

期货法基本问题研究^{*}

《期货法基本问题研究》课题组

一、期货交易

(一) 期货交易的含义

期货交易的对象是期货合约。因此，如何界定期货交易取决于如何界定期货合约。期货合约与远期合约的本质是相同的，但期货合约又是从标准化的远期合约中衍生、演化而来的更高级的合约。

1. 学界和业界关于期货交易和期货合约的认知

衍生品理论权威学者约翰·赫尔认为，远期合约是在确定的将来某时刻按确定的价格购买或出售某项资产的协议，而期货合约也是在确定的将来某时刻按确定的价格购买或出售某项资产的协议。与远期合约不同的是，期货合约通常在交易所交易，合约条款是标准化的，且由交易所提供确保合约履约的机制。¹

美国学者杰瑞·W. 马卡姆在《商品期货交易及其监管历史》一书中认为，商品期货合约是一种义务，买方（多头）购买一定数量、规定等级或标准、在未来规定时间进行实物交割的商品，卖方（空头）则承担相反的义务，即在规定时间交付商品。商品期货合约是标准化的（例如有标准化的交割日期、商品数量及质量标准等条款），唯一未标准化的条款是商品

的价格，需要在交易所的交易池里通过交易产生。²

美国伊利诺伊州大学商品期货专家托马斯·海尔耐莫斯 (Thomas Hieronymus) 教授在《期货交易经济学》一书中给出的定义是，期货合约是规定将来买卖某种商品的协议，合约中的交易是在将来才完成的。³

世界金融期货之父利奥·梅拉梅德认为，期货合约是在商品交易所交易、有交易所保证交易双方履约的标准化合约；而远期合约是传统的、在交易所之外签订的合约，买卖双方之间没有中间担保人。⁴

美国芝加哥期货交易所出版的《商品期货交易手册》指出，期货合约是在交易所达成的、标准化的、受法律约束并规定在将来某一特定地点和时间交割某一特定商品的合约。例如用于交易的商品和金融证券合约，其数量、质量、交货时间和地点等都是既定的，唯一的变量是价格，且该价格是在一个有组织的期货交易场所的交易厅内通过类似于拍卖的交易形式产生的。

根据上述引述的不完全学者的研究，学界和业界对于期货合约和期货交易基本共识可以归纳为：第一，期货合约是标准化合约，唯一不标准化的是

^{*} 本文为“上海期货交易所合作课题”《我国期货市场基础性法律制度体系建设和期货法立法应处理的几大关系》衍生成果，该课题负责人为唐波、吴弘，课题组成员为刘春彦、张国炎、曲峰、伍坚等。

¹ 约翰·赫尔：《期权、期货和其他衍生产品》，华夏出版社2000版。

² 王学勤：《合约市场界定与交易场所监管》，载《中国证券期货》2018年第3期。

³ 托马斯·海尔耐莫斯：《期货交易经济学》，中国财政经济出版社2004版，第43页。

⁴ 杨博、陈莹莹：《“金融期货之父”利奥·梅拉梅德：美国料低速增长QE3看欧债“脸色”》，载《中国证券报》2012年5月8日第A05版。

价格；第二，期货合约是在确定的将来某一时刻按确定的价格购买或出售某项资产的协议；第三，期货合约中的交易在将来有可能交割，交易的执行在未来；第四，由于期货合约是标准合约，使得买卖双方得以用一张合约去交换另一张合约，以对冲签约者交割实际现货的责任；第五，期货合约需要在交易所交易，即期货交易必须在期货交易所交易。

2. 美国及其他国家的立法、执法和司法关于“期货合约”的定义做法

美国的立法将期货合约定义为在指定合约市场或者其他交易所、市场进行的“将来交割的商品销售合约（contracts of sale of a commodity for future delivery）”。⁵ 根据 CEA 规定，“销售合约”指“销售、销售合约以及销售承诺”，包括所有类型的销售协议等。

一方面，美国司法和美国商品期货交易委员会（U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC）执法把“三要素”检验标准作为 CEA 豁免的远期合同定义：（1）合约条款特定化，不可被其他商品销售合约替代；（2）交易双方都是行业经营者，而不是投机者；（3）交付义务的法定强制执行。另一方面，美国司法和 CFTC 执法确定了期货合约的“四要素”：（1）存在未来交割的标准化合约；（2）直接或间接为社会公众开放交易；（3）用定金或“保证金”为交易做担保；（4）交

易目的是转移或承担商品价格风险，而不是实物商品所有权转移（商品期货合约并不一定必须具备所有这些要素），这使得期货合约与远期合约的分界更加客观，大大增强了法律的确性和实践性。⁶

总结上述美国立法对期货的界定方式，构成期货合约的要素可以归纳为三个：商品、销售合同和未来交割。但是，美国立法没有对判定某种合约是否为期货合约的关键用词“未来交割”进行明确定义，而是明确“未来交割”不包括“延期交付或交运的现货商品销售合约”，这一做法被 CFTC 和法院解读为“远期合约例外”。

