

国内外金融衍生产品风险监管现状述评

孙晓琳 电话：(86) 83571304

(86) 15101055812

邮箱：sunxiaolin@chinastock.com.cn

自上世纪七十年代至今，金融衍生品已经得到了长足的发展，金融衍生产品风险的管理议题在国际上更是被高度关注，各国或地区不断完善金融衍生产品监管的规则和制度。金融危机后，各国或有关国际监管组织相继对金融衍生产品风险监管做出改革，颁布了一系列金融衍生产品风险监管法案。

1. 各国金融衍生产品市场监管主要模式

由于金融历史发展的差异以及金融衍生品市场发达程度的区别，各国的金融衍生品监管模式不尽相同。美国采取多层次的金融衍生品监管体系、强调政府监管的作用；而英国则逐步建立起了单一全能的监管机构，并加强了自律性监管机构的职能；日本则主要承袭美国的监管模式，但并不设立专门的金融衍生品监管机构，而是由不同的职能部门对金融机构实行交叉监管；我国金融衍生品监管实行的是多头分业监管模式，由政府机构集中监管、交易所一线监管、协会自律机构共同组成的监管体系。虽然各国金融衍生品市场的监管体系不尽相同，但是通常都涵盖了政府监管、自律管理以及市场参与者的内部控制三个层次。

(1) 美国

美国金融衍生品市场的监管体系是一个多层次的架构，国会是最髙监管当局，负责制定与修改规范金融市场的各项法律。美国期货市场的监管由联邦商品期货交易委员会（CFTC）负

责；对证券市场中衍生品的监管由联邦证券交易委员会（SEC）负责；对商业银行从事的衍生品交易活动则按这些银行市场准人的审批权限，分别由联邦储备委员会和货币监理署负责监督。

美国全国期货协会（National Futures Association---NFA）和各证券、期货交易所是金融衍生品市场的自律监管组织。NFA 主要是管理所有期货经纪业者的登记、会员纠纷的仲裁、会员财务状况的稽核、期货推广教育以及与期货经纪业务相关的事项，主要是对期货交易人员的监管。交易所制定并实施金融衍生品的交易规则和规章制度。

美国的监管模式是立法型政府监管模式，强调政府的作用。这种监管模式有利于促成超脱于竞争者之外的监管机构严格地发挥监管职能，也可以提高监管的权威性和严密性；但过严的政府监管加大了监管成本，影响了市场效率，进而影响了监管效率。

（2）英国

英国的金融衍生品交易主要由金融服务局（FSA）进行直接监管。此外，英国的证券期货局和期货与期权协会作为自律监管机构与金融服务局协同对金融衍生品市场进行监管。证券期货局主要负责监管在衍生品市场上进行交易和开展咨询业务的公司；而期货与期权协会则主要致力于普及期货与期权知识，进行学术交流和研究活动。

英国的监管模式强调金融监管机构的自律。自律性组织具有丰富的专业知识和实践经验，自律监管机构监管的形式相对灵活，可以在一定程度上提高监管效率；但这种监管模式没有统一的法律，导致监管标准不一致，使得监管容易受到主观因素影响，存在权力寻租空间。

（3）日本

日本的金融衍生品监管体系主要沿袭了美国的监管模式，实行“三级管理”。“金融厅”为日本金融行政监管的最高权力机构，负责所有金融机构的监管。“金融厅”下设证券交易监督委员会和若干局级单位。此外，日本的金融衍生品市场上还成立了相应的自律组织，如日本证券业协会、商品期货交易协会等，协调交易所之间利益，维护投资者权益。

与欧美期货市场相比，日本期货市场的监管体制有所不同。首先，日本衍生品交易市场没有专门的清算机构，而是由各交易所内部的会计部门来处理日常的交易结算活动。其次，日本没有专门的期货市场监管机构，而是由不同的职能部门对其实行交叉监管。

（4）我国

现阶段，我国金融衍生品监管实行的是多头分业监管模式，由中国人民银行、银监会、证监会、外管局等政府机构集中监管，交易所一线监管，以及银行间交易商协会、期货业协会等

自律监管组成的监管体系（如图 1 所示）。在法律体系设计上，《证券法》、《合同法》和《担保法》为金融衍生品的交易提供了最基本的法律规范，而涉及金融衍生品监管的专门法规则由各监管部门制定。

