FINANCIAL LAW REVIEW

第九卷

金融法律评论

◎吴 弘 主编

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

第九卷

金融法律评论

◎吴 弘 主编

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目（CIP）数据

金融法律评论．第九卷 / 吴弘主编．—北京：中国法制出版社，2019.1

ISBN 978-7-5093-9978-1

Ⅰ．①金… Ⅱ．①吴… Ⅲ．①金融法—中国—文集 Ⅳ．① D922.280.4-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2019）第 015857 号

策划编辑　王林林　　责任编辑　袁笋冰　王　彤　　封面设计　杨泽江

金融法律评论：第九卷

JINRONG FALÜ PINGLUN：DIJIUJUAN

主编 / 吴弘

经销 / 新华书店

印刷 / 北京京华虎彩印刷有限公司

开本 / 730 毫米 ×1030 毫米　16 开　　印张 / 22　字数 / 446 千字

版次 / 2019 年 1 月第 1 版　　2019 年 1 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5093-9978-1　　定价：58.00 元

北京西单横二条 2 号　　值班电话：010-66026508

邮政编码 100031　　传真：010-66031119

网址：http://www.zgfzs.com　　**编辑部电话**：010-66066627

市场营销部电话：010-66033393　　**邮购部电话**：010-66033288

（如有印装质量问题，请与本社印务部联系调换。电话：010-66032926）

目 录
Contents

金融市场基础设施法制建设

《金融市场基础设施原则》的发展演进及我国中央对手方二级评估问题…… 宋晓燕 苏 盼（003）
国际金融中心建设中金融市场基础设施法制的完善…郑 彧 季奎明 曾大鹏（015）
中央证券登记托管机构跨境互联法律制度比较…… 吴 弘 姚蓝曲 张 文（039）

金融服务实体经济的法治路径

金融法制的本源回归…… 杨为乔（065）
小额信贷——普惠金融制度的中国实践…… 杨 松 张永亮（070）
提升金融制度竞争力的法治进路…… 王 洋（086）

大数据金融法律问题

大数据时代我国金融信息保护机构的模式选择…… 张继红 颜 苏（101）
大数据背景下金融数据保护的立法研究…… 朱 悦（114）

大宗商品交易市场法律规范

我国大宗商品交易市场法律规制前瞻…… 刘春彦 徐圣艳 赵雯佳（127）

自贸区大宗商品市场监管规范研究……吴　弘　阮　昊（138）

防范金融风险的法律对策

商业银行抵押权担保功能被限制风险的分析……高万泉　谢庆彬（157）
类金融机构风险防范与监管的法治对策……张学森（167）

金融司法实践

金融交易中违反社会公共利益行为的效力认定……王　鑫　孔燕萍（177）
民间融资融券合同纠纷的法律适用……商建刚（185）

2017金融市场法制年度报告

2017年银行市场法制报告……何　颖　张淑楠　徐　帆　王　凯（195）
2017年票据市场法制报告……伍　坚等（216）
2017年证券市场投资者保护报告……吴　弘　袁营仪　陈天旸（235）
2017年基金市场法制报告……张　敏　陈　煜　何　靖　朱术睿（250）
2017年期货市场法制报告……唐　波　夏文涛（267）
2017年保险市场法制报告……孙宏涛　施啸波　吴章峰　吕松乘（278）
2017年信托市场法制报告……贾希凌等（294）
2017年互联网金融市场法制报告……曾大鹏　陈慧琳　时思雨　王静静（310）
2017年上海国际金融中心法治环境建设报告……吴弘　汪梦莹　陈超俊（334）

编后记……（347）

金融市场基础设施法制建设

《金融市场基础设施原则》的发展演进及我国中央对手方二级评估问题

宋晓燕　苏　盼[①]

