

三易其稿，立柱架梁：证监会《衍生品交易监督管理办法》的变与不变

作者：郑婷 | 应尔寅 | 梁笑 | 张馨予

一、背景

为贯彻落实2022年8月1日生效的《期货和衍生品法》，中国证券监督管理委员会（“证监会”）于2023年3月17日发布《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》，2023年11月17日发布《衍生品交易监督管理办法（二次征求意见稿）》（“《第二次征求意见稿》”）。作为证监会首部规管衍生品市场的部门规章，前述征求意见稿的发布在境内外均引起了众多买方及卖方市场参与者的广泛关注与讨论。时隔两年之后，证监会再次于2026年1月16日发布《衍生品交易监督管理办法（试行）（征求意见稿）》（“《第三次征求意见稿》”），向社会公开征求意见，反馈截止日期为2026年2月16日。为帮助市场参与者了解《第三次征求意见稿》的核心要求，特撰写此文分享。

二、《第三次征求意见稿》要点（以删除线，红色文字标示其较《第二次征求意见稿》的主体差异）

（一）调整范围

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
第二条 中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）依法监管的衍生品交易及相关活动，适用本办法。	第二条 中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）依法监管的衍生品交易场所组织开展衍生品交易及相关活动，适用本办法。 中国证监会依法监管的衍生品经营机构开展衍生品交易业务及相关活动，适用本办法。 前两款规定的衍生品交易是指互换合约、远期合约和非标准化期权合约及其组合的交易。
本办法所称衍生品经营机构，是指证券公司、期货公司等依法从事衍生品交易业务的金融机构。	第五十六条 本办法所称衍生品经营机构，是指依法开展衍生品交易业务的证券公司和期货公司。
本办法所称衍生品交易场所，是指证券期货交易所等依法组织开展衍生品交易的场所。	本办法所称衍生品交易场所，是指依法组织开展衍生品交易的证券期货交易所。
本办法所称衍生品结算机构，是指期货结算机构、	本办法所称衍生品结算机构，是指依法为衍生品交易提供集中结算服务的期货结算机构、证券登记结

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
<p>算服务的机构。</p> <p>本办法所称衍生品交易报告库，是指对衍生品交易标的、规模、对手方等信息进行集中收集、保存、分析和管理的机构。</p> <p>本办法所称衍生品行业协会，是指证券业协会、期货业协会等对衍生品交易实行自律管理的行业协会。</p>	<p>算机构。</p> <p>本办法所称衍生品市场基础设施，是指衍生品交易场所、衍生品结算机构、衍生品交易报告库等。</p> <p>本办法所称衍生品行业协会，是指证券业协会、期货业协会等对衍生品交易实行自律管理的行业协会。</p>

《第三次征求意见稿》在《第二次征求意见稿》的基础上进一步明确了《第三次征求意见稿》适用的调整范围，即证监会依法监管的衍生品交易场所（即依法组织开展衍生品交易的证券期货交易所）组织开展的衍生品交易，以及衍生品经营机构（即依法开展衍生品交易业务的证券公司和期货公司）开展的衍生品交易业务及相关活动。据此，在前述交易场所参与衍生品交易的交易者、与前述衍生品经营机构作为对手方交易的交易者以及与该等交易相关的衍生品市场基础设施（包括结算机构、交易报告库等）均将纳入《第三次征求意见稿》的规制范围。

基于以上分析，以下两类交易应不属于《第三次征求意见稿》的直接适用范围：

- (1) **非衍生品交易场所组织开展的衍生品交易。**例如银行间市场、黄金现货交易市场（上海黄金交易所）等组织开展的衍生品交易，其中银行间市场的衍生品交易主要包括利率类、外汇类及信用类衍生品交易。值得注意的是，证监会在《第三次征求意见稿》的起草说明（“**起草说明**”）¹中明确，银行间衍生品市场不适用《第三次征求意见稿》，且并未对交易主体作出限制。因此，衍生品经营机构在银行间市场开展的衍生品交易，亦应无需适用《第三次征求意见稿》；及
- (2) **非衍生品经营机构开展的衍生品交易。**例如银行业、保险业金融机构组织的柜台衍生品市场，即银行业与保险业金融机构与其客户作为对手方开展的衍生品交易，包括企业客户为管理外汇风险与银行开展的外汇衍生品交易，衍生品经营机构作为银行客户与银行交易挂钩境外标的的结构性存款或 TRS 等。但尽管存在前述情况，银行业及保险业金融机构作为衍生品交易者及衍生品经营机构的客户开展衍生品交易时，仍会间接受到本办法的约束，例如遵守关于交易者标准，交易协议，保证金要求的相关规定。

