

# 提高金融市场基础设施枢纽韧性： 中央对手方的 违约管理、恢复计划和处置安排

上海期货交易所 戴光懿

## 一、引言

历史上曾发生的多次金融危机中，政府往往被迫采用各种方式来拯救陷入困境的金融基础设施，如资本注入、担保债务、提供流动性支持等。这些措施虽然避免了整个金融体系的崩溃，但对公共财政造成了极大负担，而且依靠公共财政拯救金融基础设施的做法也会引发金融基础设施以高风险运营的“道德风险”。中央对手方作为关键金融市场基础设施之一，为各类基础资产和金融衍生品交易活动提供基础性公共服务的系统及制度安排，在金融市场运行中居于枢纽地位。因此确保中央对手方在危机状况下关键功能的持续运行不被中断、金融基础设施之间的连接不被干扰至关重要。

2008年金融危机以来，国际组织和监管当局充分意识到中央对手方“大而不能倒”的潜在危害。为了积极防范和应对，金融稳定委员会

(Financial Stability Board, FSB)、巴塞尔银行监管委员会 (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)、支付与市场基础设施委员会 (The Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI) 和国际证监会组织 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) 联合展开行动，从违约管理、恢复计划、处置安排、基础设施的相互依赖性等多个方面展开研究，以期形成审慎、合理的监管制度，提高中央对手方韧性，确保当其违约管理失效或面临其他危机情况时，可持续为市场提供关键服务或者有能力对其自身功能进行有序的关闭。其中，违约管理 (Default Management) 一般指中央对手方利用一系列制度安排和财务资源有序并有效地应对参与者违约。恢复计划 (Recovery Planning) 一般指中央对手方在面对极端情况无法持续运行或破

产时，采取适当的措施，利用合适的损失分配工具，促进自身生命力恢复，保持整体运行并延续关键服务。处置安排（Resolution Arrangement）一般指中央对手方在面对极端情况无法持续运行或破产，且采取恢复计划无效时，由监管和处置当局通过额外的工具或措施适时介入中央对手方的恢复和损失分配管理中，甚至对其自身功能进行有序关闭，以避免相关债权人遭遇比一般破产情况下更糟糕的情况，以及由此可能导致的更大范围的金融系统风险<sup>1</sup>。

作为近期促进欧盟金融稳定的一项改革措施，2020年6月欧盟理事会、议会和委员会就制定《中央对手方恢复和处置条例》<sup>2</sup>

（Recovery and Resolution Regulation of Central Counterparties）达成了一致，并决定在条例生效日起18个月后实施。该条例在基于和银行系统恢复和处置框架相同的原则上，为欧盟各国主管当局提供了足够的、可供选用的工具来管理危机和处理涉及关键金融市场基础设施失灵的情况。这些工具主要包括：征收权（Assessment Power）、变动保证金收益折减（Variation Margin Gains Haircutting）、处置现金追加（Resolution Cash Call）、部分撕毁合约（Partial Tear-up）、完全撕毁/终止合约（Tear-up）、部分/整体出售业务（Sale of Business）和建立业务转嫁桥梁（Bridge CCP）等。《中央对手方恢复和处置条例》将成为欧盟中央对

手方解决危机处境的蓝本。

本文的研究范围包括中央对手方违约管理、恢复计划和处置安排三个方面。具体内容包括：分析境外中央对手方违约管理理念、一般流程和典型的损失分摊方式；介绍当违约事件或非违约事件造成的损失超出中央对手方预收财务资源的情况下，境外中央对手方解决危机的目标、原则以及应对方式；详细解读涉及恢复计划和处置安排中常见措施和工具的运作机制；对标境外实践，从而探索我国中央对手方作为金融基础设施枢纽如何在以上各方面提高韧性。

## 二、国际准则对中央对手方恢复计划和处置安排的相关要求

2011年11月，金融稳定委员会（FSB）公布了《金融机构有效处置框架的关键属性》<sup>3</sup>（Key Attributes for Effective Resolution Regimes，简称《关键属性》）。《关键属性》规定了司法管辖区应对陷入困境的金融机构的法律和制度安排，范围延伸至所有具有系统重要性的金融机构。当时《关键属性》主要的焦点在于如何处理银行破产。然而2013年FSB又发布了一份咨询报告，涵盖了非银行类系统重要性机构（包括金融基础设施）处置安排具体特征的附件草案集，适用于所有金融基础设施类型，报告许多方面与解决中央对手方的问题相关，

<sup>1</sup> Amandeep Rehlon, Dan Nixon. Central counterparties: what are they, why do they matter and how does the Bank supervise them?[] Bank of England Quarterly Bulletin, 2013, vol. 53(2), pp.147-156

<sup>2</sup> Council of the European Union, Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on a framework for the recovery and resolution of central counterparties and amending Regulations (EU) No 1095/2010, (EU) No 648/2012, and (EU) 2015/2365 and Directives 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU and (EU) 2017/1132[EB], <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/06/23/clearing-houses-presidency-and-parliament-reach-political-agreement-on-recovery-and-resolution/>, 2020-06-23

<sup>3</sup> FSB, Key Attributes for Effective Resolution Regimes[OL], [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_111104cc.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf), 2011-10