在2008年国际金融危机之后，国际支付结算体系委员会（CPSS）和国际证监会组织（IOSCO）联合推出《金融市场基础设施原则》（PFMI），旨在加强包括支付清算系统在内的金融市场基础设施监管，以防范系统性风险。随着我国金融行业逐渐融入全球化过程，为加强国际合作，进行有效监管，需要研究PFMI的中国化，结合中国的实际情况落实PFMI的具体举措。当前我国依照PFMI加强金融市场基础设施建设，不仅有利于金融市场的安全高效和平稳运行，有利于扩大金融领域对外开放与合作进而支持人民币国际化，更有利于为进一步推进以市场化为导向、以服务实体经济为目标的金融改革奠定坚实的基础。

一、PFMI的形成背景及发展演进

CPSS和IOSCO技术委员会，在总结、吸取了《重要支付系统核心原则》（CPSIPS）、《证券结算系统建议》（RSSS）、《中央对手建议》（RCCP）的金融市场基础设施（FMI）三套国际标准的实践经验和教训，以及CPSS、IOSCO技术委员会，巴塞尔银行监管委员会（BCBS）等其他国际监管机构的工作成果等的基础上，于2012年发布了统一的金融市场基础设施监管报告文件——《金融市场基础设施原则》（PFMI）。该标准目前作为国际层面上金融市场基础设施领域最权威的标准，对各司法管辖区监管标准和立法框架产生了非常深远的影响。本报告定义FMI为“参与机构（包括系统运行机构）之间，用于清算、结算或记录支付、证券、衍生品或其他金融交易的

① 宋晓燕，上海财经大学法学院院长、教授；苏盼，上海财经大学法学院讲师。

多边系统”，[①] 包括支付系统（PS）、中央证券存管（CSD）、证券结算系统（SSS）、中央对手方（CCP）和交易数据库（TR）五种类型。报告设定了 24 个原则以及 A、B、C、D、E 五方面职责。同年 12 月，CPSS-IOSCO 发表了为新标准配套制定的《金融市场基础设施原则——披露框架和评估方法》报告。PFMI 提出了金融市场基础设施（简称 FMI）的整体概念和对 FMI 进行跨领域的综合监管要求。通过对 PFMI 颁布和实施的观察、分析，我们可以看到 PFMI 对支付等领域正在产生重大影响。

金融全球化使各国金融市场紧密地联系在一起，金融风险也在各国金融市场基础设施之间逐渐形成。为此，CPSS 和 IOSCO 技术委员会制定了《金融市场基础设施国际标准》。

2001 年 1 月，借鉴《十国集团中央银行银行间轧差机制委员会的报告》（《兰弗鲁斯报告》）的内容，支付结算体系委员会出版了 CPSIPS，提出了实现重要支付系统安全、高效设计和运行的 10 条原则；2001 年 11 月，支付结算体系委员会和国际证监会组织技术委员会共同发布了 RSSS，提出了提高证券结算系统安全性和高效性的 19 条建议，配套的《证券结算系统建议评估方法》也于 2002 年 11 月出版；2004 年 11 月，支付结算体系委员会和国际证监会组织技术委员会根据《证券结算系统建议》中提出的建议，发布了 RCCP，提出解决中央对手面临的主要风险的 15 条建议，该报告还包含了评估中央对手是否符合每条建议的方法。

2008 年的金融危机证明了这些标准的价值。在金融动荡时期，金融市场基础设施的平稳运行给了市场极大的信心，而场外衍生品市场则由于缺乏金融市场基础设施，其透明度和风险管理方面的问题充分地暴露出来。考虑到场外衍生品市场中存在显著的系统性风险，在 2009 年的匹兹堡峰会上，G20 决定要在场外衍生品市场中充分发挥金融市场基础设施的作用，特别是推进场外金融衍生品集中清算。支付结算体系委员会和国际证监会组织技术委员会于 2009 年 1 月成立了工作组，为清算场外衍生品的中央对手如何应用曾经制定的建议提供指导，并对交易数据库如何设计和运行给出了需要考虑的要点。工作组的报告《关于在场外衍生品中央对手中应用 2004 年 CPSS 和 IOSCO 中央对手建议的指引》和《关于场外衍生品市场交易数据库的考虑要点》，于 2010 年 5 月作为征求意见稿发布。

一方面，尽管金融市场基础设施在金融危机中表现良好，却无法掩盖其可能存在的缺陷。金融危机暴露了金融体系存在的各种问题，例如流动性风险的管理、高质量抵押品的稀缺等。这些问题不仅存在于金融机构，也存在于金融市场基础设施。因此，对金融市场基础设施使用的增加，也意味着金融市场基础设施自身的风

① See Committee on Payment and Settlement System & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Principles for Financial Market Infrastructures, April 2012, pp. 5–7.

