

场外衍生品纳入期货法调整范围问题研究

李明良* 卢熠**

摘要:场外衍生品市场是风险管理市场的重要组成部分,与场内衍生品市场关系密切、相互促进、共同发展。我国场外衍生品市场发展迅速,场外衍生品包括标的资产为利率、汇率、信用等的远期、互换和期权,有利于丰富套期保值的手段,满足市场个性化风险管理需求,降低市场风险管理的成本,帮助市场参与者有效管理风险,提高市场竞争力。但现阶段,我国场外衍生品在法律基础层面和实践过程中也面临一些问题与挑战,需要进一步完善对场外衍生品市场的监管。近年来,期货市场具备了一定的立法基础,条件也相对较为成熟,考虑场外衍生品与场内衍生品联系密切,内在属性上具有一致性,且场外衍生品市场的风险控制制度还不够完善,存在一定的风险隐患,可综合借鉴成熟市场的经验、做法,将场外衍生品纳入期货法调整范围。

关键词:场外衍生品 期货法 调整范围

我国对于场外衍生品是否纳入期货法调整范围的争论由来已久。有部分意见认为,场外衍生品不同于场内衍生品,不需要被纳入期货法调整范围。有部分意见认为,应当将场外衍生品纳入期货法调整范围。2013年时任全国人大财经委员会副主任委员吴晓灵提出,期货法应是一部统一调整商品期货、金融期货以及其他商品衍生品、金融衍生品市场的基本法,既调整场内衍生品市场,也调整场外衍生品市场。^①2014年,时任中国证监会副主席姜洋撰文指出,期货法统一规范期货、期权及其他衍

* 中国金融期货交易所法律事务资深专家。

** 中国金融期货交易所法律部员工。

本文仅代表作者个人观点,与单位无关。

① 详见全国人大财经委员会原副主任委员吴晓灵在第九届中国(深圳)期货大会上的讲话。

衍生品。场内和场外衍生品具有许多共同的基本特征,对市场主体管理风险都具有重要作用,均应当纳入期货法调整范围,以明确规则,实施统一监管,避免监管套利,更好地防范系统性风险。^① 2015年全国人大财经委员会副主任委员尹中卿指出,期货法不能仅仅局限于场内期货市场,也应该将其他一些符合条件的场外相关衍生品纳入调整范围。^② 笔者认为,在期货市场法制化进程不断发展的过程中,应当将场外衍生品纳入期货法调整范围。

一、场外衍生品基本情况概述及发展现状

(一) 场外衍生品的内涵与外延

场外衍生品,通常是指在法定的期货交易场所以外的市场进行交易的衍生品,但对于场外衍生品的内涵,目前还没有较为统一的表述。参考相关法律文件的规定,可以明确场外衍生品的的外延。

中国银行间市场交易商协会(National Association of Financial Market Institutional Investors,NAFMII)的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》(以下简称NAFMII主协议)规定,金融衍生产品交易是指交易双方以一对一方式达成的,根据中国法律要求应适应主协议的、按照交易双方的具体要求拟定交易条款的金融衍生合约,以及交易双方约定适用主协议的其他金融合约。NAFMII主协议将金融衍生品交易的范围解释为,包括但不限于利率衍生产品交易、汇率衍生产品交易、债券衍生产品交易、信用衍生产品交易、黄金衍生产品交易以及前述衍生产品交易的组合。^③ 同时,在NAFMII的交易定义文件中,规定了利率衍生产品交易、汇率衍生产品交易、债券衍生产品交易、信用衍生产品等的具体范围。其中,信用衍生产品包括但不限于信用违约互换(Credit Default Swap,CDS)、总收益互换(Total Return Swap,TRS),^④ 利率衍生产品交易包括但不限于利率互换交易(Interest Rate Swap,IRS)、远期利率协议交易(Forward Rate Agreement,FRA)、利率互换期权交易(Swaption)及其组合而

^① 详见姜洋:《加快制定期货法 推进期货及衍生品市场法治化进程》,载《人民日报》2014年7月21日,第13版。

^② 参见尹中卿:《我国期货立法的八大难点问题——第十一届上海衍生品市场论坛上的致辞》,载胡政总编、曹越主编:《期货及衍生品法律评论》(第1卷),法律出版社2018年版,第324页。

^③ 参见《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》(2009年版),载中国银行间市场交易商协会官网:http://www.nafmii.org.cn/zlqz/201202/t20120226_1647.html,最后访问日期:2020年6月1日。

^④ 同上。

成的交易；^①汇率衍生产品交易包括但不限于外汇远期交易、外汇掉期交易、外汇期权交易、货币掉期交易及其组合而成的交易；^②债券衍生产品交易包括但不限于债券远期交易、债券期权交易。^③

中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会三家共同在权益类衍生品定义文件中明确，权益类衍生品交易包括但不限于权益类远期交易、权益类互换交易、权益类期权交易及其组合而成的交易，基础资产为权益类标的。^④ 在商品衍生品定义文件中明确，商品衍生品交易包括商品远期交易、商品互换交易、商品期权交易及其组合而成的交易，基础资产为商品标的。^⑤

