

# 期货市场中央对手方制度研究<sup>\*</sup>

钟 维

**摘 要:** 我国期货市场现行制度规则, 以及司法机关都将期货结算机构视为期货交易的一般保证人, 认为其承担的是相应的保证责任。然而, 作为一种国际趋势, 结算机构在期货交易中应当处于中央对手方的法律地位, 其所承担的是直接的合同责任。通过中央对手方制度, 可以实现多边净额结算, 提升市场流动性; 管理对手方风险, 确保合约履行; 解决对冲平仓交易与《合同法》的矛盾问题; 解决合约交割时结算机构的请求权问题; 以及对场外衍生品市场的延伸监管。在我国《期货法》中应当建立以合约更替为基础的中央对手方制度, 除适用于场内交易以外, 还应将场外部分具有期货交易特征的衍生品交易纳入中央对手方结算体制。此外, 还应成立统一的期货结算所, 以便其在校内和场外市场统一行使中央对手方的职能。

**关键词:** 中央对手方; 期货交易; 期货结算; 多边净额结算

**中图分类号:** D912.287 **文献标识码:** A **文章编号:** 0257-5833(2015)12-0090-08

**DOI:**10.13644/j.cnki.cn31-1112.2015.12.010

**作者简介:** 钟 维, 中国人民大学法学院博士研究生 (北京 100872)

期货市场作为多层次资本市场的重要组成部分, 发挥着风险管理和价格发现的功能, 对我国资本市场立体化发展以及争夺国际大宗商品定价权等都具有非常重要的意义。在全国人大财经委员会召开的《证券法》修改和《期货法》起草组成立暨第一次全体会议上, 《期货法》被列入十二届全国人大常委会立法规划, 该法的立法工作正式启动。期货结算贯穿于期货交易的始终, 因此在期货立法的过程中, 期货结算法律制度就成为了一个讨论的重点问题。而作为期货结算制度的核心, 结算机构的法律地位及责任问题对期货交易各方权利义务、期货结算效率以及期货市场风险管理等问题都有着莫大的影响。而我国期货市场现行制度规则以及司法机关在这一问题上的观点是否妥当, 在立法的过程中则不可不察。

## 一、关于期货结算机构法律地位及责任的制度现状

我国期货市场关于期货交易的基本法律目前还在制定中, 但是在行政法规、规章、司法解释、交易所规则等层面都有涉及到结算机构法律地位及相关责任的制度规则。在我国, 期货结算机构是期货交易所的内设机构, 由交易所作为结算机构对外的代表并承担责任, 因此这些条文中

收稿日期: 2015-09-20

<sup>\*</sup> 本文系教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“期货期权市场法律制度研究”(项目编号: 14JJD820007)的阶段性成果。

的期货交易所也就承担了本文所讨论的期货结算机构的职能。

《期货交易管理条例》第 37 条第 1 款规定“会员在期货交易中违约的, 期货交易所先以该会员的保证金承担违约责任; 保证金不足的, 期货交易所应当以风险准备金和自有资金代为承担违约责任, 并由此取得对该会员的相应追偿权。”仅从这一规定来看并不能明确期货交易所的法律地位, 但《期货交易所管理办法》第 84 条将违约会员的自有资金加入了承担违约责任的财产范围, 并置于会员保证金之后和结算担保金之前, 并且《最高人民法院关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》第 48 条规定期货交易所应当代期货公司承担违约责任, 履行给付义务, 未履行造成交易对方损失的应当承担赔偿责任。由此, 这三个条文共同组成的制度规范就是: (1) 期货交易所会员在期货交易中违约的, 应当承担违约责任, 期货交易所应当代违约会员履行义务。期货交易所先以违约会员的保证金承担该会员的违约责任, 保证金不足的, 实行全员结算制度的期货交易所应当以违约会员的自有资金、期货交易所风险准备金和期货交易所自有资金承担; 实行会员分级结算制度的期货交易所应当以违约会员的自有资金、结算担保金、期货交易所风险准备金和期货交易所自有资金承担。期货交易所代违约会员履行义务后, 有权向其追偿。(2) 期货交易所未代违约会员承担履行义务的违约责任, 造成交易对方损失的, 期货交易所应当承担赔偿责任, 之后有权向该违约会员追偿。

