流风控措施	14
第一节 美国市场的信息流风控措施	15
一、美国监管机构对信息流风控措施的态度	15
二、自营交易公司和交易场所通常采用的信息流风控措施	16
三、一些具体的信息流风控措施	18
四、美国洲际交易所的信息流风控措施	20
五、CME 的信息流风控措施	22
第二节 中国期货市场的信息流风控措施	26
一、频繁报撤单等信息流风控措施	26
二、对报单规模和每秒报单量的限制措施	27
第三节 中美期货市场信息流风控措施比较及启示	28
附件 2A CFTC 概念公告有关信息流风控措施的内容	30
第三章 自成交行为研究分析及启示	34
第一节 美国期货市场对于洗售交易的监管	35
一、关于洗售交易的认定及处罚案例	35
二、关于洗售交易的豁免与防范	36
第二节 国内期货市场对于自成交的监管	37
第三节 监管启示及建议	38
一、监管启示	38
二、建议	40
第四章 交易中断类风控措施比较研究	41
第一节 美国金融市场的交易中断类措施	42
一、全市场的交易暂停措施——熔断机制	42

二、不同主体实施的中断措施——切断开关机制	43
三、交易所对连接中断的处置——断线时删单制度	43
四、防止止损订单引发市场异动——止损逻辑	44
第二节 中国金融市场的交易中中断类措施	44
一、股指期货仿真交易中的熔断机制	44
二、中国金融市场实施的停市措施	45
第三节 对完善中国证券期货市场风险控制的启示	45
一、在现有价格异动监控的背景下尝试建立熔断机制	46
二、探索新的交易中中断类措施	47
附件 4A “骑士资本”事件简介	47
第五章 中美期货市场限仓制度比较研究	49
第一节 美国期货市场限仓制度	50
一、美国限仓基本原则及特点	50
二、CFTC 限仓规定	52
三、CFTC 持仓限制豁免规定	53
第二节 美国期货交易所限仓规则	54
一、限仓规则	54
二、交易所可以豁免限仓的情形	55
三、持仓合并计算	56
四、限仓参考水平	56
第三节 《多德—弗兰克法案》下的限仓新规	57
一、限仓新规的进展	57
二、限仓新规更加严格	58
三、新规执行受阻原因	59

第四节	境内期货市场限仓制度	60
一、	境内限仓制度的基本特点	60
二、	证监会层面的限仓监管	61
三、	交易所层面的限仓监管规定	62
第五节	启示与建议	64
一、	会员层面限仓问题	64
二、	特殊单位客户以及期货公司资产管理业务限仓问题	65
三、	期权交易限仓问题	67
第六章	中美信用控制比较研究	68
第一节	美国的信用控制制度	69
一、	信用控制制度的含义	69
二、	CME 的信用控制制度	69
第二节	中美对信用控制的相关制度比较	73
一、	中国期货市场前端风控中的保证金管理	74
二、	中国期货公司对投资者的分类	74
三、	中美两国情况比较	75
第三节	启示与建议	76
一、	中美不同的市场环境适用于不同的制度设计	76
二、	可供我国期货市场借鉴的几点意见	77
附件 6A	CME 风险管理服务工具	77
第七章	算法交易系统 IT 风险控制	80
第一节	美国 IT 风险控制制度	80
一、	订单部署相关的控制	80

二、算法交易系统的设计、测试、监管	82
三、登记备案、自我认证和通知	84
四、算法交易系统或算法识别	85
五、数据合理性校对	86
第二节 中国的 IT 风险控制制度	86
一、订单部署相关的控制	86
二、算法交易系统的设计、测试、监管	87
三、登记备案、自我认证和通知	87
四、算法交易系统或算法识别	87
五、数据合理性校对	88
第三节 中美 IT 风险控制差异	88
第八章 中美期货市场突发事件应急管理制度比较研究	89
第一节 美国期货市场突发事件应急管理相关制度及经验	90
一、美国监管机构关于突发事件应急管理的相关要求	91
二、美国交易所层面关于突发事件应急管理的相关制度安排	92
第二节 中国期货市场突发事件应急管理相关制度	96
一、期货交易所全面的风险防控规则体系	96
二、期货交易规则关于异常情况处理的明确规定	96
三、专门的市场突发事件应急预案	97
第三节 国际经验的启示与借鉴	98
一、美国期货市场突发事件应急管理制度的特点	98
二、对中国期货市场应急管理的启示	100
附件 8A CME 交易连续性管理框架	102

第九章 错误交易取消及价格调整制度 ·····	107
第一节 欧美的错误交易取消及价格调整监管经验 ·····	108
一、IOSCO 和 CFTC 对错误交易的监管规定 ·····	108
二、欧美主要市场对错误交易的监管经验 ·····	110
三、CME 的错误交易取消及调整政策 ·····	114
第二节 国内错误交易取消及价格调整的案例及法理基础 ·····	117
一、国内错误交易取消及价格调整的案例 ·····	117
二、中国期货市场取消错误交易的法理基础 ·····	119
第三节 对我国制定错误交易政策的启示 ·····	120
一、制定错误交易政策的可行性和必要性 ·····	120
二、制定错误交易政策的基本原则 ·····	120
三、错误交易政策的基本框架 ·····	121
附件 9A IOSCO 对错误交易政策设计者的建议 ·····	122
附件 9B CME 588 规则——交易取消及价格调整 ·····	128
附件 9C 港交所与错误交易相关的内容 ·····	134
附件 9D 中国期货市场取消错误交易的法理基础 ·····	137
第十章 交割违约征购竞卖问题研究 ·····	141
第一节 CME 的交割违约制度 ·····	142
一、交割违约的处理程序 ·····	142
二、交割违约方的责任 ·····	142
三、CME 交割违约处理制度的特点 ·····	143
第二节 我国的交割违约制度 ·····	143
一、终止交割/征购竞卖模式 ·····	143
二、违约金模式 ·····	144

三、“违约金+补偿金”模式	145
第三节 启示与建议	147
一、完善交割违约制度的原则	147
二、完善交割违约制度的建议	147
附件 10A 各交易所交割违约处理规则比较	148
第十一章 市场运行质量评估指标研究及启示	155
第一节 美国期货市场的运行质量评估指标	156
一、微观层面质量评估指标	157
二、中观层面质量评估指标	160
三、宏观层面质量评估指标	164
第二节 对中国的启示	164
参考文献	166