

# 衍生品市场中央对手方风险治理的困境与出路

刘 竹

(辽宁大学,沈阳 110036)

**内容提要:**2008 年全球金融危机之后,中央对手方机制在维护金融稳定方面发挥了不可替代的作用,但其在防范系统性风险的同时也将风险集中在自身。本文通过分析中央对手方的风险机理和内在功能,提出衍生品市场风险治理的创新思路,并结合《金融市场基础设施原则》《欧洲市场基础设施规则》《多德—弗兰克法案》等域外法律的规定,构建我国中央对手方的法律监管框架。

**关键词:**中央对手方 风险机理 内在功能 风险治理 法律应对

**中图分类号:**F831.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2021)11-0093-08

19 世纪,现代中央对手方前身出现的目的是为了抵销在大宗商品市场中的交易对手方的风险,中央对手方在很长时间里主要应用于场内间交易并且已经形成了一套较为成熟的监管标准,而场外衍生品市场监管还处在一个改革变化的过程中。1998 年,国际支付结算体系委员会(CPSS)和全球金融体系委员会(CGFS)发布《场外衍生品:清算程序和对手方风险管理》报告,明确提出在场外衍生品交易中实行中央对手方清算机制。2008 年全球金融危机之后中央对手方因其成功管理了雷曼兄弟破产事件,降低了金融市场的系统性风险而得到了政策制定者和监管者的高度重视。在《G20 匹兹堡峰会领导人宣言》中,世界各国进一步认同了中央对手方机制在衍生品市场中的风险防范作用。2012 年,国际支付结算体系委员会(CPSS)和国际证监会组织(IOSCO)联合发布的《金融市场基础设施原则》(PFMI)将金融市场基础设施分为支付系统、中央证

券存管系统、证券结算系统、中央对手方和交易数据库。《金融市场基础设施原则》也对中央对手方的含义进行了比较全面的界定。从微观经济角度来看,中央对手方通过降低交易对手的风险和优化资本的使用来达成交易;从宏观经济角度来看,中央对手方在保持市场流动性的同时,为市场提供稳定性、系统性的保障。因此,中央对手方已成为现代金融市场基础设施的核心之一。

## 一、中央对手方的风险机理

### (一)风险分散与风险集中的二元悖论

中央对手方清算机制的本质并非风险的消除,而是将风险进行了转移,其通过独特的担保方式将原本分散的各个市场参与者之间的信用风险集中于中央对手方清算所,对外部风险进行了内部化处理。因此,根据风险守恒定律,通过风险的集中,中央对手方将市场参与者之间的信用风险转化成流

[收稿日期]2021-05-15

[作者简介]刘竹,法学院博士研究生,沈阳农业大学经济管理学院讲师,研究方向为经济法。

动性风险、法律风险、操作风险等多种形式。也就是说,中央对手方在减少和防范各类风险的同时,也间接将其自身演变成一个具有“太大而不能倒”性质的系统性风险机构。1987 年在全球股灾的影响下,香港期货交易所也遭受了史上最严重的一次考验。在全球股市持续下跌形势的带动下,香港期货交易所出现了多方会员违约的情形,加上保证金、违约基金的不足,香港期货交易所无法履行其合同项下的义务,最终导致被迫关闭。因此,一旦中央对手方发生危机,将会对整个金融市场乃至世界经济造成巨大的冲击,甚至形成系统性金融风险。中央对手方风险集中管理的运作机制与传统的风险分散理念是相矛盾的,也就是风险防范的目标与风险集中清算之间存在矛盾。

