

## 美国现代期权市场发展、规制演变 与经验借鉴\*

朱小川\*\*

**摘要:**对于期权市场,美国监管自律机构组织了多次讨论,形成了多份具有影响力的研究报告。根据研究结论和市场发展的不断演变,美国在期权规制史上出现了4次法律禁令,经历了4次监管试点,最终确认了期权业务的合法性基础,并构建出积极应对市场不当行为和风险因素的“双头”监管体系,推动美国形成全球领先的现代期权市场。结合我国期权市场的发展现状和规制安排特点,参考美国现代期权200多年的发展经验教训,我国需继续加强对期权市场基础问题的研究和讨论,推动形成社会共识,根据《期货和衍生品法》重点规制各类非标准化期权业务的发展路径和规制安排。

**关键词:**美国 期权 市场 规制 借鉴

期权是一个抽象的概念,权利持有方可以按照合约的规定选择是否对标的物作出买入或者卖出

---

\* 本文仅代表作者个人观点,不代表任何单位意见,文责自负。

\*\* 上海市法学会金融法研究会成员,副研究员。

的行为。古代期权以圣经故事、橄榄压榨机故事为代表,近代期权以荷兰郁金香事件为代表,现代期权以1973年美国芝加哥期权交易所(Chicago Board Options Exchange, CBOE)成立为代表。根据交易场所的不同,期权可以分为场内期权和场外期权;根据底层资产的不同,期权可分为金融类期权和商品类期权。其中,金融类期权主要指以汇率、利率和股票(或称权益)为标的物的期权,商品类期权指以农产品、金属等作为标的物的期权;根据标的物的现货、期货形式不同,期权还可以分为现货期权和期货期权;按照行权时间不同,期权分为美式期权、欧式期权、百慕大式期权等。此外,不同标的物的期权合约可对应不同的行权日、不同的行权价格、认购认沽情况。期权不仅种类繁多,而且不同种类的期权组合在一起又会形成不同的策略,应对不同的市场行情。作为非线性衍生品,期权为使用者提供了更加丰富的价格风险管理手段;特别是风险承受能力较低的使用者可以充分利用期权的“保险”功能,减少在标的物价格波动不利时追加保证金的压力。与期货只能根据当前市场行情成交建仓不同,期权可以根据使用者对成本和收益目标的需要,灵活选择未来买入或卖出标的物的价格,这也为相关主体开展精细化管理风险提供了重要途径。期权市场因此发展迅速,目前已成为国际衍生品市场中的重要组成部分。根据国际期货业协会对全球85家交易所交易数据的统计,<sup>[1]</sup>2021年全球场内期权交易量为333.09亿手,较2020年增长56.6%。从产品类别看,2021年,全球场内股票期权成交量增长最为突出,贡献了2021年大部分的期权交易增量;利率期权经历多年的低迷后交易开始回升;外汇期权的交易量也同比明显增长;商品期权中,农产品、金属的交易量同比增长,能源的交易量同比下降。另根据国际清算银行统计,截至2022年3月末,全球场内期权的未平仓权益(open interest)为53.9万亿美元,是同期期货未平仓权益的1.3倍;期权品种以场内利率期权为主,占99%以上;地

---

[1] See FIA, *Global Futures and Options Trading Hits Another Record in 2021*, <https://www.fia.org/resources/global-futures-and-options-trading-hits-another-record-2021>, visited May 4, 2022.

域分布以北美市场为主,交易币种以美元为主。<sup>[2]</sup> 全球场外金融期权(外汇、利率和权益期权)名义未付清金额(notional amount outstanding)常年保持在50万亿美元以上。2021年下半年,全球场外利率期权名义未付清金额为38.5万亿美元,场外外汇期权名义未付清金额为10.4万亿美元,场外权益期权名义未付清金额为3.3万亿美元。<sup>[3]</sup>

## 一、美国现代期权市场概况

### (一) 近代期权的发展<sup>[4]</sup>

在美国,近代股票期权和商品期权各自独立发展,初期都被称为“特惠权”。美国内战之后,股票“特惠权”交易在纽约非常活跃。1873年到1875年,每周六的《商业和金融史》都报道股票期权的价格行情。商品期权则从农产品期货发展而来。19世纪后期,农产品“特惠权交易”在芝加哥兴起并盛行起来,参与者多为投机者,也有农场主。由于当时没有对期权交易实施任何监管,期权市场非常混乱。

### (二) 现代期权的交易场所

20世纪60年代末,当商品期货交易开始萎缩的时候,美国芝加哥期货交易所(Chicago Board of Trade, CBOT)<sup>[5]</sup>开始发展期权市场。1973年,经美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)批准成立了全球第一家专业的期权交易所——CBOE,试点上市交易16只股票的看涨期权,开创现代期权场内交易之先河。同年,美国期权清算公司成立,提供期权交易的清算服务。

期权也可以在交易所外交易,称为场外期权。1791年,美国证券

[2] See BIS Statistics, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d1>; <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d4>, visited May 4, 2022.

[3] See BIS Statistics, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d5.1>, visited May 14, 2022.