新加坡大宗商品交易顾问（Commodity Trading Advisor, CTA）对商品期货合约定义为：一是方当事人在将来特定时间根据期货市场的交易规则或根据期货市场商业惯例订立合同条款和条件，另一方按照特定价格交付特定数量的特定商品；二是当事人通过结算特定数量商品，以签约时和将来某个时间价值的差价来交割，该差价按照签约时期货市场交易规则来确定。符合上述二项条件的商品买卖合同就属于商品期货合约。商品远期合约则被定义为“一方当事人同意向另一方在将来某个时间按照特定价格交付特定数量特定商品的合约，但不包括期货合约。”由此，新加坡形成了期货市场和商品远期合约市场分别监管的格局。

英国金融服务及市场管理局（Financial

⁵ “商品”的范围由 CEA 明确列举，并由国会通过不断补充修正案使“商品”的范围保持最新。CEA 第 1a(9) 对“商品”下了一个非常宽泛的定义：“‘商品’一词指：小麦、棉花、大米、玉米、燕麦、大麦、黑麦、亚麻籽、高粱米、磨粉饲料、黄油、蛋、马铃薯、羊毛、羊毛条、脂油类（包括猪油、牛油、棉籽油、花生油、豆油以及所有的其他脂油类）、棉籽粕、棉籽、花生、大豆、大豆粉、活牲畜、活牲畜产品、冷冻浓缩橙汁以及所有其他货物和物品 [但洋葱和电影票房（收入或与电影票房收入相关的任何指数、指标、价值或数据）除外]，以及现在交易或未来交易的未来交割合约下的所有服务、权利以及权益（电影票房收入或与电影票房收入相关的任何指数、指标、价值或数据除外）。”

⁶ 王学勤：《合约市场界定与交易场所监管》，载《中国证券期货》2018 年第 3 期。

Services and Markets Authority, FSMA) 将期货交易定义为“以签约时约定的价格在将来某个日期交付出售商品或任何种类财产的合同权利”，不包括“商业目的而非投资目的的合约中的权利。”根据这一定义，是否具有投资目的（相较于商业目的）是认定是否属于期货交易，区分期货交易与现货远期交易或其他类似交易的主要构成要件。如何认定投资目的和商业目的的区别，《2000年金融服务与市场法（受监管活动）指令》提供了结果测试标准，一是根据合约签订场所和交割期限；二是根据签约一方当事人身份和签约的主要目的；三是根据合约标准化程度和方式。2012年英国《2012年金融服务法》对上述指令进行了修改，根据该法3.2.2条规定，受监管的衍生工具包括期权、期货和价差合约。根据该法3.2.4条规定，期货是指“依据合同在将来某一时间交割的出售某种商品或者其他形式的资产的权利。”

在现有期货法草案中，将期货合约和标准化的期权合约统一规定为期货交易，将非标准化期权合约放到其他衍生品交易行列。⁷该种定义下，标准化期权合约并未在条文内容中体现出来，直接导致条文第四章关于期权行权的内容模糊不清。

（二）期货交易的特征

期货合约是一种远期合约，它不仅具有标准化、可转让、保证金、在交易所交易等特征，而且可以选择是否进行实物交割，还具有对冲机制。这些特征主要概述如下：

1. 期货合约的标准化

所谓标准化是指合约中除了交割月份和价格外，其他所有条款，包括数量、质量等等在内，都是相同的。并且，合约未来到期的月份已经事先规定，到期月内的交割时间也是标准化的。因此，交易商需要对合约进行确定的唯一内容只有价格。交易商参与交易时的选择只有两项内容：合约月份和价格。因此，相对于远期现货合约而言，标准化是期货合约的一项典型要素。相对于期货合约而言，远期合约可能存在可供交易者协商的变动条款。

2. 期货交易的衍生性

期货是衍生品的一种，是一种由其它一些事物的价格决定其价值的金融工具（也可以认为是一种两个主体之间的协议）。衍生品又称为衍生金融工具，通常而言包括远期合约、期货合约、互换合约、期权合约等四种基本类型，所有的衍生品都是这四种基本衍生品变化或组合而来的。金融工具都是协议或者合约，规定了合约双方的权利和义务，其中衍生金融工具与非衍生金融工具的不同之处在于，它们的价值与其标的资产的当前市场价格密切相关。通过合约对基础资产的安排，使合约持有者具有了支配合约上利益的能力，以及占据交易上有利地位的能力。我国《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》第三条对衍生品的定义也是如此，“衍生产品是一种金融合约，其价值取决于一种或多种基础资产或指数……”，即期货是一种价值决定于基础资产市场价格的合约，具有衍生性。

⁷ 期货法（草案）第三条规定：“本法所称期货，是指由期货交易场所统一制定的、将来在某一特定的时间和地点交割一定数量标的物的标准化合约。本法所称其他衍生品，是指价值依赖于标的物价值变动的、非标准化的远期交割合约，包括非标准化的期权合约、互换合约和远期合约。期货交易和其他衍生品交易的标的物包括农产品、工业品、能源等商品、服务及相关指数，以及有价证券、利率、汇率等金融产品及相关指数等。”

3. 期货交易的双重性

期货交易由对冲交易和交割交易组成，具有双重性。对冲交易是交易者开始交易时承诺将来买卖某种商品的交易，而该承诺可以随时取消。期货交易在下单后只有对冲交易，后续的交割交易并未开始。下单、成交、划转保证金、每日结算等程序都是为了保证未来的交割交易的意愿的执行。对冲交易仅表明交易者参与、或不参与交割交易的意愿，其中既有保值者，也有投机者。不论交易者是否愿意履行承诺将对冲交易进行到交割交易，他们随时可以通过对冲方式免除履约义务，随时退出市场，没有进行交割交易的义务。而交割交易是交易者履行买卖某种实物商品承诺的交易，也可以看作是进行实物交割的远期交易。因此，相对于远期现货交易而言，双重性是期货交易的一个典型要素。

