

我国金融衍生市场构建与发展中 行业自律的演进考察

刘丹冰*

摘要:在充分发挥市场在资源配置中决定性作用的背景下,有必要对我国金融衍生市场不同阶段的行业自律予以考察。随着我国金融衍生市场经历三个发展阶段,行业自律也从无到有,极具转型、政府主导特点。回顾以往,就会发现我国金融衍生市场行业自律存在法律依据不足、自律组织属性职能不清等问题。因此,应在制定金融衍生产品法的基础上,通过实行负面清单制度,明晰金融衍生市场“他律”与“自律”的界限,明确行业自律组织在金融衍生市场发挥着政府监管不可替代的作用。

关键词:金融衍生市场 行业自律 交易所 行业协会

一、问题的提出

金融衍生市场是我国金融市场体系的重要组成部分。金融衍生市场在我国的发展,经历了创新失败与再次创新并发展的过程。近30年金融衍生市场的发展,是以我国社会主义市场经济体制的确立、完善与深化为背景的。从金融衍生市场制度供给及监管与规范视角,不仅可以观察到我国政府从无限政府向有限政府的转变过程,而且可以发现“市场力量”在金融衍生市场的崛起与壮大。政府对金融衍生市场的监管非常必要、重要却不是万能的。因此,在有限政府的框架下,以交易所、行业协会为代表的“市场力量”的崛起,在金融衍生市场中,不仅可以弥补金融法律制度与政府监管的空白,而且因为其更强调“自律”,使金融衍生市场参与者遵守法律、市

* 西北大学法学院教授,西北大学经济法研究中心主任。

场纪律的自觉性和效率提高。

中国经济之转型和新兴两个特点决定,我国金融衍生市场及其行业自律在不同阶段表现出不同特点。因此,对我国金融衍生市场行业自律的演进过程进行考察,不仅可以发现我国市场化过程中承接政府职能之行业自律的从无到有,研究以公有制为基础的社会主义市场经济行业自律的特殊性与问题,而且可以提出未来金融衍生市场行业自律改进与完善之对策。毕竟“市场力量”是需要进一步强化的。因为在“前进道路上,我们必须毫不动摇巩固和发展公有制经济,毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展,充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,更好发挥政府作用,激发各类市场主体活力”。^①

为了奠定一定的研究基础,本文将在界定研究范围、历史回顾的基础上展开。

二、研究的基本概念与范围

(一)金融衍生产品的界定

为了更好地展开研究,首先要确定研究范围。由于金融衍生市场是交易金融衍生产品的场合与平台,因此,金融衍生产品的界定首当其冲。本文无意关注学界(学术团体)、国际机构、国家对金融衍生产品概念的不同表述。从奠定研究起点与范围的角度,本文使用的金融衍生产品定义来自我国相关法律规定。

我国第一次从法律角度界定金融衍生产品,是 2004 年 2 月 4 日中国银监会发布的《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》(以下简称《金融衍生交易办法》)。^②借鉴巴塞尔委员会的做法,该办法对金融衍生产品采用了最原则、最广义的定义:“本办法所称衍生产品是一种金融合约,其价值取决于一种或多种基础资产或指数,合约的基本种类包括远期、期货、掉期(互换)和期权。衍生产品还包括具有远期、期货、掉期(互换)和期权中一种或多种特征的结构化金融工具。”2012 年 10 月 12 日,中国保监会发布的《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》也对金融衍生产品的概念与范围进行了界定。通过考察发现,我国不同规章和规范性文件中对金融衍生产品的界定,均并没有超出《金融衍生交易办法》的范围,都强调衍生产品是以原生资产为基

^① 习近平:《在庆祝改革开放 40 周年大会上的讲话》,载中国政府网:http://www.gov.cn/xinwen/2018-12/18/content_5350078.htm,最后访问日期:2019 年 9 月 9 日。

^② 虽然《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》于 2007 年 7 月 3 日和 2011 年 1 月 5 日进行了两次修订,但金融衍生产品的定义并未修改。

础的衍生特征,强调其合约特征以及作为结构化工具的特点。综上所述,本文研究使用的金融衍生产品概念,就是采用上述广义概念。

(二) 金融衍生交易市场的类型

在研究金融衍生市场的行业自律时,需要区分不同的市场。因为不同的金融衍生交易市场下,行业自律的特点有所不同。根据金融衍生交易发生的场合不同,可以将金融衍生交易分为场内交易市场和场外交易市场。场内交易,是指在固定交易所、遵循统一的规范、集中进行标准化金融衍生产品的交易。在我国,场内交易特指发生在中国金融期货交易所(以下简称中金所)的交易。场外交易与场内交易相对应,交易的发生可能是在银行营业柜台,也可能在其他场合,交易的衍生产品,可以根据客户的需求量身定做。

