持仓责任报告：境外期货市场持仓管理的新工具

宋晓桐　汤天任

摘　要　持仓管理是期货市场风险管理的重要监管内容之一。境外期货市场经过几十年的发展，已积累了包括持仓限额、每日报告和持仓责任报告在内的较为丰富的持仓管理制度，其中持仓责任报告作为一类介于持仓限额和每日报告之间的柔性监管措施，对持仓管理发挥弹性作用。境内股指期货市场起步相对较晚，目前形成了以持仓限额为主的持仓管理制度，近年来运行平稳，有效防范了持仓过度集中的风险。随着市场的发展变化，投资者类型不断丰富、新型交易策略不断涌现，进一步探索研究引入持仓责任报告，有助于提高股指期货市场持仓管理精细化水平，全面认识市场风险敞口、开展持仓监控并在必要情况下及时采取措施平抑风险，促进市场平稳运行。

关键词　持仓管理　持仓责任报告　股指期货

境外期货市场在长期演进过程中，大多形成了“交易所-会员，会员-客户”的双层组织架构，境外期货交易所缺乏类似境内期货交易所的统一开户制度，无法穿透至单个投资者账户，因此设计了信息报送制度，与持仓限额制度互相配合，共同构成持仓管理体系。其中，信息报送制度除了大户持仓报告、每日报告这类以客户主体为关注要点的报告要求外，近年来美国、新加坡、英国的期货交易所纷纷引入以产品为关注要点的持仓责任报告(Position Accountability)。持仓责任报告制度，主要由持仓责任水平（Accountability Level）和信息报告机制构成，其中，持仓责任水平是指触发交易所持仓责任管理的持仓量标准，信息报告机制则包含触发报告的主体、报告内容、仓位调整要求、未履行报告的管理措施等安排。持仓责任报告制度不仅进一步拓展了交易所能获取的市场仓位信息，而且是一种更为弹性自主的仓位风险管理方式，可通过与其他的持仓管理制度组合使用，确保市场更规范稳健地运行。本文梳理境外主要期货交易所的持仓责任报告制度，分析了其柔性管理的力量表现，并结合境内股指期货和现货市场的运行特点，阐述了引入持仓责任报告制度对于健全市场整体风险管理体系的积极意义。

一、境外主要交易所的持仓责任报告制度

（一）美国芝加哥商业交易所集团

美国芝加哥商业交易所集团（简称“芝商所集团”）的持仓管理制度包括大户报告、持仓责任报告和持仓限额。其中，芝商所集团对大户报告设定了较低的应报告水平（Reportable Level）[①],可确保基本掌握期货市场主要持仓情况，并针对不同产品

宋晓桐、汤天任，中国金融期货交易所期货衍生品一部。

① 应报告水平是指触发大户应履行报告责任的仓位水平，即大户报告门槛。

分别实行持仓限额和持仓责任，对一般商品期货、国债期货、外汇期货和部分周度股指期货采用持仓责任报告制度，对股指期货、核心商品期货采用持仓限额制度。总的来说，芝商所集团的持仓责任报告制度具有以下特点。[①]

一是持仓责任报告制度主要适用于期货市场流动性好、标的现货可供交割量充足或现金结算的产品。针对金融期货，根据美国联邦法规[②]，持仓责任报告制度的实施与否和实施水平应结合标的现货流动性和可供交割量进行判断，其中对于个股期货，如标的证券六个月总成交量超过25亿股且预计可供交割量超过4 000万股，交易所可实行持仓责任报告制度代替持仓限额；对于股指期货，法规中无明确规定，实践中芝商所集团以采用持仓限额制度为主，尚未采用持仓责任报告制度。针对商品期货，交易所可对25个核心产品[③]（Core Referenced Futures Contracts）外的商品期货实施持仓责任报告制度，核心产品则必须采用持仓限额。另外，芝商所集团对持仓责任报告制度主要在非交割月合约使用，交割月合约采用持仓限额制度，某些品种还设置了初始和后续持仓限额，进一步收紧持仓约束（表1）。

