

中国金融期货风险监管审视

—以监管主体的权力为轴线

Review on China's Regulatory Regimes of Financial Futures Risks

張學安*
Xuan Yanli

目次

- I. 引言
- II. 金融期货风险的政府监管问题
- III. 中国期货业协会的自律监管问题
- IV. 期货交易所的风险监管问题

국문초록

금융선물리스크에 관한 법규정은 시장의 급격한 변동을 예방하고 줄이는 관건이다. 2010년 중국은 금융선물거래를 시작하였으나 선물법은 제정되지 않았고 다만 선물거래관리조례만 마련되어 있는 상황이다. 본 논고에서는 정부, 자율조직 및 선물거래소의 감독과 관리를 중심으로, 중국 금융선물리스크를 조절하는 입법을 살펴보면서 부족한 부분에 대해서 분석하였다. 국제금융선물의 선진적인 입법례의 분석을 바탕으로 중국 금융선물리스크의 조절에 관한 입법의견을 제기하였다. 그 내용으로는 첫째, 선물법을 제정하고 정부의 감독

논문접수일 : 2015. 03. 13.

심사완료일 : 2015. 04. 29.

게재확정일 : 2015. 04. 30.

* 法学博士, 西北政法大学教授, 博士研究生导师。主要研究方向: 国际经济法, 国际金融法 本文是陕西省教育厅2014年人文社科重点研究基地科研计划项目《丝绸之路经济带建设中的国际法问题研究》(编号: 14JZ062) 阶段性研究成果。

과 관리권한을 제한해야 하며, 지금의 급선무는 자율감독과 관리에 대하여 유리한 환경을 조성하는 것이다. 둘째, 선물업협회는 독립된 감독권을 행사해야 한다. 셋째, 금융선물거래는 국제규칙에 접근하였으나 일선(一線)의 감독권한을 더 많이 부여해야 하고 입법으로 면책제도를 구축하여 선물거래소의 합법적 권리를 보호해야 한다.

주제어 : 금융선물리스크, 감독주체, 조절, 금융선물거래, 선물거래소

1.引言

金融期货 (Financial Futures) 是指以金融工具为基础衍生的标准化合约。金融期货交易双方以约定的时间和价格, 通过标准化合约买卖某种金融工具 (商品)。¹⁾ 金融期货风险是指由于市场制度的不健全和交易者的违法行为导致交易者受损失和市场功能被破坏的可能性。与其他金融衍生品一样, 金融期货的风险可以划分为市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险和法律风险, 以及结算风险和系统性风险等。²⁾ 中国已上市股指期货和国债期货, 但是由于《期货法》尚未颁布, 许多法律制度仍然在探索之中, 金融期货的风险监管制度难免存在不完善之处。世界各国期货市场风险监管模式有两大类, 一类是政府、行业协会和期货交易交易所的三级监管模式, 如美国、英国、日本、澳大利亚等国, 中国当前的监管与第一种模式相近; 另一类是政府和期货交易交易所的两级监管模式, 如新加坡和香港。各国基于其金融市场的结构、金融业发展的水平以及法律框架的特点, 在监管的范围、监管权力的分配乃至监管方式和手段等方面会存在差异。同样地, 由于中国的金融场所具有的新兴加转型的特点, 其监管模式和监管制度必然与境外发达市场的制度存在差异。本文试图以比较的视角, 沿着政府监管、行业监管

1) 英文instrument, 通常译为工具, 也以为商品, 如日本的《金融商品交易法》等。作者将根据上下文将该词分别译作“工具”或“商品”等。

2) See Risk Management Guidelines for Derivatives July 1994.
www.bis.org/list/bispapers/index.htm?m=5%7C27, visited on July 2nd, 2013

和交易所监管的轴线，对中国金融期货风险监控问题进行审视和研究。

II . 金融期货风险的政府监管问题

当今金融市场上，各国的金融期货风险都需要政府监管。政府监管者不同的国家存在差异，存在存在监管适当和适度的问题。过度监管也会造成效率低下，过时的以及不良的法律法规也会阻碍市场得良性运行。政府监管要首先确定适当的监管目标，赋予政府适当的监管权限。

1. 监管目标

尽管各国监管当局的金融监管模式有所不同，但监管目标大致一样，即保持市场的完整性（公平、有效和透明的市场）；保持金融的完整性（降低系统性风险），保护投资者，确保市场公平。³⁾国际证监会组织的报告中认为，这一目标和原则同样适用于金融衍生品。⁴⁾中国的《期货交易管理条例》规定的监管目标是规范期货交易行为，加强对期货交易的监督管理，维护期货市场秩序，防范风险，保护期货交易各方的合法权益和社会公共利益，促进期货市场积极稳妥发展。⁵⁾

通过分析期货交易管理条例的规定，可以看出中国的期货市场监管目标体现了新兴加转型的特点，监管目标与成熟市场国家存在一定的差别。从成熟市场的发展和监管历史来看，保护投资者利益始终是西方国家政府监管者的基本宗旨。政府相对地更为关注市场主体之间的公平竞争和公平待遇，操纵、欺诈行为和内幕交易的克服，投资风险的分散，信息完全性和市场效率以及投资者的信心等。而对于诸如推动市场快速发展、现代企业机制的构建、外部效应中的某些方面等等来说，则较少关注并不予主动干预，而是听凭市场的自发调节和市场的自由发展。新兴期货市场的政府及监管部门的监管特点就是更广泛、更直接、更具体地干预和介入

3) IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, 1998.