## (二)统一监管框架下的局限性和脆弱性

自 2008 年全球金融危机之后,中央对手方清算机制越来越得到金融市场和金融监管机构的认可。在中央对手方清算机制下,中央对手方清算所将原始合同拆分为两份新合同,并在原始当事人之间进行干预,成为原始卖方的新买方和原始买方的新卖方。也就是说,原始买卖双方之间的合同法律关系变成了卖方与中央对手方、中央对手方与买方的两份新的合同法律关系。中央对手方与原始的买卖双方之间不再适用买卖双方达成的交易合同,而是适用中央对手方清算所的清算协议和清算规则。在一般买卖双方之间的场外交易中,交易合同往往是由买卖双方所共同协定的,这就会造成合同的相对不公开、不透明性。而统一、标准化的监管似乎是抵御系统性风险的最佳解决方案。但是,作为一种自发的秩序,金融系统的特点是高度复杂的,这使得不同的单一要素将如何相互作用变得难以预测。哈耶克认为,我们一般只能确定复杂现象的抽象特征,而不能确定每个元素所处的特定环境。他认为自发的秩序是由个体期望决定的个体行为之间的动态平衡,遵循某些行为规则的单个元素之间相互依存关系的方式就是要允许秩序的演变和改进。相反,标准化的立法可能会阻碍改进的过程,并使得秩序在金融交易的压力下变得更加脆弱。因此,统一的监管框架限制了创新,并阻碍形成不同问题的

解决方案。换句话说,中央对手方清算所统一的监管协议和监管规则有其自身的局限性和脆弱性。布鲁诺·莱奥尼认为,由于后果的不可预测性,集中统一的监管造成了长期的不确定性。强制性的中央结算框架并不是降低系统性风险的适当工具,它使法律秩序之间的竞争陷入瘫痪的状态,并使整个金融系统变得更加脆弱,尤其是在中央对手方破产的情况下。例如,中央人民银行规定:“自 2014 年 7 月 1 日起,金融机构之间新达成的,以 FR007、Shibor\_ON 和 Shibor\_3M 为参考利率的,期限在 5 年以下(含 5 年)的人民币利率互换交易,凡参与主体、合约要素符合上海清算所有关规定的,均应提交上海清算所进行集中清算。不能进行集中清算的,应向中国人民银行说明。”但在实践中,当银行为不同的客户量身定制某款产品时,事先拟定好的标准化合约条款几乎不可能满足客户在风险对冲时候的相关要求。因此,由于在实践中央行设定了标准化的交易模式,中央对手方制度无法覆盖相关市场的所有交易。综合多方面因素的考量,各国领导人在 G20 峰会上达成共识,并非所有的场外衍生品交易都必须通过“中央对手方”的清算体系进行集中清算,可以允许非标准化的场外衍生品交易不通过“中央对手方”机制进行清算。但与此同时,为了防止各方当事人通过其他途径规避强制清算的义务,各国领导人在 G20 匹兹堡峰会中又明确声明,无法通过“中央对手方”进行集中清算的非标准化场外衍生品交易,需要满足更高的资本充足率要求。

## (三)自律管理权与行政监管权的配置不协调

中央对手方的自律管理权在实践中来源于两个部分:一是来源于契约的约定,例如伦敦清算所(LCH.Clearnet)通过与会员缔结入场协议,使中央对手方的自律管理权获得会员私权利的让渡;二是中央对手方的自律管理权来源于法律的授权,例如我国的《期货交易管理条例》《期货交易所管理办法》中都明确规定了中央对手方的自律管理权。因此,中央对手方自律管理权的法律属性可以界定为介于政府和市场之间的、基于公权力与私权利让渡的混合体。中央对手方作为公权力和私权利的混合体,承担着部分公法意义上的监管职责,其自律管

理权必然会与行政监管权产生冲突与不协调。中央对手方的自律管理权与行政监管权二者之间或者表现为行政监管权的过度扩张,或表现为行政监管权的缺位,也可能表现为二者之间界限不清,出现监管漏洞和监管重叠等现象。中央对手方自律管理权与行政监管权二者的不协调之处,在我国的衍生品市场中也有所体现。首先,无论是我国的场内衍生品市场,还是场外衍生品市场,都存在对监管权的规定过于模糊、笼统。因为金融立法存在较强的专业性和易变性,所以为了规章制度能够尽快出台,在实践中多采用以规章的形式进行立法,甚至还存在“通知立法”的形式。这样一方面无法形成上位法与下位法、一般法与特别法相结合的完整法律体系;另一方面按照我国《立法法》的相关规定,部门规章及以下的立法在操作执行上也存在很大的局限性。其次,中央对手方与监管机构的关系实质上已经异变为领导与被领导的关系。以上海清算所为例,其发起人主要是央行出资企业、央行直属机构等,由此可以看出,上海清算所实质上已经间接成为央行所控制的企业。

