

Regulation of Over-the-counter Financial Derivative Market
— International Experience and China's Practice

场外金融衍生产品市场监管 国际经验与中国实践

“场外金融衍生产品市场
监管问题研究”课题组 著



 中国金融出版社

责任编辑：吕冠华
封面设计：吕颖

场外金融衍生产品市场监管 国际经验与中国实践

Regulation of Over-the-counter Financial Derivative Market
— International Experience and China's Practice

上架类别 ○ 金融实务

ISBN 978-7-5049-5231-8



9 787504 952318 >

网上书店：www.chinafph.com

定价：30.00元

场外金融衍生产品市场监管 国际经验与中国实践

“场外金融衍生产品市场监管问题研究” 课题组 著

责任编辑：吕冠华

责任校对：李俊英

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

场外金融衍生产品市场监管国际经验与中国实践 (Changwai Jinrong Yan sheng Chanpin Shichang Jianguan Guoji Jingyan yu Zhongguo Shijian) / “场外金融衍生产品市场监管问题研究” 课题组著. —北京: 中国金融出版社, 2009. 10

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5231 - 8

I. 场… II. 场… III. 金融市场—研究—中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 155699 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

装订 东兴装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 11.75

字数 230 千

版次 2009 年 10 月第 1 版

印次 2009 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5231 - 8/F. 4791

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

内 容 提 要

与场内金融衍生产品相比，场外金融衍生产品在交易结算方式、参与者类型等方面都存在较大区别。就目前而言，国内对场外金融衍生产品的监管研究相对薄弱，系统性不强，相关文献和理论成果十分稀少。在此背景下，本书从论证场外金融衍生产品市场监管的必要性入手，以国际经验为基础，结合我国实际情况，提出了我国场外金融衍生产品市场监管的政策建议。全书共分六章，主要内容如下：

第一章在介绍场外金融衍生产品市场基本情况的基础上，着重分析了场外金融衍生产品风险的特殊性及其根源，阐明了场外金融衍生产品市场监管的必要性。场外金融衍生产品市场规模庞大，组织相对松散，系统性风险较大而又难以识别和估计。虽然金融自由化理论认为对其无须严格监管，但事实证明，监管的放松甚至缺位可能导致巨大的系统性风险。反之，正是由于场外市场存在非集中化、非标准化、非透明化、过度创新等一系列可能潜藏风险的特点以及较为隐蔽的风险传染机制，因此，对其应该实施严格、全面、系统的监管。

第二章首先提出了场外金融衍生产品市场监管的目标和原则，其次分别对部分发达国家和地区以及发展中国家的监管组织体系、监管内容、法律法规以及国际监管组织的监管手段、政策建议进行了梳理，最后通过对国际经验的分析和整理，总结出场外金融衍生产品市场监管的思路和普遍经验。从国际经验来看，一方面，发达国家和地区的监管主体比较分散，偏重机构监管，对场外金融衍生产品市场整体运行的监管不足；相比之下，发展中国家的监管更为严格且更有针对性，一般都由中央银行负责对场外金融衍生产品市场的整体监控。另一方面，发达国家和地区与发展中国家的监管要求有相当部分的共同之处，这说明对场外金融衍生产品市场的监管是存在普遍规律的。

第三章对我国场外金融衍生产品市场的发展现状进行了详细介绍，分析了现有监管体系及监管中存在的问题。我国场外金融衍生产品市场已经形成了“一行三会”，分别实施功能监管和机构监管，同时辅

以行业自律和中介机构一线监测的监管框架,监管的分工和层次比较清晰,但在具体实施中还存在一些问题和不足之处。

第四章提出了我国场外金融衍生产品市场监管的目标、原则,对如何进一步加强监管进行了制度设计上的探讨。本书认为,我国场外金融衍生产品市场监管制度设计的要点:坚持中国人民银行负责市场监管、“三会”负责机构监管的分工;制定一部较高效力层次的部门规章以统一监管标准、明确监管权限,同时辅以行业自律规则;从市场准入、市场分层、产品类型、内控制度、交易信息备案与披露、投资者保护等方面确立监管框架、提出具体的监管要求;采用现场监管与非现场监管的监管方式落实监管要求;强化监管机构对违规行为的行政处罚权力。