值得注意的是，《第三次征求意见稿》第五十六条规定的衍生品经营机构并不包括期货公司风险管理子公司，而目前期货公司在现行《期货公司监督管理办法》项下并不可以从事衍生品业务，而是通过风险管理子公司开展。自《期货和衍生品法》施行后，证监会曾于 2023 年 3 月 24 日发布《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》，允许期货公司经核准后可以从事衍生品交易业务，同日期货业协会发布《关于就期货风险管理公司衍生品交易和做市业务回归所属期货公司过渡期相关安排征求意见的通知》。然而，截至目前，上述制度调整及配套安排尚未正式落地实施。因此，我们理解《第三次征求意见稿》中规定的衍生品经营机构范围应当适当拓展包括期货公司风险管理子公司，避免监管真空。

¹ <https://www.csrc.gov.cn/csrc/c101981/c7609504/content.shtml>.

(二) 禁止的交易行为

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
第十五条 禁止通过衍生品交易实施欺诈、内幕交易、操纵市场、利益输送、规避监管等违法违规行为。	第四条 参与衍生品交易及相关活动的各方应当遵守公平、自愿、有偿、诚实信用的原则，不得通过衍生品交易实施操纵市场、内幕交易、利用未公开信息交易、违规减持、利益输送等违法违规行为。
第十六条 禁止通过衍生品交易实施《证券法》第四十四条规定的短线交易行为。	/
第十七条 禁止《证券法》《期货和衍生品法》规定的内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人，在内幕信息公开前，从事与该内幕信息相关的衍生品交易，或者明示、暗示他人从事与该内幕信息相关的衍生品交易。 禁止因职务便利获取内幕信息以外的其他未公开信息的人，违反规定，从事与该信息相关的衍生品交易，或者明示、暗示他人从事与该信息相关的衍生品交易。	/
第十八条 禁止通过衍生品交易操纵证券市场或者期货市场。 禁止通过证券交易、期货交易或者商品交易等方式操纵衍生品市场。	/
第十九条 禁止通过衍生品交易规避股份减持、限售规则。	/

《第三次征求意见稿》在《第二次征求意见稿》的基础上将多种禁止的交易行为进行了合并，没有实质改变禁止的交易行为的范围。值得注意的是，《第三次征求意见稿》删去了《第二次征求意见稿》中“规避监管”的表述，此前有市场机构认为“规避监管”作为兜底表述过于宽泛和模糊，可能导致市场参与者变得过于审慎保守，因不清楚这一要求将如何解释及适用而减少其交易活动。本次修订通过删除“规避监管”的表述，有效回应了前述诉求。

(三) 衍生品合约及其标的物

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
第三条 鼓励衍生品交易发挥管理风险、配置资源、服务实体经济的功能，依法限制过度投机行为，限制开发结构过度复杂的衍生品合约。	第三条 支持衍生品市场稳步发展，发挥管理风险、配置资源、服务实体经济的功能。鼓励利用衍生品市场从事套期保值等风险管理活动，支持开发满足中长期资金风险管理需求的衍生品，依法限制过度投机行为。
第六条 衍生品合约品种应当具有经济价值，合约符	第七条 衍生品合约标的物应当具备公允的市场定

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
社会公共利益。	<p>价、良好的流动性，不易被操纵，中国证监会另有规定的除外。</p> <p>衍生品合约品种应当具有经济价值。衍生品合约的设计应当透明、公平、合理。合约条款应当简明清晰、易于理解。合约不得违反社会公共利益。</p> <p>审慎开发结构过度复杂的衍生品合约。</p>
/	<p>第九条 在衍生品交易场所以外开展的衍生品交易，应当符合衍生品行业协会关于衍生品合约结构和标的物的管理规定。</p>