比较金融衍生产品交易的两大市场,就会发现其不同。一是市场性质不同。场外市场为批发性质,而交易所市场适合各类投资者。场外市场上交易的金融衍生产品合约一般为非标准合约,标的金额可以根据交易双方需要确定,交易方式极为灵活,市场参与者主要是金融机构、大企业客户等。而交易所市场的交易合约为标准合约,有固定的交易时间和交易费用,适合各类投资者参与。二是可交易品种不同。场外市场上可交易的金融衍生品种极为丰富,当前金融衍生产品的多数创新品种主要发生在这一市场。从交易方式来说,包括远期、期货、期权、互换等。交易所市场可供投资者选择的衍生品相当有限,从交易方式来看主要有期货和期权两大类,远期、互换等交易方式的衍生产品一般不适宜在交易所交易。三是流动性不同。交易所市场在固定的交易时间内,投资者可以反复买进卖出,在一般市况下,流动性很好。而场外市场上的流动性相对稍差。当然,在一般市况下,投资者可以通过选择不同的金融机构与之交易,进行仓位调整,但是交易成本(包括时间成本)更高。四是透明度不同。场外市场是一种无形市场,主要在金融机构之间、金融机构与大客户之间存在,除受所在国法律约束和遵循有关惯例外,主要受交易双方达成的合约内容之约束。场外市场交易信息较少公开,并且也不够及时。交易所市场的行情和交易规模能够实时公开,加之市场管理者实时监控,交易规则详尽公平,市场的透明度高。五是信用风险不同。交易所市场一般实行保证金制度和每日清算制度,会根据行情变化要求投资者追加保证金,一旦投资者出现资金不足的情况,就会通过强制平仓锁定损失,因此,信用风险相对较小。而场外市场上,尽管交易双方会有追加担保的约定和约束,但是一旦发生行情巨变时,违约的概率就会提高,信用风险较大。中航油衍生

产品交易失败就发生在场外市场。

(三) 金融衍生市场的行业自律

金融衍生市场中的行业自律是金融衍生市场政府监管的重要补充,一般是指从事金融衍生产品交易的同业者组织起来,依法制定共同遵守的规则以约束自身行为,实现行业内部的自我监管,保护自身利益并维护本行业的发展。因金融衍生场内市场与场外市场之分,该市场的行业自律主要有两种方式并包括两类主体:一类是场内交易中以交易所为主的自律监管;另一类是场外交易中以行业协会为主的自律监管。^①因此,本文研究的金融衍生市场自律组织,就场内交易市场而言,主要是中金所。中金所不仅是市场交易的组织者,同时依法承担自律管理职能,此外还有中国期货业协会、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会等。而场外交易的行业自律组织,因为交易品种多元呈现多元特点,主要有上海证券交易所、深圳证券交易所、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心(以下简称交易中心)、中国银行间市场交易商协会、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等。

三、金融衍生市场构建与发展中行业自律的演进过程与阶段特点

(一) 金融期货尝试失败中的行业自律(1992~1995年)

我国衍生产品市场起步于20世纪90年代初。建立社会主义市场经济体制的改革目标,为衍生产品市场建设和发展创造了一定的条件。在商品期货有了一定发展之后,我国开始了金融期货的尝试,主要有外汇期货、国债期货和股指期货,但由于时间很短也很无规律,最终以失败告终。之所以失败,是因为以下几方面的原因。

第一,我国社会主义市场经济体制刚刚开始确立,金融衍生市场发展的基本条件尚不具备,此乃根本原因。一方面,我国刚刚确定发展市场经济体制,作为市场经济体系重要组成部分的金融市场,利率、汇率等重要价格指标还处于国家定价、管制阶段。因此,市场缺少规避风险的套期保值需求,进入金融衍生市场的投资者更多的是为了投机。另一方面,现货市场不发达。西方国家经验显示,发达的国债期货市场取决于现货市场的规模与稳定。^②我国从恢复发行国债到国债期货产生,其间只有短短10

^① 参见唐波:《交易所对金融衍生品市场的自律监管——兼评新修订的证券法相关规定》,载《法学》2005年第12期。

^② 参见王自力:《西方国家的国债期货市场与我国国债期货市场的发展》,载《蒙古财经学院学报》1995年第6期。

余年时间。其间,国债发行量虽也在逐年增加,但在国债期货交易推出以前的增速一直很慢。由于国债发行主要针对的是居民个人,其现货持有结构中也以个人投资者为主。而个人投资者普遍把国债现货当作一种变相的长期储蓄存款,很少有进入国债二级市场进行交易的兴趣。由此使国债现货市场的主要部分游离于市场之外,从而大大削弱了国债期货市场的现货基础,也为投机和操纵国债期货市场提供了机会。同样,我国外汇市场、证券市场也刚刚起步。

第二,“制度空白”与不足是金融期货尝试失败的制度根源。在不具备基本市场条件下的金融期货交易尝试,完全超出了政府监管与制度供给能力的范围。因此,对于刚刚开始职能转变的政府而言,不仅规范金融期货交易的规定很少,而且在金融期货制度供给与监管的理念与行动上,也是以“堵”为主。在资料整理中发现,1993年至1995年,规范外汇期货交易的是一部规章^①和7部规范性文件。文件标题中的“坚决制止”“重申”“严厉查处”等字眼,可以从一定程度上说明“堵”是常态。而国债期货交易的规制,主要集中在交易出现问题之后。规范国债期货交易的一部规章^②和5部规范性文件,集中在“3·27”国债期货风波事件^③之后的1995年2~5月发布。规范股指期货的政府文件,至今尚未发现。