第五章和第六章分别为案例研究和监管文件汇编。本书通过案例分析对场外金融衍生产品市场发生的重大事件及其对监管制度建设的有关启示进行了分析说明。这些案例有些反映了场外金融衍生产品市场的系统性风险和制度性风险,有些反映出参与者在内控制度和风险控制制度上存在严重缺陷,通过对案例的剖析,我们也总结出相应的经验教训作为下一步发展场外金融衍生产品市场的前车之鉴。

本书具有较高的学术价值和应用价值,主要体现在:

一是在国内首次尝试对场外金融衍生产品市场监管的理论体系进行研究。目前,国内理论界对场外金融衍生产品市场的研究相对薄弱,而针对场外金融衍生产品市场监管的研究就更加匮乏,这与我国场外金融衍生产品市场的飞速发展是不相称的。本书结合国际经验对我国场外金融衍生产品监管的目标、原则、思路、制度设计等问题进行研究,初步建立了一个比较系统的场外金融衍生产品监管理论体系,为后续更为深入的理论研究奠定了扎实的理论基础。另外,在此次课题研究过程中,我们收集、翻译、整理了大量的第一手英文资料,工作难度和工作量都很大,这项工作在国内尚属首次,能够为后续研究提供极具参考价值的文献基础。

二是对指导我国场外金融衍生产品监管框架的完善具有重要指导意义。目前,我国场外金融衍生产品的监管框架包括主管部门的规章制度及行政执法,行业自律组织对参与者的引导及自律约束,市场中介机构对参与者行为的一线监测、对参与者内控制度和风险控制能力要求等不同层次的内容,我们研究的有关结论印证了上述框架的合理性。同时,可以借鉴研究成果对我国现行监管架构、分工进行有针对性的调整,对具体的监管内容、手段予以合理强化、查漏补缺。

目 录

第一章 场外金融衍生产品市场监管的必要性	1
第一节 场外金融衍生产品的种类和特征	1
第二节 场外金融衍生产品市场的风险	4
第三节 场外金融衍生产品市场监管的必要性	6
第二章 场外金融衍生产品市场监管的国际经验	11
第一节 场外金融衍生产品市场监管目标、原则	11
第二节 发达国家场外金融衍生产品市场发展及监管	14
第三节 发展中国家场外金融衍生产品市场发展及监管	37
第四节 国际监管组织的有关监管安排及建议	45
第五节 启示与借鉴	53
第三章 我国场外金融衍生产品市场监管的现状和问题	58
第一节 我国场外金融衍生产品市场的发展	58
第二节 我国场外金融衍生产品市场监管的现状及存在的问题	64
第四章 对我国场外金融衍生产品市场监管的政策建议	70
第一节 我国场外金融衍生产品市场的监管目标及监管原则	70
第二节 我国场外金融衍生产品市场的监管体系设计	74
第三节 我国场外金融衍生产品市场的监管内容	76
第五章 案例研究	84
案例1 美国次贷危机的形成、根源及启示	84
案例2 美国长期资本管理公司溃败案例分析	90
案例3 法国兴业银行事件案例分析	93
案例4 巴林银行倒闭事件	97

案例 5	中航油事件始末	103
案例 6	国储境外期铜风波	106
案例 7	“327 国债期货事件”的回顾与反思	109
案例 8	近年来我国企业从事金融衍生产品业务亏损的原因与 启示	114
第六章	监管文件汇编	118
	文件汇编一 我国场外金融衍生产品市场政策法规文件	118
	文件汇编二 国际监管规则选编	147
参考文献		177
后记		179

