

全球衍生品监管实践、制度变迁与启示

衍生品创新研究小组

(深圳证券交易所, 广东 深圳 518038)

摘要: 金融危机后全球范围内掀起了一场衍生品监管的制度变革, 呈现出监管重心向宏观审慎转变, 监管理念向功能监管转变, 监管模式向统筹协调转变等趋势, 金融消费者保护也愈发受到重视。有鉴于我国衍生品市场多头监管的现状, 结合我国当前衍生品市场仍处于发展初期的现实, 我国衍生品监管制度的完善应重视衍生品市场发展与实体经济的联动效应, 在宏观审慎监管思路下, 确立功能监管理念, 建立统筹协调监管机制, 并坚持以适度监管为原则以避免过度抑制创新。

关键词: 金融危机; 衍生品; 功能监管; 协调监管

Abstract: With the reform of global financial system after the financial crisis, the focus of financial derivatives regulation has been changed into macro-prudential, and regulation has been changed into functional regulation, the mode of regulation has been changed into coordinated, thus the financial consumer protection has been received much more attention. The paper mainly concerns about the enlightenment of global financial derivatives regulation reform to China. Based on the above-mentioned research, the paper summarizes the problems faced by the financial derivatives regulation in China and provides some objective advice for the construction of China's financial derivatives regulation.

Key words: financial crisis, financial derivatives, functional regulation, coordinated regulation

作者简介: 执笔人为傅德伟、陈炜、杨梦, 任职于深圳证券交易所衍生品业务部(筹)。

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A

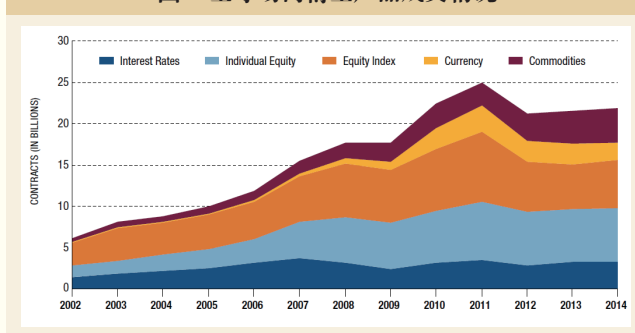
引言

金融衍生品在衍生品市场占据主导地位。根据美国期货业协会(FIA)对80家衍生品交易所(包括期货交易所、期权交易所和证券交易所)的统计, 2014年全球交易所期货与期权成交量达218.67亿张, 较2002年的61亿

张增幅达到257%。其中, 期货成交121.65亿张, 增幅达到450%, 期权成交97.07亿张, 增幅达149%; 股指、利率、个股、外汇等金融类衍生产品交易量为177.07亿张, 占场内衍生品总成交量的80.97%, 见图1。此外, 2014年全球合约交易量前10名的衍生产品几乎都是金融衍生产品。

场外衍生品市场规模大于场内市场。从海外市场的经验来看, 场外衍生品市场无论是在规模还是在种类上都更具优势。海外OTC市场经过多年的发展已经具备很大的规模, 2014年6月海外OTC市场衍生品名义规模达到691万亿美元, OTC期权名义规模达到68万亿美元。相比于场内衍生品市场, 场外市场依旧占主导地位。对于海外OTC期权, 近年来同样发展迅速, 2014年6月OTC期权名义规模达到68万亿美元。类似于场外衍生品, 相比于

图1 全球场内衍生产品成交情况



场内期权市场，场外期权市场占主导地位。

场外金融衍生品场内化趋势明显。美国次贷危机过后，以信用违约互换CDS等高杠杆场外衍生工具受到了各方的抨击，为了强化衍生品市场的“三公原则”，场外衍生品市场的场内化趋势非常明显，主要体现在以下几个方面：一是产品的场内化，场外衍生品的重要特点是复杂度高，非标性强，将场外衍生品纳入场内交易具有很大难度；二是交易的场内化，场外衍生品交易的达成是双边行为，交易过程具有极高的不透明性，使得外部监管几乎难以实施；三是风险管理的场内化，场外衍生品一般采用双边结算，潜在的违约风险较大，特别是一些系统性重要金融机构的违约可能引发系统性金融风险；因此多-弗法案要求场外衍生品市场强制实行中央清算。对于各大金融机构的场外持仓情况，需要披露报告其场外衍生品头寸情况。

总之，金融创新的日新月异和金融混业经营趋势的增强，使得金融领域内部之间甚至金融领域与实体经济部门之间在产品与服务方面的合作尺度不断突破，各种衍生品经过金融工程师们的精心设计纷纷亮相，不但在客观上丰富了投资者的投资选择，促进了金融市场的繁荣，也在事实上造成了衍生品市场监管机制的多元化。作为当今各国金融市场监管体系的重要组成部分，衍生品市场监管机制是开展金融衍生交易最为基础的条件之一。