在上述市场背景与制度背景下,金融期货尝试中,只存在字面意义上的行业自律。因为市场经济体制下行业自律组织的产生及发挥作用,取决于两个条件:一是政府的让位;二是行业协会、交易所等自律组织真正从法律上脱离政府而独立存在。我国政府这一阶段刚刚开始放权,没有外汇期货、国债期货或股指期货交易相关的行业协会,交易机构或交易所类型的自律组织刚刚开始建立,并具有政府主导特点。

① 即1993年6月9日由中国人民银行批准、国家外汇管理局发布的《外汇期货业务管理试行办法》。

② 即1995年2月23日由证监会、财政部发布的《国债期货交易管理暂行办法》。

③ “3·27”国债期货风波事件特指针对“3·27”国债合约的不当投机交易。“3·27”国债合约是对1992年发行、1995年6月到期兑付的3年期国债期货合约的代称,证券发行总量是人民币240亿元。当时,“3·27”国债9.5%的票面利息加保值补贴率,每百元债券到期应兑付132元。1994年10月以后,中国人民银行提高了3年期以上储蓄存款利率和恢复存款保值贴补,国库券利率也同样保值贴补,保值贴补率的不确定性为炒作国债期货创造了巨大的想象空间。1995年2月,“3·27”国债合约的价格一直在147.80元至148.30元之间徘徊。1995年2月23日,一直在“3·27”国债期货上联合做空的辽宁国发(集团)有限公司抢先得知“3·27”贴息消息后即翻手做多,使“3·27”国债期货在10分钟内上涨3.77元。做空主力万国证券立即陷入困境,按照其当时的持仓量和价位,一旦期货合约到期,履行交割义务,其亏损高达60多亿元。万国证券公司在148.50元价位封盘失败后,在当日闭市前最后8分钟大量透支交易,以700万手、价值1400亿元的巨量空单,将价格打压至147.50元收盘,使“3·27”国债合约暴跌3.8元,并使当日开仓的多头全线爆仓。若按收市价147.50元结算,意味着一大批多头将一贫如洗,甚至陷入无法自拔的资不抵债泥坑。事发当晚,上海证券交易所召集各方紧急磋商,最终确认空方主力恶意违规,宣布最后8分钟所有“3·27”品种期货交易无效,各会员之间实行协议平仓。后因效果不甚理想,在3月1日又进行了强行平仓。参见钮文新:《句号的后面——中国国债期货市场》,载《改革》1996年第4期。

行业自律的影子,可以在国债期货交易中看到一些。例如,从事国债期货的上海证券交易所,在其1993年章程中规定“本所是不以盈利为目的,实行自律性管理的会员制事业法人”,其也在1992年12月、1993年10月先后两次设计了国债期货合约品种、制定了交易规则;深圳证券交易所先后于1995年3月15日和23日发布了《关于提高国债期货交易保证金的通知》和《关于调整国债期货涨跌停板幅度的通知》。

在外汇期货和股指期货交易中不存在的任何行业自律。虽然相关回忆文章中提到了尝试外汇期货交易的上海外汇调剂中心,“参考了国外期货交易市场的做法,制定了上海的外汇期货交易试行规则”。^①但上海外汇调剂中心是由上海外汇管理分局于1988年9月设立的,其管理与交易主要依据的是上海外汇管理分局制定的《上海外汇调剂中心交易和管理规则》。^②这些足以说明其并非市场意义上的行业自律组织。海南证券交易中心虽然依照国际惯例建立了保证金等制度,但其设立、改组中的海南省人民政府背景,足以说明其并非市场自律组织。

(二) 场外金融衍生产品创新中的行业自律(1996~2009年)

为了防范与我国外汇体制改革、货币市场化改革相伴而生的汇率风险、利率风险,场外金融衍生产品的创新随之而来。主要创新产品有可转换公司债券、远期结售汇业务、人民币与外币掉期业务、人民币利率互换交易、远期利率协议、债券远期交易等。与第一阶段缺少行业自律相较,在这一阶段,不仅行业自律组织依法设立,而且其地位与作用逐步提高。之所以发生上述巨变,是因为以下几个方面的原因。

第一,我国进一步发展金融衍生市场的整体性条件出现深刻变化。一方面,随着我国社会主义市场经济体制初步建立,宏观调控体系发生重大变化,财税、金融、流通等市场化改革取得很大成就。特别是我国证券市场发展进入正式发展阶段,发展机构投资者成为培育资本市场的重要内容,国家开始逐渐取消对保险机构、证券公司等机构投资者的入市限制。另一方面,市场风险提升,市场主体对套期保值的要求日渐提高。在我国人民币经常项目实现自由兑换和存贷款市场利率自由化改革中,利率、汇率等金融市场最重要价格开始由市场决定,价格波动风险必然带来管理风险的需求,而这正是具有避险和价格发现功能之金融衍生市场的强项。

第二,法律制度先行、试点创新、全面推开,是这一轮场外金融衍生产品交易创新

^① 参见汪德顺:《回忆中国外汇交易中心创建历史》,载鑫鑫财经网:http://www.zarvagroup.com/waihui/2018112012917_2.html,最后访问日期:2019年9月3日。

