

期货前景可期，衍生品未来“新生” — 评述《期货和衍生品法》

作者：杨铁成 | 葛音 | 郑婷 | 应尔寅 | 何璨¹

一、背景概述

《期货和衍生品法》（“《期货和衍生品法》”）已于2022年4月20日通过，并将于2022年8月1日生效。这部新的法律诞生是中国资本市场法治建设的又一个重要里程碑。作为中国期货和衍生品市场的“基本法”，它为期货和衍生品市场的高质量发展提供了法律基础，同时也为市场的双向开放创造了有利条件，使中国向完全的终止净额结算司法管辖区这一目标又迈出了一大步。

为了让读者更深入地了解《期货和衍生品法》及其对市场参与者的潜在影响，我们将在本文中分析《期货和衍生品法》的关键条款和值得关注的要点，并同时考虑一审、二审草案和终稿的差异。我们有关一审草案的文章可点击[此处](#)查看。

二、关键解析

（一）《期货和衍生品法》的适用范围

《期货和衍生品法》第2条规定，本法适用于（1）在中国境内进行的期货交易、衍生品交易及相关活动；以及（2）在中国境外进行的扰乱境内市场秩序或损害境内交易者合法权益的期货交易、衍生品交易及相关活动。从适用范围上，《期货和衍生品法》既重点规范期货市场，又兼顾了衍生品市场，同时也为未来的改革创新预留了空间。

1. 期货交易和衍生品交易的定义

《期货和衍生品法》第3条规定，期货交易是指以期货合约或标准化期权合约作为交易标的的交易活动；而衍生品交易是指除期货交易外，以互换合约、远期合约、非标准化期权合约以及这些产品的组合为交易标的的交易活动。

与二审草案相比，终稿中删除了对互换合约和远期合约“非标准化”的限定要求。这似乎表明不论这两类合约的标准化程度如何，互换合约和远期合约的交易皆应被归类为衍生品交易并受到相应监管。

¹ 实习生沈奕玮对本文的写作亦有贡献。

2. 期货交易和衍生品交易的区别

《期货和衍生品法》第 3 条并没有明确区分期货交易和衍生品交易的方法，特别是在“标准化”的定义未得到明确的情况下。然而，《期货和衍生品法》第 11 条可能为我们提供了一个更清晰的标准来区分这两类交易，该标准符合国际惯例：

- (1) 期货交易应当在期货交易所或者国务院期货监督管理机构（即中国证券监督管理委员会（“证监会”））批准的其他交易场所进行，并采用公开的集中交易方式或者证监会批准的其他交易方式进行；禁止在期货交易所之外进行期货交易；以及
- (2) 衍生品交易可以采用协议交易（我们理解即指衍生品交易可通过合同谈判达成），或者国务院规定的其他方式进行。

3. 跨境场外衍生品交易

《期货和衍生品法》没有明确规定其将适用于跨境场外衍生品交易，但监管机关在诸多场合皆提及《期货和衍生品法》建立了符合国际惯例的基本框架，并确立了 ISDA 协议项下的场外衍生品交易的终止净额结算制度²，这表明《期货和衍生品法》适用于跨境场外衍生品交易。

4. 回购和证券融资交易

《期货和衍生品法》以及其规定的终止净额结算制度，将不适用于回购和证券融资交易。尽管如此，中国银行保险监督管理委员会（“银保监会”）明确表示，如商业银行的交易对手为中国持牌金融机构，且回购交易通过经银保监会认可的主协议达成，商业银行可以按照净额计算衍生工具交易对手违约风险暴露以及为回购交易计提监管资本；详情请见于 2021 年 11 月 26 日发布的《关于衍生工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知》及答记者问（“《银保监会通知》”）。

5. 《期货和衍生品法》的域外适用

除适用于扰乱境内市场秩序或损害境内交易者合法权益的境外期货和衍生品交易及相关活动外，《期货和衍生品法》还将在特定情况下适用于境外实体。境外实体相关条款主要包括：

- (1) 《期货和衍生品法》第 118 条：境外期货交易所向境内单位或个人提供直接接入其交易系统进行交易服务的，需要向证监会申请注册并接受其监管，证监会另有规定除外；
- (2) 《期货和衍生品法》第 119 条：在境外期货交易所上市的境外期货合约、期权合约或衍生品合约，以境内期货交易所上市的合约价格进行挂钩结算的，应当符合证监会的规定；
- (3) 《期货和衍生品法》第 121 条：境外期货交易所在中国设立代表机构的，应当向证监会备案；以及
- (4) 《期货和衍生品法》第 122 条：境外机构在中国从事期货市场营销、推介和招揽活动，应当经证监会批准，并遵守《期货和衍生品法》的相关规定；境内机构为境外机构从事前述活动的，也需获得证监会的批准。这与中国对境外机构的营销活动日益收紧的监管立场相呼应。