险管理能力以及有效市场纪律得到了人们更多的关注。另一方面，本次危机中公共部门对金融机构给予了相当程度的支持，在一定程度上掩盖了金融市场基础设施自身在稳定市场的功能方面可能存在的缺陷。2010 年 2 月，支付结算体系委员会和国际证监会组织技术委员会启动对现有金融市场基础设施的三套标准——《重要支付系统核心原则》《证券结算系统建议》《中央对手建议》的全面评审工作，通过识别和消除国际标准之间的差异，支持金融稳定理事会完善核心金融基础设施和市场，并试图将上述三套标准进行统一。这次评审还吸取了次贷危机的教训和执行现有国际标准的经验，借鉴了支付结算体系委员会、国际证监会组织技术委员会、巴塞尔银行监管委员会和其他机构的政策和分析的成果；同时，针对场外衍生品中央对手及交易数据库征求意见过程中收到的反馈也被纳入其中。最终，通过评审形成了一套统一的标准——《金融市场基础设施原则》，并于 2012 年 4 月正式发布。PFMI 通过提高最低要求、提供更详细的指导、扩大标准覆盖的范围（诸如涵盖新的风险管理领域以及新的金融市场基础设施类型），对原有的三套标准进行了协调统一，并予以了适当强化。

2012 年 12 月，支付结算体系委员会和国际证监会组织技术委员会联合发布了 PFMI 的补充文件——《披露框架和评估方法》的最终版本，旨在促进形成金融市场基础设施的一致性信息披露以及国际金融机构和各国相关管理部门的一致性评估，并有序地提升金融市场基础设施的公共信息披露，使其与 PFMI 相一致。按照 PFMI 的要求，金融市场基础设施须向市场参与者、有关管理部门以及广大公众提供相关信息。其原则 23 规定，金融市场基础设施应提供充分的信息，使参与者能够准确了解参与金融市场基础设施应当承担的风险、费用和其他实质性成本。标准化的披露框架将有助于金融市场基础设施在运行、风险概况及风险管理等方面实现透明化，从而更好地为相关利害人提供决策支持。评估方法为评估 PFMI 的遵守情况提供了指导，主要是为国际货币基金、世界银行等国际机构监测与评估各国对 PFMI 的遵守情况提供国际化标准，但也可用于各国监管部门评估其管辖下金融市场基础设施对 PFMI 的遵守情况，以及评估监管部门自身对其相应职责的履行情况。实际上，披露框架和评估方法密不可分，评估方法中包含的相关问题可用于指导制定对金融市场基础设施的风险、风险管理以及其他方面内容的全面披露框架；而披露反过来又可为评估提供信息来源。

2014 年 10 月，支付和市场基础设施委员会（CPMI）与国际证监会组织技术委员会联合发布了《金融市场基础设施的恢复》最终版，进一步对 PFMI 进行了补充。该文件并不是在 PFMI 之外增加新的标准，而是提供了补充的指导意见以及恢复计划工具箱，以利于 PFMI 更好地被遵守。该文件与金融稳定理事会发布的《金融机构有效处置框架的关键特征》相一致。当一些冲击（如金融危机）会使金融市场基础设施的流动性和资金实力遭到严重威胁，并可能使其无法为其所服务的市场及参

与者提供关键性服务时，金融市场基础设施的恢复便与市场的恢复息息相关了。该文件的目的便是为金融市场基础设施和管理部门制订恢复发展计划提供指导，其提供了具体的关于恢复计划的过程和内容方面的指引，并详细列明了各种可供参考、使用的恢复工具。