[4] 参见王学勤:《美国商品期货期权市场监管政策及案例研究》,载《期货日报》2005年10月12日,第3版。

[5] 2007年7月12日,CBOT与芝加哥商品交易所(Chicago Mercantile Exchange, CME)合并成为全球最大的衍生品交易所——芝加哥商品交易所集团(CME Group)。

交易所成立后不久,在交易所外就出现股票期权交易,并由经纪交易商作为中介进行买卖撮合;经纪交易商通过报纸公布期权的交易意向,但效率不高。为了更好达成期权交易,并加强经纪交易商之间的业务联系,1934年成立了期权经纪与自营商协会。场外期权主要由买卖双方私下协商达成交易,一般没有二级交易市场。

现代场外期权产品可以在一定程度上弥补场内期权产品的不足,满足投资者特定的投资需求。2020年,美国证券业与金融市场联合会(Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA)的一份上市期权研究报告也显示,部分市场参与者在场内市场无法实现特定的交易需求(如复杂期权产品),故选择场外市场进行交易。<sup>[6]</sup> 场外市场的对冲交易者和投机交易者可以不受场内期权交易的相关限制,更为精准地建立自己所希望的头寸。美国场外期权交易目前仍未强制执行集中清算,因而行权价格和到期日可以自由协商,并且场外市场的信息披露要求也仍相对较少。由于没有二级交易市场,场外期权交易者只能通过与反向交易者进行交易来对冲头寸风险;而在场内市场中,交易者只要卖出购入的期权即可达成对冲目的。

## 二、美国期权交易的规制演变和监管框架

美国期权市场的发展一方面反映了美国实体经济的金融需求,另一方面也与美国对期权业务的规制安排有关。由于期权一开始就以场外交易的形式出现,游离于监管视野之外,导致在过去200多年里,美国有关部门多次组织对期权产品的合理性和合法性进行讨论,规制安排也出现多次反复。

---

[6] See SIFMA, *A Deeper Look at US Listed Options Volumes: Additional Tracking of the SPX and VIX Contracts*, [https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2020/05/SIFMA-Insights-Options\\_Final-for-Web.pdf](https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2020/05/SIFMA-Insights-Options_Final-for-Web.pdf), visited June 4, 2022.

## (一) 规制演变

### 1. 法律上的 4 次禁令〔7〕

近代的股票或商品期权多数在场外成交,期权市场依靠那些为期权的买家和卖家寻找对手方的经纪商而得以运行,基本体现为自由发展的特征,并无监管介入,期权市场充斥着各种不当行为。对期权的态度,反对派与支持派之间分歧很大,立法也摇摆不定,在美国期权规制史上出现了 4 次法律禁令。

第一次禁令以 1874 年伊利诺伊州立法院的禁令为代表。1874 年,伊利诺伊州的立法院禁止了特惠权交易。为规避禁令,交易者就转移到威斯康星州去交易。在交易所方面,由于有交易者不通过 CBOT 的喊价池进行交易,而是在 CBOT 的走廊中进行交易,CBOT 为此禁止其会员从市场外任何地方交易期权,交易者就跑到中美洲商品交易所去交易。期权反对派还提出了禁止期权的立法议案,如 1890~1893 年美国国会议员哈奇提出“反期权法案”,〔8〕拟通过立法禁止开展期权交易。1921 年,美国制定了《期货交易法》,对所有谷物期权施加禁止性的税收。高税收直接导致期权交易不具有经济合理性而逐渐消失。然而,在 *Trusler v. Crooks* 案中,〔9〕法院认为 1921 年《期货交易法》对期权交易征税的做法违宪,不具有法律效力,期权交易再次获得新生。1922 年,经调整后的《期货交易法》更名为《谷物期货法》。

第二次禁令以 1936 年《商品交易法》为代表。放开后的期权市场依然问题很多,如诈骗性销售、交易对手拒绝履约、投机过度与利用期权操控农产品价格等,许多农场主因在期权市场上过度投机而破产。于是,主张限制或禁止农产品期权交易的声音又一次高涨。1932 年,CBOT 发生了小麦价格崩盘事件,被认为与投机性期权交易相关。1936 年,《谷物期货法》修订并更名为《商品交易法》,禁止对《商品交

〔7〕 参见前注〔4〕。另见〔美〕哈威尔·E. 杰克逊、〔美〕小爱德华·L. 西蒙斯编著:《金融监管》,吴志攀等译,中国政法大学出版社 2003 年版,第 969~973 页。

〔8〕 该法案最终未通过成为法律。See Stassen J. H., *The Commodity Exchange Act in Perspective a Short and Not – So Reverent History of Futures Trading Legislation in the United States*, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 39, 1982.

〔9〕 See U. S. 475 (1926).

易法》列明的商品发售期权。被列入《商品交易法》“黑名单”的商品包括小麦、棉花、大米、玉米、燕麦、大麦、黑麦、亚麻籽、高粱、麸皮、黄油、鸡蛋和爱尔兰土豆;后续又列入了优质羊毛、脂肪和油脂、棉籽粕、棉籽、花生、大豆和豆粕、牲畜、牲畜产品和冷冻浓缩橙汁等。对没有被列入“黑名单”的商品,则依然可以进行相关期权的交易。

第三次禁令以1974年出台《商品期货交易委员会法》为代表。由于《商品交易法》“黑名单”之外的期权交易依然存在欺诈和不当行为,1968年美国国会修订《商品交易法》并在1974年制定了《商品期货交易委员会法》,成立商品期货交易委员会(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)取代原先的农业商品交易部门对商品期权进行监管,规定商品期权只能依据CFTC的规定、规则和命令进行创设和交易,但排除了CFTC对外汇期权等的管辖权。自1975年开始运作以来,CFTC根据《商品交易法》检查各类“新”商品上设立的期权是否合法,并允许在特定情形下进行场外期权的销售和交易。

第四次禁令以1978年修订的《商品交易法》为代表。CFTC当时认为,尽管其投入了大量资源试图对期权交易进行监管而不是直接禁止,但某些时候在商品期权的销售中仍然弥漫着欺诈以及其他不合适的行为。为此,CFTC禁止了大部分商品期权在1978年6月1日以后进行销售,但允许为实现贸易目的购买不是面向普通大众的商品期权(“贸易期权”)。<sup>[10]</sup> 1978年修订的《商品交易法》采纳了CFTC的意见,在法条中明文禁止多数商品的期权交易,但对贸易期权、交易商期权<sup>[11]</sup>给予了豁免。

## 2. SEC的监管评估<sup>[12]</sup>

CBOE成立后,场内股票期权交易发展迅速。1977年,SEC决定对相关期权交易所的结构和监管举措进行一次评估,并在1978年下令暂停上市新的期权品种。1978年,SEC完成了《关于期权市场的特别报告》并递交国会,报告认同场内期权有利于金融市场和经济发展,提出

[10] Sec 43 Fed. Reg. 16153(1978).