4. 期货交易的对冲机制

期货交易与远期交易的一个明显的区别便是对冲制度。对冲制度允许交易者用其交易方向相反、交易数量相等的相同期货合约对冲了结原先持有的仓位。当合约持有者对冲时，不需要持仓到期交割，所以期货交易的交割率很低。集中交易与合约标准化所共同追求的是期货交易的流动性和价值性。期货交易追求流动性和价值性（据此实现发现价格的功能）在制度上的安排就是对冲交易机制。对冲交易机制的功能在于，它提供期货交易者一项权利，可以选择在交割期履行合约，或者在交割期到来之前进行对冲平仓操作以了结头寸。而在期货交易中，

大多数期货合约并不发生实物交割，在到期日或者之前持有人通过买入相反头寸而平仓，合约持有者关心的是单纯的价值变化，并非标的资产的交割。

（三）期货交易与远期、现货交易的区别

1. 美国的判例

不仅我国，世界上的其他国家也面临着如何区分远期现货交易与期货交易的问题。法律经济学代表人物之一的波斯纳法官在“纳格尔诉 ADM 投资者服务公司案”的判决书中坦言：“仅仅从商品销售合同的语言，并不总是容易判断它到底属于期货合约还是远期合约。”⁸

在该案中，波斯纳指出：“此类 HTA 合约⁹中的弹性展期条款使得合约朝着期货合约的方向运动”。因此，判断此类合约到底属于现货远期合约还是期货合约，应经“全面审核”判断，而不宜从合约的外部特征即交易规则特征判断。“全面审查”原则是指，通过对每桩交易、每种合约进行实质性分析，“将交易看作一个整体，对其内在目的进行分析”，从而综合地作出判定。在这一原则的指导下所作出的认定具有相当大的实质审查和主观判断因素。在“全面审核”这一总体裁判规则的基础上，波斯纳又从之前的类似判决中总结出了针对 HTA 合约的三项测试标准：（1）合约明确特别约定了交割地点、数量或者其他合同条件，因而不能与其他合约相互替代（fungible）。但是有一个例外，即当卖方承诺允许买方签订反向义务的第二份合约来对冲买方的第一份合约义务（实际上是允许通过回购

⁸ Nagel v. ADM Investor Service, Inc., 217 F.3d 436 (7th Cir. 2000).

⁹ HTA（Hedge-to-Arrive）合约约定农场主在商定的交割地点向采购商交割特定数量的谷物。HTA 合约有一个显著特征，即允许农场主在缴纳一定额外费用前提下进行展期，这样就为农场主管理谷物价格波动风险提供了便利。

商品的方式来抵消合同义务)，此时应认定为期货合约。（2）合约系在工商业主体之间签订，例如该案的农场主和谷物商人之间，而不是在套利者或者其他投机者之间签订。（3）交割在事实上不可能无限展期，因为合约要求农场主每进行一次展期，都要向对方支付额外的展期费用，因而理论上此类合约虽然可以无限展期，但是在实践中无限展期几乎不会发生，因为展期的次数越多，向对方缴纳的额外费用就越多。基于以上三点，波斯纳认为，纳格爾等农场主与 ADM 签订的合约属于现货远期合约，属于商品买卖合同。他的理由是，由于合约事实上不可能无限展期，因而合约当事人追求的商品交割的意图是明显的，并最终维持了仲裁庭的裁决。

2. 观点评判

国内有学者对波斯纳在该案中总结出的“全面审核”判定标准评析如下：第一，如何判定交易目的。波斯纳在该案中对“交割不可能无限展期”这一事实进行了推定，并进而推定交易双方具有实物交割的主观动机，从而解决了司法实践中对主观要件或者说“目的要件”认定难的问题。此外，波斯纳还进一步从交易主体特征进行辅助判断，这一辅助判断标准也是值得借鉴的。第二，波斯纳非常重视从交易结果进行判断。在该案中，波斯纳也从远期合约的最为重要的标准，从最终的交易结果即实物交割率进行了比较分析。在一个案件中，实物交割率仅为 3%，而在另一个案件中，实物交割率还不足 1%。第三，波斯纳同时也重视从交易规则层面，即从交易的外观层面，去判断二者的区别。现

货合同可以是标准化的，但是不能像期货合约那样实行合约的全要素标准化，以至于合约之间可以相互替代，即事实上与期货合约无异，可以相互对冲。按照波斯纳想法，满足上述各种判定标准的“全面审核”的合约，将被“推定为远期合约”（deemed a forward contract）；反之，则有可能被认定为事实上的期货合约，交易因此无效。¹⁰

（四）期货立法扩大调整范围应注意的问题

1. 期货法应当明确的核心概念

一是，“合约市场”监管逻辑和“未来交割合约”理念是界定合约性质的基石。“合约市场”监管逻辑是 CFTC 确立期货市场监管框架以及监管模式的基本考量。“合约市场”监管逻辑以及“未来交割合约”理念不仅有助于在监管实践中识别交易的性质，厘定不同交易形态之间清晰的边界，构建全国统一的交易场所监管体系，还能够为涉及交易场所相关的立法、行政、执法和司法活动提供参考和借鉴。