## 二、中央对手方的内在功能

### (一)宏观审慎监管框架

对于中央对手方而言,许多在微观审慎层面上看起来十分合理的政策,从宏观角度来看却可能存在一定的风险。这是由于各个金融机构和金融市场之间不仅相互联系紧密,而且在面临相同的经济风险因素和冲击时可能引发连锁反应,因此,宏观审慎监管框架正努力避免这种情况的发生。从系统性风险角度看,风险可能在中央对手方会员之间相互传染,即所谓的连锁系统性风险,这种风险意味着一个清算会员违约可能导致其他会员无法如期履行义务甚至出现违约。如果是大型机构发生违约,还可能造成信息的不对称,导致交易的冻结进而引发市场的流动性短缺甚至是市场崩溃。更为复杂的是,这些监管目标和任务在每个地区都是在不同的组织机构和法律框架下推动实现的,因此采用的监管方式和监管工具的差异很大。宏观审慎监管框架的建立给中央对手方的监管增加了另一个维度。在

宏观审慎监管下,政策制定者和监管者的监管目标是防止系统性风险的积聚。因此,中央对手方通过高效、透明、有序的违约处置机制,控制价格波动、防止出现大型会员违约的极端价格走势,降低甚至完全消除市场出现违约的可能性,从而避免金融领域乃至整个实体经济受到冲击,维护金融体系的稳定。

### (二)会员资格

中央对手方清算所对清算成员施加会员资格要求是发挥其内在功能的重要保障。并非所有市场参与者都可以直接获得中央对手方的清算服务,只有合格的金融机构才能获得中央对手方清算所的服务许可。为了使中央对手方清算所能够正常运营,清算所在制定会员标准方面有严格的要求和限制:首先,要成为中央对手方清算所的会员必须达到资本充足率的要求;其次,中央对手方清算所有权查阅会员的会计账簿,并定期对会员的财务信息进行披露;第三,中央对手方清算所会定期监控内部风险管理规则的实施效果,如果清算所会员未能遵守清算所内部规则手册中包含的审慎标准,中央对手方清算所有权暂停或撤销其会员资格;第四,清算所的会员必须同意接受会员身份所附带的所有条件的约束并遵守这些条件。因此,中央对手方清算所的运行机制就是将其中一个或多个会员违约造成的损失内部化,同时将非违约会员的损失共同化。换句话说,参与风险共担机制是成为中央对手方清算所会员的必要条件。

### (三)违约损失分摊规则

中央对手方清算所的保证金要求是抵御交易对手违约风险和作为微观审慎风险管理的重要工具。中央对手方清算所收取保证金作为抵押品,以保证清算头寸和未平仓头寸的履行。保证金以初始保证金(initial margin)和变动保证金(variation margin)两种类型来担保对冲清算交易的风险。初始保证金反映了市场波动、基础交易的风险以及清算方的信誉。更具体地说,在履行合同或结算会员违约时,初始保证金旨在涵盖结算头寸平仓和清算之间可能出现的风险敞口。变动保证金是一种动态保证,它反映了清算头寸的市场波动价值,变动保证金通常是每日内重新计算并按市价来计价,它可以保障清

算所能够更有效地应对市场风险。保证金制度在发挥内在价值功能的同时,要遵循以下原则:一是保证金要与清算所、清算会员的自有资产实现严格的隔离,确保保证金的独立性和安全性;二是要提供价值稳定、流动性强的担保物作为保证金;三是保证金的收取和处分要排除破产法撤销权的适用,实现破产隔离。

除了保证金之外,中央对手方清算所还建立了违约担保基金来作为风险缓解机制。违约担保基金作为一种损失分担机制,使清算成员之间的损失相互化。当违约清算成员的保证金不足以弥补违约损失时,违约担保基金开始进行干预。违约担保基金作为一种相互化手段,提供一种反周期性的、预先提供资金的缓冲模式,以防止清算所范围内的所有会员不会因为一个或多个会员的违约而遭受损失。各个会员必须按照其提交集中清算的交易组合的数量和风险比例缴纳担保基金。担保基金通常以错开的方式进行使用。如果在使用了违约会员的所有保证金后,清算所仍然需要额外的资金来弥补违约会员的损失时,则先使用违约会员担保基金。然而,当违约会员的担保资源耗尽时,中央对手方清算所可以通过使用自有资本来内部化剩余部分损失。只有当一个或多个清算会员的违约情况非常严重,以至于清算所上述所有防线都被突破时,违约成本才会最终转嫁给非违约会员,担保基金在所有非违约会员中按比例分担超额损失。