全球衍生品监管的主要模式与监管趋势

衍生品监管与一国的金融监管模式密切相关，尤其是近年来世界各国或地区为应对2008年席卷全球的金融危机而掀起的监管制度改革潮流，正是为规范金融创新而围绕着衍生品监管进行的。笔者通过对境外若干较为典型的衍生品监管模式的介绍和比较，以期为我国衍生品监管提供启示。

一、境外主要衍生品市场的监管实践

以监管主体的不同为划分依据，衍生品监管包括政府监管与自律监管两类，通常形成政府监管机构、交易所自律监管与行业自律监管相结合的三层监管架构；以设置监管机构和划分监管权限的依据为标准，又可以分为机构监管与功能监管^[8]；按监管机构设置与权力配

置为标准，还有统一监管与多头监管之分，这种分类与混业监管和分业监管的分类相似。不同的划分依据与分类可用以说明不同问题，适用于不同的研究目的。其中，政府监管与交易所自律监管相结合，加之行业自律监管，是全球所有监管体制的共性；功能监管与机构监管的分类侧重于监管理念层面上的意义，往往为一国或地区的监管体制安排提供思路；而以监管机构设置与权力配置为标准，则便于更直观地反映衍生品市场监管实践，也是笔者在本部分对境外衍生品市场监管现状进行阐述所采用的主要划分依据。

1. 美国由“双重多头”走向“伞状监管”

新自由主义精神反对权力的集中与垄断。¹这反映到政治与法律层面就是崇尚权力的分散和制约，因而造就了危机前美国“双重多头”的衍生品监管机制。²但是，随着金融自由化、金融全球化以及金融混业经营趋势的不断增强，这种监管模式逐渐暴露出种种弊端。多头监管下各监管部门的监管理念和监管标准不尽相同，各监管部门之间在沟通、配合和协作上的不力形成了监管缝隙，使得对部分金融衍生品的监管乏力甚至缺乏监管。如美国20世纪90年代后出现的次级抵押贷款归属于美联储监管，但其衍生物——抵押支持债券(MBS)和债务抵押债券(CDO)等信用衍生品，则由美联储和SEC共同享有监管权，这种多个主体共同监管的做法反而形成监管真空，缺乏监管的信用衍生品风险日积月累，最终酿成了次贷危机的苦果。

为应对危机，美国政府采取诸多货币手段、财政手段及临时性措施以提供紧急救助。而为防范危机再次上演，短期的危机救助后进行长期制度变革显得尤为必要，其核心便是加强金融监管制度的改革。因此，2008年3月美国财政部公布了《金融监管体系现代化蓝图》，2009年后更是掀起了大萧条以来最大规模的金融制度变革，从2009年6月的金融监管改革白皮书，2009年12月的《华尔街改革和消费者保护法案》，到2010年7月被认为是大萧条以来最为严厉和全面金融监管法案的《多德-弗兰克法案》³的出台，表明了美国监管制度变革的坚定决心。

改革后的美国监管体制奉行全面监管、从严监管、稳健监管，着重对此前缺乏监管的衍生品市场进行场内和场外的全面覆盖，愈发重视对系统性风险的防范，鼓

励监管机构间的协作平衡，并加强对金融消费者的保护。因而有学者认为，危机后的金融监管改革使得美国双重多头的监管体制转变为“伞状监管”，处于“伞尖”的美联储监管权限被放大，加强对“大而不倒”金融机构的监管，作为“伞骨”的金融服务监管委员会(Financial Services Oversight Council, FSOC)则对各监管部门功能发挥起到协调、整合的作用，其他各专业监管机构在统筹之下发挥各自监管职能^[5]。

2. 英国：统一监管向双峰模式转变

英国在2008年金融危机时是统一监管模式，金融服务局(Financial Service Authority, FSA)集银行、保险、证券期货监管职能于一身。但是这种单一权力配置之下的监管模式在危机的应对中暴露出诸多问题。首先，监管权力过于集中于金融服务局，而其主要通过制定法律法规等非直接手段进行调控，未采取直接手段规制衍生品市场，对系统性风险的预判手段单一、反应迟缓；其次，在金融系统中，英格兰银行作为央行却失去了监管金融机构的权力和地位，未能在金融危机中发挥应有作用；再次，财政部应对金融危机的职能并未界定清楚，无法及时在金融危机期间有效配合应对。