二是，“合约市场”监管机构的四项监管要素是监管机构实施合约市场监管的灵魂。因此，期货监管机构对市场是否应受监管，应考量四项监管要素：其一，该市场是否交易未来交割合约（期货交易）；其二，该市场是否有社会公众参与；其三，该市场是否容易发生不公平、不公正交易，存在损害社会公共利益的可能；其四，该市场是否容易发生市场操纵、欺诈、诈骗等违法违规行为。

三是，合约市场的复杂程度日渐增加，对监管机构辨识合约要素的能力提出了更高的要求，也呼唤立法给予回应。或者，通过立法给予一个宽泛的

¹⁰ 吴越：《现货与期货交易的界分标准与法律规制》，载《中国法学》2020年第2期。

定义，留给期货市场监管机构在执法中予以完善，并辅之以司法裁决。但现阶段监管机构的能力和司法裁决的能力有待进一步提高，特别是后者，可以实行期货案件集中管辖的方式，例如指定上海金融法院集中管辖。

四是，要揭示期货合约的性质，关键在于从整体出发、从不同层次和角度对期货合约进行定性。有学者认为，我国《期货交易管理条例》中有关期货的法定定义未能揭示“期货”的本质，“将期货合约与远期合约、现货合约划分开来，是界定期货交易、划清期货监管范畴的重要内容”。¹¹如果把期货、期货合约、期货交易、期货制度、期货市场等概念“提取公因式”，就能发现其各有各的性质、特征和要素，就能运用“货”、“标准化”、“双重性”、“对冲制”以及“公众参与度”等多个要素综合界定“期货合约”的本质。

2. 期货法的调整范围

依据草案现有规定来看，未来出台的期货法更倾向于将场外衍生品交易也纳入其调整范围。¹²

期货立法如果既要调整场内交易的期货合约、期权合约，也要调整场外交易衍生品，则要制定广义的期货法或衍生品法，同时总结我国现存大宗商品电子交易的基本做法，把经过多次清理整顿后经实践检验可行的做法纳入调整范围，为众多的远期合约市场（包括上海黄金交易所）提供法律上支撑。特别是三大商品交易所在构建的仓单交易平台，属于典型的现货交易平台，如果不纳入期货法，期货监管机构只能对交易所的期货业务进行监管，而不

能对于属于非期货的现货业务进行监管。这显然不符合期货监管机构可以对交易所的所有业务集中统一监管的基本原则。在制定期货法时应将期权交易从期货交易中分立出来（期权是从期货发展中类型化的一种形式），形成以期货合约、期权合约、互换合约、远期合约以及其他衍生品合约为调整对象的衍生品法。理由有二：其一，因互换合约、远期合约以及其他衍生品合约不属于期货范畴；其二，期货交易仅有场内交易没有场外交易，如果未来的立法以期货法命名，从字面上理解是把场外交易排除在外，无法做到“名副其实”。

未来我国期货立法命名为“商品交易法”更妥。立法既是一个严肃的过程，也需要一个严肃的结果。从美国、新加坡、日本的经验看，如果要把场内与场外衍生品纳入统一的一个法律调整，“商品交易法”或“衍生品交易法”均较“期货法”之名更好。我们希望，在我国期货及衍生品市场的基本法面世时，这部法律能有一个准确的名称，并为期货及衍生品市场发展预留足够的空间，避免频繁地修法换名。我们建议，命名为“衍生品交易法”，或者“商品交易法”，并对“衍生品”或“商品”采取“列举+兜底”定义方式进行界定（兜底部分有待于司法机关在审判实践中予以判定）。具体可以采取《期货交易管理条例》在附则中定义的方式，规定在“商品交易法”或者“衍生品交易法”的附则中。

3. 把场外交易的衍生品和远期现货市场纳入期货法的调整范围需要解决的问题

(1) 需要考虑场内交易和场外交易的衍生品在合

¹¹ 于勤：《期货交易的界定及其完善》，载《证券法苑》2013年第1期。

¹² 期货法（草案）第三章专章规定了“其他衍生品交易”。

约内容、市场结构、交易机制、风险管理、清算等方面存在一定的差异性。同时，总结衍生品场内交易与场外交易的共性问题，只有具备共性的问题才可以在一部法律中进行调整，才能实现同一部法律调整范围、调整方式的统一性和规范内容的一致性。

(2) 需要考虑期货法的篇章结构问题。如果把场外交易的衍生品纳入期货法或衍生品法调整范围，必须对期货法或衍生品法篇章结构精心设计，不能沿用《期货交易管理条例》的做法。

(3) 衍生产品处于不断发展变化之中，不断有新的形态出现，但现有的认知水平和立法技术还难以对衍生品进行法律意义上的界定，尤其是进行概括式界定。可以采取“列举式+兜底”的模式对衍生品进行界定，使衍生品含义具有开放性，为期货及衍生品市场发展预留空间，使期货法或衍生品法不需频繁修改，以保持其稳定性和权威性。

(4) 期货法或衍生品法的制定必须考虑我国的实际情况需要，需要协调与其他市场关系。立法过程中，需要对货币远期交易、掉期交易和外汇期权，延期交易品种及中远期交易品种，银行业金融机构衍生产品交易，银行间市场金融衍生产品交易等业务规则进行梳理。