^② 参见周祥生:《上海外汇调剂市场的革新与问题》,载《国际金融研究》1989年第10期。

的最主要特点。面对我国金融市场需求的改变,从满足企业融资、规避金融市场风险角度出发,每一类场外金融衍生产品的创新,都是在法律及相关制度出台之后,其中以金融监管机关出台的规章及规范性文件为主。6类场外金融衍生产品成为我国常规衍生融资品种的过程,就伴随法律、规章及规范性文件的发布和修订。1997年至2009年,除《公司法》《证券法》的原则性规定之外,与我国场外金融衍生市场交易相关的规章共计9部,交易主协议2部,规范性文件近30份。另外,相关制度规定的备案制、行业自律组织权利义务等内容,也为场外金融衍生交易市场的开放和行业自律提供了制度保障。可以这样说,场外金融衍生交易创新的范围,包括了我国全部金融监管机关监管的领域,因此,中国人民银行、国家外汇管理局、证监会、原银监会及原保监会,均发布了相关规章及规范性文件。

与第一阶段缺少行业自律相较,在我国场外金融衍生市场创新与发展中,不仅行业自律组织依法设立,而且其地位与作用逐步提高。

首先,行业自律组织依法设立并极具政府色彩。行业自律组织根据市场不同而有所不同。在可转换公司债券市场中,行业自律组织主要是两家证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司;在人民币利率互换和远期利率协议市场,行业自律组织主要是交易中心和中国银行间市场交易商协会。为适应我国经济体制改革而设立的上海、深圳两家证券交易所,其政府背景不言而喻。同样,1994年4月18日成立的交易中心,在这个阶段的属性是中国人民银行总行直属事业单位。相较而言,成立于2007年9月3日的中国银行间市场交易商协会,虽然依法由中国人民银行主管,但其作为非营利性团体真正是由市场参与者自愿组成的,包括银行间债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票据市场和黄金市场在内的银行间市场的自律组织。

其次,行业自律的方式主要是制定金融衍生交易规则、维护市场纪律、进行教育培训。1997年至2009年,两家证券交易所及中国证券登记结算公司制定、修订与交易相关的规则合计为7部,交易中心为11部,中国银行间市场交易商协会则制定了4项自律规则。针对场外金融衍生交易产品业务新、理论难等问题,教育培训成为其重要工作之一。例如,中国银行间市场交易商协会就多次举办人民币利率互换业务培训班。

最后,出台统一标准的金融衍生产品交易主协议,成为规范场外金融衍生产品交易市场、保护市场参与者及投资者合法权益的重要措施。2005年至2009年,与金融衍生交易相关的主协议共有6个版本的。其中,一个由国家外汇管理局批复交易中

心发布,另一个由中国人民银行发布,剩余 4 个完全由交易中心与中国银行间市场交易商协会组织制定并发布。2005 年是人民币外汇远期交易主协议,然后是人民币外汇远期及掉期交易主协议、债券远期交易主协议、人民币外汇衍生产品主协议,最后是金融衍生产品交易主协议。这种衍生产品交易主协议开始由金融监管机关批准到主要由市场自律组织制定的过程,从单一品种衍生交易主协议到所有金融衍生交易主协议的演进过程,从一个角度说明了我国金融市场的开放程度以及金融衍生市场的发展程度。

(三) 金融衍生场外、场内两个市场联动创新中的行业自律(2010 年至今)

1997 年开始的中国场外金融衍生产品创新,在 2010 年之后,并未停下其脚步。不仅可转换公司债券、远期结售汇、人民币外币掉期、人民币利率互换、远期利率协议、债券远期交易等 6 类业务在成为常规产品之后继续予以完善,并创新推出人民币对外汇期权交易。

与此同时,酝酿许久的股指期货、国债期货再次创新而来。中金所 2006 年 9 月 8 日在上海挂牌成立,因受 2008 年国际金融危机波及而没有及时推出金融期货产品。2010 年 1 月 12 日,证监会根据《期货交易管理条例》和《期货交易所管理办法》的有关规定,同意中金所组织股指期货交易,并在 2011 年 2 月 12 日,批准中金所的《沪深 300 股指期货合约》及其修改的《中国金融期货交易所交易规则》和《中国金融期货交易所违规违约处理办法》。据此,沪深 300 股指期货于 2010 年 4 月 16 日上市,当年成交总额 410,698.77 亿元。2015 年 4 月 16 日,又陆续推出了上证 50 和中证 500 股指期货品种。国债期货作为金融期货的一种,也是规避利率风险的工具。经过中国证监会批准,5 年期国债期货合约自 2013 年 9 月 6 日起在中金所上市交易,标志着“3·27”国债期货风波事件后中止 18 年的国债期货重启。2017 年 3 月 20 日,继 5 年期国债期货之后,中国第二个关键期限的国债期品种——10 年期国债期货正式登陆中金所上市交易。2018 年 8 月 17 日,2 年期国债期货在中金所成功挂牌上市。

2010 年以后,场外金融衍生产品的继续创新与股指期货、国债期货的再次创新并上市交易,是因为我国已具备两个市场同时创新的市场与制度条件。

第一,我国已具备金融期货上市交易的市场基础条件。一般来讲,金融衍生市场发展的一般条件是流动性强的发达现货市场、完备的市场基准利率和真实可靠的无风险收益率曲线、足够多的以规避风险为目的的投资者、交易效率和流动性需要成熟高效的中介机构。经过 30 年改革,一方面,我国证券市场获得快速发展,流动性强的

发达现货市场已经形成,我国经济不确定性或风险度的上升,也导致金融衍生市场发展需求急剧增加;另一方面,竞争机制的引入和竞争压力的加强也为金融衍生市场注入发展动力,形成市场基准利率和真实可靠的无风险收益率曲线。

