

湘财证券研究所

倪金晶

Tel: 021-68634510-8227

E-Mail: njj2878@xcsc.com

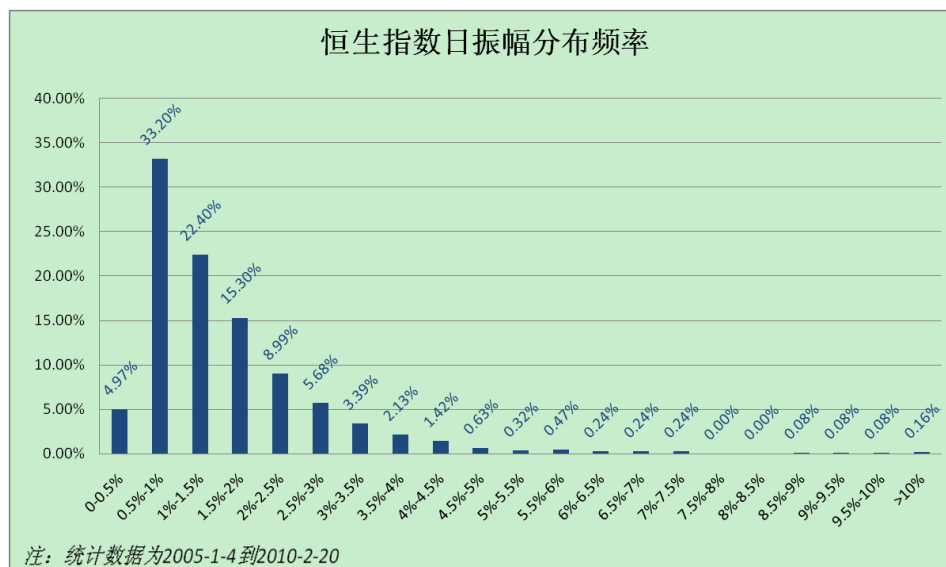
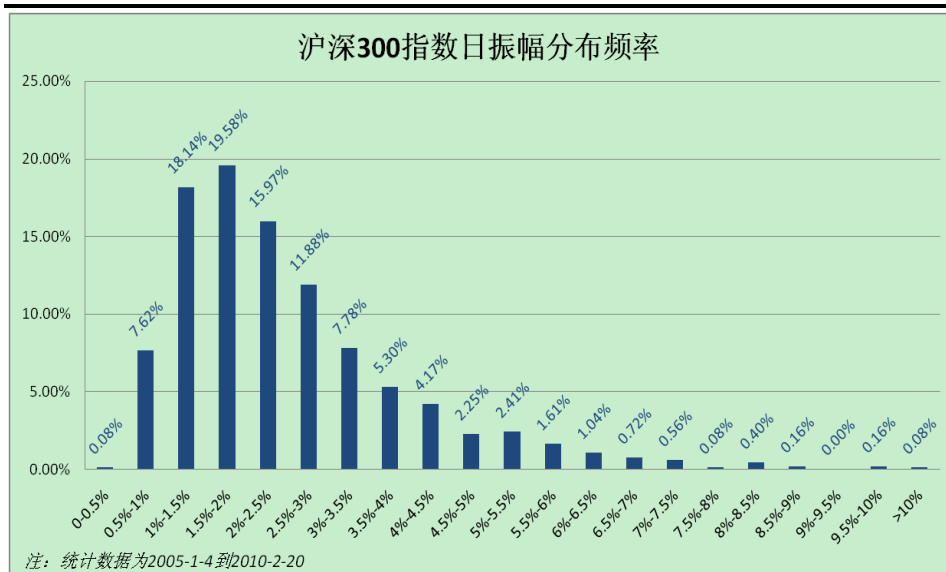
观点:

- 最低交易保证金由原来的 10%提高至 12%, 杠杆率从 10 降为 8 倍左右, 对于较大波动率的沪深 300 指数, 这个是合理而且必要的提高。
- 取消熔断制度对于风控无实质性影响
- 强制减仓制度有利于控制风险
- 简化套期保值申请程序, 有利于股指期货发挥稳定市场的作用
- 关于对程序化交易方式的监管, 有利于市场的规范化, 对于市场的长期发展有益无害, 由于其规范性, 反而会成为将来市场的发展方向。