针对 PFMI 的附件 F《关于关键服务提供者的监督预期》，支付和市场基础设施委员会与国际证监会组织技术委员会又制定了《关于关键服务提供者的监督预期评估方法》，并于 2014 年 12 月正式发布最终版。金融市场基础设施的运行可能依赖于服务提供者（如信息技术和报文提供者）持续、适当地运转。虽然金融市场基础设施自身是对其运行可靠性的最终负责者，但管理者、监管者或监督者也可使用附件 F，为其关键服务提供者建立相应的预期，支持金融市场基础设施整体上的安全和效率。在适用的法律框架下，管理者、监管者或监督者可选择对这些预期进行评估，以增进金融市场基础设施的稳定性。这种评估将有利于保证关键服务提供者的服务质量，进而督促金融市场基础设施更好地遵守支付和市场基础设施委员会和国际证监会组织提出的各项原则。

二、各国实施进展

CPSS-IOSCO 希望其成员在 2012 年底前采纳 PFMI，并尽快组织实施，为此在 CPSS-IOSCO 的联合督导组下，设置了常务工作组，负责监控的设计、组织和进展评估。整个实施监控分为三个阶段：第一阶段，评估相关法律框架下的成员是否完成了在法规、规则和其他有助于 PFMI 实施的政策层面的所有采集工作；第二阶段，评估相关法规、规则和政策内容是否已经完成，并与 PFMI 保持一致；第三阶段，评估实施结果是否与 PFMI 的要求保持一致。

工作组于 2013 年 8 月和 2014 年 5 月分别发表了相关报告。根据 2014 年 5 月的《PFMI 实施监控：对第一阶段评估报告的首次更新》报告，成员在法规、规则和程序方面取得了相应的进展，其中支付、中央对手、交易数据库的进展顺利，支付系统进展尤为突出，中央证券存管和证券结算系统进展缓慢。工作组在开展第一阶段监控的同时，平行开展了对欧盟、日本、美国的中央对手和交易库数据的第二阶段监控，并于 2015 年 2 月发布了欧盟和日本的相关报告。

成员国家及地区在推进 PFMI 落地上都有不同程度的进展。在监管基础方面，美国颁布《多德－弗兰克法案》，授权联邦储备委员会就具有系统重要性的金融市场基础设施以及金融机构开展具有系统重要性的支付、结算和清算活动制定统一的风险管理标准，同时加强系统重要性金融市场基础设施监督管理；日本的《金融市场基础设施监管全面指引》及《金融市场基础设施监管政策》都较好地吸收采纳了 PFMI 的有关规定；欧盟出台了《欧洲市场基础设施监管》（EMIR）以及相应的监管技术标准。此外，在部分东南亚国家，如印度尼西亚于 2015 年 11 月参照 PFMI

启动了二代支付系统建设，马来西亚于2013年颁布了《金融服务法案》和《伊斯兰金融服务法案》等。实施新标准涉及较大范围的法规、规则和程序的调整，我们以美国和欧盟实施PFMI的过程为例可作进一步观察。

（一）美国

2010年美国完成了多德法案的立法程序，根据多德法案第一章的要求，2010年美国成立了金融稳定监督委员会（FSOC），2012年FSOC根据多德法案第八章的要求，指定了8家FMI机构，主要监管机构是联邦储备委员会、商品期货交易委员会、证券交易委员会。根据多德法案、FSOC和国际组织新标准的要求，相关的监管机构对各自管辖领域的法规作了相应的调整。

由于PFMI的适用范围是具有系统重要性的金融市场基础设施，而在美国，并非所有中央对手均被列入具有系统重要性之列。因此，评估并不覆盖那些仅针对非系统重要性中央对手的制度安排。目前，美国针对中央对手的监管存在三套并行的制度，一个特定的中央对手具体适用哪套制度，主要由其清算产品类型、是否被视为具有系统重要性和一些其他方面的特性所决定。美国商品期货交易委员会（CFTC）负责监管系统重要性衍生品清算组织（Systemically Important Derivatives Clearing Organizations，SIDCOs），其制定的相应制度已于2013年12月31日生效；美国证券交易委员会（SEC）负责监管覆盖清算机构（Covered Clearing Agencies，CCAs）[①]，其相应制度的制定尚未完成；美国联邦储备委员会（简称“美联储”）负责监管指定金融市场事业单位（Financial Market Utilities，FMUs），其制定的相应制度已于2014年12月31日生效。