4) IOSCO Task Force on Commodity Futures Markets, March 2009.

5) 《期货交易管理条例》第1条。

期货市场。监管者一般把资本形成量、现代企业机制的构建、过度投机的抑制、证券市场的外部效应、投资者理性及其培育等放在优先地位考虑。⁶⁾中国期货监管目标中“促进期货市场积极稳妥发展”即体现了新兴国家立法的上述特点。

2 监管机构及其权限

通过立法确立监管体制及监管部门的权力，是当代国家金融期货监管的通例，不过立法模式不尽相同。如美国的单独立法有《商品交易法》和《商品期货现代化法》。⁷⁾日本、韩国采用综合行立法，在综合性法律中纳入金融政府监管金融期货的规定，如日本《金融商品交易法》，韩国《资本市场和金融服务法》等都有规定了政府对包括金融期货在内的金融市场的监管及其权力。

美国在监管模式方面，形成了政府宏观管理、交易所一线监管和行业协会自律管理的既有分工又有协作的监管体制。⁸⁾美国对包括金融期货在内的金融衍生品监管，主要采用功能性监管的方式。商品期货交易委员会（CFTC）和证券交易委员会（SEC）根据衍生工具本身属性来划分监管管辖权，将衍生工具分为两类——“证券”和“商品”，被视为商品合同的衍生产品（包括商品期货或期权）由CFTC根据《商品交易法》制定的联邦法规来管辖；被视为证券的衍生产品由SEC根据1933年《证券法》和1934年《证券交易法》制定的联邦法规来管辖；具有证券与商品双重性质的衍生产品则受SEC和CFTC双重管辖。CFTC和SEC通过目标测试来决定双方的管辖权。德国金融期货交易监管架构是联邦金融监管局、州政府交易所监管机构和交易所的交易监察部门。德国没有专门的《期货交易法》，采取“大证券”概念，对期货交易及期货交易所的监管，主要适用《证券交易法》和《交易所法》。2004年修订的《证券交易法》明确了联邦金融监管局（BaFin，由银行监管局、证券监管局和保险监管局合并成立）的职权范围。《交易所法》也明确州政府交易所监管机构和交易所的权责，原则上由州政府管理交易所，对

6) 参见张建刚，《期货市场自律监管体系比较与借鉴》，《武汉理工大学学报（社会科学版）》2005年10月。

7) 不过，《华尔街金融改革法》中也涉及到期货。

8) 张大强，《期货：对中国期货市场监管模式的思考》，《期货日报》2004年7月4日。

交易所规则提出最基本的要求。日本的期货监管机构比较分散，根据期货标的物的不同，期货分属3个不同主管机关管辖。农产品期货交易由农林水产省综合食料局管辖，非农产品期货（不包括证券及金融期货）归经济产业省商务情报政策局商务课管辖，证券及金融期货交易属于金融厅管辖。

中国的监管机构设置和权限，实际上是采用大证券的思路来设置的，证券、期货同属于中国证监会监管。《期货交易管理条例》授权国务院期货监督管理机构对期货市场实行集中统一的监督管理，并赋予其职责。⁹⁾其职责主要包括：制定有关期货市场监督管理的规章、规则，并依法行使审批权：

对品种的上市、交易、结算、交割等期货交易及其相关活动，进行监督管理；对期货交易所、期货公司及其他期货经营机构、非期货公司结算会员、期货保证金安全存管监控机构、期货保证金存管银行、交割仓库等市场相关参与者的期货业务活动，进行监督管理；制定期货从业人员的资格标准和管理办法并实施监督，监督检查期货交易的信息公开情况等，审批期货交易所的设立，交易所章程，交易规则，期货产品的上市、退市等，期货公司的设立，期货交易所及期货公司的住址、法定代表人的变更，并对违法行为进行调查处理。

3. 中国政府在监管金融期货风险方面存在的问题

中国对金融期货风险的监管，在立法层次、立法内容和监管架构方面，尚存一些问题，特别是金融期货基本立法的缺位问题。由于期货市场的特殊性和市场失灵问题的复杂性，决定了金融期货风险的监管需要采用多种手段（包括法律、法规、制度、政策、指引等），从立法和政府监管角度看，缺乏高阶位的立法，已有立法对主管部门授权不足并且权力边界缺乏清晰界定，难以满足金融期货风险的监管要求，难以应对金融期货引发的复杂风险。中国证监会的地位是正部级事业单位，不是行政机关。根据行政法原理，事业单位只有法律法规的授权才能成为行政管理的主体。虽然《期货交易管理条例》授权证监会为金融期货市场的主管部门，但证监会事业单位的性质与金融期货市场监管的复杂性远不适

⁹⁾ 见《期货交易管理条例》第六章。

应, 与其行使规章制度、稽查、处罚权, 存在不协调, 并其法律对证券监督管理机构(证监会)的授权实际上有限。比如, 成熟国家的期货品种上市需要经过审批, 而中国的金融期货品种上市, 中国证监会没有最后决定的权力, 仅有批复的权力。¹⁰⁾实际上, 证监会从未独立获得新批一个品种的权力, 国务院也从未依照期货交易管理条例放权。¹¹⁾