中央对手方清算所违约损失分摊规则的最后一道防线是对非违约会员的评估权。在所有上述违约担保机制启动后仍不能弥补损失,中央对手方有权要求非违约会员提供额外的财务资源,以防止损失在市场蔓延并达到系统性风险的规模。

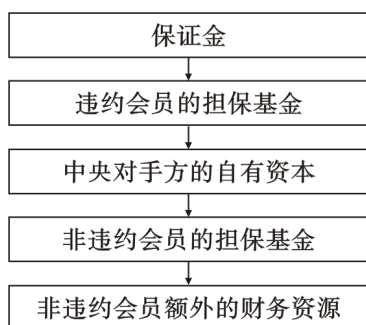


图1 违约损失分摊规则

#### (四)净额结算制度

中央对手方清算所实行的是多边净额结算制度。首先,在多边净额结算制度下,中央对手方简化了原本无数个交易网络的复杂性和相互关联性,替代了原有的买卖双方承担了交易的结算风险。其次,多边净额结算制度实现了净额轧差效果的最大化,进而降低了对市场参与者资金的占用。第三,多边净额结算制度可以比其他结算方式更全面、更准确地公开清算市场的信息。第四,中央对手方的多边净额结算制度以结算的终局性为前提。结算终局性是指对于已经达成的交易,一旦中央对手方以市场参与人为单位进行了净额轧差并支付,交易就具有终局性且不可撤销。如果法律上不能确保终止净额结算的最终性,那么一旦发生个别清算会员违约或破产,将危及整个市场的稳定,甚至有可能导致系统性风险的发生。

### 三、中央对手方风险治理的创新思路

(一)强制信息披露,统一中央对手方的控制权主体与最终风险承担主体

首先,中央对手方风险集中管理的运作机制与传统的风险分散理念相矛盾的首要原因是中央对手方与交易者之间的信息不对称,在信息不对称的情况下,中央对手方的安全作用与效率作用极易失衡。中央对手方风险管理信息的强制披露可以有效遏制交易者与中央对手方之间信息偏差带来的市场风险,从而促进中央对手方安全作用与效率作用的平衡发挥,防范系统性风险的发生。其次,中央对手方清算所控制权的分配主体和最终风险承担主体的不统一是导致其治理结构失衡、加剧道德风险发生的另一个原因。中央对手方清算所主要分会员制和公司制两种类型。会员制的中央对手方清算所的一个特点是控制权和风险承担主体进行了完美匹配,中央对手方清算所的会员既为公司提供股本,又承担公司的损失资本。而中央对手方清算所大多数采用公司制形式,清算所会员对清算所没有任何控制或监督权。会员在中央对手方清算所的治理或风险管理中也没有正式的作用,会员可以担任风险委员会的成员,可以向董事会提一些建议,但

他们的建议对股东或管理层不具有任何约束力,清算所的控制权及其董事会的选举权由清算所的股东保留,这是一种不平衡且存在潜在风险的所有权模式。为此提出如下解决方案:建立多方利益相关者的董事会。中央对手方清算所应采用反映其双层资本的混合治理结构,提高市场参与者在中央对手方清算所理事会和委员会中的代表权。这一政策选择将通过授予会员与向担保基金的出资额成比例的投票权,提高市场参与者的代表权。由于清算所将投票权按照股东的控股比例分配给了公司股东,因此也应该将投票权按照对担保基金的出资比例分配给清算所会员。