《第三次征求意见稿》第三条在保留“依法限制过度投机行为”基础上，新增了“鼓励利用衍生品市场从事套期保值等风险管理活动”的表述。结合实践来看：证券公司等衍生品经营机构在与客户开展衍生品交易时，监管机构鼓励其从事以套期保值为目的的风险管理活动。这类交易与银行的要求类似，通常需要客户具有真实的业务需求，其交易目的应为对冲基础交易中的实际风险。然而，与银行交易机制的不同之处在于，证券公司等衍生品经营机构可在合规范围内允许其客户通过衍生品构建对挂钩标的的风险暴露，即开展适度的敞口形成业务。这意味着，在满足挂钩标的的限定、交易规模控制等监管机制的前提下，该等客户可通过衍生品实现间接投资或开展适度的投机活动。监管的意图是在鼓励风险管理的同时，也为市场提供合理的风险承担与价格发现空间，但必须严格防范过度投机行为。

《第三次征求意见稿》相较《第二次征求意见稿》，将衍生品合约挂钩的标的物的监管要求与现行规则调整为一致，并要求在衍生品交易场所以外开展的衍生品交易需符合衍生品行业协会关于衍生品合约结构和标的物的管理规定。现行规则下，衍生品行业协会已经对衍生品经营机构的衍生品合约标的物作出了若干限制，如：

- 《证券公司收益互换业务管理办法》第十七条要求收益互换业务挂钩标的应当具备公允的市场定价、良好的流动性，包括但不限于股票、股票指数、大宗商品等。收益互换业务不得挂钩私募基金及资管计划等私募产品、场外衍生品，证监会认可的情形除外。
- 《证券公司场外期权业务管理办法》第十五条及第十六条规定，协会对证券公司场外期权业务挂钩标的的实行自律管理。证券公司可以开展挂钩符合规定条件的个股、股票指数、大宗商品等标的资产的场外期权业务。挂钩标的应当具有充分的现货交易基础，市场竞争充分，具备公允的市场定价，流动性良好等，适宜进行场外期权交易。
- 《期货风险管理公司衍生品交易业务管理规则》第二十五条规定，衍生品交易业务挂钩标的应当具备公允的市场定价、良好的流动性，包括但不限于大宗商品、股票指数、股票等，不得超出衍生品行业协会规定的范围。衍生品交易不得挂钩私募投资基金、私募资管产品、衍生品合约及其他非标准化资产等，衍生品行业协会认可的情形除外。

因此，《第三次征求意见稿》正式施行后，预计应不会对证券公司与期货公司开发衍生品合约可挂钩的标的物，以及衍生品交易者通过衍生品合约可配置的资产产生实质影响。

此外，《第三次征求意见稿》放宽了对于开发结构过度复杂的衍生品合约的限制，允许在审慎的基础上进行开发，保留了一定灵活性。

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
<p>第七条 衍生品交易所组织开展衍生品交易，调整合约品种范围、合约结构或者交易方式，应当按照要求向中国证监会报告。</p> <p>衍生品经营机构开发新品种或者新结构衍生品合约，应当按照衍生品行业协会的规定向其报告。</p>	<p>第八条 衍生品交易所组织开展新的衍生品合约品种交易，调整合约品种范围、合约结构，应当向中国证监会报告。</p>

《第三次征求意见稿》保留了对于衍生品交易所调整合约品种范围、合约结构或者交易方式的报告要求，与《期货交易所管理办法》第一百零五条及《证券交易所管理办法》第十条一致。《第三次征求意见稿》同时删去了衍生品经营机构开发新品种或新结构衍生品合约的报告要求，回应了此前业内反映新品种或新结构的范围难以界定，在实务中难以有效执行的问题。