从法律内容上看, 法律法规粗疏或者不全面不利于风险防范。中国证监会无法或者未能及时出台政策和法规, 特别是在法律规定不明确的情况下, 形成被动。如由光大乌龙指事件引发的杨xx诉中国证监会一审过程中, 争议之一就是法律对内幕交易的界定不清。由于《期货交易管理条例》没有明确界定内幕交易, 证券法规定的内幕交易与期货法中的内幕交易的差异, 以及执法部门的解释权是否受明示列举范围的限制, 或者为了维护市场稳定, 保护消费者和金融市场的整体性之目的, 对于新的金融产品交易和跨市场交易拥有较灵活的解释权, 引发了争议。

从金融衍生品监管角度看, 目前法律框架还隐藏着新的金融期货交易的监管权归单一部门还是多个部门问题。从法律制度需求来看, 银行、保险和证券行业呈现递增的规律。中国经济发展中, 直接融资必然需求巨大, 发展直接融资市场是中国经济发展必然经历的阶段。证监会的事业性质影响其规章制度以及执行权, 期货和证券的不同立法目的容易使证监会定位混乱, 不利于风险防范。金融期货涉及的多个部门和领域, 没有法律特别授权, 目前证监会根本无法有效控制金融期货风险。如利率期货的发展会涉及到人民银行的监管、国债期货的推出涉及到财政部的监管等, 在资本管制尚存的环境下, 外汇期货、外国主体进入中国期货市场等方面的监管, 证监会既没有完整的法规制定权, 也没有有效的执法权。股票期货、期权, 虽然不会像美国那样需要立法界定和实践中CFTC 和SEC的协调, 按照目前的模式都属于中国证监会的监管范围, 但不同市场之间的协调, 以及金融期货的跨境交易, 将会带来新的监管问题。¹²⁾

10) 如, 国债期货就是“经国务院批准, 中国证监会批复”

11) 参见顾耕耘主编《金融衍生工具的法律规制》, 北京大学出版社2007年5月第一版第213页。

12) 有人认为, 中国证监会同时监管证券市场和期货市场是不科学的。见胡茂刚, 《中国股指期货三层监管体系的法律思考》, 中国民商法律网, 商事法学www.civillaw.com.cn2013年5月8日访问。

III. 中国期货业协会的自律监管问题

期货市场的特殊性和专业性决定了政府监管具有自身难以克服的局限性。金融期货市场的复杂性决定了自律组织监管的必要性和特殊优势，因而，行业自律监管是许多金融发达国家的风险防范成功实践。期货业协会或者联合会的自律监管，是包括金融期货在内的期货市场自律监管的重要组成部分。期货业协会虽然不像期货交易所那样就是期货市场的组成部分，但是由于贴近期货市场，也能够很好地了解期货市场的运作情况；同时由于各国期货业同业协会的会员多为期货公司，因此它对于期货公司的具体情况比政府监管机构更为了解，可有采取合适的监管活动规范期货市场的运作。¹³⁾

中国《期货交易管理条例》第47条和第48条确立了期货业协会的地位。中国期货业协会 (China Futures Association, CFA) 是根据《社会团体登记管理条例》设立的全国期货行业自律性组织，为非营利性的社会团体法人。协会接受中国证监会和国家社会团体登记管理机关的业务指导和管理。¹⁴⁾期货业协会作为防范期货交易风险的一道防线，其在风险防范方面的职能主要有：自律规则制定，即制定行业自律性规则，进行诚信监督；制定行业行为准则和业务规范，参与拟定与期货行业相关的行业和技术标准，对与期货相关的政策、法律法规提出建议；教育职能，即教育和组织会员及期货从业人员遵守期货法律法规和政策；从业资格认定和管理；监督和惩戒期货从业人员；开展期货业的国际交流与合作，推动相关资质互认，对期货涉外业务进行自律性规范与管理等。¹⁵⁾期货业协会的主要任务之一就是从事行业自律的层面进一步规范会员经营活动，督促会员建立健全风险预警、防范和化解机制，保证期货行业的安全有序运行。¹⁶⁾期货业协会制定的几十个自律规则中，直接与风险防范相关的有《股指期货风险监控功能要求指

13) 参见唐波 《中国期货市场法律制度研究》，北京大学出版社2010年7月版第81-82页。

14) 见中国期货业协会网站 (www.cfachina.org) 协会简介

15) 参见《中国期货业协会章程》第二章。

16) 见刘志超《以科学发展观为指引开创期货业自律监管新局面》，《中国证券报》2008年1月2日第C02版

引》、《期货投资者信用风险信息共享管理办法（试行）》及实施细则等。

国外的期货业协会之类的自律机构，都由法律明确授权，并且比较具体。如美国的自律机构包括全国期货业协会（NFA）和期货行业协会（FIA）。前者的主要职能：1、审计和监督会员满足NFA的财务要求；2、对交易所希望制止的市场违规行为加以确认。3、设计程序过滤交易数据，生成特定的报告供有关部门参考；4、通过专门的人员监控交易活动，审查交易所报告的交易数据，进行问询，向交易所有关委员会报告相关结果；5、确认交易中的违规行为内容，如事先约定的交易，制造收盘价，错误报单，转移交易记录 and 交易所记录；6、制定和执行投资者保护的规则 and 标准；7、对期货相关争议进行仲裁；8、对从业人员资格进行审查和批准。另外，根据商品交易法第17条，NFA代替CFTC履行登记注册的职能。期货经纪商（FCM），介绍经纪商（IB）商品交易顾问（CTA）和商品基金经理（CPO）都要注册。根据NFA规则第1101条和CFTC交易规则 第170.15，人行从事期货行业服务的经纪商等都必须加入NFA并接受其监督。FIA具有论坛性质，致力于对期货从业者和投资者进行培训教育。后来邀请外国机构加入，成为国际性的期货组织。