[11] 交易商期权,是指1978年5月1日以前的有限类型的交易商场外商品期权。

[12] See Evans J. R., *Regulation and Expansion of Options Markets*, <https://www.sec.gov/news/speech/1980/091680evans.pdf>, visited June 4, 2022.

了完善期权市场的监管建议。<sup>[13]</sup> 1980年,SEC根据评估制定了新的监管规则,恢复批准股票期权上市和交易。SEC对期权市场的监管主要集中在投资者权益保护、确保市场公平、打击欺诈等方面,并强调交易所会员和自律组织对市场成员的行为监督和合规管理要求。

### 3. CFTC的4次监管试点<sup>[14]</sup>

根据《商品交易法》的授权,CFTC对商品期权交易进行监管试点。

第一次试点始于1981年。该年,美国国会重新允许商品期权在交易所进行交易,CFTC发起了一个3年期的期权“试行计划”。该计划允许每个交易所申请上市两种商品期权。这一时期批准的期权包括股票指数期货期权、中期国债期货期权、白糖期权、黄金期权。

第二次试点始于1984年。该年3月,CFTC批准了第二次期权试验项目,范围扩大到期货期权。这一时期上市的期货期权包括玉米、大豆、活猪、活牛、小麦、棉花、白银期货期权。

第三次试点始于1993年。该试点包括1993年至1995年3个农作物年度。农民等生产商可以从其选择的经纪商处购买指定的期权,美国农业部将补偿生产商支付的期权权利金。参加这项试验的农民,可自愿选择以最低保护价水平或目标价格水平出售相关农产品。

第四次试点始于1998年。CFTC在该年4月公布了商品贸易期权法规,包括登记制度、公开制度、交易记录制度、报告制度等规定。6月,CFTC又发起了3年期贸易期权试点。

## (二)主要监管框架

美国期权市场的监管是从自律监管开始的,早期由于没有强制监管安排,一般由交易所对商品期权交易实施自律管理。但这种管理没有强制性,规范效果不明显。为此,美国通过立法先后授权SEC和CFTC对相关期权市场进行监管。

### 1. 监管框架

根据《证券法》的规定,SEC主要对股票类期权实施行政监管;根

---

[13] See SEC, *Report of the Special Study of the Options Market*, <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=mdp.39015081945233&seq=8>, visited June 4, 2022.

[14] See Lower R. C., *The Regulation of Commodity Options*, *Duke Law Journal*, Vol. 1978, 1978.

据《商品交易法》,CFTC 主要负责对商品期权实施行政监管。由于上述法律之间缺乏协调,当“证券”“商品”的外延发生重合时,SEC 与 CFTC 之间就产生了监管管辖权争执,官司甚至打到了最高法院。SEC 与 CFTC 之后达成监管分工协议,即《约翰逊—夏德协议》,美国期权市场监管框架确定为“双头”模式,即股票、指数的期权由 SEC 和金融业监管局负责监管;商品和期货的期权由 CFTC 和全国期货业协会负责监管。

对于场外股票类期权,SEC 通过监管经纪商和做市商等中介机构落实市场管理职责。对于场外商品类期权,《商品交易法》授权 CFTC 负责监管,并规定只有合格交易方,如注册的期货经纪商以及零售外汇交易商才可以与零售客户进行期权交易;除此之外,中介机构不得与零售客户进行期权交易。不同期权市场的经纪商以及做市商还需要接受金融业监管局或全国期货业协会的监管。

## 2. 主要监管内容

期权的监管规则内容主要包括期权设立、登记、标准化、修改或更新交易规则,具体包括期权行权价和到期日、交易单位、批量规模、仓位限制、对冲仓位豁免、平仓机制、订单报告和例外处置、场外交易、杠杆率及保证金上限、卖空规则、交易报告、争议处理、违规处置等内容。

2008 年次贷危机后,美国监管机构鼓励市场各方通过场内进行期权交易、对场外期权交易则鼓励进行集中清算和统一报告,以更好管理期权市场的对手方风险,防范系统性风险。<sup>[15]</sup>

## 三、美国期权业发展中遇到的主要问题及规制举措

### (一) 主要问题

#### 1. 合法性问题——期权是否为赌博或投机行为

在近代相当长的一段时期,美国立法和监管规制禁止期权交易,因

---

[15] See SEC, *Rules Principally Applicable to Trading of Option Contracts*, [https://www.sec.gov/rules/sro/pcx/34-49451\\_a6.pdf](https://www.sec.gov/rules/sro/pcx/34-49451_a6.pdf); also see FINRA, *Large Options Positions Report (LOPR) - Over-the-Counter*, <https://www.finra.org/compliance-tools/report-center/options/lopr-otc>, visited May 24, 2022.