第一章 场外金融衍生产品 市场监管的必要性

近年来，全球场外金融衍生产品市场快速发展，场外金融衍生产品逐渐成为市场参与者管理风险的有效工具和衍生产品交易商的重要利润来源。根据国际清算银行（Bank for International Settlements, BIS）统计，截至 2007 年年末，全球场外金融衍生产品合约未偿余额为 596 万亿美元，市场价值达 14 万亿美元。相比之下，2007 年年末交易所金融衍生产品合约未偿余额仅为 81 万亿美元，不足场外金融衍生产品市场规模的 14%。1998 ~ 2007 年 10 年中，场外金融衍生产品合约未偿余额增长了 7.4 倍，年均增长率超过 25%。

2007 年以来，源于美国次贷危机的金融海啸席卷全球，造成了百年一遇的金融动荡，场外金融衍生产品市场难辞其咎。海曼·P. 明斯基（Hyman P. Minsky）的“金融不稳定假说”^① 又一次^②受到了重视，人们不得不重新审视场外金融衍生产品市场的特性及风险，并开始对场外金融衍生产品市场加强监管的必要性进行讨论。

本章将在阐述场外金融衍生产品定义、种类、特征的基础上，分析场外金融衍生产品市场上存在的风险及其根源，并从金融监管理论和政策争议入手，结合当前国际金融领域和实体经济的发展状况，论述场外金融衍生产品市场监管的必要性。

第一节 场外金融衍生产品的种类和特征

场外金融衍生产品具有许多显著特征，因而在金融市场上发挥着特殊的作用。只有充分把握这些特征和作用，才能认清场外金融衍生产品的优势和劣势，制定切实可行的监管措施。

① 20 世纪 70—80 年代，美国经济学家海曼·P. 明斯基（Hyman P. Minsky）提出的“金融不稳定假说”（Financial Instability Hypothesis）开了金融脆弱性理论研究的先河。该假说认为，经过一段长时间的繁荣，经济会从有助于稳定系统的金融关系转向有助于不稳定系统的金融关系，即不稳定性是现代金融制度的基本特征。

② 亚洲金融危机爆发之后，“金融不稳定假说”受到学界和业界的重视。

一、场外金融衍生产品的定义和种类

(一) 场外金融衍生产品的定义

一直以来,业界对于场外金融衍生产品有多种定义方法。一种是从交易场所的角度进行定义,如将场外金融衍生产品定义为非交易所内交易的金融衍生产品。另一种是从金融衍生产品交易方式的特征入手进行定义,如“场外金融衍生产品是这样一类金融衍生产品,它的交易直接由双方议价达成,而不是通过中介或者交易所达成。互换、远期类利率合约,或者奇异期权(Exotic Option)一般在场外市场交易”。^①此外,美国证券行业和金融市场协会(SIFMA^②)提出:“场外金融衍生产品是这样一类金融合约,其价值取决于一种或多种原生资产的价值,这些原生资产包括股票、债券或指数(如道琼斯工业指数)等。与交易所内交易的金融衍生产品不同,场外金融衍生产品是直接由经纪商提供给最终使用者(End-users)的非标准化合约。”同时,也有部分机构和学者把场外金融衍生产品称为非标准化金融衍生产品、议价金融衍生产品等。总体来讲,场外金融衍生产品的范围随着场外市场的变化而变化,我们可以将场外金融衍生产品定义概括为交易双方通过直接(“一对一”)议价方式形成的金融衍生产品合约。

(二) 场外金融衍生产品的种类

场外金融衍生产品既包括利率互换和汇率远期这样的传统金融衍生产品,也包括信用衍生产品这样的新兴金融衍生产品。随着全球金融业的逐渐发展完善,更多类型的场外金融衍生产品不断涌现。按照不同的分类标准,金融衍生产品可以划分为不同的种类:

1. 按交易方式和产品特性划分。

根据交易方式和产品特性的不同,场外金融衍生产品可以分为金融远期、金融期权和金融互换。

金融远期一般指合约双方同意在未来日期按照议定价格(通常用现金结算)交割金融资产的合约。金融远期合约规定了将来交换的资产、日期、价格和数量,具体条款因合约双方的需要不同而不同。典型的场外远期合同包括远期利率协议、远期外汇合约等。

金融期权是指购买者享有在规定的期限内按交易双方商定的价格购买或出售一定数量的金融工具或金融变量权利的交易。典型的金融期权合约包括利率期

① 投资者词汇(InvestorWords.com - Investing Glossary), www.investorwords.com/6611/over_the_counter_derivative.html。

② SIFMA 全称为 Securities Industry and Financial Markets Association (美国证券行业和金融市场协会), 2006 年由两家行业协会合并而成, 其中一家是代表证券交易商和经纪商的美国证券业协会 (Securities Industry Association), 另一家则是针对固定收益市场的美国债券市场协会 (Bond Market Association)。

权、外汇期权、股价指数期权、股票期权以及金融期货期权等。

金融互换一般指两个或两个以上的当事人按共同商定的条件，在约定的时间内，交换一系列现金流量（本金、利息、价差等）的金融交易。典型的场外掉期合同包括利率掉期、外汇掉期等。

2. 按合约的标的资产划分。

根据标的资产的不同，场外金融衍生产品通常可分为场外利率衍生产品、场外汇率衍生产品、场外权益衍生产品以及场外信用衍生产品。

利率衍生产品是指以某种债务凭证或利率为标的物的金融合约。当前，远期利率协议（Forwards Rate Agreements）、利率期权（Interest Rate Options）及利率互换（Interest Rate Swaps）等是最为重要的利率衍生产品。

汇率衍生产品是指以各种货币作为基础资产的金融合约，主要汇率衍生产品包括远期外汇合约（Outright Forwards）、货币期权（Currency Options）、货币互换（Currency Swaps）等。

权益衍生产品是指以股票或股指为基础资产的金融衍生产品，主要包括股票远期（Forwards）、股票互换（Swaps）及上述合约的混合交易合约。

信用衍生产品是用来分散和转移信用风险的金融衍生产品，20世纪90年代，随着市场化分散信用风险技术的逐步成熟，信用衍生产品开始出现。通过信用衍生产品合约，信用风险被从标的金融产品中剥离，成为一种市场上可以购买的产品。信用衍生产品很好地解决了传统衍生产品只能处理市场风险（价格风险），但对信用风险束手无策的问题。商业银行通过购买信用风险保护来对冲表内资产业务的信贷风险，而投资机构通过出售信用风险保护获得收益。目前，主要的信用衍生产品包括信用违约互换（Credit Default Swaps）、全部收益互换（Total Return Swaps）、信用期权（Credit Options）等形式。

二、场外金融衍生产品的特征

场外金融衍生产品因其交易方式、清算结算方式的不同，呈现出以下特征：

（一）场外金融衍生产品合约非标准化

场外金融衍生产品合约是由交易双方“一对一”协商签订的，可根据交易双方的需求量身定做，合约条款约定较多，包括交易时间、地点、数量、质量、价格等。这使得场外金融衍生产品合约具有非标准化的特征，不同场外金融衍生产品之间无太多可比性。

（二）场外金融衍生产品流动性较差

由于场外金融衍生产品交易不是在集中的交易场所中进行，一般通过做市商来提供市场流动性，加之场外金融衍生产品合约个性化较强、合约转换成本较高，因而流动性要远远低于场内金融衍生产品。

（三）场外金融衍生产品具有较高的信用风险

场外金融衍生产品的非标准化和流动性差等特征，决定了部分场外金融衍生产品的风险较高。与之相对应，通过协商签订的场外金融衍生产品合约，更容易满足交易双方的需求，提供更高的场外金融衍生产品收益。

（四）场外金融衍生产品具有较高的灵活性

场外金融衍生产品的形式灵活多样，所受限制较少，交易双方完全可以根据自身的需求，创造出全新的金融衍生产品形式。场外金融衍生产品的创新程度要远远高于场内金融衍生产品。