美国法律规定的政府监管和自律监管，各层次分工明确，如CFTC的工作重点是制定法律法规，规划和促进期货市场健康发展，预防和打击市场操纵行为，维护市场公平，保护投资者利益，监督自律组织履行自律监管职责等，NFA一方面向CFTC注册，接受其监管审计，细则、制度的修改要获得其批准，另一方面接受授权，承担一定的监管责任，对期货市场进行行业管理，包括注册、仲裁、会员财务状况的审计和期货推广交易等；交易所仅对其会员进行日常监管；自律监管以风险事故的事先防范和动态监控为核心内容。¹⁷⁾

不过，新加坡和香港都没有采用行业监管的方式，可能因为国土面积比较小，期货交易所和期货经纪公司数量相对较少，如果发生重大事项，金融监管当局马上就可以知道。交易所内部控制，在确保交易安全和财务完善方面是健全行之有效的。交易所在某种意义上替代了其他国家的行业协会。

与其他国家的自律组织相比较，中国期货业协会同样拥有重要的风险监管权。

17) 本部分参考了华东政法大学2009年裴斐的博士论文《期货市场自律监管制度研究》。

尤其是其拥有的风险监控方面两大武器，其一是期货从业人员的市场准入其二是期货从业人员的纪律惩戒。期货业协会负责期货从业人员资格的认定、管理以及撤销工作，¹⁸⁾会员违反协会《章程》或行业自律规则的，可给予训诫、公开谴责，暂停会员部分权利，暂停会员资格，以及取消会员资格的处分¹⁹⁾。由于期货公司以及其他专门从事期货经营的机构应当加入期货业协会，丧失了会员资格也就意味着丧失了从事期货业务的资格。这些权力本来应该使其在监管中发挥突出的作用，但是由于中国期货市场是自上而下由政府推动产生的，政府监管延伸到微观层面的活动，加上交易所的直接一线风险监控，期货业协会的作用受到局限。特别是在中国现行的制度框架内，全国性行业协会一方面具有二政府的权力，另一方面又缺少独立性，无法按照市场规律行使行业自律。中国的期货业协会尚无法摆脱这种环境而完全市场化运作。

IV. 期货交易所的风险监管问题

期货交易所的监管是期货风险监控的一线监管。在现代市场经济条件下，期货交易所是一种具有高度系统性和严密性、高度组织化和规范化的交易服务组织，是期货合约履约的保障者。期货交易所自身不参与期货交易，专门为期货交易提供交易设施和交易场所，制定交易规则。期货交易所的自律监管就是指期货交易所组织期货交易过程中的自我约束、自我规范以及对在其场内交易的会员、进行期货交易的行为和期货交易本身进行的监督管理。²⁰⁾

境外金融期货的交易所监管权力来源可分为两大块，一是法律授权；二是交易所会员的契约型授权。法律授权是成熟市场国家的通例。如美国《商品交易法》规定期货交易所可以对期货交易行为等制定规则，并可对违反规则的主体进行处罚。²¹⁾英国《金融服务和市场法》、新加坡《证券期货法》和《商品交易法》，

18) 《期货交易管理条例》第49条第3款。

19) 《中国期货业协会会员管理办法》第17条。

20) 唐波，《中国期货市场法律制度研究》，北京大学出版社2010年7月版第48页。

21) See Commodity Exchange Act, as amended Through P.L.106-580.

韩国《金融投资服务与资本市场法》(the Financial Investment Services and Capital Markets Act) 及《衍生品市场业务条例》(Derivatives Market Business Regulation) 都对期货交易所的自律监管权进行了规定。

中国金融期货交易所(下称“中金所”)的监管,借鉴了境外监管的成熟经验和规则,在中国现行法律框架下结合本国市场的特点,制定了风险控制的规则和程序。中国的金融期货交易采取了与其他期货交易所基本相同的风险监管措施,包括风险隔离(如市场禁入制度);风险转移(保险);损失控制(涨跌停板强制减仓);风险结合(保证金,结算担保金);风险回避(强行平仓)等。《风险控制管理办法》比较集中地反映了其风险控制的制度。中金所以交易规则、实施细则、合约交易细则三个层次重新构建规则体系。建立了金融期货投资者适当性制度。将制度适用范围由股指期货扩大至包含国债期货在内的所有金融期货产品,并对制度操作流程予以优化调整。同时结合国债期货和股指期货的风险特征制定针对性安排。通过健全大户持仓报告制度与标准防范市场操纵风险,在强制减仓申报平仓数量确定和盈利客户分配相关规定中增加适用国债期货的具体标准,在结算规则中对实物交割事项作出具体规定。风险管理实行分级负责制,交易量实行限仓制度,对投资者同一品种单个合约月份单边持仓实行绝对数额限仓;当结算会员在某一月份合约上的持仓量超过规定界限的,该结算会员应于第二个交易日闭市前用自有资金缴纳超额结算准备金。其三是提高会员管理制度兼容性。扩充交易结算会员和全面结算会员业务范围,为非期货公司会员以结算会员身份从事自营业务提供制度空间,并调整交易结算会员和全面结算会员资格条件。²²⁾

中金所的风险防范制度设计,除了前述的风险隔离和限制制度之外,主要体现在结算方面——结算会员制。中国金融期货交易所实行结算会员制度,会员分为结算会员和非结算会员,结算会员按照业务范围分为交易结算会员、全面结算会员和特别结算会员。交易所管理结算会员的风险,结算会员管理代理投资者和交易会员的风险,交易会员管理代理投资者的风险。实行结算会员制度,形成多层次的风险控制体系,强化了中国金融期货交易所的整体抗风险能力。