这个制度组合很接近《担保法》第 17 条所规定的一般保证。但依据该条第 2 款, 一般保证的保证人在主合同纠纷未经审判或者仲裁, 并就债务人财产依法强制执行仍不能履行债务前, 对债权人可以拒绝承担保证责任。而在前述制度规则中, 期货交易所承担责任是不以这些为前提条件的。不过依据该条第 3 款, 保证人以书面形式放弃前款规定的权利的, 保证人不得行使前款规定的权利拒绝承担保证责任。在这里, 所谓“书面形式”就是期货交易所的结算规则, 比如《中国金融期货交易所结算细则》第 73 条规定“结算会员无法履约时, 交易所按照有关规定依次采取下列保障措施: (一) 暂停开仓; (二) 强行平仓, 并用平仓后释放的保证金履约赔偿; (三) 动用该违约结算会员缴纳的结算担保金; (四) 动用其他结算会员缴纳的结算担保金; (五) 动用交易所风险准备金; (六) 动用交易所自有资金。交易所代为履约后, 取得对违约会员的相应追偿权。”<sup>①</sup>可见, 期货交易所通过结算规则排除了《担保法》第 17 条第 2 款的适用, 前述规则的组合符合了一般保证的构成要件。因此, 依据目前我国期货市场的结算制度, 期货结算机构在期货交易中处于一般保证人的法律地位, 并承担相应的保证责任。

在最高人民法院公报案例“中青基业发展中心诉平原总公司期货交易纠纷案”<sup>②</sup>中, 原审法院认为“在期货交易过程中, 期货交易所应承担保证期货合约履行的责任。任何一方不能如期全面履行期货合约规定的义务, 交易所均应代为履行, 其代为履行后, 取得对违约金的追偿权。”并依据这一规则认可了期货交易所对为会员垫付的违约金的追偿权, 这一认定得到了最高人民法院的维持。可见, 我国司法机关的见解与前述制度规则也是基本相同的。

## 二、中央对手方的理论内涵

证券和衍生品均有公开集中交易的形式, 在后者主要就是期货交易, 因此以证券和期货交易为代表的交易模式通常是学者对金融商品交易结构进行解说的典型。但是, 对类似证券和期货这样的金融商品的交易结构不能简单以买卖作为解说方式, 因为结算机构也参与到法律关系之中, 并在其中处于中央对手方的法律地位, 承担直接的合同责任。

### (一) 中央对手方的概念及法理基础

中央对手方 (Central Counterparty, CCP) 本身指的是一种结算制度, 在该制度中, 结算机

<sup>①</sup> 《上海期货交易所结算细则》第 78、79 条, 《大连商品交易所结算细则》第 84、85 条, 《郑州商品交易所结算细则》第 68、69 条中也有类似规定。

<sup>②</sup> 《中青基业发展中心诉平原总公司期货交易纠纷案》, 《最高人民法院公报》2005 年第 4 期。

构或通过介入原始交易并替代合同双方当事人地位的方式(原始交易对手之间的合同关系解除),或通过发出公开要约与双方交易者订立相对应的交易合同的方式,成为交易买方的卖方、卖方的买方,从而以本人名义直接对该双方交易者主张权利和承担义务。而当结算机构采用此种结算机制的时候,中央对手方一词就被用来指代结算机构本身。中央对手方最初只是作为回避信用风险的管理手段,后来逐渐发展成为符合市场交易效率和交易安全双重要求的法律技术手段,随后的各种结算规则也是在承认结算机构的中央对手方地位基础之上发展而来的<sup>①</sup>。

一般而言,期货结算机构确立中央对手方地位的法理基础主要包括合约更替和公开要约<sup>②</sup>。合约更替(Novation),大陆法系一般称为债的更新或更改<sup>③</sup>,我国学者则称之为合同更新<sup>④</sup>,是指当事人为成立新债而消灭旧债,以新债替代旧债的法律行为,在这一过程中,债的要素发生了变更,新债与旧债之间已经失去同一性。在合约更替制度下,首先由买方和卖方达成交易合同,之后中央对手方介入该合同关系,买方和卖方之间的原始合同被两份新合同取代而消灭,其中一份产生于中央对手方与买方之间,另一份产生于中央对手方与卖方之间,这两份合同的内容均与原始合同相同。公开要约(Open Offer),是指向不特定相对人发出的要约,此种要约向公众表达出了要约人愿意受其拘束的意思表示,以其形式表明了自身的不可撤销性。在公开要约制度下,中央对手方向市场上所有交易者公开发出要约,当市场上有买方和卖方提出的交易条款一致时(但合同未成立)立即自动以自己的要约与该双方交易者相匹配,以该交易条款为要约内容与买卖双方达成交易,而原始买卖双方之间则自始不存在合同关系。