（四）延期现货交易 vs 远期合约

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
/	<p>第十条 远期合约的交易双方，应当按照约定在未来某个时间点支付价款、交付标的物；或者按照约定以标的物的价格与约定的基准价格之间的价差进行现金结算。但是，交易双方另有约定的除外。产业客户以获取标的物所有权为目的，基于商业惯例或者经济合理性而于交易中推迟在未来某个时点交付标的物，不适用本办法。</p> <p>.....</p>

《第三次征求意见稿》第十条明确了远期合约、期权合约及互换合约的含义，并首次将真实的延期现货贸易排除在远期合约的范畴外。早在《期货和衍生品法》征求意见期间，市场上就对期货合约、远期合约及延期交付的现货交易合约的区分展开了热议，最终出台的《期货和衍生品法》区分了期货合约与远期合约，但未能很好地界定延期交付的现货交易合约。参考其他司法管辖区，例如美国为了区分受监管的金融衍生品与正常的商业贸易，采用经济实质测试进行判断，主要标准包括：

- (1) 交付意图：交易双方是否有真实的意图在未来某个时间点进行实物交割，判断真实意图可综合考量卖方的交付能力、买方的接收/存储能力、合同是否允许无限期展期/滚动等。如果合同主要目的是转移价格风险或进行投资，则合同双方通常通过现金结算、反向对冲平仓等方式结束合同，这种情形下合同就更具有金融衍生品合约的特性；
- (2) 合约的不可转让性：正常的商业贸易中，因合约条款具有高度定制性（如具体的交付地点、商品质量要求等）因而通常不具有可转让性，不在交易场所交易，而金融衍生品合约相对具有更高的流动性和可转让性；
- (3) 参与主体身份：正常的商业贸易中，交易主体通常为商业经营者，且交易的商品是其主营业务的一部分。金融衍生品交易中交易主体可能包括没有任何行业背景的投机者。

《第三次征求意见稿》大体参考境外的区分标准，对于排除在远期合约外的现货交易合约规定了如下三要素：（1）交易主体为产业客户；（2）交易目的为获取标的物所有权，而非转移价格风险或进行投

资；(3)符合商业惯例或者经济合理性，意即现货交易中不应允许无限期的交付延迟，延迟时间应具有合理性或与惯例相符。对于排除在远期合约外的现货交易合约，则无需适用《第三次征求意见稿》下的交易者适当性、保证金要求、信息报送等监管要求。

(五) 公开宣传

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
/	第十一条 衍生品经营机构开展衍生品交易业务，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式宣传推介衍生品合约，中国证监会另有规定的除外。

《第三次征求意见稿》新增关于公开宣传推介衍生品合约的限制性规定，与现有规则和监管要求一致，如《证券公司收益互换业务管理办法》要求证券公司不得通过互联网、自媒体等任何方式向公众宣传，或诱导不合格交易对手方参与收益互换交易。

(六) 保证金

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
<p>第九条 衍生品交易应当以收取保证金等方式进行履约保障。</p> <p>保证金的形式包括现金，债券、股票、基金份额、标准仓单等流动性强的有价证券和中国证监会规定的其他形式。</p> <p>衍生品行业协会、衍生品交易场所和衍生品结算机构制定履约保障规则，应当切实防范衍生品交易结算风险，维护市场稳定运行。</p>	<p>第十三条 衍生品交易应当按照规定以收取保证金等方式进行履约保障。</p> <p>保证金的形式包括现金，债券、股票、基金份额、标准仓单等流动性强的有价证券和中国证监会规定的其他形式。</p> <p>衍生品行业协会、衍生品交易场所和衍生品结算机构可以规定非现金类型的保证金折扣率，并结合市场状况进行动态调整。</p> <p>衍生品交易者可以依法通过质押、保证金权利转移的方式，为衍生品交易提供履约保障。</p>
/	<p>第十四条 衍生品经营机构应当以安全、清晰、合理的方式记录和存管交易者缴纳的保证金，并在发生风险时能够将保证金快速分离和转移。</p> <p>保证金应当优先用于衍生品交易的结算。</p> <p>衍生品经营机构再使用交易对手方保证金的，应当经交易对手方同意，并定期向衍生品行业协会报告保证金使用情况。</p>

