



上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

期货与金融衍生品系列丛书

总编 杨迈军



“期货法”立法研究（下册）

上海期货交易所《“期货法”立法研究》课题组 编著



中国金融出版社



期货与金融衍生品系列丛书

总编 杨迈军

“期货法”立法研究

(下册)

上海期货交易所《“期货法”立法研究》课题组 编著



中国金融出版社

目 录

下册

子报告一：期货交易制度法律问题研究	471
第一节 美国期货市场基本交易制度	471
第二节 我国期货市场基本交易制度	490
第三节 立法建议和立法理由	500
子报告二：期货结算制度法律问题研究	507
第一节 基本结算制度概述	507
第二节 国际期货市场结算制度法规分析与比较	519
第三节 我国期货市场结算制度法规分析	541
第四节 我国期货市场结算制度立法设计和完善建议	548
第五节 立法建议和立法理由	555
子报告三：期货交割制度法律问题研究	561

第一节	国际期货市场交割制度研究	561
第二节	国内期货市场交割基本制度研究	569
第三节	我国期货市场交割制度的设计与建议	576
第四节	立法建议和立法理由	579
子报告四：期货市场风险控制制度法律问题研究		582
第一节	期货交易中的风险控制制度概述	583
第二节	境外期货交易的风险控制制度分析	586
第三节	国内期货市场风险控制制度分析	608
第四节	立法建议和立法理由	621
子报告五：期货市场信息披露法律问题研究		624
第一节	信息披露制度对期货市场的作用认识	624
第二节	期货市场信息披露制度的国际市场经验研究	625
第三节	我国期货市场信息披露制度的现状及规则	628
第四节	期货信息披露存在的主要问题及设计建议	631
第五节	期货信息的法律属性与权益保护的立法研究	634
分报告七：期货交易禁止行为研究		639
第一节	期货交易禁止行为概述	640
第二节	国际期货市场关于期货交易禁止行为的有关规定	646
第三节	我国期货交易禁止行为的有关规定及其完善	700
分报告八：期货市场对外开放法律问题研究		725
第一节	我国期货市场对外开放的内涵与客观条件	725

第二节 我国期货市场对外开放的意义·····	731
第三节 境外期货市场对外开放法规、制度的经验借鉴·····	737
第四节 我国期货市场对外开放的主要内容·····	760
第五节 构建期货市场法规体系规范期货市场对外开放·····	786
第六节 立法建议与理由·····	796
 分报告九：期货市场监管制度研究·····	 800
第一节 概念界定·····	801
第二节 国内外主要期货市场监管模式分析与比较·····	802
第三节 “五位一体”监管体系的完善思路·····	817
第四节 立法建议和立法理由·····	830
 参考文献·····	 834
 附录：上海期货交易所期货立法建议初稿·····	 852
 后记·····	 914
 “期货法”立法研究回眸·····	 918

子报告一

期货交易制度法律问题研究

期货基本交易制度是“期货法”的核心内容之一。对套期保值制度、持仓限额制度、保证金制度、涨跌幅度限制、强行平仓制度、客户管理制度等方面的研究，对于构建我国基本法律制度体系的进一步发展，保证期货市场长期平稳健康运行，全面实现“服务产业、服务国民经济发展”具有深远意义。套期保值作为期货市场最突出的功能之一，其法律制度制定得科学合理可以促进并实现特定范围内的实体企业更便捷、有效地实现套期保值，进而保证期货市场核心功能的有效发挥。通过研究、借鉴美国成熟期货市场的法律，进一步研究我国期货立法如何规定适当的期货交易制度，包括区别对待的交易性质、审慎透明的交易管理、公开必要的交易信息、规范公平的交易方式等，以实现“期货法”为我国期货市场健康、持续、高效发展保驾护航的作用。

第一节 美国期货市场基本交易制度

一、基本交易制度监管法律和机构

美国的期货市场运行在一个复杂的法律和监管环境中，由多部法律

和多家联邦管理者和自律组织对其进行管理。总体来讲,美国期货市场在《商品交易法》(CEA)的框架下运作,其他法律如《证券法》、《银行法》的部分条款也间接地对期货市场产生约束力。在完备的法律制度框架下,美国期货市场形成了由美国商品期货交易委员会(CFTC)、期货业协会(NFA)、期货交易所构成的三级监管体系。同时,美国证券交易委员会(SEC)^①、美联储(Fed)及货币监理署(OCC)^②也履行一定的管理职能。美国期货市场的监管体系如图6-1-1所示:

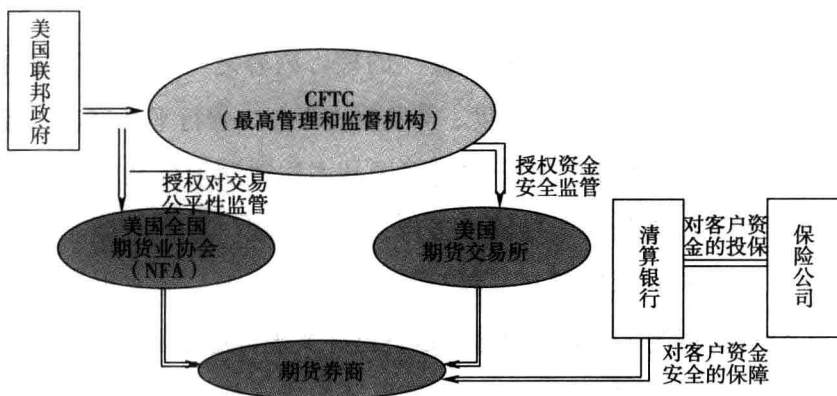


图 6-1-1 美国期货市场监管体系

(一) CEA 对基本交易制度的规定

CEA 规定了 CFTC 的监管范围,并对期货合约如何实现价格发现、套期保值功能及防止过度交易等方面从每日结算、保证金、大户报告、

① SEC 介入期货市场的监管依赖于以下因素:一是 CBOT 一些会员公司是根据证券法律注册的经纪执行人(Broker-dealers);二是基于 CFTC 和 SEC 对一些产品的共同管理权限;三是对在一些场外衍生品的管理权。

② Fed 和 OCC 也间接地对期货市场行使一定的监管权。例如,银行控股公司和在美国设立分支机构的外国银行如果想成立期货经纪商,必须得到 Fed 的批准;如果一个州银行想建立一个期货经纪商,则必须得到 OCC 的批准。

套期保值等基本交易制度进行了原则性的设定。^①同时还对重要农产品期货合约进行了更为详细的规定。

（二）CFTC 对基本交易制度的监管

CFTC 的基本任务是及时监管并预防期货市场中存在人为操纵和违规行为的发生。为了完成这一基本任务，CFTC 采取三个主要手段：一是日常大户报告制度和持仓限制；二是市场信息，包括期货市场方面的交易量和持仓量、现货市场的仓单数量、可交割数量及经济环境方面的发展趋势等，会员公司的交易习惯、交易手法、交易技巧、客户交易的习惯和交易手法等；三是对比分析，对交易所和经纪公司上报的信息和数据对比分析，及早发现漏洞和问题。

CFTC 可以针对这些方面采取行动：一是向交易所了解、核实情况；二是直接向交易者了解情况；三是在了解和核实情况的基础上，向交易所或会员公司及客户询问；四是继续关注一些问题的形势发展，对于回答问题有疑点的，告知被调查对象提供进一步的说明材料，对于发现的问题，及时责令纠正，履行执法的职责。

CFTC 是美国期货市场最主要的、权力广泛的监督管理机构，主要通过市场监管部、清算和市场中介监管部和稽查部履行其监管职责。

（三）NFA 对基本交易制度的监管

NFA 是一个受 CFTC 监督，为期货行业提供额外自律管理的自律性组织，其管理的重点是哪些不是任何交易所会员的业内注册人员。NFA 有五个方面的基本管理职责：

第一，所有的期货佣金商（FCM）、介绍经纪人（IB）、商品交易顾问（CTA）和商品基金经理（CPO）必须在 NFA 登记注册，成为其

^① CEA 第 2 条、第 6a 条、第 6i 条、第 6q 条、第 7 条、第 7a 条、第 15b 条。

会员，遵守 NFA 的财务规则。

第二，NFA 创建并执行各种规则和道德标准保护投资者反对欺诈、操纵和其他不公平的营销和交易行为。

第三，NFA 通过提供高效和卓有成效的仲裁程序，在解决投资者与其代理机构的纠纷方面扮演了重要角色。

第四，NFA 确定了加入或保持其会员的各种要素，并且提供了各种培训标准和相关考试。

第五，NFA 处理所有场内经纪人和场内交易员的申请，同时，经《商品交易法》第四章的授权其可以延期、（延期）察看、中止、限制或取消某人成为场内经纪人或场内交易员的申请。近年来，NFA 还提供了市场监管的服务，即受某交易所的委托对其产品进行市场监管服务。

