

上证联合研究计划第 24 期课题报告

境外期权法律制度比较研究

上海证券交易所-上海交通大学联合课题组

课题主持人：胡文伟 李湛 卢文莹 朱伟骅

课题组成员：施争艳 周泾 殷林森 刘晓明 李和金 Marco Mak

内容提要

本文在归纳总结期权产品固有风险、境外期权市场存在问题以及期权引发之全球重大危机事件的基础上，着重介绍了境外主要期权市场的相关法律制度，剖析其立法基础、制度特点、监管架构和法律体系，比较分析了不同国家或地区期权法律制度的相同点和不同点，并根据中国内地市场的特性，分析境外经验对内地的适用性，对内地期权法律制度建设提出建议。

目 录

1. 研究背景及意义	6
2. 境外期权市场概述	6
2.1 期权简介	6
2.2 境外期权市场发展历史	7
2.2.1 世纪荷兰郁金香狂潮	7
2.2.2 美国纽约证交所及期权经纪商与自营商协会	7
2.2.3 美国证券交易委员会与芝加哥商品交易所	7
2.2.4 指数期权产品大量涌现	8
2.2.5 亚洲等期权新兴市场发展	8
2.3 国内外重大期权风险事故	9
2.3.1 中航油（新加坡）巨亏事件	9
2.3.2 中信泰富外汇衍生品投资亏损事件	9
2.3.3 汇丰“打折股票”案	10
2.3.4 国储铜巨亏事件	11
2.3.5 香港“818”轮灾	11
2.3.6 巴林银行倒闭事件和法兴银行事件	12
2.4 境内外主要期权市场及交易所	12
2.4.1 美国期权市场	12
2.4.2 欧洲期权市场	13
2.4.3 韩国市场	15
2.4.4 香港市场	15
2.4.5 新加坡市场	16
2.4.6 中国市场	16
2.5 期权产品主要风险	16
2.5.1 信用风险	16
2.5.2 市场风险	17
2.5.3 利率风险	17
2.5.4 流动性风险	17
2.5.5 法律风险	17

2.5.6 系统、结算及操作风险	17
2.6 期权市场主要常见问题及立法难点	18
2.6.1 投机炒作问题	18
2.6.2 场外交易问题	18
2.6.3 表外风险问题	18
2.6.4 投资误导问题	18
2.7 期权及期权市场其它背景知识	19
2.7.1 境外期权市场参与者	19
2.7.2 期权产品种类	19
3. 境外期权法律制度的比较分析	21
3.1 美国的期权法律制度及特点	21
3.1.1 SEC 相关法律	23
3.1.1.1 《1933 年证券交易法》	23
3.1.1.2 《1934 年证券交易法》	24
3.1.2 CFTC 相关法律	25
3.1.2.1 《商品交易法》	25
3.1.2.2 《商品期货现代化法》	26
3.1.3 交易所自律规则	27
3.2 欧洲主要地区的期权法律制度及特点	34
3.2.1 德国监管框架	34
3.2.2 法国监管框架	35
3.2.3 英国监管框架	37
3.2.4 瑞士监管框架	38
3.2.5 欧洲期货交易所	39
3.2.6 美国洲际-纽约-泛欧交易所集团	39
3.3 香港的期权法律制度及特点	40
3.3.1 《证券及期货条例》	41
3.3.2 交易所自律法则	43
3.3.2.1 联交所期权交易规则	43
3.3.2.2 期交所交易规则	43
3.3.2.3 结算规则	43
3.4 新加坡的期权法律制度及特点	44

3.4.1 《证券暨期货法》	44
3.4.2 交易所自律规则	45
3.4.3 清算规则.....	45
3.5 日本的期权法律制度及特点.....	46
3.5.1 《金融商品交易法》	47
3.5.2 交易所自律规则	48
3.6 韩国的期权法律制度及特点.....	49
3.6.1 《证券交易法》	50
3.6.2 《期货交易法》	50
3.7 台湾的期权法律制度及特点.....	50
3.7.1 《证券交易法》	51
3.7.2 《证券商管理规则》	51
3.7.3 《期货交易法》	52
3.7.4 《证券暨期货市场各服务事业建立内部控制制度处理准则》	52
3.7.5 《期货交易税条例》	53
3.8 国际监管的合作.....	53
3.9 各地区期权法律制度的共性及差异性比较分析	53
3.9.1 共性分析	53
3.9.2 差异性分析	54
3.9.2.1 监管结构	54
3.9.2.2 法律体系	55
3.9.2.3 发展趋势	56
4. 境外经验对内地期权法律制度建设的启示	56
4.1 中国推出期权的有利因素	57
4.2 中国推出期权的不利因素	57
4.3 境外经验对中国期权法律制度建设的启示	58
5. 结语	58
参考资料.....	60

境外期权法律制度比较研究

1. 研究背景及意义

众所周知，金融市场需要不断丰富产品和不断创新，以满足投资者的需求并提供价值发现的功能。因此，中国内地的相关部门也一直在着力于推进金融创新，推出更多的金融衍生产品，力求使内地金融市场的投资品种趋于完善，为广大投资者提供更好的服务。然而，内地金融衍生品市场长期以来却一直处于纠结难产的状态。一边是很想丰富产品线，否则金融市场发展步伐会受阻，会落后于全球其它地区；但另一方面，又极其担心过大风险，担心市场失控。

年长一些的投资者可能仍然对 1995 年的“3.27”国债事件记忆犹新。黑色 8 分钟，不仅令当年名噪一时的万国证券巨亏 60 亿元，也令国债期货这一发达国家早已广泛交易并公认流动性最好亦最透明的金融衍生工具在引入中国后却因监管缺失而被滥用，最终因后果严重恶劣而被取消。中国的金融创新也因此一度停滞。

在过去的几十年间，国内外金融市场因监管不足并滞后于金融创新而引发的重大事故乃至金融危机屡见不鲜，这其中也有中国企业和中国投资人为之付出的巨大代价。近几年，中国内地的相关机构又在重新考虑并陆续推出一些以衍生品为代表的金融创新，这对于内地金融市场乃至经济建设都具有非常重大的意义。但是，回顾国内外金融史，金融创新是一把双刃剑，市场在张开怀抱迎接新产品的同时，更应对风险控制和监管制度建设给予更多重视，否则类似于“3.27”国债这样的荒唐又沉重的事件难免一再重演。

中国内地不仅要在金融创新上学习境外成熟市场的经验，更要在金融监管和市场规章制度建设上吸取境外的经验教训，避免不必要的弯路。这正是本文的初衷，我们希望中国的金融创新之路走稳走好，在每个阶段都要做好功课，做好充分的准备，并且及时回顾总结、及时调整，让金融市场更好地服务于中国的经济发展。

2. 境外期权市场概述

2.1 期权简介

期权（Option），是指赋予其购买方在规定期限内按买卖双方约定的价格（简称协议价格（Strike Price）或执行价格（Exercise Price）购买或出售一定数量某种金融资产（称为标的资产 Underlying Assets）的权利的合约。期权购买方为了获得这个权利，必须支付给期权出售方一定的费用，称为期权费（Premium）或期权价格（Option Price）。

根据期权的定义，不难发现它本质上是一种用于锁定风险的金融衍生工具。作为期权的买方，只要支付一定的期权费，就可锁定或转移风险，因此期权在现代金融市场被广泛用于对标的资产进行套期保值和规避风险。当然，作为期权的卖方，在获得买方支付的期权费的同时，则为买方承担起标的资产价格波动的风险。期权与期货的最大差异在于，期权买方拥有行权的权利，却不承担行权的义务，换言之，期权买方可以在约定的期限内根据标的资产的价格自由决定是否行权。

2.2 境外期权市场发展历史

2.2.1 世纪荷兰郁金香狂潮

现代期权的起源可以追溯到 17 世纪的郁金香狂潮。作为荷兰的国花，郁金香是贵族社会身份的象征，受到贵族阶层的争相追捧并导致供不应求。在郁金香种植和分销的产业链上，各参与者采用了不同形式的期权来最大限度地保护自己的利益。例如，上游种植者在买入看跌期权的同时卖出期货，以保护自己能以较好的价格卖出郁金香花球；而下游分销商则通过买入看涨期权和期货的方式来保护自己遭受价格上涨带来的损失。由此便出现了最早的期权模式，同时出现的还有郁金香球茎期权的二级市场。随着郁金香价格的不断上涨，郁金香和郁金香球茎期权市场的可观利润空间引来全民参与，其中不乏纯粹的投机者。1637 年郁金香价格涨幅高达 5,900%，一株名为“永远的奥古都斯”的郁金香的价格高达 6,700 荷兰盾，堪比一栋豪宅，当时荷兰人的平均年收入只有 150 荷兰盾。但随着经济出现衰退，1637 年 2 月 4 日郁金香市场一夜崩溃，许多期权卖方无法兑现交易义务，市场出现恐慌性抛售，巨大泡沫的破裂给市场带来极大的破坏力。同年 4 月，荷兰政府强制终止所有合同，现代期权的第一次辉煌登台最终以背负骂名而狼狈收场。

2.2.2 美国纽约证交所及期权经纪商与自营商协会

18 世纪末在美国出现了股票期权。由于当时还不存在容纳期权的中心交易市场，期权只能在场外进行交易，必须依靠经纪商撮合买卖双方配对，交易才能进行。在这样一个松散的市场里，期权经纪商与自营商协会（The Put and Call Brokers and Dealers Association）便应运而生，该协会的作用在于加强参与者之间的联系，并在共同利益的基础上拓展业务。

2.2.3 美国证券交易委员会与芝加哥商品交易所

进入 20 世纪以后，股票市场仍然不受监管，期权的声誉也因为投机者的滥用而更加不堪。在 20 年代，一些证券经纪商从上市公司那里得到股票期权，作为交换条件，他们将这些公司的股票推荐给客户，从而推动股价上涨并从中获益，但这种私下交易令许多中小投资者沦为牺牲品。

1929 年股灾发生以后，美国国会为防止市场的再次崩溃而举行听证会，并由此成立了美国证券交易委员会（Security and Exchange Commission，简称

SEC)。证券交易委员会最初给国会的建议是取缔期权交易，理由是“由于无法区分好的期权与坏的期权之间的差别，为了方便起见，我们只能把它们全部予以禁止”。当时，期权经纪商与自营商协会邀请了经验丰富的期权经纪人荷尔伯特·菲勒尔到国会议作证。在激烈的辩论中，菲勒尔最终以“如果你为你的房子买了火灾保险而房子并没有着火，你会说你浪费了你的保险费吗？”说服了委员会，使他们相信期权的存在的确有其经济价值。最终，在加强监管的前提下，美国的期权业才得以继续存在和发展。

1973年4月26日，为顺应市场的需求，美国最大的期货交易所之一——芝加哥交易所（the Chicago Board of Trade，简称 CBOT）创办了世界上第一个集中性的期权市场——芝加哥期权交易所（the Chicago Board Options Exchange，简称 CBOE），开始进行场内股票看涨期权的交易，并且大获成功。同年，Black 教授和 Scholes 教授在期权定价方面取得突破性成就，德州仪器公司也推出了装有期权价值计算的计算器。交易制度的创新和理论与技术的发展共同促进了 CBOE 的迅速发展，并由此引发越来越多交易所竞相开闸期权交易，新的期权品种也被不断推出，从标准化的看涨期权到看跌期权，从股票期权到以其它金融资产为标的的期权，期权市场获得了前所未有的发展。与之相应地，期权市场的交易量也出现大幅度增长，1974 年 CBOE 全年成交的股票期权合约所代表的股数就已超过美国证券交易所（the American Stock Exchange，简称 AMEX）全年的股票成交量。

2.2.4 指数期权产品大量涌现

首个股票指数期权产生于芝加哥期权交易所（CBOE）。1983年3月11日该交易所开发了 CBOE-100 指数期权，后更名为标准普尔 S&P100（OEX）指数期权。1983年7月1日基于 S&P500 的指数期权也开始上市交易。之后，越来越多的交易所都相继推出了股票指数期权产品，股票指数期权产品的品种也不断增多。

经过 30 年的发展，目前全球范围内的股票指数期权的品种已经十分丰富。从期权属性来看，如今在美国上市的股票指数期权已有许多种类，例如看涨期权和看跌期权、欧式期权和美式期权，此外还有一些新型期权，如长期期权（LEAPS）、封顶期权（CAPS）、股票指数期货期权等；从标的指数的类型来看，在芝加哥期权交易所交易的产品就涉及基于标准普尔（S&P）、道琼斯(Dow Jones)、纽约证交所(NYSE)、卢塞尔(Russell)、摩根-斯坦利(Morgan Stanley)等指数的数 10 种期权品种；费城股票交易所则推出了 20 多种行业指数期权，例如 KBW 银行指数期权、KBW 保险指数期权等。1997 年芝加哥商业交易所开始交易 E-mini S&P500 股指期货合约，并成为增长最快的产品。这种 mini 模式很快就被推到期权产品中去，并被其它交易所仿效。

2.2.5 亚洲等期权新兴市场发展

与美国和欧洲市场相比，亚洲股指期权市场发展得相对较晚。新加坡、日本和香港是亚洲股指期权发展较早的国家和地区，但是受市场环境所限，市场规模

一直较小。20世纪90年代后期，随着韩国、台湾和印度等市场的崛起，亚洲股指期权市场急速扩张，此新兴市场的快速发展令全球投资者瞩目。

亚洲最早的股指期权合约是日本大阪证券交易所于1989年推出的日经225指数期权合约。之后不久，新加坡、香港和以色列也相继推出股指期权合约。在亚洲金融危机爆发后，韩国、台湾和印度也逐步推出股指期权交易，并迅速成长为世界上重要的股指期权市场。其中，韩国的股指期权市场发展尤为迅速，并一跃成为全球最大的股指期权交易市场。

2.3 国内外重大期权事故

除了早期的郁金香狂潮，近几十年来境内外期权市场在迅速发展的同时也伴生了一些重大风险事故。回顾这些事故时，可以发现大部分事故的起因都在于内部管理，真正的责任并不在期权本身。期权交易者在内部管理上存在漏洞，对风险敞口没有进行合理或必要的控制，或是对期权产品的风险特性本就认识不够，并盲目投机。

2.3.1 中航油（新加坡）巨亏事件

2003年下半年中国航油公司（新加坡）（以下简称“中航油”）开始交易石油期权，并在最初一段时间内获益颇丰。但从2004年一季度开始，油价攀升导致中航油的做空期权浮亏不断加大。但公司在损失面前不仅没有及时止损，反而选择不断延期交割并同时加大交易量，寄希望于油价回跌来弥补前期的亏损。这样的操作使得中航油的风险敞口不断变大。2004年10月油价再创新高，公司的账面亏损达到1.8亿美元，但仍坚持不平仓。最终在12月1日，中航油的亏损高达5.5亿美金，回天乏力，不得不向法庭申请破产保护令。

中航油的这场豪赌其实从一开始就种下了毁灭的种子，因为其从事的卖出看空期权交易本身所面临的风险敞口就是巨大的。在期权交易双方中，买方的风险是一次性锁定的，最大损失不过是期权费，但收益却可能很大（对于看跌期权）甚至无限量（对于看涨期权）。相反地，对于期权卖方，则是收益有限而潜在损失巨大（对于看跌期权）甚至无限量（对于看涨期权）。中航油选择了风险巨大的看空期权卖方，此后又在石油价格上涨时不断选择延期交易并追加卖出看空期权，风险敞口因此不断加大，直至爆仓。究其原因，内部治理上的严重缺陷而非期权交易本身才是导致其巨亏的根本原因。当时的中航油总裁陈久霖大权独揽，经常绕过交易员私自操盘，发生损失也不向上级汇报，长期投机违规操作，最终酿成苦果。

2.3.2 中信泰富外汇衍生品投资亏损事件

2008年10月20日，香港恒指成分股中信泰富突然惊爆恶讯，因投资杠杆式外汇产品导致巨亏155亿港元，其中包括8.1亿港元的已实现亏损和147亿港元的预期亏损，并且亏损有可能继续扩大，中信泰富两名高层旋即辞职。

由于特种钢生产业务的需要，中信泰富两年前动用了 4.2 亿美元收购西澳大利亚两个分别拥有 10 亿吨磁铁矿资源开采权公司的全部股权。这个项目使得中信泰富对澳元有着巨大的需求。为了防范汇率变动带来的潜在风险，中信泰富在市场上购买了不少外汇合约做多澳元。在集团主席荣智健看来，澳元在当时已持续几年的升值趋势还将保持，认为做多澳元肯定会赢利。但是，中信泰富买入澳元期权合约共 90 亿澳元，比实际矿业投资所需量高出 4 倍以上，显然中信泰富在澳元上的投资已经具有浓重的投机色彩。此后不久，一场全球金融海啸致使澳元急速下跌，对澳元价值前景的错误判断和大量的投机仓位最终让中信泰富付出了惨痛的代价。

2.3.3 汇丰“打折股票”案

以汇丰为首的外资银行“打折股票”案或许是内地投资者最熟悉的一桩期权事故了。在 2008 年金融危机发生前，一些外资银行逐步进入中国内地市场，内地不少高端私人客户因更加信赖外资银行的规范和稳健而将自己的巨额财富交予他们管理，未料到这些外资银行却利用了客户的信任和内地市场的监管空白，适时地向并不熟悉期权产品的内地客户推荐了所谓的“打折股票”。

“打折股票”实际上并不是真正的股票，而是一项跟股票挂钩的有极高风险的复杂期权产品，学名叫 KODA，即 Knock-Out-Discount-Accumulator，直译就是“累计期权合约”。“打折股票”的特点是收益有限而风险无限，股票价格上涨时有收益但收益有限，股票价格下跌时却要按高于市价的价格不断补仓，因而风险无限。“打折股票”在国际金融市场上有“金融鸦片”之称，香港市场更是形象地取 Accumulator 的谐音将其戏称为“*I kill you later*”（我迟早会杀了你）。就是这样一项有着极高风险的产品，却在 2007 年被外资银行大量推销给内地客户，全年售出的期权价值超过 1,000 亿美元，而当年香港全年的 GDP 也仅有 1,600 多亿美元。

之后金融危机爆发，“打折股票”也鸡飞蛋打。但根据协议，不少内地投资者依然被深套其中，需要不断补仓，等到幡然醒悟时，损失往往已经高达几百万甚至上千万，甚至有的账户余额早已为零，还倒欠银行巨款，直到收到法院传票，才知道自己早已从千万富翁沦为千万“负”翁。不少损失惨重的投资者由此走上了慢慢申诉之路，但收效甚微。

当我们回顾这个案例时，发现整个过程中非常关键的一个因素是，外资银行非常了解“打折股票”的风险和收益，更知道如何利用内地的监管空隙和内地投资者对他们的信任，因此通过各种灰色渠道，极富技巧地向内地投资者销售该产品，并且通过一系列专业的操作手段早早地撇清了自身的风险和责任，与此同时却享受着丰厚的销售奖金。这些外资投行的不道德行为自然是要受到谴责，但这一系列“打折股票”案件也在以沉重的代价向我们揭示不了解期权产品风险特性就盲目投资所带来的巨大潜在风险。

2.3.4 国储铜巨亏事件

发生在 2005 年末的国储铜巨亏事件让不少投资者记忆犹新。2002-2004 年，时任国家发改委物资储备调节中心处长的刘其兵在伦敦期货交易所（LME）一路做多期铜，成绩斐然，市场传言他最高峰时曾为国储中心赚取约 7 亿人民币利润。2004 年下半年中国国内铜价开始下滑，2005 年国际各大投资机构也开始普遍看空铜价，因此刘其兵开始反手做空。至 2005 年 9 月下旬，刘其兵已经累计开出 8000 手空仓合约，其中包括投机性极强、风险极大的结构性期权空头头寸。但实际上，2005 年的市场却是唱空做多，LME 期铜价格不断刷新历史新高，一路狂奔。于是，一轮惨烈的逼空行情由此上演，由斯迈尔金属公司、瑞富期货、伦敦标准银行、巴克莱银行等多家机构组成的多头开始联合狙击刘其兵的巨额空单。刘其兵的空头开得越多，铜价就涨得越快。2005 年末 LME 铜价一路从每吨 3500 美元上涨至 4200 美元以上，刘其兵的空头最终爆仓，国储局不得不抛售国内现货来缓解压力、挽回损失。但最终的经济损失却仍高达 10 亿人民币之巨。

2005 年末，时任中国银监会主席的刘明康评论此事件时表示“由于缺乏对市场风险的有效控制，国储局在此次事件中损失惨重”。刘其兵凭其明星交易员的身份规避了风控监管，巨大空仓引来多家国际机构联合狙击，最终酿成巨亏。

2.3.5 香港“818”轮灾

虽然内地投资者对香港的窝轮产品尚不很熟悉，但香港本土投资者却很难忘记发生在 2005 年 8 月 18 日的著名的“818”轮灾事件。

窝轮是一种期权的变种，学名为权证（warrant），在香港本地被翻译作窝轮，香港拥有全球最活跃的权证市场。权证产品大多是短线操作，所需资本金小而杠杆极高，因此受到散户的广泛追捧。2001 年香港权证交易额占港股成交量约 5%，此后几年散户参与度不断提高，至 2005 年，权证成交额占港股成交额比重已经迅速跃升至 19%。但实际上，抱有赌徒心态的炒轮者却是亏多盈少。也正因为此，窝轮成为各大投行的掘金地，本小利大的窝轮产品吸引各家投行竞相发行。市场上窝轮产品越来越多，最终出现了窝轮左右大市的局面。