综上所述，场外衍生品是与场内衍生品（期货、期权）相对的一个概念。从标的资产角度来看，场外衍生品标的资产涵盖利率、汇率、信用等，在产品形式上包括远期，即交易双方约定在未来的某一确定时间，以确定的价格买卖一定数量的资产；互换，即双方约定在未来某一期间内相互交换具有等价经济价值的现金流；期权，即一种能在未来某一特定时间以特定价格买入或卖出一定数量的某种特定商品的权利等，其法律属性表现为非标准化合约而非标准化合约。从交易方式来看，场外衍生品采用协商议价方式而不是集中交易方式。从产品上市程序来看，场外衍生品上市依据交易者个性化需求而不是经过复杂的法定程序。从监管角度来看，场外衍生品市场监管以自律监管为主而不是行政监管为主。

（二）我国场外衍生品的发展情况

1. 市场结构与交易规模

我国场外衍生品市场虽然起步较晚，但近年来的发展较为迅速。目前，场外衍生品市场主要由两个部分组成，包括由中国人民银行监管的银行间场外衍生品市场、由中国证监会监管的证券期货场外衍生品市场。银行间场外衍生品市场兴起于20世纪90年代，主要以债券和外汇远期、利率互换、外汇互换等产品为主。证券期货场外衍生品市场起步更晚，与证券公司、期货公司风险管理子公司场外衍生品柜台业务的

^① 参见《中国银行间市场利率衍生品交易定义文件》（2012年版），载中国银行间市场交易商协会官网：http://www.nafmii.org.cn/zlgz/201209/t20120905_17142.html，最后访问日期：2020年6月1日。

^② 同上。

^③ 同上。

^④ 参见《中国证券期货市场场外衍生品交易权益类衍生品定义文件》（2014年版），载中国证券业协会官网：https://www.sac.net.cn/flgz/zlgz/201408/t20140827_102736.html，最后访问日期：2020年6月1日。

^⑤ 参见《中国证券期货市场场外衍生品交易商品衍生品定义文件》（2015年版），载中国证券业协会官网：https://www.sac.net.cn/flgz/zlgz/201508/t20150812_125208.html，最后访问日期：2020年6月1日。

发展相伴而行。

银行间场外衍生品市场规模较大,交易品种主要为利率、外汇和信用场外衍生品。2019 年 1~10 月银行间场外衍生品累计成交 116.1 万亿元,其中,外汇类衍生品占比 86.74%,利率类衍生品占比 13.26%。^① 在市场结构方面,银行间场外衍生品市场的参与主体以银行和证券公司为主。截至 2020 年 3 月共有 407 家境内机构和 17 家境外机构已签署并备案 NAFMII 主协议。境内机构中,银行占比 65.36%,证券公司占比 20.88%,农村信用合作联社占比 3.44%,其余 10.32% 包括基金公司、保险公司、金融租赁公司等。

证券期货场外衍生品标的主要包括权益类和商品类,还有少量利率类和外汇类,主要产品为互换和期权。2019 年年末,证券公司场外衍生品名义本金规模为 5819.92 亿元,其中,权益类占比 46.40%,商品类占比 34.18%,其他类占比 19.42%。^② 期货公司风险管理子公司场外衍生品持仓规模为 1010.78 亿元,其中,商品类占比 45.67%,利率类占比 44.73%,权益类占比 9.34%,外汇类占比 0.27%。^③ 在市场结构方面,证券期货场外衍生品市场的参与主体为证券公司和期货公司风险管理子公司。2019 年期货公司风险管理子公司场外衍生品业务对手方中约 70% 为金融客户,其余为产业客户;^④ 证券公司场外衍生品业务对手方则主要为商业银行、证券公司及其子公司、私募基金、基金公司、期货公司或其他机构。

2. 监管体制和交易制度

目前,我国场外衍生品市场暂时缺乏统一的监管框架,处于分割式监管状态。其中,中国人民银行、国家外汇管理局、银保监会主要负责银行类金融机构以及银行间场外衍生品市场的监管;中国证监会主要负责证券公司、期货公司风险管理子公司以及证券期货场外衍生品市场的监管。

在借鉴国际场外衍生品市场有益经验的基础上,我国场外衍生品市场也构建了单一协议制度、终止净额结算制度等制度。银行间场外衍生品市场的主协议是 NAFMII 主协议;证券期货场外衍生品市场的主协议是中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会联合发布的《中国证券期货市场衍生品交易主协议》。

^① 数据来源为外汇交易中心《银行间各市场交易数据与基准指标一览》。

^② 数据来源为中国证券业协会和中证机构间报价系统《场外证券业务开展情况报告》。

^③ 数据来源为中国期货市场监控中心《场外衍生品月度交易分析报告》。

^④ 根据期货监控中心 2019 年各月《场外衍生品月度交易分析报告》中客户持仓占比取均值得到。

(三) 场外衍生品市场发展的经济意义

场外衍生品市场是风险管理市场的重要组成部分,市场发展有利于丰富套期保值的手段,满足市场个性化风险管理需求,降低市场风险管理的成本,帮助市场参与者有效管理风险,提高市场竞争力。一般而言,与现货市场相比,衍生品市场为专业的风险管理市场;但进一步来看,与场内衍生品市场相比,场外衍生品市场的产品更为丰富,在一定程度上突破了标准化合约的限制,更易实现风险管理的多样化、个性化和差异化,提高市场参与者应对风险的能力,进而也提升了我国金融体系抵御风险的能力,维护国家金融安全。

