



International Swaps and Derivatives Association, Inc.
Suite 1502 Wheelock House
20 Pedder Street
Central, Hong Kong
Telephone: 852 2200 5900
Facsimile: 852 2840 0105
email: isdahk@isda.org
website: www.isda.org

致：吴清主任

中国证券监督管理委员会基金监管部

中国北京西城区金融大街 19 号富凯大厦

邮编：100140

及

朱玉辰总经理

中国金融期货交易所

中国上海市浦东世纪大道 1600 号陆家嘴商务广场 6 楼

邮编：200122

电话：021-5016-0666

传真：021-5016-0606

以快递及传真方式递交

关于：QFII 参与境内股指期货交易业务

尊敬的吴主任、朱总经理：

你们好！首先感谢中国证券监督管理委员会的张敬晗女士及冯晶先生在 3 月 23 日于百忙之中与我们在北京见面，并就合格境外机构投资者的若干问题与我们进行讨论和交流。在此，我们谨代表国际掉期和衍生工具协会（ISDA）及其会员，再次感谢证监会对

我们工作的支持。现就 QFII 参与境内股指期货交易的若干细节问题，我们谨代表 ISDA 及其会员，向贵委员会以及贵交易所呈递此函。

ISDA 是世界上最大的全球性金融同业协会之一。我们目前拥有超过八百二十名会员，成员遍及六大洲的五十七个国家和地区。我们的会员大部分来自于从事场外衍生产品交易的各类金融机构、公司、政府机构和使用衍生工具管理其市场风险的机构，亦包括来自于中国境内的许多中资银行机构。目前中国国内大部分的合格境外投资者（QFII）都是我们的会员。

我们了解到目前证监会正在拟定 QFII 投资境内股指期货的实施细则。就即将开始交易的境内股指期货投资市场，ISDA 表示欢迎。我们相信，股指期货产品的推出将为市场参与者提供更多选择的机会，并有助于市场参与者对其系统性风险进行有效管理，这对于促进和完善中国境内资本市场的进一步发展，保证其有序、规范的开放有着非常重要的作用。

我们透过 ISDA 会员了解到，就有关 QFII 参与投资股指期货事宜，证监会曾于 2007 年发布《关于合格境外机构投资者交易股指期货业务操作实施要点》的征求意见稿。此外，中国金融期货交易所（CFFEX）也曾于 2007 年发布《合格境外投资者股指期货交易实施细则（讨论稿）》，但我们注意到，目前由 CFFEX 发布的一系列有关股指期货交易的规则尚未明确提及 QFII 参与股指期货市场的具体操作，对于 QFII 是否适用该等规则，如何适用，尚没有明确的指引。在 QFII 即将试水中国境内股指期货市场的前夕，结合该征求意见稿的相关内容和 CFFEX 公布的一系列配套实施细则以及 QFII 以往在海外参与股指期货市场的经验，我们代表 ISDA 会员，就如下问题，提请证监会在拟定 QFII 投资境内股指期货相关实施细则时予以解答或考虑。此外，鉴于我们的问题中包含了应属 CFFEX 管理规范所涵盖的内容，我们将本函一并呈送 CFFEX，就有关问题请贵交易所予以解答或考虑。

一、关于 QFII 利用股指期货从事套期保值业务

依照 2007 年《合格境外机构投资者交易股指期货业务操作实施要点》草案稿（“07 年草案稿”）的要求，QFII 在参与股指期货交易时只能从事“套期保值”业务。我们透过 ISDA 会员了解到，对于该“套期保值”之内容如何定义存在一定的不确定性。由于“套期保值”与“套利交易”之间的界限十分模糊，对于具体什么样的行为属于套期保值，判断是否

为“套期保值”的标准是将以对整个投资组合的套期保值还是单笔交易的套期保值来计算，目前都未有具体的解释。我们认为，在对“套期保值”给出明确定义范围的同时，将“套利交易”明确归于“套期保值”之范畴之内，将在最大程度上避免任何的模糊和不确定性。这种理解也是目前许多其他国家所接受和认可的。

由于对 QFII 叙作融资融券业务目前尚未有规定，根据现有的规则，QFII 在参与股指期货业务时所允许进行的套期保值方式将相对有限。具体而言，QFII 将可能通过包括以下的方式进行期货交易：（1）或持有股票而沽出同等价值期货合约；（2）或出于将股票价格风险锁定在某一水平之目的，先行买入期货合约，后于现货市场逐步购入股票并同时于对期货合约进行平仓。除上述两种方式外，根据目前的实践，QFII 在境内购买股票的同时亦有可能在海外发行与境内股票挂钩的结构性产品以实现风险的全部或部分转移。面对 QFII 即将进入的股指期货投资市场，我们希望知悉，对于这些已经或即将在海外就其境内所持有股票发行结构性产品的 QFII，若其就该等股票在境内再行沽出期货合约以对冲风险，该行为会否被证监会认可为“套期保值”行为？QFII 参与股指期货进行“套期保值”的性质究竟是仅就 QFII 在境内的活动进行判断，还是将结合 QFII 在境内和海外的风险对冲行为一并判断？在 3 月 23 日的会议上，我们了解到前述第（1）和第（2）种方式会被证监会认可为是“套期保值”行为，我们希望贵委员会也能够对第（3）项方式是否构成“套期保值”给予指引。