2005 年，汇丰的一只巨无霸窝轮 4441，最高峰时发行量高达 30 亿份，可兑换成 2 亿多股汇丰控股正股，总价值 200 多亿港元，相当于当时汇控正股日成交额的 2 倍。结果，当 4441 临近到期日时，发行商不得不回购市场上的窝轮来降低被行权的风险，而为了能够抑制窝轮行权，发行商也不断抛出手头持有的汇控正股来对冲风险。8 月 18 日，市场上炒作 4441 达到顶峰，发行商也继续天量抛售汇控正股，最终致使恒指单日暴跌 300 点，由此发生港股史上著名的“818”轮灾，不少受到牵连的散户投资者单日账户缩水高达 6-7 成，损失惨重。

此次“轮灾”后，香港证监会在当年 11 月便及时发出有关权证交易监管的咨询文件，建议全面禁止权证发行商向经纪及投资者提供佣金回赠，并规定发行商必须在集团内部委任做市商，希望借此来规范权证市场，加强风控监管，抑制散户的投机行为。

2.3.6 巴林银行倒闭事件和法兴银行事件

作为“全球首家商业银行”的巴林银行曾经因经营灵活变通、富于创新而在国际金融界拥有显赫的地位，但是这样一个大银行却在 1995 年因为一个错误账户而毁于一旦。

事件的主导者里森于 1989 年加入巴林银行，并很快在期权与期货结算方面展现出过人之处。1992 年里森被任命为刚刚成立的新加坡分行期货与期权交易部门总经理。当时，巴林银行有一个账号为“99905”的“错误账户”，专门处理交易过程中因疏忽所造成的错误，这原本是一个在金融体系运作过程中正常设立的错误账户。1992 夏天，里森因为总部的小疏忽而得以在新加坡单独设立了一个名为“88888”的“错误账户”，由此避开了来自总部的监管。此后，这个账户便陆续为里森及其下属的一些错误交易提供掩护，并且金额越来越大。

1994 年下半年，里森判断日本经济已经开始走出衰退，因此大量买进日经 225 指数期货合约和看涨期权。但 1995 年 1 月的神户大地震使得日本股市暴跌，里森因做多日经指数而损失惨重。但此时的他早已丧失理智，选择继续做多日经指数，同时做空日本政府债券。2 月 23 日，里森的努力彻底失败，他为巴林银行带来的损失达到了 8.6 亿英镑的高点，而此时银行的股权价值仅为 4.7 亿英镑，世界上最老牌的巴林银行就此谢幕。

回顾整个事件，将巴林银行推向倒闭深渊的并不是里森的错误判断，而是那个“88888”的错误账号。这个错误账号不仅规避了监管，而且长期纵容了里森的违规交易行为，最终酿成不可挽回的巨大损失。

无独有偶，2008 年，法国第二大银行法兴银行同样因为一名交易员在股指衍生品上的违规操作，导致高达 49 亿欧元的损失，几乎陷入破产。这一事件也是迄今为止世界金融史上金额最大的一桩违规交易案件。虽然不止一次地发生因为违规交易而付出巨大代价，但此类事件却仍然反复上演，可见投资者并未真正意识到监管和风控的重要性，此方面的投资者教育仍将是全球各大金融市场最重要的功课之一。

2.4 境内外主要期权市场及交易所

2.4.1 美国期权市场

(1) 历史概况

美国共有 7 家期权交易所，2011 年共成交 50.8 亿张期权合约，同比增长 17.2%。其中，股票期权占 46.7%，股指期权占 5.9%，ETF 期权占 36.8%，其余分别为短期利率期权、长期利率期权、外汇期权、实物期权和奇异期权。7 家交易所的主要交易品种互有不同，但市场竞争最激烈的都是股票期权和 ETF 期权。

(2) 美国股票期权市场

美国股票期权市场交易活跃，目前有 5 家交易所交易股指期权。芝加哥期权交易所（CBOE）是首家推出股票期权交易，并且在 2003 年以前一直都是股票期权的最大交易所。2000 年美国国际证券交易所（ISE）成立，ISE 不仅引入竞争机制，还实行了全电子化交易，并引进高盛、摩根士丹利等机构做市商。这一系列创新举措使得 ISE 迅速获取市场份额并在 2003-2007 年成为股票期权交易量最大的交易所。2007 年纳斯达克（NASDAQ）收购费城交易所（PHLX），之后其股票期权的交易量迅速增长，并在三年后成为交易量最大的交易所。同在 2007 年，纽约股票交易所（NYSE）与泛欧交易所（Euronext）合并，合并后的纽约-泛欧交易所（NYSE-Euronext）成为世界上市值最大的交易所，其股票期权的交易量也在次贷危机后保持平稳增长，交易量紧随纳斯达克。

纵观整个美国股票期权市场，股票期权的交易重心正在从以 CBOE、ISE 为代表的主营或专营期权的交易所转向以纳斯达克、纽约股票交易所为代表的综合性交易所。交易所之间既有竞争也有合作，竞争体现在不断创新推出新产品和新制度，从而不断完善市场，为投资者提供更多、更好的交易品种。合作则体现在交易所之间的兼并收购，不断通过强强联手或优势互补来发展壮大。

(3) 美国指数期权市场

2011 年的相关数据显示，美国 7 家交易所共交易股指期权 3 亿张。相比于各交易所在股票期权和 ETF 期权上的激烈竞争，在股指期权上，芝加哥期货交易所（CBOE）具有绝对优势，这归功于该交易所持续的创新能力、对专利的有效保护以及普及期权交易。

指数不同于股票，股票归上市公司股东所有，交易所没有股票期权交易的专利权，因而任意期权交易所皆可挂牌任意股票期权。但指数产品却是有专利的，基于指数开发的衍生品也是有专利保护的。CBOE 最早开发了 S&P 500 指数期权，并获得专利。此外，CBOE 还拥有全球闻名的期权学院和投资者学习网站 myCBOE，目的都是为了帮助投资者更好地学习和了解期权的风险及相关知识。

(4) 美国 ETF 期权市场

ETF 期权和股票期权有很高的相似性，每家交易所都可挂牌任意的股票期权和 ETF 期权，不存在专利问题，所以 ETF 期权业务竞争激烈。四家期权交易所即 NYSE、NASDAQ、CBOE 和 ISE 的发展历史与股票期权较相似。在 2008 年金融危机以前，CBOE 和 ISE 的市场份额较大，2008 年之后，NYSE 和 NASDAQ 的交易量增长迅速，在 2010 年皆超过了 CBOE 和 ISE，2011 年 NYSE 成为最大的 ETF 期权交易所。在美国期权市场中，2000 年 ETF 期权的市场份额只有 3%，此后逐年增长，2005 年后稳定于 15% 左右。

2.4.2 欧洲期权市场

(1) 历史概况

欧洲地区国家众多，虽然不断有交易所合并，但是仍然有 11 家期权交易所之多。2011 年欧洲共成交 14.1 亿手期权合约。欧洲主要的交易品种是股票期权、股指期权和利率期权，占比分别为 39.7%、40.8% 和 18.6%，ETF 期权、外汇期权、实物期权和奇异期权合计共占 1.2%，其余品种期权的交易量则更小。

（2）欧洲的股票期权市场

欧洲有 9 家交易所交易股票期权，交易量排前三的分别是欧洲期货交易所（Eurex）、伦敦国际金融期货交易所（Liffe）以及伦敦证券交易所（LSE）。2006 年 Eurex 取代 Liffe 成为欧洲股票期权交易量最大的市场。不同于美国股票期权从 2003 年开始快速增长的状况，欧洲股票期权市场的发展较为缓慢。在 2002—2011 年的 10 年间，欧洲股票期权市场的交易总量只增长了 3%，而同期美国股票期权交易量则增长了近 2 倍。

（3）欧洲的股指期权市场

欧洲的股指期权市场始于 1984 年，是全球最早同时也是最重要的股指期权市场之一。1984 年伦敦国家金融期货交易所推出了英国金融时报 100 指数期权，此后欧洲大陆的股指期权的产品种类和交易量都迎来了长足的发展。其中，1998-2008 年的 10 年间，欧洲股指期权合约的交易量增长近 10 倍。从总量上看，欧洲的股指期权合约的交易量接近美国市场的 2 倍，而且 Euro Stoxx 50 股指期权、DAX 股指期权和 AEX 股指期权这三个产品名列全球前十大最活跃股指期权产品。

与此同时，由于欧洲地区国家众多，许多国家都有自己的股指期权产品，而且不同交易所之间的合作往来及兼并不断，也使得欧洲股指期权市场成为世界上最复杂的市场之一。依托欧元区的大统一优势，欧洲形成了 Eurex、NYSE Liffe、NASDAQ OMX Nordic 三个具有世界影响力的股指期权交易所，其中以 Eurex 的交易量独占鳌头，2011 年 Eurex 的股指期权交易量占到整个欧洲市场的 81.4%，与 CBOE 在美国市场的份额相当。这三大股指期权交易所之所以能在纷繁复杂的欧洲金融市场取得今天这样的地位主要有两个原因，其一，他们都拥有先进的电子交易平台，能够负荷快速增长的交易量；其二，都拥有若干成功的股指期权合约产品，从而吸引了全世界的投资者。

（4）欧洲的利率期权

欧洲的长期利率期权几乎都在 Eurex 交易。World Federation of Exchanges (WFE) 的 2011 年数据显示，Eurex 的交易占比高达 99% 以上，主要标的是德国国债（Euro-Bund, Euro-Schatz, Euro-Bobl）期货。而欧洲的短期利率期权则几乎全在 Liffe 交易，占比同样达 99% 以上。Eurex 和 Liffe 分别在长期利率期权和短期利率期权中保持绝对优势，其原因在于交易所的合并使得欧洲投资者更加方便地在外国交易所交易，由于德国的国家信用高，使得 Eurex 成为德国国债期权交易的最佳场所，而伦敦作为世界第二大金融中心，银行业发达，使得 Liffe 成为短期利率交易的最佳场所。

2.4.3 韩国市场

韩国期货交易所（KOFEX）1999年2月在釜山正式成立，2005年与韩国证券交易所（KSE）和创业板市场（KOSDAQ）合并成为韩国证券期货交易所（KRX），交易的品种包括股票、债券、股指期货、实物商品期货、股指期权、单个股票期权、各种基金、投资信托、外汇期货、利率期货和黄金期货等。韩国期货交易所目前拥有世界上最活跃的期权交易市场。

KOSPI200 股指期权合约是整个韩国期货及期权市场的核心产品。该产品的名义值较小，佣金也较低，因此吸引了大量的散户投资者，贡献了巨大的成交量，这使得 KOSPI200 期权在韩国交易所的交易量比重越来越高。对于 KOFEX，较高的散户参与度是一把双刃剑，散户的投机交易是韩国衍生品市场发展的源动力，但是许多散户投资者在赔钱，这并不利于交易所的长远发展。

自 2003 年起，为了交易所的长期发展，KOFEX 采取了一系列措施控制散户的投机交易，同时为信用良好的机构投资者和外国投资者提供更多便利条件，以鼓励更大、更多的机构投资者参与进来。与此同时，交易所还拓展了交易产品的范围至实物商品。除此之外还加强了交易技术的提升和交易平台的整合。此后，交易所市场投机交易的比重逐渐降低，风险管理功能更加突出，标志着韩国期货期权市场正在进入一个新的更加成熟的发展阶段。

2.4.4 香港市场

香港交易及结算所有限公司（Hong Kong Exchanges and Clearing Limited，简称 HKEx 或港交所）是一家控股公司，全资拥有香港联合交易所有限公司、香港期货交易有限公司和香港中央结算有限公司三家附属公司，主要业务是拥有及经营香港唯一的股票交易所与期货交易所以及有关的结算所。

作为一个成熟的国际化市场，港交所的衍生产品交易较为活跃，产品品种齐全，可满足投资者在交易、对冲、套期保值等方面的各类需求。香港期权市场开始于 1993 年，指数期货中最具代表性的恒指期权合约就是在这一年推向市场的。该合约以恒指为标的，每一点子为 50 港元，以欧式期权方式行权。2002 年港交所为了满足诸多中小投资者的需求，又创新推出了小恒指期权，每一点子为 10 港元，并且可与恒指期权合约互换，每 5 张小恒指期权合约可与 1 张相应系列的恒指期权合约对销持仓，因而吸引到更多散户参与。

香港的股指期权市场增长迅猛，以恒指期权为例，该产品 2002 年全年成交量为 107 万张，2012 年为 923 万张，10 年间高速增长 8 倍；2002 年推出的小恒指期权当年成交量为 6,176 张，到 2012 年已经增长至 123 万张，10 年间骤增近 200 倍，由此可见金融创新之巨大力量。

2.4.5 新加坡市场

新加坡国际金融交易所（Singapore International Monetary Exchange Ltd., SIMEX）成立于 1984 年，是亚洲第一家金融期货交易所和能源期货交易所，也是一家国际性的交易所，交易品种涉及期货和期权合约、利率、货币、股指、能源和黄金等。1986 年 9 月，SIMEX 推出了世界上首个日本股市指数期货，即日经 225 种股票价格指数期货，开创了以别国股指为期货交易标的物的先例。虽然两年后日本自己也推出了同类产品，但由于新加坡推出较早，已经形成一定优势，因而在很长一段时期内都一直保持领先地位。

其后，新加坡国际金融交易所对金融期货品种不断进行创新，陆续推出各种利率、股票及能源衍生商品期货，并抢先提供全球范围内最广泛的亚洲衍生商品种类以及全亚洲区域内最广泛的国际衍生商品种类。新加坡交易所不断增加产品种类及业务项目，较好地满足了客户对廉宜、便捷投资渠道的需求；而且，交易成本较低、交易程序便捷、运作效率提高，极大增强了吸引外资的能力，大大提高了市场的活性；同时，新种类的股票指数期货的繁荣大大加强了区域资本市场的广度和活力，而多种类对冲工具的出现又提高了国际投资者对相关股市的兴趣，这反过来又进一步增进了股指期货市场的深度和流通性，并加深和发展了与国际市场的关联性。

近 20 年来，新加坡股指期货市场无论是在品种创新还是风险控制和制度规范方面都走在亚洲金融期货市场的前列。通过近 20 年的规范发展，新加坡整个金融期货市场开始走向成熟和规范，并且确立了亚洲股票指数期货交易中心的地位，为亚洲乃至全球其它地区的金融市场系统风险提供了重要的避险途径，同时也丰富了金融市场套利投资的渠道。

2.4.6 中国市场

随着国际金融衍生品市场热闹纷呈，中国大陆随着自身经济发展和资本市场的日益成熟，也亟需推出自己的期权期货市场和产品。中国金融期货交易所（China Financial Futures Exchange，简称 CFFE 或中金所）是经国务院同意、中国证监会批准，由上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、上海证券交易所和深圳证券交易所共同发起设立的交易所，于 2006 年 9 月 8 日在上海成立。中金所的首个产品是 2010 年 4 月推出的沪深 300 指数期货，在短短几年内已经取得了不小的成功，为广大投资者实现了价值发现和风险对冲这两大重要功能。中国大陆目前还未正式推出股指期权，但相信推出只是时间问题。

2.5 期权产品主要风险

2.5.1 信用风险

场内交易的期权合约是标准化合约，有交易所设立的保证金制度、结算制度和数量限额制度作为保障。对于那些遭受损失而未能补足保证金的交易者，交易所可以采取强制平仓措施，以维持整个交易体系的安全性。即使部分投资者发生

违约，对其他投资者一般也不会产生太大影响，所以相关的信用风险不大。但是，场外交易的期权合约由于此类强制监管薄弱，所以交易双方不得不承担较大的信用风险。

2.5.2 市场风险

市场风险指因股市波动、利率、汇率等的变动而导致的潜在损失。期权采用杠杆交易方式，对价格变动十分敏感，而跨期交易又使未来的期权产品价格具有不确定性，因此市场风险是期权交易中首先面对的一种主要风险。相对于标的资产，期权的市场风险要大得多。

2.5.3 利率风险

无风险利率与期权价格之间的关系十分复杂，传导的结果不像波动率或标的资产价格变动那样一目了然。但总的来说，无风险利率越大，看涨期权价格越高；无风险利率越小，看涨期权价格越低。在实务交易中，无风险利率是最容易被交易员忽略的因子，因为利率不会骤升骤降。

2.5.4 流动性风险

流动性风险是投资者无法及时在合理价位买入或卖出期权合约的风险。期权特点是合约多、交易分散、原理复杂、市场深度和广度不够，因此其流动性和市场规模一般都低于期货市场，尤其是商品期权。例如美国 CBOT 小麦期权的平均交易量仅为小麦期货的四分之一。期权交易的特点是临近到期日的合约比较活跃、平值（at-the-money）附近合约比较活跃、深度价内（in-the-money）和深度价外（out-of-the-money）的合约通常不太活跃。执行价格偏离实价越远，交易就会越清淡，投资者很可能难以平仓出局，若剩余有效期不够长，甚至可能到期作废。因此，为了防范流动性风险，要慎选合约期限，并尽量选择交易活跃的合约。

2.5.5 法律风险

在期权产品的交易活动中，因交易合约在法律范围内无效而无法履行或者因合约订立不当而引起的风险是法律风险。在金融衍生品市场迅猛发展的背景下，期权产品交易中发生的亏损和纠纷，有相当一部分是由于相关法律法规滞后于市场发展而引发的。

2.5.6 系统、结算及操作风险

在期权交易中，由于管理不规范、投机者不良企图等原因导致未能有效执行期权的称为操作风险。期权买与卖分权，合约执行分欧式与美式，保证金计算方式也因期权类型不同而有差异，交易相对复杂，操作风险大，而且期权不同于期货，几乎全是电子交易，因而更容易出现操作失误。此类风险在期权交易中危险性极大。

2.6 期权市场主要常见问题及立法难点

2.6.1 投机炒作问题

投机炒作是期权市场最常见的问题，在极端市场情况下往往会造成非常恶劣的影响。过去个人投资者比较容易出现投机炒作的现象，但现在也不乏有相当资金规模的机构参与投机炒作，而且对市场的负面影响更大。为了防止期权被过度投机炒作，国际上大部分期权交易所都会采用价幅控制与保证金制度来规范市场。

以新加坡交易所为例，期权合约不设涨跌停板，取而代之的是交易暂停机制。当期权价格达到限幅时，期权交易必须随之暂停（最后交易日除外）。这样有利于投资者在一定的障碍下进行交易，避免期权与标的物价格关系严重脱钩。

在保证金制度上，新加坡交易所（SGX）采用的是从芝加哥商业交易所（CME）购买的标准投资组合分析系统（SPAN），由于其会员和客户均是全球较成熟的金融机构和投资者，所以在推广应用的过程中不存在接受方面的问题。而新加坡国际金融交易所（SIMEX）则曾经实行过 DELTA 保证金制度。

2.6.2 场外交易问题

场外交易具有利弊两面性，一方面具有灵活性的特点，可以根据交易者的需要进行量身定制，而且可以签署更长期限的合约；但另一方面，场外交易的最大缺陷便是信用风险。在交易所交易时，交易对手是结算公司，所以一般情况下不会出现信用风险问题；但场外交易时，投资者两两成为交易对手，因而存在较大的信用风险即违约风险。为了降低这个风险，通常的应对方法是科学合理地制定场外交易市场的准入安排，对场外交易市场实行注册制，从而最大程度降低潜在的违约风险。

2.6.3 表外风险问题

表外业务是指商业银行从事的不列入资产负债表但能影响银行当期损益的经营活动。银行在经办这类业务时，没有发生实际的货币收付，银行也没有垫付任何资金，但在将来随时可能因具备了契约中的某个条款而转变为资产或负债。期权交易即属于典型的表外业务。为了加强对表外业务风险的管理，需要从法律规范与会计制度上进行完善。

2.6.4 投资误导问题

从境外市场的经验来看，健全成熟的期权市场既离不开投资者教育亦不能够缺少做市商机制。美国的交易所在投资者教育方面付出了较多的努力，例如 CBOE 设有常规的期权学院，专门负责投资者教育工作；美林银行、摩根士丹利也做了大量的投资者教育工作。此外，做市商机制也是解决期权流动性问题的有效手段之一，做市商可以有效避免市场出现价格断裂、价格扭曲，减少市场的

无序波动，从而可以起到稳定市场的作用。因此，境外成熟市场如 CBOT、CME、CBOE 等，都在期权交易中引入了做市商机制。

2.7 期权及期权市场其它背景知识

2.7.1 境外期权市场参与者

金融机构是金融衍生品市场的主要参与者，如投资银行、商业银行、保险公司等。投资银行传统上是为企业发行债券、股票、筹集长期资金提供中介服务的金融机构。随着金融衍生品的出现，国际投资银行逐渐在投资管理策略中加大了金融衍生工具的使用力度，衍生品业务也成为其新的核心竞争力。随着国际金融市场的不断发展，目前国外投行所用的金融衍生品已经几乎涵盖所有的金融工具，期权是其使用的重要品种。

集团企业等终端用户也是金融衍生品市场的重要参与者。对于企业而言，期权是一种有效的财务风险管理工具，可以有效地将企业不愿承受的财务风险转嫁给其他的套期保值者和愿意承受风险的投机者。由于期权头寸与企业需要套期保值的标的资产的头寸高度相关，通过建立期权与标的资产的组合头寸，标的资产不利变动的损失可以从期权头寸的收益中得到弥补，而标的资产有利变动的收益可以通过不执行期权而得以保留。