第一,场外衍生品市场的交易场所相对灵活,业务受到空间环境的限制较小,有利于广泛活跃资本市场,落实服务实体经济的重要任务。国务院在清理整顿各类交易场所的相关文件中规定,除经国务院或者国务院期货监督管理机构批准设立从事期货交易的交易场所外,任何单位一律不得以集中竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等集中交易方式进行标准化合约交易。^① 场内衍生品的交易方式是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。^② 因此,场外衍生品一般在上述规定的交易场所以外进行交易,交易场所不受地域、环境等要素的影响,在一定程度上能突破地域的限制,解决不同地区不用类型的风险管理需求,活跃各地资本市场的发展,真正落实金融服务实体经济的要求。

第二,场外衍生品市场的产品标准化程度相对较低,产品设计更为自由化、多元化,有利于解决市场参与者个性化风险管理需要。“标准化合约”一般包括两种情形:一种是由交易场所统一制定,除价格外其他条款固定,规定在将来某一时间和地点交割一定数量标的物的合约;另一种是由交易场所统一制定,规定买方有权在将来某一时间以特定价格买入或者卖出约定标的物的合约。^③ 场外衍生品不属于标准化合约,具有个性化、多样化、灵活性等特征,交易双方根据实际的风险管理需要设计相应的场外衍生品合约,以实现风险管理的现实效果。

第三,场外衍生品市场的交易方式相对非公开化,交易双方通过协商议价的方式达成交易,在一定程度上有利于降低市场风险管理的成本。一般而言,“集中交易方式”包括集合竞价、连续竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等交易方式,但协议转让、

^① 参见《国务院关于清理整顿各类交易场所,切实防范金融风险的决定》(国发[2011]38号)。

^② 参见《期货交易管理条例》第2条。

^③ 参见《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》(国办发[2012]37号)。

依法进行的拍卖不在此列。^① 场外衍生品一般采用集中交易方式以外的其他方式进行交易,多为交易双方磋商、询价报价等的交易方式,交易方式相对非公开,交易双方可以通过互相沟通达成满意的交易价格,在一定程度上有利于降低双方的交易成本,更好地实现风险管理目标。

二、现阶段我国场外衍生品市场面临的问题与挑战

(一) 市场基础法律暂缺

我国衍生品市场的整体法律层级较低,目前最高层次的立法文件为国务院颁布的《期货交易管理条例》。其适用范围是期货交易及其相关活动,^②其中“期货交易”指的是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,并未涵盖场外衍生品交易活动。

与此同时,我国场外衍生品市场的两大组成部分,银行间场外衍生品市场和证券期货场外衍生品市场的主管机构不同,处于分割式监管状态,未形成统一的监管框架,目前主要通过各自主管部门的规范性文件以及自律规则加以规制,相关规则较为分散且效力层级较低,缺乏场外衍生品市场基础法律制度。

(二) 核心交易制度的法律保障不足

从目前来看,场外衍生品交易基于自身特点,已逐步形成了单一协议制度、终止净额结算制度等核心制度安排,交易双方将主协议项下的多个衍生品交易合同视为同一份合同,当发生破产等违约事件时,交易双方可按约定项下所有交易的盈亏进行金额轧差计算。此外,为更好实现合同目的,减少双方的交易成本,在场外衍生品交易的担保品业务模式中,出现了让与担保等非典型性的担保方式。但上述制度和业务模式在与《民法典》以及《企业破产法》等民商事法律衔接适用的过程中,仍面临一些问题与挑战。

第一,在单一协议制度方面,该制度指的是场外衍生品的合同双方之间通过预先签订的“一揽子”协议,约定对当事方之间的任何事后交易均具有约束力,由此合同双方的每一笔衍生品交易都将视为一个单一协议。在我国近年的司法实践中,对单一协议制度的效力得到了一定认可。2015年花旗银行诉上海金环球公司等金融衍生品

^① 参见《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》(国办发[2012]37号)。

^② 详见《期货交易管理条例》第2条。

交易纠纷案中,^①法院了支持花旗银行基于单一协议制度的相关诉求。该案中双方签订主协议及相关附件,并约定按照主协议和交易确认书进行铜掉期交易,共达成5笔交易,到期时间不一致。双方主协议约定,如果上海金环球公司有任何与借款有关的债务到期未偿还或者被宣布提前到期的,构成主协议下的终止事件。当该终止事件发生后,花旗银行发出场外交易提前终止通知,提前终止所有未完成交易,并根据主协议相关规定计算了合同提前终止后的双方交易盈亏,要求上海金环球公司支付。

上述案例对单一协议制度提供了司法认可依据,但与我国法律上对单一协议制度的正式确认还存在一定的差距。《民法典》(2021年1月1日起施行)中没有对单一协议制度作具体的规定,仍未在法律上确认该制度的效力。《合同法》规定,承诺生效时合同成立,^②因此,交易双方达成的每一笔衍生品交易应当构成一个独立的合同,不能视为一个单一协议。单一协议制度的效力未来仍需要在相关法律以及配套司法解释中进一步明确。