《第三次征求意见稿》第十三条在《第二次征求意见稿》的基础上，对于收取保证金的要求增加了“按照规定”的前提。我们理解，这一调整的主要原因在于，区别于银行在收取保证金时适用国家金融监督管理总局制定的《金融机构非集中清算衍生品交易保证金管理办法》，目前对于证监会监管的金融机构，尚没有统一适用的非集中清算衍生品的保证金规定。若《第三次征求意见稿》正式出台，衍生品经营机构在开展衍生品交易过程中需按照适用规定收取对手方保证金，例如在证监会出台的统一保证金规定前，可参考《期货风险管理公司衍生品交易业务管理规则》第五章、《证券公司收益互换业务

管理办法》第五章、《证券公司场外期权业务管理办法》第四章等保证金收取比例及可用资产的相关要求执行，如无适用规定的就无收取保证金的法定义务，可自行与交易对手方协定。

此外，第十三条进一步明确衍生品交易者可以通过质押或保证金权利转移的方式来提供履约保障。《期货和衍生品法》第三十四条规定进行衍生品交易，可以依法通过质押等方式提供履约保障，但未明确前述“等方式”包括的其他履约保障方式。《第三次征求意见稿》明确将保证金权利转移（即转让式履约保障）引入，与国际市场通行的变动保证金缴纳方式相衔接。

但《第三次征求意见稿》第十四条规定的关于保证金分离和转移、保证金用于交易结算及再使用需经对手方同意的监管要求，则又与转让式履约保障情况下保证金权利转移相悖。在权利转移的方式下，受让方取得保证金的绝对所有权，且保证金转移的交易本身即作为主协议下的交易之一纳入单一协议及净额结算的范畴内来提供履约保障，无法遵守第十四条的相关要求。

（七）持仓合并计算

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
第十三条 在对期货交易实施持仓限额制度和大户持仓报告制度时， <u>应当按照期货交易所的规定，将衍生品经营机构、交易者直接和间接持有的挂钩同一或者相似资产的衍生品合约与期货交易的持仓合并计算。</u>	第十六条 在对期货交易实施持仓限额制度和大户持仓报告制度时，期货交易所可以规定将交易者直接和间接持有的挂钩同一或者相似资产的衍生品合约与期货交易的持仓合并计算。

《第三次征求意见稿》第十六条将期货持仓与衍生品持仓的强制合并要求修改为由期货交易所自行裁量。后续有待进一步观察各期货交易所的合并计算要求，以确定需合并计算的衍生品合约的范围，同一或相似资产的判断标准，合并计算的公式等各项要求。

《第二次征求意见稿》中被要求合并计算的衍生品经营机构在《第三次征求意见稿》被删除，我们理解并非衍生品经营机构不需要遵守合并计算要求，而是衍生品经营机构在开展自营业务时亦应作为交易者处理，而衍生品经营机构持有的对冲仓位则可以根据《第三次征求意见稿》第三十五条享受交易所规定的持仓限额豁免等便利。

（八）特定主体衍生品交易限制

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
第二十条 <u>禁止</u> 上市公司或者股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司 <u>违反中国证监会、证券交易场所的规定</u> 达成以其发行的股票为合约标的物的衍生品交易。	第十七条 上市公司或者股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司不得达成以其发行的股票为合约标的物的衍生品交易， <u>法律、行政法规、中国证监会另有规定的除外。</u> <u>衍生品经营机构不得与上市公司或者股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司持有百分之五以上股份的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员，以及所持股份有限售或者减持限制的股东，开展以该公司股票为合约标的物的衍生品交易。</u>

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
/	<p>第二十一条 上市公司或者股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司可以基于管理生产经营风险的需要依法参与衍生品交易，并按照规定履行信息披露义务。</p> <p>前款规定的主体参与衍生品交易的，应当建立、执行内部控制和风险控制制度，按照法律、行政法规、中国证监会规定和章程的规定履行内部决策审批程序。</p>