2013年4月1日，英国《2012年金融服务法》开始生效并实施，对单一金融监管机构进行监管的模式进行了大刀阔斧的改革，以英格兰银行领导下的双峰监管模式取而代之。在新的金融监管体系下，英格兰银行的权力得到了加强，并在其内部设立了承担宏观审慎监管职责的金融政策委员会。英国金融服务局解散，其职能被金融行为监管局(Financial Conduct Authority, FCA)和审慎监管局(Prudential Regulation Authority, PRA)所取代，构成机构监管与功能监管并行的“双峰”模式，进入崭新的双轨监管格局，体现了欧洲后危机时代新的监管思路^[9]。这种改革后的金融监管体系是英国政府基于对金融危机的反省而构建的，通过强化宏观审慎监管来防范系统风险，维护金融市场健康稳定发展。

3. 新加坡：强大的MAS之下的统一监管

作为全球最早实施统一金融监管的国家之一，随着20世纪70年代国际金融中心地位的确立，新加坡便逐渐放松了金融衍生品市场的严格管制，形成了相对成熟的衍生品监管理念与经验。在2008年金融危机带

来的全球经济恶化和衰退中，新加坡再次运用自身完善的金融监管体制，及时采取有效应对手段，缓解危机不利影响，迅速稳定与恢复经济，为其他国家的金融监管提供了借鉴。

新加坡是准中央银行制度，由1971年1月根据《新加坡金融管理局法案》成立的金融管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS)主要履行中央银行金融调控等相关职能，同时也是新加坡最重要的金融监管主体。MAS设置审慎政策部(PPD)、专业风险监管部(SRD)、银行监管部(BD)、保险监管部(ID)、复杂机构监管部(CID)五个部门，采用风险导向的方法对保险业、证券期货业进行兼顾机构监管与功能监管的双重监管，监管范畴覆盖银行、保险和券商等全部金融机构^[3]。MAS还核准新加坡国际金融交易所在法律允许的范围内制定组织章程，以规范和管理交易所会员的交易行为。2001年10月5日，新加坡国会通过了MAS制定的《证券及期货法》(SFA)，该法将新加坡原有的《证券业法》、《期货交易法》、《交易所法》和《公司法》中的相关条文并入一个全新法案，以便适应金融全球化和金融创新的发展趋势。

MAS拥有绝对的监管地位，在宏观调控和金融监管中具有相当的独立性和权威性，能够对衍生品实施有效监管^[2]。因此，在面临金融危机时，MAS能够在原有优势基础上灵活应变，迅速采取有效的应对措施，及时阻断风险传导。除了通过宣布政府对存款提供全面担保，要求金融机构对于自身失误而造成的投资者损失进行赔偿和承担相应责任，以及与美联储签订互换协议稳定外汇市场，灵活运用货币政策工具之外，MAS还通过颁布“裸卖空”禁令，扩大信息披露范畴与力度，加强对散户的风险披露，加强衍生品经销商的资本充足率的监管，加强对散户资产和资金利益保护等方面采取措施，特别加强了对衍生品交易的监管。通过这一系列措施的采取，新加坡受危机波动较小，充分体现了其高效统一监管模式的优越性。

二、后危机时代全球衍生品监管趋势

一般而言，不同的监管组织模式，将对衍生品监管的总体目标、具体分工和监管规则设计都产生直接的影响。在衍生品监管演进历程中，监管制度的变迁总是与金融市场的发展和金融危机的发生相伴前进。金融危机

暴露出衍生品市场本身及配套监管制度的缺陷，随后各国监管层都在深刻反思后采取了积极行动，提出一系列改革举措。虽然各国的衍生品监管模式不尽相同，往往对应着不同国家政府的职能设计体系^[4]。但是境外各国、地区之间的监管模式又呈现出一定的共性与主流发展趋势。

1. 监管重心向宏观审慎转变

随着金融市场的不断发展，金融产品创新层出不穷，许多新的业务形态和产品模糊了原有的金融子行业界限，既有的分业监管体系逐渐跟不上市场的发展，尤其是对于金融监管而言，存在不少漏洞。这在一定程度上埋下了系统性风险的种子，成为酿成危机的重要原因。因此，横向混业监管、纵向审慎监管及空间上的全球化监管将越来越明显地成为国际金融监管的新要求。

金融危机发生后，基于衍生品设计的精巧复杂性，期货、现货间跨市场的联动效应，以及由此导致风险蔓延发展为系统性灾难的可能性，宏观审慎监管从改进整个金融体系的稳定性，维护金融市场的良好运行出发，通过建立一种自上而下的监管框架，由具有宏观经济调控职能的宏观部门负责统筹全局，结合各监管部门对微观监管工具和宏观调控工具的使用，实现对衍生品的监管调控目标，以避免实体经济遭受损失为最终目的。宏观审慎监管通常具有两个特征：一是在金融监管过程中将整个金融市场作为一个整体来对待，以便于加强对宏观经济走势的预警，减少金融危机对经济活动的影响；二是认识到金融机构的集体行为可能会对金融体系带来整体风险，而且这种风险是内生的，因而要求对可能产生系统性风险的金融机构进行特殊关注。⁴