二是实施持仓责任报告制度的期货产品，持仓责任水平介于应报告水平和持仓限额水平之间（表2）。芝商所集团对所有产品设定的大户报告门槛较低，股指期货应报告水平主要为1手和25手，商品期货、国债期货和外汇期货均主要为25手。芝商所集团一般每半年更新一次持仓限额和持仓责任水平。目前，国债期货、商品期货和外汇期货实行了持仓责任报告制度，其中国债期货的持仓责任水平设置在3 000和10 000手，外汇期货和商品期货的持仓责任水平相对于同一大类的持仓限额水平较低。对于股指期货，包括大量迷你期货和周度期货，仅实行持仓限额制度，设置较高的持仓上限。

三是芝商所集团要求持有或控制未平仓合约数量超过持仓责任水平的投资者主动报告与持仓量有关的信息，并接受交易所后续处理。芝商所集团要求投资者报告的信息包括但不限于持仓性质、持仓规模、采用的交易策略以及对冲信息；同时投资者不可进一步增加持仓或需减仓至持仓责任水平以下。对违反持仓限额和持仓责任报告制度的会员和投资者，芝商所集团处以罚款、罚没违规收益等惩罚。

（二）新加坡交易所

新加坡交易所（简称“新交所”）为保护流动性和提高市场竞争力，在实施每日报告制度的基础上，对所有产品的持仓管理主要采用持仓责任报告制度。新交所的持仓责任报告制度以新加坡金融管理局（MAS）在2018年10月5日发布的涉及

① 芝商所规则第559、560和562条。

② 芝商所集团由美国商品期货交易委员会（CFTC）监管，CFTC则根据联邦《多特-弗兰克法案》对持仓责任报告及持仓限额制度开展修订；经过2013年、2016年两轮提案，法规于2021年3月15日最终生效，并于2022年1月起分批实施。

③ 包括CBOT玉米等9种传统农业合约（交割月和非交割月）、COMEX黄金等5种金属合约（交割月）、NYMEX天然气等4种能源合约（交割月）、CME活牛等其他7种农产品合约（交割月）。详情可见美国商品期货交易委员会（CFTC）规则第150章附录E“投机持仓限额水平”，https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-I/part-150。

持仓责任报告制度的法规[①]为监管依据，主要特点如下。

表 1　芝商所集团持仓管理

标的类型	交割月持仓责任	交割月初始持仓限额	交割月后续持仓限额	月份维度持仓责任	月份维度持仓限额	产品维度持仓责任	产品维度持仓限额
股指	—	✓	✓	—	✓	—	✓
外汇	—	✓	—	✓	—	✓	✓（少数）
国债	—	✓（部分）	—	✓	—	✓	—
商品	—	✓	✓（部分）	✓	✓	✓	✓

资料来源：芝商所集团官网。

表 2　芝商所集团各期货产品触发不同持仓管理机制的仓位水平（单位：手）[②]

大类品种	大户报告：应报告水平	持仓责任报告：持仓责任水平	持仓限额水平
股指期货	1（多数）、25（多数）、50、100	—	25 000~300 000
商品期货	1、25（多数）	1 000~6 300（对月份维度持仓生效）	4 000~10 000（少数）
国债期货	25（多数）、100、500、600、850	3 000、10 000	—
外汇期货	1、25（多数）、200、250	6 000、10 000	10 000、60 000（少数）

数据来源：芝商所集团官网。

一是对所有产品实施每日报告和持仓责任报告制度。新交所对每日报告制度不设报告门槛，所有投资者均需每日就所有合约向新交所报告持仓情况，新交所通过每日报告制度掌握投资者各产品持仓；同时除个别股指期货外[③]，对股指期货、国债和外汇期货以及商品期货均以持仓责任报告制度为主要模式，新交所由此进一步掌握投资者持仓的性质、规模、交易策略以及对冲信息，并决定对投资者采取限制加仓或要求减仓至持仓责任水平以下等措施，以更灵活地控制持仓风险。

二是根据流动性和抗操纵性设置持仓责任水平。对成交持仓量大、流动性较好、抗操纵性较高的品种，如股指期货中的日经 225 期货、FTSE 中国 A50 期货，商品期货中的乳制品期货，新交所设置较高的持仓责任水平。对抗操纵性相对较低的品种，如个股期货、国债期货和部分商品期货，新交所设置较低的持仓责任水平。股指期货持仓责任水平总体可分为 5 000 手、10 000 手和 150 000 手三类（表 3）。