22) 参见《中国金融期货交易所》2013年度自律报告。

在监管风险的同时，中国金融期货交易还建立了投资者适当性制度，增强投资者的抗风险能力。中国证监会发布《关于建立股指期货投资者适当性制度的规定（试行）》后，中金所发布了配套措施予以落实和完善。发布的措施包括《股指期货投资者适当性制度实施办法（试行）》、《股指期货投资者适当性制度操作指引（试行）》，要求股指期货投资者应当是“三有一无”，即有经济实力和风险承受能力、有股指期货基础知识、有相关交易经历；不存在重大不良诚信记录、不存在法定禁止从事股指期货交易情形。

在强调风险控制的同时，中国金融期货交易所还实行了风险监控关口迁移、全程跟踪和跨市场监管机制。如在国债期货交易方面，一是强化预研预判，加大对重大市场信息、全球市场情况的分析，明确监控关注重点；二是盘中密切监控价格走势与交易行为，动态关注价格、成交及持仓变化，及时发现市场异常情况；三是及时启动排查程序，深入挖掘市场异动线索与传导路径；四是强化信息传闻监控，通过“人机结合”的模式，提升监控的广度、深度和效率，防范信息型操纵、内幕交易等违法违规行为。²³⁾中国金融期货风险监控措施和监管理念，与国际上的通行惯例相吻合。在跨市场监管方面，建立了跨市场、跨部门协作监管机制，防范系统性风险，如股指期货跨市场监管协作机制为基础，与上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券登记结算公司、期货保证金监控中心建立涵盖股指期货和国债期货的跨市场监管协作机制，在国债期货跨部委协调机制下积极推进更大范围的国债期货跨市场监管协作机制，有效防范系统性风险。与跨市场监管协作单位一起，通过信息交换、联合排查、协作例会等方式，严格落实各项跨市场监管安排。²⁴⁾

在风险防范方面，期货交易所的权利边界不清，尤其是其与期货业协会的分工与协调缺少法律的明确规范。期货交易所制定规则防范金融期货风险的同时，交易所自身的风险控制尚缺少基本法律的保护，比如交易所的免责或者责任限制事项等。

四、完善中国金融期货风险监控体制的建议

中国的金融期货市场三层监管框架已经具备。但是，从当前的法律框架来看，

23) 出处同前。

24) 见中国金融期货交易所2013年自律报告。

尚不能使三者有机协调，互为补充，达到有效预测风险、解决制度漏洞、惩罚违规，保证金融期货市场正确发挥其功能。从监管主体的职权和分工角度看，比较理想的状态应该是：政府职能的重点是培育市场，在市场失灵的领域充分发挥履行职责，防范系统性风险；期货行业协会负责交易主体的市场准入和推出，制定相关标准；交易所负责金融期货产品的上市和退市，制定交易规则，具有一定范围的处罚权；交易主体合规经营，通过内控防范风险。不过，这种理想状态与目前的可行制度安排仍然存在不小的差距。中国的经济体制仍然处于改革之中，政府与市场关系的理顺尚需时日，法律的制定和修改与市场的需求存在滞后性，下面试图从各自的职责定位角度提出建议。

1. 政府监管的权力边界——市场失灵的领域

政府监管权力的边界来自法律的授予，有效的监管离不开合理的法律制度设计。随着金融业混业经营和金融控股集团的出现，多头监管已经不能适应金融创新和金融监管的需要。机构设置方面中国法律设定的分业经营分头管理框架，不足之处已经非常明显。与之相配套的按照机构的特点分别立法，也始终无法适应金融创新，尤其是衍生品综合性特点的监管需要。国际上按照金融产品的种类和功能制定统一适用的规则，而不再按照机构种类设定义务，应该值得我们借鉴。本轮金融危机后欧盟、美国以及危机爆发之际的日本、韩国和较早的英国立法创设综合监管机构的思路，值得我们参考。在监管模式方面，是顺应金融业发展的必需，建立统一的金融监管机构。合理界定政府监管的权力边界，是值得研究探讨的动态课题。

由于历史原因，中国政府监管在整个市场管理体系中所占比重过大，宏观经济手段主要以行政手段为主，很多监管措施缺少立法支持。政府监管和自律监管的理想界限：政府监管应该限制在纠正和改善期货“市场失灵”问题的范围内。政府采用法律、经济和行政手段，对参与期货活动的主体之行为进行干预、规范和引导。政府监管应该侧重立法监管。

由于中国金融市场发展仍处在“新兴加转轨”的阶段，金融期货及其他金融衍生品，随着金融创新进程会不断涌现。政府监管如何定位？金融监管部门不仅肩负

着防范金融风险、维护金融稳定的职责，同时还面临着推动金融创新、促进经济金融良性互动可持续发展的任务。这两种角色之间既存在一定冲突，也具有内在一致性。监管者应当把握金融创新与监管的平衡，做到鼓励与规范并举，培育与防险并重。²⁵⁾因此，在市场发育进程中，中国法律配套实施尚未到位之际（包括执法效果，守法意识等），靠政府推动建立起来的金融期货市场，政府监管的范围应该渐进式的逐步退出。