第二,股指期货、国债期货再次创新并上市交易之前,制度建设是关键。建立起相对完善的规范金融期货市场秩序和保障投资者利益之法律体系及监管体系,支撑了我国股指期货、国债期货的再次创新和市场正常交易。金融期货市场是竞争的市场,也应当是法治的市场,其健康发展的前提是监管法律制度的建立与完善。除《证券法》《证券投资基金法》等法律之外,规范期货市场的主要行政法规为《期货交易管理条例》^①,同时还有大量的诸如《期货公司管理办法》《期货从业人员管理办法》《期货交易所管理办法》《证券公司参与股指期货、国债期货交易指引》等规章和规范性文件。在制度的保障下,我国也构建了对金融期货集中、统一的金融监管体系,保障了金融期货市场的健康发展。由于期货市场和现货市场的客观联动性,为了防止信息和风险跨市场传导,早在2007年8月,在中国证监会统一部署和协调下,上海证券交易所、深圳证券交易所、中金所、中国证券登记结算公司和中国期货保证金监控中心签署了股票市场和股指期货市场跨市场监管协作系列协议。^②

第三,场外金融衍生产品的继续创新,得益于相关法律制度的继续完善。2010年以后,场外金融衍生交易政府监管主要制度的表现形式包括两大类:一是法律范畴的规章,中国人民银行、中国银监会、中国保监会等分别颁行了4部场外金融衍生交易规章;二是监管机关颁行近20份政府规范性文件。

第四,穿透监管规则在制度与监管两个层面体现。穿透监管规则适用的关键是为了防范风险。从银行业务角度,明确提出穿透监管规则核心内容之“了解你的客户”“了解你的业务”“尽职审查”三原则的,是在与外汇结算相关的业务中。2013年7月5日发布的中国人民银行《关于简化跨境人民币业务流程和完善有关政策的通知》中,就经常项下跨境人民币结算业务,要求境内银行直接办理跨境结算的基础,即为对上述三原则的落实。在金融衍生市场存在诸多风险的情况下,2013年12月16日,国家外汇管理局在《关于调整人民币外汇衍生产品业务管理的通知》中,在正面规定“坚持实需交易原则”及其内涵的同时,明确提出银行与客户达成衍生产品交易前,

^① 2007年3月6日,国务院公布《期货交易管理条例》,后经过2012年10月、2013年7月、2016年2月、2017年3月4次修订。

^② 参见朱大旗:《完善我国股指期货市场监管机制的法律思考》,载《政治与法律》2012年第8期。

应按照上述三原则,确认客户办理衍生产品业务符合实需交易原则。

场外与场内金融衍生产品联动创新中的行业自律发展迅速。2010 年以来,随着我国市场经济体制的进一步改革与完善,在政府职能转变的“简政放权”中,金融衍生市场的市场力量获得极大提升,行业自律组织的建立、完善以及其职能的强化,是我国金融监管从“他律”为主向“他律”与“自律”并重转变的体现。

第一,行业自律组织更加完善,会员构成更加开放。具体来讲:(1)场内交易形成了以中金所为核心,诸如中国期货业协会、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会等行业协会为补充的行业自律组织体系。(2)场外交易中的行业自律组织,与上一阶段相比,有三个显著变化:一是自律组织更加市场化。在全国社会团体与政府脱钩的改革中,行业自律组织的市场化改革也如期进行。2015 年 9 月中国人民银行原则同意交易中心转制为企业。二是自律组织之间不仅相互联动,而且成立了相关机制。2016 年 6 月 24 日成立的外汇市场自律机制,就是由外汇及相关市场参与者组成的市场自律和协调机制。它们依法对人民币汇率中间价报价行为、银行间外汇市场交易行为和银行柜台外汇及跨境人民币展业行为进行自律管理,维护市场正当竞争秩序,促进外汇市场有序运作和健康发展。^① 三是设立由监管机关与市场参与者共同参与的机构,以进一步推动金融市场从“他律”为主向“他律”和“自律”并重转变。例如,2017 年 4 月成立的中国外汇市场指导委员会,就是“由来自监管机关和市场参与者的代表共同组成,负责从外汇市场改革、发展和规范等宏观、总体的视角对相关业务统筹指导,指导和推动外汇市场自律机制更加协调有序地发展”。^② (3)自律组织接纳会员的结构越来越开放。例如,2015 年 11 月 25 日,第一批 7 家境外央行类机构进入中国银行间外汇市场。再如,在全国外汇自律机制由核心成员、基础成员和普通成员三层构成的情况下,由于核心成员强调“市场系统重要性程度高、市场影响力大、业务流程规范、内控机制完善、综合实力”等,其成员相对稳定,而基础成员和普通成员则可以申请加入。

第二,行业自律组织的职能更加全面和深化。与上一阶段相比,金融衍生市场自律组织职能的变化体现在以下五个方面。(1)制定的自律规则内容更加全面,涉及场内场外两个市场。围绕股指期货、国债期货的交易,中金所不仅是市场交易的组织者,同时还依法承担自律监管职能。中金所等制定、修订了 40 余部自律规则,如《中

^① 中国货币网:<http://www.chinamoney.com.cn/chinese/whhlgzzold/>,最后访问日期:2020 年 5 月 5 日。