三是要求持有或控制未平仓合约数量超过持仓责任水平的投资者主动报告与持仓量有关的信息，并接受交易所后续处理。新交所要求投资者报告持仓原因、投资者交易策略以及被对冲合约的信息，同时可能采取追加已有持仓的保证金、暂停增仓或减仓至持仓责任水平以下等措施。对违反持仓责任制度的会员和投资者，新交所按违规次数处以 2 000~10 000 美元的罚款。

（三）伦敦金属交易所

伦敦金属交易所（简称“伦交所”）对所有期货产品采用零门槛的每日报告制度，在此基础上对六种主要金属期货[④]设定持仓责任水平，对另外四种金属相关期

① 详见https://www.mas.gov.sg/regulation/notices/notice-sfa-02-n01。
② 详见芝商所集团：https://www.cmegroup.com/market-regulation/position-limits.html。
③ 印度Nifty系列股指期货，包括Nifty 50、Nifty银行、Nifty IT和Nifty金融服务股指期货。
④ 六种金属包括铝、铜、镍、铅、锡、锌。

货[①]设定持仓限额。伦交所的持仓责任报告制度具有以下特点。

表 3　新交所各期货产品持仓责任水平[②]

合约名称	持仓责任水平（单位：手）
个股期货：印度市场个股股指期货 商品期货：油（柴油、精品油、原油）、石化产品（氨气）	1 000
商品期货：煤炭、能源金属（钴、碳酸锂、氢氧化锂）	1 500
国债期货	2 500
商品期货：钢铁、电	3 000
商品期货：橡胶 股指期货：新交所 FTSE 亚洲（除日本）、新交所 FTSE 亚洲（除日本）ESG、新交所 FTSE 新兴市场、新交所 FTSE 新兴市场 ESG、新交所 FTSE 澳大利亚、新交所 FTSE 繁荣日本、新交所 FTSE 中国 H50、新交所富时日本、新交所 MSCI 新加坡； 个股期货：新加坡市场个股期货、美国市场个股期货 外汇期货	5 000
股指期货：新交所日经 225、新交所迷你日经 225	10 000
股指期货：新交所 FTSE 中国 A50	15 000
商品期货：乳制品	20 000

资料来源：新交所官网。

一是伦交所曾存在对持仓限额与持仓责任报告制度的并行实施。大部分期货品种仅适用持仓责任报告或持仓限额中的一种制度，但伦交所曾在黄金、白银期货上市时同时设定了 8 000 手的持仓限额和 4 000 手的持仓责任水平，将持仓责任水平作为市场上较大持仓的预警。**二是**伦交所每半年更新一次持仓限额和持仓责任水平，目前在不同产品上单独实施持仓责任报告和持仓限额制度。除锡期货外，其他金属期货持仓责任水平在 4 000~16 000 手，持仓限额水平均为 2 500 手（表 4）。**三是**伦交所对持仓超过持仓责任水平的投资者的报告内容要求与芝商所集团和新交所类似，但不要求投资者主动报告，而是由伦交所向需要报告的会员和客户发布单独通知，投资者应按交易所要求暂停增仓或减仓至持仓责任水平以下。对违反持仓限额和持仓责任制度的会员和投资者，伦交所处以谴责、罚款、暂停会员资格、取消会员资格等处罚。

表 4　伦交所各期货产品持仓责任水平和持仓限额水平（单位：手）[③]

合约名称	持仓责任水平	合约名称	持仓限额水平
金属铝	16 000	美国中西部铝（溢价）	2 500
金属铜	7 000	东南亚铝（溢价）	2 500
金属镍	4 000	东亚铝（溢价）	2 500
金属铅	4 000	西欧铝（溢价）	2 500
金属锡	400	—	—
金属锌	6 000	—	—

数据来源：伦交所官网。

另外，值得关注的是，伦交所是首个明确将场外持仓纳入持仓考虑的交易所。2022 年 3 月“伦镍事件”后，伦交所认为为了有足够的信息来理解大持仓可能产生的风险，有必要获得场外持仓，为此要求会员每周报告场外持仓情况，提交关于合约标的、持仓量和合约形式的信息。英国金融行为监管局（FCA）也在 2023 年 12