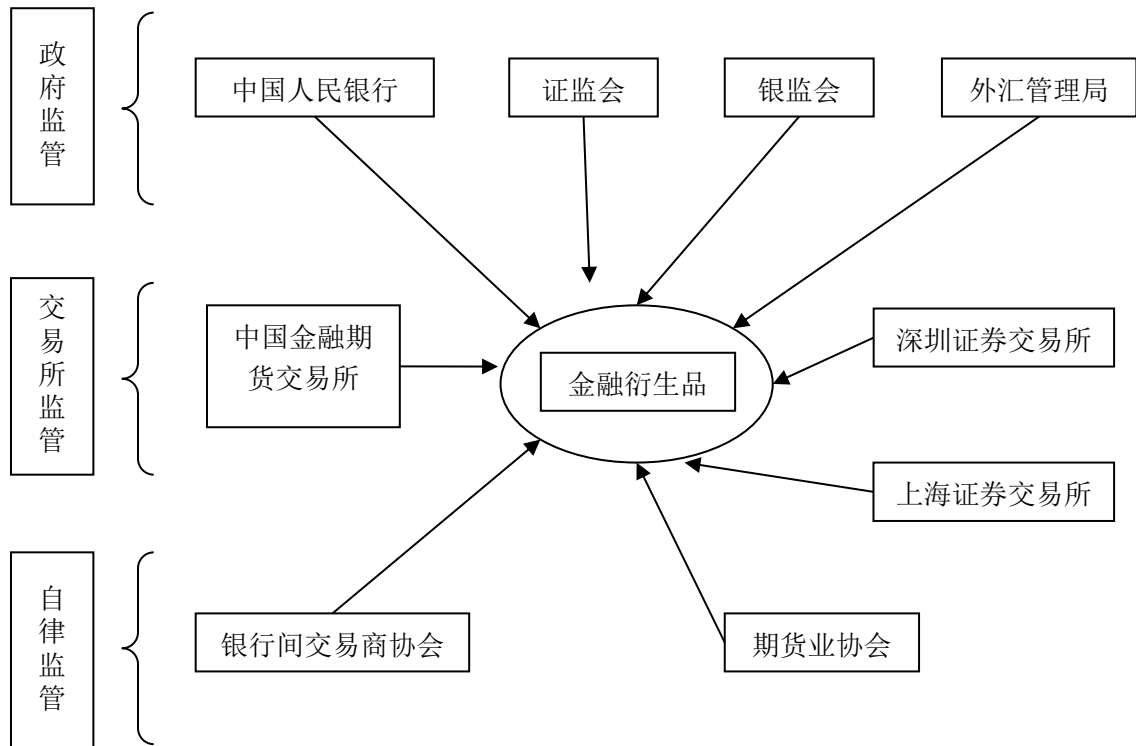


图 1 我国金融衍生品监管体系

2. 金融危机后国际金融衍生产品监管的改革

金融危机暴露出金融衍生品市场和金融衍生品监管中存在的缺陷，各国政府、区域性组织和国际金融监管机构等，在深刻的反思后提出了一系列的改革举措。将影子银行纳入监管范围，并进行严格监管，已在各国达成广泛共识，而且，设计信息披露机制，将成为未来对影子银行监管的重点。

金融危机后，美国发布了《2009 年场外衍生品市场法》，2010 年 2 月美国商品期货交易委员会（CFTC）发布了《OTC 衍生品改革》。欧洲对于衍生品的改革更多基于细节上的规范，2009 年 7 月 3 日欧盟发布的《咨询性文件：加强 OTC 衍生品市场抗风险能力的可能性措施》、

2010年2月11日公布的草案《关于效率、安全和稳健的衍生品市场：未来政策行动》、2010年6月14日的《对衍生品和市场基础设施的公开咨询》以及2010年9月15日的《使欧洲衍生品市场更加安全和透明》，均从多个角度对衍生品监管进行了规范。

国际监管组织也在危机后提出了一系列衍生品监管改革方案。2009年9月，G20匹兹堡峰会提出了一系列完善场外衍生品市场的重要举措，重点强调要加强对金融衍生品、场外交易、评级公司和对冲基金的全面监管。“场外衍生品监管者论坛”也在2009年9月成立，成员涵盖全球15个国家的35家监管机构，为场外衍生品市场中央对手方和交易登记机构的监管提供了国际合作框架。2010年10月25日，金融稳定委员会（FSB）又发表了《执行OTC衍生品市场改革》的报告，目的在于加强OTC衍生品市场的功能、透明度和监管监督。2009年4月，巴塞尔委员会颁布了《银行金融工具公允价值评估的监管指引》，确立了衍生品价格评估机制、风险控制和报告制度。而在2010年底推出的巴塞尔III的框架中，虽然未对衍生品监管做出单独的诠释，但是对交易对手信用风险的修订、对交易账户新增风险的关注以及对于监管指标相应参数的调整都是对衍生品监管的变革。

引入中央对手方清算（Central Counterparty, CCP）是管理交易对手信用风险和降低系统性金融风险的重要手段，同时也有助于提高市场流动性和效率。2010年5月，国际支付结算体系委员会（CPSS）和国际证监会组织（IOSCO）专门针对场外衍生品市场的中央对手方清算发布了相关监管建议适用指引的征求意见稿，提出了中央对手方在资本、风险管理、保证金与操作管理上的标准。尽快建立中央对手方清算系统，已经在各国金融监管、国际金融监管机构范围内达到普遍共识。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：(86) 83571304, 15101055812

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>