2. 监管理念由机构监管转为功能监管

随着金融混业经营的进一步深化，各金融机构在其具体业务及功能上的分野日益模糊，监管部门单纯依据对特定行业金融机构的监管职能划分来实施监管已不能满足现实监管需求。因此，危机后各国监管制度改革往往都呈现出从机构监管转型为功能监管的趋势，即突破金融机构的局限，转而以各金融活动的功能作为判断该金融活动是否属于其监管范围的标准。

机构监管着眼于金融机构本身的业务范围、市场准入条件和风险控制。功能监管的基本理念就是按照功能

类别采用共同的、无差别的方法来监管整个金融业，使相似的金融功能受到相同的监管，而不论这种功能由何种性质的机构行使^[7]。金融体系的基本功能比实现这些基本功能的制度结构更加稳定，虽然金融机构的业务范围不断变化且相互交叉，但具体业务所要实现的功能仍然是清晰的。相较于按照金融机构划分监管范围的机构监管模式，功能监管更能体现衍生品跨市场交易的特性，在纷繁复杂且形式多样的金融活动中准确把握各监管部门的监管内容，对于监管责任的划分也更加明确，能够有效避免监管真空和交叉监管的现象，更加灵活、持续、高效，也能更好地协调金融创新与金融监管的关系。申言之，功能监管更是在混业经营背景下实现有效金融监管的必由之路。

3. 从自由市场到政府干预

衍生品市场在产生之初，经历了一个“野蛮生长”的自由发展阶段。但随着发展过程中风险的不不断暴露，各国对衍生品的态度也从无监管的自由市场转变为政府干预下的市场调节。尤其是对于高风险、设计较为精巧复杂的场外衍生品，行政化干预色彩愈发明显，而伴随着宏观审慎监管的运用及功能监管的勃兴，监管权力集中的趋向也愈发明显。

当衍生品设计较为复杂，风险蔓延速度较快，对投资者带来的损失更为严重，可能对经济产生较大的破坏性影响时，市场化手段往往难以制约其负面影响的爆发。尤其是对非标准化的场外衍生品，任其自由无序发展往往使得市场制约手段难以奏效，往往需要政府及时进行监管、干预。综观国际主要衍生品市场在危机后的监管制度改革，不难发现从严监管已成为衍生品监管的重要趋势之一。当然，各国在对衍生品从严监管的同时，也都注意把握政府干预与市场调节之间的平衡。虽然市场化监管手段并不排斥行政化监管手段的干预，但是管制手段的运用皆应明确底线，当市场自我调节能力能够有效发挥时，衍生品监管便可尽可能地交由市场去调节^[11]。

4. 重视衍生品交易中的金融消费者保护

金融消费者理念并非新话题，早在1995年，英国经济学家Michael Taylor便提出了著名的“双峰理论”。认为除了审慎监管目标之外，保护消费者权益也是金融监

管的并行目标之一，旨在“通过监督金融机构的行为，防止或减少消费者受到的欺诈或其他不公平待遇”^[1]。金融危机的爆发迎来了金融消费者保护的一次高潮，各国将其视为应对之策写入危机后的法案之中，一时间该理念炙手可热。⁵

将金融消费者理念纳入投资者保护制度之中的可行性在于二者的契合，非专业的个人投资者同时具备投资者和金融消费者的双重属性。一方面，面对日益复杂化、多样化的证券产品，非专业的个人投资者同金融消费者一样处于弱势地位；另一方面，非专业个人投资者是出于非经营目的购买或使用金融产品或服务行为的自然人，符合金融消费者定义的三个条件。⁶因此，境外各国或地区纷纷在立法中引入金融消费者理念，对处于弱势地位的金融消费者提供一定的倾斜性保护。一种形式是在诸多金融领域法中引入金融消费者保护的条文，常见于分业监管格局的国家；二是制定统一的金融服务法，其中以金融消费者保护为专章、专节进行规定并贯穿全文，这一模式通常是混业监管趋势下的产物，如2001年英国《金融服务与市场法》，2007年韩国《资本市场法》以及日本的《金融商品贩卖法》与《金融商品交易法》；三是制定单行的金融消费者保护法，范例有美国《2010年华尔街改革和消费者保护法》及我国台湾地区2011年的“金融消费者保护法”等。