(5) 如果把场外交易纳入期货法或衍生品法调整范围，还需考虑如何建立与国际衍生金融交易合约、场外金融机构衍生产品交易业务协调机制。期货法或衍生品法必须建立相应的机制，跟踪国际衍生品交易相关的法律文件最新进展，协调相互之间的关系。

二、期货立法与主要基础性法律的协调

(一) 期货法与证券法的关系

金融衍生产品交易的兴起不可避免地引发期货法与证券法的冲突，尤其集中地体现在证券衍生品交易的管辖权问题上。证券衍生品尽管种类繁多，但交易方式大体可分为现货交易方式与期货的保证金交易方式两种，不同交易方式对应着不同的交易系统与风险控制安排。在期货交易所上市的股指期货或期权等证券衍生品是一种由交易所制定的、供交易者交易的标准合约，没有发行人，最初的卖方由交易者来担当，天然存在做空机制，采用保证金方式而不是全额交易方式。因此，证券衍生品的期货交易方式与现货交易方式对于风险控制及投资者保护等方面的监管需求并不完全相同，从而使得监管与市场层面的分工具具有合理性。

1. 多层次资本市场下的期货市场与证券市场

证券市场与期货市场原是独立的两个市场，各国早期的实践对证券市场与期货市场持分别立法和分别监管的态度。但20世纪70-80年代金融期货的诞生使得两项金融创新应运而生，继而改变了证券市场与期货市场相互独立的格局：一是传统证券嵌入期货形成结构性证券（或被称为混血工具或结构性产品）；二是越来越多的证券产品作为期货的基础商品形成了各种证券期货产品。这就导致证券市场与期货市场越来越多地相互交叉和融合，导致了法律适用和管辖上的冲突。

证券期货市场作为多层次资本市场的延伸和发展，与传统证券市场（证券现货市场）一同构成多层次资本市场体系。对于解决证券期货市场与证券现货市场的交叉与融合中法律适用与管辖冲突的问

题，国际上有如下几种模式：

一是新加坡模式。新加坡模式的主要特点与多层次商品市场模式类似，在传统商品期货与金融期货分业经营与分别监管的体制基础上，对证券与金融期货采取统一立法和统一监管，并相应地颁布了《证券与期货法》，由金管局统一负责该法的实施，并对新加坡证券市场和金融期货市场实施监管。¹³

二是美国模式。美国模式的显著特点是对衍生品市场进行统一立法和统一监管，但对证券与期货则采取分业经营与分业监管的体制。美国模式下，证券期货产品和结构性产品所涉及的管辖冲突将由协调机制解决。¹⁴

三是澳大利亚模式。澳大利亚模式的特点是对证券与衍生品实行统一立法和统一监管。2001年的澳大利亚《公司法》在金融产品划分上采取了二分法，即将金融产品分为证券与衍生品，用更为宽泛的“衍生品”的概念取代了原来“期货合约”的概念。澳大利亚对衍生品与证券的监管不仅在管辖上实现了统一，在监管标准上也基本实现了统一。同时，上述澳大利亚法律还明确规定，证券与衍生品如在定性上产生竞合，则证券定义优先适用。

从长期而言，随着金融市场的不断创新与发展，证券衍生产品的具体品种将更为丰富，一些新型证券衍生产品的定性，以及监管部门所对应法律分工的问题有待在法律层面予以明确。如古谚所云：“合久必分，分久必合。”统一型的立法可能发展成为分散型的立法，分散型的立法可能再回到统一型的

立法。¹⁵

证券市场的主要功能是促进资金融通、优化资源配置，为拥有闲散资金的投资者提供投资渠道，为需要融资的企业提供融资渠道，并匹配二者的需求，从而提高社会资金的利用率。而期货市场的功能主要在于为风险管理者提供风险管理的工具，以及在交易中反映基础资产价格以达到价格发现的功能。可以说，证券市场与期货市场的功能存在着根本性的不同，进而导致了证券市场与期货市场的规制所需要的《证券法》与期货法有着不同的特点。证券市场和期货市场的功能不尽相同，由此可得《证券法》和期货法必然有所差异。因此，《证券法》无法涵盖期货法的全部内容。不仅如此，《证券法》也不能涵盖金融衍生品的全部内容。因此，金融衍生品的相关法律规制并不属于《证券法》所应当特殊关注的对象，而是属于期货法固有的一部分，即使金融衍生品的基础资产涉及证券，《证券法》也不需要特殊干涉，只需要适用原本的规定就足以达到其立法的目的。

2. 发展多层次资本市场视角下，对我国期货法的立法建议

基于上述经验，对期货法与证券法的处理意见如下：第一，期货法应对商品期货、金融期货以及场外衍生品交易、杠杆性外汇交易等进行统一监管。该立法模式依靠一个发达的期货市场，包括商品期货市场与金融期货市场。如果从期货立法形态与期货市场结构之间相关性的视角观察其他国家的期货