#### (二)充分发挥市场参与者的创造性和内生需求

应对中央对手方集中清算机制统一监管框架下的局限性和脆弱性的有效监管方式不应该是迫使市场参与者通过中央对手方清算其场外交易合约,而应是将中央清算的决定权留给市场参与者。场外交易参与者往往更有能力评估在哪些特定情况下,通过中央对手方集中清算交易会产生竞争优势。很多时候市场间的不透明性和市场参与者个人行为的随机性使立法者和监管者无法事先做出正确的预测,为了实现更稳定的金融市场,应当将监管重点从试图消除金融市场中的系统性风险转移到接受其作为一个不可预测的变化的衍生品交易市场。因此,充分发挥市场参与者的创造性是应对中央对手方清算机制统一监管框架的局限性和脆弱性的有效方式,在中央对手方的风险监管中应将由国家政策推动逐步转向市场的内生需求和创造。

#### (三)明确自律管理权与行政监管权协作、制衡的共同价值

中央对手方的自律管理权与行政监管权应进行合理配置。在全球金融市场当中,政府主导与市场主导二者之间并非一成不变,在二者的交替博弈与变化中,始终遵循着协作与制衡这样一个宗旨目标。在成熟的市场国家中,自律管理权与行政监管权大体上处于均衡状态。只有充分发挥中央对手方自律管理权与行政监管权二者协作、制衡的共同价值,才能有利于市场的繁荣。一方面,国家的行政监管权是维护公共利益、保护投资者的必不可少的手

段,另一方面,监管主体在实施行政监管的同时,同样存在失灵问题,中央对手方的自律管理权能够弥补行政监管权的不足。首先,应充分发挥中央对手方自律管理权与行政监管权的信息协作机制以应对衍生品市场信息不对称、不透明而产生的风险。其次,应建立中央对手方自律管理权与行政监管权二者的权力制约机制,中央对手方自律管理权与行政监管权二者通过不断的博弈与约束来修正权力行使的合理边界,最终达到一个稳定和最优的状态。

#### (四)以区块链推动中央对手方的金融新基建发展

相比传统的基建,新基建是以新发展理念为引领,以技术创新为驱动,以信息网络为基础,面向高质量发展需要,提供数字转型、智能升级、融合创新等服务的基础设施体系。而金融行业也迫切面临数字化的转型升级,从根本上要求金融业的基础设施也能适应新型金融业态、模式和服务的需要。基于区块链的新型金融市场基础设施已经引起国内外的广泛关注,在这样一个时代背景下,“金融新基建”应运而生。将区块链技术应用于中央对手方这样的金融新基建,有一定的价值优势。第一,区块链能够实现无需合约替代的点对点交易。在区块链的技术下无需中央对手方充当买方的卖方和卖方的买方来进行合约替代,每一个交易主体都可以在区块链的节点上进行集中清算,这解决了目前很多国家在法律层面上没有中央对手方结算法律基础的缺陷和中央对手方介入交易在法理上的困境。第二,将区块链技术应用于中央对手方可以简化操作、提高效率。将区块链的分布式分类账的技术应用于中央对手方,可以启动实时多方跟踪和管理,实现买卖双方之间点对点的资金转移,减少了交易时间,提高了交易效率。第三,区块链的分布式分类账的技术可以大大提高市场中交易者与中央对手方之间的透明度。中央对手方之所以聚集大量风险的本质原因是中央对手方与交易者之间不能够实现完全的公开化、透明化,中央对手方清算机制中心化的账本性质,也为信息不对称创造机会。但是去中心化的账本是公开的,任何人都可以查看到交易记录,透明度很高,便于监管和决策层通过大数据

分析的手段监控中央对手方和交易者之间的交易行为和状态。第四,区块链可以实现中央对手方清算中的担保交收功能。保证金和违约担保基金在保障中央对手方集中清算顺利进行的同时会造成资金的流动性降低,给交易者带来额外的成本,区块链技术可以代替保证金制度在中央对手方清算所预防违约中发挥重要作用。因为在区块链技术下,资金是以数字化的形式存在的,并在交易达成后自动嵌入智能合约,资金自动转移至交易对手的账户;当交易失败时,资金会自动返回原来账户。这样区块链就以一种特殊形式代替保证金制度为中央对手方提供了等额担保,也可以回避现有中央对手方违约损失分担规则中的一些缺陷性问题。