（五）场外金融衍生产品交易主体主要是机构投资者，且交易主体相对集中

场外金融衍生产品的投资方以风险识别能力和承担能力较强的大型机构投资者为主。据统计，截至 2008 年 6 月，在场外单一币种的利率衍生产品交易中，机构投资者达成的合约的名义本金额占全部交易名义本金总额的 89.90%；在场外外汇衍生产品交易中，机构投资者达成的合约的名义本金额占全部交易名义本金总额的 81.96%^①。同时，为了实现多样化经营，获取规模经济和范围经济效应，场外金融衍生产品交易呈现出进一步向机构投资者集中的趋势。在场外外汇衍生产品交易方面，2002 年 6 月，机构投资者达成的合约的名义本金额占名义本金总额的 76.38%；2005 年 6 月，这一比例上升到 79.10%；2008 年 6 月，这一比例进一步上升至 81.96%。在场外单一币种的利率衍生产品交易方面，2002 年 6 月，机构投资者达成的合约的名义本金额占名义本金总额的 88.46%；2005 年 6 月，这一比例为 87.45%；2008 年 6 月，这一比例上升到 89.90%。

第二节 场外金融衍生产品市场的风险

场外金融衍生产品可以在一定程度上转移和分散金融风险，但像所有金融衍生产品一样，场外金融衍生产品交易也会带来风险。认清场外金融衍生产品市场上存在的风险，并分析风险根源，是推动场外金融衍生产品规范、健康发展的关键。

一、场外金融衍生产品市场风险的种类

（一）市场风险

市场风险，即价格风险，是指因市场价格变动而给交易者造成损失的可能性。市场风险又可细分为利率风险、汇率风险、权益风险等。场外金融衍生产品采取协商议价的方式达成交易合约，市场的价格发现功能较弱，对利率、汇率等

^① 国际清算银行 2008 年 12 月发布的季度报告（*BIS Quarterly Review*）。

价格的预期与实际产生偏差的可能性更大,同时,场外金融衍生产品包含的杠杆率普遍更高,所以场外金融衍生产品市场的市场风险更为突出。

(二) 流动性风险

流动性风险即金融衍生产品持有者无法在市场上卖出合约或将合约及时平仓的风险。场外金融衍生产品交易合约都是交易者“一对一”谈判协商的结果,标准化程度低、流动性较差,这就使场外金融衍生产品交易的客户容易因交易量不大或难以估计市场价格,无法轧平或者冲销其头寸,面临无法平仓的风险。同时,由于场外金融衍生产品市场的交易相对集中,单个合约金额较大,市场资金流动性风险较高,容易出现到期违约现象。

(三) 结算风险

结算风险即交易对手无法按时付款或交货所造成的风险。场外金融衍生产品市场面临着两种比较大的结算风险。一种是欠款收付存在时间差而产生的风险。场外金融衍生产品市场交易集中,合约金额较大,一旦出现这样的情况,将对整个市场甚至其他金融市场产生重大影响。另一种是许多场外金融衍生产品的清算价值取决于清算时特定基础资产的价格,当这些特定基础资产的价格出现波动时就可能给交易者带来损失。

(四) 操作风险

操作风险即因人为错误、交易系统或清算系统故障而造成损失的风险,本质上属于管理问题。操作风险主要包括两类:一类是由于意外事故而造成的风险;另一类是经营管理上的漏洞,因交易决策出现错误而带来的风险。场外金融衍生产品因其标准化较低,更加依赖于交易者的操作,所以操作风险也较高。

(五) 信用风险

信用风险又称对手风险或发行风险,即交易对手或发行人违约造成的风险。与场内市场不同,场外金融衍生产品市场中没有强制保证金和集中结算要求,容易造成风险的累积,合约的履行取决于交易双方的信用状况、履约能力和履约动机,信用风险是场外金融衍生产品参与者可能面临的最大风险。