¹³ 参见万玲、刘道云：《关于完善我国期货立法调整范围的探讨》，载《上海金融》2017年第5期，第73-77页。

¹⁴ 楼建波：《美国处理期货法与证券法之间关系的实践及其启示》，载《法学论坛》2015年第4期，第21-27页。

¹⁵ 吴志攀：《证券法适用范围的民思与展望》，载《法商研究》2003年第6期，第13-15页。

立法，在商品期货比较发达或比较重要的国家，一般会有单独的期货法或至少是独立的商品期货法，如日本、新加坡、印度等。我国作为全球第二大经济体以及多种大宗商品的最大消费国和进口国，期货市场的现状与我国实体经济的地位极不相称。从这个意义上说，制订一部独立的、能够充分反映期货交易独特机理的期货法势在必行。一方面避免了在《证券法》中塞入过多的期货交易监管规则，从而破坏《证券法》自身逻辑与体例的严谨性；另一方面，一部独立的期货立法也能够包容商品交易的不同阶段，从而化解当前我国实践中大宗商品中远期电子盘交易的监管归属争议。

第二，期货法与证券法的分立通常意味着证券衍生品在立法与监管上的交叉，从而需要期货监管者与证券监管者的分工与配合。在美国，期货法与证券法的交叉关系不仅体现在美国证券交易委员会（United States Securities and Exchange Commission, SEC）与 CFTC 之间的分工合作，还可能涉及到其他有权对特定大宗商品或金融工具进行监管的机构，如美联储、财政部、能源部等。我国期货监管机构与证券监管机构的合一已经消除了类似美国 SEC、CFTC 之间监管冲突的最大风险，但证监会与场外衍生品市场现有的监管者——如中国人民银行、银保监会、商务部或者地方政府之间的关系尚未完全理顺。监管交叉本质上属于功能监管与机构（行业）监管之间的重叠，应根据各自的监管目的尽可能有效地进行分工与协作，一方面避免市场监管套利，另一方面降低监管成本。

第三，在交易所层面，期货交易所与证券交易所通常根据各自的交易机制和风险控制措施的比较

优势，分别上市不同的证券衍生品；衍生品交易机理与证券现货交易机理共存于一个市场中时，给投资者可能带来混淆以及对监管提出挑战。目前，我国法律不允许交易所设立子公司，导致推出股票期权交易的上海证券交易所无法另行设立一个衍生品交易所来与证券交易进行物理区隔，因此交易所主要通过筛选有资格参与股票期权的投资者来处理上述问题，相当于在市场内部系统上分离。顺应多层次资本市场建设要求，应适度放开衍生品交易所的设立，或者建立从合格中远期大宗商品市场向期货交易转型的通道。同时，在交易所保持风险可控的前提下，应赋予交易所上市品种方面更大的自主权。从长期来看，交易所之间的竞争也将使得不同交易品种出现群聚效应，使其集中于最有特色的、能够为投资者提供最佳服务的交易所中。立法与监管需要密切关注相关交易所在风险控制与投资者保护等方面的措施是否到位。

（二）期货法与民法的关系

从广义而言，期货法属于商法。民法与商法之间存在着极为特别的关系。尽管二者分别属于不同的法律部门，但联系非常密切。学理上，商法多被认为是民法的特别法。由此，商法与民法在基本原理、基本制度方面相通。例如民法关于自然人、法人、民事法律行为、侵权责任等的规定，都适用于商法，商法无须另作规定。在法律适用上，依照特别法优先于一般法适用的原则，凡涉及商事活动的，商法有规定的优先适用商法，商法无规定的适用民法有关规定。

2020年5月28日，《中华人民共和国民法典》由十三届全国人大三次会议表决通过，自2021年1

月1日起施行。《民法典》作为期货法的一般法，为期货法奠定的较为坚实的法律基础。主要体现在以下方面：

1. 对于期货交易若干原则的强化

如诚实信用原则是民商事活动中的“帝王原则”，该原则贯穿于总则到各具体权利编之中。秉持诚信原则，我国民法典对资本市场重要交易领域的制度进行了填补。又如民法中的公平原则落实到期货法中往往体现为实质公平原则，这一原则为期货交易中的投资者保护奠定了基础。在维持期货市场秩序与保护投资者等监管目标的实现过程中，保护市场效率、降低交易成本也是其制度设计的重要考量。

《民法典》中的有关规定对市场交易效率的平衡做出了指引。例如，《民法典》第四百二十八条规定“质权人在债务履行期限届满前，与出质人约定债务人不履行到期债务时质押财产归债权人所有的，只能依法就质押财产优先受偿。”对流质条款的效力认定做出重大调整，不再视其为无效条款，改变了过去完全否定商事流质的状况，将纠正保证金管理中对于有价证券质押目前基于避法目的设计非必要的交易结构的普通做法。从监管的角度来看，这种法律预期的改变，一方面能够促进交易的便捷；另一方面有助于引导市场参与者的正确行为，保障市场平稳运行。

2. 促进期货市场效率与创新

在以风险、不确定性与创新为特征的资本市场中，法律并不能穷尽相关交易的类型。作为市场活动参与者，只要是在法律规定的范围内，或者不违反法律法规和公共利益，都应当拥有某种正当期望或者基于对方承诺或行为的预期信赖。这种正当期

望和信赖利益应当得到保护，以鼓励多样化的创新活动。《民法典》对合同无效的规范体系进行了较大调整，删除恶意串通、合法形式掩盖非法目的、损害社会公共利益等合同无效情形，明确违背公序良俗的法律行为无效。对于期货交易效力评价需要考虑商业活动的客观需求本身，从而避免了脱离商业实质的一刀切式监管手段。监管的开放性和包容性则会促进市场效率与创新。