值得注意的是，《期货和衍生品法》终稿取消了境外期货经营机构接受境外单位或个人委托，直接

² 详见：<https://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1020671&itemId=915&generaltype=0>
<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c2350718/content.shtml>。

在境内期货交易所参与期货交易的，该境外期货经营机构需向证监会申请注册或申请豁免注册并接受证监会的监管的要求。

（二）终止净额结算

1. 终止净额结算制度的确立

《期货和衍生品法》首次在法律层面认可终止净额结算制度和单一协议概念的可执行性和有效性。

《期货和衍生品法》第 32 条规定，衍生品交易采用主协议方式的，主协议、主协议项下的补充协议以及就各项具体交易达成的协议（如确认书），共同构成一个完整的单一协议，并具有法律约束力。这可以有效地消除对破产管理人依《中华人民共和国企业破产法》（“《破产法》”）第 18 条享有的决定继续履行部分交易并同时终止其他交易的挑拣履行权的担忧。

《期货和衍生品法》第 35 条进一步规定，对于依法采用主协议方式从事衍生品交易的，可以依照协议的约定终止交易，并按净额对该协议项下的全部交易盈亏进行结算；且依此进行的净额结算，不因交易任何一方进入破产程序而中止、无效或者撤销。本条能有效消除破产管理人依据《破产法》第 31 条所享有的撤销权，以及《破产法》第 40 条关于破产程序中抵销权的限制性规定带来的不确定性所引发的担忧；但正如下文所论述的，在实践中本条的适用可能存在不确定性。

确立终止净额结算制度有助于促进国际认可中国是完全的净额结算司法管辖区，并能给金融机构带来诸多好处，例如，金融机构可以按净额计算中国交易对手的风险暴露，减少对手方风险暴露，降低因衍生品头寸所要求持有的监管资本，并减少需要向对手方提供的履约保障品。

2. 主协议范本的备案要求

《期货和衍生品法》第 33 条规定，主协议范本应按照证监会或国务院授权的其他部门的规定进行备案。关于备案要求的以下问题仍待进一步澄清：

- (1) 备案义务人：与一审和二审草案相比，《期货和衍生品法》终稿删除了全部有关备案义务人的内容，从而对谁应负责备案主协议存有疑问；
- (2) 需备案的主协议：目前无法确定哪些主协议需要向主管监管机关备案；例如，定制协议和迷你主协议是否需要备案；
- (3) 重复备案：目前无法确定如果主协议将用于挂钩不同资产类别的衍生品，相关主协议是否需要向不同的监管机关备案。

根据《期货和衍生品法》第 8 条，衍生品市场由证监会或国务院授权的部门按照其职责分工进行监督管理。考虑到中国目前的衍生品监管现状，以外汇/利率为底层资产的衍生品交易应由中国人民银行（“央行”）和/或国家外汇管理局监管，而以大宗商品和证券为底层资产的衍生品交易则由证监会监管。这便引发了一个问题—挂钩不同资产类别的衍生品交易协议是否需要向每个不同的监管机关备案，而这将不可避免地增加备案义务人的负担，且不利于实践中开展衍生品交易；

- (4) 未备案的后果：《期货和衍生品法》没有规定未进行协议备案的后果，因此无法确定实践中将如何执行备案要求。

3. 终止净额结算可执行性的不确定性

对第 35 条“依法”的解读产生的不确定性

值得注意的是，与一审或二审草案不同，《期货和衍生品法》终稿中的终止净额结算不再以主协议的备案要求为条件。换句话说，即使相关的主协议没有向主管机关备案，似乎终止净额结算仍能被承认，无论是否涉及破产程序。

然而，终止净额结算的可执行性仍然取决于衍生品交易是第 35 条“依法”进行这一前提条件。应当如何解释“依法”，尤其是相关的主协议没有向主管机关备案时是否满足该前提条件，答案均未知。

尽管前述，《银保监会通知》确认了终止净额结算的可执行性，引用最高人民法院关于终止净额结算不应受制于《破产法》规定的挑拣履行权的意见，并明确提到了三类合格的主协议(即《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》《中国证券期货市场衍生品交易主协议》、《ISDA 2002 年主协议》)；银保监会在已知悉《期货和衍生品法》一审和二审草案的情况下没有提及任何备案要求。这表明监管机构应不会认为未履行备案义务将导致衍生品交易未“依法”进行。