此期权交易属于非法。之后,随着对期权产品认识的深入,规制也逐渐改变。1973年至1976年,SEC先后批准CBOE、美国证券交易所、费城证券交易所、太平洋证券交易所、中西部证券交易所等开展期权业务,确认了在交易所上市和交易期权的合法性。

## 2. 合理性问题——期权是否能推动经济发展

20世纪70年代初,受能源危机和布雷顿森林体系瓦解等因素影响,美国经济陷入衰退。为借助资本市场推动经济发展,美国监管当局对期权的合理性进行了研究。1973年,布莱克和斯科尔斯提出了期权定价理论,默顿随后给出了该理论的数学模型。期权定价理论重新塑造了期权的形象和地位,指出期权具有风险对冲和有效定价的功能。1974年,南森公司为CBOE起草了《对芝加哥期权交易所早期交易经历的回顾》报告,CBOE在1975年、1976年对报告又进行了持续更新(统称《南森报告》)。《南森报告》总体认为期权交易有助于平抑股票市场波动、增加股市流动性,期权市场有利于投资者变得更加成熟专业,金融市场对信息的反应速度也会变得更快、更有效。

1981年,按美国国会要求,美国财政部、美国联邦储备委员会、CFTC和SEC联合开展一项关于期货和期权市场对于美国经济影响的研究,并于1984年发布了《期货和期权交易对经济的影响研究》报告,<sup>[16]</sup>再次肯定了期货和期权市场具有提供风险转移、增强流动性的功能,有利于提升经济效率和实体资本形成;确认期货和期权产品能够通过提供更有效的风险管理途径达到为实体经济发展服务的目的,并可以完善现货市场功能。报告基本统一了美国社会各界对期权产品功能的认识。

## 3. 不当行为问题

在20世纪20年代,一些证券经纪商从上市公司那里得到股票期权,作为利益交换,他们要将这些公司的股票推荐给客户,从而使该股票的市场需求迅速上升,上市公司和经纪商可以从中获益,而许多中小投资者却成为这种私下交易的牺牲品。由于当时期权市场缺乏监管,

---

[16] 参见王学勤:《美国联邦机构对期货和期权的研究——梅拉梅德解读〈期货和期权交易对经济影响研究报告〉》,载《期货日报》2005年3月31日,第4版。

市场上充斥着利用期权进行市场操纵、内幕交易、欺诈等各种非法行为。<sup>[17]</sup> 由于这些骗局最初是在美国租金低廉、空气闷热的地方进行,因此被统称为“锅炉室骗局”(Boiler Room)。锅炉室骗局常选期权作为诈骗工具,一方面是因为期权交易相对复杂和隐蔽,骗局难以被轻易识别;另一方面则是因为期权交易还具有杠杆效应,可用较小的成本博取更大的收益,具有相当的诱惑性。近期,SEC对二元期权的风险警示<sup>[18]</sup>和处置案例<sup>[19]</sup>也显示,惩治期权欺诈仍是监管的重点。此外,利用内幕信息进行期权交易<sup>[20]</sup>、操纵期权价格<sup>[21]</sup>等也是常见的违规行为,SEC等对这些不当行为持续保持监管高压态势。

#### 4. 系统性的风险隐患问题

2008年的次贷危机将期权市场的系统性风险问题推到了风口浪尖。自2003年开始,美国保险集团创设并卖出大量场外交易的期权产品,<sup>[22]</sup>市值超过上万亿美元。次贷危机爆发后,各类期权的标的资产价格下跌,美国保险集团无法找到对手盘平仓头寸,并将自身推入破产边缘,最后不得不由美国联邦储备委员会出面拯救。这说明,如不加以合适监管,期权的创设及相关交易会具有系统性风险隐患。

### (二) 应对问题的规制举措

#### 1. 承认期权场外交易的合法性

从SEC、CFTC批准期权在交易所交易开始,场内期权交易的合

---

[17] 相关案例可参见前注[4]。

[18] See SEC, *Investor Alert: Binary Options Websites May Be Used for Fraudulent Schemes*, <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ia-binaryoptions.html>; SEC, *Investor Alert: Binary Options and Fraud*, <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/investor-61>, visited May 14, 2022.

[19] See SEC v. Banc de Binary, SEC v. Beserglik, and SEC v. Senderov.

[20] See SEC, *SEC Charges Four California Residents in \$12 Million Insider Trading Scheme*, <https://www.sec.gov/news/press-release/2014-117>, visited May 4, 2022.

[21] See SEC, *SEC Charges Firms Involved in Layering, Manipulation Schemes*, <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2017-63.html>, visited May 4, 2022.

[22] 比如,道琼斯美国保险集团大宗商品指数场外期权、美国房地产抵押贷款债券场外看跌期权等。

法性已不再被质疑。但上市期权的交易所希望在各自领域保持期权交易服务的独占利益,不认可交易所外期权交易的合法性。但随着时间推移,美国立法和司法机构从推动市场公平竞争、减少交易垄断等角度,开始为期权的场外交易提供法律支撑。2000年《商品期货现代化法》为美国机构投资者参与场外交易开了“绿灯”;2007年美国第二巡回上诉法院裁定纽约商业交易所的结算价格不受版权保护,可以被交易所外的交易主体使用,确认了交易所结算价格可以合法地用于场外交易。期权场外交易的合法性在立法和司法层面都逐步得到了明确。

## 2. 场内外期权市场均纳入监管视野

场内外期权的合法性离不开监管的同步跟进。《商品交易法》规定,<sup>[23]</sup>未得到CFTC批准的商品期权皆为非法。《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》进一步将现金交割的商品期权纳入了《商品交易法》的互换产品范围,<sup>[24]</sup>也涵盖外汇期权;<sup>[25]</sup>但含在远期合约中并进行实物交割的商品期权,以及以真实贸易为基础的贸易期权不属于互换产品范围。

美国金融监管机构认为,交易场所的主要功能是为市场参与者提供集中的交易信息和交易机会,主要特点是集中买卖订单并根据公开、无歧视的交易规则组织成交,符合这两个特点的交易场所应该受到恰当的监管,而不论其为场内还是场外,也不论其具体形式为何。比如,电子交易平台等就并不因为其电子化的形式而游离于规制之外。对于交易主体,考虑到实体企业因业务需求而交易期权,CFTC豁免了多数

[23] See Section 4c(b) of the Commodity Exchange Act.