(六) 法律风险

法律风险即由于立法滞后、监管缺位、法律法规制定者对金融衍生产品的了解与熟悉程度不够,以及从事一些以规避监管为目的设计的金融衍生产品交易,使得参与者的权益得不到法律有效保护所产生的风险。场外金融衍生产品市场虽然由来已久,但真正繁荣发展时期还较短,加之其中的产品创新性很强,有的新产品甚至没有法律规定对其进行规范,所以场外金融衍生产品市场存在一定的法律风险。

二、场外金融衍生产品市场风险的根源

作为金融衍生产品市场的重要组成部分，场外金融衍生产品风险既由其金融衍生产品的本质属性决定，又因其特性而被放大。

首先，高杠杆性是场外金融衍生产品风险偏高的根源。无论是出于套期保值的交易需求还是出于博取高收益的投机目的，场外金融衍生产品的合约价值在交易达成时基本为零，交易双方仅需交纳极少的交易费用即可达成规模较大的交易。由于合约价值会按照约定规则以某一巨额名义本金为基础随市场波动而波动，在市场剧烈波动时，盈亏也将是乘数化的。虽然交易双方会采用盯市增减的方式要求亏损方增补一定的履约保证，但也难以避免违约事件的发生，当某些交易违约时，与之相联系的部分投资会失去保证。非标准化导致交易合约限制较少、杠杆率过高，是场外金融衍生产品市场高风险的罪魁祸首之一。

其次，场外金融衍生产品风险容易累积。一是场外金融衍生产品因其个性化较强，同质产品较少，可比性不强，定价极不透明，容易掩饰风险；二是场外金融衍生产品市场很少如场内金融衍生产品市场一样实行集中清算，缺乏强制的逐日盯市制度，这也给风险累积提供了条件。风险的累积给场外金融衍生产品市场带来了巨大的隐患。

再次，投资主体相对集中，容易引发系统性风险。场外金融衍生产品市场上合约的交易金额相对较大，更有利于机构投资者发挥资本充足的优势，但也因此造成更多的风险聚集到单个或几个相互联系的机构投资者手中。投资主体相对集中，单个机构占市场份额过大，决定场外金融衍生产品市场中少数大型机构的风险一旦爆发就极易引发系统性风险。

最后，市场监管的相对宽松导致场外金融衍生产品市场的风险管理不足。为了拓宽融资渠道、鼓励金融创新，场外金融衍生产品市场的监管相对宽松。这造成了市场信号传递不及时、风险披露不充分等问题，也使得部分风险仅仅是被转嫁和分散，却没有消除。长期以来，场外金融衍生产品市场的准入门槛较低，很多风险较高的金融衍生产品纷纷出现，这是造成场外金融衍生产品市场风险长期存在的客观推动因素。

第三节 场外金融衍生产品市场监管的必要性

对于场外金融衍生产品市场是否需要加强监管，理论界向来存在分歧。但从20世纪80年代以来，场外金融衍生产品市场的监管一直比较宽松，这既是扩大金融市场规模、加强金融创新的需要，也反映了全球金融市场对机构投资者们抗风险能力的信任。更为重要的一个原因是场外金融衍生产品市场没有出现太大的

波动,致使人们忽视了其中蕴涵的巨大风险。由次贷危机引发的全球金融海啸充分证明,场外金融衍生产品市场在一定条件下会变得脆弱,并朝着对实体经济不利的方向发展。从当前的情况看,加强对场外金融衍生产品市场的监管已势在必行。

一、关于场外金融衍生产品监管的理论争议

针对场外金融衍生产品应该如何进行监管的问题,曾经出现过两种截然不同的理论观点:从松监管和从紧监管。

(一) 从松监管:金融自由化理论

20 世纪下半叶曾经对世界金融领域有着重要影响的金融自由化理论,坚持认为应对场外金融衍生产品市场从松监管。金融自由化理论指出,场外金融衍生产品带来的风险并不比场内金融衍生产品带来的风险更多,所以无须新增专门法律和机构对场外金融衍生产品市场进行监管,只需在现有法律框架内加强交易商的内部风险管理能力即可。前美联储主席格林斯潘和诺贝尔经济学奖得主默顿均是这一理论的拥护者。其理由包括:

1. 场外金融衍生产品市场是金融市场发展的必然结果,对场外金融衍生产品交易的无端限制是毫无意义的,有违自由市场精神。与普通商品相比,金融产品及其衍生产品的供给非常充足,市场具有很大的深度,难以进行价格操纵;场外金融衍生产品交易私下进行,交易价格不会被广泛传播;另外,不同交易之间存在较大差异,往往需要独立定价而无法简单参考其他交易,即使个别交易中存在价格扭曲也不会对其他交易形成影响。过度的限制反而会影响市场对金融衍生产品交易的自动调节和修正,耗费了监管成本和社会成本。

2. 场外金融衍生产品虽然具有高杠杆性特点,但却是一种有效的风险管理和投资手段,有利于使用者的套期保值和投机获利。风险是客观存在的,一些重大损失事件的真正原因在于交易机构的管理者对金融衍生产品缺乏了解和交易策略不当,公众的忧虑在很大程度上源于对金融衍生产品交易风险的误解。

3. 场外金融衍生产品交易的风险可以在当前的制度框架下,通过行业自律和各家机构的内部风险管理进行控制和消除。场外金融衍生产品交易的参与者都是大型金融机构,它们有能力保护自己免受欺诈和承受交易对手无力清偿所带来的损失。参与者可以通过谨慎选择交易对手、设置内部授信限额、使用净额结算和抵押等方式来控制信用风险,即使交易对手存在欺诈和不当行为,它们也可以通过法律手段获得赔偿。加强适当的信息披露制度就可以满足机构投资者风险管理的要求,没有必要以总量限制的形式来进行市场监管。

4. 政府过多地参与监管会引发场外金融衍生产品交易商的道德风险,使其过分依赖于政府的监管而放松自身管理,甚至采取更为冒进的经营策略。因为它

们相信如果出现问题，政府是不会放任其自生自灭而撒手不管的。

（二）从紧监管：法律限制理论

与金融自由化理论针锋相对的是法律限制理论，该理论赞成加强立法和行政执法，主张对场外金融衍生产品市场进行必要限制，特别是在“金融不稳定假说”得到越来越多认同的情况下，从紧监管的依据更加充分：

1. 现行场外金融衍生产品市场监管体制已不适应当前急剧扩大的市场规模和复杂的业务类型。银行、证券公司等众多金融机构投身于该市场，对它们的监管要求又各不相同。政府监管当局并没有掌握其全貌，也就不可能有效地控制其可能带来的风险和危害。所以有必要建立一个统一的监管机构，加强对场外金融衍生产品交易主体的集中统一监管，规范其交易行为，促进经济健康发展。

2. 场外金融衍生产品的交易机制容易引发整个金融市场的系统性风险，并具有极强的传染性。目前，场外金融衍生产品交易集中于为数不多的机构投资者手中，主要投资者的倒闭将对其他金融机构产生连锁影响，最终将影响整个金融系统。为此，从国家金融长期稳定的目标出发，监管当局应该采取措施以防范系统性风险。

3. 当前的信息披露制度和会计制度不完善，不能及时、准确地披露场外金融衍生产品交易的盈亏状况，已不适应市场发展的需要。

4. 场外金融衍生产品风波不断，使得公众对交易主体的内部风险管理制度和能力产生疑问。如果加强监管措施，不论效果如何，在一定程度上均可增强社会公众对场外金融衍生产品市场公正性和完整性的信心。

以上两种理论观点各有其合理性和局限性，尽管金融自由化理论曾在特定历史时期对世界金融发展起到过建设性的作用，但从当前形势看，特别是次贷危机之后的国际金融市场实际情况来看，法律限制理论的从紧监管观点更值得提倡。“治乱需用重典”，在场外金融衍生产品已经带来危害的今天，加强市场监管更加必要。