美国、澳大利亚、瑞士、德国等国已将区块链技术应用于金融市场基础设施当中,而《统筹监管金融基础设施工作方案》的出台,为我国金融新基建的发展提供了政策和法律上的支撑。2020年4月20日,国家发改委在例行新闻发布会上正式将区块链纳入新基建范围。区块链技术是数字经济和数字金融的信息基础设施的新技术之一,以区块链为基础的信息基础设施将重构一套适合数字经济发展和转型的金融新基建。

#### 四、中央对手方风险治理的法律应对

##### (一)部分国际经验做法

##### 1.以《金融市场基础设施原则》为监管准则

2004年,支付结算体系委员会和国际证监会组织根据证券结算系统建议,发布了《关于对中央对手方的建议》,提出了旨在解决中央对手方面临的主要风险的15条建议并评估了中央对手方是否符合每条建议的方法。2009年,《关于RCCP在场外衍生品中央对手方中应用的建议指南》发布。2012年发布的《金融市场基础设施原则》也对中央对手方给予了明确的界定。中央对手方可以通过合约更替、公开要约或具有法律约束力的其他方式与市场参与者进行交易。

2012年,国际支付结算体系委员会和国际证监会组织联合发布的《金融市场基础设施原则》作为国际层面上金融市场基础设施领域最权威的准则,

代表着监管界对金融市场基础设施的基本监管目标和价值取向,有助于识别和消除原有的国际标准之间的差异,对各国的金融市场基础设施的立法框架和监管依据给予了更为详细的参照标准。《金融市场基础设施原则》重点阐明了金融市场基础设施是风险聚集地,要充分发挥市场力量和政府规制二者之间的作用关系来维护金融稳定,防止发生系统性风险。《金融市场基础设施原则》包含24条原则,重点强调对系统性风险、信用风险、流动性风险、法律风险、操作风险、托管投资风险、一般业务风险等七类风险的规制。其中,防止金融体系不发生系统性风险是核心目标。因为一旦触发系统性风险,会对金融系统带来全面性破坏并产生不可逆转的后果。《金融市场基础设施原则》还明确规定中央对手方清算所可以进一步细分为合格中央对手方清算所与不合格的中央对手方清算所。如果要成为合格的中央对手方清算所,需符合监管当局公开认定的标准,获得开展相关业务的行政许可,并遵循《金融市场基础设施原则》的底线要求。

2015年,支付结算体系委员会和国际证监会组织在《金融市场基础设施原则》的基础上进一步细化其体系标准,专门发布《中央对手方公开量化披露标准》,提出中央对手方应满足的披露数据最低要求。2017年,支付结算体系委员会和国际证监会组织发布了《咨询报告:中央对手方监管压力测试框架》,对金融市场基础设施中的原则及要点、中央对手方韧性的提高和抗压能力的恢复作出了规定。

对于中央对手方来说,风险更多暴露在违约的发生阶段,信用风险是其关注的核心。但这仅仅是从微观个体角度来分析的,从宏观金融市场安全角度来看,系统性风险的预防和治理依然是重中之重。在关注金融市场基础设施的各类风险的同时,应以系统性风险为主线,针对不同类型金融市场基础设施的不同风险进行个体化、差异化的处理。

2.欧盟《欧洲市场基础设施规则》对风险的聚焦  
《欧洲市场基础设施规则》(EMIR)的制定是为了履行二十国集团(G20)所达成的共识,其本身是由2012年《欧洲议会和理事会第648/2012号关于场外衍生品、中央对手方及交易信息库的准则》及



一系列相关配套规则和具体监管措施组成。《欧洲市场基础设施规则》授权欧洲证券与市场管理局(ESMA)对衍生品市场进行统一监管。《欧洲市场基础设施规则》最重要的立法目的是通过确保场外衍生品得到集中清算,提高场外衍生品市场的稳定性和透明度。《欧洲市场基础设施规则》实施了三项新的监管要求:交易报告、清算和风险缓解。首先,提高市场的透明度,要求向交易数据库报告所有欧洲衍生品交易对手的数据和其他共同信息。其次,要求所有标准衍生品合约均由中央交易对手方清算所进行清算。再次,对于中央对手方未批准的场外交易合同,将适用风险缓解要求。《欧洲市场基础设施规则》(EMIR)还承认欧盟以外的中央交易对手方,这一承认务必基于第三国遵守与《欧洲市场基础设施规则》要求相当的法律和监督安排的基础上。欧盟在2016年发布的《中央对手方恢复与处置规则》中,对中央对手方的监管规则又进行了细化。2019年6月,欧盟又对《欧洲市场基础设施规则》进行了修订,旨在简化衍生交易对手的规则和监管要求,同时不损害《欧洲市场基础设施规则》的核心要求。