两种确立中央对手方制度的理论相比较,合约更替比公开要约更为合理,理由在于:首先,当采用公开要约方式时,原始交易双方之间自始不存在合同关系,如果根据相关法律和交易规则,结算机构与原始交易者之间的期货交易合同无效或被撤销,或结算机构拒绝为交易者的该笔业务进行结算,那么该交易者也无法依据与另一方交易者的原始交易合同获得救济。而当采用合约更替方式时,此种情况的结果只是合约更替不发生,原始交易合同仍然有效,交易双方还可以依据原始交易合同进行双边清算。其次,对于中央对手方在场外市场发挥作用的情形,公开要约理论在解释上也存在着困难。在中央对手方运用于场外市场的情况下,实际是由交易双方首先达成交易,再把该项交易提交给结算机构进行结算,也就是说在提交中央对手方结算之前,交易双方之间已经存在了合同关系。但在公开要约的解释模型中,原始交易双方之间自始是不存在合同关系的,相关交易必须有结算机构的参与才能达成,这就在理论上产生了难以调和的矛盾。

## (二) 中央对手方的责任性质

作为中央对手方的结算机构,体现的是对原始合约的“担保”<sup>⑤</sup>。从金融学的角度来看,中央对手方确实发挥着履约担保的作用。然而在法学研究中,很多人对中央对手方所承担的责任性质往往不加以细究,也称其承担的是担保责任。笔者认为,履约担保是中央对手方的一种功能,但并非其法律地位,也并非其责任性质,不能以此来理解中央对手方的交易结构。在期货市场中,期货结算机构作为所有交易的中央对手方,所承担的责任应为直接的合同责任,而非作为保证人的一般保证责任。这两者之间在交易结构上的差别在于,当结算机构作为一般保证人时,对交易者的违约行为承担的是代为履行和赔偿的责任,并由此取得对违约方的追偿权,即只有在交易者不履行时才代为承担责任。而作为中央对手方的结算机构经由合约更替后实际上成为市场上

① 李萍萍《期货结算法律关系探讨》,《人民论坛》2010年第26期。

② Committee on Payment and Settlement System & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Recommendations for Central Counterparties*, p. 13.

③ 典型立法例,见《法国民法典》第1271—1281条,《日本民法典》第513—518条。

④ 参见王利明《合同法研究》(第二卷),中国人民大学出版社2011年版,第180—183页;参见崔建远《合同法》,北京大学出版社2013年版,第231—233页。

⑤ 参见唐波等《金融衍生品市场监管的法律规制:以场外交易为研究重点》,北京大学出版社2013年版,第61页。

所有交易者持有合约的对方当事人,并享有对所有交易者的请求权。在某个交易者发出期货合约行权通知时,合约履行的义务人应为结算机构。虽然结算机构可以凭其合同当事人地位所享有的请求权,指令任一相同期货合约的另一方交易者向行权人履行义务,但真正的责任人仍是结算机构。因为结算机构积累了数额巨大的保证金,资金实力雄厚,履约能力强,这样的制度安排对于守约方的利益保障才最有力。类似前文所列举的行政法规、规章、司法解释、交易所规则与中央对手方制度是不符的,结算机构对非违约方承担违约责任和对违约方行使求偿权分别是基于与这两方当事人的两个合约,而不是代违约方承担违约责任,并由此取得对该违约方的追偿权。在正式确立中央对手方制度以后,这样的规定应当予以废除或修改。