第二,在终止净额结算制度方面,根据国际通行的金融衍生品合约主协议,该制度一般包括两个步骤:先提前终止交易,再进行净额结算。即如果主协议的交易一方发生违约事件,守约方有权提前终止主协议下缔结的全部交易,继而计算每一笔交易在提前终止时的市场价值,然后对所有交易的市场价值予以汇总并轧差计算,得到的数额作为“净额计算金额”,由应付的一方支付给另一方。^③

2017年银监会对全国人大代表、全国政协委员提出的立法确认终止净额结算的建议和提案作出答复,提出我国《企业破产法》原则上与终止净额结算不冲突,这在一定程度上肯定了终止净额结算制度的法律效力。^④但该制度在法律上仍存在一些不确定因素。

对于非因破产导致的违约事件,双方基于合同意思自治约定的提前终止权可以认为是合法有效的条款,且根据《合同法》对法定抵销权^⑤的规定,可以完成净额结算的步骤。但对于因破产导致的违约事件,基于《企业破产法》的相关规定,该制度可能还存在一定的不确定性。一是《企业破产法》规定,破产管理人对未履行完毕的合同

^① 参见中国裁判文书网(2015)浦民六(商)初字第S2958号,花旗银行(中国)诉上海金环球国际贸易有限公司等金融衍生品交易纠纷案。

^② 参见《合同法》第25条。

^③ 参见廖振璋、张晔、周颖:《终止净额计算条款对〈破产法〉的适用》,载《国际金融》2020年第1期。

^④ 同上。

^⑤ 详见《合同法》第99条。

拥有“挑拣权”,对于破产申请前成立而债务人和对方当事人均未履行完毕的合同,破产管理人有权决定解除或者继续履行。^①这将导致合同双方根据主协议约定的提前终止交易存在不确定性。二是《企业破产法》规定了破产情况下债权人的抵销权,债权人在破产受理前对债务人负有债务的,可以向管理人主张抵销。^②但根据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定(二)》的规定,^③破产申请受理时,债务人对债权人负有的债务或者债权人对债务人负有的债务尚未到期的,破产管理人可以对抵销提出异议。此外,《企业破产法》还对破产案件受理前可撤销行为作出规定,^④赋予了破产管理人主张破产前一段时间内的特定交易行为可撤销的权利,如对未到期债务提前清偿的。

第三,在场外衍生品交易实践中,还存在非典型性的担保方式,以所有权转移的方式实现担保目的,被称为让与担保。基于物权法定原则,《民法典》和《物权法》没有明确规定让与担保这一类型的物权,因此其效力在法律层面存在一定的不确定性。在司法实践层面,最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)^⑤的规定一定程度上肯定了让与担保的法律效力,但在处置方式上仍需要参照担保物权的规定对财产拍卖、变卖、折价优先受偿,债权人不能请求确认财产归其所有。但在衍生品市场的担保品处置业务中,由于衍生品市场价格变化较快,一般要求对担保品直接处置变现,对处置的效率要求较高,目前规定的拍卖、变卖、折价优先受偿等方式一定程度上与衍生品市场担保品处置的效率要求不相匹配。此外,《民法典》也未明确规定让与担保这一类型的物权。关于抵押权、质押权的法律后果规定“只能依法就抵押财产、质押财产优先受偿”,^⑥一定程度上仍无法满足衍生

① 详见《企业破产法》第18条。

② 详见《企业破产法》第40条。

③ 详见最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定(二)》第43条。

④ 详见《企业破产法》第31条。

⑤ 详见最高人民法院2019年11月8日印发的《全国法院民商事审判工作会议纪要》第71条关于让与担保的规定,即“债务人或者第三人与债权人订立合同,约定将财产形式上转让至债权人名下,债务人到期清偿债务,债权人将该财产返还给债务人或第三人,债务人到期没有清偿债务,债权人可以对财产拍卖、变卖、折价偿还债权的,人民法院应当认定合同有效。合同如果约定债务人到期没有清偿债务,财产归债权人所有的,人民法院应当认定该部分约定无效,但不影响合同其他部分的效力。当事人根据上述合同约定,已经完成财产权利变动的公示方式转让至债权人名下,债务人到期没有清偿债务,债权人请求确认财产归其所有的,人民法院不予支持,但债权人请求参照法律关于担保物权的规定对财产拍卖、变卖、折价优先偿还其债权的,人民法院依法予以支持。债务人因到期没有清偿债务,请求对该财产拍卖、变卖、折价偿还所欠债权人合同项下债务的,人民法院亦应依法予以支持”。

⑥ 《民法典》第401条规定,抵押权人在债务履行期限届满前,与抵押人约定债务人不履行到期债务时抵押财产归债权人所有的,只能依法就抵押财产优先受偿。其第428条规定,质权人在债务履行期限届满前,与出质人约定债务人不履行到期债务时质押财产归债权人所有的,只能依法就质押财产优先受偿。