金融衍生品市场参与者还可按交易地位划分为发行方、买方和卖方。在期权交易中，买卖双方的权利和义务是不对等的。

卖出期权合约的一方称为期权卖方（Seller/Writer），卖出期权未平仓者称为期权空头。在期权交易中，期权卖方在收取期权买方的期权金之后，负有在期权合约规定的特定时期内，只要期权买方要求执行期权，卖方就必须按照事先确定的执行价格向买方买进或卖出一定数量的指定产品，期权卖方只有按约定执行的义务，没有选择的权利。

买进期权合约的一方称为期权买方（Buyer），亦称期权持有者，买进期权未平仓者称为期权多头。在期权交易中，期权买方在支付一笔较小的期权金之后，获得期权合约所赋予的在合约规定的特定时期内，可以按照事先约定的执行价格向期权卖方买进或卖出一定数量的指定产品。期权买方只有权利，没有义务。

2.7.2 期权产品种类

（1）按交易标的划分

期权产品按交易标的可划分为股票期权、指数期权、利率期权、外汇期权、期货期权等。股票期权包括单只股票期权与股票组合期权。单只股票期权指买方在交付了期权费后，即取得在合约规定的到期日或到期日以前按协定价买入或卖出一定数量相关股票的权利。股票组合期权是以一揽子股票为标的资产的期权，代表性品种是交易所交易基金 ETF 的期权。

指数期权是以各种指数变动为对象的期权合约，主要是股票价格的变动指数。1983年美国芝加哥期权交易所最先创立指数期权，推出了普尔100指数期权。目前全球各大交易所都有自己的指数期权产品，这也是投资者最广泛参与的期权产品之一。

利率期权是以国库券、政府中长期债券、大额可转让存单等为标的对象的期权产品。利率期权是以标准化的金融凭证为交割对象，交易双方以协议价格就未来购买或出售该金融凭证的选择权而进行的交易。金融凭证包括国库券、政府中长期债券、大额可转让存单等，是一种生息资产，可以在市场上出售，与利率水平密切相关，因此称为利率期权。

外汇期权是以外币为标的对象，交易双方按约定的汇价，就未来某一时期购买或出售某种外汇选择权而进行的交易。外汇期权是防止外汇风险的一种重要手段，外币期权合约在执行时，以外币实物交割，也可以交割价差。外汇期权的发展十分迅速，交易额也越来越大。最早的外币期权合约是1982年11月在加拿大蒙特利尔交易所开始的加拿大元期权合约，之后该交易所又成功推出了英镑、德国马克、瑞士法郎和日元等货币期权。目前，外汇期权已经成为全球投资者灵活防止外汇风险和套期保值的重要金融工具之一。

期货期权是对期货合约买卖权的交易，也称期货合约期权，包括商品期货期权和金融期权。1984年10月美国芝加哥期货交易所首次成功地将期权交易方式应用于政府长期国库券期货合约的买卖，从此产生了期货期权。期货期权的交易对象是商品期货合约，它赋予期权购买人在规定时间内选择是否买卖期货合约的权利，期货期权在实施时，要求交割的并不是期货合约所代表的商品，而是期货合约本身，但实际上很少交割期货合约，而是由期权交易双方结算期货市价与该期货期权协议价之间的价差。

(2) 按交易场所划分

期权按交易场所可划分为场内期权和场外期权。场内期权(Exchange-traded Options)是指在集中性的期货市场或期权市场进行交易的期权合约，它是一种标准化的期权合约，其交易数量、执行价格、到期日以及履约时间等均由交易所统一规定，并且受到清算所的监管。

场外期权(Over-the-counter Options)是指在非集中性的交易场所进行的非标准化的金融期权合约的交易，由于不受清算所监管，因此风险比场内期权更大。

(3) 按交易特点划分

期权按产品结构可划分为标准期权和奇异期权，标准期权(Vanilla Option)又分为欧式期权(European Option)和美式期权(American Option)，奇异期权(Exotic Option)则主要有障碍期权(Barrier Option)、亚式期权(Asian Option)、打包期权(Package Option)、回溯期权(Lookback Option)等。

欧式期权的买方必须在期权到期日当天才能行权，美式期权的买方则可在成交后有效期内任何一天行权，多为场内交易所采用。障碍期权是指期权的回报依赖于标的资产的价格在一段特定时间内是否达到了某个特定的水平（临界值），这个临界值就叫做“障碍”水平。亚式期权是当今金融衍生品市场上交易最活跃的奇同期权之一，它最重要的特点是，到期回报依赖于标的资产在一段特定时间（整个期权有效期或其中部分时段）内的平均价格，它属于强式路径依赖期权，因为平均价格将成为定价公式中的一个独立状态变量。打包期权是由常规的欧式期权、远期合约、现金和标的资产等构成的证券组合。回溯期权的收益依附于标的资产在某个确定的时段（称为回溯时段）中达到的最大或最小价格（又称为回溯价）。

3. 境外期权法律制度的比较分析

从国别或区域研究的角度，纵观时至今日的全球各个国家及地区的期权交易监管框架及特色，由于立法渊源、法律体系和金融市场发展阶段的不同，可以将目前主要金融市场所在国家或地区大致分为三个类别，即以美国为代表、以自律为主、体现制衡原则的分业监管体系；东亚国家等新兴市场较为严密、自上而下的监管体系；行业间横向监管整合、宏观与微观纵向监管分离、不断探索中的欧洲一些国家的监管模式。以下就从各国的法律体系、监管框架到交易所等市场细则进行比较分析。

3.1 美国的期权法律制度及特点

作为金融市场创新的先驱，美国金融期货期权交易及相关立法和监管历史悠久，监管框架也在日后的改革中为其它诸多国家所借鉴，可谓奠定了全球今日各国监管制度的基石。因此研究全球期权监管框架的特点，就有必要从美国的制度渊源和演化开始。此外，美国的监管体制也具有其特殊性，虽然其拥有较清晰的层次，但也存在监管的重叠与冲突，在推动市场发展的同时也存在一些漏洞，并造成系统性风险。从《1933年证券法》对大萧条做出应对以提振市场信心，到《2010年多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》重新思考分业监管的框架，美国的金融监管理制度在一次次金融危机和事件中不断改革和检讨，也向其它国家和地区的监管模式如混业监管方面进行借鉴。

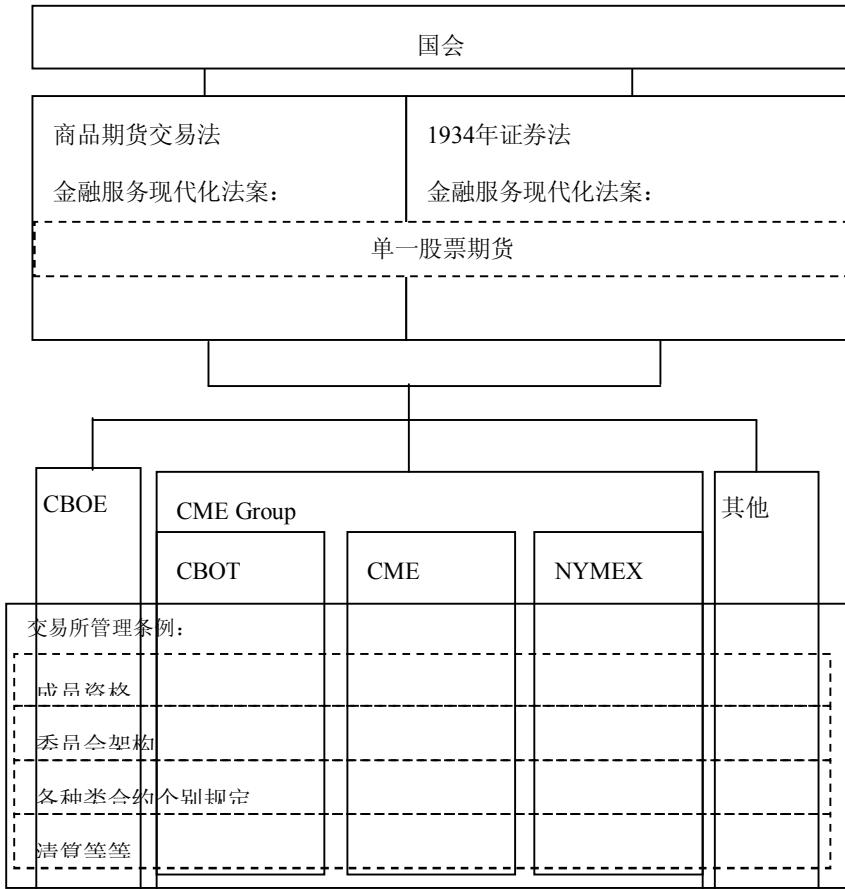
表 1：美国金融监管主要立法

法案	主要内容
《1922 年谷物法》	规范特定商品期货交易，建立 CFTC 前身谷物期货管理局
《1934 年证券法》	首个规管跨州证券买卖交易的联邦法律，确立信息披露的监管框架
《1933 年证券法》	对美国境内二级市场的证券（包括股票，公债和债券）的交易进行规定
《1939 信托契约法案》	对《1933 年证券法》的债券发行进行补充规定，要求指定托管机构；发行人和托管机构需对债权提取拨备
《1940 年投资顾问法》	规范投资顾问活动，从事投资顾问的机构和个人必须向 SEC 登记注册
《1940 年投资公司法》	为投资公司的活动设置独立标准，奠定了对共同基金及

	封闭式基金的监管基础
《1968 年证券法》	对《1934 年证券法》进行修改，规定要约收购需要进行强制性披露
《1974 年商品期货交易法》	成立 CFTC
《1975 年证券法修正案》	授权 SEC 组建全国性证券市场，但收效甚微
《1982 年甘恩-圣哲曼储蓄机构法》	放开银行和其它存款机构按揭利率、激活楼市，或间接造成了 80 年代末期的存贷危机
《1999 年金融服务现代化法案》	开放银行保险证券间的混业经营
《2000 年商品期货交易现代化法》	给予 CFTC 及 SEC 共同权力，建立对单一股票相关期货的共同监管框架
《2002 年萨班斯-奥克斯利法案》	加强上市公司董事会管理及会计师事务所的标准，杜绝舞弊
《2006 信用评级机构改革法案》	改善信用评级的公开公正及透明性
《2010 年多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》	整合美国现有金融监管体系，提高衍生品产品透明度，建立一般衍生品交易标准

资料来源：各相关网站

图 1：美国期权期货相关的金融市场与监管架构



资料来源：SEC, CFTC, CBOT, CBOE

美国目前的金融期权期货相关监管架构主要分为三个层级，美国证券交易委员会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）与美国商品期货交易委员会（U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC）分别监管相关产品，并在单一股票期货上共同监管协调，二者下辖分别监管期货结算机构、期货商与各自律组织及其下的交易所等。SEC 与 CFTC 并行的体制，一方面体现

制衡的原则，避免控制风险和一定程度上的系统性风险；但在另一方面，却也或多或少地增加了监管成本，降低了监管效率。时至今日，SEC与CFTC在金融期货领域的监管斗争仍然在持续不断地进行中。

3.1.1 SEC 相关法律

美国证监会成立于1933年，其合法性和监管权限主要由《1933年证券交易法》及《1934年证券交易法》奠立，并经过此后相关法规修改，在不同时期经历着不同的角色演变。

3.1.1.1 《1933年证券交易法》

(1) 立法背景

在1929年股灾之后，美国的大萧条似乎已不可避免，为重振投资者信心以支持不断下滑的市场，并确保证券投资者获得清晰准确的投资信息，美国政府于1933年通过了《1933年证券交易法》。该法的核心要点是信息公开，即证券的发行者必须公布必要的实质信息，以供投资者作出合理可靠的投资判断，这为后来证监会的监管思路做好了铺垫。

《1933年证券交易法》的意义在于，这是美国第一部规管证券交易的联邦法律。此前证券交易主要由各州的法律管辖，即《蓝天法》（Blue Sky Law）。《1933年证券交易法》的指导思想是合规披露，立法目标是为了确保发行方充分披露供作出合理投资决策的所有信息。这也是现代所有披露规管的主导思想之一。此思想与此前的蓝天法是颇为不同的，后者对披露的内容进行非常具体的、描述性的要求，若不能达到要求，则不允许该证券的发行，无论该发行方是否已经对自身的问题作出如何详尽的披露。而《1933年证券交易法》的立法目标在于确保投资者在做出投资决策之前能够获得完整及详细的信息，采用的原则是只要发行方进行了合理的披露，换言之，销售基本面不良的投资标的并不违法。

(2) 标准注册程序

《1933年证券交易法》规定，发行方必须建立注册文件，包括招股说明书，罗列包括该证券、公司、业务和经过审计的财务报表等详尽内容。公司、承销商及其他相关个人需签署上述文件，若文件有不实之处，需要承担相应的法律责任。若是公司负债过高，则需要尽职调查，以保证上述文件的正确与完整。该法案规定，除非是在该法规定的豁免情况下，任何使用到跨州经营的商业服务或机构的证券买卖都要向SEC注册。“使用到跨州经营的商业服务或机构”的定义其实是非常广泛的，在实际股票交易中几乎无法避免，例如电话、邮件等，都是该法所定义的范围。《1933年证券交易法》的核心要点在于标准注册程序，立法的主要要求是任何州际的证券交易必须在发行时于招股说明书中披露以下内容：1) 供买卖证券的描述；2) 发行人企业管理的信息；3) 发行证券的性质（若不是普通股）；4) 由独立会计师签发的财务报告等。

(3) 免于注册情况

《1933 年证券交易法》规定，免于向 SCE 注册的豁免情况包括但不限于：
1) 向某一特定类型或有限数量的个人或机构的定向私募；2) 有限规模的招股；
3) 在州内进行的招股；4) 市政、州或联邦政府证券的发行；4) 以及 144 规则
所规定的以下情况即在公开市场重新出售证券可免予注册。此外，在其后 3 个
月内出售的证券一般不得超过以下限制：1) 流通中股票的 1%；2) 前 4 周所有该
证券挂牌交易的交易所列报的平均周交易量；3) 由 NASDAQ 所列报的一周成
交量。

（4）海外上市操作

《1933 年证券交易法》的 S 条例对在其它国家不受注册规则监管的豁免发
行情况进行定义。根据该法的第五部分，有以下两种“安全港”的情况：发行人安
全港及重新出售安全港。这部分规定的初衷是为保护美国投资者，但 SEC 对海
外交易的监管非常薄弱，宪法赋予其监管海外交易的力量也非常有限。

3.1.1.2 《1934 年证券交易法》

《1934 年证券交易法》于 1934 年 6 月 6 日生效，主要对美国境内二级市
场证券（包括股票、公债和债券）的交易进行了规定。这是一部划时代的立法，建
立了美国证券监管委员会，直到如今该组织依然负责美国联邦证券法律的执行。
相对于主要负责规管证券一级市场发行的《1933 年证券交易法》，《1934 年证券交易法》
主要负责的是二级市场的证券买卖行为，这些交易主要发生在个别投资者与经纪
人之间，往往与发行方无关。该法对不同层级的市场参与者的资格、申请和一般
规范进行了划分，定义了交易所、交易协会与自律组织等的范畴，至今仍然延用。

《1934 年证券交易法》首先监管的是证券（股票、债券、票据等）进行交
易的实质性场所即证券交易所。交易所的业务员或专家经纪人是进行买卖净挣收
益的中间人，其中，专家经纪人的重要职能就是向市场注入流动性。

《1934 年证券交易法》同时也监管不常驻交易所的经纪交易商和他们的交
易协会。过去，他们从报章获得报价等信息，通过电报电讯下单买卖；今日，网
络的发达、NASDAQ 系统的建立，使得这一交易类别成为了主体。

其后《1934 年证券交易法》经过修改，授权并接受国家证券自律组织的注
册，这些组织有义务监督其会员的行为，保证其符合 SEC 的要求。著名的自律
组织如全国证券交易商协会（National Association of Securities Dealers）其后一
分为二，分别监管 NASDAQ 及经纪公司等。《1934 年证券交易法》同时也对其他
交易平台如另类交易系统（Alternative trading system, ATS）和 NASDAQ 等进行
管理。

更为重要的是，《1934 年证券交易法》将《1933 年证券交易法》对发行期
间的信息披露要求进一步延伸至二级市场，首次要求上市企业定期向 SEC 报告
并公布相关文件或披露重大信息，这一框架一直沿用至今，并为各国所采用。

3.1.2 CFTC 相关法律

3.1.2.1 《商品交易法》

美国国会于 1974 年通过《商品期货交易委员会法案》，成立商品期货交易委员会（The U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC），其为独立于美国政府的监管期货期权市场的独立金融监管机构，以取代美国农业部的商品交易管理局。该法案对《1936 年商品交易法案》（Commodity Exchange Act，CEA）作了极大的修改，而后者则是在《1922 年谷物交易法》的基础上演变而来，CEA 禁止期货合约交易中的欺诈行为。CFTC 成立之初的目标是保护市场参与者和公众在商品和金融期货和期权交易中免于被欺诈、市场操纵和其它违规行为侵害，以培育公开、竞争、健康的期货和期权市场。美国的农产品期货有近 150 年历史，而自上世纪 20 年代开始，美国就建立联邦法规进行监管。自上世纪 70 年代开始，期货合约的交易发展迅猛，标的物远远超出传统的实物或农产品的范畴，扩展至广泛的金融工具，尤其是外汇、海内外政府债券、美国及其它国家股票指数等。

CFTC 目前包括委员会、清算和中介机构监管部、市场监管部、执法部等主要部门机构。

委员会：委员会由 5 名由总统任命的委员长领导，任期 5 年，总统经由国会同意，任命其中一位为主席。主席参谋委员会主要负责为委员会编撰向公众提供的信息，并同其它政府机构进行联络，保证委员会遵守《信息自由法》（Freedom of Information Act）。委员会下辖的检察长办公室负责 CFTC 相关项目的审计和运行，国际事务办公室负责全球监管合作，外部事务办公室则负责与公众、国会和媒体的联络。

清算和中介机构监管部：该部门主要负责期权清算组织的监管，监督注册人的市场诚信，保护客户资金和保证金，管理中介机构的运营和稳健运营，审查销售新闻、全国期货协会和中介机构有关的活动以及中介机构所参与的国际市场的行为。

市场监管部：该部门主要负责对市场交易机构的审批和持续监管，包括交易所和其它衍生品交易机构的注册。该部门的职责包括但不限于市场监管、交易行为监管和调查、执法审查、对产品和市场相关的交易行为的审查和相关产品和市场相关的研究。

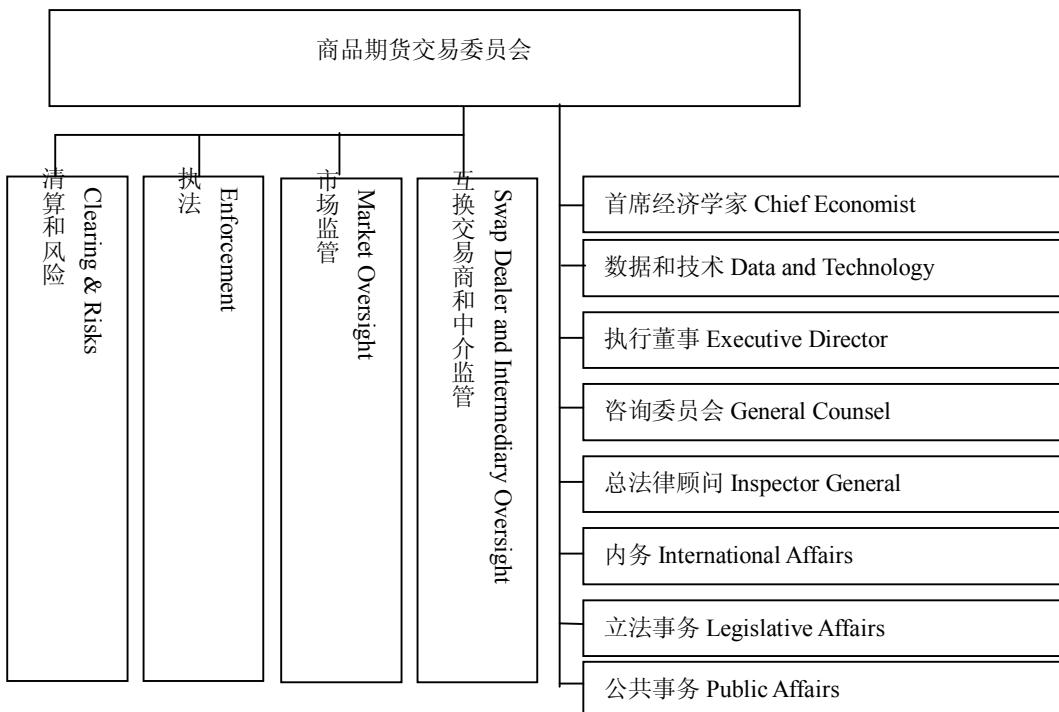
执法部：该部门专门负责调查违反 CEA 和其它 CFTC 法规的行为，涵盖国内交易所的商品期货期权交易或不适当的商品投资产品的销售行为。在委员会指导下，该部门可以向相关部门的负责法官或区域法庭提起诉讼，同时该机构也向联邦检查官办公室、联邦或州政府监管机构和国际机构提供专业意见。

首席经济学家办公室：此为独立办公室，向委员会提供专业意见，包括政策分析、经济研究、专家鉴证、教育和培训等。

首席法律顾问办公室：为委员会的法律顾问，负责处理法律争端和某些初步阶段的卷宗，包括涉及期货行业相关破产处理等。参阅各相关法律法规，对委员会执行和适用商品交易法案和其它法案提供意见。