二、QFII 未平仓头寸的套保合约所占用保证金总额的最高比例要求

根据证监会于 2007 年发布的草案第三条规定，QFII 所有未平仓头寸的套期保值期货合约实际占用保证金总额将不得超过其获批投资额度的 10%。¹ 而根据 CFFEX 发布的具体规则，保证金比例要求目前维持在 12% 左右。两者相叠加考虑，较高的保证金比例以及较低的许可保证金额度使得 QFII 所能够参与的股指期货市场的规模受到极大限制。

¹我们注意到 CFFEX 2007 年发布的《合格境外投资者股指期货交易实施细则（讨论稿）》第六条规定：“合格投资者从事套期保值业务的资金额度不得超过获批投资额度的 5%。”第八条还规定：“合格投资者在任何交易日日终，持有的买入股指期货合约价值，不得超过获批投资额度的 10%。”我们注意到这两条规定和此处提到的证监会草案第三条并不一致。本信中，我们以证监会的规定为准，未对 CFFEX 的规定加以评价。

我们理解，该要求的提出旨在对即将开放的股指期货市场进行有效的风险管理，并保证 QFII 作为机构投资者之一，在参与股指期货市场的同时，减少其参与市场投机的可能性和影响力。但从一方面来讲，在较高的保证金要求之下，如 QFII 所允许使用的保证金额度受到 10% 的限制，这也将极大限制市场流动性，增加参与者的投资成本，并降低其投资意愿。QFII 作为经批准而进入中国资本市场的机构投资者，其本身大多是相对稳定的基金，并致力于对中国资本市场进行中长期投资。与国际游资不相同的是，QFII 所希望的是相对稳定的资本市场，能够持续的、长期的进行稳定的投资并参与资本市场的发展，而股指期货产品的推出有助于 QFII 在股票市场上更有效地进行风险锁定，从而获得稳定的投资回报。QFII 进行的风险锁定，对促进股票现货市场及期货市场的流动性和稳定性，以及提高市场效率，均起正面作用。我们认为 10% 的规定对 QFII 进行风险管理而言有极大限制，不利于市场的发展。而且，鉴于 QFII 在申请套期保值额度时亦需要通过向 CFFEX 递交申请并经其批准后方可进行投资，我们认为 CFFEX 针对包括 QFII 在内的投资者套期保值额度申请所适用的审查批准程序已能够有效地对 QFII 参与股指期货投资的规模进行监控和限制。因此，我们希望贵委员会能够考虑提高这一比例要求。

此外，根据目前的规定，对于如何计算是否超过拟定的保证金额度尚无明确规定。由于股指期货合约价格在交易日一天之内都有可能发生较大波动，如合约价值提高至其所要求之保证金金额超过了 QFII 投资额度的 10% 时，若此时尚未至结算时间，对于该 10% 的规定 QFII 是否应当遵守？也就是说，是否在任一交易日内，只要保证金要求在某一时刻触及或超越了 QFII 的保证金限额，该合约是否会被立即强行平仓，或是会因此产生任何类似的结果？为了避免所可能产生的任何疑问，我们希望贵委员会或贵交易所能够对此进行明确。

三、关于 QFII 对保证金制度的相关疑问

根据我们的了解，就提交于交易所的保证金形式应由 CFFEX 做出具体规定。因此就该方面所产生的相关问题，我们希望提交贵交易所予以考虑。

我们知道，在从事股指期货业务的过程中，保证金作为确保期货投资者履约的财力担保，对于降低期货交易自身的杠杆性而带来的潜在交易风险有非常重要的作用。根据《期货交易管理条例》第 32 条之规定，经批准的标准仓单、国债等价值稳定、流动性强的有价证券可以充抵保证金进行期货交易。此外，《中国金融期货交易所交易规则》（“交易规则”）第 39 条亦明确，经交易所批准，会员可以用证监会认定的有价证券充抵保证金。

我们理解，除人民币之外，包括标准仓单、国债等在内的流动性强的有价证券可以用作保证金参与交易。但对于何种“流动性强”的“有价证券”可以用作保证金，相关规则未以列举形式说明。因此，我们考虑：