结算机构不是期货交易当事人而是担保人的观点,实际主要来源于《期货交易管理条例》第 10 条中“期货交易所履行下列职责:……(四)为期货交易提供集中履约担保”和“期货交易所不得直接或者间接参与期货交易”的表述。但此种解释与国际趋势并不相符,在期货法正式确立中央对手方制度并对之予以更妥当表述以前,现阶段对《期货交易管理条例》第 10 条的解释不应局限于字面文义,而应做实质性的体系解释:首先,所谓“提供集中履约担保”实为一种功能性的表述,指的是结算机构通过成为所有交易的对手方,将市场中的双边信用风险集中于自身,并运用自己较高的信用等级确保所有交易的履行,结算机构这一功能的发挥并不意味着它所充当的是保证人的角色。其次,从第 10 条最后“期货交易所不得从事信托投资、股票投资、非自用不动产投资等与其职责无关的业务”的规定来看,我们对前面的“直接或者间接参与期货交易”应当做限缩解释,即仅指投资性交易行为。而在中央对手方制度中,结算机构并非进行投资交易,它没有主动参与交易,其交易地位是依交易规则获得的,所谓交易行为是程式化的职责行为,最终的交易意思表示主体实际上只有期货交易者。由此,中央对手方承担的仅仅是合约不履行导致的信用风险,而不承担价格波动导致的市场风险。

### 三、中央对手方的实践功能

现今国际各主要期货结算机构都已经采用了中央对手方制度<sup>①</sup>,赋予结算机构中央对手方的法律地位也是国际上的普遍趋势<sup>②</sup>。但是,对中央对手方制度的采用并不仅仅是一个经验性的结果,这一制度的优越性体现在其功能上。

#### (一) 实现多边净额结算,提升市场流动性

在一对一交易的双边清算中,也可以实行双边净额结算,此即所谓的直接结算(Direct Settlement),但是多边净额结算,即理论上所称的完全结算(Complete Settlement),只能通过中央对手方来实现。多边净额结算可以减少一组交易结算时交割的次数,缩减付款的金额。中央对手方通过不同对手方之间合约的冲抵来实现多边净额结算,提高了结算效率,也赋予了交易者通过进行一笔反向交易以抵销其头寸的能力<sup>③</sup>。此外,在中央对手方体制下,因为存在合约更替,从市场参与者的角度来看,其交易和履约的对手方实际上都是结算机构,其看不到也不关心原始交易的对方交易者究竟是谁,从而实现了交易的匿名化,市场参与者也就不再需要对交易对方的履约能力进行评估。交易安全得到保障的前提下,再加上中央对手方体制下进行对冲交易的便捷性,整个市场的交易量大大增加,从而提升了市场的流动性。

<sup>①</sup> 参见袁国际《期货结算法律问题研究》,法律出版社 2011 年版,第 54—59、68—72 页;徐毅《期货市场结算风险管理研究》,经济科学出版社 2008 年版,第 65 页。

<sup>②</sup> 比如欧洲中央对手方清算机构协会(EACH)、卓凡集团(Giovanini Group)、欧洲证券监管机构委员会(CESR)、国际证监会组织(IOSCO)等都提出了有关中央对手方准则的提案。参见[奥地利]里嘉娜·迈泽尔《独立清算机构在统一市场中的作用》,中国外汇交易中心译,《中国货币市场》2007 年第 1 期。

<sup>③</sup> 多边净额结算本身也能降低对手方风险,它减少了敞口头寸,原合约被与中央对手方之间的新合约替代,某个特定合约的对手方风险得以降低,因为中央对手方的信用等级往往更高。参见[瑞士]伊丽莎白·勒德鲁特、克里斯蒂安·阿佩《变化中的 OTC 衍生产品的交易后安排》,中国外汇交易中心译,《中国货币市场》2008 年第 1 期。