5. 衍生品监管模式的选择与本国实际相契合

无论是统一监管模式还是多边监管模式，在现实上都存在合理性，在理论上也都有基础支撑。具体监管体制的选择与设计同该国金融市场发展的历史沿革和现实特征密切相关，通常根源于本国的法律体制、金融市场发育情况以及政治、舆论背景的考量，并随着现实需求的变化在实践中进行适时调整。即便确立了一种相对稳定的监管模式，也要随着现实需求在实践中灵活调整，通过监管力度的收缩或放松实现市场化监管，明确政府干预的底线。也就是说，无论选择何种监管模式，都应当根源于该国的法律体制、金融市场发育情况以及政治、舆论的考量等背景。

我国衍生品市场监管现状与问题

20世纪80年代以来，我国不断进行金融创新的尝

试，但由于宏观环境和市场条件不够成熟，金融衍生品发展一度被搁置，使得我国的期货市场长期处于商品期货一枝独秀的局面。2010年股指期货交易在我国的顺利

表1 我国衍生品监管主体与主要监管规范

监管类别	监管主体	监管对象与内容	主要监管规范
政府监管	中国人民银行	利率互换、远期利率协议、外汇掉期、债券远期的交易和全国银行间债券市场的资产支持证券发行与交易等场外金融衍生品交易	《关于开展人民币利率互换业务有关事宜的通知》、《远期利率协议业务管理规定》、《关于在银行间外汇市场开办人民币外汇货币掉期业务有关问题的通知》、《全国银行间债券市场债券远期交易管理规定》、《资产支持证券信息披露规则》
	证监会	股指期货、股票期权等在交易所进行交易的场内金融衍生品以及证券公司、证券投资基金参与金融衍生品交易活动	《证券公司资产证券化业务管理规定》、《股票期权交易试点管理办法》、《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》、《合格境外机构投资者参与股指期货交易指引》、《期货公司监督管理办法》、《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》、《期货公司资产管理业务试点办法》、《关于建立金融期货投资者适当性制度的规定》、《证券公司参与股指期货、国债期货交易指引》
	银监会	商业银行、信用合作社、政策性银行、金融资产管理公司、信托公司、企业集团财务公司、金融租赁公司等银行业金融机构参与金融衍生品业务活动	《信贷资产证券化试点管理办法》(与人民银行合发)、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》、《关于进一步加强银行业金融机构与机构客户交易衍生品风险管理的通知》、《信托公司参与股指期货交易业务指引》、《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》
自律监管	保监会	保险公司参与衍生品业务的活动	《保险资金参与金融衍生品交易暂行办法》、《项目资产支持计划试点业务监管口径》
	财政部	从财务会计方面对参加金融衍生品交易的企业会计制度以及央企投资金融衍生品的业务活动进行规范	《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》、《信贷资产证券化试点会计处理规定》、《关于当前应对金融危机加强企业财务管理的若干意见》
	外汇管理局	外汇衍生品业务	《全国银行间外汇市场人民币外汇掉期交易规则》(中国外汇交易中心与全国银行间同业拆借中心合发)
	国资委	国企参与金融衍生品业务活动	《关于进一步加强中央企业金融衍生品业务监管的通知》、《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》
	中国金融期货交易所、深圳证券交易所、上海证券交易所	交易所推出的衍生品及从事衍生品交易的各交易参与者	《中国金融期货交易所交易规则》、《中国金融期货交易所违规违约处理办法》、《中国金融期货交易所异常交易监控指引》等 《深圳证券交易所权证管理暂行办法》、《深圳证券交易所资产证券化业务指引》等 《上海证券交易所权证管理暂行办法》、《上海证券交易所股票期权试点交易规则》、《上海证券交易所股票期权持仓限额管理业务指引》、《上海证券交易所股票期权试点做市业务指引》等
银行间市场交易商协会、证券业协会、期货业协会等行业协会	对会员单位从事衍生品业务进行行业自律监管	产品交易内部风险管理指引》、《证券公司私募产品备案管理办法》、《证券公司金融衍生品柜台交易业务规范》、《证券公司创新业务(产品)专业评价工作指引》、《场外证券业务备案管理办法》、《证券公司私募产品备案管理指引》、《证券公司金融衍生品备案指引》、《股指期货风险监控系统功能要求指引》、《期货公司资产管理业务投资者适当性评估程序》等	

推出终于打破了这一僵局，我国开始了衍生品发展的新纪元。基于我国衍生品市场发展初期反映的不足，借鉴2008年爆发的金融海啸带来的教训，有必要对我国现行衍生品监管进行一番冷静的思考，认真考察其现状并作出客观评价，尤其是对存在的问题予以梳理和归纳，以便有的放矢地提出改进措施和完善思路。