1. 保证金制度是否考虑接受以人民币之外的其他货币形式提交？

由于 QFII 在境内投资有配额限制，如保证金只能是人民币，则在面对追加保证金之要求时，QFII 可能面临的其中一种选择便是出售其投资组合中的证券套现以缴纳保证金。QFII 的担忧在于，如此一来，一旦出现证券被大量抛售的情况，将很有可能给资本市场带来不稳定因素。而为了避免造成市场的剧烈波动，加上客观上受到保证金额度所限，QFII 将有可能因为考虑到大量保证金追加要求无法满足的情况而不得已止步于期货市场。

鉴于此，我们希望贵交易所能够考虑允许其他货币，诸如美元、日元、欧元、港币等自由兑换货币，作为担保品，或是允许提交各种形式证券（如 A 股股票、B 股股票、H 股股票、境外公司股票、美国预托证券、全球存托凭证等等），以丰富保证金品种。此外，我们认为若在目前的沪深 300 人民币股指期货合约的基础上增加沪深 300 美元股指期货合约，将会在极大层面上丰富股指期货市场的品种，也为 QFII 进入中国的期货市场提供了更多的选择和更为便利的途径。

2. 保证金利息和利率水平

ISDA 会员对于存入保证金账户的保证金是否同样有利息所得以及相关利率表示关心。

四、其它

1. 有关于 QFII 应如何适用大户持仓报告制度的疑问

根据 CFFEX 于 2007 年所发布的《中国金融期货交易所风险控制管理办法》，目前的大户持仓报告标准将由 CFFEX 根据市场风险状况进行及时的调整和公布。我们理解，作为控制市场风险的重要手段之一，大户持仓报告制度旨在通过 CFFEX 对持仓量较大的会员或客户进行重点监控这一方式，对任何潜在的大户操纵市场价格的可能性进行防范。我们对于有利于市场稳定的必要监控表示理解和欢迎。但我们就该管理办法所适用的“大户”

计算方式部分尚存疑问。对 QFII 而言，由于当中大部分 QFII 均为规模较大的国际金融集团，可能拥有一个或多个 QFII 配额，比如某集团在获批其就证券投资业务所申请的 QFII 配额之外，亦可能拥有独立于该 QFII 配额所涉及业务之外的其他业务（如资产管理等）的 QFII 配额，在该种情形之下，就该集团整体而言，大户持仓报告的计算标准究竟是应以其集团内各自的 QFII 账户所持有的合约数量分别计算，还是应就该集团名下所有 QFII 账户的合约数量合并计算？我们希望贵交易所亦能够对此予以解答和明确。

2. 对允许 QFII 作为客户方与多家期货经纪公司开立多个不同账户的确认

从风险管理的角度而言，QFII 对在参与股指期货投资的过程当中被允许在不同会员处申请开立账户的可能性表示关心。

根据《中国金融期货交易所交易细则》第 53 条的规定，我们理解，作为客户方可以在同一客户号下向不同的会员申请开户。考虑到在仅限于唯一会员处开户的情况下，假若因该会员的操作系统故障或因其他任何技术性或非技术性因素而导致交易中断、中止或终止，这对市场参与者的避险交易安排所产生的负面影响将是直接并且巨大的。因此，允许客户向不同会员申请开户、允许同一客户号下多账户的存在对于该客户控制和管理风险有着举足轻重的作用，我们对此安排表示欢迎。但鉴于该细则并未明确说明此安排是否同样适用于 QFII，而此前 QFII 在进行股票市场的投资时已被限制于单一会员户口交易，我们担心该股票投资活动上的单一会员户口交易的要求是否会同样加诸于 QFII 的股指期货投资活动之上。我们因此希望对是否允许 QFII 作为客户方在同一客户号下向不同期货经纪公司申请开立账户予以确认或说明。

3. 有关于开放 QFII 参与融资融券业务的可能性

除上述之外，我们亦希望贵委员会对于未来是否会允许 QFII 参与融资融券业务可以给予指引。

关于 ISDA

在过去的若干年间，ISDA 曾和许多国家和地区的监管机构展开合作，支持其在增强衍生工具的法律监管框架制度建设方面的工作。通过与印度证券交易委员会和台湾证券暨期货管理委员会的共同工作，我们积极参与了印度和台湾地区有关境外机构投资者方面的政策发展与制度建设。

我们非常乐意能有机会和您分享我们在有关境外机构投资者方面的经验，我们希望能向您提供更多材料、与您会面讨论，就备受关注的问题做出进一步商讨，并十分愿意与贵局分享 ISDA 在全球市场范围内，特别是亚太地区所积累的各方面的经验。如您就本函有任何疑问，请联系 ISDA 香港办事处的古静女士（电话 +852 2200 5908，电子邮件 JGu@isda.org），我们也非常期望能够就上述问题与您做进一步的沟通。

谨致敬意，

代表 国际掉期和衍生工具协会



骆岚

ISDA 亚太区董事



古静

ISDA 亚洲副法律总裁

二零一零年四月十五日