## (二) 管理对手方风险, 确保合约履行

从广义上讲, 结算涉及到交易后结算前信用风险敞口的管理, 以确保即使买方或卖方在结算前无清偿能力, 交易也能按照市场规则进行结算。通过合约更替使中央对手方成为原始交易买方的卖方、卖方的买方, 对于未结算的交易, 市场参与者将承担的是中央对手方的标准信用风险, 而不再是分散化的市场中相互之间的风险。中央对手方通过合约更替成为交易关系当事人来管理信用风险, 在证券与期货市场具有不同的特点。证券交易属于现货交易, 通过双方当事人对交易合同的履行, 证券交易的所有权利义务就可以得到了结, 而这一履行行为的结果就体现在证券结算上。从世界范围来看, 各国证券市场从交易达成到进入结算环节的时间均是严格规定的, 一般控制在 3 日以内, 我国目前是 1 日 (T+1 交易)。也就是说, 证券交易的风险敞口期很短且是确定的。因此, 证券市场中央对手方仅需就较短时期内的信用风险进行管理。但期货交易是一种双层标的的交易结构, 其中, 第一层次交易的标的是期货合约, 第二层次交易的标的是合约项下的基础资产。虽然期货合约本身实行的是 T+0 交易, 但是通过对第一层次交易的达成和履行, 仅能解决合约本身和保证金的交付问题, 而第二层次合约的履行则要等待交割期的到来, 或者在交割期前某个时间被持有者通过对冲平仓的方式了结。也就是说, 期货交易的风险敞口期很长且是不确定的。在交割前的漫长时间内, 合约持有者的履约能力可能会变动, 信用情况可能会恶化, 这对合约另一方而言就有较大的风险。而中央对手方通过将市场上的双边信用风险集中于自身的方式, 从而以其资金实力保证漫长合约期内对手方信用风险恒定在较低水平。

## (三) 解决对冲平仓交易与《合同法》的矛盾问题

这是与证券交易相比, 中央对手方制度对于期货交易而言所具有的一个建构性的功能。通说认为, 期货交易的标的是合约, 期货交易就是合约权利义务的概括转让<sup>①</sup>。合同权利义务的概括转让需要合同对方当事人的同意。然而在期货交易中, 交易者卖出手中的期货合约时, 合约中的原始交易对方当事人对此通常并不知情, 也没有做出同意的意思表示。这一问题通过中央对手方对期货交易法律结构的介入就解决了。在期货合约的对冲平仓交易中, 假设交易者订立一个与之前买入合约的合同交易方向相反、内容相同 (价格除外) 的合同, 则交易者在新的合约中处于卖方的地位。因为中央对手方制度的存在, 之前的建仓交易中已经发生了合约更替, 所以交易者已持有合约的对方当事人是结算机构, 交易者是买方, 结算机构是卖方。而在对冲平仓交易中, 交易者成交的新合约的对方当事人经过合约更替后也是结算机构, 交易者是卖方, 结算机构是买方。由于两次交易的合约内容相同, 交易者分别处于买方和卖方的地位, 对方当事人都是结算机构, 依据《合同法》第 99 条第 1 款, 新旧合约中的权利义务发生抵销。如果两次交易的合约数量相同, 就是完全抵销, 如果两次交易的合约数量不同, 则是部分抵销。

## (四) 解决合约交割时结算机构的请求权问题

这是与证券交易相比, 中央对手方制度对于期货交易而言所具有的另一建构性的功能。在期货合约交割的实践中, 最终向合约买方履行义务的并不一定是原期货合约的卖方, 而可能是任何一个出售同种合约的期货交易者。作为中央对手方的结算机构经由合约更替后实际上成为市场上所有交易者持有合约的对方当事人, 并且, 它作为买方和卖方的合约必定是成对存在的。因此, 假设一个买方交易者发出期货合约交割行权通知时, 结算机构可以行使请求权, 指令任一相同期货合约的卖方交易者履行交割义务。如果结算机构不是中央对手方而是一般保证人, 那么不仅无法解释实践中合约履行主体并非原合约卖方的情况。而且交易双方必须依据他们之间的合约关系来进行交割, 结算机构在承担保证责任之前对任何一方交易者都没有请求权, 也就无权通过指令进行交割配对, 这就使得交易者暴露在巨大的双边信用风险之中。