^② 同上。

国金融期货交易所交易规则》《套期保值与套利交易管理办法》《金融期货投资者适当性制度实施办法》等以及所有交易衍生产品的交易合约。而场外金融衍生产品交易的自律规则,更为全面细化,据不完全统计,2010年以来合计30余项。另外,2016年6月至2020年6月,外汇市场自律机制共发布近20项自律规范。(2)自我约束更加全面,更加注重自律的专业化问题。首先,这一点反映在对具有标准与示范性质金融衍生产品交易主协议的认识中。从2010年至今,一是所有与金融衍生交易有关的主协议及补充协议,均是金融行业协会或者其与证券交易所联合制定,政府监管机构不再批复或发布;二是金融衍生交易有关的主协议及补充协议涉及的市场,从银行间货币、债券、外汇市场拓展到证券期货市场;三是协议内容也越来越全面地涉及金融衍生交易的所有业务。其次,在继续完善原有主协议的基础上,推出《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014年版)》等。为了使自律更有效率,在自律组织下设置专业委员会成为实践中新的选择。例如,2014年9月25日,银行间外汇市场职业操守和市场惯例专业委员会成立,就很可能说明问题。(3)执行市场纪律。在场内交易中,仅2019年7月,中金所就处理异常交易行为12起,处理客户套期保值持仓、套利持仓超过其相应资产配置要求的行为3起。对相关客户采取了限期调整、要求报告情况等措施。(4)更加重视交易的迅捷与市场透明度的提高。在交易迅捷与市场透明度方面,场外市场是次于场内市场的。为此,在场外市场通过推出标准化金融衍生产品的方式,予以弥补与改进。2014年以来,交易中心先后推出了标准利率衍生产品、标准化人民币外汇掉期产品(C-Swap)、标准债券远期产品、标准化人民币外汇远期(C-Forward)等交易,推动场外金融衍生市场的健康发展。(5)科技金融成为行业自律的重要内容。无论是场内市场还是场外市场,都非常重视科技在金融衍生交易中的安全保障、交易效率提升等作用,除不断改进交易系统之外,还致力于金融市场IT生态圈的建立与完善。2015年12月18日,第一批13家开发商获得交易中心颁发的系统接入开发机构认证证书,这标志着银行间市场IT生态圈的建立。

四、我国金融衍生市场行业自律的演进特点、问题与建议

(一)我国金融衍生市场行业自律的演进特点

1. 转型是我国金融衍生市场及其行业自律演进的背景。我国金融衍生市场及其行业自律的演进极具转型特点体现在两个方面:一是整个国家1978年开始的从计划

经济体制向市场经济体制转型;二是政府在体制大转型下从无限政府向有限政府的转型。我国金融衍生市场及其行业自律的演进,是在上述两个转型背景下进行的。可以这样说,没有市场经济就没有金融衍生市场的创新,没有市场经济就没有政治体制改革中政府的“简政放权”,自然也就不会存在金融衍生市场的行业自律问题。

因为 1993 年 11 月党的十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,才有了我国金融体制改革,以及由此而来的第一阶段金融期货领域虽然失败,但很有创新性的尝试;也因为金融体制改革中的最基础外汇体制、利率市场化等一系列改革,才有了防范汇率风险、利率风险的场外金融衍生产品的创新与丰富。随着社会主义市场经济体制的进一步完善与发展,才有了金融衍生场内外两个市场联动创新。而金融衍生市场的行业自律,就是在这样的背景下从无到有并逐步强大起来。

1993 年至 2020 年 6 月,我国因政府职能转变而进行的机构改革共有 6 次。1993 年政府机构改革的核心是满足建立社会主义市场经济体制需要,因此,政府职能转变的根本途径是政企分开。因此,金融期货尝试的第一个阶段,不存在真正意义上的行业自律组织。1998 年改革提出了政府职能转变到社会管理和公共服务方面,但具体措施比较零散。2003 年之后的改革,关于政府职能转变到社会管理和公共服务方面的基本理念和思路开始清晰起来,具体做法也开始有了章法。“依法界定社会管理和公共服务职能”,建设有限政府、服务型政府,使行业自律组织的地位得以明确并获得长足发展。我国金融衍生市场行业自律组织的发展,正是在这样的背景下。晚于货币市场、资本市场发展的金融衍生市场,其行业自律组织不仅成立较晚,而且因为防范金融衍生市场风险的需要,行业自律组织开始时更多地属于政府附属机构,后来才脱离成为非营利性社会团体法人。行业自律组织并非自发成立是确定的事实。

2. 政府是金融衍生市场及其行业自律演进过程中发挥了关键作用。路径依赖决定了滑行于计划经济轨道的我国政府,在行业协会以及金融市场的建立、发展中极具主动性与主导性。1978 年以来,一般行业协会在我国的发展,经历了由政府主办到政府主导,再到市场自发成立的过程。政府主办主要是在 1993 年之前,金融业的特殊性决定也不存在市场自发设立的问题。金融业行业协会的成立,基本是在政府主导下设立的,金融衍生市场的行业协会也不例外。