3. 对于期货交易与结算关系的影响

期货交易与结算的基础是多边交易，《民法典》从建立双边和多边信任关系入手，对期货交易与结算中的相关关系进行了重新定位。

一方面，《民法典》能够维护合同当事人对合同的信任。《民法典》第一百五十三条完善了《合同法》第五十二条第五项“违反法律、行政法规的强制性规定”的规定，增加“该强制性规定不导致该民事法律行为无效的除外”，从而根据强制性规定的管制对象、立法目的和保护法益做出差异化认定，避免一概无效的僵化处理。实践中大量期货交易需要履行报批手续（如国有企业进行套期保值交易须经国有资产管理部门同意）。为了促使当事人积极履约、防范恶意毁约，《民法典》第五百零二条第二款明确了批准生效合同未经批准之前，报批义务条款应独立生效，“应当办理申请批准等手续的当事人未履行义务的，对方可以请求其承担违反该义务的责任”。

另一方面，《民法典》能够维护金融消费者与企业之间的信任。金融消费者不仅是金融市场的重要参与者，还是金融业持续健康发展的推动者。由于金融消费者相对弱势的地位，《民法典》在一

定程度上提供了倾斜性保护。例如，在金融领域，常见的理财合同、保险合同、存款合同、基金合同、信托合同存在大量格式条款，为避免相关企业利用优势地位制定不合理的合同条款，民法典第四百九十六条在《合同法》的基础上，进一步扩大了企业提示说明义务的范围，并且违反提示或说明义务而合同相对方主张“格式条款不成为合同内容”的，不再受除斥期间的限制。

4. 开创“让与担保”模式，为期货市场创新预留空间

《民法典》回应了我国社会主义市场经济发展的新业态与新需求，进一步丰富了担保物权领域的内涵和模式，为现行担保品相关规则的运行奠定了坚实的法律基石。

最高人民法院于2019年11月8日发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》首次明确：“让与担保”的非典型担保性质是担保而非转让，且应根据物权变动公示方式的完成与否，认定其是否具有最相类似的物权效力。对于债权人根据让与担保合同请求变更所有权的，法院不予支持，并将引导双方依据合同主张权利。如果认定具有物权效力，债务人可以通过清算程序（拍卖、变卖、折价）实现担保权益。《民法典》物权编继承了这种担保创新方法，虽未明文规定让与担保，但在第三百八十八条“担保合同的范围”通过“列举加兜底”的立法表述，以“其他具有担保功能的合同”兜底，为包括让与担保在内的非典型性担保预留了空间。¹⁶

这一变化体现了立法机关面对经济实务发展中新需求、新业态的包容的态度，不仅为国内市场担保形式多元化发展奠定了基础，也为更好地接轨国际市场、开展跨境担保铺设了法律依据。

（三）期货法与破产法的关系

根据破产程序，按照破产法的一般原理，法院受理破产申请前，在一定期限内债务人的单纯债务清偿行为可以被撤销。但是证券交易一旦达成就不得撤销，则体现为净额结算制度的终局性。原因在于，证券交易在我国主要采取了集中竞价的方式，每笔市场参与人的单独交易与资本市场间的整体交易关系相当密切，撤销一笔证券交易极有可能影响到整个资本市场交易（例如雷曼兄弟破产事件）。因此，净额结算制度的终局性应当成为证券交易行业包括衍生品市场在内的统一公理，即使相关的交易参与人破产，亦不能影响市场中已成交的交易。若参与人确有犯下过错，参与人当以其他方式承担责任，但仍不得撤销其交易、清算、结算、交收行为。

许多国际条约对于净额结算的终局性作出了规定。首先，2009年10月9日，国际统一私法协会（UNIDRIOT）在瑞士日内瓦外交大会通过了《关于中介化证券的实体法公约》（《日内瓦证券公约》），其第14条在“终止型净额结算条款”之外对破产程序的效力进行了规定：“根据第11条或第12条证券账户持有人持有可以有效对抗第三人的证券权益，在任一破产程序之中，根据这些证券权益，证券账户持有人得以对抗破产管理人和债权人。”

¹⁶《民法典》第388条规定：“设立担保物权，应当依照本法和其他法律的规定订立担保合同。担保合同包括抵押合同、质押合同和其他具有担保功能的合同。担保合同是主债权债务合同的从合同。主债权债务合同无效的，担保合同无效，但是法律另有规定的除外。担保合同被确认无效后，债务人、担保人、债权人有过错的，应当根据其过错各自承担相应的民事责任。”

其次，2012年国际清算银行支付结算体系委员会 (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) 与国际证监会组织 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) 发布的《金融市场基础设施原则》(Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI) 针对包括中央对手方在内的支付、清算及结算系统作出了更高的国际标准规定，要求确保支撑全球金融市场的基础设施稳健运行，抵御金融市场冲击。PFMI 在原则 1 “法律基础” (Legal Basis) 中重申了净额结算终局性的要求：“当 FMI 解散时，法律基础应支持下列有关决定和行为，包括终止、停闭轧差，FMI 的资金转账和证券转让，或者在连接安排下向新单位转移全部或部分权利和义务。”