<sup>①</sup> 参见杨永清《期货交易法律制度研究》, 法律出版社 1998 年版, 第 46—52 页。

### (五) 实现对场外衍生品市场的延伸监管

全球衍生品市场的一大部分是超出交易所范围在场外市场中进行的, 场外市场平台也越来越多地采用标准的交易所方法, 运用交易所惯用的中央对手方等服务工具<sup>①</sup>。比如美国在 2010 年颁布的《华尔街改革与消费者保护法案》中, 就通过修订《商品交易法》的方式对将互换交易纳入中央对手方的集中结算做出了明确规定: “对于必须进行集中结算的互换, 若非将该等互换提交根据本法注册的或者根据本法豁免注册的衍生品结算组织进行集中结算, 任何人不得从事该等互换, 否则当属违法。”<sup>②</sup> 通过中央对手方在场外市场的运用, 首先, 可以使交易者之间原本依据个别协议达成的交易实现合约更替, 中央对手方以自身的信用和资金实力确保所有合约的履行, 从而大大降低场外衍生品交易的违约率; 其次, 可以使监管机构充分了解经过中央对手方结算的交易头寸及风险敞口情况, 对市场风险进行正确估量和监管, 从而及时采取有效的监管措施; 再次, 可以减少在双边结算体制下产生的大量重叠性合约, 而且交易方只需就净额头寸部分提供担保, 从而大大节约了担保资源。

## 四、中央对手方的制度建设

中央对手方的制度表达在我国证券市场中已经有了现实的经验<sup>③</sup>, 虽然在行政规章中进行这一表达也存在着法律规范层级低的问题<sup>④</sup>, 但对于转变市场思维具有积极意义。期货结算制度与证券结算制度有一定的共通之处, 证券市场的这一有益经验值得借鉴。与证券市场相比, 期货市场更加需要中央对手方制度。并且, 中央对手方的制度建设还需要相关配套基础设施的改革。

### (一) 中央对手方的立法表达

在我国《期货法》的立法中, 应当正式建立中央对手方制度, 并且采取明确概念和制度组合相结合的方式。明确概念是中央对手方的一种概念表达, 需要在法律条文中对以合约更替为法理基础的中央对手方制度进行明确规定, 以便于对该制度的内涵和地位形成统一认识。制度组合是中央对手方的一种功能表达, 需要通过立法技术形成一系列的法律规范, 从而组成逻辑严谨的规则体系, 以便于更好的理解和运用该制度。具体而言, 一是, 将中央对手方定位为一种结算制度, 在该制度中, 结算机构介入原始期货交易合同, 替代合同双方当事人地位, 成为期货交易买方的卖方、卖方的买方, 以本人名义直接对该双方交易者主张权利和承担义务, 原始交易合同被买方与结算机构之间的和卖方与结算机构之间的两个新的合同所取代; 二是, 在采用中央对手方结算机制的条件下, 应当赋予期货结算机构中央对手方的法律地位, 并明确其在合约更替后对期货交易者承担直接的合同责任; 三是, 由于我国《合同法》中没有关于合约更替的制度性规定, 因此除《期货法》中的表述以外, 建议在期货结算机构规则中加入相应条款, 对合约更替的方式、程序以及各方当事人在其中的权利义务予以细化明确, 以弥补结算机构作为中央对手方介入交易双方关系时《合同法》依据的不足, 提升这一制度的可操作性。

从世界范围来看, 中央对手方最初运用于期货市场<sup>⑤</sup>, 然后才扩展到证券市场。而在我国,

① [德] 马可·谢赫《世界衍生产品交易所的发展和趋势》, 中国外汇交易中心译, 《中国货币市场》2007 年第 2 期。

② Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Section 723(a)(3)。

③ 《证券登记结算管理办法》第 45、46、78 条。

④ 在与其它法律冲突时可能要让位于具有更高位阶的法律规范, 因此无法保证结算的优先性与终局性。优先性是指, 如果没有法律层面的保证, 净额债务可能会在破产的司法过程或行政管理过程中遭遇挑战, CCP 或 CCP 的参与者将全额承担债务, 这很可能是巨大甚至灾难性的变化, 因为全额债务有可能是净额债务的许多倍; 终局性是指, 一旦结算执行(当账户被贷记和借记时), 资金转账就应该是最终的, 不可撤销和无条件的。See Committee on Payment and Settlement System & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Recommendations for Central Counterparties*, pp. 13-14.

⑤ Randall S. Kroszner, *Central Counterparty Clearing: History, Innovation, and Regulation*, 30 *Economic Perspectives* (2006), pp. 37-41.