首席执行官办公室：该部门负责委员会的管理和运营，起草机构预算，监管资源的分配运用，提高管理控制，开发机构的内部信息系统。其下的诉讼办公室组织论坛、培训成员机构如何处理客户投诉，同时听证并决定委员会呈交的执法案件。

图 2：美国商品期货交易委员会内部架构



资料来源：美国商品期货交易委员会

3.1.2.2 《商品期货现代化法》

在《商品期货现代化法》制定推行之前，美国的衍生品立法及规管比较繁杂混乱，银行、证券、商品及破产法律均有涉及，各法相互抵触，监管范围模糊，使得执法更加复杂。更重要的是，这导致美国的期货市场相对于海外其它竞争者渐失优势，尤其在海外和场外交易方面，由于规管欠缺灵活，导致美国期货交易损失了大量订单。于是，随着衍生品日益普及，统一该领域监管的需求日益迫切。

在现代化法案之前，联邦银行监管者对场外期权相关交易有一些资本和其它方面的要求，而 SEC 和 CFTC 对依附于证券或商品的场外衍生品经纪商的风险监管则有限，对大型券商和商品公司的相关信息报备要求也属自愿，这些信息涵盖衍生品活动、内部控制、风险控制、资本管理和交易对手风险控制等，这些要求虽与对银行的要求相似，但都比较有限。当时银行和证券公司是市场的主要

交易商，而附属于保险公司的场外衍生品交易商的整体安全性更是差强人意，这些机构主要通过远在伦敦的机构进行管理。

2000 年在克林顿总统的主导下，《商品期货现代化法》获得通过。这是自 1976 年 CFTC 成立以来，美国期货监管方面的又一件大事。《商品期货现代化法》给予 CFTC 及 SEC 共同权力，建立对单一股票相关期货的共同监管框架。如今，CFTC 主要通过鼓励竞争与效率、保证市场诚信、保护市场参与者免于欺诈和操纵等行为的侵害来保证期货市场的经济效率。

立法目的主要包括：1) 重新授权向 CFTC 的拨款；2) 简化和终止对在《商品期货现代化法》规管下的商品期货交易所和其它机构不必要的监管；3) 将 CFTC 的角色向监管期货市场转化；4) 为证券期货的交易提供法律和监管框架；5) 明确 CFTC 对本来没有被监管的特定个人外汇交易进行监管；6) 推进期货和衍生品创新，增强特定期货和衍生品交易的法律确定性，以减少系统性风险；7) 允许在市场失调的情况下，场外衍生品交易通过适合的受监管的清算组织进行，以减少系统性风险，增强市场稳定性；8) 增强美国金融机构及市场的稳定性。

《商品期货现代化法》建立了多层次的交易架构，对特定衍生品原本欠缺监管的状态进行了规范。该法案同时也设立了一些豁免情况，对需要放松监管的合约松绑，并且允许了一种新的合约进行交易，即基于单个公司股票的期货交易。但该法案也令美国监管体系在未来面临真正的挑战，即如何处理 CFTC 与 SEC 在监管范围上的重合与界定。并行监管之方式对二者的合作协调提出了很高的要求，也在一定程度上拖延了美国后来那部整合性的证券期货法律的诞生。

3.1.3 交易所自律规则

美国的主要期权期货交易所有若干家，在金融类产品方面，有芝加哥期权交易所(Chicago Board Options Exchange, CBOE)；在商品期货方面，有芝加哥商业交易所集团 (CME Group) 旗下的芝加哥期货交易所 (Chicago Board of Trade, CBOT)、美国芝加哥商业交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME) 及纽约商品交易所 (New York Mercantile Exchange, NYMEX)。将这几家交易所乃至境外其它许多交易所的自律法则相比较，存在一些共通之处。一般而言，交易所自律法则都对其内部架构、各部门权责、成员资格和类别、交易规范和行为守则、争议处理聆讯乃至仲裁申诉执法程序等进行一般的规定。核心部分则是对资本、保证金等规则以及不同类型合约的标的、交易时段等其它交易细节进行规定。CBOE 为美国最大的期权交易所，有关金融期货方面的自律规则相对最为详尽，可称为范本，下面以其规则中的成员资格、保证金要求、资本要求等为例进行分析。

交易所成员资格的划分、注册和交易规则是交易所进行风险控制的出发点。CBOE 在其交易所规则中对其注册成员的基本分类进行了规定，其中对交易执照持有者 (Trading Permit Holders) 和做市商的申请、资格、流程等方面的规定分别列于规则第三及第八章。第三章《交易许可持有人》主要对交易许可、单个组织或外国交易许可持有人的资格、申请要求等进行了规定。CBOE 交易所规则在第八章《做市商、交易群体和改良交易系统》则对做市商规范进行了详细规定，

包括做市商的定义、做市商的注册、做市商任命、每种产品市场参与者可报的最高限额等。

附录 1：CBOE 交易所规则第三章《交易许可持有人》主要框架

- 3.1 交易许可：
 - (a) 一般规定中包括交易许可的一般要求、权利、司法管辖权、种类、费用、限制、增设、标准
 - 3.1A 成员资格和重组前交易许可的交易许可的发放
 - 3.2 单个交易许可持有人的资格
 - 3.3 交易许可持有组织的资格
 - 3.4 国外交易许可持有人
 - 3.5 成为或附属于交易许可持有人的条件和被拒绝的情况
 - 3.6 附属于交易许可持有组织的人士
 - 3.6A 交易许可持有人和附属人士的资格和注册
 - 3.7 交易许可持有人、申请人和附属人士的特定文件
 - 3.8 被任命人
 - 3.9 申请流程、批准与否决
 - 3.10 交易许可持有人的生效和获批附属人士的状态
 - 3.11 交易许可持有人的生效通知和交易功能的状态
 - 3.12-3.17 保留部分
 - 3.18 处于或进入失格状态的交易许可持有人附属人士
 - 3.19 交易许可持有人状态的终止
 - 3.20 交易许可持有组织的解散与清算
 - 3.22 保留部分
 - 3.23 综合结算系统（Integrated Billing System）
 - 3.24-27 保留部分
 - 3.28 保函与授权
 - 3.29 芝加哥单一股票期货交易所有限公司（OneChicago, LLC）的会员资格
 - 3.30 截至期限的延长
 - 3.31 保留部分
 - 3.32 所有权集中度和附属限制

资料来源：CBOE

保证金规定是交易所或监管部门对市场交易风险进行控制的重要核心内容和出发点之一。CBOE 交易所规则第 12 章《保证金》对保证金相关规定进行了详细说明，对期权与期货尤其金融类期权与期货及相关各类交易策略组合的初始、维持保证金及相关方面有非常详尽的规定。与美国或其它国家的交易所相比，虽然细节上有所不同，但基础框架都有涵盖，可以作为保证金监管制度的一个基础范本。第 12 章主要包括以下几个部分：一、一般条例；二、保证金获取时间；三、保证金要求；四、投资组合的保证金要求；五、与保证金相关的价值计算；六、未在交易所交易的期权和约；七、“一旦发行”和“一旦传”证券；八、担保账户；九、由于禁止的清盘行为而导致的补仓需要；十、保证金要求是最低要求；十一、NYSE 保证金合规要求；十二、每日保证金记录。其中，第一部分《一般条例》主要规定不提供必要保证金则不得执行交易；第二部分《保证金获取时间》规定除股票期货合约的其它产品的保证金交纳期限；第三部分《保证金要求》则包含了具体的保证金要求。

附录 2: 《保证金要求》主要内容

- (a) 定义：对“市值”、“场外交易”、“现金等价物”、“投资级及非投资级”、“可转换”等概念进行了定义。
- (b) 保证金的一般条例：除却 (c) / (k) 部分的豁免情况，一般规定：
 - a. 多头：账户多头头寸市值的 25%，以及
 - b. 空头：
 - i. 对于每股市值小于 5.00 美元的，每股 2.50 美元或 100% 的当前市值，两者中取较大者；
 - ii. 对于每股市值大于 5.00 美元的，每股 5.00 美元或 30% 的当前市值，两者中取较大者；
 - iii. 债券空头：票面面值的 5%，或市值的 30%，两者中取较大者。
- (c) 客户保证金账户-豁免情况：
 - a. 豁免证券
 - i. 美国政府相关债权

到期日 (年)	保证金比例 (占市值%)
<1	1%
1-3	2%
3-5	3%
5-10*	4%
10-20	5%
>20	6%

*大于 5 年以上的零息债券应不高于票面面值的 3%。

- ii. 其它所有豁免证券：除却上述，其它为 15% 市值及票面面值 7% 中取大者
- b. 不可转债：不可转债的买多期权或符合“场外保证金债券”，其保证金为 20% 市值及票面面值 7% 中取大者。
- c. 挂牌或场外证券替换 (Security Offset)
 - i. 当(附带符合豁免情况期权的)证券以买多的形式于 90 天内将到期，若除现金支付外无其它限制，以兑换同一客户的卖空头寸，则最低保证金为市值 10%。其中空头应据每日市值计算，或上述交易或交换应支付的现金数中更大者计算。
 - ii. 当一个账户对同一证券进行多空头的抵消，最顶保证金应为当前市值的 5%。其中空头应据每日市值计算。
- d. 买多期权、股指权证、外汇指数权证和外汇权证的初始保证金及维持保证金 (Initial and Maintenance Margin)
 - i. 到期日等于小于 9 个月的挂牌或场外期权：初始保证金必须至少是当前市值的 100%，并保持该一水平；
 - ii. 到期日大于 9 个月的挂牌期权与权证：初始保证金必须至少是当前市值的 100%，并保持该一水平；
 - iii. 到期日大于 9 个月的场外期权与权证：初始保证金必须至少是价内量 (in-the-money amount) 的 100%；如符合下述条件，则再加上当前市值超出价内量 (如有) 的 100%，并保持该一水平：
 1. 由持有的交易商担保
 2. 具美式条款 (作者注：如随时可执行)。
- e. 卖空期权、股指权证、外汇指数权证和外汇权证的初始保证金及维持保证金
 - i. 挂牌-一般条例：初始及维持保证金为当前市值的 100% 加上标的成分价值 (Underlying component value) 减去价外值 (见如下定义)，

但不得小当前市值的 100%加上于如下公布的比例:

表: 基本保证金规定

I. 期权类型	II. 初始/维持保证金比例	III. 最低保证金比例	IV. 标的成分价值
1. 股票	20%	10%	同等数量股票的市场价格
2. 条例 24.1 所规定的窄范围指数及条例 24.2(d)所规定的微观窄范围指数	20%	10%	
3. 条例 24.1 所规定的广范围指数 (包括封顶式指数期权 (CAPS & QCAPS), 垂直套利和蝶式套利的打包合约	15%	10%	指数组值乘以适用乘数
4. 条例 28.1 所规定的公司债权证券	投资级	10%	5%
	非投资级	15%	10%
	可转	20%	10%
5. 利率合约	10%	5%	指数值乘以适用乘数
6. 美国短期国库券- 95 天以内到期	0.35%	1/2%	
7. 美国中期国库票据	3%	1/2%	标的票面价值
8. 美国国债	3.50%	1/2%	
9. 外汇期权权证: 澳元、英镑、加拿大元、德国马克、欧洲货币单位、法郎、日元、瑞士法郎	4%	3/4%	每张合约上注明单位乘以收盘现货价格
10. 外汇指数权证	3%	由交易所规定、SEC 批准的执行价格乘以特定比例	
11. (广范围) 股指	15%	10%	指数值乘以适用乘数
12. (窄范围) 股指	20%	10%	
13. 基于广范围股指或股票组合的注册投资公司	15%	10%	同等数量股票的市场价格
14. 基于窄范围股指或股票组合的注册投资公司	20%	10%	
15. 个股或条例 24.1(bb)规定的基于 ETF 的波动率指数	20%	10%	指数值乘以适用乘数
16. 个股分红期权	20%	10%	核算期间预期加总分红数乘以适用乘数

ii. 场外-一般条例: 初始及维持保证金为当前市值的 100%加上标的成分价值 (Underlying component value) 减去价外值 (见如下定义), 但不得小当前市值的 100%加上于如下公布的比例:

I. 期权类型	II. 初始/维持保证金比例	III. 最低保证金比例	IV. 标的成分价值
---------	----------------	--------------	------------

2. 窄范围指数及条例 24.2(d)所规定的微观窄范围指数	30%	10%	
3. 广范围指数	20%	10%	指数组值乘以适用乘数
4. 1934 年证券法所规定的豁免情况以外的美国政府或政府机构债券	5%	3%	标的票面价值
5. 第 12.3(a) 2 段所规定的于国家证券交易所交易的公司债权类证券和交保证金的场外公司债券	15%	5%	
6. 所有其它场外期权	45%	20%	标的本金的票面价值

iii. 相关证券头寸—挂牌或场外期权

1.
 - a. 由可转证券为标的的看多期权的卖空头寸
 - b. 由权证为标的的看多期权的卖空头寸
2. 持保看涨期权/持保看跌期权
3. 例外情况
 - a. 期权多头抵消 Long Option Offset
 - b. 转换期权
 - c. 逆转换期权
 - d. 利率上下限期权
4. 差价期权
 - a. 一般情况
 - b. 不适用条件
 - c. 封顶式指数期权 (CAPS & QCAPS), 垂直套利和蝶式套利的打包合约
5. 跨式期权/组合
 - a. 挂牌期权
 - b. 场外期权
 - c. 涉及股指、外汇指数和外汇的权证
6. 欧式的盒装价差期权
7. 已到手员工期权

iv. 客户现金账户-卖出期权, 股指权证, 外汇指数权证和外汇权证

1. 股票期权
 - a. 看涨期权
 - b. 看跌期权
2. 指数期权
 - a. 看涨期权
 - b. 看跌期权
 - c. 标普 500 股指的特别情况
3. 公司债相关期权的特别情况
 - a. 看涨期权
 - b. 看跌期权
4. 封顶式指数期权 (CAPS & QCAPS), 垂直套利和蝶式套利的打包合约
5. 股指权证与外汇指数权证
 - a. 看涨期权

<p>b. 看跌期权</p> <p>v. 客户现金账户-差价期权</p> <p>vi. 做市商账户 -相关定义 适用保证金 TPH 允许的抵消交易</p> <p>vii. 经纪商账户</p> <p>viii. 联合后台参与人的要求</p> <p>ix. 交易所可自行制定更高保证金制度的情况</p> <p>x. 和其它法律法规协调的情况</p> <p>xi. 日间交易-定义/特别要求</p> <p>xii. 证券期货合约</p> <ul style="list-style-type: none"> 1. 一般条例 2. 缴纳保证金的要求 3. 净资本 4. 日间交易 5. 定义 6. 例外情况 <p>xiii. 信用期权</p> <ul style="list-style-type: none"> 1. 风险监控流程与指导条例 2. 额外保证金 3. 保证金账户-信用违约期权 4. 保证金账户-一揽子信用违约期权 5. 差价期权 6. 现金账户- 7. 保证金账户-信用违约期权 8. 保证金账户-一揽子信用违约期权

资料来源：CBOE

此外，该章第四部分《投资组合的保证金要求》对一些核心概念进行了定义，尤其对不同的组合类型进行了分类（见下表）。

表 2：CBOE 交易所规则对不同组合类型的分类

组合类型	市场上下波动 (高低估值波动百分点)
高市值， 广范围市场指数	6%/-8%
高市值， 广范围市场指数	+/-10%
窄范围指数	+/-15%
单个股份	+/-15%

资料来源：CBOE 交易所规则

该部分也对适用参与者进行了规定，适用投资组合保证金要求的客户只要包括以下几类：1) 任何根据 1934 年证券法进行注册的经纪商或交易商；2) 使用挂牌交易的指数期权、未挂牌衍生品、期权和交易所交易的基金、指数权证或标的工具来对冲相关头寸的任何注册于国家期货交易所的成员；3) 上述两类以外有资格承销无担保期权的人士或组织（向 TPH 组织至少存放了 500 万以上的股权）。

CBOE 交易所规则第八章《净资本要求》则对成员的最低净资本及维持条件进行了要求：一、最低要求：受本条例规管对象包括根据《1934 年证券法》注册交易许可持有者或组织；二、“提前警告”通知要求：每个符合相关报告和通

知要求的注册交易许可持有者或组织；三、主席执行本要求的的权力：当交易所主席注意到一个负有上述汇报义务的注册交易许可持有组织在一定期间内无法降低其总负债对净资本比例、提高其净资本、未承担应有的报告义务或参与到对其净资本持续合规构成疑问的任何活动中时，交易所主席可对其运营、业务和业务扩张强制执行上述要求，并要求其遵守上述规定，采取相关计划或措施，以保护投资者、其它交易许可持有人或组织；四、联合后台参与者（Joint Back Office Participants, JBO 参与者），详细规定见下表。

附录 3：联合后台参与者主要规定

(1) 对联合后台参与者的要求需符合联邦法规等所订立的如下要求：每个 JBO 参与者必须符合联邦储备系统的 T 法令第 220.7 部分的规定，包括：

(a) 每个 JBO 参与者必需根据《1934 年证券法》第十五章注册为经纪交易商，并符合 15c1-3 部分的资本规定。(b) 每个 JBO 参与者必须符合并持续符合每个参与 JBO 的清算经纪交易商资格具 1,000,000 美金的最低股权要求。若低于上述要求则必须由持有该牌照的组织于 5 个工作日内发布需要额外资金或证券融资的通知，若非如此，该组织必须根据 T 法令和交易所规则 12.3 部分补充保证金。(c) 每个 JBO 参与者必须符合并持续符合清算经纪交易商建立的所有权标准。(d) 每个 JBO 参与者必须采用或能够联络以为适格的 Series 27 (即财务主管执照) 的执牌人。

(2) 具 JBO 参与者账户的清算经纪交易商的要求，包括：

(a) 每个具 JBO 参与者账户交易许可持有组织不能允许其 (i) 假设净资本少于 2,500 万美元，或者 (ii) 不能令净资本在 (a) 若经纪交易商连续 3 个工作日

(iii) 连续

2. 每个具 JBO 参与者账户的交易许可持有组织必须符合并持续符合每个参与者对所有相关账户保持 1,000,000 美金的资本要求，若不足则须发布需要在 5 个工作日内获得额外资金或资本融资的通告，若满足上述资本要求在 5 个工作日内无法达成，则担负其账户的组织根据 T 规则和交易所规则 12.3 清算其账户。

3. 每个具 JBO 参与者账户的交易许可持有组织必须调整其每日净值，减少任何 JBO 参与者之间的账户股权和自营交易折减的资金不足情况。

4. 每个具 JBO 参与者账户的交易许可持有组织必须建立并保持其账户符合设立的所有者标准。

5. 每个具 JBO 参与者账户的交易许可持有组织必须开发由交易所认可的风险分析标准，这一标准必须至少符合 CBOE 条例 15.8 的规定。

6. 每个具 JBO 参与者账户的交易许可持有组织必须书面通知其注册检测监管机构 (Designated Examining Authority, DEA) 设立该类账户的计划。

7. 若任何时间一根据第一点第一及第二小点运行的清算经纪交易商的 (假设) 净资本少于上述规定，则必须立即以电报或传真形式通知交易所。由于经纪商或交易商的净资本低于本段各项规定，其根据 SEC 规则 15c3-1 (e) 被禁止提取股权资本、禁止减少、提前偿还或偿还根据本段 (b) (1) 和 SEC 规则 15c3-1 (d) 规定的次级债的债务。

资料来源：CBOE

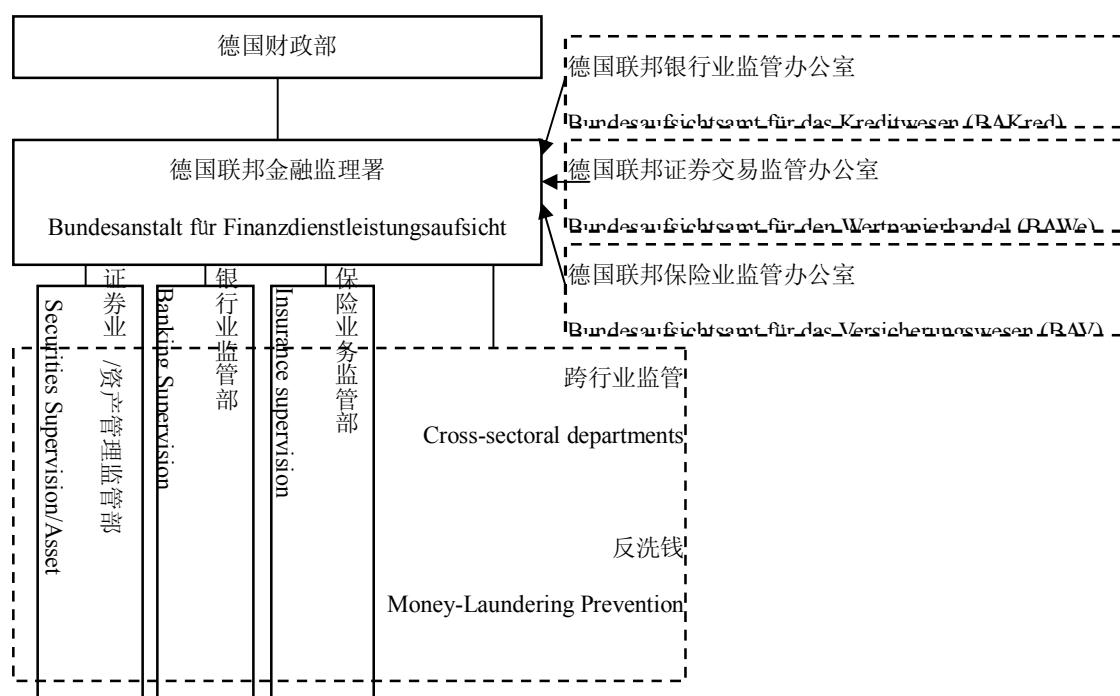
3.2 欧洲主要地区的期权法律制度及特点

欧洲面积不大但国家众多，而且不同国家之间在政治、经济、文化上的关联度极高，各国在各方面制度上既有差异又有协同。在金融体系方面，欧洲各国在具有各自架构的同时还建立了跨区域交易所体系，主要有欧洲期货交易所（Eurex）和美国洲际-纽约-泛欧交易所集团（ICE NYSE Euronext），并且都建有对应的监管架构。