在美联储管辖方面，美联储于2012年制定了针对FMI的监管法规——HH条例。鉴于PFMI已经成为全球广泛认同的对FMI监管的国际标准，美联储决定全面采纳PFMI的各项原则，并对HH条例作了全面修订。美联储还就监管变化征询了外部机构意见，与监管对象举行讨论会，并于2014年3月完成了与监管对象就HH条例建议文本的意见征询。同时，美联储对原来针对Fedwire及其成员的管理文件——《支付系统风险政策》（简称PSR Policy）作了调整和补充，新增了与PFMI相关的要求作为第一部分，在该部分《多德－弗兰克法案》赋予了美联储

① CCAs是指满足以下三个条件之一的注册清算机构：（1）被金融稳定监管委员会（FSOC）认定为具有系统重要性，并依据《清算监管法案》（Clearing Supervision Act）可被认定为由美国证券交易委员会负责监管的指定清算机构；（2）为以证券为基础的互换交易提供中央对手清算服务，或从事由美国证券交易委员会负责监管的具有更为复杂风险状况的活动，依据《清算监管法案》803（8），从事上述两种活动的清算机构将不由美国商品期货交易委员会负责监管；（3）其他被美国证券交易委员会认定为覆盖清算机构的机构。

监管指定清算单位[①]的权力。原有的 PSR Policy 作为第二部分，将 PFMI 原则部分作为 PSR 附录，以使 FMIs 和 Fedwire 具有相同的监管框架和统一标准。2014 年 12 月 31 日，以 PFMI 为基础的 HH 条例正式生效。

针对交易数据库的监管，目前美国存在两套虽然并行却有某些重叠的制度安排。美国商品期货交易委员会负责监管互换数据存储机构（Swap Data Repositories，SDRs），而美国证券交易委员会则负责监管以证券为基础的互换数据存储机构（Security-Based Swap Data Repositories，SBSDRs）。一个交易数据库负责提供交易报告的产品归哪个部门监管，则意味着该交易数据库接受相应部门的监管。如果交易数据库同时提供美国商品期货交易委员会和美国证券交易委员会负责监管的产品的交易报告，则同时接受二者监管。

（二）欧盟

欧盟于 2012 年 4 月正式通过了《欧洲市场基础设施规则》（以下简称《规则》），并于同年 8 月正式实施。值得注意的是，《规则》只是监管部门和外界对所涉一系列法规的总括性称呼，其本身是由一份基础性法律文件——《欧洲议会及欧洲理事会关于场外衍生品交易、中央对手方及交易存储处之 2012 年第 648 号法案》（以下简称《第 648/2012 号法案》）及若干实施细则构成的。

为了确保《第 648/2012 号法案》的有效实施，欧盟委员会陆续推出了 7 个具体的实施细则，而后续的细则还将被不断推出，因此《规则》的内容还在被不断地充实。此外，虽然《规则》的制定是为了履行 G20 所达成的共识，但是其既涵盖与金融衍生品交易相关的要求，又对诸如中央对手方、交易存储处等金融市场基础设施进行了调整与规范。

虽然《规则》并未直接对金融市场基础设施进行定义，但是《第 648/2012 号法案》在其引言部分规定，该法案对中央对手方和交易存储处的规定遵循支付与清算系统委员会和国际证券管理机构组织在 2012 年就金融市场基础设施所制定的 PFMI。可见《规则》所规制的金融市场基础设施主要是中央对手方和交易存储处。