（四）期货交易所对基本交易制度的规定

下面以芝加哥期货交易所（CBOT）为例，说明交易所交易行为委员会和场内管理委员会对市场基本交易行为的监管。

交易行为委员会（Business Conduct Committee）由 4~8 个非 CBOT 董事或官员的全权会员（其中一名可以是合伙会员）组成。该委员会的职责包括但不限于：防止交易所的任何商品价格操纵或逼仓行为；侦查和阻止与公平、公正交易原则不协调的行为和危害 CBOT 声誉的行为，其中包括违反投机持仓限制、不适当的营销行为以及拖欠交易所、会员或会员公司费用、应付款和其他钱款的行为；执行与期转现、转仓（Transfer Trades）和交割有关的规则。该委员会被授权可以提议对违规个人和公司每次违规行为处以达 25 000 美元的罚款；中止违规人达 90 天的场内交易权利。

场内管理委员会（Floor Governors Committee）对 OIA 的调查部门提

交的如下有关案件进行审议：滥用场内交易和电子交易系统的行为；不适当的交易计划；串通交易；其他类型的非法交易行为；不合规的场外交易；行规培训；会员资格的不当使用及计算机交易重新格式化的管理等问题。法律部人员为 OIA 和委员会的上述所有议题提供支持。

二、美国期货市场基本交易制度

CFTC 认为，对于各个合约市场，CFTC 需要掌握交易量中 70% 以上的交易行为和交易信息，而国会赋予它们的司法权力则能够保证所掌握的这些行为和信息真实可靠。

关于对期货市场的风险监管，CFTC 的基本思路是给市场一个较好的宽松度，如在持仓限额、价格波动限制等方面都是比较宽松的，但这并不等于监管的放松，或被动地利用法律法规、规则来对市场监管。CFTC 有大量的工作人员每天对所有期货合约的交易包括价格变动、成交持仓状况以及交易者行为等进行监控，收集大量的与期货商品相关现货市场有关的价格、供求、进出口等方方面面的信息，对各个合约的市场风险进行评估。当发现市场出现风险并有不断升级的趋势时，CFTC 有关人员就会通过电话询问、劝告等方式进行风险提示，对部分交易者的交易行为进行询问、调查，以使市场自动降温。

（一）保证金制度和强行平仓制度

保证金制度是比较通行和实用的风险控制措施。美国 CEA 第 2 (a) (1) 条规定任何证券指数期货或期权合约的合约市场或衍生品交易执行机构，设立或变更证券指数期货或期权的保证金（初始保证金、维持保证金）时，都必须向联邦储备机构管理委员会备案。为防止系统性风险，维护市场稳定，该委员会可随时要求其调整保证金水平至合适水平。除此以外，当出现紧急情况时，CFTC 有权指令合约市场采取

包括但不限于设定期货合约临时紧急保证金水平等多种手段。美国期货交易的保证金是在随时调整的，保证金水平与市场风险程度密切相关，大部分期货交易所采用 SPAN 系统来评估市场的风险程度，由此计算出相应的保证金水平，通常情况下是 SPAN 系统每天运行一次，计算下一日保证金水平，当发现市场风险有加大趋势的情况下，会增加计算次数。期货交易所的任务是准确评估市场风险，及时调整保证金水平，经纪公司的任务则是确保保证金的及时到位。

在风险控制中，保证金制度和强行平仓制度是两个比较常用并且也是比较有效的制度。美国期货市场中因超仓而被强行平仓的现象极少有，在风险控制中类似强行平仓等手段也极少使用。CFTC 与期货交易所都认为，当出现极端行情时，这类措施虽然有效但对市场伤害很大，而经纪公司则把被交易所执行强行平仓视为有损公司声誉的事情。