《中华人民共和国金融稳定法》草案带来的潜在不确定性

2022 年 4 月 6 日，央行发布了《中华人民共和国金融稳定法》草案(“《金融稳定法》”)以征求公众意见并于 2022 年 5 月 6 日截止。《金融稳定法》第 30 条规定，实施金融风险处置的，经主要负责人批准，可以暂停合格金融交易的终止净额结算。虽然该条没有否认终止净额结算制度的可执行性，但该条意味着非违约方在暂停期间可能无法以任何理由行使其终止净额结算的权利，特别是《金融稳定法》并未规定暂停期限的情况下，这对国际认可中国是完全的净额结算司法管辖区将产生不确定性。

在金融机构风险处置的背景下，暂停终止净额结算是必要的；因为所有交易对手方仅仅因为有关金融机构进入风险处置而匆忙终止大量的金融合同，反而会进一步造成市场不稳定，并阻碍旨在实现被处置金融机构业务连续性的处置措施。为了在金融机构风险处置和终止净额结算制度的正常运作之间取得平衡，金融稳定委员会(“FSB”)在《金融机构有效处置机制的核心要素》中规定了暂停净额结算的几个条件，其中包括：暂停期限应被严格控制(例如，不超过 2 个工作日)；暂停应仅适用于基于进入风险处置或行使风险处置权力而产生的提前终止权利；此外，在暂停期限之前、期间或之后发生与进入风险处置或行使风险处置权力无关的任何违约行为(例如，未能在到期日履行支付或交付义务或返还履约保障品)，应保留对手方向被处置机构提出提前终止的权利。

值得注意的是，《金融稳定法》的起草说明表明，引入暂停终止净额结算是参考国际通行做法。此外，央行于 2020 年 10 月 16 日发布的《中华人民共和国商业银行法(修改意见稿)》第 95 条也规定了类似的暂停条款，即在商业银行被接管期间，可以暂停终止净额结算，最长期限为 2 个工作日。由此，我们认为，监管机关的意图应是在行使处置权时与上述通行的国际惯例保持一致，因此，暂停终止净额结算不应影响终止净额结算在实践中的可执行性。尽管如此，我们也将向央行就《金融稳定法》提交修改建议，纳入 FSB 规定的条件，并密切关注《金融稳定法》对终止净额结算可执行性的影响。

4. 转让式履约保障文件

《期货和衍生品法》第 34 条规定，各方进行衍生品交易，可以依法通过质押等方式提供履约保障。虽然第 34 条没有明确规定履约保障可以以国际通行的转让式履约保障方式提供(如为了满足变动保证金要求)，但该条为开放式立法，涵盖了所有可能的履约保障形式，并向市场透露了积极的信号，尤其考虑到中国银行间市场交易商协会早在 2009 年就发布了转让式履约保障文件，这也表明了央行对此的

支持。

此外，最高人民法院于 2012 年 2 月 10 日发布了《关于人民法院为防范化解金融风险 and 推进金融改革发展提供司法保障的指导意见》，其中第 13 条规定，在审查金融创新产品合法性时，对于法律、行政法规没有规定或者规定不明确的，应当遵循市场惯例，充分听取金融监管机构的意见，不得以现行法律、法规没有明确规定为由，简单否定金融创新产品的合法性。

综合以上因素，鉴于转让式履约保障作为国际场外衍生品交易市场的既有实践并得到中国金融监管机构的支持，它也很可能会获得中国法院的认可。

一些市场参与者担心转让式履约保障可能被重新定性为让与担保或中国法下没有明确规定的新型担保权益。我们认为此类风险不高，理由如下：

- (1) 履约保障（或 ISDA 协议中类似的信用支持概念）是一个比担保权益更宽泛的概念，而《期货和衍生品法》第 34 条并不局限于担保权益；
- (2) 根据转让式履约保障文件，所有权完全转移给履约保障品接收方的履约保障品不受任何担保物通常会受到的限制；以及
- (3) 转让式履约保障文件将明确规定，该文件下的履约保障品所有权转移构成衍生品主协议项下的交易，属于单一协议的一部分，并受到终止净额结算制度的保护；否认转让式履约保障文件将是对单一协议概念和终止净额结算制度的否定，且中国法院没有可适用的法律依据来宣布这一合同安排无效。