[24] Section 721 of the Dodd - Frank Act defines the term “swap” to include “a put, call, cap, floor, collar, or similar option of any kind that is for the purchase or sale, or based on the value, of 1 or more... commodities.” Certain options transactions, like options on futures contracts, are not swaps under the statutory definition of “swap” in the Dodd - Frank Act. However, options on physical commodities are included in the statutory definition of “swap”.

[25] See CFTC Rule 1.3(xxx)(2)(i)(B) and Commodity Exchange Act Rule 3a69-2(b)(1)(ii) (2016); Swap Adopting Release at 48,254.

终端客户对贸易期权交易的报告和记录义务。<sup>[26]</sup>

### 3. 加强对场外非法期权的风险提示和监管行动

对于场外期权的销售和交易行为,SEC 和 CFTC 进一步强化了监管和风险提示。以二元期权为例,SEC 和 CFTC 联合发布了风险提示:一是从产品本身来看,如果二元期权属于证券,则根据《证券法》《证券交易法》的规定,未经注册,任何人都不可销售二元期权;如果二元期权属于证券类互换,则还需要符合更多的监管要求;如果二元期权属于商品期权,除非在场内进行交易,或交易得到监管豁免,或交易方为净资产超过 500 万美元的高净值客户,否则也违法。二是从销售机构来看,如果相关证券销售方未注册为经纪交易商,则其销售证券或互换的行为就违反了证券法律;如果相关商品销售方未注册为期货经纪商或零售外汇交易商,则违反了《商品交易法》。<sup>[27]</sup>同时,SEC 和 CFTC 对发现的二元期权违法行为,也都采取了监管行动。<sup>[28]</sup>

### 4. 防范系统性风险的规制考虑

次贷危机后,根据《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》新成立了美国金融稳定监督委员会,目的就是促进金融监管机构间合作,提升相互协调、互为补充的系统性风险整体防范和处置能力。CFTC 前任主席詹卡洛也认为,衍生品市场的规制重点内容之一是防范系统性风险。<sup>[29]</sup>金融市场一旦发生异常情况就会引发立法和监管对系统性金融风险的关注。比如,2021 年 1 月美国证券和期权市场发生的

[26] See 81 FR 14966.

[27] See SEC, *Investor Alert: Binary Options and Fraud*, <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/investor-61#:~:text=%20Investor%20Alert%3A%20Binary%20Options%20and%20Fraud%20,Options%20Trading%20Platforms.%20The%20SEC%20and...%20More%20>, visited June 4, 2022.

[28] See SEC, *SEC Charges Binary Options Trading Platform and Two Top Executives with Fraud*, <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-66>; CFTC, *CFTC Files Enforcement Actions Against Two Affiliate Marketers for Binary Options Fraud*, <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8047-19>, visited May 4, 2022.

[29] Giancarlo J. C., *Cross-Border Swaps Regulation Version 2.0*, [https://www.cftc.gov/sites/default/files/2018-10/Whitepaper\\_CBSR100118\\_0.pdf](https://www.cftc.gov/sites/default/files/2018-10/Whitepaper_CBSR100118_0.pdf), visited May 4, 2022.

GameStop 股票逼空事件就引发美国上下对金融交易场所结构和监管框架进行重新审视。<sup>[30]</sup>

#### 四、我国对期权市场的认识和规制借鉴

##### (一) 关于期权业务的基础问题

与美国期权业的发展历程类似,对于期权业务,我国也存在不同认识。有观点认为品种纷繁复杂的股指期货、期权,外汇期货,期货期权等金融衍生品,虽以风险管理工具为名设立,却经不住市场实践的检验,在多种内外因素的叠加作用下,会发生无法估量和无法控制的风险事件,非但不能控制风险,还会造成金融危机,具有经济金融化的倾向。<sup>[31]</sup>也有观点认为,作为风险管理工具,期权在服务实体经济方面具有独特的价值,期权作为金融工具的存在具有正当性。<sup>[32]</sup>以股票期权为例,其经济功能已初步发挥,对相关现货市场产生了积极影响:一是保险功能发挥,减少现货抛压;二是促进价格发现,降低市场波动;三是提升现货市场流动性,促进标的市场发展。<sup>[33]</sup>对期权基本功能的厘清是期权市场健康发展的前提,认识分歧将是期权市场发展的最大障碍。例如,我国衍生品领域的第一部法律——《期货和衍生品法》历经近 30 年酝酿才最终得以成型,充分说明缺乏对衍生品功能的深入研究和探讨就无法形成对其规范的共识。建议可以对期权热点问题广纳社会意见,进行联合研究并发布研究成果,以在更广泛领域形成对期权业务的共识。

---

[30] See SEC, *Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021*, [https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-struction-conditions-early-2021.pdf](https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-market-struction-conditions-early-2021.pdf), visited May 4, 2022.

[31] 参见张云东:《疫后时代要警惕中国经济金融化》,载《经济导刊》2020 年第 8 期。

[32] 参见雷晓冰:《期权交易的本质及其法律规制的核心》,载《中国证券期货》2019 年第 3 期。

[33] 参见《上交所副总经理刘逖:股票期权对现货市场产生三大积极影响》,载《上海证券报》2021 年 12 月 6 日,第 4 版。

## (二)我国期权市场的发展情况

### 1. 期权产品及交易场所

我国场内期权主要在证券交易所、期货交易所、商品交易所进行集中交易;场外期权主要在证券公司间和银行间市场进行交易。

场内股票期权方面,2015年2月9日,上海证券交易所推出了第一只股票期权——上证50ETF期权;2019年,上海证券交易所、深圳证券交易所上市了沪深300ETF期权,中国金融期货交易所上市沪深300股指期货期权;2022年7月,中国金融期货交易所继续上市中证1000股指期货期权。场内商品期权方面,2015年,上海黄金交易所上市了黄金实物期权;2017年,大连商品交易所和郑州商品交易所分别推出豆粕期权和白糖期权;2018年,上海期货交易所挂牌交易铜期权;2021年,上海国际能源交易中心、大连商品交易所分别挂牌交易原油、棕榈油期权。统计数据显示,2021年,上海证券交易所股票期权市场日均成交451.6万张,日均持仓500.4万张,分别同比增长11.7%、7.6%;全国商品期权累计成交量2.15亿手,累计成交额2627.79亿元,日均持仓量227.3万手,同比分别增长97.33%、134.31%、27.10%。但场内个股期权以及利率、外汇期权还未推出。