首先,金融衍生市场的行业自律的政府主导体现在制度规范。行业协会在政府

管理中将其列入“社会团体”的范畴,因此,设立依据是《社会团体登记管理条例》,^①因此,与金融衍生相关的行业协会,均是依据该条例登记设立的。但对金融衍生市场行业协会的规范而言,没有“法律”而只有一部“法规”即《期货交易管理条例》。^②该条例规定:“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。”又规定“期货业协会是期货业的自律性组织,是社会团体法人”“权力机构为全体会员组成的会员大会”以及职责。金融衍生市场其他行业自律组织的设立,则主要依据的是“广义立法”之规章和属于“政策”范畴的规范性文件。

其次,政府的主导还体现在金融衍生行业自律组织的设立中。与金融衍生交易相关的全国性行业自律组织的官网简介中,“国务院批准设立”是一个频繁出现的组合词语。无论是1990年成立的上海、深圳两家证券交易所,还是2006年成立的中金所,均是国务院批准设立、接受中国证监会监督管理的。而带有“中国”字样的行业协会,批准登记机关均为国家民政部,业务主管部门因金融业务类型不同分别为中国人民银行、中国证监会等监管机关。例如,2007年9月设立的中国银行间市场交易商协会,就是经国务院同意、民政部批准成立,业务主管部门为人民银行的全国性非营利性社会团体法人。

为金融衍生交易服务,与行业自律密切相关的登记结算科技类公司中也可以间接看到政府推动的影子。如经中国证监会批准于2001年3月设立的中国证券登记结算有限责任公司,作为“不以营利为目的”的企业法人,上海、深圳证券交易所分别持有公司50%的股份。^③

3. 路径选择不同影响了我国金融衍生市场及行业自律的演进。我国金融衍生产品的路径选择决定了行业自律组织不同类型的发展。我国金融衍生品发展的路径不同于其他国家。发达国家一般是以农产品为开端,之后沿着金融期货自然演进。亚洲新兴市场国家,则以股指期货为首选品种,其次是发展利率衍生品。而我国在重新启动金融衍生产品创新之后,从市场结构来看,采取了先场外后场内的实践。因此,金融衍生市场行业自律组织,并非国外那样先设立交易所。而是根据需要,首先设立与业务相关的全国性行业协会和行业清算组织,为了给金融期货上市交易做准备,才成立了中金所。

^① 《社会团体登记管理条例》于1989年制定,经过了1998年和2016年2次修正。

^② 《期货交易管理条例》于2007年制定,经历了2012年、2013年、2016年、2017年4次修订。

^③ 中国证券登记结算有限责任公司官网:http://www.chinaclear.cn/zdjs/gygs/about_index.shtml,最后访问日期:2020年5月22日。

(二)我国金融衍生市场行业自律演进中提出的问题

1. 缺少专门的金融衍生产品法,规范金融衍生市场的法律层级太低、规范性文件太多。金融衍生市场的规范、稳健发展,需要法治保障。近30年来,我国金融衍生市场的发展虽具有“制度先行”特点。但迄今为止,在法律层面规范金融衍生产品交易的,除《公司法》用两个条款对可转换公司债券予以明确规定、行政法规只有《期货交易管理条例》之外,规章和规范性文件是现行金融衍生市场的主要制度形式。法律规范层级太低、规范性文件太多的缺点是不言而喻的:一是制度的权威性差,二是制度的透明度差,三是“朝令夕改”。^① 这些都会影响从事金融衍生交易市场参与者的预期,不利于金融衍生市场的稳健发展。

2. 缺少对金融衍生市场行业自律组织属性与职能的法律明确规定。对金融衍生市场的行业自律而言,其组织的设立与运行,首要问题是“依法”,但金融衍生市场的行业自律组织却不能明确说明其设立与运行的法律依据。根据我国现行法律的规定,行业自律组织作为非营利社会团体法人,《社会团体登记管理条例》是其设立依据,但“社会团体”是一个太大的范畴。每一类社会团体面对的问题是不一样的,而国家层面至今没有行业协会方面的立法。因此,面对在金融领域也如此特殊的金融衍生市场,一些行业自律组织设立及运作的法律依据不清晰,必然带来自律作用发挥不理想的问题。也是因为设立的具体法律依据不详,能够在行业协会官网上明确说明的只有个别协会了。如中国证券业协会的设立,其依据中就有《证券法》。另外,金融衍生市场中的特殊行业自律组织,即“不以营利为目的的企业法人”这一类机构,如中国证券登记结算有限责任公司,虽然其官网简介中表达了设立依据为《公司法》和《证券法》,但显然我国《公司法》中的公司,均是以营利为目的的,其作为特殊公司设立的法律依据还是欠缺的。另外,在金融衍生市场“他律”与“自律”并重中,没有明确如何划定二者的界限。我国金融衍生市场及其行业自律的政府主导特点决定了“他律”的强势地位。虽然近10年特别是2018年以来的政府机构改革,金融监管机关一直在“简政放权”,但以什么方式划定界限依然需要思考。

^① 比如,查找我国金融衍生产品制度规范,看到2014年6月23日国家外汇管理局发布的《银行对客户办理人民币与外汇衍生产品业务管理规定》(以下简称《6月23日规定》)被2014年12月25日发布的《银行办理结售汇业务管理办法实施细则》(以下简称《12月25日细则》)取代时,笔者起了好奇心。细查发现,是上位法变更。《6月23日规定》的上位法依据,是国务院2008年的《外汇管理条例》和中国人民银行2002年的《外汇指定银行办理结汇、售汇业务管理暂行办法》(以下简称《2002年办法》),《12月25日细则》的上位法,行政法规没有变化,但《2002年办法》被2014年6月22日中国人民银行发布的《银行办理结售汇业务管理办法》取代。