在美国，会员因保证金不足而被交易所执行强行平仓的现象同样很少出现，这主要应归功于经纪公司严格有效的风险控制。经纪公司与不同的客户签订的代理合同差异极大，差异主要体现在保证金和强行平仓条款上。经纪公司主要是根据客户的个人资产水平、信用程度等来核定客户的保证金水平和强行平仓条件，经纪公司绝对不允许客户满仓，追加保证金通知通常不是因客户已经没钱再开仓了，而是因客户未占用的保证金已经低于合同规定的水平；如客户收到追加保证金的通知而未能按约定时间追加，这不仅仅意味着其资金有问题，更是意味着其信誉有问题，一个没有信誉的客户找不到经纪公司做交易。

（二）持仓限制制度

1. 持仓限制的授权。

根据 CEA，持仓限额制度是为了消除过度投机引起的不必要负担 (Undue or Unnecessary Burden)，这种不必要的负担是指“……在远期合约

或在重要价格发现合约电子交易设施上，来对任何商品进行过度投机，从而造成该商品价格突然的不合理波动或不当变动，则该过度投机行为对该商品的跨州商业造成过度、不必要的负担。”CEA第6a(a)条授权CFTC广泛的设置持仓限额的权利。CEA第6a(a)(1)条明确授权CFTC可以为不同的商品、市场、期货或交割月设置不同的持仓限额。CEA第6(a)(7)条授权CFTC豁免持仓限额制度对任何人或交易的限制。

2. 持仓限制的制定程序。

CEA第6(a)(3)条明确了CFTC制定持仓限额必须遵循四项法定原则：(1)消除、减少或防止过度投机；(2)防止市场操纵、挤仓、逼仓；(3)确保市场为套期保值者(Bona Fide Hedgers)提供足够的流动性；(4)确保市场价格发现功能的实现。

CEA第6(a)(1)条对CFTC制定联邦持仓限额的程序进行了规定，CFTC必须经过通知、听证、发布规则等法定程序，征求了市场各方的意见后制定的持仓限额才具有法律效力。

这些措施用来监测交易者是否严格、正确执行CFTC和交易所的投机持仓限制规定，这些规定有助于防止交易者积累持仓合约的规模，达到可能干扰市场的程度。为了监测这一限制，市场监管官员每天都要检查当日大户报告情况，发现潜在的违规行为。尽管真正的套期保值者可以免于投机持仓限制，但CFTC要检查套期保值者是否超过了其豁免水平，持有期货和期权部位超过CFTC规定的投机持仓限制水平的商业交易者也要提交现货部位的月报表。这些报表表明每一位交易者的现货部位，这些现货部位反映了交易者每一商品的实际现货拥有量、交易者固定价格以及具有法律约束的现货商品的买进和卖出数量。CFTC监管官员把每一交易者的现货部位与交易者的期货、期权部位相对比，确定问题所在。

3. 持仓限制管理方式。

CEA 第 7 (d) 条市场核心原则 5 (Core Principle 5)^① 指定交易所 (DCM) 应建立持仓限额及其计算规则来减少市场操纵的威胁。

CEA 第 6 (a) (1) 条规定, CFTC 在认为必要时, 可以对具有重要的价格发现功能, 在合约或衍生品交易市场、电子交易设施上交易的远期交割合约制定持仓限额。

CEA 第 6 (a) (2) 条对 CFTC 制定持仓限额的对象、时间和目标作了进一步规定。CFTC 可以制定持仓限额的对象是 “physical commodities other than excluded commodities”, 一般指能源、金属、农产品等实物商品。CFTC 制定新的持仓规则的同时, 应确保境外交易所也采取相同的持仓限额, 以防止价格发现权转移。

CEA 第 6 (e) 条 “rulemaking power and penalties for violation” 中, 规定交易所可以设置持仓限额标准, 但如果 CFTC 已经就某种商品设定了持仓限额标准, 那么交易所制定的持仓限额必须低于 CFTC 制定的持仓限额标准。

CEA 第 6 (e) 条同时规定如果交易所的限仓规则是经过 CFTC 审批同意的, 那么违反交易所的限仓规则就是违反 CEA 的行为。违反 CEA 属于刑事罪, 按 CEA 第 13 (a) 条可被处以不高于 100 万美元的罚款或/和十年以下有期徒刑。但限于在明知故犯 (knowingly violate such limits) 的前提下, 违反此处限仓规则的, 才会被追究法律责任。

目前, CFTC 对 9 种特定的农产品制定并强制执行持仓限额制度, 另外, 还要求指定合约市场 (DCMs) 制定持仓限额和计算规则, 以防

^① (5) Position limitations or accountability. To reduce the potential threat of market manipulation or congestion, especially during trading in the delivery month, the board of trade shall adopt position limitations or position accountability for speculators, where necessary and appropriate.