3.2.1 德国监管框架

德国联邦金融监理署（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin）是目前德国唯一的联邦综合金融监管机构，总部位于波恩及法兰克福，隶属于德国财政部。2002年通过的《金融服务与整合法案》正式宣告了德国联邦金融监理署的成立，该法案将德国原本分别监管证券、银行、保险的三家机构即德国联邦银行业监管办公室（Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred)）、德国联邦证券交易监管办公室（Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe)）及德国联邦保险业监管办公室（Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen (BAV)）进行合并后成立 BaFin，建成了前所未有的综合性大金融的监管体系。此外，除了针对不同金融领域的监管部门外，该署还特别设立跨部门、跨行业的特别监管机构，例如反洗钱、风险评估与跨境监管合作等。法案赋予 BaFin 全面监管所有银行、信用机构、保险公司、金融服务企业、经纪商和交易所的权限。

图 3：德国联邦金融监理署组织架构



资料来源：德国联邦金融监理署

这种具有德国特色的野心勃勃的监管模式，一方面极大地有利于监管跨市场交易行为、提高跨部门合作的效率、提高透明度和可操控性，也为德国推动欧洲金融市场一体化的努力做好准备。在 2008-2010 年期间欧洲诸国政府应对金融危机的一系列努力中，德国大一统的监管方式为该国果断高效地采取救市行动提供了基础。2008 年 9 月，在蔓延自美国的金融危机的威胁下，BaFin 果断采取措施，禁止对该国德意志银行（Deutsche Bank）、德国证券交易所（Deutsche Börse）等 11 个金融类股票的卖空交易。在 2010 年 5 月欧债危机期间，BaFin 又发布禁令，禁止一定时期内对 CDS 和欧元区政府债券的卖空交易，并重新启动 2008 年对前述 11 个金融类股票的禁止卖空活动，使得欧债危机的影响得到一定缓解，尤其在德国相关市场。

德国的交叉监管模式可用德国国债期货市场为例进行说明。上世纪 90 年代，德国期货交易所(DTB)与瑞士期权与金融期货交易所(SOFFEX)合并成立欧洲期货交易所(EUREX)，之后德国国债期货交易迅速移转至 EUREX，EUREX 很快占据了大部分德国国债期货市场。为此，BaFin 建立了专门的电子报告系统，收集场内场外数据，提供给分析部门，对德国证券和衍生品交易进行分析，监管职责按违规行为性质在对应部门间进行划分，如异常自买自卖、洗钱迹象等。2006 年初证券监督委员会建立了三个业务中心即国债、商品和结构性产品中心，专门对相关产品进行研究，BaFin 人员随时跟踪市场动态，对数据进行分析，也接受社会举报，根据调查结果确定进一步调查的深度乃至处理流程。

德国大一统的监管模式虽然发挥了很好的监管作用，但与此同时也对其内控和监管效率提出了极大的挑战。自 BaFin 成立以来，一系列争议始终伴随着它的发展，该署曾一度爆出内部人员贪污受贿、内审问题及不慎透露机密文件等问题，联邦法院也曾在相关案件中质疑该署内部监控形同虚设。不过，各种质疑始终未动摇该机构的合法性，因为如何进一步提升监管效率乃至推动德国整合欧元区市场才是德国更重要的目标。

3.2.2 法国监管框架

法国 2003 年通过《金融安全法》，将原有的三大金融管理机构即证券交易委员会、金融市场委员会以及金融管理纪律委员会整合为法国金融市场监管局（Autorité des Marchés Financiers，AMF），负责法国的金融混业监管。该机构包括一个以主席为首的董事局、一个执行纪律制裁和处罚的执法委员会，资金主要来自会员的缴款。

表 3：AMF 理事会及惩罚委员会成员结构

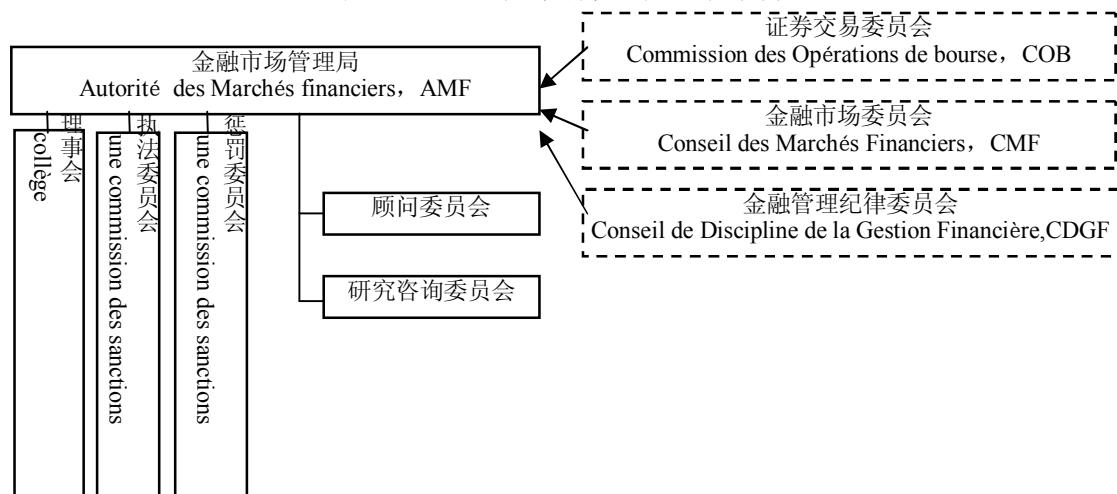
成员	任命人或任命法令	人数
理事会		
理事会主席	相关法令	1
最高行政法院法官	最高行政法院副院长	1
最高法院法官	最高法院的院长	1
审计法院法官	审计法院院长	1
法兰西银行的代表	银行行长	1
国家审计委员会主席		1

金融相关专业领域成员	上议院议长 国会议会议长 经济与社会理事会主席任命	3
咨询代表机构任命的专业领域成员	由经济部部长在征询产业及商业公司、集团投资机构及其它投资者之管理公司、投资服务提供者、市场化企业、清算所、交货付款制度管理者以及主要资金存放的代表机构的意见后任命	6
带薪股东代表	经济部部长在征询工会及代表协会的意见之后任命	1
总计		26
惩罚委员会		
最高行政法院法官	最高行政法院副院长	2
最高法院法官	最高法院的院长	2
金融相关专业领域成员	上议院议长 国会议会议长 经济与社会理事会主席任命	6
咨询代表机构任命的专业领域成员	由经济部部长在征询产业及商业公司、集团投资机构及其它投资者之管理公司、投资服务提供者、市场化企业、清算所、交货付款制度管理者以及主要资金存放的代表机构的意见后任命	2
总计		12

资料来源：《法国金融市场监管管窥》

AMF 主要监管法国金融市场参与者与相关产品，规管、检查或在需要的情况下负责调查和处理制裁。此外，它保证投资者收到实质信息，并在争议情况下提供中间服务。AMF 的目标是监管、信息和保护，具体包括：1) 保护对金融产品的投资；2) 保证投资者收到实质信息；3) 保证金融市场的秩序。执法范围包括：1) 金融市场和其它机构；2) 上市公司；3) 获批提供投资服务的金融中介如信用机构、投资公司、投资管理公司、投资管理顾问及市场直接参与者等；4) 投资金融工具的集合投资产品。其权力和职责包括：制定法规、具执法权力；审批市场参与者、批准与公司融资交易相关的信息披露、审批集合投资产品；监管下辖的市场参与者和存款产品；进行调查和巡视；向投资者提供信息和中介服务。

图 4：法国金融市场管理局组织架构



资料来源：法国金融市场管理局

AMF 与法国其它执法机构紧密合作，尤其是在银行和保险业与欧洲和国际同业紧密合作。随着各种存款机构的业务日益重合，尤其是人寿保险与投资基金之间，更多机构销售的保险和银行产品日益复杂，为了更好地保护投资者，AMF 和法国审慎监管局 (Autorité de Contrôle Prudentiel, ACP) 2010 年成立合作机构，紧密合作使得两个机构加强对法国金融产品市场的监管，改善对投资者的保护。

3.2.3 英国监管框架

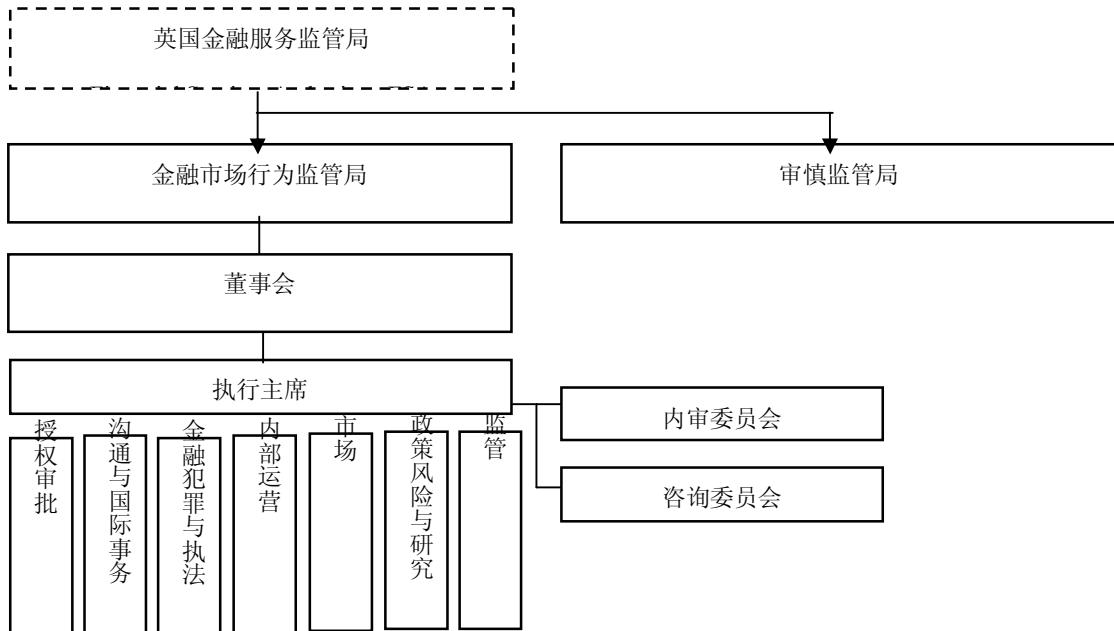
英国的金融监管体制在英国金融服务管理局 (Financial Services Authority , FSA) 于 2001 年成立后维持了 10 多年的单一监管模式，直至检讨金融危机和欧债危机期间的国内金融监管问题时，才对原有监管体制进行了改革。英国于 2012 年 12 月通过《2012 金融服务法案》，给予英格兰银行负责金融稳定、整合宏观与微观金融审慎管理的职能的权限，建立了英格兰银行、英国金融政策委员会 (England's Financial Policy Committee) 、PRA 与 FCA 协调统一的监管体制。随着 2013 年初 FSA 解散，新建的英国金融行为监管局 (The Financial Conduct Authority, FCA) 与审慎监管局 (Prudential Regulation Authority, PRA) 构成并行的“双峰”模式，进入崭新的双轨监管格局，体现了欧洲后危机时代新的监管思路。PRA 主要确保经济稳定和审慎监管，监管范围包括商业银行、投行、保险和信用互助协会等，隶属于英格兰银行 (Bank of England)；而 FCA 则主要对上述行业尤其重点企业的直接市场行为进行监督。英国的监管模式看似采取双轨制，其实是对危机期间政府应对中出现的问题进行了反思，并对原有的监管权限进行了一定的整合与统一。上述机构的权限得以提升，包括建立规管金融市场和产品的法规，可对产品设立最低门槛和其它要求，同时也有权限调查机构和个人。

PRA 负责宏观稳定，主要监管目标有两个：1) 改善金融机构的安全和健康发展；2) 尤其对于保险商，协力保证投保人获得适当的保护。PRA 主要专注于金融机构所产生和面临的可能对英国整个金融系统稳定性构成威胁的风险。PRA 与金融政策委员会、Special Resolution Unit 有着紧密的关系，PRA 的所有重大事项由其董事会决定，董事会由英格兰银行、金融稳定委员会代理主席、PRA 首席执行官和独立非执行董事组成。PRA 的监管方法有以下几个特点：1) 依靠自主判断，PRA 可决定金融机构是否健康稳定、投保人是否获得合理保护或相关机构是否符合最低要求；2) 旨在长远，PRA 对风险的评估不仅仅是对当下风险的评估，更是对未来可能风险的评估，若 PRA 判断有必要干预，它将尽早采取措施；3) 有所侧重，PRA 主要关注会对英国整体金融稳定带来极大系统性风险的问题和机构，并不追求对相关机构所有问题进行排查，只旨在保证他们不对整体系统带来重大波动。

FCA 是独立于英国政府的监管机构，主要由金融行业的会员成员的会员费提供运转经费。FCA 负责监管面向消费者的金融服务，保证市场公平公正。FCA 可对金融产品在考虑永久禁止期间设立最高一年的禁止期，也有权要求机构撤销或修改存在误导的营销，并予以通告。不过，FCA 的监管亦非无懈可击，其在成立不久就曾遭到议会的银行标准委员会 (Parliamentary Commission for Banking Standards) 关于其在利率互换问题上监管不力的批评“利率互换丑闻让小企业损失惨重，无论是内含互换的产品或独立的互换产品，投资者对被诱导购买的产品

的风险一无所知，而 FSA 或 FCA 对该问题的关注不足”。FCA 也曾一度因为对爱尔兰银行英国分支机构不断抬升住房按揭利率缺乏关注而受到非议。

图 5：英国金融市场管理架构



资料来源：英国金融市场行为监管局

3.2.4 瑞士监管框架

瑞士金融市场监督管理局（Swiss Financial Markets Supervisory Authority, FINMA）是瑞士政府负责金融监管的主要机构，对银行、保险公司、证券交易所、证券经纪商和瑞士其它金融机构进行监管。FINMA 在功能和财政上独立于中央联邦政府和联邦财政部，直接向瑞士议会报告，是具有独立法人资格的独立机构，总部位于瑞士伯尔尼。

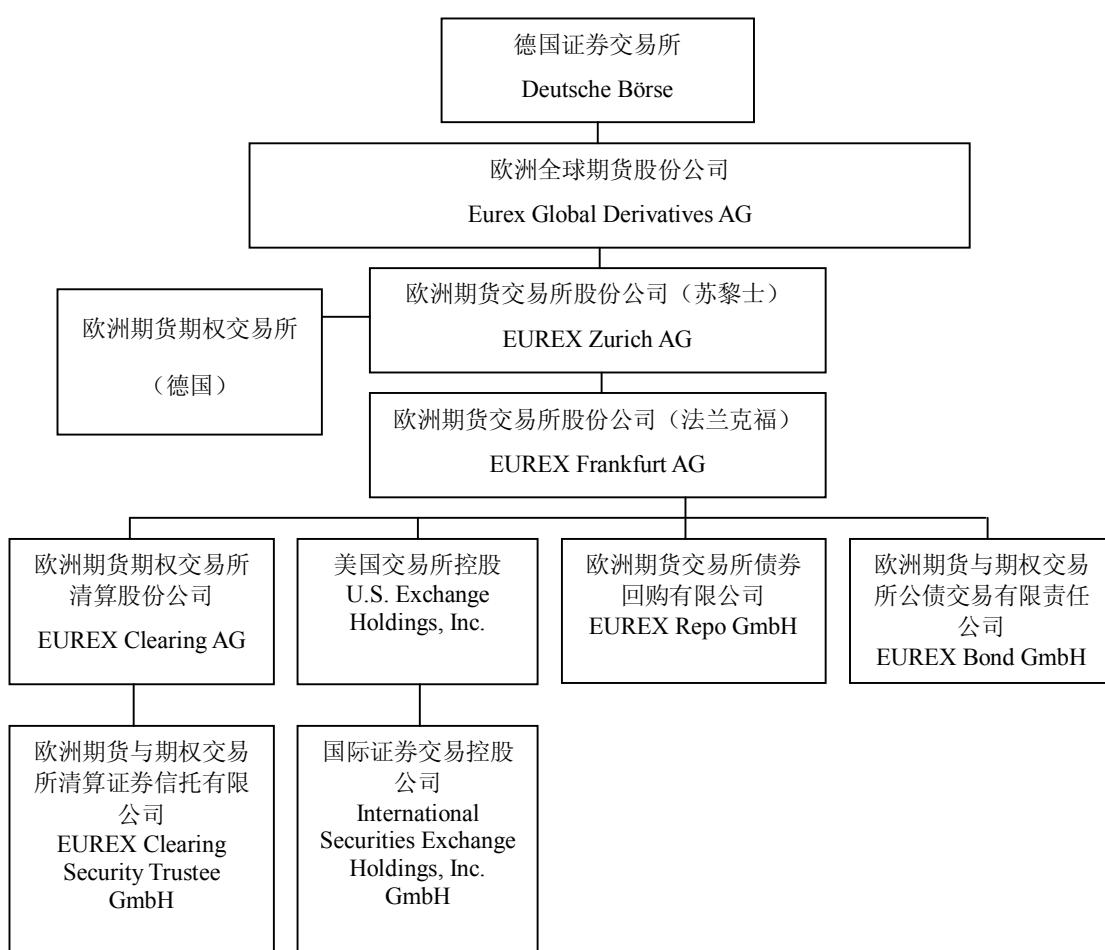
瑞士的金融监管历史悠久，1934 年以来瑞士的银行和金融监管都由瑞士联邦银行委员会负责。直至 2007 年 FINMA 成立，FINMA 由联邦私人保险办公室（Federal Office of Private Insurance, FOPI）、瑞士联邦银行委员会（Swiss Federal Banking Commission）和反洗钱控制管理局（Anti-Money Laundering Control Authority）合并而成，形成了一个监管所有金融领域的机构。FINMA 有两个专门部门来监管瑞士两所知名的世界性综合银行瑞士银行和瑞士信贷银行。

FINMA 对银行、保险公司、证券交易所、证券经纪商和综合投资事宜都有监管权力，它负有打击洗钱及在必要情况下主导金融机构重组和破产程序的职责；此外，它也对市场参与者的信息披露以及与上市公司有关的公开并购的投诉进行监管。FINMA 对下辖机构负有审批牌照的责任，也对相关机构的合规等事宜负有责任。在必要条件下，它也负责制裁，并提供监管帮助。FINMA 也参与法律和法令的修改，并保证自律条款得到执行。FINMA 由一个董事会、执行委员会和扩大执行委员会组成。

3.2.5 欧洲期货交易所

欧洲期货交易所（欧洲期交所，Eurex）是德意志交易所集团与瑞士交易所的子公司，是1998年德意志期货交易所(Deutsche Terminbörse)与瑞士金融衍生品交易所(Soffex)合并的产物，是全球领先交易所之一，交易产品极其广泛，涵盖股票、股票指数、交易所交易之基金、以资本市场及货币市场产品为标的物的期货与期权产品，其衍生品交易在一个交易与清算兼容的全自动电子平台上进行。通过其跨国市场，Eurex成功超越了传统意义上的场内交易。Eurex集团层面的监管框架与其它交易所相似，苏黎世和法兰克福的欧洲期交所、回购及公债交易所则有自身独立规则。

图 6：Eurex 整体架构



资料来源：Eurex

3.2.6 美国洲际-纽约-泛欧交易所集团

美国洲际-纽约-泛欧交易所集团（ICE NYSE Euronext）由纽约证券交易所集团和欧洲证券交易所于2007年合并组建，曾为全球规模最大、最具流动性的证券交易集团。其主要对手美国洲际交易所（Intercontinental Exchange, ICE）成立于2000年5月，总部位于美国乔治亚州亚特兰大，投资者来自7家商品批

发商。2013年11月ICE完成对纽约泛欧交易所集团的收购，合并形成了一个涵盖农业、能源等大宗商品、信贷衍生品、证券和证券衍生品以及外汇和利率产品在内的全球性重要交易所。合并后，ICE集团旗下交易所遍布世界各地，也受不同国家和地区不同法例的规管。

目前随着全球交易所跨国合并不断升温，未来将有越来越多跨国交易所合并而成的巨无霸出现，这将对跨国监管提出新的挑战。同时，交易所的不断全球化整合，反过来也将促进全球交易监管的发展，促进跨国合作与交易信息的透明化。

3.3 香港的期权法律制度及特点

目前香港仍然采用分业监管的模式，银行、证券、保险及年金都有分设的机构进行分别监管。香港金融管理局（香港金管局）对香港整体货币、银行和金融市场的稳定以及证券及期货事务监察委员会（香港证监会）的部分事务负有监管责任。该局于1993年成立，合并了原有的外汇基金管理局与银行业监理处，独立于香港特区政府，负责银行业及更为宏观的金融监管。