### 3.美国《多德—弗兰克法案》对风险的规制

美国对于中央对手方的监管是由美国联邦储备委员会(FRB)、证券交易委员会(SEC)和商品期货交易委员会(CFTC)三家机构合力完成。2010年通过的《多德—弗兰克法案》(Dodd-Frank Act)与衍生品市场中央对手方最相关的两个部分内容主要集中在第七章和第八章。第七章“华尔街透明度和问责制”对中央对手方清算所进行了规定,并为其制定了一般性原则。第七章将场外衍生品市场的监管责任主要分配给商品期货交易委员会(CFTC),但也赋予美国证券交易委员会一小部分监管责任。第七章同时规定了场外衍生品通过向监管机构和公众报告交易情况来解决其不透明性问题。为了降低交易对手的信用风险和运营风险,第七章还强制规定标准化掉期合约必须在中央对手方清算所进行交易,并对未清算的掉期合约规定了保证金要求,这些要求的提出加强了整个衍生品市场的稳定

性。第八章“付款、清算和结算监督”对金融市场基础设施进行了定义,同时也为中央对手方清算所创建了一个监管框架,还进一步授权美国商品期货交易委员会、美国联邦储备委员会和美国证券交易委员会为指定的金融市场事业单位(FMUs)规定额外的风险管理标准。这些标准包括与财务资源、系统性保障、未弥补损失的特殊违约规则和程序、风险管理、额外信息披露相关的实质性要求。

### (二)加快构建我国中央对手方的法律监管框架

我国作为国际清算银行支付结算体系委员会(CPSS)和国际证监会组织(IOSCO)的正式成员参与起草了《金融市场基础设施原则》未来我国关于中央对手方的相关立法也将在该原则的框架下细化和展开。第一,当前我国场外衍生品交易中关于中央对手方监管的相关法律法规有《期货交易管理条例》《证券登记结算管理办法》《银行间市场清算股份有限公司业务监督管理规则》(银发〔2011〕73号)《中国人民银行办公厅关于实施〈金融市场基础设施原则〉有关事项的通知》(银办发〔2013〕187号)《中央交易对手风险暴露资本计量规则》(银监发〔2013〕33号)《中国人民银行关于建立场外金融衍生产品集中清算机制及开展人民币利率互换集中清算业务有关事宜的通知》(银发〔2014〕29号)等,但相关法律规范的立法位阶较低,很多文件甚至连部门规章的层级都达不到,仅仅局限在规范性文件的层级,规范性文件的效果类似于行政管理性文件而非普遍适用的法律规范,无法与其他高层次的制度相抗衡。因此,在构建我国衍生品市场中央对手方法律监管框架时,应以较高的法律位阶形式予以明确,要从基本法律、行政法规、部门规章、规范性文件、自律规则等层面上,形成逻辑严密的规则体系。第二,中央对手方制度在立法过程中应注重法律的可操作性、细化法律条文。在建立中央对手方制度统一的法律法规和指引过程中,应当确保机构准入、业务规则、风险控制、系统安全、信息披露、财务担保、审查评估、风险处置等相关机制的可操作性,从而为市场主体提供明确的指导。第三,做好中央对手方制度与相关法律制度的衔接和完善。2020

年3月1日起施行的新《证券法》已在第158条中规定了证券登记结算机构作为中央对手方提供证券结算服务的制度安排。未来,《中央银行法》《商业银行法》《公司法》《企业破产法》的修改以及正在起草制定的《期货和衍生品法》,应充分考虑这些法律与中央对手方机制的衔接问题,避免出现法律规定之间的冲突和不一致。第四,在当前的宏观审慎监管下,应将中央对手方的相关配套制度如会员资格、损失分担机制、净额结算制度等在法律法规中予以明确。