品市场担保品处置的实际需求。

三、将场外衍生品纳入期货法调整范围的现实可能性与必要性

我国衍生品市场最高层级的立法文件为国务院颁布的《期货交易管理条例》且其主要规范场内衍生品交易。而场外衍生品市场仍以主管部门的规范性文件以及行业自律规则为主,市场基础法律制度处于缺位状态,迫切需要加快衍生品市场立法,夯实衍生品市场法律基础。专门的期货立法是适应市场发展新形势、提升市场发展层次和水平的必然要求。^①近年来,期货市场具备了一定的立法基础,条件也相对较为成熟。期货立法项目曾列入第八届全国人大常委会立法规划一类项目,第十届、第十一届、第十二届、第十三届全国人大常委会都将期货法列为立法规划二类项目,^②持续推动期货立法工作。2019年年底,《证券法》完成修订,修订后的《证券法》删除了有关证券衍生品种的相关规定,对于相关衍生产品的管理,将来可纳入期货法调整,^③进一步显示了期货法出台的可能性和必要性。

为适应健全多层次资本市场体系、满足多层次风险管理的现实需求,期货法不能仅仅局限于场内期货市场,也应该将其他一些符合条件的场外相关衍生品纳入调整范围,以场内为主、兼顾场外,同时对涉外期货交易进行规范,致力于形成一部期货及相关衍生品基本法。^④考虑场外衍生品与场内衍生品的法律属性基本相同,功能也基本一致,按照相同法律关系的活动由同一部法律进行规范的法律调整原则,完善场外衍生品监管,建议统一场内、场外衍生品市场立法,考虑将场外衍生品纳入期货法调整范围。

(一) 场外衍生品与场内衍生品联系密切,法律属性上具有一致性

成熟市场的经验表明,场外衍生品市场与场内衍生品市场是相互促进、共同发展的关系,二者一起构成为实体经济服务的衍生品市场。^⑤ 场外衍生品与场内衍生品存

^① 参见姜洋:《新“国九条”推进期货市场更好服务实体经济——第十一届上海衍生品市场论坛上的讲话》,载胡政总编、曹越主编:《期货及衍生品法律评论》(第1卷),法律出版社2018年版,第11页。

^② 参见尹中卿:《我国期货立法的八大难点问题——第十一届上海衍生品市场论坛上的致辞》,载胡政总编、曹越主编:《期货及衍生品法律评论》(第1卷),法律出版社2018年版,第3页。

^③ 参见2019年12月23日《全国人民代表大会宪法和法律委员会关于〈中华人民共和国证券法(修订草案)〉审议结果的报告》。

^④ 参见尹中卿:《我国期货立法的八大难点问题——第十一届上海衍生品市场论坛上的致辞》,载胡政总编、曹越主编:《期货及衍生品法律评论》(第1卷),法律出版社2018年版,第4页。

^⑤ 参见姜洋:《发现价格·期货与金融衍生品》,中信出版集团股份有限公司2018年版,第107页。

在一定的区别,但其相互联系更为紧密,且从本质上来看法律性质具有一致性,共同构成了衍生品风险管理市场。根据一般法律调整原则,对于相同法律关系的活动应当适用统一规则,由同一部法律进行规定规范。因此,场外衍生品与场内衍生品两者应当在同一部法律中加以规范,由期货法统一调整。

第一,从场外衍生品的交易本质来看,场外衍生品交易的客体主要包括标的资产为利率、汇率、信用的远期合约、互换合约、期权合约。而从场内衍生品的范围来看,场内衍生品交易的客体主要是标准化的期货合约或者期权合约。因此,在法律属性上两者都是合约交易,场外衍生品是买卖场外衍生品合约的交易活动,场内衍生品是买卖标准化期货合约或者标准化期权合约的交易活动。

第二,从场外衍生品的产生背景来看,场内衍生品市场源于场外衍生品市场。从市场经济历史较悠久的国家情况来看,都是在现货市场较为发达的基础上,开展现货的远期交易,在此基础上进一步开展现货的远期标准化合约交易,即期货交易。^①以美国为例,芝加哥期货交易所(Chicago Board of Trade, CBOT)就是在当地谷物交易不断集中的情况和远期交易方式的基础上发展而来的。1848年82位谷物交易商组建了该交易所,并用标准化的期货合约代替远期合约,逐步演进成为现代场内期货市场。

第三,从场外衍生品的经济功能来看,场外衍生品的功能与场内衍生品的经济功能一致,在满足市场风险定价、风险对冲、风险转移等方面联系紧密,两者共同构成了现代风险管理生态链条。场外衍生品和场内衍生品都属于重要的风险管理工具,且场外衍生品多基于场内的期货、期权进行定价与风险对冲。金融机构在向实体企业等客户提供个性化的场外衍生品交易服务时,往往会参照场内的期货、期权进行定价;金融机构达成场外衍生品交易后,会运用流动性水平更高的期货市场及时进行风险对冲。作为衍生品市场的两个组成部分,场外衍生品市场为实体经济提供量身定制的服务,再到场内衍生品市场对冲,有助于提高场内衍生品市场的流动性和价格发现功能。场内衍生品市场的发展,也为场外衍生品市场参与者提供风险转移和管理的场所,强化场外衍生品市场服务实体经济的能力。