一、我国衍生品市场监管现状

我国金融衍生品的监管分为政府监管和自律监管两个层面。政府层面的监管主体主要包括人民银行、银监会和证监会，其他政府部门对金融衍生品也具有一定的管理职能，如保监会对保险公司参与衍生品业务活动的监管，外汇管理局对银行间外汇衍生品市场主体的资格核准及交易行为监管等职能等。自律监管包括交易所自律监管与行业协会自律监管，前者包括上海证券交易所、深圳证券交易所、中国金融期货交易所等交易场所对在本所内开展的衍生品业务实施监管，如组织安排金融期货、期权等衍生品上市交易、结算和交割等。第二类自律监管主体则包括银行间市场交易商协会、证券业协会以及期货业协会等，主要对协会会员实施行业自律监管。

二、我国衍生品监管存在的问题与局限

通过对我国当前衍生品监管主体与主要规范性文件的梳理(表1)，可以看出我国当前衍生品市场的监管仍是在“分业经营、分业监管”理念下实施机构监管，呈现出多头监管的局面。我国当前监管模式在我国的金融发展史上起到了举足轻重的作用，为衍生品业务的发展和金融体系的总体稳定，发挥了至关重要的作用。但是，证券期货业务交叉持牌将促使分业经营向混业经营转变、证券产品与业务创新加快，金融风险跨越各个独立的证券公司而具有更强的“外部性”，衍生品市场的复杂性更易诱发系统性风险，也对监管提出了更高要求。与成熟金融衍生品市场监管相比，我国现行监管权分割开来的监管体制在监管理念、监管主体和监管依据等方面上还存在问题和局限。

一是机构监管与多头监管制约了监管效率。从我国关于衍生品交易的各类规范中不难看出，监管部门主要是对参与金融衍生品交易的各类交易主体进行市场准入和风险控制等方面进行监管，而对于衍生品本身的产品

设计和信息披露等方面却较少监管。中国人民银行、银监会、证监会、保监会、甚至财政部和国资委等政府部门都对衍生品市场享有一部分监管权，这样以金融机构为中心进行监管往往会产生监管范围难以覆盖衍生品交易全过程的缝隙，还可能由于监管范围的重叠而产生监管竞争，即各监管部门之间争夺产品性质和监管权力，从而影响监管效果和金融市场发展。

二是我国衍生品监管还存在监管主体职责权限划分不明、缺乏协调的问题。在跨市场交易的金融衍生品市场中，根据金融业别划分相应的监管职责和监管范围，不同的监管主体负责监管某一部分金融衍生品市场。但是监管范围的划分依据不一，有的依据衍生品的产品类型，有的依据参加衍生品交易的金融机构，划分标准的不同导致了各监管主体分工的杂乱与模糊^[10]。而各监管主体间又缺乏协调机制，难以对衍生品市场统筹监管。尽管银监会、证监会和保监会签订了《银监会证监会保监会金融监管分工合作备忘录》，建立三会共同参加的监管联席会议机制和经常联系机制，这一框架下的协调机制虽然对于协调衍生品监管具有一定的积极作用，但是由于强制效力和参与主体等因素的局限，依然存在着诸多不足与缺陷。

总之，机构监管理念下的多头监管不符合衍生品跨市场交易的属性，会割裂衍生品市场本身的统一性，容易产生监管主体缺位、标准不统一、协调机制不完善等问题，难以适应金融创新的深化以及现代金融系统的复杂性与专业性的要求。

几点启示

监管模式本身并无优劣高下之分，关键在于是否适应于本国情况，衍生品市场监管模式的选择也应当与衍生品市场发展的实际情况相适应。鉴于我国多头监管现状，结合我国当前衍生品市场仍处于发展初期的现实，借鉴境外衍生品监管的经验与教训，我国衍生品监管制度的改进可以从如下几方面进行：

一、重视衍生品市场发展与实体经济的联动效应

我国“十三五”规划中指出，“加快金融体制改革，提高金融服务实体经济效率。”实体经济是金融产生、发展的基础，一定的实体经济规模决定了金融的发

展规模与膨胀范围；金融是实体经济高度发展的产物，是顺应实体经济发展要求而产生的，衍生品市场发展与实体经济之间也存在联动效应。

一方面，衍生品市场的勃兴在一定程度上能够助推实体经济发展。衍生品市场的发展能促进闲散资本集中，为实体经济的发展拓宽融资渠道，为套期保值提供途径；能有效地促进资源优化配置，提高资源的利用效率；还可能影响实体经济领域的外部经营环境，可促进实体经济的产业结构升级和调整。