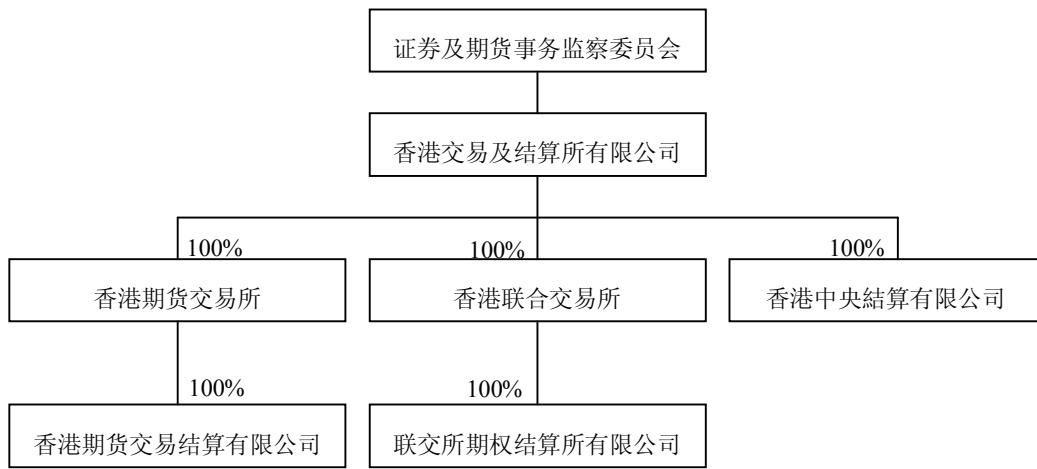
表4：香港金融市场监管分工

行业	监管机构	主要职责
银行业	香港金融管理局	监管金融机构(包括银行、接受存款公司及放债人)，并透过外汇基金管理及货币政策操作来维持港元汇率稳定。
保险业	保险业监理处	保险业监督是保险业的主要监管机构，已授权保监处规管保险公司及中介人，而业界组成的自律监管组织亦会协助进行监察工作。
强制性公积金计划	强制性公积金计划管理局	监管及监督公公积金计划的运作
证券及期货	证监会	监管证券及期货市场

资料来源：香港证监会

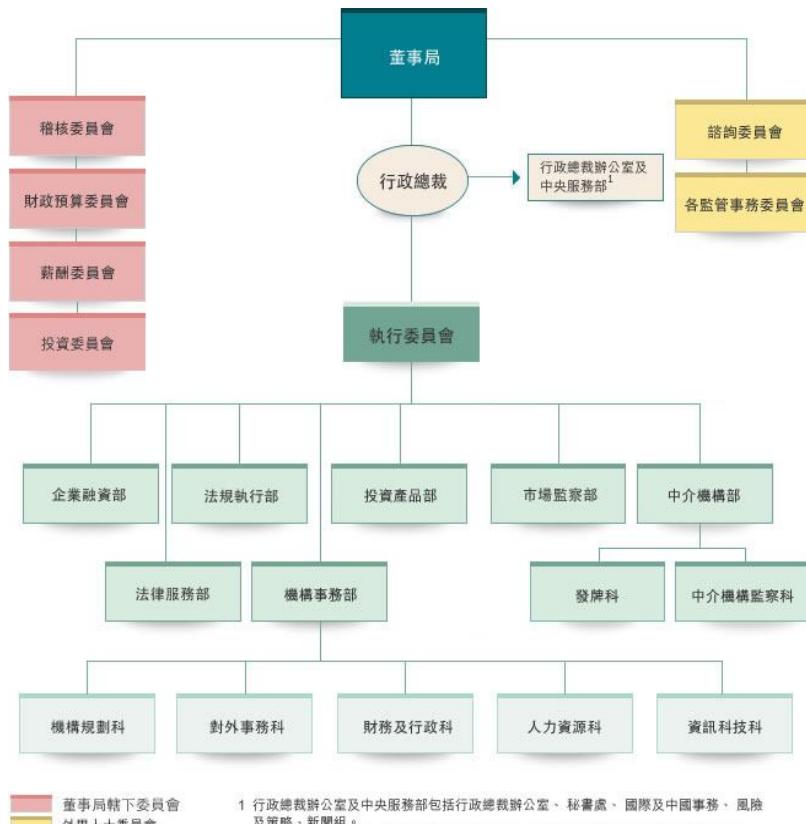
香港证券及期货市场主要由证监会负责，1989年通过的《证券及期货事务监察委员会条例》宣告该独立监管机构的成立。2003年上述条例及另外9条与证券及期货业相关的条例整合为《证券及期货条例》，成为目前香港金融市场主要的监管条例。根据《证券及期货条例》，香港证监会的工作范畴包括以下方面：制定及执行市场法规，包括调查违规个案及市场失当行为，并采取适当的执法行动；向申请进行受证监会规管活动的中介人(例如经纪行、投资顾问、基金经理等)发牌及予以监管；监察交易所、结算所及另类交易平台等市场营运机构的运作，并协助优化市场基础建设；预先审批拟向公众发售的投资产品及/或其销售文件；监督适用于公众公司的收购合并规例，监察香港联合交易所规管上市事宜的表现；与本地及海外监管机构合作并提供支持；协助投资者了解市场运作、投资风险及本身的权利和责任。

图 7：香港证券市场监管与组织结构



资料来源：香港交易及结算所有限公司

图 8：香港证券及期货事物监察委员会组织结构



资料来源：香港证监会

目前香港证监会的主要部门有：1) 企业融资部，负责涉及与上市事宜有关的双重存档职能，监管公众公司的收购及合并和股份购回活动，监督联交所在上

市事宜方面的职能，及执行与上市及非上市公司有关的证券及公司法例；2) 中介团体及投资产品部，负责制订及执行证券、期货和损益式外 买卖中介人的发牌规定，监察中介人的操守及财政资源，以及监管向公众销售投资产品的活动；3) 法规执行部，负责市场监管以确定须作进一步调查的市场失当行为，处理涉嫌触犯有关法例及守则的个案，包括涉及内幕交易及操纵市场等罪行的个案，及向违规的持牌中介团体执行纪律程序；4) 市场监察部，负责监察两家交易所及有关结算所的运作、促进证券及期货市场的发展，以及推动及发展市场团体的自律监管。

3.3.1 《证券及期货条例》

(1) 一般规定

《证券及期货条例》合并了原来规管证券市场的《证券条例》、《保障投资者条例》、《证券交易所合并条例》、《证券及期货事务监察委员会条例》、《证券(公开权益)条例》等多个条例，于 2003 年生效，共包括 17 部 409 条，其中最重要的包括：对监管主体证监会的权责等的规定，对市场主体如交易所、结算所、交易所控制人、投资者赔偿公司及自动化交易服务商的权责等的规定，对原有多重发牌注册制度进行简化和明确，对中介机构的中介人的资本规定、客户资产、纪录及审计进行了规范。

《证券及期货条例》对期货期权及衍生品的交易与一般证券一起进行了概括性的规定。条例第 571 章第 173 条《期权买卖的规定》中规定，授予第 1 类及第 2 类中介人在除相关禁止情况以外可在香港进行交易或显示自己准备进行交易，即售卖或购买一项期权或向代该中介人行事的人出售或购买。

《证券及期货条例》对受其规管的衍生品进行了定义，对该条例在信息披露、卖空限制上规管的衍生工具进行了定义，主要涵盖“证券中的或关乎该等证券的权利、期权或权益（不论以单位或其它方式描述）”。值得注意的是，该条例的规管范围是“不论该等衍生工具是否上市，亦不论是由何人发行或订立”。

(2) 特别规定

值得注意的是，《证券期货条例》对卖空行为进行了特别的规定。第 571 章第 VII 部第 3 分部《对卖空的限制等》下的第 170 条《限制卖空》与第 571 章第 171 条《确认卖空指示的规定》，主要旨在对卖空行为、相关禁令和披露规则进行规定，以保护投资者利益，防范市场风险。“卖空价规则”指根据联交所规则的相关规定，不得以低于最佳现行沽售价的价格在联交所卖空证券。但特定交易则根据《指定指数套戥交易及股票期货对冲交易》，如该指定证券属于经证监会批准而无需遵守此规例的则可予豁免。卖空主体必须具有一项可执行且无条件的权利，能够保证将证券交付买受人。确认该项权利时，即使证券上附有抵押或质押权，也不影响该项权利的认定。在具体操作上，香港《证券及期货（淡仓申报）规则》第 3 条规定，若如任何人所持有的任何指明股份的淡仓净值等于或高于 \$30,000,000 及有关法团已发行的指明股份的总数价值的 0.02%，指明之日起的 2 个营业日内将须申报淡仓通知证监会。第 4 条规定，可归因于某特定或另一项集

体投资计划的指明股份的淡仓及好仓须分开处理，不得合并统计。此外，第 7 条规定，若在香港或其它地方，证监会判定存在威胁或可能威胁到香港金融稳定性的情况，也可要求每日申报规定公告。

3.3.2 交易所自律法则

香港的证券市场经过 2000 年的整合，将香港联合交易所、香港期货交易所及香港中央结算有限公司统一置于香港交易及结算所有限公司之下，由后者 100% 控股。此外，香港期货交易结算有限公司和联交所期权结算所有限公司分别置于香港联合交易所、香港期货交易所下全权控股，作为前二者的全资附属公司。其中，期交所营运及维持香港期貨市場，是監管期交所參與者交易事宜的主要監管機構。在期权交易方面，香港联交所制定《期權交易規則》与《期權買賣交易所參與者交易運作程序》。而香港期货交易所并入香港联合交易所后，仍保留自己的交易规则。香港期权期货的交易规则相比于欧美较为简明。

3.3.2.1 联交所期权交易规则

香港联交所《期權交易規則》共分为定义释义、参与者资格、责任、客户事宜、期权交易系统、庄家等 9 个部分。其中，第二部分将联交所期权交易参与者分为期权买卖交易所參與者及期权經紀交易所參與者。而《期權買賣交易所參與者交易運作程序》则对上述方面在操作执行层面进行了更加细节性的规定。

3.3.2.2 期交所交易规则

《期权交易规则》将参与资格分为期权买卖交易所參與者及期权經紀交易所參與者。《期交所规则、规例及程序》中的第八章《交易安排-惯例及系统》对一些具体操作进行了规定，其中包括规例及交易限制、营业时间、HKATS 电子交易系统的一般常规、交易地点、交易方式、与客户指示/买卖盘相反的持仓等常规问题的规定；同时对执行大手交易制定了较详细的规定，包括最低交易量要求、集合大手交易组成跨期或跨价等策略组合的条件和执行价格的要求等，例如规定执行价格“应当以公平、合理的价格进行”，若“执行价格并不视为公平合理，或明显偏離当时市价或由结算所计算的理論价，或该宗大手交易若犹如正常交易方式透过中央买卖盘账目执行，其执行价格将会触发即日追收变价调整的话”，则可能需支付大手交易按金等。期交所董事会及行政总裁保留在一定条件下对交易进行干预的权力。此外，该章也对违规行为如预先安排交易、错价交易、错误交易和其它违规事项进行了规定。

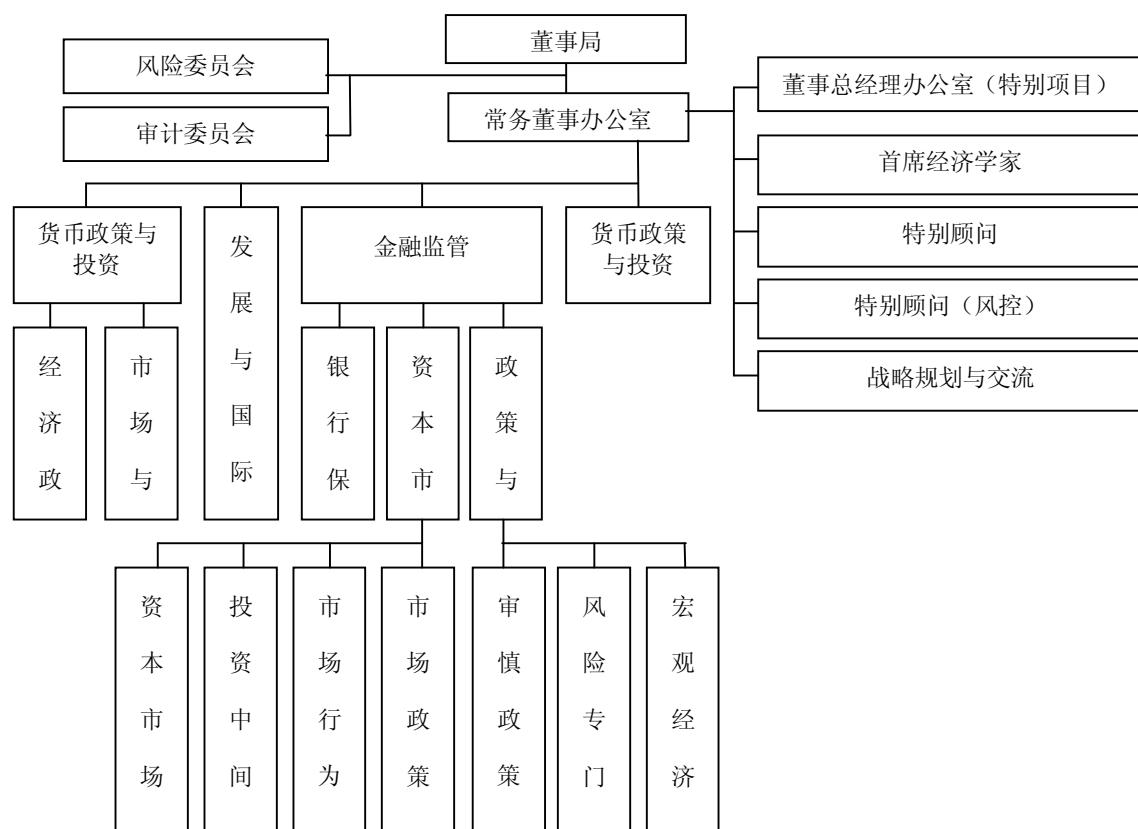
3.3.2.3 结算规则

在香港交易所结算规则中，与期权期货有关的内容包括《期權結算規則-聯交所期权結算所》、《期貨結算規則及程序-期貨結算所》、《期權買賣交易所參與者結算運作程序-聯交所期权結算所》，对应上述交易条例。

3.4 新加坡的期权法律制度及特点

新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore, MAS）成立于 1971 年，是新加坡的中央银行及金融监管部门，其职能组合了诸多金融机能。自其成立之后，金融业务由政府部门执行并专业管理。近年来越来越多复杂的银行业务与金融环境的需求迫使新加坡改革其金融机能，使其能有更多的发展动力与一致性的金融政策。MAS 也被付予制订有关银行家乃至政府财政部门的法令，提升金融的稳定度，订定信用与汇兑政策并促使经济成长。2002 年 10 月 1 日，MAS 合并货币专员委员会，也承担发行货币的权责。然而，不像其它许多中央银行诸如美国联邦储备系统或是英格兰银行，MAS 并不透过控制利率进而影响市场流动性来控管金融。相反地，它是利用外币汇兑机制，在新加坡元市场中进行控管。

图 9：新加坡金融管理局组织结构



资料来源：新加坡金融管理局

3.4.1 《证券暨期货法》

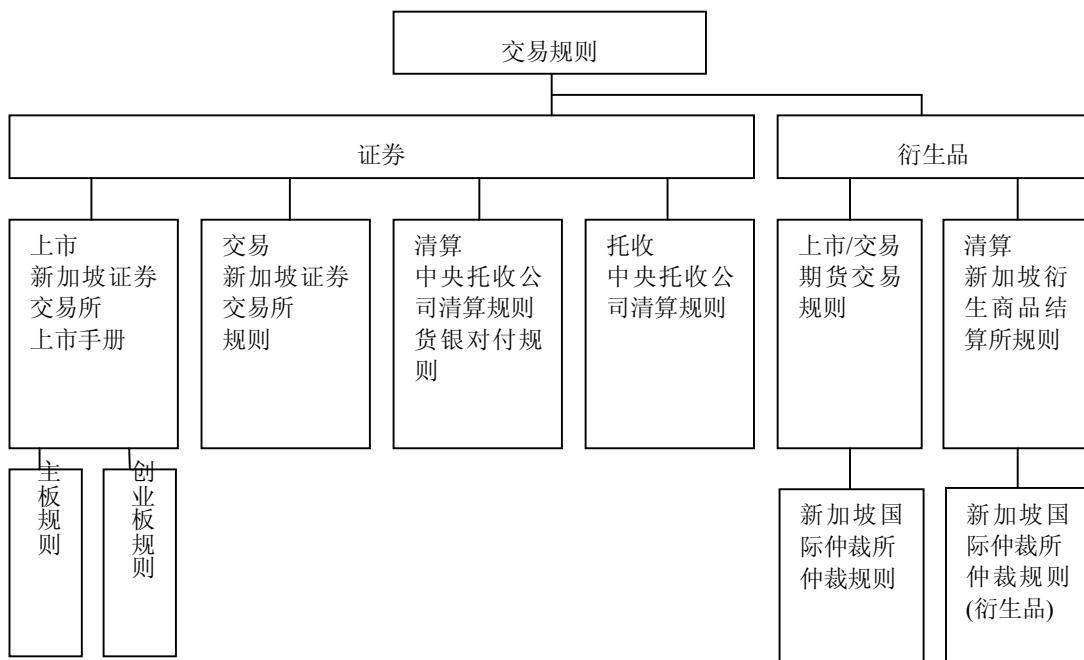
新加坡《证券暨期货法》的主要立法目的包括：1) 新增并更新有关条文，以反映资本市场发展之需要；2) 以弹性的监理架构管理中介机构；3) 对资本市场的活动提供管理规章；4) 强化以揭露为基础的管理原则；5) 加强结算及交割业务的管理架构；6) 配合以揭露为基础的管理原则，强化执法功能；7) 明确规范业者之异议程序。该法主要包括前言、市场部分、结算设施、资本市场服务执

照及代表执照、顾客资产与稽核程序、商业行为、利益揭露、证券投资咨询及公开收购、监督与调查、协助外国主管机关事项等十五个部分。

3.4.2 交易所自律规则

以新加坡交易所关于衍生品的交易规则为例，该规则包括一般事务、权限与会员资格、成员等行为准则、合约的上市与交易、实物交割、争议处理与仲裁、不良事件违规、定义等八个部分。其中，合约的上市与交易部分规定，任何合约上市都需要 MAS 批准；交易所有权根据需要对任何合约进行摘牌，并在摘牌前要求对相关合约进行即刻的现金交割；交易所可将长期流动性极低的合约归类为休眠合约并且不提供交易，但未来仍可恢复交易。此外，该部分规定了合约列明事项必须服从于交易所规则，交易时间、开闭市事项需符合交易所规定等。另外，交易所成员不得将多个单独的交易指令组合为策略组合执行。在错误交易、延迟取消交易、买空卖空等方面，规则总体上进行了较为一般化的规定，具体细节则由该规则指向具体交易所通知。第四章第二部分对合约违约的处理进行了规定。第三部分则对期权合约的交割进行了规定，同时对美式欧式进行了定义。

图 10：新加坡交易所规则架构



资料来源：新加坡交易所

3.4.3 清算规则

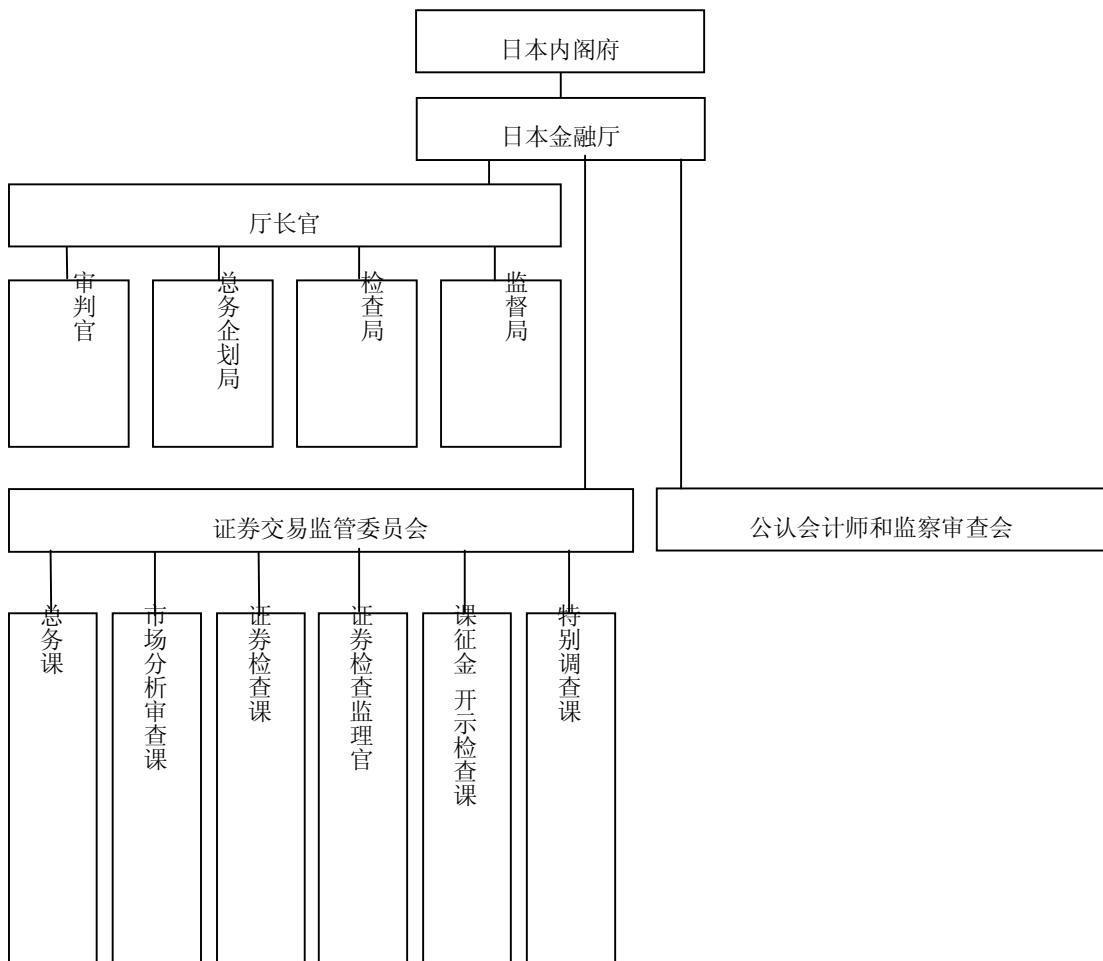
新加坡衍生商品结算所的清算规则包括适用与定义、管理、成员资格、执行董事和董事任命、财务与资本要求、清算、清算基金、违约规则、清算延迟与限制等 13 个部分。在新加坡清算所成员最低资本与财务要求中，对于主要于新加坡开展业务的成员，规定其需随时满足：1) 基本资本要求，保持基本资本不低于 5,000,000 新加坡元，或若同时是新加坡衍生商品结算所成员，则不低于