- 1, 最低交易保证金由原来的 10% 提高至 12%, 杠杆率从 10 降为 8 倍左右。对比恒生指数和沪深 300 指数的日振幅频率, 可以看到日振幅大于 2% 的天数所占比例分别为 54.57%, 24.13%, 过大的波动率意味着更大的风险。

以指数日收益率为标准, 沪深 300 指数的波动率为恒生指数 1.64 倍。由于恒生指数期货采取的是固定数值的保证金, 便于对比, 将最新的恒生指数期货保证金水平百分比化, 其比率为 7.5% 左右, 对应于沪深 300 股指期货应为 $7.5\% \times 1.64 = 12.3\%$, 12% 的保证金比例为一个上佳的选择。

图 1: 沪深 300 指数与恒生指数日振幅分布频率



数据来源: 湘财证券研究所

2, 取消熔断制度情理之中

理由有二：广大投资这已经多余波动带来的风险有所了解，其次有了涨跌幅上下限之后，熔断制度显得多余。另外，熔断机制如果实施可能会引起一些负面效果，因为熟悉了股票市场的投资者们对熔断机制并不熟悉，而运行多年的商品期货市场和股票市场都没有熔断机制。

3, 强制减仓制度

修订前的《风险控制管理办法》规定，某一交易日出现单边市且与前一交易日同方向累计涨跌幅度大于等于 16% 的，交易所采取强制减仓措施。而《期货交易所管理办法》第八十六条规定，交易所采取强制减仓措施的条件为“期货价格出现同方向连续涨跌停板的”，两者存在不一致之处。为消除歧义，通过此次业务规则修订将股指期货强制减仓的执行条件改为“期货交易连续出现同方向单边市”。

修订前的规定对风险控制并不显著，理由有二：第一，“某一交易日出现单边市且与前一交易日”的规定仅对连续两日累计涨跌幅有限制，极端情况下会出现连续 2 日单边涨跌幅略小于 16%，稍稍修整一日后，继续出现连续 2 日单边涨跌幅略小于 16% 的情形，这是非常大的风险，需要强制减仓，但原规定却不涉足；第二，大于等于 16% 的规定范围过大，原因是在 12% 保证金的前提下，触及 16% 的涨跌幅，意味着已经亏损 1.3 倍的本金，所以规定 16% 的涨跌幅意义不大。

现在减仓制度改为“期货交易连续出现同方向单边市”，给与监管层更大自主权来控制风险。

4, 简化套期保值申请程序

套期保值是期货市场存在的基石，为更好发挥套期保值功能，提高套期保值的效率，简化了保值申请和审批的程序，将套期保值的申请和审批单位由分合约审批改为按照品种审批，同时规定套期保值额度自获批之日起 6 个月内有效，有效期内可以重复使用。获批套期保值额度可以在多个月份合约使用，各合约同一方向套期保值持仓合计不得超过该方向获批的套期保值额度。通过这一修订，投资者进行套期保值可以在各个合约之间进行动态分配，从而避免因合约到期摘牌而需要频繁向交易所申请新的套期保值额度。

5, 关于对程序化交易方式的监管

在股指期货市场上，部分投资者可能采取程序化的交易方式，交易所应当对其适当规范，以更好地维护正常交易秩序。鉴于《交易细则》修订征求意见稿中已经新增了“会员、客户采取可能影响交易所系统安全或者正常交易秩序的方式下达交易指令的，交易所可以采取相关措施”的内容，借鉴境外市场对程序化交易的规范措施，建立事先的防范机制。中金所在《交易细则》中增加会员、客户采取程序化交易方式应当事先报备的内容，规定“会员、客户使用或者会员向客户提供可以通过计算机程序实现自动批量下单或者快速下单等功能的交易软件的，会员应当事先报交易所备案”。

程式化交易，作为投资市场的一种交易工具，因为其在交易过程中的巨大优势，正在被越来越多的人所了解和接受。但是因为能力和精力的局限，大部分人并没有真正发挥这个坚实平台的强大功能。我们知道，交易策略多种多样，策略不同，交易效果就不同。

程序化交易在市场行为中能够快速荡平波动，是市场交易的润滑剂，从国外成熟市场的经验来看，这是衍生品交易的未来的一个重要组成部分。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。