滥觞于 19 世纪 90 年代的中央对手机制，被广泛地运用于包括股票在内的证券、金融衍生品、商品及外汇等多种交易领域。通常而言，中央对手方机制具有两项基本功能：（1）通过多边抵消和多边净额结算制度，集中并缓释交易参与各方所承担的因交易对手无法及时偿付所带来之风险，进而确保整个金融市场不会因个别交易方的违约而出现动荡；（2）提高了交易完成后相关处理之操作效率。为实现这两项功能，中央对手方置其自身于合约双方之间，同时充当所有买方的卖方和所有卖方的买方。

---

① 包括处于美国商品期货交易委员会和美国证券交易委员会监管下的具有系统重要性的衍生品清算组织和覆盖清算机构。

有鉴于中央对手方对整个金融市场稳定的重要性，《规则》对中央对手方从准入到日常运营的各项环节都作出了详尽的规定，如最低的营运资金要求、高官任职资质、公司治理架构、业务运营准则、审慎性要求、同其他中央对手方进行合作时的要求等。而对于非欧盟的中央对手方，如果其希望获得欧盟的认可，只有在该中央对手方所在东道国之法律及监管环境被认为与《规则》下之要求等同，且该国相关监管机构已同欧洲证券及市场管理局建立合作安排时，欧洲证券及市场管理局才会接受其要求认可的申请。

相较于中央对手方，交易存储处并不太为人所熟知，其通常是指集中保存交易数据电子记录（数据库）的机构。作为新出现的金融市场基础设施，交易存储处在晚近的发展对场外衍生品市场而言显得格外重要。通过集中搜集、存储及发布交易记录，交易存储处可在很大程度上提高交易信息的透明度，从而增强市场的稳定性。由于交易存储处保存的数据可能为众多的利害关系方所使用，因此，这些数据的可靠性、准确性及数据获取的不间断性就变得至关重要。

根据《规则》的定义，该法规体系下的交易存储处仅指集中搜集并保存衍生交易记录的法人。为了确保交易存储处的良好运作，《规则》也对交易存储处制定了具体的运营规则及监管要求。而对于非欧盟境内成立的交易存储处之认可，《规则》亦作出了明确的规定。首先，由欧盟委员会向欧洲理事会递交其认为合适的国家（地区）的推荐名录——这些国家（地区）应与欧盟有相同或相近的监管制度，使得《规则》下的相关要求能被实际、有效地落实。其次，由欧洲理事会出面与推荐名录中的国家（地区）进行谈判，并签订协议，以使包括欧洲证券及市场管理局在内的欧盟相关监管当局能够为了履行其职责而及时且持续地获取所有必要信息；在协议达成之后，欧洲证券及市场管理局应与这些国家（地区）的相关监管部门就信息交换机制和有效监管建立合作安排。只有完成上述步骤之后，欧洲证券及市场管理局方接受设立在这些国家（地区）的交易存储处递交的认可申请。

三、我国 CCP 面临二级评估时可能存在的问题

为加强金融基础设施建设，促进金融市场安全高效运行和整体稳定，履行国际组织成员职责，中国人民银行和中国证券监督管理委员会前期分别发布了《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）、《关于实施〈金融市场基础设施原则〉有关事项的通知》（证监办发〔2013〕42 号），以贯彻落实 CPSS 和 IOSCO 发布的 PFMI。在应对之后的二级评估中我国还将面临以下较为突出的问题。

（一）完整、系统的立法

目前我国相关部门在落实 PFMI 过程中的进展仍主要是下发通知，处于自评估阶段，并未出台或修订相应的法律法规政策来推动 PFMI 的贯彻落实。现有针对相

关领域的法律基础又比较薄弱，仅有一些规范性文件，法律层次较低，尚没有针对支付系统的专门立法，与 PFMI 要求有较大差距。

完整的中央对手清算机制的安排通常都会涉及清算机构和清算会员两个法律主体，内容包括清算机构和清算会员在中央对手清算时应遵守的行业规范等。而在本质上，中央对手清算是清算机构和清算会员之间通过双方合意的形式来进行的民事法律行为，因此，我国《合同法》所确立的公平、诚实信用、意思表示一致、合法性等法律原则在中央对手清算协议中同样适用。另外，由于场外金融衍生品中央对手清算机制的参与主体以金融机构为主，其不仅要遵守基础法律关系，还要遵守某些特定的法律规定，如《商业银行法》等。概言之，我国现行法律框架下中央对手清算机制的法律体系，包括《合同法》在内的基础性法律规定及清算参与者所适用的特定法律规范，具体为法律、行政法规、司法解释和部门规章及规范性文件四个层次。