第四,从场外衍生品的发展趋势来看,近年来场外衍生品存在“场内化”的发展趋势,在产品的标准化程度、交易方式、结算方式等方面的融合趋势越来越明显。2008年

^① 参见姜洋:《发现价格·期货与金融衍生品》,中信出版集团股份有限公司2018年版,第19页。

全球金融危机后,场外衍生品市场可能存在的风险传递并引发系统性风险问题,引起各国普遍关注。2009年9月在二十国集团(Group 20, G20)匹兹堡峰会上,二十国集团领导人承诺:最迟到2012年,所有标准化场外衍生产品合约均应在交易所或电子平台上交易,并通过中央对手方进行集中清算;场外衍生产品合约需向交易报告库报告;非通过中央对手方集中清算的,应适用更高的资本要求。基于上述监管改革承诺,国际主要市场相继出台场外衍生品监管相关法案,落实场外衍生品进入电子化平台交易、通过中央对手方集中清算,并逐步通过建立各类交易报告库,完善场外衍生品市场的信息披露制度,提高交易的透明度。场外衍生品“场内化”成为金融危机后场外衍生品市场的发展趋势。

(二) 场外衍生品市场的风险控制制度还不够完善,可能存在一定的风险隐患

1. 具体风险控制制度还有待进一步完善

一方面,场外衍生品市场的集中结算制度还需进一步推进。一般而言,场外衍生品在结算方式上一般由交易双方双边逐笔结算,采用集中结算方式的还相对较少。集中结算制度的重要环节就是“中央对手方”,是期货交易达成后介入期货交易双方,成为所有买方的卖方和所有卖方的买方,以净额方式结算,为期货交易提供集中履约保障的法人。但目前场外衍生品市场通过中央对手方集中结算的还较少,目前,我国除上海清算所作为中央对手方探索推出场外衍生品的集中结算服务外,其他的集中结算安排还处于探索与发展阶段。G20匹兹堡峰会要求所有标准化场外衍生产品合约通过中央对手方进行集中清算,但由于标准化的具体界定还未形成统一的标准,距离集中结算制度在场外衍生品市场中的全面运用还存在一定的距离。

另一方面,场外衍生品市场的交易报告库制度还不够全面。《金融市场基础设施原则》(Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI)中指出,交易报告库(Trade Repository, TR)可在提高市场透明度中发挥基础性作用,在场外衍生品市场尤为重要。^①但目前我国尚未建立场外衍生品市场统一的交易报告库制度,交易报告库制度还不够完善。目前,我国仅有外汇交易中心、银行间市场交易商协会、中证机构间报价系统股份有限公司、期货保证金监控中心4家“类交易报告库”履行场外衍生品交易报告库的职责。由于不同的场外衍生品对口不同的交易报告库,在交易报告的具体要求上存在一定的差异,既不利于全面监控和评估进入机构的风险敞口,在

^① 详见支付结算体系委员会(Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS)和国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)发布的《金融市场基础设施原则》(PFMI)原则24。

一定程度上无法全面把握场外衍生品市场的整体情况,也不利于系统性金融风险的防范。

2. 实践中场外衍生品的风险隐患——以“中行原油宝”事件为例

(1) 事件情况概述

2020 年 4 月因“新冠”肺炎疫情导致全球原油市场剧烈波动,进而引发的“中行原油宝”事件受到市场广泛关注。“中行原油宝”是挂钩在芝加哥商品交易所(Chicago Mercantile Exchange Holdings Inc., CME)交易的美国得克萨斯州轻质原油(West Texas Intermediate, WTI)期货的一种产品。4 月 20 日晚,5 月的 WTI 合约在到期前 1 天跌至每桶 -37.63 美元,导致挂钩 WTI 5 月合约的“中行原油宝”出现负结算价。4 月 21 日,中国银行发布公告,称正在积极联络 CME,确认结算价格的有效性和相关结算安排,并暂停 WTI 原油合约当日交易。4 月 22 日,中国银行再发公告确认 WTI 原油 5 月合约 CME 官方结算价每桶 -37.63 美元为有效价格,将根据客户协议参照该价格进行结算或移仓。这导致了多头客户不仅赔光了本金,还倒欠银行一大笔款项。

(2) 事件反映场外衍生品市场的风险问题

第一,场外衍生产品上市管理较为宽松,可能存在一定的风险隐患。从现有公开的资料来看,“中行原油宝”产品法律性质与场外衍生品中的收益互换类似,一般是约定在未来一段期限内将挂钩金融产品的收益表现与固定利率之间进行现金流互换。目前,《期货交易管理条例》规定场内衍生品的上市需要经国务院期货监督管理机构批准,^①但场外衍生产品在上市管理方面相对较为宽松,一般完成备案手续即可上市产品,这在一定程度上可能影响产品设计的合理性和规范化程度,也在一定程度上增加了交易过程中的风险隐患。

第二,投资者适当性管理相对不足,产品销售过程可能存在一定的风险隐患。适当性一般是指金融中介机构所提供的金融产品或服务与客户的财务状况、投资目标、风险承受水平、财务需求、知识和经验之间的契合程度。^②我国场内衍生品市场有严格、完善的投资者适当性制度安排,其核心思想是将适当的产品提供给适当的投资者。但场外衍生品市场适当性制度相对空缺,公开资料显示“中行原油宝”产品在推