8,000,000 新加坡元；2) 财政资源要求，不能小于风险资本要求；3) 总负债要求，不得超过其总资源的 1200%；4) 其它清算所规定的会计、列报和其它财务运营要求。此外，在财政资源超过其风险要求的 120% 等特定情况下，必须立刻通知清算所。对在新加坡外开展业务的成员也有类似框架的规定。

3.5 日本的期权法律制度及特点

日本金融厅是日本政府辖下负责监管银行、证券、交易所和保险业的部门，旨在负责保证日本的金融系统安全，直接向财务大臣汇报，领导证券交易监管委员会（Securities and Exchange Surveillance Commission, SESC）和注册会计师和审计监管局（Certified Public Accountants and Auditing Oversight Board）。证券交易监管委员会主要负责保证证券及金融期货市场的公平交易，该机构成立于 1992 年。当时日本出现多起证券公司舞弊丑闻，为此将日本金融厅及证券交易等监管委员会从日本大藏省中独立出来，负责金融监管。值得注意的是，SESC 不似其它国家的证监会，并不具备执法权力，只负责将调查结果汇报至内阁并提供建议，而且长期处于人员相对不足的状态，这或多或少地影响了监管能力。

表 5：日本金融监管框架



资料来源：日本金融厅

3.5.1 《金融商品交易法》

日本金融市场的监管和立法大多参考欧美的做法。在日本《金融商品交易法》出台之前，日本金融监管以分业为主，《信托法》、《商品基金法》、《担保证券法》、《证券交易法》、《金融期货交易法》、《银行法》、《保险业法》、《不动产特定共同事业法》和《商品交易法》分别规定各自的产品领域，但随着金融产品的不断创新和市场的不断发展，以往的划分已经不能满足一些新型或融合性业务的监管需求。日本金融厅自 2000 年开始学习英国的先例，制定金融类综合服务法案，《金融商品交易法》最终于 2006 年由国会审议通过，并于当年开始逐步生效，直到 2009 年全部生效。

这一跨时代的综合法案取代了原有的《证券交易法》、《金融期货交易法》、《投资顾问法》、《抵押担保证券法》等，还催生了《银行法》、《信托业法》、《保险业法》等近 90 部法律的设立和修订。该法在有价证券中新增信托受益证券、抵押证券，对集合投资计划进行了具体的定义，将场外、跨境衍生品交易纳入规定范围，并增加了对创新衍生品如天气衍生品的规定，极大地扩充了金融产

品与服务的范畴；在权益认定上，不具权利的凭证也可进行相关认定；在操作层面上，该法对“金融商品交易”进行了详细分类，并对业务流程如销售、合同设计、资产运用、投资建议等进行了规范。

近年发生的金融危机令日本监管部门再度对现有监管框架进行检讨，2012年及2013年对《金融商品交易法》再度进行了最新的修订。2012年的修订主要涉及发展商品衍生品和交易所等的监管规范、推动综合交易所的发展、增加场外衍生品交易的透明度、打击内幕交易等。2013年的修订进一步作了细化，主要内容包括加大对内部交易和市场舞弊行为的打击、建立应对市场波动防范金融危机的机制、加强金融行业和资本市场的功能，尤其是建立由总理、内阁大臣、财务大臣、日本央行行长及FSA主席组成的金融危机应对委员会，将具有系统重要性的存款性金融机构、保险公司、金融工具运营单位及金融控股公司纳入“有序体系”，从整体上监管其流动性，相关部门介入并主导重大的市场并购交易等，显现出审慎监管的初步框架。

表6：日本《金融商品交易法》所涵盖之旧法范围

原法	商品	交易性质	备注	
信托法	信托受益权	有价证券	各法所规定的金融商品属有价证券者受金融商品交易法之规范 金融商品	
商品基金法	商品基金			
担保证券法	担保证券			
证券交易法	各种基金			
	国债地方债			
	公司债			
	股票			
	投资信托			
	与有价证券有关的期货选择权	衍生性交易		
金融期货交易法	金融期货			
	外汇保证金交易			
银行法	外币存款、衍生性存款	基于投资者保护而准用金融商品交易		
保险业法	变额保险年金			
不动产特定共同事业法	不动产基金			
商品交易法	商品期货			

资料来源：日本《金融商品交易法》

3.5.2 交易所自律规则

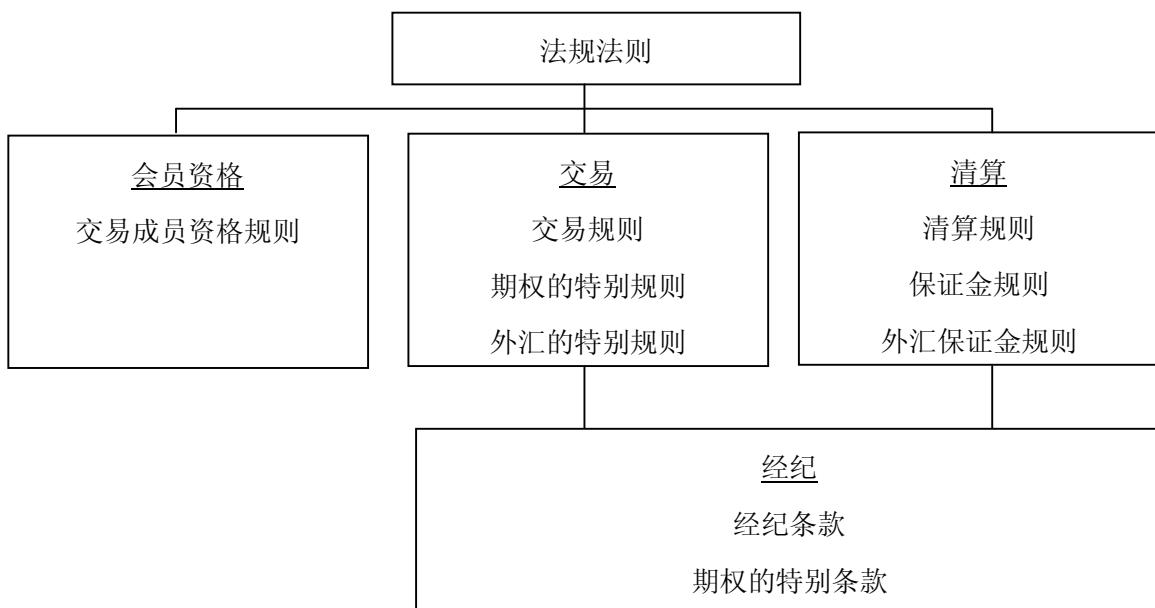
以东京国际金融期货交易所为例，其期货交易规则包括总则、交割月份、交易时段、交割方式、报价的比例算法、大宗交易等。此外，在交易和经纪条款方面，分别规定了让渡交易、权利金交收、抵消交易、期权执行、每日结算价格的一些细节规范，还特别列出了欧洲日元期货的期权交易的头寸限制。

表 7：日本主要期货交易所

类别	交易所	主要产品
金融期货 交易所	东京证券交易所 TSE	国债期货和股指期货
	大阪证券交易所 OSE	日经 225 指数期货
	东京国际金融期货交易所 TIFFE	短期利率期货
商品期货 交易所	东京工业品交易所 TOCOM	能源和贵金属期货
	东京谷物交易所 TGM	农产品期货

资料来源：日本各交易所

图 11：东京期货交易所交易规则框架



资料来源：东京国际金融期货交易所

3.6 韩国的期权法律制度及特点

韩国金融服务委员会（Financial Services Commission, FSC）成立于 1998 年，原为金融监管委员会，是韩国政府辖下最高的金融监管机构。FSC 制定金融政策，并指导金融监管服务局（Financial Supervisory Service, FSS）。在此以前，韩国的金融监管比较分散，银行、证券、保险和非银行金融机构由不同的部门监管，监管权限也在经济与财政部和相关监管机构之间分配，容易造成监管权力的冲突。上世纪 80 年代末，韩国金融服务业出现多样化发展、跨行业发展以及金融市场不断开放的新情况，由此对监管工作提出了新的要求，韩国政府因而于 1997 年设立了金融改革委员会，推动整合现有的金融监管机构，以适应市场的新变化，并防范市场不稳定性。自治的监管机构独立于宏观经济政策、货币政策和信贷政策，其目标主要包括：1) 推动金融行业发展和金融市场稳定；2) 建立健康的信贷秩序和公平的金融交易秩序；3) 保护金融行业的消费者，如存款者。

混业监管帮助韩国快速从 1997 年亚洲金融危机中恢复过来，并在此期间主导了金融行业的一系列公司整合，推动兼并重组，有效提高了行业整体竞争力。

3.6.1 《证券交易法》

韩国《证券交易法》于 1995 年获得通过，最后修订于 2004 年，主要包括总则、发行商注册、发行文件、证券要约收购、证券业务、韩国证券与期货交易所、其它证券相关组织、上市公司控制等 11 个部分。该法规定任何组织和个人若从事证券相关业务必须获得 FSS 的批准，规定了需采用要约收购的情况，规定了证券在 KOSDAQ 挂牌的披露规则以及对内幕交易等的处罚规则。

3.6.2 《期货交易法》

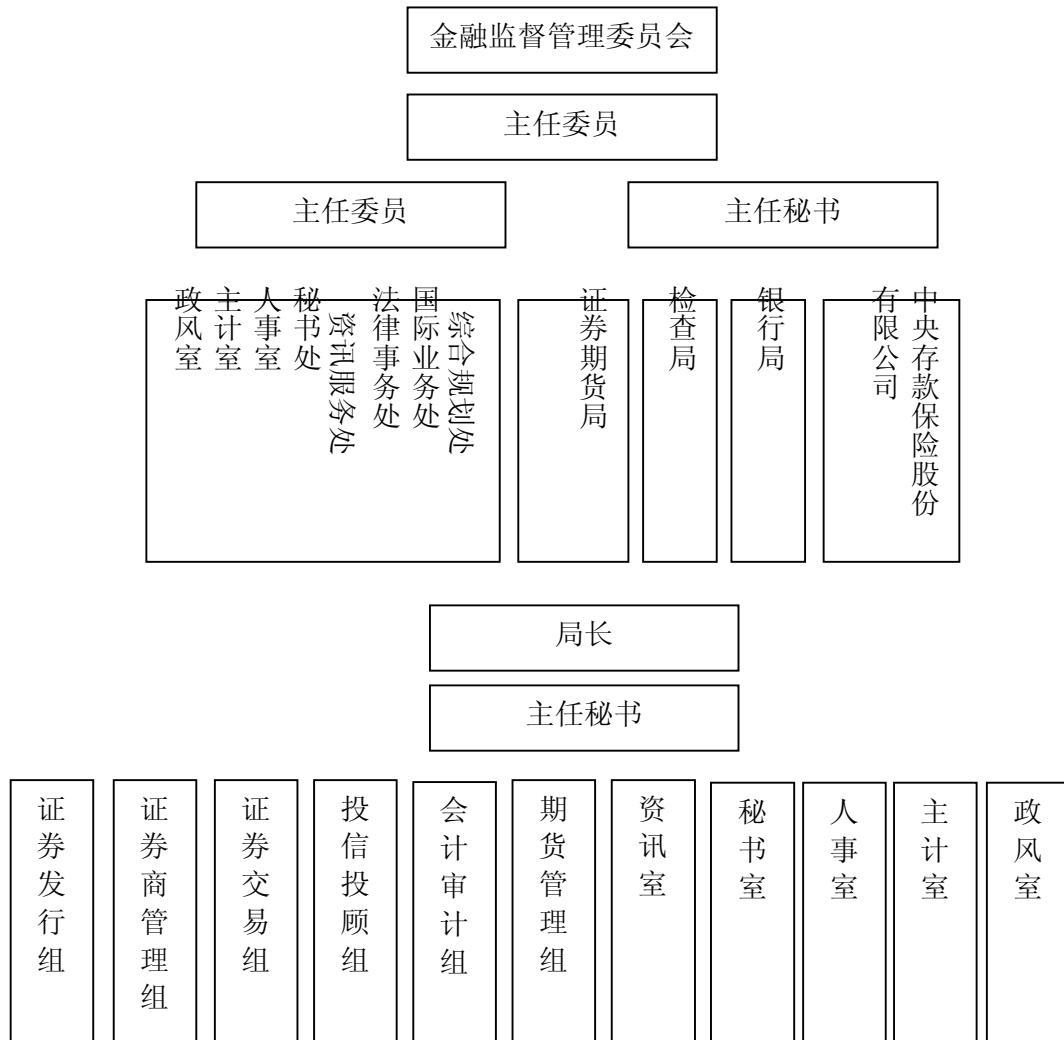
韩国的期货期权交易始于 1996 年，虽然起步较晚但发展迅速。韩国的期货规管比较严格，又善于利用后发优势，令其迄今为止都未出现过重大的系统性风险事件。韩国《期货交易法》于 1995 年生效，最后修订于 2004 年，该法包括总则、期货交易、期货业务、期货同业组织、监管、补充条款、惩罚等 8 大部分。该法对从事期货交易业务的机构的基本要求进行了规定，公司组织需具备不少于 30 亿韩元的股权资本，并需经过金融监管委员会的批准。外国人的申请资格与韩国国民同等要求。

值得注意的是，韩国的期货交易具有较高的排他性，全部由单一交易所韩国证券期货交易所负责。期货交易必须经过韩国证券期货交易所进行，其它任何组织和个人不得设立期货交易市场，而且除韩国证券期货交易所会员以外的组织和个人也不得进行期货交易。交易商接到交易指令后，必须通过国内或国外期货市场进行，并且不可作为该交易的交易对手，也不允许做市商和专家经纪人的存在。此外，该法对价格操纵等违规行为的处罚进行了明文规定，而且 FSC 有权对期货交易商和客户的期货交易规模进行限制，以防止价格大幅波动。

3.7 台湾的期权法律制度及特点

金融监督管理委员会（金管会）是台湾地区负责监督与管理金融事务与规划金融政策的部门，成立于 2004 年 7 月，工作目标是维持金融稳定、落实金融改革、协助产业发展、加强消费者与投资人保护与金融教育。其总部位于新北市板桥区板桥车站大楼。在金管会成立前，台湾金融业的管理、监督、检查、处分等权力分别属于财政部、中央银行、中央存款保险公司等政府机构，市场一直呼吁整合金融监督与检查等权力机构。《行政院金融监督管理委员会组织法》2003 年获得通过，2004 年行政院金融监督管理委员会正式成立，以实现金融监督一体化的目标。

图 12：台湾金融监督管理委员会架构



资料来源：台湾金融监督管理委员会

3.7.1 《证券交易法》

台湾的《证券交易法》最初颁布于 1968 年，2013 年为顺应金融改革而作了最后修改，确立了台湾行政院金融监督管理委员会作为主管机关的监管责任范围，并对相关机构及证券交易进行了一般性规定。该法主要包括总则、有价证券之募集/发行及买卖、证券商、证券商同业公会、证券交易所、仲裁、罚则及附则等 8 个部分。其中，第二章《有价证券之募集、发行及买卖》对有价证券的募集、发行及买卖、收购、私募及买卖等进行了进一步的规定。

3.7.2 《证券商管理规则》

台湾《证券商管理规则》最后修订于 2012 年，主要是对《证券交易法》进行补充，规定证券商应按一定规则来订定内部控制制度，这些规则包括金管会订

定的证券暨期货市场各服务事业建立内部控制制度的处理准则、台湾证券交易所股份有限公司（台湾证交所）等证券相关机构共同订定之券商内部控制制度标准规范等。此外，对券商需汇报事项如营业保证金、交割结算基金、对外负债总额比例、盈余提取、业务范围、资金使用等财务事项，以及合并、海外业务等具体事宜都进行了规定。

3.7.3 《期货交易法》

台湾《期货交易法》最初颁布于 1997 年，以取代 1993 年通过的《“国外”期货交易法》，用以规范台湾区域内的期货交易，该法最后修订于 2010 年。立法的目的在于“健全发展期货市场、维护期货交易秩序”。内容分为总则、期货交易所、期货结算机构、期货业、同业公会、监督与管理、仲裁、罚则、附则等 9 个部分。首先对期货交易的范围做出了规定，《期货交易法》第 3 条规定，期货交易是指“依国内外期货交易所或其它期货市场之规则或实务，从事衍生自商品、货币、有价证券、利率、指数或其它利益之下列契约之交易”，其中包括期货契约、选择权契约、期货选择权契约及杠杆保证金契约等。此外，该法还允许期货交易所实行会员制或公司制的组织形式，建立灵活的清算结构。此外，《期货交易法》还将结算保证金或权利金与结算机构或期货业自有资产相分离，该法第 51 条规定“期货结算机构收取之结算保证金，应与其自有资产分离存放”；第 70 条规定“期货商应于主管机关指定之机构开设客户保证金专户，存放期货交易人之交易保证金或权利金，并与自有资产分离存放”；此外，要求期货结算机构应于其业务规则中规定结算之保证金或权利金事项、期货结算机构可对成员调整结算保证金之金额、同一交易日内多次追缴结算保证金；第 50 条规定“期货结算机构应向期货结算会员收取结算保证金，其结算保证金得以现金或经主管机关核定之有价证券抵缴；其以有价证券抵缴者，抵缴之有价证券占应缴结算保证金总额之比例，由主管机关定之。而保证金之收取方式、标准及有价证券抵缴之折扣比率，由期货结算机构订定，报请主管机关核定之”；第 67 条规定，期货商受委托进行期货交易时，应向期货交易人收取交易保证金或权利金，并设置客户明细帐，逐日计算其余额。交易保证金或权利金应与自有资产分离存放；第 71 条限定了期货商可自客户保证金专户内提取款项的特殊情况：1) 依期货交易人之指示交付剩馀保证金、权利金；2) 为期货交易人支付必须支付之保证金、权利金或清算差额；3) 为期货交易人支付期货经纪商之佣金、利息或其它手续费；4) 经主管机关核准者。

3.7.4 《证券暨期货市场各服务事业建立内部控制制度处理准则》

《证券暨期货市场各服务事业建立内部控制制度处理准则》最后修订于 2011 年，其目的是促成相关业务部门营运之效果及效率、财务报导之可靠性及对相关法令之遵循。该准则规定了各服务事业建立内部控制制度的组成要素：1) 控制环境，指塑造组织文化、影响组织成员控制意识之综合因素；2) 风险评估，指各服务事业辨认其目标不能达成之内在与外在因素，并评估其影响程度及可能性之过程；3) 控制作业，指设立完善之控制架构及订定各层级之控制程序；4) 信息及沟通，所称信息指信息系统所辨认、衡量、处理及报导之标的；5) 监督，指自行检查内部控制制度质量之过程等。

该准则同时还规定内部稽核负责对内控制度的效率和缺失进行检查，并交由相关部门进行备案。第 20 条规定，证券商、期货业、证券投资信托事业及证券投资顾问事业之年度稽核计划及执行情形、所见异常事项改善情形等均应分别送证券交易所、证券柜台买卖中心、证券集中保管事业、期货交易所、证券商同业公会、期货业商业同业公会或台湾证券投资信托暨顾问商业同业公会等进行备案。

3.7.5 《期货交易税条例》

台湾期货交易税条例最后修订于 2008 年，主要是对区域内从事期货交易征收期货交易税进行规定。

表 8：交易税规定

契约类型	税基	最低	最高
股价类期货契约	每次交易之契约金额	百万分之零点一二五	千分之零点六
利率类期货契约	每次交易之契约金额	百万分之零点	百万分之二点五
选择权契约或期货选择权契约	每次交易之权利金金额	千分之一	千分之六
其它期货交易契约	每次交易之契约金额	百万分之零点一二五	千分之零点六

资料来源：证券暨期货法令判解查询系统

《期货交易税条例》还设立了代征人奖金，第 3 条规定“代征人依照法定程序及期限完成其代征义务者，该管稽征机关应按其代征税额给予千分之一奖金。但每一代征人每年代征奖金以新台币二千四百万元为限。”