证券市场建立中央对手方制度的步伐则比期货市场要快一些。其在中央对手方交易结构上的立法经验,期货市场可以借鉴。《证券登记结算管理办法》第 45 条规定“证券登记结算机构采取多边净额结算方式的,应当根据业务规则作为结算参与人的共同对手方,按照货银对付的原则,以结算参与人为结算单位办理清算交收。”而第 78 条则对其中的“共同对手方”进行了定义“共同对手方,是指在结算过程中,同时作为所有买方和卖方的交收对手并保证交收顺利完成的主体。”这两条规定中的“共同对手方”就是本文所讨论的中央对手方的另一种称谓。而《证券登记结算管理办法》第 46 条通过规定结算协议必备条款的方式对合约更替的过程以及结算参与人、结算机构的权利义务做出了规定“证券登记结算机构与参与多边净额结算的结算参与人签订的结算协议应当包括下列内容:(一)对于结算参与人负责结算的证券交易合同,该合同双方结算参与人向对手方结算参与人收取证券或资金的权利,以及向对手方结算参与人支付资金或证券的义务一并转让给证券登记结算机构;(二)受让前项权利和义务后,证券登记结算机构享有原合同双方结算参与人对其对手方结算参与人的权利,并应履行原合同双方结算参与人对其对手方结算参与人的义务。”通过这样的规定,在我国证券市场就基本建立起了中央对手方制度。虽然是基于合同转让理论,更为重要的是明确了作为中央对手方的结算机构承担直接的合同责任。各种金融商品交易市场在中央对手方制度的运用上都有一定的相通之处<sup>①</sup>,因此,证券市场这一实现中央对手方制度的经验对期货市场也具有一定借鉴意义。

## (二) 中央对手方的适用范围

除了传统的场内市场以外,中央对手方的适用范围也在向场外扩展。中央对手方运用于场外市场实际上就是在交易双方依据个别协议达成交易之后,将这些交易统一提交给中央对手方进行结算,即所谓的“场外交易,场内结算”<sup>②</sup>。这是集中监管向场外延伸的一种努力,以便于对场外市场的风险进行评估和管理。在我国证券市场,场内和场外的交易均由中国证券登记结算有限公司进行结算,已经基本实现了场内场外市场中央对手方的统一。而在衍生品市场方面,也应当尽量将场外衍生品的结算纳入中央对手方体制。

当然,并不是所有的场外衍生品都适合中央对手方结算,纳入中央对手方体制的应当只是场外部分具有期货交易特征的衍生品。根据国外有关立法经验,在审查时应考虑的因素包括:第一,是否存在重大未平仓名义风险敞口、交易流动性及充分的定价数据;第二,是否具有充分的规则框架、能力、运营专长和资源以及信用支持基础设施,能够按照与合约届时交易所依据的重要条款及交易惯例一致的条款对合约进行结算;第三,对缓释系统性风险的作用(此时应考虑该合约的市场规模及衍生品结算机构可用的结算该合约的资源);第四,对竞争(包括针对结算收取的适当的费用和收费)的影响;第五,若相关衍生品结算机构或其一个或一个以上结算成员出现资不抵债的情况,对客户及互换对手方的持仓、资金及财产的处理是否存在合理的法律确定性。在例外的情况下,某些衍生品合约不适用中央对手方结算的要求,这要求该合约:第一,对手方之一并非金融实体;第二,正在利用互换对商业风险进行套期保值或缓释;第三,已告知监管机构通常情况下其履行与达成非集中结算的衍生品相关的财务义务的方式<sup>③</sup>。

## (三) 中央对手方的基础设施

在中央对手方的配套基础设施建设方面,应当取消各期货交易所的结算职能,在期货交易所之外成立统一的期货结算所,作为全国性的期货结算机构,实现期货交易与结算的分离,以便于

<sup>①</sup> 我国的金融商品交易市场主要包括证券市场、衍生品市场与银行间市场。其中,证券、衍生品均有场内和场外市场,而银行间市场性质上为场外市场,且与场外的证券和衍生品市场都存在重叠。就交易标的性质而言,银行间市场在中央对手方制度的运作上与场外的证券或衍生品市场相近。

<sup>②</sup> 在国际上,对场外金融商品采用交易所的交易机制也是近年来发生的一种变化。就我国而言,属于证券场外市场的全国中小企业股份转让系统(新三板)已经包含了集合竞价的交易方式。但是在衍生品场外市场,这是否是一种真正的趋势,尚存争议。

<sup>③</sup> Commodity Exchange Act, Section 2.

