

美国商品衍生品市场发展的经验借鉴

乔兆容 | 李自然

目前,我国众多大宗商品交易场所不仅经营传统意义上的现货,还引入了大量合同交易,如中远期合同交易、现货递延合同交易等业务。按照国际惯例,这些合同都属于衍生品。衍生品交易,特别是在部分标准化产品引入集中交易机制后,具有金融属性。它虽然对地方集聚金融资源、促进商品价格发现等方面具有一定积极作用,但也时有发生被非善意机构或个人利用,进行投机和价格操纵,侵吞客户资金、携款潜逃等情况,极易造成社会矛盾,引发区域性金融风险。

美国的商品衍生品市场在早期也经历过大量交易场所盲目发展,地方和中央不断完善监管的过程,而且至今依然是多头监管的格局,其部分历史经验或可供借鉴。

从历史沿革看,美国经历了优胜劣汰,从自律到地方监管再到联邦监管的过程。美国大宗商品交易市场起源于19世纪中叶。当时随着贸易和中远期交易规模的快速发展,很多大宗商品的集散地自发地形成了各种交易场所。人们通过有组织的集中交易方式更有效地进行现货买卖,也能帮助规避中远期交易对手方风险。到19世纪末,美国有1600家交易场所分布在各大港口和铁路站点。比较有代表性的是,1848年成立的芝加哥商品交

易所CBOT,1856年成立的堪萨斯交易所等。这些交易场所后来经过不断演化,有些消失,有些合并。1864年标准化远期——期货创设后,有些交易场所转型专营期货产品。1875年到1905年间,美国有20多个专营期货的交易场所。随着期货交易成为一种主要的商品交易模式,它也带来了一场遍布全美的期货投机浪潮。成百上千的对赌公司,通过电报这一当时发明不久的通讯手段让美国最小社区的居民都能够接触现期货交易,期货滥用、“逼仓”盛行。1848年到1859年间,美国交易场所没有任何监管机构的监管,依靠自律监管。1859年到1921年,从传统自律监管发展到地方政府授权的现代自律监管。1921到1974年,逐渐形成联邦政府立法、专业化部门监管的格局。

美国不断完善衍生品法律体系将金融创新纳入监管。一是形成了以《商品交易法案》为母法,美国商品期货交易委员会(CFTC)、美国期货协会等部门法律法规为补充的衍生品法律体系。这些法律法规以合同市场为主线,对各类衍生品进行了全面的定义和梳理,对投资者适当性做出规范,特别是个人投资者进入衍生品场外市场做出限制,也为新型衍生品创新审批留出了空间。此外,近年来法

律法规紧跟衍生品市场创新步伐,把一些过去没有纳入监管的另类交易系统,也逐渐纳入监管。二是对衍生品交易基础设施的监管做出了全面规定。范围涵盖了交易所、交易系统、清算结算机构等,特别是把一些清算所认定为系统重要性金融市场设施。2010年颁布的《多德—弗兰克法案》中,将支付、清算与结算监管纳入中央监管。三是划分监管权限,加强监管协调。针对衍生品市场存在CFTC、SEC、财政部、美联储等多部门监管的格局现有法律框架能够兼顾历史遗留传统和市场现实需要情况下不同部门监管权限的划分,形成了一个不同监管主体依据不同标的现货、交易场所、产品属性等交叉错落的监管网,每个领域都有相对明确的责任部门。

我国从1993年开展期货清理整顿清理,历时6年,交易场所从50余家减为3家,经纪公司从1000多家减为180余家,还推动了《期货交易管理暂行条例》颁布。地方交易场所清理整顿,截至2017年1月,清理整顿各类交易所部际联席会议第三次会议公布的数字是1131家,其中违规交易场所已超过300家,占比接近30%。清理整顿各类交易所部际联席会议根据2011年国务院38号文、2012年国务院37号文等文件,以遏制交易场

所违法开展证券期货交易为重点推进清理整顿工作,落实中出现了规范阻力大、监管成本高、整饬效果不佳等情况。为此,笔者建议借鉴美国监管经验,从以下方面规范地方大宗商品交易市场发展:

违法期货的认定可以尝试一些新的灵活方式。关于现货递延是否属于期货的问题,可以依据海外对现货递延的另一种命名——无到期日期货,将其解释为一种期货的变形,但可能同时需要和人民银行、银监会共同商议银行间市场同类衍生品的法律地位,明确各类衍生品的监管归属,在没有上位法可依之前,给出一个系统的官方解释。此外,还可以依据合同法中对合同自由限制的相关法律条款,对地方交易场所开展的具有严重负外部性的衍生品交易,定性为合同违法,从而追诉其法律责任。

加强工作思路创新,通过宣传舆论提升地方对监管必要性的认识。正本清源,加强宣传,特别是对衍生品交易的专业性、潜在的外部性、管理要求高的特征进行广泛宣传,因而目前在很多地方现有的监管资源、从业人才等条件下并不适合普遍开展。旨在统一监管思路,解决由于地方不配合而使清理整顿工作夭折在“最后一公里”的情况,也尽量避免地方将清理整顿留下的各种包袱丢给部际联席会议、司法和社会。

重视对地方清算所的监测,避免其成为重典治理之下各种违规业务的通形之处。地方模仿上海清算所的模式建立服务大宗商品交易的清算所,本意也是加强有效监管,但由于在行业利益链条上,清算所收费、交易所收费、中介费是相互竞争的关系,交易场所一开始接入清算所的热情并不

高。但随着2016年四大国有银行在有关部门要求下禁止与违规交易场所合作,以及2017年1月9日清理整顿各类交易场所部际联席会议第三次会议上提出的进一步切断城市商业银行与违规交易场所合作,很多交易场所开始有了与清算所合作的动力。我国目前证券期货市场的清算所实质上都是各大交易所的清算部门,只有上海清算所是独立的机构。现有法律法规还没有涉及这个领域。在法律缺失以及部际联席会议对清算所的监管存在盲区的情况下,未来交易场所清理整顿如果强力推进,一些有实力的交易场所的利益相关方可能通过与清算所直接合作,或者改头换面与清算所合作,或者直接出资设立清算所再上线另类交易平台等手段规避监管。因而,部际联席会议、地方证监局、地方金融办等可以适时考虑针对地方清算所进行信息共享和监测,避免这一地带成为监管监控的真空。

研究完善交易场所优胜劣汰下的退出和善后机制。从美国的经验看,大量的交易场所不可能长期并存。从我国当前互联网与传统产业深度融合带来各种平台型企业的创业浪潮看,平台型企业的客观发展规律也是服从规模效应的。因而,无论从国际交易所发展经验,还是平台型企业发展规律看,我国地方交易场所疯狂发展的趋势不可能永远持续。未来在央行货币政策保持稳健、抑制资产价格泡沫、去杠杆的大环境下,绝大多数地方交易场所的盈利是无法保障其长期生存的。在当前清理整顿升级的情况下,优胜劣汰可能提前就会出现。因而,研究推动地方交易场所的整合升级,建立退出交易所的善后机制,对清理整顿工作中随时可能牵连出的大量历

史包袱和风险做出应对预案,维护好社会安全和稳定。

择机启动系统性的立法研究工作,特别是有关衍生品交易的上位法。无论从美国衍生品市场法律体系伴随交易场所优胜劣汰而不断成型的历史,还是我国期货行业清理整顿推动了期货法规出台的历史经验看,未来地方大宗商品衍生品市场的清理整顿和健康发展都需要更加完善的法律法规的支持。现有证券期货市场的衍生品业务开展主要依据《期货交易管理条例》等,银行等金融机构开展衍生品业务主要依据《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》,上海黄金交易所的现货递延交易依托交易所规章,地方大宗商品交易市场的衍生品交易归地方管辖。地方交易场所继证券期货市场、银行间市场之后实际上已经形成了我国第三块衍生品市场(包括不受中央监管的清算所),这主要是由于我国金融市场一致沿袭自上而下的发展规则的情况下,现有的法律和监管格局没有把空当“占满”,从而给地方交易场所留下了很大的发挥空间。即使未来通过对地方衍生品集中交易的清理整顿,彻底划清证券期货市场和地方交易场所的界限,按照欧美的经验,场外衍生品依然是一个可能积累风险应当监管的地带。为此,可借鉴美国现有衍生品市场实践和对应的法律体系,在我国《期货交易管理条例》《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》等法律法规之上应有上位法,构成上位法和部门法律相结合的法律体系,统筹我国衍生品市场的监管。■

(作者单位:中证金融研究院
北京衍生品研究院)

责任编辑 喻胜强