3.8 国际监管的合作

紧随全球经济一体化发展趋势，国际间的跨市场运作和跨市场监管亦发展迅速。美国是目前世界上跨市场监管制度推行历史最久且成效最佳的地区。1981 年由美国主导创立了“跨市场监视组织 Intermarket Surveillance Group(ISG)”以满足日渐上升的跨市场金融商品的资讯分享需求。该组织的会员遍布北美、亚洲及欧洲等地，主要由证券、期货交易所等组成。在美国地区，在纽约证券交易所、AMEX、BSE、CBOE、CBOT、CME、CSE、MSE、NASD、NYSE、PSE、PHLX 等 11 个全美主要证券、期货及衍生性商品市场均设置有 Inter-market Surveillance Information System (ISIS) 电脑连线系统，随时监视所有市场的异常交易，并进行判断与合作。美国与外国主管当局一般通过非正式方式如电话或函件等要求外国对等单位提供其所需资讯并相互交换。这类组织持续对抢先交易、跨市场轧空、临收作价及钉住价格、价格操纵、内部交易及小型操纵等进行监视。

3.9 各地区期权法律制度的共性及差异性比较分析

3.9.1 共性分析

虽然境外各地区的期权法律制度各具特色，但是从立法思想及管理模式上而言，还是具有一定的共性。

首先，各地区的期权法律制度基本都衍生自美国模式。作为金融创新的先驱，美国的期货期权交易监管历史悠久，法律制度较为成熟。其它地区也就顺其自然地对其模式进行了借鉴和学习，然后才设立相关期权法律制度。所以说，各地区期权法律制度最大的共性是方法同宗。

其次，各地区对期权交易进行管理的方式基本上都是政府监管与自律监管相结合。以美国为代表的多数国家如日本、新加坡、韩国等，在政府监管与行业自律并重的基础上，更注重政府监管，而英国等欧洲国家则确立了法定框架下的自律监管模式。在自律监管的内部设置上，多数国家注重行业协会与交易所的一线监管，建立了政府监管部门、行业协会和交易所的三级监管体系。

最后，各地区虽然管理模式各有差异，但是都建立了严厉的法律责任追究制度。在法律责任的设定上，发达国家普遍采取较为严厉的责任追究制度，强调法律的惩处广度和惩罚力度，对责任主体的识别具有广泛性，刑事处罚措施设计得非常详细。

3.9.2 差异性分析

境外各国家及地区期权法律制度的差异性主要体现在两个方面，一个是监管结构，另一个是法律体系。

3.9.2.1 监管结构

各国家及地区的监管结构差别显著。以美国为代表的国家，以自律为主，采用体现制衡原则的分业监管体系；东亚家等新兴市场国家，监管体系较为严密，采用自上而下的监管体系；欧洲一些国家，则在行业间进行横向监管整合，宏观与微观纵向监管分离。

表 9：各国及地区监管结构比较

国家/地区	监管模式	综合监管部门	审慎监管部门	证券期货监管部门
美国	分业	无	无	美国商品期货交易委员会 美国证券交易委员会
英国	混业	英国金融行为监管局	英国审慎监管局	
德国	混业	德国联邦金融监理署	无	联邦金融监理署下证券业/资产管理 监管部及其它部门交叉管理
法国	混业	法国金融市场管理局	法国审慎监管局	无
香港	分业	无	香港金融管理局	香港证券及期货事务监察委员会
日本	混业	日本金融厅	金融危机应对委员会	日本金融厅下证券交易监管委员会
新加坡	混业	新加坡金融管理局		新加坡金融管理局下资本市场部
台湾	混业	金融监督管理委员会	无	金融监督管理委员会暇证券期货局
韩国	混业	金融监管服务局	无	金融监管服务局资本市场部等联合规 管

资料来源：各国及地区监管机构网站

3.9.2.2 法律体系

各国家及地区的期权交易相关法律总体上与其政体性质和法律传统紧密相关。总的来说，欧洲由于金融危机及欧债危机的影响，现阶段更强调建立统一的金融管控法律及制度；美国则由于相关法律起步较早，反而留下更多历史包袱，需要在未来逐步修正；亚洲国家大多属于新兴市场，反而利用了后发优势，既结合统一监控的优点，又结合自身发展的现状，订立各项细分法律以确保市场的平稳发展。

表 10：各国及地区法律体系比较

国家/地区	主要法律	产生背景	监管范围	潜在问题
美国	1974 年商品期货交易法 2000 年商品期货现代法	《商品期货现代化法》给予 CFTC 及 SEC 共同权力，建立对单一股票相关期货的共同监管框架	单一股票期货及其他商品期货	两部法律在监管范围上存在重合，未来可能诞生整合的证券期货法律
	1933 年证券交易法 1934 年证券交易法	规管证券一级市场发行而制定《1933 年证券法》，规管二级市场的证券买卖行为而制定《1934 年证券法》	单一股票期货及其他金融产品	
英国	2012 年金融服务法案	英国检讨金融危机和欧债危机期间的国内金融监管问题，而对原有的监管体制进行了改革	全面的金融服务和金融产品	—
德国	2002 年金融服务与整合法案	一方面为了加强跨市场的交易行为的监管，另一方面也为德国旨在推动欧洲金融市场一体化的努力做好准备	全面的金融服务和金融产品	庞大一统的监管模式对其内控和监管效率提出了极大的挑战，一系列争议自该署成立以来，始终伴随着其的发展
法国	2003 年金融安全法	三大金融管理机构证券交易委员会、金融市场委员会以及金融管理纪律委员会被整合为法国金融市场监管局，负责法国的金融混业监管	全面的金融服务和金融产品	—
香港	2003 年证券及期货条例	合并了原规管证券市场的《证券条例》、《保障投资者条例》、《证券交易所合并条例》、《证券及期货事务监察委员会条例》、《证券(公开权益)条例》等多个条例，于 2003 年最初生效	证券及期货市场	—
日本	2006 年金融商品交易法	随着金融产品的不断创新和市场的不断发展，以往的划分已经不能满足于一些新型或融合性的业务模式的监管需要。日本金融厅于 2000 年开始构学习英国的先例，制定金融类综合服务法案。《金融商品交易法》最终于 2006 年由国会审议通过	全面金融服务和金融产品	—
新加坡	2001 年证券暨期货法	2001 年新加坡国会通过金融管理局提出的《证券暨期货法》、《证券业法》、《期货交易法》、《交易所法》以及《公司法》等部分条文并人同	证券及期货市场	—

		一全新的法律之中，以回应全球化和科技创新发展的趋势，从而重新调整了监管架构		
台湾	1968 年证券交易法 1997 年期货交易法 2003 年行政院金融监督管理委员会组织法	市场一直呼吁整合金融监督与检查等权力的机构。《行政院金融监督管理委员会组织法》2003 年通过，以实行金融监督一体化的目标	全面金融服务和金融产品	—
韩国	1995 年证券交易法 1996 年期货交易法 1997 年金融改革委员会法案	推动整合现有的金融监管机构以适应市场自由化、业务向其它金融行业的扩张并防范市场不稳定性	全面金融服务和金融产品	—

资料来源：根据各国及地区期权相关法律制度整理

3.9.2.3 发展趋势

横向混业监管、纵向审慎监管及空间上全球化监管将越来越明显地成为未来发展趋势。

随着金融市场的不断发展，金融产品创新层出不穷，许多新的业务形态和产品模糊了原有的金融子行业的界限，既有的分业监管体系逐渐跟不上市场的发展，甚至对于新的产品创新而言存在不少漏洞，这在一定程度上埋下了系统性风险的种子，甚至成为几次危机的部分原因。因此，这就必然地对综合监管提出了新的要求。可以看到，大多数国家尤其欧洲地区，近年都对危机中的经验与教训进行了深刻的检讨，部分国家更是对现有的监管体系进行了大刀阔斧的改革，监管权力出现集中化的倾向，金融行业的混业监管成为一个重要的方向。

同时，在经历了始自美国次贷危机的全球性金融危机以来，审慎监管的概念也被提出并被越来越多的国家采纳，例如英国与法国的审慎监管部门、日本的金融危机应对委员会等。总体上，由于期权期货等衍生品的结构日益复杂精细，涉及到越来越多的市场和行业层面，银行、保险、证券、信托等业务的互相渗透日益显著，复杂性和联动性都在日益上升，使得单一的分行业监管已经不能满足原有的需要。因此，从更高层面纵观全局、又能在不同行业监管间高效合作以防止系统性风险和宏观性风险必定是未来的重要目标。

虽然纵横交叉的监管模式必然还将面临一定的挑战，但无疑提供了一个崭新的方向。未来随着全球金融市场的联动性日益升高，全球化监管也将是各国监管机构必定要应对的另一个挑战。

4. 境外经验对内地期权法律制度建设的启示

中国的股指期货已经稳步发展了两年多时间，为期权产品的推出积累了宝贵的经验。相比于期货产品，期权的产品结构更加复杂、杠杆更高、波动更大、风险更大，因而监管也更加困难。但与此同时也要看到，期权是完善市场交易品种、实现市场价格发现功能的重要产品，不可或缺；从长远来看，中国要建立国际金

融中心，必定需要现货、期货和期权共同来组成完整的金融产品体系。因此，期权产品在中国的推出只是一个时间问题。

4.1 中国推出期权的有利因素

我国股指期货推出以来运转良好，这为期权的推出做好了铺垫。一般来说，股指期权和股指期货在各个国家推出的时间间隔都在 1-2 年，主要原因是两者在运营的很多方面都有相似点，比如交易制度、保证金制度等。另外，两者在投资组合过程中也经常相互配合，例如股指期权和股指期货在美国、韩国市场的交易量都有很高的相关性。

其次，期权具有对市场波动率的投资功能。前文已经提到过，期权相对于期货的一个主要区别就是对波动率的投资功能。我国市场的波动率高于美国和韩国，因此我国市场对期权天生存在潜在的可观需求。在大多数市场中，厌恶风险的投资者居多，当市场波动率升高时，投资者所需回报率也会提高，导致资产贬值。而作为期权的持有方，当标的物的波动率升高时，期权的时间价值增大，因此投资者买入适量期权可以对冲由波动率带来的风险。

再者，投资者对期权并不陌生，我国曾两度推出过权证，为推出期权已经积累了一定的经验。另外，无风险利率对于期权和期货的定价都很重要，而不断推进的利率市场化改革也为期权的推出做好了铺垫。

4.2 中国推出期权的不利因素

除了前述全球期权市场皆面临的几大问题之外，中国推出期权产品还将面临一些自身特有的问题，其中，投资者和市场本身的双重不成熟，将是中国推出期权产品所面临的最大挑战。

中国资本市场的特点是个人投资者大量参与、频繁买卖和投机心态，此特点在中国股票市场上早已显露无遗。此前在股票权证产品上，甚至出现过看跌权证随市场上涨而暴涨的奇异现象。结合期权产品高杠杆、高波动、高风险的特征，如果个人投资者继续以不成熟的投机心态参与期权炒作，那将会给中国期权市场的发展带来非常负面的影响。

此外，中国同样也缺乏成熟的、具有较大市场影响力的机构投资者群体。在成熟市场上，往往依靠这些成熟稳健的机构投资者来对冲个人投资者给市场带来的负面影响，并且提供流动性、稳定市场，同时还要在潜移默化中教育个人投资者，使他们逐渐趋于成熟和理性。但在中国，由于整个市场的发展时间仍较短，尚未形成这样一个成熟的机构投资者群体。

再者，中国资本市场的法制建设尚不健全，这样的空白极易在新产品推出市场时为投机客所利用，造成市场监管混乱，从而抑制市场正常发展。

最后，是风险对冲困难。由于期权具有非线性的定价特性，而目前中国内地市场又仅有线性的期货和现货等产品，因此当它们组成对冲组合时，无法完全规

避市场波动风险。即便采用高频动态对冲方法，亦只能以提高交易成本为代价改善对冲结果，而非彻底对冲风险。

4.3 境外经验对中国期权法律制度建设的启示

首先，毫无疑问的是，必须法制先行。国内外无数惨痛教训告诫我们，金融监管和法制建设之于金融创新具有无比的重要性。因此，在中国内地市场推出各类金融衍生品时，有关部门必须充分认识到金融监管和法制建设的重要性。正所谓“兵马未动，粮草先行”。有关金融创新的立法必须先于或至少同步于金融创新产品的推出，才能有效地为新产品的推出保驾护航。

其次，要充分结合中国实际，外来经验必须本土化。在充分了解产品和市场特性的基础上立法。中国有句古话“知己知彼，百战不殆”。法律制度之于金融衍生品，恰要做到知己知彼，方能为金融衍生品在中国内地的发展保驾护航。内地近几年大力推进金融创新，引进了不少新产品。这些新产品源于海外，舶来品落地中国，产品需要本地化，法制法规也要本土化。海外各市场的金融立法都有自己的特色，但也各有利弊，各有其适合的土壤，我们不仅要学习他们的经验，更要取其精华去其糟粕，因地制宜地结合中国市场的实际情况，制定本土化的法律制度。

然后，必须充分重视专业监管人才。金融市场的专业投资人员大多极为精明，这也是为何一旦专业投资人员摇身一变成为专业投机人员，将给市场带来重大打击的原因。要通过制度建设来约束这些专业人员从事投资而非投机，这就对制度制定者和执行者的能力有极高的要求。在海外成熟市场，风控和金融监管是两块非常重要的业务，但在中国内地市场，它们都还处于起步阶段。如何迅速建立起一支专业的队伍，引进专业的人才，或许是一个行之有效的方法，至少应该意识到配置专业监管人才的重要性、必要性和迫切性。

还有，必须不断学习、不断改进。回顾海外成熟市场的发展历史，无不是在不断学习和不断改进中前行。出现问题并不可怕，重要的是对待问题和解决问题的态度。美国金融市场之所以称霸全球，正是因为他们的自省和学习态度。在每一次遇到新问题后，美国的金融监管者乃至投资者们都能迅速、冷静、全面地分析问题、解决问题，不断完善从问题中暴露出来的监管缺失或立法漏洞，从而不断完善市场。这一点，或许恰恰是境外成熟金融市场最值得我们学习的一点。

5. 结语

自从法兰克·奈特在 1921 年提出著名的关于“风险”和“不确定性”的定义及区别以来，全球资本市场在历经了多次金融危机之后，投资者们越来越清楚地认识到：风险是可以定价的不确定性；不确定性则是无法衡量的风险；风险为资本市场的运作添加润滑油，不确定性则在齿轮之间撒沙子。期权将无法预测和衡量的不确定性转化为可以把握和交易的风险，在这方面，没有其它工具比期权更加有效。

今天金融业各环节之间的相关性日趋紧密，在这个日益复杂的机体中，发现价格和管理风险始终占据核心地位。中国要建设国际金融中心，首先需要健全自己的交易市场，提供发现价格和转移风险的场所，需要现货、期货和期权共同来组成完整的金融产品体系，因此期权产品在中国的推出只是一个时间问题。

但是，期权具有高杠杆、高波动、高风险的特性，内地投资者和市场又存在双重不成熟，内地资本市场的法制建设亦不够健全，因此在内地推出期权产品势将面对极大挑战。

因此，内地金融创新推出新产品必须法制先行，金融创新引进境外产品和制度必须结合国情实施本土化，完善监管制度必须重视提升专业化水平。最重要的是，必须持续学习和不断完善，善于从问题和教训中及时反省、及时改进，这应该是境外成熟市场给予我们的最大启示。

参考资料

- [1] 杨玉川, 对我国发展金融期货期权市场的探讨——以国际金融期货期权市场的发展为实证, 南开经济研究, 1998年第4期
- [2] 陈欣, 衍生金融交易国际监管制度研究, 北京大学出版社, 2006
- [3] 山西证券, 期权系列报告之一: 全球主要国家期权市场发展情况及对我国的启示, 2013
- [4] 胡孝红, 金融期货与期权市场监管制度初探, 武汉大学学报(人文社会科学版), 2000年第4期
- [5] 余薇, 德国国债期货市场的监管, 金融时报, 2007年8月21日
- [6] 施鹏鹏, 法国金融市场监管管窥, 证券市场导报, 2006年第5期
- [7] 中国证券金融股份有限公司, 香港证券卖空监管规则与内地融券制度比较, 2013
- [8] 席秉琼等, 日本的《金融商品交易法》及其借鉴意义, 中国信用卡, 2010年第4期
- [9] 宋锡祥, 台湾"期货交易法"评析, 政治与法律, 1999年第1期
- [10] Securities Act of 1933 (US) (1933年证券法)
- [11] SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 (US) (1934年证券法)
- [12] Legal and Regulatory Information (CBOE)
- [13] Rule Book (CBOT)
- [14] Rule Book (NYMEX)
- [15] Rule Book (CME)
- [16] Rules and Regulations (EUREX)
- [17] Rules and Regulations (NASDAQ OMX)
- [18] Harmonized and Unharmonized Rules (NYSE LIFFE)
- [19] Exchange Rules for Eurex Deutschland and Eurex Zürich (eurex)
- [20] Clearing Conditions (eurex)
- [21] Contract Specifications for Futures Contracts and Options Contracts at Eurex Deutschland and Eurex Zürich (eurex)
- [22] Conditions for Trading at Eurex Deutschland and Eurex Zürich (eurex)
- [23] Admission Regulations for Exchange Traders at Eurex Deutschland (eurex)
- [24] RULES OF THE STOCK EXCHANGE (NASDAQ OMX)
- [25] RULES AND REGULATIONS OF NASDAQ OMX DERIVATIVES MARKETS (NASDAQ OMX)
- [26] Rules of OMX Nordic Exchange for covered warrants and certificates (NASDAQ OMX)
- [27] GUIDELINES FOR INSIDERS (NASDAQ OMX)
- [28] GUIDELINES FOR MARKET MAKING (NASDAQ OMX)
- [29] EURONEXT regulation brief (NYSE LIFFE)
- [30] NYSE LIFFE'S CORPORATE ACTIONS POLICY (NYSE LIFFE)
- [31] Euronext Rule Book (NYSE LIFFE)
- [32] Introduction to Regulatory Framework: Structure and regulation of Hong Kong's securities and futures markets (HK)
- [33] 香港证券及期货条例 (HK)
- [34] 香港交易所上市规则 (HK)
- [35] 香港交易所交易规则 (HK)
- [36] 香港期交所規則、規例及程序 (HK)
- [37] 香港交易所期權交易規則 (HK)

- [38] 期貨結算所規則及程序 (HK)
- [39] 聯交所期權結算所 期權結算規則 (HK)
- [40] 聯交所期權結算所 期權買賣交易所參與者結算運作程序 (HK)
- [41] 中央结算系统运作程序规则 (HK)
- [42] 中央結算系統一般規則 (HK)
- [43] 澳洲证券交易所资料 (Australian Stock Exchange, ASX)
- [44] BATS 交易所资料 (BATS Exchange)
- [45] 蒙特利尔交易所资料 (Bourse de Montreal Inc)
- [46] Cayman Islands Stock Exchange 资料
- [47] 芝加哥期货交易所资料 (CBOE Futures Exchange)
- [48] 芝加哥期货交易所资料 (Chicago Board of Trade, CBOT)
- [49] 芝加哥选择权交易所资料 (Chicago Board Options Exchange, CBOE)
- [50] 芝加哥商品交易所资料 (Chicago Mercantile Exchange, CME)
- [51] 芝加哥交易所资料 (Chicago Stock Exchange)
- [52] 杜拜商品交易所资料 (Dubai Mercantile Exchange)
- [53] 阿姆斯特丹泛欧证券交易所资料 (Euronext Amsterdam)
- [54] 美国金融业监管局资料 (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)
- [55] 法兰克福交易所资料 (Frankfurt Stock Exchange)
- [56] 香港交易及结算所有限公司资料 (Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd.)
- [57] ICE 美国期货交易所资料 (ICE Futures U.S. Inc.)
- [58] 国际证券交易所资料 (International Securities Exchange, LLC)
- [59] 加拿大投资业规管组织资料 (Investment Industry Regulatory Organization of Canada)
- [60] 韩国交易所资料 (Korea Exchange)
- [61] 伦敦国际金融期货及期权交易所行政及管理公司资料 (LIFFE Administration and Management)
- [62] 伦敦证券交易所资料 London Stock Exchange (LSE)
- [63] NASDAQ OMX BX 资料
- [64] NASDAQ OMX Copenhagen A/S 资料
- [65] NASDAQ OMX Helsinki Ltd 资料
- [66] NASDAQ OMX Iceland Hf 资料
- [67] NASDAQ OMX PHLX 资料
- [68] NASDAQ OMX Stockholm AB 资料
- [69] NASDAQ Stock Market LLC 资料
- [70] 全美证交所资料 (National Stock Exchange, NSX) (前身为辛辛那提证交所)
- [71] 印度国家证券交易所资料 (National Stock Exchange of India)
- [72] 美国纽约商业交易所资料 (New York Mercantile Exchange, Inc)
- [73] 纽约证券交易所资料 (New York Stock Exchange LLC)
- [74] North American Derivative Exchange 资料
- [75] NYSE Alternext LLC 资料
- [76] NYSE Arca, Inc 资料
- [77] One Chicago, LLC 资料
- [78] 大坂交易所资料 (Osaka Securities Exchange)
- [79] 奥斯陆证券交易所资料 (Oslo Bors ASA)
- [80] 东京交易所法规公司资料 (Tokyo Stock Exchange Regulation)