场外期权方面,证券公司开展场外期权的交易场所主要集中在柜台,中证报价系统交易的期权占比较低。我国证券公司场外期权合约包括以中证500、沪深300、上证50为主的股指,以及A股个股、黄金期现货和部分境外标的的期权。目前交易量较大的是股指类期权,占比53.06%。<sup>[34]</sup>从证券公司的统计口径看(含柜台和报价系统),2021年全年证券公司累计开展场外期权对应名义本金36310.66亿元,较2020年增长39.41%;报价系统场外期权交易量占证券公司统计口径的比重由2020年的0.66%升至0.69%。<sup>[35]</sup>银行开展场外期权的交易场

[34] 数据截至2021年6月。参见中国证券业协会、中证机构间报价系统股份有限公司:《场外业务开展情况报告》(2021年第7期,总第70期),载中国证券业协会网,<https://www.sac.net.cn/hyfw/cwsc/202108/P020230612590635400407.pdf>。

[35] 《2022年中证报价系统产品年度报告——私募基金专题报告》,载新浪网,[http://finance.sina.com.cn/money/fund/fundzmt/2022-04-14/doc-imcwipii4309202.shtml?finpagefr=p\\_115](http://finance.sina.com.cn/money/fund/fundzmt/2022-04-14/doc-imcwipii4309202.shtml?finpagefr=p_115)。

所主要集中在银行间同业拆借中心和银行柜台,并以银行间同业拆借中心为主。2020年,银行间同业拆借中心推出挂钩LPR1Y/LPR5Y的利率互换期权、利率上/下限期权,期权类型为欧式期权,属于场外利率期权。<sup>[36]</sup>相比利率期权,外汇期权已成为我国企业使用较多的一种外汇套保工具。自2011年我国外汇市场推出普通欧式期权以来,交易量逐年增加,2021年银行对客户外汇市场期权交易量为3446亿美元,占银行对客户外汇衍生品交易总量的26%。<sup>[37]</sup>

## 2. 市场参与者培育

我国期权市场具有起步晚、发展快、专业性强的特点,存在市场分割、品种不全、中介机构期权业务内控不到位、市场风险高等问题。而且,总体而言,我国投资者对期权的认知程度也较低,真正了解期权的客户少之又少。<sup>[38]</sup>2015年,上海证券交易所推出了以上汽集团、中国平安为标的的个股期权模拟系统,但个股期权最终并未真正上市,主要原因估计也是担心个人投资者缺乏充分理解,仍未到合适的推出时机。一些外国专家也指出,期权市场的发展应契合我国的投资者结构,这是市场成功的关键;投资者培育不仅要针对个人投资者,也要针对机构投资者,并且将是一项长期的工作。<sup>[39]</sup>

### (三) 我国期权市场的规制完善建议

相比期货等衍生品,期权在我国发展时间不长,属于新型复杂金融产品,大部分投资者对其并不熟悉。参考美国200多年的期权发展和规制历史,可以发现,在期权发展初期,因规制跟不上市场发展,不仅期权业发展多次出现停顿,而且也容易滋生风险事件。《南森报告》、1978年SEC的《关于期权市场的特别报告》都指出了当时美国期权市

[36] 场外利率期权不是标准化合约,虽然每一类场外利率期权都有一些共性的要素,但利率上/下限、合约期限可以由交易双方协商确定。

[37] 参见《国家外汇管理局副局长、新闻发言人王春英就〈关于进一步促进外汇市场服务实体经济有关措施的通知〉答记者问》,载国家外汇管理局网,<https://www.safe.gov.cn/safe/2022/0520/20980.html>。

[38] 参见彭会青:《我国期权市场推行现状与发展前景研究》,载《金融经济》2016年第22期。

[39] 参见姚宜兵:《提升服务实体经济能力 加快期权创新步伐》,载《期货日报》2014年9月17日,第008版。

场的监管规制供给不足问题并进行了大篇幅分析。我国在期权产品的发展过程中不妨以其为鉴,以健全的规制作为期权市场稳健发展的基础。

### 1. 期权市场的规制情况

在《期货和衍生品法》颁布实施前,我国期权市场缺乏统一的上位法,交易场所和交易规制存在分裂、滞后、相互抵触等问题,涉及的监管机构包括中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)、中国人民银行、国家外汇管理局、国务院国有资产监督管理委员会等,涉及的自律组织包括中国银行业协会、中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会和中国银行间市场交易商协会,以及证券交易所、期货交易所、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心等承担市场一线监管职能的市场基础设施机构,不同层级的规制彼此之间的标准不统一,有的实施严格事前市场准入,有的实施事后产品备案制度,规制呈现碎片化特征,<sup>[40]</sup>对参与场外期权交易企业的资质及其相应内控制度也没有统一要求,致使一些企业在准备不足的情况下,盲目参与场外期权市场。<sup>[41]</sup>2022年,我国《期货和衍生品法》颁布,第一次以法律