期货结算所在场内和场外市场统一行使中央对手方的职能<sup>①</sup>。事实上,通过并购等方式实现统一也是目前世界上金融商品结算机构发展的一种趋势。在市场条件下,结算业务有自然趋向于垄断的特性。结算业务自然垄断的原因可以归纳为三个方面:一是网络效应,即使用同一结算机构的人越多,彼此得到的收益就越大;二是规模效应,因为每个结算机构的成本投入是相对固定的,因此业务量越大,每笔交易的结算成本就会越低;三是切换成本,结算参与人必定要在其选择的结算机构进行相应的技术和成本投入,因为切换成本的存在结算参与人就不会轻易选择竞争力较弱的结算机构,因此市场就会出现自然垄断者<sup>②</sup>。从反面而言,市场上如果存在多个中央对手方,则会有诸多弊端:第一,多个中央对手方之间存在着竞争关系,可能会通过降低保证金或风控要求的方式来争取更多的业务,不利于结算风险的管理;第二,结算参与人如果在多个结算机构都有结算业务,则必须重复缴纳保证金,资金使用效率较低;第三,当出现系统性风险时,各中央对手方之间难以协调共同应对,政府在进行支援时也难以做出取舍。

我国期货市场,目前结算机构均为交易所的内设部门,因而存在四个分立的中央对手方,分别是上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和中国金融期货交易所。期货市场要实现中央对手方的统一,就需要将结算职能从交易所分离出来,根据《期货交易管理条例》第 83 条的授权<sup>③</sup>,或根据未来《期货法》中相应的规定,由国务院期货监督管理机构批准设立期货专门结算机构,担任期货市场的中央对手方,专门履行期货结算以及相关职责,并承担相应法律责任。至于统一期货结算所与上海清算所在场外衍生品种结算方面的划分,可以由《期货法》授权国务院另行规定。

(责任编辑:杨晨阳)

## Research on Central Counterparty in Futures Market

Zhong Wei

**Abstract:** In the futures market of China, current institutional norms and judicial offices regard futures settlement organizations as general guarantor for futures trading, which assume corresponding liability of guaranty. However, as an international trend, the legal status of futures settlement organizations should be central counterparty (CCP), which should assume contractual liability. By the establishment of CCP, multilateral netting can be achieved, the risk of counterparty can be controlled, and execution of the contract can be ensured. Besides, this mechanism can solve contradictions and problems between offsetting trading and Contract Law, and make the right to claim of settlement organizations at the time of contract settlement clear. And the extended supervision for market of over-the-counter derivatives can also be achieved. In Futures Act of our nation, a central counterparty mechanism based on novation should be established, which will not only be applied in on-the-floor trade. Furthermore, some over-the-counter derivatives, which have similar characteristics in trading to futures, should be included in the mechanism of central counterparty settlement.

**Keywords:** Central Counterparty; Futures Trading; Futures Settlement; Multilateral Netting

① 目前在国际上甚至还出现了中央对手方跨期货现货市场统一结算的趋势。期货现货市场统一中央对手方最大的优势就在于可以实现跨市场共用保证金,降低资金占用成本,提高使用效率。这还有助于结算机构对结算参与人的结算风险进行综合判断,如果结算参与人在期货现货市场持有的头寸数额相当,方向相反,就可以认为该种情形是安全的,而非仅以结算参与人在单一市场上所持头寸与保证金的对比作为判断依据。期货现货市场中央对手方的统一在不少交易市场已经成为了现实,比如伦敦清算行(LCH Clearnet)、欧洲期货交易所清算公司(Eurex Clearing)、澳大利亚清算公司(ACH)、香港联合交易所(HKEX)结算部门等都同时为现货和期货交易提供结算服务。此种做法对我国各结算机构的现实而言也许略显超前,但在未来时机成熟时也不失为一种可行的改革方案。

② 张国平《论证券结算制度的设计与实施(上)》,《中国货币市场》2007年第2期。

③ 《期货交易管理条例》第83条规定“国务院期货监督管理机构可以批准设立期货专门结算机构,专门履行期货交易所的结算以及相关职责,并承担相应法律责任。”