## 参考文献:

- [1] 卜学民.论区块链对中央对手方结算的挑战及其应对[J].北方法学,2019(6).
- [2] 姜宇.衍生品市场中央对手方机制矛盾论:问题剖析与法律纾解[M].上海:上海人民出版社,2018.
- [3] 卢文道.证券交易所自律管理理论[M].北京:北京大学出版社,2008.
- [4] 胡滨.中国金融监管报告(2019)[M].北京:社会科学文献出版社,2019.
- [5] 欧阳日辉.区块链是金融“新基建”的基础设施[J].科技与金融,2020(6).
- [6] 涂晟,马其家.论中央对手方清算制度中的潜在风险及完善对策[J].山东社会科学,2015(10).
- [7] 岳彩申.金融市场基础设施监管的实践与挑战——互联网时代金融风险防范的新框架[M].北京:法律出版社,2020.
- [8] 叶林.金融基础设施的金融法解读[J].社会科学,2019(11).
- [9] 姚前.基于区块链的新型金融市场基础设施[J].中国金融,2019(23).
- [10] 余滔.“不完全契约”视角下场外衍生品的履约机制研究[J].法学,2019(10).
- [11] 周成杰.《欧洲市场基础设施规则》评述——兼论对中国金融市场主体的影响与启示[J].法商研究,2014(5).
- [12] 赵国富.衍生品市场清算所风险的法律规制——以中央对手方为中心[M].北京:法律出版社,2018.
- [13] 邹启钊.期货市场中央对手方:制度内涵与法律基础[J].法学家,2015(4).
- [14] 钟维.期货市场中央对手方:理论内涵、实践功能与制度建设[J].证券法律评论,2018(00).
- [15] 钟维.期货市场中央对手方制度研究[J].社会科学,2015(12).
- [16] 朱小川.我国金融市场基础设施管理:现状、难点和立法路径[J].西南金融,2020(4).
- [17] 张阳.金融市场基础设施论纲:风险治理、科技革新与规制重塑[J].经济法学评论,2018(2).
- [18] 郑彧,季奎明,曾大鹏.金融市场基础设施的法律保护——现状、冲突与改进[M].上海:上海人民出版社,2018.
- [19] 周仲飞,李敬伟.金融科技背景下金融监管范式的转变[J].法学研究,2018(5).
- [20] 陈柯晔.论我国金融衍生品市场中央对手方自律管理权与行政监管权的配置[J].上海金融,2017(4).
- [21] 季奎明.金融市场基础设施自律管理规范的效力形成机制[J].中外法学,2019,31(2).
- [22] 卢文道.证券交易所及其自律管理行为性质的法理分析[J].证券法苑,2019,(3).
- [23] 谢伟.完善人民币利率互换集中清算机制[J].中国金融,2019,(21).
- [24] Diehl M,KabadjovaBA,Heuver R,Jaramillo S M.Analyzing the Economics of Financial Market Infrastructures[M]. Business Science Reference Press,2016.
- [25] Deloitte Touche Tohmatsu Limited.The Future of Financial Market Infrastructure:An Ambitious Look at How Blockchain Can Reshape Financial Services[R]. the Future of Financial Services Series Press,2016.
- [26] Gregory J.Central Counterparties Mandatory Clearing and Bilateral Margin Requirements for OTC Derivatives[M].Times by Sparks Press,2014.
- [27] McNamara S.Financial Markets Uncertainty And the Rawlsian Argument for central Counterparty Clearing of OTC Derivatives [J].Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy,2014(28).
- [28] Lee R.Running the World's Markets:The Governance of Financial Infrastructure [M].Princeton University Press,2011.
- [29] Tanega J,SaviA.Central Clearing Counterparties for OTC -Users:A Theoretical framework Methodological Limits of the Recent Macro -Prudential Initiatives [J]. New York University Journal of Law & Business,2017(13).
- [30] WalchA.The Bitcoin Blockchain as Financial Market Infrastructure:A Consideration of Operational Risk [J]. New York University Journal of Legislation and Public Policy,2015(18).
- [31] SaguatoP.The Unfinished Business of regulating clearinghouses[J].Columbia Business Law Review,2020(2).

【责任编辑 陆成林】