---

[40] 监管规则包括中国银行业监督管理委员会(现已撤销)《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》(2011年修订)、国家外汇管理局《关于调整金融机构进入银行间外汇市场有关管理政策的通知》(2014年)、国务院国有资产监督管理委员会《关于切实加强金融衍生业务管理有关事项的通知》(2020年)、中国证监会《股票期权交易试点管理办法》(2015年)等。2021年12月,人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证监会、国家外汇管理局共同起草了《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见(征求意见稿)》。自律规范包括中国证券业协会发布的《证券公司金融衍生品柜台交易风险管理指引》、《中国证券市场金融衍生品交易主协议》(2013年)及配套文件、《证券公司场外期权业务管理办法》(2020年),中国期货业协会《关于进一步加强风险管理公司合规风控的通知》(2017年)、《期货公司风险管理公司业务试点指引》(2019年)及配套文件,中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会联合发布的《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014年版)》《中国证券期货市场场外衍生品交易权益类衍生品定义文件(2014年版)》《中国证券期货市场场外衍生品交易商品衍生品定义文件(2015年版)》,中国银行间市场交易商协会《银行间市场金融衍生产品交易内部风险管理指引》(2008年)、《关于银行间市场金融衍生产品交易备案事项的通知》(2009年)等。

[41] 参见薛智胜:《我国场外期权市场发展及其监管制度的完善》,载《金融发展研究》2019年第5期。

形式对期权市场进行规范,但规范集中在标准化期权业务和市场,[42]对非标准化期权未能形成详细规定。

## 2. 构建场内外期权市场的规制侧重点

建立健全多层次资本市场是党的十八大以来服务实体经济、开展金融领域改革的重要举措,同样适用于期权市场。《期货和衍生品法》的颁布统一了市场对期权的认识,明确期权合约是指约定买方有权在将来某一时间以特定价格买入或者卖出约定标的物(包括期货合约)的标准化或非标准化合约,并要求标准化期权合约品种应当具有经济价值,符合社会公共利益。对于标准化期权的上市和交易,我国实行严格的审批制度,并规定在指定场所进行,监管要求严密。目前,标准化期权包括股指期货、商品期权,但还不包括个股期权、债券期权、利率期权和外汇期权,未来标准化期权的规制重点在于产品和参与者范围拓展方面。[43]

在非标准化期权的规范发展方面,《期货和衍生品法》仅明确了以非标准化期权合约作为交易标的的交易活动属于期货交易以外的衍生品交易,并授权国务院对衍生品交易及相关活动进行规范并制定具体监督管理办法。未来规制的重点将包括以下几个方面:

一是构建非标准化期权的判断和创设依据。《期货和衍生品法》没有要求非标准化期权“符合社会公共利益”,非标准化期权是否会偏离服务实体经济轨道,沦为一种“虚拟化”的金融工具?对其创设和交易是否要设置限制?比如,2016年4月,中国证监会发布二元期权网络平台的风险警示,[44]将二元期权界定为“创造风险”的一种投机工具,明确其“不具备规避价格风险、服务实体经济的功能”,与受“监管的期权及金融衍生品交易有着本质区别,其交易行为类似于赌博”;

---

[42] 根据《期货和衍生品法》第3条,标准化期权合约交易属于期货交易。如未特别指出,本文的期货交易涵盖标准化期权交易。

[43] 特别是考虑全球到场内期权交易量大于期货交易量的情况。

[44] 参见《最近我看到很多网站宣传,做外汇、股票等二元期权交易,操作简单方便还可赚大钱,请问我可以参与吗?》,载中国证监会网2016年4月18日,<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c106299/c1600711/content.shtml>。

2018年4月,中国证监会继续对场外个股期权交易进行风险警示。<sup>[45]</sup>由于中国证监会未明确场外期权的合法性标准,对于类型多样的非标准化期权产品,目前市场无法形成稳定的合法性预期,如嵌套了期权的商业银行“选择权贷款”,<sup>[46]</sup>大宗商品贸易中的基差合同,<sup>[47]</sup>这些“期权”是否属于《期货和衍生品法》中的非标准期权,是否可以豁免相关监管?<sup>[48]</sup>创设或交易此类期权是否有违法之虞?这些都迫切需要規制指引,建议及时通过建立健全行政法规以及相应的监管自律规则,明确非标准化期权的创设和交易合法性界限。

二是构建非标准化期权的規制协调机制。鉴于目前暂无相关行政法规,涉及非标准期权的規制主要体现在监管和自律规则中,不仅規制的法律层级不高,而且規制间还存在不衔接、不周全等情况。比如,在证券公司场外期权市场,根据中国证券业协会《证券公司场外期权业务管理办法》第2条的规定,场外期权业务指在证券公司柜台开展的期权交易,不包括在中证机构间报价系统股份有限公司(中证报价系统)交易的期权;而根据中证报价系统《机构间私募产品报价与服务系统场外衍生品交易业务指引(试行)》第3条、第47条等规定,参与人在报价系统可以进行场外期权交易,而证券公司就是报价系统重要的参与者。在银行间市场,全国银行间同业拆借中心制定了《银行间市场利率期权交易规则(试行)》,提供利率期权交易及交易相关服务平台,

---

[45] 参见《场外个股期权交易风险警示问答》,载中国证监会网2018年4月12日,<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c106299/c1600724/content.shtml>。

[46] 选择权贷款,是指银行在向目标客户提供传统授信业务的基础上,额外获得一定的选择权。该选择权系指银行指定的符合约定要求的行权方(一般为商业投资机构)享有按约定行权条款(约定行权期间、价格、份额)认购目标客户股权或目标客户持有其他公司股权的权利,具体可细分为“可转换权”(针对目标客户股权)和“可交换权”(针对目标客户持有其他公司股权),可参见广发银行网,<http://www.cgbchina.com.cn/Info/12125790>,2022年6月8日访问。