^① 参见《期货交易管理条例》第 13 条。

^② 参见国际清算银行、国际证监会组织、国际保险监管协会 2008 年联合发布的《金融产品和服务零售领域的客户适当性》。

介和销售的过程中,一些宣传用语可能存在误导,使投资者无法完全了解产品的性质及风险,损害了投资者合法权益,这也与《九民纪要》中关于适当性义务的相关要求存在不符。

第三,风险控制措施不足,一定程度上导致了交易过程的风险敞口控制难度较大。公开资料显示,中国银行未按照协议约定在保证金低于一定比例时进行强行平仓,导致投资者出现巨额亏损。强行平仓是场内衍生品市场常用的风险管理措施,在期货市场一般指交易所按照有关规定对会员、客户持仓强行平仓的一种强制措施。^①但在场外衍生品市场,该类风险控制措施一般属于交易双方的约定事项,且未按照约定履行的责任追究机制相对不够完善,导致风险控制的效果受到一定程度的影响。

(三)将场外衍生品纳入期货法调整范围符合境外场外衍生品的立法实践

为落实 G20 匹兹堡峰会上对场外衍生品市场加强监管的承诺,美国和欧盟纷纷通过立法等方式对原有金融监管体系进行改革,对标场内衍生品市场的监管要求,将场外衍生品纳入场内衍生品市场的监管法律体系统一监管,进一步防范场外衍生品市场发生系统性风险。但对场外衍生品的监管也存在一定的波动和回退,特别是美国,加强场外衍生品监管的理念出现了一定的“摇摆”,但从整体来看,监管趋势仍是向着统一的规范化方向发展。

1. 美国

2008 年金融危机对美国的影响是较为明显的,老牌投资银行雷曼兄弟的倒闭掀起了全球金融危机的浪潮。鉴于场外衍生品市场的潜在风险和引发系统性风险的可能性,美国对场外衍生品市场的监管体系进行了调整,取消原有的监管豁免,将场外衍生品纳入《商品交易法》进行统一监管。

2010 年美国颁布《多德 - 弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(以下简称《多德 - 弗兰克法》),通过立法对原有金融监管体系进行调整,旨在加强监管,重新建立了美国场外衍生品监管的基本法律框架。根据《多德 - 弗兰克法》第七章“华尔街透明度与问责”的规定,以互换作为主要的监管对象,将绝大部分场外金融衍生品纳入立法监管的范围。这样一来,就废除了 2000 年《商品期货现代化法案》中的排除和豁免场外衍生品监管的条款,修订了《商品交易法》,将场外衍生品市场纳入了立法监管范围。^②同时,通过界定非基于证券的互换和基于证券的互换,确立了场外市场的平

^① 参见《中国金融期货交易所风险控制管理办法》(2020 年 3 月 1 日版),第 21 条。

^② 参见刘春彦、段莹:《美国期货立法演变对我国的启示》,载《期货日报》2014 年 2 月 18 日,第 4 版。

行交叉监管机制,由美国商品期货委员会(U. S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC)监管非基于证券的互换,由美国证券交易委员会(Securities Exchange Commission, SEC)监管基于证券的互换,混合互换由两方共同监管,从而实现了功能或经济上相同的产品或机构适用相同方法监管的改革。

从非基于证券的互换来看,CFTC作为确定的监管机构,在落实《多德-弗兰克法》的相关规定过程中,进一步推动场外市场“场内化”的发展趋势,^①完善了相关规则。例如,一是要求场外衍生品市场引入场内集中清算机制。根据《多德-弗兰克法》第723条的规定,CFTC于2012年在利率互换(IRS)和信用违约互换(CDS)中引入强制集中清算,并逐步扩大了适用集中清算要求的范围,进一步反思应对2008年金融危机场外衍生品市场风险传递的经历。二是要求场外衍生品市场建立交易报告库,进一步完善信息披露制度,及时公开相关价格、交易量和其他交易数据并加强对市场参与者的监管,以更好落实《多德-弗兰克法》中关于互相交易数据公开报告和互换数据存管机构(Swap Data Repository, SDR)的相关规定,增强场外衍生品市场交易后的透明度。^②三是要求标准化的场外衍生品在指定合约市场(Designated Contract Market, DCM)或互换执行设施(Swap Execution Facility, SEF)上执行。根据《多德-弗兰克法》第723条的规定,符合强制集中清算要求的互换交易应在DCM或SEF上执行,CFTC于2013年明确具体的交易执行规则,进一步增加了场外衍生品市场的流动性和透明度。

《多德-弗兰克法》在推行过程中也存在一定波动,加强场外衍生品监管的理念出现了一定的“摇摆”,但对场外衍生品市场统一监管的理念却得到了坚持。2017年2月美国总统特朗普签署行政命令,提出新的美国金融体系核心原则,^③要求美国财政部全面重新审核《多德-弗兰克法》。美国财政部为回应总统行政命令的要求,以系列报告的形式对美国金融监管体系进行审查,提出改革建议。2017年6月美国财政部发布了《一个创造经济机会的金融体系——银行和信用联盟》。^④ 2017年10月

^① 参见黄小平:《美国场外衍生品市场发展监管的演变与启示》,载《中国证券期货》2018年第1期。

^② 参见刘宏光:《后金融危机时代美国场外衍生品监管改革的评估与展望——以CFTC〈互换监管2.0〉白皮书为借鉴》,载《中国证券期货》2018年第4期。

^③ 核心原则包括以下方面:(1)赋权美国公民在市场上作出独立的财务决策和明智的选择,为退休进行储蓄和积累个人财富;(2)禁止使用纳税人资金救市;(3)通过更严谨的监管影响分析(该分析能够解决系统性风险和市场失灵,如道德风险和不对称),促进经济增长和培育充满活力的金融市场;(4)使美国公司在国内外市场上可与外国公司竞争;(5)增进美国在国际金融监管谈判和会议中的利益;(6)制定有效、高效和有针对性的金融监管制度;(7)恢复联邦金融监管机构的公共问责制,并使联邦金融监管框架合理化。

^④ See A Financial System that Creates Economic Opportunities—Banks and Credit Unions.