止操纵和价格异常。CFR17 规定, CFTC 对指定品种分别实施现货月份 (Spot Month)、一般月份 (Single Month)、全部月份 (All Month) 的绝对值限仓, 迷你合约 (Mini - sized Contracts) 折算后与一般合约 (Regular Sized Contracts) 进行加总, 不得超过持仓限额。如大豆现货月份限仓 600 手, 一般月份限仓 6 500 手, 全部月份限仓 10 000 手。CFTC 对包括大豆、豆油等 9 类农产品制定了具体的限仓标准, 其他上市品种则由交易所在 CFTC 限仓框架下制定具体的限仓细则。

(1) 一般月份和全部月份合约投机持仓限额。

CFTC 规定, 非现货月份合约的持仓限额是根据相应品种期货市场历史持仓规模, 通过一定的计算公式统计得出, 即当近一年期货平均月末持仓量小于或等于 25 000 手时, 投资者一般月份和全部月份净持仓不得超过平均月末持仓量的 10%; 如最近一年期货平均月末持仓量大于 25 000 手时, 投资者一般月份和全部月份净持仓限额为 25 000 手的 10%, 加上超出 25 000 手的剩余持仓的 2.5%。

对于新上市品种, CFTC 规定了统一的持仓限额: 不包括能源在内的实物商品期货, 一般月份持仓和全部月份持仓不得超过 1 000 手, 能源类 and 无形商品期货 (包括金融期货), 一般月份和全部月份持仓不得超过 5 000 手。新品种上市后, 交易所可以根据市场运行情况, 对投机持仓限额进行调整。

(2) 现货月份合约投机持仓限额。

CFTC 规定, 进行实物交割的商品期货现货月份的持仓限额, 是根据相应品种不同阶段、不同交割地点的可供交割量计算得出的: 进行实物交割的商品期货现货月份合约的投机持仓限额, 不得超过可供交割量的 1/4。以 CBOT 大豆期货合约现货月投机持仓限额为例, CBOT 根据“运输能力”、“交割量历史数据”以及“期货价格对现货价格的偏离程

度”等数据计算出进入交割月前一月第一个交易日至交割月最后通知日内可能出现的最大可供交割实货量，然后将这个最大的可供交割实货量除以4，便得出现货月投机持仓限额。

（三）涨跌停板制度

CEA 没有直接涉及涨跌停板制度，但 CEA 第 5（b）条、（c）条规定交易所“应对交易进行监督以防止市场操纵、价格扭曲以及对交割或现金结算程序的扭曲”、“应在合约市场推出不易受操纵的合约”，并要求交易所“制定并强制执行定义规则或细则”，“确认交易所是根据规则或细则进行操作”。期货交易所根据 CEA 的相关规定对一些重要商品期货合约每日的最大价格波动幅度进行限制，而对其他大部分品种价格波动幅度不作限制。这些限制一般采取分段设置幅度限制范围的方式，即当日合约价格波动达到第一阶段幅度限制范围后再扩大幅度限制范围，当价格再达到第二阶段幅度限制范围后再进一步扩大幅度限制范围，但每日扩大幅度限制范围一般不超过五次，当日价格波动只能在这个限制幅度内变动。

（四）大户报告制度

CEA 第 6（g）条授权 CFTC 可以向经纪商及交易者要求有关持仓和交易方面的报告。CEA 第 6（i）条和 CEA 第 12 条授权 CFTC 可以为调查目的从交易者那里获得信息。任何不遵照 CEA 披露信息的行为都属于违法行为，将根据 CEA 第 9 条、CEA 第 213（a）-1 条、CEA 第 13（c）条处于刑事或行政的处罚。