二、场外金融衍生产品市场监管的必要性

加强场外金融衍生产品市场监管已经迫在眉睫，特别是在次贷危机引发的全球金融危机之后，各国政府对加强监管已经形成共识。加强场外金融衍生产品市场监管有助于防范市场的系统性风险，保持市场的活力，推进金融创新，构建国家良好的金融生态环境。

（一）从场外金融衍生产品的特殊性来看，加强监管有利于防范系统性风险

场外金融衍生产品直接议价和高风险、高收益的特征决定了该市场上充满了机遇，存在着丰厚的预期收益。投资主体为了获得较高回报而承担相应的较高风险，属于合理投资范畴。但是，如果他们普遍为了追逐利润而忽视风险的话，场

外金融衍生产品的整体价格就会逐渐上升，市场上的金融泡沫就会不断膨胀，市场系统性风险也随之陡增。特别是在经济繁荣时期，投资主体对未来盲目乐观的预期有可能催生市场的投机行为。部分投资者加大炒作力度，充分利用场外金融衍生产品非标准化、议定价格这些特性，推高金融衍生产品价格，从中牟取暴利，这会极大地增加场外金融衍生产品市场的系统性风险。

加强场外金融衍生产品市场的监管，是防范系统性风险的必然举措。加强监管的意义在于，通过保护交易主体承担适当风险的正常投资行为、限制单纯以炒作为目的的市场投机等方式，维护市场的正常运行秩序，保持金融衍生产品与标的产品之间的恰当价值联系，避免金融泡沫的产生。加强场外金融衍生产品市场监管，既要通过规范投资行为，降低交易主体的个体风险，更要严密监测市场动向，降低市场整体的系统性风险，实现场外金融衍生产品转化和分散风险、拓宽融资渠道的设计初衷。

（二）从金融创新的角度来看，加强监管有利于推进产品创新和制度创新

发展场外金融衍生产品，有利于完善金融市场建设，推动产品创新和金融发展。近年来，市场监管比较宽松，在很大程度上也是出于推动金融创新的考虑。但是，过于宽松的监管可能会导致创新的泛滥和变质，引起金融市场动荡。纵观场外金融衍生产品市场发展的历史可以看出，很多场外金融衍生产品的创新只是流于形式，有些“创新”仅是为了满足特定参与者的某种需求，而这些需求之间不具有共性，“新”的合约方式、产品组合很难成为适用于整个市场的金融创新。反倒是名目繁多的“创新”造成了一定混乱，不但使得创新效率低下，而且给市场带来不稳定因素。

宽松的市场环境并不一定会带来参与者创新能力的提高，加强监管也绝对不等同于僵化守旧，所以促进场外金融衍生产品创新与加强市场监管是可以并存的。加强市场监管的意义在于，能够保证市场形成良性的竞争机制、高效的价格形成机制和顺畅的信息传导机制，为市场参与者追逐正常利润而对各种金融衍生产品进行重新组合和创造性变革、引入新的金融衍生产品，创造更加稳定的环境和适宜的条件。同时，加强监管也有利于合理分配资源，加快场外金融衍生产品市场中投资主体的金融组织创新和投资决策管理创新。这些创新的涌现将反过来推动整个市场交易模式、运行机制、监管方式等方面的制度创新，保证场外金融衍生产品市场的稳定快速发展。

（三）从宏观金融系统来看，加强监管有利于构建良好的金融生态环境

场外金融衍生产品市场是宏观金融系统中的一个重要子系统，它的健康发展与金融产业的可持续发展息息相关。如果这个生态链遭到破坏，整个金融系统的生态环境也会受到影响。美国次贷危机正是肇始于场外金融衍生产品市场，进而扩散到整个金融市场，危害实体经济的。有鉴于此，加强风险相对集中的场外金