2014 年 1 月 28 日，中国人民银行下发《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）（以下简称《通知》），就是中国人民银行行使具体监管权的表现，表明我国首次在行政规章的层面明确了建立场外金融衍生产品集中清算机制。《通知》的出台结束了我国场外金融市场净额计算有效性、结算最终性、保证金的隔离和快速处理以及强制结算制度“无法可依”的局面。《通知》的出台也标志着我国场外金融衍生产品集中清算机制的正式建立，在落实 G20 关于场外衍生品强制集中清算要求上取得了重大进展，有利于加快构建我国场外金融衍生品集中清算业务的整体框架。

但是在我国现有法律环境下，中央对手清算机制面临的最主要的法律风险包括结算最终性、终止净额有效性、保证金相关问题、代理清算相关问题和提高强制清算立法层级五个方面。一直以来，这五个问题也都是金融市场交易、清算和结算过程中面临的重要问题，对金融市场的安全运行具有重要影响。从我国具体的法律实践来看，这几个问题尚需得到澄清。在我国金融市场快速发展，并且金融市场的安全稳定运行对我国整体经济发展起着至关重要作用的今天，进一步推动上述问题的解决，益发重要而迫切。上述五个问题对评估的结果也会产生具体的影响。

（二）交易终止净额清算协议在我国的适用

作为一种针对风险事件而设计的控制信用风险和市场系统风险的协议安排，交易终止净额清算机制在我国的法律适用因风险事件性质的不同而有不同的后果。

在交易一方当事人遭遇一般性质的风险事件而适用交易终止净额清算条款时，基于合同自愿原则和诚实信用原则，只要这种协议安排不存在我国《合同法》第 52 条规定的合同无效的情形，则其效力通常可以确定并且具有法律约束力。

当交易终止净额清算条款是因为交易一方当事人遭遇破产或清算性质的风险

事件时，由于2007年实施的《中华人民共和国企业破产法》（以下简称《破产法》）有些条文不够清晰，对金融交易又无特别关注，因此，交易终止净额清算条款可能与《破产法》存在需要协调之处。具体问题包括：

1. 单一协议条款的效力问题

单一协议条款是终止净额清算协议的前提条件和基础。这一条款是ISDA最初基于以下考虑而设计的：如果将每次交易都视为一种独立的交易合同关系的话，那么，一旦交易一方陷入破产，其破产管理人可能通过行使挑拣履行权要求非破产一方继续履行有利于破产交易方的协议而终止于其不利的协议，从而可能加倍放大非破产交易一方可能遭受的信用风险敞口。在交易数额巨大且交易品种和次数繁多的情况下，这甚至可能将破产风险传递给非破产一方及其交易相对人，波及中央对手方，从而引发金融系统性风险。而如果将发生在交易各方之间的多个交易关系归入单一交易合同之下的话，那么，每一次交易在法律上都只不过是该单一合同项下的部分履行而已。即便交易对手陷入破产，其破产管理人也无法对同一合同关系项下的每次交易行为行使挑拣履行权，其结果是，该破产管理人只能要么整体要求该单一合同继续履行，要么要求整体终止该单一合同项下届时存续的所有金融交易。如是，非破产交易一方的信用风险可能因之后的净额清算而变得很小，系统性金融风险发生的概率也因此可以降低。

此外，单一协议条款还可以基于同样的理由对抗在很多国家的破产法当中都存在的破产抵销权制度的限制。由于交易方之间的所有交易均可被归入单一协议之中，因此，不同交易之间的净额过程只是该单一协议内部结算的一种技术处理方式而已，即使这种净额处理发生在交易一方进入破产程序之后，也不应当受到来自《破产法》关于破产抵销制度的约束。