5. 自动提前终止条款（“AET 条款”）

AET 条款旨在确保通过主协议达成的所有交易都能在破产程序开始前提前终止，以防止终止净额结算制度受到相关破产法律规定的影响(例如上文提及的挑拣履行权)。部分市场参与者希望了解他们是否需要在《期货和衍生品法》生效后继续适用 AET 条款。目前，考虑到《期货和衍生品法》仍处于初步阶段，且如上所述，终止净额结算的可执行性仍存在不确定性，建议先采取观望态度。

（三）期货公司的业务范围

与一审草案相比，《期货和衍生品法》第 63 条不再明确允许期货公司从事衍生品业务。由此看来，立法者对期货公司业务范围的扩展保持审慎的监管态度，大部分风险管理业务仍将由期货公司风险管理子公司承担。尽管如此，《期货和衍生品法》第 63 条第 4 款允许期货公司经证监会批准从事“其他期货业务”，这一留白将允许证监会在其认为合适的时机逐步允许期货公司扩展其业务范围。

（四）适用于金融机构的事前批准要求和适当性管理义务

与二审草案相比，《期货和衍生品法》终稿新增了第 31 条，即所有金融机构开展衍生品交易都应获得批准，履行交易者适当性管理义务，并应遵守相关监管规定。这表明特别是在“原油宝”事件发生后，监管机关对衍生品业务的监管态度更为严格。“原油宝”是一种挂钩境外原油期货合约的纸质原油交易产品，可供个人投资者交易，并因全球石油价格暴跌而造成投资者重大损失。

现行规则下，银行业金融机构开展衍生品业务需向银保监会申请批准，证券公司开展衍生品业务则需从证监会获得证券自营牌照并向中国证券业协会备案，保险公司开展衍生品业务需向银保监会报告。适用于不同类型金融机构的衍生品相关规则可能需要更新以反映上述要求。

（五）跨境数据传输

一审、二审草案规定，未经证监会和国务院有关部门同意禁止任何单位或个人向境外提供与期货活动有关的任何文件和资料。让市场参与者鼓舞的一点是，这一严格规定在终稿中已经有所放松，变为禁止向境外监管机构提供此类文件和资料（而非宽泛的向境外提供）。

（六）其它要点

1. 交易报告库

《期货和衍生品法》第 36 条规定，国务院授权的部门或证监会应当设立衍生品交易报告库以收集、保存、分析和衍生品交易标的、规模和对手方等信息，并按照规定及时向市场披露有关信息。具体办法将由国务院授权的部门和证监会制定。截至目前，中国期货市场监控中心和中证机构间报价系统已经获得正式授权，并获 FSB 的认可作为商品和股票场外衍生品的交易报告库；中国银行间市场交易商协会为信用类场外衍生品的类交易报告库，中国外汇交易中心为信用、外汇及利率类场外衍生品的类交易报告库，但目前中国尚未建立信用、外汇或利率类场外衍生品的正式受 FSB 认可的交易报告库。

2. 结算最终性

虽然现行有效的规则中已规定了期货交易的结算最终性，但《期货和衍生品法》第 43 条在国家法律层面确认了结算最终性原则，并明确规定依法进行的结算和交割不得因参与结算的任何一方进入破产程序而中止、无效或撤销。由于中央对手方也是参与期货交易结算的一方，该第 43 条确认了中央对手方的破产也不会影响结算最终性。

3. 举证责任倒置

《期货和衍生品法》第 51 条规定，交易者应根据金融状况、交易知识和经验等因素区分为普通交易者和专业交易者。当普通交易者与期货经营机构发生纠纷时，区别于“谁主张谁举证”的原则，《期货和衍生品法》第 51 条将举证责任由普通交易者倒置由期货经营机构承担，即期货经营机构应证明其行为不存在误导或欺诈等情形，否则应承担赔偿责任。

三、展望

《期货和衍生品法》的出台无疑为终止净额结算制度在中国法下的可执行性提供了重要的法律基础，并翻开了中国期货和衍生品市场新的篇章。随着未来对中国作为完全的净额结算司法管辖区的认可，预计将有越来越多的外国市场参与者愿意与中国的交易对手方进行交易以管理风险，而中国的市场参与者也可以享受终止净额结算的优势并节约监管资本。

尽管前述，《期货和衍生品法》仍留有一些悬而未决的问题等待监管机关的澄清。我们将继续密切关注与《期货和衍生品法》相关的任何动态，并及时分享我们的见解。

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：

杨铁成

电话： +86 10 8516 4286
Email: tiecheng.yang@hankunlaw.com

葛音

电话： +86 21 6080 0966
Email: yin.ge@hankunlaw.com

郑婷

电话： +86 21 6080 0203
Email: ting.zheng@hankunlaw.com