3. 金融衍生市场行业自律有待进一步完善与加强。回顾我国金融衍生市场行业自律的演进历程,就会发现,行业自律从只有“他律”中脱颖而出并成为与“他律”并重的金融衍生市场监管重要部分,经历了近30年的时间。金融衍生市场的行业自律进步迅速,但需要重视以下几点:一是行业自律组织的自律规则需要进一步完善。金融衍生市场发展到今天,得益于一系列自律规则的制定与修改。但仔细阅读也会发现其存在一些定义不清晰、相互矛盾的问题。而且同一组织不同时间以及不同组织对同一问题的规定也有不一样的情形。二是行业自律管理仍需加强。在市场交易自律管理中,备案管理的内容,包括协议签署、内部操作规程和风险管理制度等,需要在成员扩大等方面进一步完善。三是自律组织之间的合作应该加强。与货币市场、资本市场相比,金融衍生产品与原生产品相比,结构更为复杂。由于金融衍生产品的主要功能是为了“转移风险”,因此,金融机构为满足市场参与者所供给的金融衍生产品,很难限定在某个具体金融市场范围内,大多金融衍生产品是“跨界”的。这就与按照行业设立的自律组织职能相冲突,因此,行业自律组织的跨界合作需要加强。

(三) 完善我国金融衍生市场行业自律的建议

1. 制定专门的金融衍生产品法,提高规范金融衍生市场的法律效力层次。如前所述,我国专门规范金融衍生市场的制度构成主要是规章和大量的规范性文件。其所存在的问题不仅是使市场缺少稳定预期,而且还不利于金融衍生产品的创新。相对法律、行政法规、规章的制定,金融监管机关制定的大量规范性文件,在制定主体单一和程序要求简单的情况下,虽然能够迅速满足一部分金融衍生市场发展的制度需求,但重在“管”“铁路警察各管一段”“部门利益”等,对于跨越监管机关管辖范围之“跨界”金融衍生产品的创新以及市场主体形成稳定预期却是非常不利的。因此,应当根据我国金融衍生市场运行中的需求,或者制定专门的金融衍生产品法,或者将规范金融衍生市场多年并具有一定稳定性的规章提升为行政法规或法律,以提高规范金融衍生市场的法律效力层次。

2. 通过立法活动明确金融衍生行业自律组织的属性与职能。2015年7月8日中共中央办公厅和国务院办公厅联合下发的《行业协会商会与行政机关脱钩总体方案》中明确指出,“促进行业协会商会成为依法设立、自主办会、服务为本、治理规范、行为自律的社会组织”,是厘清政府、市场、社会关系的关键。而2019年10月31日党的十九届四中全会通过的《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度,推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》中提出的“健全党组织领导的自

治、法治、德治相结合的城乡基层治理体系”,“发挥行业协会商会自律功能”等,都为通过立法活动明确金融衍生行业自律组织属性与职能奠定的基础。因此,可以在制定社会组织、行业协会专门法基础上,或者专门颁行调整金融行业自律组织的法规、规章,或者在《商业银行法》《证券法》《证券投资基金法》等法律修订时,增加调整金融行业自律的条款,明确行业自律组织的属性与职能。

界定金融衍生市场政府监管与市场自律的界限,应该通过规定政府权力界限入手。2015年10月2日,《国务院关于实行市场准入负面清单制度的意见》及其附件《关于开展市场准入负面清单制度改革试点的工作方案》发布。由于负面清单制度奉行的是“法无禁止皆自由”理念,因此,更强调还权于市场,市场归市场,政府归政府,^①构建政府与市场双向协商治理机制。因此,在金融衍生市场监管从“他律”为主向“他律”与“自律”并重转变的当下,在金融衍生市场监管中引入负面清单制度,是明晰金融衍生市场政府监管与市场自律界限的关键。

提高金融衍生市场行业自律能力的关键,首先,要从理念上提升行业自律在推进我国治理体系和治理能力现代化中的重要地位。在我国从计划经济体制向市场经济体制转型的过程中,国家公权力也分化出“社会公权力”。社会公权力的最大特点就是非国家性,即行使社会公权力的主体是国家以外的社会组织,行业自律组织就是其中之一,而且是国家市场治理体系中的重要组织。行业自律组织具有的自主管理性、成员非公务性、经费自筹性和范围专业性等特点,^②使其在金融衍生市场发挥着政府监管不可替代的作用。其次,在对现行金融衍生市场自律规则予以修订并完善,特别注意创新金融衍生产品开发与交易中的定义清晰及相互贯通等问题的基础上,提升金融衍生市场行业自律监管能力。针对金融衍生产品的跨界特点,还应该加强金融衍生市场行业自律组织之间的跨界合作,为金融衍生产品的“跨界”创新提供条件。

^① 参见喻少如:《负面清单管理模式与行政审批制度改革》,载《哈尔滨工业大学学报》(社会科学版)2016年第2期。

^② 参见徐靖:《论法律视域下社会公权力的内涵、构成及价值》,载《中国法学》2014年第1期。