正是考虑到单一协议条款的上述好处，《NAFMII主协议（2009版）》借鉴吸收了ISDA主协议当中单一协议条款安排。然而，由于缺乏法律对该单一协议条款约定的合法性和有效性的确认，在我国《破产法》侧重保护整体债权人利益的大背景之下，当交易一方进入破产程序后，非破产一方基于单一协议条款基础上的净额行为就有可能被视为与破产法相关法律制度有冲突的行为。如在交易一方破产情形下，因为所有相关交易都被视为一个合同下的交易，导致破产管理人必须决定解除或继续履行所有交易，而无法就单个交易的解除或继续进行选择，这种约定与我国《破产法》第18条产生了一定的冲突。我国《破产法》第18条规定："……管理人对破产申请受理前成立而债务人和对方当事人均未履行完毕的合同有权决定解除或者继续履行……"这条规定建构了破产管理人挑拣履行制度，其实质是让管理人通过合同的挑拣履行以使破产财产的资金池最大化，从而提高整体债权人的清偿率。

在没有法律明文支持的情况下，单一协议条款的约定还有可能被认定为《合同

法》第52条规定的“以合法形式掩盖非法目的和恶意串通，损害国家、集体或者第三人利益”的行为，从而被认定为无效。

2. 提前终止条款的有效性问题

提前终止问题的实质是合同法上的合同解除问题。我国《破产法》第18条对进入破产程序后的合同解除问题作了这样的规定：“人民法院受理破产申请后，管理人对破产申请受理前成立而债务人和对方当事人均未履行完毕的合同有权决定解除或者继续履行，并通知对方当事人。管理人自破产申请受理之日起二个月内未通知对方当事人，或者自收到对方当事人催告之日起三十日内未答复的，视为解除合同。管理人决定继续履行合同的，对方当事人应当履行；但是，对方当事人有权要求管理人提供担保。管理人不提供担保的，视为解除合同。”显然，在《破产法》法律框架之下，提前终止合同的决定权在于破产管理人，而债权人只有合同解除催告权。作为合同约定产物的提前终止条款，因与破产法的破产管理人挑拣履行权的规定相冲突，其可执行性具有不确定性。

3. 净额清算条款的有效性问题

如果前述单一协议条款无法得到法律或司法的认可，那么，终止净额清算协议当中另一项核心机制——净额清算条款也因可能与《破产法》第40条规定的破产抵销权制度相冲突而失去消解信用风险敞口的作用。

依据《NAFMII主协议（2009版）》第9条和第10条规定而创设的提前终止条款，实际上赋予了交易双方在所约定的风险事件发生之时提前终止合同并以净额方式提前清结债权债务的权利。在缺乏单一协议条款的多次、多方交易的场合，每一次交易行为都将被视为一个独立的合同关系。在这种情况下，净额清算制度将被破产抵销制度所取代。《破产法》第40条规定：“债权人在破产申请受理前对债务人负有债务的，可以向管理人主张抵销。但是，有下列情形之一的，不得抵销：……”

在一方破产情形下，债权人、债务人互负债务的，按破产法应采用破产抵销方式而不是立即的净额清算。理论上说，若能迅速依法行使破产抵销权，将产生与采用交易终止净额清算方式相同的后果，即该债权人在实质上可以就所抵销的债权得到优先受偿。

但破产抵销权的行使要等待繁琐而漫长的可抵销债权的甄别确认程序，而且债权人也须向管理人主张。这种时限与不确定性将无法及时切断因破产事件导致的对产品价格的敏感性影响，这与净额清算机制的可迅速自助实现以及完全排除破产法上个别清偿法律障碍的特性有所区别。因此，除非该净额清算条款得到破产法抵销制度的清晰表达或例外安排，否则，其在我国破产法律制度框架之下的可执行性仍然是不可确定的。

（三）自动提前终止清算安排在中国法项下的有效性

“提前终止权”（即在交易履行过程中，如果交易一方出现违约事件，那么守约方