在金融期货风险监管方面，主要表现在：1、信息失灵。由于金融期货的交易对象是特殊的金融商品，决定其价格的因素不仅包括现时的供求关系，还包括宏观经济景气程度、政策法规的变化，外部自然灾害，以及境外（金融）市场的风险等。相对应交易主体的信息，政府在提供信息方面具有劣势，但是，从宏观角度，比中小投资者具有优势。大型机构投资者具有信息优势，日益产生内幕交易、操纵市场等行为，破坏市场公平，影响期货市场价格发现功能的发挥，扭曲市场，损害其他投资者尤其是中小投资者的利益。2、违法行为导致市场失灵。操纵、内幕交易、过度投机等违法行为。3、期货市场存在的外部性（影响个人、企业、金融行业和其他行业）引发系统性风险。

政府监管对于市场失灵状态的克服，需要足够的法律授权和足够的手段措施，包括获取监管所必须的信息。在手段方面，包括期现监管协作，国际合作，交流经验，信息共享。在政府监管层面，中国的证券市场和期货市场都属于中国证监会管辖，不容易产生像美国SEC 和CFTC那样需要机构之间的协调和法院判决的确认，但是，中国目前尚无《期货法》之类的基本法，政府监管的权力边界尚不清晰。即使统一归证监会管辖，证券和期货两市场的部分法规和交易制度仍存在许多差异，其中有些差异是因为市场特点不同导致的，如内幕交易制度中内幕新型的范围和认定，因此有些规定可能会限制市场间套利交易，从而助长跨市场操纵与内幕交易行为。将来期货法应该加强协调现货（实务商品和证券）与期货市场的法律规定，以增进市场效率，理顺市场间的套利途径，从而有效遏制市场操纵或内幕交易等不法行为发生。

对产品的监管，主要解决两个问题：一是监管范围，二是上市审批。监管范围

25) 尚福林，《把握好金融创新与金融稳定的平衡》，《求是》2014年第8期。

多数国家以场内交易产品为主，对于场外的远期和互换交易是否涉嫌受监管的期货交易，各国都有不同的判断标准。新合约上市的监管，法国、日本、新加坡、西班牙、加拿大和中国香港——主管部门审批（审批模式）；德国、意大利、澳大利亚和瑞士等——交易所决定，但主管部门可以通过交易规则的审查对交易实施干预，类似于核准制；英美由交易所根据市场需要作出决定，上市时登记备案。在市场中介监管方面，政府负责许可授权，但对牌照的发放各国侧重点不同：有点注重对风险的控制，有的注重合法性审核，有的注重对市场参与者的保护。²⁶⁾

政府监管的另一个问题是，监管机构的设置和监管权力的划分。中国由于分业经营的法律制度和与之相适应设置的监管机构，使得证监会在产品监管方面只能是名义上的主管部门，因为金融期货业务涉及到不同的监管主体。如利率期货的发展必然会涉及到人民银行的监管、国债期货的推出必然会涉及到财政部的监管。金融混业经营带来的一个明显变化是，传统的金融机构和金融市场已经发生了结构性变化，依照传统方法已经很难界定金融机构的类型。由于金融监管的基础已经发生了本质的变化，在多边监管模式运行过程中，就不断出现监管主体模糊、监管空白、监管重复等现象，虽然采用多边监管模式的国家纷纷采取措施，加强监管机构间的合作协调、信息共享，在一定程度上改善了金融系统风险监管的效率，但是弊端依然明显。中国金融期货市场应该向统一监管改革，形成一个强调跨产品、跨机构、跨市场的协作集中监管体制。²⁷⁾

总的来说，金融期货市场中政府监管的权力来源于法律授予，非官方机构或者私人机构的自律监管权主要来源于成员对自身权利的让渡，以及对其决策效力的认可，需要法律对其地位和权利义务的确认，部分监管权可来自法律授权和主管部门监管权的下移。

2. 期货交易商协会——在法律授权范围内独立行使监管协调权

中国的期货业协会是一个层级的自律监管组织。由于期货业协会行政色彩过浓，经常扮演的是执行而非决策职能，又与交易所的自律监管界限不清。协会法

26) 参见熊玉莲，《美国场外金融衍生品规则演变及监管改革》，《华东政法大学学报》2011年第2期

27) 见王兴林、程红星，《中国金融期货市场统一监管法律模式的探讨》，《中国司法》2007年第4期。

律地位残缺、授权不足，交易所独立性相对较差，法律地位和权利义务不明确，自律管理手段缺乏、力度有限，协会与交易所配合不够，自律管理在金融期货风险防范方面的作用不理想。究其原因，一方面是由于政府监管的权力过大，政府监管挤压自律监管；另一方面，行业自律在某些时候对政府监管存在依赖，无法独立。还有自律组织之间的职责范围不清问题。这种尴尬局面主要由于缺少法律明确授权（已经注意到《期货交易管理条例》的相关规定），以及市场发育进程中的定位模糊。中国的行业自律监管组织所处的外部环境差异，与美国以及西方发达国家存在较大差别，法律应协调政府监管与自律监管的关系，明确各自的监管目标，合理划分二者权限。特别需要指出的是，自律监管最受诟病的制度缺陷之一，就是自律监管和自律监管组织自利性的利益冲突，存在自己惩罚自己的表象。有可能排除政府行政监管（以自律名义）；可能忽视社会公共利益；缺少法律明确授权使得其监管措施的实施缺乏直接的强制力。