① 铝合金，东南亚、东亚和西欧铝的溢价。
② 详见新交所官网各期货合约细则。
③ 详见LME官网通知：https://www.lme.com/api/sitecore/MemberNoticesSearchApi/Download?id=c3ea3315-f779-4a85-82b1-f8d62d41894a。

月发布关于商品衍生品持仓管理修订的咨询文件，拟正式将场外衍生品交易纳入持仓管理体系。[①]

二、持仓责任报告制度：柔性监管的力量表现

持仓责任报告与其他持仓管理制度类似，均是为防范投资者利用持仓优势操纵市场等违规行为，或避免持仓过度集中引发市场剧烈波动等风险的风控制度。作为一类柔性监管措施，持仓责任报告赋予了交易所进一步了解投资者持仓相关的交易信息，以及根据市场情况要求投资者控制或调整仓位的权力，对持仓管理发挥弹性作用，可根据市场情况和监管目的，与持仓限额、其他持仓报告机制组合设置，互为补充，共同发挥持仓风险管理的作用。

一是持仓责任报告制度提升了持仓管理的弹性。不同于持仓限额制度的刚性上限，超过持仓责任水平的行为不一定视为违规，仅要求投资者提供包括持仓规模、持仓性质、交易策略和对冲细节在内的信息。交易所在考虑期货总体持仓和标的市场流动性的情况下，根据能否显著降低投资者影响期货合约价格和标的价格，设定持仓责任水平。如果持仓没有引发交易所担忧，投资者被允许持有超过持仓责任水平的持仓，但若持仓引发一定的风险，交易所可以根据市场情况提高投资者已有仓位的保证金水平、要求投资者暂停增仓、或减仓至持仓责任水平以下。因此当市场运行平稳时，持仓责任水平对投资者持仓起到一定提醒作用；当市场运行存在一定的风险时，持仓责任水平为交易所提供了一个对持仓进行干预的机会，此时持仓责任水平实际发挥了临时性持仓限额作用。

二是持仓责任报告的规则可由交易所视不同的持仓管理目的自主设定。从境外实践经验看，监管机构通常直接制定持仓限额的设置方法，而对持仓责任水平只明确原则性要求，具体报告标准、合约范围均由交易所自行确定。例如美国商品期货交易委员会（CFTC）将持仓责任水平交由交易所层面制定，允许交易所对所有证券期货采用持仓责任报告制度，仅要求持仓责任水平不超过 CFTC 设定的持仓限额。新交所为保护流动性和提高市场竞争力，对期货产品设置了较高的持仓责任水平，但要求投资者主动报告持仓信息并接受交易所后续处理；伦交所则设定了较低的持仓责任水平，为平衡投资者可能更为高频的报告负担，采取了交易所决定需要报告的具体对象和内容，不需要投资者主动报告。

三是持仓责任报告内容包含场内场外相关期货和现货信息，有助于综合评估投资者以及全市场持仓风险敞口。芝商所、新交所和伦交所通过要求超过持仓责任水平的投资者报告“对冲信息 / 合约 (Hedging Information / Contract)”以及“持有大量期货合约的原因”，将报告空间扩展至现货市场和场外衍生品市场。而且，伦交所在复盘“伦镍事件”时，发现场外衍生品交易是导致 2022 年 3 月 8 日伦敦镍期货市场混乱的重要原因，而当时由于持仓责任制度只适用于场内持仓，对场外持仓缺少必要的掌握、提醒和抑制机制，导致期货市场透明度和交易所监管有效性的下降。为加

① 具体咨询内容详见https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp23-27.pdf。

强对场外持仓的了解和全市场风险管理，伦交所除建立场外持仓每周报告机制，提交关于合约标的、持仓量和合约形式的信息外，也在持仓责任制度中引入了要求投资者报告场外持仓信息，以及将场外持仓合并进总持仓的权力。