从 CFTC 的规则来看，在 CFR（the Code of Federal Regulations）17 中的第 15 章、第 16 章、第 17 章、第 18 章、第 19 章、第 21 章规定，CFTC 可以从交易所、结算会员（Clearing Members）、期货经纪商（Futures Commission Merchants）、外国经纪商（Foreign Brokers）和交易者（Traders）收集所需要的市场数据和持仓信息。

CFTC 建立大户报告制度是市场监管体系的核心。在这个体系中,清算公司、期货经纪公司以及外国经纪人,统称为“报告公司”,通过电子系统每天向 CFTC 报告数据,这些报告包括持仓超过 CFTC 规定的报告水平的期货、期权交易者。在当日闭市时,如果某个“报告公司”的交易者的持仓部位达到或超过 CFTC 规定的单一月份的期货或到期的期权的报告水平,该公司就要报告这个交易者交易这一商品的所有期货、期权到期月份的持仓部位,不论持仓规模有多少。这一制度主要是为了防止大户垄断和操纵市场,损害众多交易者正当的利益。

（五）套期保值制度

CEA 第 6a (c) 条对“善意套期保值交易或仓位的适用性”进行了规定:对于符合商品期货交易委员会按本法宗旨通过规则、条例或命令对“善意套期保值交易或仓位”一词所做之定义的交易或仓位,CEA 第 6 (a) 条下颁布的规则、条例或命令概不适用。上述词语之定义可允许商品或以商品生产出的产品的生产者、购买者、中间商和使用者在某相关期货合约在交易所未平仓而可交易的期间针对其合理合法的商业需要进行套期保值。在判定本法及本法授予商品期货交易委员会的权力是否足以防范大宗套期保值交易造成不良价格压力时,商品期货交易委员会应检测和分析牛、猪或猪腩肉市场上最大规模的套期保值实体(具体指何等实体由 CFTC 判定)的交易活动,并在 1983 年 1 月 11 日起最少两年后再呈报给参议院农业、营养与林业委员会和众议院农业委员会的年度报告中汇报事实认定和建议。

从 CFTC 关于客户的认定规则来看,对于不同类型的品种,其严格区分现货交易商、互换交易商和管理基金。对于真正的套期保值交易,CFTC 和交易所会按照规则要求批准解除其持仓限制。交易所同样可以批准解除差价交易、跨市套利、期现套利或其他交易(与持仓限制规

则的目的之一)的限制。CFTC 要求交易所制定适用于交易员申请此类限制解除的程序,以及交易所批准、高于投机限额的、特定的限制解除水平,而不是简单指令批准无限制的套期保值限额的解除。有时交易所不接受或在交割月交易的最后几天,对限制解除进行严格的约束。CFTC 定期重新审查每个交易所如何批准限制解除、如何监控限制的执行情况,以及一旦违反持仓限制或限制解除违规被发现,交易所会采用哪一种整顿措施(警告、罚款、暂停交易等)。在几个具有联邦限制的市场(品种)上,如果套期保值者的期货、期权头寸超过了投机持仓限额,他们就必须填写书面报告呈报 CFTC,报告必须每月呈报或按 CFTC 的要求办理。报告揭示了交易商在现货市场上的部位,CFTC 则根据报告检查交易商是否已经具有了充足的现货部位,以判断其期货、期权部位是否超过了投机部位的限额。

1. 客户持仓的认定和管理。

美国期货市场将客户持仓划分为现货商持仓、互换交易商(Swap Dealer)持仓、管理基金(Managed Money)持仓、其他报告头寸和非报告头寸。按照 CFTC 的认定,具有现货背景的生产商、贸易商、加工企业、用户统一划为现货商,主要是具有现货背景,需要通过商品期货市场进行套期保值的实体企业客户;互换交易商主要是从事商品掉期业务,需要通过商品期货市场进行风险对冲、管理风险的交易商。管理基金是指投资基金或客户参与期货交易的交易商,一般包括对冲基金、大型资产管理机构等。

2. 持仓限制豁免制度。

按照 CFTC 的规定,申请持仓豁免的头寸主要有以下三种情况:一是真实的套期保值,二是风险管理头寸,三是套利交易头寸。但后两种不适用于现货月份持仓。在 CFTC 规定的基础上,交易所针对上市品种