净额结算的终局性逐渐为世界各国所确认，通过立法的方式将其法律效果固定，从而保障了证券交易的安全稳定，促进了证券市场的完整性。

从立法技术上，可以选择下列做法：第一种选择，在期货法明确净额结算的终局性“在破产程序中，期货结算的债权人不受破产管理人和破产债务人的债权人主张影响”，同时修改破产法，在破产法第三十二条“人民法院受理破产申请前六个月内，债务人有本法第二条第一款规定的情形，仍对个别债权人进行清偿的，管理人有权请求人民法院予以撤销。但是，个别清偿使债务人财产受益的除外”增加“法律另有规定的除外”。如果期货法颁行后，破产法未作修改，从法理上，并不妨碍期货法“在破产程序中，期货结算的债权人不受破产管理人和破产债务人的债权人主张影响”规定的法律效力，根据新法优于旧法的原则，期货法净额结算的终局

性规定优于破产法的规定。第二种选择，在期货法明确净额结算的终局性“在破产程序中，期货结算的债权人不受破产管理人和破产债务人的债权人主张影响”，最高人民法院颁布破产法司法解释，确认净额结算的终局性。

三、期货法与主要期货市场规则

(一) 期货法对期货相关行政法规及规章的调整与指导

纵观各国，期货法施行后，基本上没有政府主导的期货行政立法，都是由独立的监管机构进行监管（如美国的 CFTC）。我国由政府主导的《条例》是特定历史时期产物。但是各国期货法都规定了期货市场的监管机构，这些机构享有监管的权利，其一为监管规则制定权 (making-rule)。

因此，期货法制定过程中，需要将现有的《条例》及监管机构的有关行政规章及规范性文件（证监会公告）合理的内容吸收进入期货法草案。同时期货法应该明确授权期货监管机构制定行政规章和规范性文件的边界。现阶段行政规章及规范性文件（证监会公告）边界不清，但其在监管过程中仍然发挥着重要作用。因此期货法施行后，需要对没有被吸收进入期货法的内容重新进行梳理，并根据期货法的授权制定新的行政规章，应尽量减少甚至杜绝规范性文件的制定。

(二) 期货法对期货交易所规则的调整与指导

期货交易所制定的业务规则的法律效力的来源包括公法和私法。公法上来源于法律或者经法律授权的行政法规，如《期货交易管理条例》（2017）

第十三条规定“期货交易所办理下列事项，应当经国务院期货监督管理机构批准：（一）制定或者修改章程、交易规则。”《期货交易所管理办法》第八条规定“期货交易所除履行《期货交易管理条例》规定的职责外，还应当履行下列职责：（一）制定并实施期货交易所的交易规则及其实施细则。”私法上来源于：一是交易所的章程和会员大会（会员制交易所）通过交易规则直接约束会员，但是对于交易者的直接约束在法理上存在障碍；二是会员通过与交易所协议对于交易所的章程和会员大会（公司制交易所）决定的约束；三是由前述二种情形产生的客户（交易者）通过与会员之间的协议，进而产生交易所的章程和交易规则对会员的约束力。这种约束力来自于市场交易的商事习惯法。当然在立法上可以直接规定，客户与会员之间签订经纪合同视为客户承认受会员所在的交易所规则的约束。

对于期货交易所的规则，期货法应当明确哪些规则需要期货监管机构批准，监管机构有权不予批准规则或者规则的部分条款，但应建立申诉机制或者解决机制；哪些由交易所自行颁布，归入自律范围。同时期货法应该明确授权期货交易所自律监管范围、职权（包括惩戒权力，因为不管是会员制交易所或者公司制交易所都具有准公共管理职能）。

期货法应当明确期货交易所自律的法律效力，期货交易所（包括会员制交易所和公司制交易所）之所以享有自律监管权利在于交易所是具有维护市场功能的准公共机构。

（三）期货法对远期现货交易所规则的调整与指导

这涉及到期货法的调整范围、期货交易的定义，

取决于立法的价值取向。如果期货法采取将远期现货交易所纳入期货法调整范围，则期货法应当有权将远期现货交易所规则纳入监管，但是在具体监管方式上可以有别于未来对于期货交易所注册审核制，采取批准制。待远期现货交易所运行成熟后可以施行与未来期货交易所注册审核制，一视同仁。这是比较现实的选择。如果期货法不将远期现货交易所纳入调整范围，则期货法对远期现货交易所规则不具有调整与指导的权力。

（四）期货法对期货行业协会规则的调整与指导

期货行业协会规则主要包括三部分，一是对于期货公司作为行业会员管理规则；二是对部分业务的监管规则（如场外期货加保险业务）；三是投资者（交易者）教育规则。

期货法应当明确期货行业协会和其他行业协会（如各地的期货商公会）的成立条件、法律地位、职责范围、自律监管权力等，特别是期货公司部分业务是由中期协负责监管的，这些业务监管必须明确，不因具体的监管人员的变动影响期货公司业务创新能力。

（五）期货法对期货司法解释的调整与指导

期货法制定过程中，需要将现有的司法解释合理的内容吸收进入期货法，根据期货法再颁行新的相应的司法解释。此外，最高人民法院关于期货市场纠纷的两个解释已经不适合市场发展的现状。因此，司法解释必须根据期货法进行调整。

（责任编辑：陈昊）