三、对境内股指期货市场持仓管理的启示

随着境内期货市场的发展，持仓管理制度也逐步完善，2023 年证监会发布《期货市场持仓管理暂行规定》，为进一步规范期货市场交易行为，加强持仓管理，防范因持仓过度集中导致的风险，发挥期货市场功能提供了制度保障。目前我国股指期货的持仓管理主要以持仓限额为主，总体运行平稳，有效防范了持仓过度集中的风险。随着市场的发展变化，投资者类型不断丰富、新型交易策略不断涌现，结合股指期货和现货市场的运行特点，可进一步探索引入持仓责任报告制度，助力构建更为精细、灵活、全面、主动的风险管理体系。

一是在市场风险集聚时持仓责任报告制度可以对持仓限额进行补充，更好发挥风险管理作用。目前境内对股指期货持仓限额的规定主要体现在合约交易细则中，不易灵活调整，当市场风险集聚，相关监管指标触发预警，或部分投资者短期内的持仓变动对期现市场运行产生较大影响时，在持仓限额的基础上引入持仓责任制度作为弹性的持仓管理工具，可根据市场情况在持仓限额标准以下灵活调整客户实际持仓上限，即当市场运行平稳、投资者有序参与时，持仓责任报告制度对客户发挥预警提醒作用；当客户持仓对期现货市场价格波动、交易规模和流动性产生较大影响时，持仓责任报告制度对不同交易品种下的重点客户发挥控制风险的约束作用。持仓责任报告制度的设置标准和后续处理由交易所根据市场情况研判裁定，交易所在一定程度上具有灵活裁量权，因此也需要做好权力监督，维护市场公平，防止自由裁量权被滥用。

二是持仓责任报告制度有助于综合评估跨市场交易风险。股指期货市场、股票市场以及场外市场均是资本市场体系重要组成部分，三者联系紧密，在不同市场环境下可能存在一定的关联影响。近年来，跨期现、场内外交易策略日渐多元，不同类型策略对市场产生的影响有所差异，交易所需要及时、准确地了解投资者在不同市场下的持仓及交易目的以综合评估可能产生的风险，特别是相关交易对期现基差、价格波动、成交持仓量产生较大影响时。在跨市场数据交互与信息共享机制尚不够充分完善的情况下，通过持仓责任制度引入对股票现货以及场外市场的交易情况报告，有助于交易所全面认识市场风险敞口，加强期现跨市场以及场内外持仓联动风险监测，在必要情况下及时采取措施平抑风险，防范风险叠加共振。

三是在对外开放背景下，持仓责任报告制度对进一步加强境外投资者穿透式监管具有积极作用。随着资本市场对外开放的逐步深化，金融期货市场也将面对进一步扩大开放的机遇与挑战。考虑到目前境外市场在穿透式监管方面不同于境内期货市场的统一开户制度，无法在事前穿透至单个投资者账户，如何在便利境外经纪机构提供跨境期货经纪服务的情况下严控风险，做到“放得开、看得清、管得住”，是金融期货市场扩大对外开放需要面临的

问题。通过持仓责任报告制度可以进一步加强对终端客户信息的收集，防范境外投资者利用多层嵌套的综合账户等形式刻意隐藏身份，试图操纵市场、逃避监管的风险。N

学术编辑：张毓

Position Accountability:
A New Tool for Position Management in Overseas Futures Markets

SONG Xiaotong　TANG Tianren
(Derivatives department 1, CFFEX)

Abstract　Position management is one of the important regulatory elements of risk management in futures markets. After decades of development,overseas futures markets have accumulated a relatively rich position management system,including position limits,daily reports and position accountability reports,which play a flexible role in position management.The domestic stock index futures market started relatively late and has formed a position management system based on position limits.This has operated smoothly in recent years and effectively prevented the risk of an over-concentration of positions.Along with the development of the market,thetypes of investors have become increasingly diversified and new trading strategies have emerged.Further exploration and research on the position management system,including position accountability reporting,will help improve the level of refined position management in the stock index futures market,comprehensively recognizing market risk exposure and carrying out position monitoring to allow timely risk adjustments when necessary.This in turn will promotes a smooth operation of the market.

Keywords　Stock Index Futures, Position Management, Position Accountability Reporting
JEL Classification　G32　G15　G24