美国财政部发布了《一个创造经济机会的金融体系——资本市场》^①，该报告主要关注报告资本市场，包括债券、股票、大宗商品和衍生品市场、中央结算及其他业务职能。就衍生品市场而言，报告建议重新调整并松绑对衍生品的监管，以提升市场效率和加强有效的缓解风险。虽然场外衍生品的监管过程出现一定的“摇摆”，但在波浪式前进发展的过程中，将场外衍生品纳入《商品交易法》统一监管的整体趋势还是依旧持续的。

2. 欧盟

金融危机前欧盟没有将场外衍生品纳入统一立法，场外衍生品市场监管属于各个成员国具有自主立法权范畴，且以行业和交易场所自律监管为主。2007年11月1日，欧盟《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive I, MiFID I)正式实施，欧洲单一金融服务市场建设进入实质性阶段。2012年欧盟颁布《欧洲市场基础设施监管规则》(European Market Infrastructure Regulation, EMIR)，2014年又公布《金融工具市场指令II》(Markets in Financial Instruments Directive II, MiFID II)和《金融工具市场规定》(Markets in Financial Instruments Regulation, MiFIR)，基本确立了欧洲金融工具监管的法律制度，监管对象包括在交易所交易的场内衍生品以及通过柜台交易的场外衍生品，形成了统一的监管体制。其中，EMIR规定了集中清算要求、交易信息报告要求、风险控制制度等三个方面的规定，具体来看，其要求场外金融衍生品在授权的中央对手方强制进行清算，欧洲证券及市场管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)有权决定衍生品应当被清算的范围；场外衍生品需向已注册的交易数据库报告，EMIR设立了交易信息库的登记注册要件，同时规定在任一成员国监管机构注册为合格交易信息库的，在整个欧盟注册均为有效。MiFID II进一步完善了MiFID I的规定，要求标准化的衍生品交易从场外进入场内交易，并进一步缩小监管豁免的范畴，扩大金融监管的范围，与MiFIR形成了对场外衍生品基础设施和交易行为的监管规则体系。^②

四、期货法关于场外衍生品监管的立法建议

场外衍生品是市场经济环境下重要的风险管理工具，现阶段发展速度较快，市场

① See A Financial System that Creates Economic Opportunities—Capital Markets.

② 参见朱小川：《欧盟场外衍生品市场监管规则的演变历程及启示》，载《证券市场导报》2016年第9期。

规模日益扩大。综合考虑场外衍生品市场基础法律暂缺、核心交易制度法律保障不足等现实情况,以及场外衍生品的法律属性与场内衍生品具有一致,风险管理制度亟待加强等相关因素,应当将场外衍生品纳入期货法调整范围。

第一,期货法作为期货及相关衍生品基本法,建议将场外衍生品纳入其调整范围并规定场外衍生品市场最基础的制度,明确单一协议制度、终止净额结算制度、非典型性担保如让与担保等场外衍生品市场基础法律制度的效力。场外衍生品市场基础制度的法律确认,使相关市场参与者可以在单一协议制度项下将每一笔衍生品交易视为一个单一协议,一旦对手方出现主协议约定的终止事件时,提前终止所有未到期的交易,并按照终止净额结算制度安排进行净额结算,有效控制市场风险扩散,有效维护场外衍生品市场健康、稳定发展。

第二,期货法将场外衍生品纳入调整范围。积极落实我国在 G20 匹兹堡峰会上的承诺,推动标准化程度较高的场外衍生品在交易所或电子平台上交易,并进行集中清算;积极推动建立场外衍生品交易数据库,要求场外衍生品市场参与者报送相关信息,增强完善场外衍生品市场透明度,进一步防范化解风险。推动场外衍生品吸收借鉴场内衍生品的交易模式有利于促进场外市场与场内市场的协调发展,共同防范化解系统性风险等问题。

第三,对于在期货法中不适宜规定的其他场外衍生品市场非基础性制度,笔者在期货法之外进一步优化完善。场外衍生品因产品多样化、个性化、差异化等特色,满足了不同市场参与者的风险管理需求,其蓬勃发展需要一定的市场包容度。目前,我国场外衍生品市场刚刚起步,尚处于探索、发展阶段,将具有共性的基础制度在期货法中加以明确,是场外衍生品市场健康稳定发展的基石,而在期货法之外将非基础性制度通过更灵活的方式不断优化完善,有利于满足市场参与者个性化风险管理需求,同时也能为未来场外衍生品市场的发展预留空间。