[47] 目前大型油厂、风险管理公司等都开始积极为客户提供附加价格保护的基差合同。基差合同中可以确定一个封顶的交易价格,或者提供二次点价的机会。这种安排相当于客户向大型油厂、风险管理公司等购买了一个看涨期权。如客户认为合同标的物价格将在一定区间内振荡,则可以在买一个看涨期权的同时,再卖一个看跌期权。大型油厂、风险管理公司再通过场内期权对冲风险。参见鲍仁:《大商所期权市场运行平稳 功能逐步发挥》,载《期货日报》2022年3月31日,第1版。

[48] 比如,参考美国对贸易期权等的监管豁免安排。见前注[9]。

组织市场参与者开展利率期权报价和交易,履行市场日常监测和统计职责。国家外汇管理局要求金融机构在银行间外汇市场开展包括人民币对外汇期权在内的人民币对外汇交易时,需遵守银行间外汇市场交易、清算、信息等法规、规则及有关金融监管部门的规定。<sup>[49]</sup>对于银行是否可以参与场外股票期权市场交易等不甚明确。此外,对非标准化的股票期权监管,目前仍主要由行业自律协会组织安排,规范的强制性和覆盖面仍有限。建议及时制定非标准化期权交易及相关活动的行政法规或监管部门联合规范,整合目前场外期权的不同监管和自律规则,填补监管空白,减少规制冲突。

### 3. 加强非标准化期权市场的行为监管

《期货和衍生品法》对标准化期权的销售和交易行为有比较明确的要求。对于非标准化期权的销售和交易行为要求,《期货和衍生品法》未制定详细规定,也主要依靠监管和自律规则来规范。截至2022年6月12日,就有3家证券公司因场外期权业务被中国证监会处罚,主要涉及场外期权合约对手方为非专业机构投资者、部分场外期权合约个股挂钩标的超出当期融资融券范围、场外期权业务相关内部制度不健全、内部流程执行不规范等问题。<sup>[50]</sup>非标准化期权的创设、销售和交易行为将是未来的监管重点。

### 4. 关注非标准化期权市场的系统性风险

对标准化期权的交易有保证金、期货结算公司组织等市场整体风险管理安排,但对于非标准化期权交易市场,《期货和衍生品法》未直接规定。2023年3月,中国证监会发布的《衍生品交易监督管理办法(征求意见稿)》,也未对非标准化期权等衍生品交易的保证金安排作

---

[49] 参见国家外汇管理局《关于调整金融机构进入银行间外汇市场有关管理政策的通知》(汇发[2014]48号)。

[50] 参见《关于对华泰证券股份有限公司采取责令改正措施的决定》,载中国证监会网, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c106065/c3255398/content.shtml>, 2022年7月28日访问;《关于对中国国际金融股份有限公司采取出具警示函措施的决定》,载中国证监会网, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c106065/c3255258/content.shtml>, 2022年7月28日访问;《关于对中信建投证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》,载中国证监会网, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c106065/c3255442/content.shtml>, 2022年7月28日访问。

出明确规定,与国际标准制定机构推荐的风险缓释安排尚有差距。<sup>[51]</sup>国际货币基金组织的研究人员在分析次贷危机后各国金融部门评估规划情况后表示,<sup>[52]</sup>交易场所是该评估的重要内容,国际货币基金组织定期审查相关国家是否对交易所外的交易场所进行充分监管,建议各国加强金融安全网、危机管理、风险预警能力建设。鉴于期权的底层资产多样,具有跨行业特征,可能引发的金融风险还不局限于个别行业,<sup>[53]</sup>忽视期权的相关风险会制约我国金融市场的高质量发展。此外,银行等金融机构赋予高管的股票期权激励也可能强化金融机构的顺周期行为,诱发系统性风险。<sup>[54]</sup>我国《金融稳定法(草案征求意见稿)》尚未将金融交易场所、期权激励等相关风险因素纳入金融稳定考虑,建议草案及前述《衍生品交易监督管理办法(征求意见稿)》在进一步修订过程中对非标准化期权的系统性风险影响进行全面评估并明确相关的风险缓释要求。

## 五、结语

美国的期权市场是世界最大市场,其期权交易经历了 200 多年的发展历史,积累了丰富的正反两方面经验教训。期权交易在我国刚刚起步,市场培育方兴未艾;2022 年 8 月开始实施的《期货和衍生品法》

---

[51] 2013 年 9 月,巴塞尔银行监管委员会等国际监管组织出台《非集中清算衍生品保证金要求》,要求全球主要司法辖区监管机构,自 2016 年开始逐步强制要求未进行集中清算的场外衍生品交易双方互相缴纳保证金,相关保证金不仅包括初始保证金,还包括盯市保证金,旨在降低金融机构潜在的风险敞口,防范系统性风险。

[52] See Cuervo C., Long J. & Stobo R., *Strengthening Capital Markets—National Progress and Gaps*, <https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2022/06/24/Strengthening-Capital-Markets-National-Progress-and-Gaps-518365>, visited July 24, 2022.

[53] 《国际期权市场监管体系分析及借鉴》,载《期货日报》2016 年 12 月 25 日。转引自新浪财经网,<http://finance.sina.com.cn/money/future/fmnews/2016-12-25/doc-ifxyxvcr7553480.shtml>。

[54] See Armstrong C., Nicoletti A. & Zhou F. S., *Executive Stock Options and Systemic Risk*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 146, 2022.

主要规范了标准化期权业务和市场,对非标准化期权业务和市场的规定较原则,仍有待后续配套规制的持续建立健全。参考美国的经验教训,我国仍需要对期权业务和期权市场的基础问题加强深入研究,推动形成更大范围的社会共识,在发展场内外多层次期权市场的同时,重点关注场外期权业务的合法性判断和发展路径、行为指引、系统性风险的影响程度,及时完善相应的监管协调机制和规范体系。

(编辑:孙秀满)