另一方面，实体经济的运行状况决定着衍生品市场的交易规模。衍生品与现货之间有直接而密切的联动关系，而现货资产与实体经济发展紧密相关，故归根到底衍生品发展规模与企业经营状况、社会公众购买力和消费水平等实体经济领域的发展情况紧密相连。鉴于衍生品市场发展与实体经济系统间的相互作用，实体经济的健康发展能为衍生品市场的运行奠定坚实的物质基础，但其不良发展状况则会导致衍生品系统运行混乱。这也就解释了为什么美国在2008年由于衍生品异化引爆的金融危机中，政府救市目标并不在于机构或者资本市场本身，而是应对金融市场异常波动时可能发生的系统性风险，着力于整个经济体系的重建与复苏。因为从更为宏观的视域下看，美国实体经济衰退已经对金融稳定产生严重影响，美国次贷危机救助措施便必然拓展到实体经济之上。因此，衍生品市场的发展与监管应以服务于实体经济为准则。

二、功能监管理念下的协调联动监管

就“十三五规划”中提出的加快金融体制改革问题，习近平总书记在关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》的说明中进行了详细阐释。其中重点就在于面对现代金融发展呈现出的“机构种类多、综合经营规模大、产品结构复杂、交易频率高、跨境流动快、风险传递快、影响范围广”等特点，应当加快建立统筹协调监管的现代金融监管框架，坚守住不发生系统性风险的底线。

早在2007年金融危机之后，财政部便在其发布的《关于当前应对金融危机加强企业财务管理的若干意见》中，要求各类企业审慎对待金融衍生品投资，健全金融衍生品投资企业内控制度，完善风险管理和决策程

序，杜绝金融衍生品投机行为。2009年4月的G-20国伦敦峰会上发表的《领导人宣言》(Leaders' Statement)明确将实施宏观审慎监管作为金融监管的基本原则之一。在这样的背景下，为维持投资者信心、维护金融体系稳定并便利资本形成，在宏观审慎监管思路下确立功能监管理念是未来的必然选择，这要求监管者对衍生品业务进行协调联动监管，实现对跨市场和混业经营风险有效监督和管理。

衍生品交易具有跨机构、跨市场的特点，因而衍生品监管也相应地面临跨市场统筹协调监管的问题，如何优化监管、提高监管效率是理顺衍生市场监管秩序的重要内容。首先，明确政府监管部门、行业协会、交易所等各主体的监管权能；其次，要明确跨市场联合监管框架，建立监管机构间的跨市场监管沟通与协调机制；再次，要加强现货市场和衍生品市场跨市场之间的信息共享，构建监管机构之间的信息交流及联合执法机制，加强信息披露与账户追踪机制建设；最后，根据投资者分类与产品复杂程度，实施差异化监管，衍生品市场中的套期保值、套利者和投机者都是市场有效运行的必要组成，而利用大规模的资金优势改变期货和现货市场的供求关系的期现联动交易者容易破坏衍生品功能与市场秩序，需要重点监管。

三、适度监管而不抑制创新

衍生品市场运行混乱将扭曲资源配置、降低市场效率，过度膨胀则会增加市场风险、导致经济泡沫累积，严重时甚至会引发全球性的金融危机。因此在金融海啸之后，全世界都绷紧了金融衍生品监管的神经，“放松监管”被视为一种不合时宜的理念与做法而遭到摒弃。审慎监管的理念符合金融市场对于安全和稳定的要求，也确实应为各国的金融监管部门所遵守。我们也有必要对监管体系进行改革，把好新的金融衍生产品的风险关，做好日常的风险监测工作，在关注和监管好金融创新时，要以安全稳定为前提。

但是，正确处理好金融稳定与金融创新之间的关系并不意味着要因噎废食，以从严监管抑制创新发展。尤其是随着金融机构之间、国际金融市场之间的竞争日趋激烈，对金融创新的全面否定与简单禁止将会制约金融行业的整体发展。虽然保证了市场的安全性，但也可能

因缺乏风险释放途径而不断蓄积，风险若一旦爆发，后果将难以控制。因此，我们应当在坚持审慎监管原则的前提下，把握好“审慎”的尺度，切不可使监管标准过于严苛，既要坚持金融业务创新，又要使其在安全、稳健的轨道中运行，实现与我国现实相符合地适度发展。

余论

金融创新的脚步不会停滞，衍生品监管也如影随形，市场创新与国家管制之间在博弈中共存、发展。衍生品市场发展的战略选择应立足于经济发展的实际需要，从全局出发，考虑我国货币市场、外汇市场、证券市场等金融基础市场的发育程度以及金融监管的能力与水平^[6]。而在证券交易所同时发展期权、期货与现货在国际上已成为主流趋势。⁷这种衍生品的发展模式能够提供更为丰富多元的金融工具和便捷高效的风险管理工具，不仅有利于资本市场的开放，对证券交易所自身发