自律的功能在不同的产业市场、不同国家，包括新兴市场国家和发达国家差异很大。世界上在设计监管框架方面存在的一个最大的挑战是，对自律组织制定适当水平的监管规则，而阻碍其迅速、灵活地应对弹性大变化快的市场环境在商业需求。中国也同样面临如何将行业协会的自律和政府监管有效对接，与交易所的一线监管无缝对接问题。

反映在立法方面，政府逐步退出对具体市场问题的直接干预的定位下，法律要赋予自律更过的监管权。法律要确定自律组织的法律地位，明确其职责范围，厘清全国性行业组织与交易所的各自自律范围。

自律机构的职责范围，可参照IOSCO自律监管组织咨询委员会建议的自律监管共同实践。借鉴西方金融期货市场的一般规定，将期货业协会的职责集中在以下几个方面：规范交易会员的交易行为；审查专业机构和人员的从业资格；对从业机构实施监督，为涉及期货方面的纠纷提供仲裁方面的方便；培训考核专业期货人员，普及期货知识等。

3. 准确定位期货交易所的性质，赋予其充分灵活的风险监管权力

交易所是否是营利性组织？我国法律规定存在不协调之处。根据《期货交易管

理条例》（下称“《条例》”）第八条规定，交易所是在中华人民共和国境内登记注册的企业法人或者其他经济组织。目前，郑州商品交易所、上海期货交易所和大连商品交易所都是采用会员制的法人，中国金融期货交易所是依法注册的公司。公司通常是以营利为目的，但《条例》第七条规定，“期货交易所不以营利为目的”，按照其章程的规定实行自律管理，以其全部财产承担民事责任。有些国家的法律规定以及学界的通说都认为公司是以营利为目的而依法设立的一种企业组织形式。中国公司法虽然没有直接规定，但规定的股东权益中就包括了依法享有资产收益权利²⁸⁾，《条例》对期货交易所的定位显然与中国公司法的规定存在不协调。另外，期货交易所的负责人由国务院期货监督管理机构任免，与《公司法》第13条的规定同样不协调甚至冲突。

公司制迎合了全球化背景下竞争需要。从世界各国期货业情况看，世界上主要的期货交易所大多由会员制改为公司制，并实行区域整合和战略联盟。²⁹⁾以电子化、网络化为特征的信息技术革命彻底改变了原先以口头喊价为主的交易模式的生存环境，由此带来了激烈的竞争，交易所业务上开展跨境交易，组织上跨境并购或采用战略联盟以共享市场资源，实现双赢。中国当前的规定不利于金融期货交易所的发展。中国法律（如将来制定的《期货法》）应该明确交易所的主体地位，肯定其公司的地位（如果采用公司制），赋予其职责和义务，控制交易所自律监管与自利的冲突，对交易所提出从简单撮合交易到全面风险管理的要求，赋予其价格操纵等违法行为的监管职能。

金融期货交易所是否可以营利？境外的金融期货交易所实行公司制，并不回避其营利目的。当然，以营利为目的也会对风险监管带来影响。公司制的一个负面效果就是交易所可能放松自律性监管以降低成本和吸引客户，这与自律监管的自利性内在缺陷有关，需要监管部门予以关注。

期货交易所具有风险监管的职责，但是，交易所自身的风险如何控制？中国的当前法律尚没有具体规定。关于交易所的责任免除，韩国的立法可资借鉴。韩国 GLOBEX的特别规则（实施规则）将交易所的法定职责（responsibilities）规定为

28) 见《中华人民共和国公司法》第4条。

29) 张建刚，《期货市场自律监管体系比较与借鉴》，《武汉理工大学学报（社会科学版）》2005年第10期。

建立公平有序和透明的市场，与此相关的义务就是采取监管和执行措施来保证遵守法律。法律要求其关心投资公众的利益，只有为了保护投资公众的利益才能免除这些义务。同时，法律明确了交易所的除外责任，免除担保和法定豁免（Exclusion of Liability, Disclaimer of Warranties & Statutory Immunity）。关于除外责任，除非法律和交易所为当事人的协议另有规定，对下列的直接或间接产生的损失（直接或者间接的，包括但不限于利润损失）、损害、伤害、迟延不承担责任：1、为了履行法定责任，包括中断、中止和关闭市场；2、交易所系统的失败或者错误。交易所系统包括交易之前、交易之中和交易之后的系统。关于免除责任：交易所及法律规定的人员，在代表交易所履职时，免除法定义务或者意图免除法定义务的过程中，或者与此相关的过程中从事的任何行为（包括发表的声明）或者遗忘，如果是善意并尽到了应有的注意义务，免除刑事和民事责任。关于豁免担保：除非法律明确规定，为了交易系统或系统的部分的运行，免除一切对于条件、描述、质量、履行、承受力或者适当性所做的明示或者默示担保或条件。交易所不担保或者预测交易系统或者交易系统的部分或者为此提供的服务符合所有用户的要求，也不担保和预测交易系统以及提供的与交易系统相关的服务不中断、不出错。中国应该建立交易所及其员工在履行法定监管职责过程中的刑事、民事免除责任和担保的法律制度。

中国特定的制度环境要求政府监管在较长时间内不能过分弱化。良好的政府监管能进一步增强市场信息，防止不同市场之间规则的碎片化，保持法律规范的一致性。³⁰⁾金融市场和金融产品的复杂性，决定了有效的自律监管必须置于政府监管的背景之中。政府监管是自律监管架构的重要环境。今后的立法或者法律的修改，应该清楚划分法定监管和自律监管的功能。充分利用自律监管的效率和成本优势。应该给予自律组织明确的授权，包括制定规则和执行规则的权力，保证自律组织有足够的灵活性适应市场创新，坚持一般的行为标准。法定监管者的作用应该是真正的监管，在鼓励自律组织负责任地发挥自律功能的基础上，依赖自律组织的作用。同时还应该防止自律监管最受诟病的利益冲突。建议采用定期检查，现场检查、定期报告和提交专项报告等方式确保其达到监管目标。