《第三次征求意见稿》第十七条适当弱化了上市公司达成以其发行的股票为合约标的物的衍生品交易的禁止性条款，明确法律、行政法规、证监会另有规定的例外。实践中，上市公司达成以其发行的股票为合约标的物的衍生品交易相对少见，但仍不排除确有相关实际需求。例如，2025年1月，港交所上市公司名创优品发行5.5亿美元股票挂钩证券（期限7年，票面利率0.5%），募集资金用于海外扩张及股份回购。该产品收益与名创优品股价挂钩，持有人可在股价超过初始行权价（64.395港元）时行权。为对冲股价上涨的偿付风险，名创优品同时订立看涨期权价差合约：买入行权价64.395港元的看涨期权（对冲偿付风险），卖出行权价102.10港元的看涨期权（收取期权费，抵消买入成本）。该设计不仅将融资成本降至0.5%（远低于市场利率），还通过高行权价（102.10港元）延缓了股权稀释（需股价翻倍才可能触发新股发行）。《第三次征求意见稿》第二十一条同时明确，上市公司仍可基于管理生产经营风险的需要依法参与其他衍生品交易，但应履行内部决策审批程序。

《第三次征求意见稿》第十七条第二款延续了《第二次征求意见稿》对于受限人士的衍生品交易限制，即衍生品经营机构不得与上市公司或者股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司持有百分之五以上股份的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员，以及所持股份有限售或者减持限制的股东，开展以该公司股票为合约标的物的衍生品交易。在历次征求意见稿期间，均有市场机构提出受限人士可能希望通过衍生品交易建立就相关上市公司非限制性股票的多头或空头头寸，但《第三次征求意见稿》并未改变此绝对禁止的立场，且要求衍生品经营机构与对手方交易时进行核查。

（九）交易者标准

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
<p>第二十三条 交易者应当符合中国证监会规定的专业交易者标准。衍生品行业协会和衍生品交易场所可以设定差异化的交易者标准，但不得低于中国证监会规定的专业交易者标准。</p> <p>从事套期保值等风险管理活动的，可以按照规定豁免专业交易者的部分或者全部标准。</p>	<p>第十八条 交易者应当符合中国证监会规定的专业交易者标准。衍生品行业协会和衍生品交易场所可以根据衍生品交易的合约标的物类型等因素设定差异化的交易者标准，但不得低于中国证监会规定的专业交易者标准。任何单位和个人不得直接或者间接规避上述交易者标准。</p> <p>从事套期保值等风险管理活动的，可以按照规定豁免前款规定的部分或者全部标准。</p>

《第三次征求意见稿》第十八条重申了《第二次征求意见稿》对于交易者的标准要求，并明确从事套期保值等风险管理活动的交易者可以豁免部分或全部标准，有利于具有真实套保需求的实体企业通

过衍生品来管理风险。具体衍生品交易者的标准要求有待衍生品行业协会及衍生品交易场所进一步规定。可供参考的是，现行《期货风险管理公司衍生品交易业务管理规则》第六条及第七条针对交易者参与的衍生品交易类别、挂钩的标的类别不同，规定了不同的标准要求。

（十）股票持仓合并计算

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
第十四条 在履行信息披露义务或者收购等活动中，应当按照证券交易场所的规定，将衍生品经营机构、交易者持有的以上市公司或者股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司的有表决权股票（以下简称标的股票）为标的物的衍生品合约与其直接和间接持有的标的股票合并计算。	/

《第三次征求意见稿》删除了《第二次征求意见稿》中要求股票持仓与以相关股票作为标的物的衍生品合约持仓合并计算的要求。尽管如此，我们理解这并不代表证监会不再要求股票持仓与相关衍生品合约持仓合并计算，而是要求衍生品经营机构、交易者遵循现行《证券法》及《上市公司收购管理办法》的规定履行合并计算义务。《上市公司收购管理办法》第十二条明确规定投资者在一个上市公司中拥有的权益，包括登记在其名下的股份和虽未登记在其名下但该投资者可以实际支配表决权的股份。投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有的权益应当合并计算。因此投资者通过衍生品合约可实际支配作为衍生品合约标的物的股票的表决权的，仍需将该等持仓与其股票持仓合并计算。