展也具有重要的战略意义，还便于投资者在同一个系统中完成衍生品交易，更方便使用现货抵缴保证金，从而提高投资效率、资金使用效率，有益于其权益保护。

同时，这也与我国衍生品市场处于发展初期的现状与稳健推进的监管需求相适应。一方面有利于统筹协调监管，防范市场风险，期权、期货和现货市场之间是一个整体，市场分割将为现货市场监管到衍生品市场监管的联动提高难度，使得两个市场监管时效分化，无法及时更新有针对性的交易规则体系。而且市场分割会增加在完善交易盘中、盘后的监管手段时存在的市场分割壁垒，加大监管成本、降低监管效能。另一方面有利于避免建立量化交易监管体系困难。市场分割可能形成对量化交易等自动化交易行为的监管漏统，交易时产生的数据将会分别存在两个交易系统中，投资者可能利用两个交易系统存在的差别规避监管体系，对监管部门建立量化交易监管体系存在一定困难，不利于统筹协调监管。 ■

注释

1. 正如美联储前主席格林斯潘在其著作《动荡年代》(The Age of Turbulence)中评价的那样——“多个监管者比一个好”，多头监管模式契合了美国一直倡导的分权制约的理念，而且在历史上也确实支持了美国金融业的繁荣发展。
2. “双重”是指联邦和州两级政府都拥有金融衍生品市场监管的权力，“多头”是指包括美联储(FRS)、货币监理署(OCC)、美国证券委员会(SEC)和美国商品期货交易委员会(CFTC)在内的多个部门共同分担金融衍生品市场监管的责任。
3. 《多德-弗兰克法案》的主要内容包括成立金融稳定监管委员会、设立消费者金融保护局、将场外衍生品纳入监管、限制商业银行自营交易、设立新的破产清算机制、美联储被赋予更大的监管职责等。
4. 1986年，宏观审慎监管的概念正式出现在国际清算银行(BIS)公开披露的报告中。2000年10月，国际清算银行对宏观审慎监管进行了明确的定义。至此，宏观审慎监管的定义经过不断地校正，才得到较此前更为清晰准确的界定。

5. 甚至很多人将危机发生的原因归咎于金融消费者保护的失职，认为正是由于金融消费者保护未得到应有的重视，所以不公平和欺骗性行为肆无忌惮的滋生和传播，最终险些拖垮整个金融体系。参见：Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Chairman Chris Dodd, "Summary: Restoring American Financial Stability", p1.
6. 消费者的基本特征是：(1)从事了购买产品或接受服务的行为；(2)该行为出于生活目的；(3)消费者为自然人。参见李昌麒、许明月：《消费者保护法》，法律出版社2005年版，第58页。
7. 从国际上交易所的发展来看，通过并购与合作(83%收购事件涉及衍生品业务)，现货交易所、期货交易所、指数公司以及结算公司不断融合，逐渐形成现货、衍生品、结算和指数于一体的交易所集团。根据WFE统计全球交易所涵盖的业务范围，71%的交易所具有衍生品业务，59%同时具有现货与衍生品业务，而只有29%只具备现货业务。以QFII、QDII、RQFII、沪港通、深港通为代表的资本市场双向开放不断深化。

参考文献：

[1] Michael Taylor. Twin Peaks: A Regular Structure of the New Century[R]. London: Center for the Study of Financial Innovation, 1995.

[2] 陈聆. 金融衍生品：演进路径与监管措施[M]. 中国金融出版社, 2008.

[3] 陈敏娟, 廖东声. 国际金融危机后新加坡金融监管体制改革及对东盟其他国家的启示[J]. 东南亚纵横. 2014, (08).

[4] 丁德圣. 次贷危机后国内外监管思路和模式研究[D]. 辽宁大学学位论文, 2013.

[5] 冯果, 袁康. 后危机时期金融监管之反思与变革[J]. 重庆大学学报, 2011, (01).

[6] 葛敏, 席月民. 我国金融衍生品市场统一监管模式选择[J]. 法学杂志, 2005, (02).

[7] 李扬, 胡滨. 金融危机背景下的全球金融监管改革[M]. 社会科学文献出版社, 2010: 28.

[8] 廖凡. 金融市场：机构监管？功能监管？[J]. 金融市场研究, 2012, (01).

[9] 廖凡, 张怡. 英国金融监管体制改革的最新发展及其启示[J]. 金融监管研究, 2012, (02).

[10] 熊玉莲. 金融衍生工具法律监管问题研究——以英、美为主要分析视角[M]. 北京大学出版社, 2009.

[11] 张欣, 孙刚. 外汇衍生品：汇率风险对冲与出口企业盈利能力——来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经论丛, 2015, (01).