30) 参见IOSCO 《有效监管范本》。

政府监管与自律监管的关系方面，法律规定政府的监管权力的同时，可以允许政府监管部门对自律组织进行授权，赋予自律组织权力和责任，决定和评估其规则是否能适当引导成员的业务行为。另外，自律组织制定的新规则或者规则的修改需要提交政府监管机构以保证其规则符合投资者保护要求和其他标准，这不是政府包揽一切，或者管得过细，是保护市场公平和保护消费者利益的必要权力。在此前提下，只有在自律组织逃避责任，允许其成员从事危及客户资金、欺诈、操纵市场或者其他违法行为时，政府监管机构才具体介入，保证政府监管者将有限的资源集中使用而不是徒增监管层级。

自律组织和政府监管机构之间，要避免政府监管者在监管、监督、指示和政策制定过程中的权力扩张，这个潜在的问题可通过加强沟通，改善自律组织和政府监管者之间的关系来弥补。例如，当政府监管者要求自律组织执行一项政策，而该项政策自律组织认为不是为了其代表的市场利益时，自律组织就存在失去效率而异化为政府代理人的风险。有效监管框架应该是二者权力不重合而又无缝隙。一些国家为了避免监管重合，政府监管者和自律组织签订了备忘录，界定一线监管者和政府监管的监管边界的做法值得借鉴。政府主导下的法定自律模式应该是发展趋势。³¹⁾

总体来说，中国金融期货监管的法律设计应该从一元为主向多元合理分工转变。参照国际组织示范的许多国家的实践³²⁾，应该赋予交易所以下自律职责：1、通过调查和制裁行动来执行规则 and 规定；2、检查财务或业务；3、实施市场准入的适当标准；4、处理客户投诉；5、具有监控机制以发现违法行为；6、与其他自律监管组织信息共享并合作；7、提供争端解决机制。自律监管是政府监管的有益的补充，有效的自律监管体系必须在政府监管框架下定义，监管体制应该合理利用自律组织对相应的竞争领域实行直接的监管义务，并且监管作用的发挥要与市场大小和复杂度相适应。³³⁾

31) 见前引 张建刚文。

32) See Model for Effective Regulation Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commissions May 2000.

33) See IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, 2010.

参考文献

- 参见张建刚，《期货市场自律监管体系比较与借鉴》，《武汉理工大学学报(社会科学版)》2005年10月。
- 不过，《华尔街金融改革法》中也涉及到期货。
- 张大强，《期货：对中国期货市场监管模式的思考》，《期货日报》2004年7月4日。
- 参见顾耘主编《金融衍生工具的法律规制》，北京大学出版社2007年5月第一版。
- 参见唐波，《中国期货市场法律制度研究》，北京大学出版社2010年7月版。
- 唐波，《中国期货市场法律制度研究》，北京大学出版社2010年7月版。
- 尚福林，《把握好金融创新与金融稳定的平衡》，《求是》2014年。
- 见王兴林、程红星，《中国金融期货市场统一监管法律模式的探讨》，《中国司法》2007年。
- 张建刚，《期货市场自律监管体系比较与借鉴》，《武汉理工大学学报(社会科学版)》2005年。
- See IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, 2010.

[Abstract]

Review on China's Regulatory Regimes of Financial Futures Risks

Xuan Yanli

Ph. D., Professor of Northwest University of Politics and Law

The regulation and supervision of financial futures risks have been playing an important role in monitoring and minimizing the disorder of the financial market both home and worldwide. China has established its

financial futures market and first listed sock index futures in the year 2010, yet China hasn't enacted the Futures Law, and the Administrative Regulations on Futures Trading promulgated by the State Council could not solve some fundamental problems ,leaving regulatory gaps, which may cause supervisory challenges. This thesis focused on and reviewed China's regulatory framework of the financial futures risks by comparing the law and practice in some countries with developed financial market, identifying and analysing the key issues affecting the control of risks, including the supervision of the government ,the market surveillance of both SROs and the Exchange. As to the supervision of the government, the appropriate and suitable regulation is mainly composed of regulatory objective and proper supervisory organs with efficient and effective power. Due to the absence of basic law, the Futures Law, the supervisory body, China Securities Regulatory Commission(CSRC) has not clear and enough authorities in the enforcement procedures, and could not effectively control risks or protect the lawful rights and interests of the parties in the futures transactions in a timely manner. As to self-regulation, China Futures Association has some duties in the surveillance of financial futures market, in the current supervisory framework, CFA has a dual functions, a SRO with some governmental power, and cannot self regulate according to the market rules. As to China Financial Futures Exchange, it has acted a good practice by formulating many rules prevailing in the developed futures markets, including transaction rules, by laws and standardized contracts. The author makes suggestions to perfect China's risk control regulations of the financial futures. The power of the governmental bodies should clear and limited to overcome the market failure, the SROs should be completely independent in its regulation and cooperation limited to the authority and duties empowered by law, and the Exchange should be empowered more self-regulatory duties including the decision of list and delist of futures contracts. To enact

futures law as early as possible is the urgent work .

Key words : Financial futures risk, supervisory body, control, financial futures contract, futures exchanges