（十一）对冲交易

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
第十一条 衍生品经营机构在证券期货交易场所进行对冲交易的，应当遵守证券期货交易场所的规定。证券期货交易场所可以为衍生品经营机构的对冲交易行为提供持仓限额豁免等必要的便利，并对对冲交易行为进行重点监控。衍生品经营机构应当记录与对冲交易相关的衍生品合约的交易对手方、交易合约、交易明细等信息。证券期货交易场所根据监测需要，可以要求衍生品经营机构提供上述相关信息。	第三十五条 衍生品经营机构在证券期货交易场所进行对冲交易的，应当使用对冲专用账户，不得直接根据交易者指令进行对冲交易，并应当遵守证券期货交易场所的规定。 证券期货交易场所可以为衍生品经营机构的对冲交易行为提供持仓限额豁免等必要的便利，并对对冲交易行为进行重点监控。 证券期货交易场所根据监测需要，可以要求衍生品经营机构提供与对冲交易相关的衍生品合约的交易对手方、交易合约、交易明细、交易目的、交易策略等信息。

《第三次征求意见稿》第三十五条在《第二次征求意见稿》的基础上新增要求衍生品经营机构应当使用对冲专用账户进行对冲交易，且不得直接根据交易者指令进行对冲交易。而此并非新要求，如《证券公司收益互换业务管理办法》第三十四条、《证券公司场外期权业务管理办法》第三十五条及《期货风险管理公司衍生品交易业务管理规则》第五十一条均要求证券公司及期货公司不得直接根据投资者指令进行对冲交易，不得依照客户指令使用客户保证金。

(十二) 跨境监管

《第二次征求意见稿》	《第三次征求意见稿》
第四十八条 境外经营机构在境外开展衍生品交易，其对冲交易发生在境内的， 应当遵守本办法第十一条规定。 在境外开展与境内标的物相关的衍生品交易的，应当遵守本办法第十三条至第二十二条等有关规定。	第五十四条 境外经营机构在境外开展衍生品交易，其对冲交易发生在境内的， 中国证监会依法与境外有关监督管理机构加强监管合作。
/	第三十三条 衍生品经营机构参与跨境衍生品交易业务的，应当加强合规管理和风险防范，按照规定向衍生品交易报告库报告有关交易信息，向中国证监会和衍生品行业协会报送有关业务信息。

前两次征求意见稿均规定了明确的域外适用条款，要求境外经营机构在境外开展衍生品交易，其对冲交易发生在境内的，需遵守相关条款。《第三次征求意见稿》大幅度弱化了域外适用效力，仅规定证监会依法与境外有关监督管理机构加强监管合作，不再要求境外机构遵守《第三次征求意见稿》的规定。

但《第三次征求意见稿》仍未解决下列问题：

- (1) “境外经营机构”的定义：“境外经营机构”缺乏明确的定义及范围界定；
- (2) 关于“对冲交易发生在境内”的歧义：对冲可以通过多种方式进行，一笔交易与对冲交易之间不一定存在一对一或背对背的关系。例如，对冲可以在投资组合的基础上进行（即经纪交易商首先对其所有的客户的交易进行净额计算，然后选择仅对冲净风险敞口）或以代理方式进行（即对冲方使用指数等代理对冲而不是直接个股对冲），由于该等不确定导致境外经营机构较难正确理解触发此条款适用的情形。

《第三次征求意见稿》第三十三条进一步要求衍生品经营机构参与跨境衍生品交易业务的需按照规定向衍生品交易报告库报告有关交易信息，向证监会和衍生品行业协会报送有关业务信息。

三、展望

证监会关于衍生品交易规则的三次征求意见，足见证监会对于此首部衍生品交易新规的重视，三次征求意见稿的不断修订也体现了市场机构对于新规的关注及证监会广泛吸纳社会意见的姿态。《第三次征求意见稿》在前两次意见稿的基础上再次进行了大幅优化，我们将持续关注新规进展并及时与各位分享我们的见解。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

郑婷

电话： +86 21 6080 0203

Email: ting.zheng@hankunlaw.com