特别是中央对手方如何分配参与者违约所造成的损失并补充其财务资源。

2012年4月，支付与市场基础设施委员会（CPMI）和国际证监会组织（CPMI-IOSCO）发布了一套全面的最新标准——《金融市场基础设施原则》<sup>4</sup>（Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI），内容涵盖了金融基础设施法律基础、治理架构、风险管理、支付结算、投资托管、信息披露等多个方面，其中在风险管理方面要求中央对手方建立风险控制和违约管理计划，使他们能够有效地处理单个或多个参与者违约。这些风险控制措施包括：按盯市价值交换参与者的变动保证金（盈利和亏损），以收取保证金的方式覆盖未来价格的潜在不利变动等。PFMI还要求中央对手方维持一个预收财务资源池来弥补参与者在市场紧张条件下违约所可能造成的损失。但在潜在极端的情况下，特别是当预收财务资源池无法覆盖损失时，中央对手方仍有可能面临破产。此外，PFMI更进一步要求中央对手方建立健全一套稳健的恢复计划来解决预收财务资源池无法覆盖的、可能导致中央对手方破产的威胁，其中明确要求中央对手方需识别各种可能妨碍其持续提供关键运行和关键服务的可能场景，对恢复或有序关闭进行有效评估，并基于评估结果制定恢复或有序关闭的方案。后续的指导性文件《金融基础设施的恢复》<sup>5</sup>还探讨了多种中央对手方可能会考虑使用的恢复工具。

### 三、境外中央对手方的违约管理

中央对手方一般都通过收取一定的保证金并以合约替代，即成为买方的卖方和卖方的买方来清算合约，以减轻对手方风险并维持账簿平衡，这就意味着交易中的一方的任何损失都被交易另一方的收益完全抵消。因此，中央对手方每日对所有头寸价值进行盯市，从“亏损”的交易对手那里收取变动保证金，然后支付给他们的对手方，即“盈利”的交易对手。

然而在参与者违约的情况下，中央对手方将不再保持账簿的平衡，但中央对手方的性质迫使其必须继续履行其对违约参与者的对手方，即未违约参与者的义务。只要中央对手方的账簿不平衡，它就需要动用预收财务资源来满足违约参与者造成的变动保证金支付义务，并着手处置违约参与者持有的资产组合以降低损失。

#### （一）预收财务资源

中央对手方预收财务资源一般包括：参与者缴纳的资产（保证金和抵押品）、违约参与者缴纳的违约基金、中央对手方的部分自有资金、未违约参与者缴纳的违约基金以及其他资金（如集团提供的资金等）（图1）。由这些预收财务资源构成的资产池以及它们被动用的先后顺序通常被称为“信用违约风险瀑布”（简称违约瀑布）。在违约参与者所缴纳的保证金资产已经无法覆盖其违约损失的情况下，违约瀑布将被用来有序地应对这种交易对手到期不能履行债务的风险。

<sup>4</sup> CPSS-IOSCO (Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions), Principles for Financial Market Infrastructures[OL], <http://www.bis.org/publ/cps101.htm>, 2012-04

<sup>5</sup> CPSS-IOSCO, Recovery of Financial Market Infrastructures: Consultative Report[OL], <https://www.bis.org/cpmi/publ/d109.pdf>, 2013-08



数据来源：各交易所官网（2020年6月30日）

图 1：境外中央对手方违约瀑布

## （二）损失分摊机制

中央对手方设置的保证金至少可以在 99% 以上的置信水平覆盖信用风险，但考虑到交易成本和交易流动性等因素，中央对手方设置的保证金水平做不到完全覆盖信用尾部风险，因此中央对手方需要构建违约瀑布来应对这种发生概率极小但损失规模难以预计的风险，并通过风险瀑布将保证金无法覆盖的损失按一定比例合理有序地分摊给参与者或利益相关方。从图 1 境外机构的情况来看，由参与者共同出资的违约基金在所有预收财务资源中一般占较大比重，通常是中央对手方自有资金规模的几十倍，测算违约基金的规模主要依据“在极端但仍可能发生的”市场情景下的压力测试结果为基础，至少需要覆盖一到两家最大违约参与者的损失。但是，中央对手方预收财务资源也是有限的。

## （三）一般违约处置流程

在一般违约处置流程下，境外中央对手方一开始将试图通过了结违约者未平仓合约来消除风险，特别是对于流动性较低的产品或场外交易产品，中央对手方通常通过拍卖机制将这些资产转移给未违约的市场参与者。在拍卖开始前，中央对手方会首先对即将被拍卖的资产组合进行保值对冲以降低资产组合对价格波动的风险敏感度，同时还会通过各种政策措施鼓励会员参与拍卖并积极出价，甚至惩罚在拍卖中表现不积极的会员。

然而根据国际掉期与衍生工具协会（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）的建议，如果拍卖没有在一定的时间内达成、由于拍卖形成的不利价格使损失超出了中央对手方的预收财务资源或者由于市场严重缺乏流动性导致

拍卖破产时，中央对手方将需要动用其预收财务资源来恢复账簿<sup>6</sup>平衡。

#### （四）预收财务资源耗尽

如中央对手方拍卖机制失效且采用了其它风险管理措施后仍无法弥补参与者违约损失的，中央对手方将按其规则规定的一定顺序动用其预收财务资源。不过，一旦中央对手方耗尽其所有预收财务资源，假设中央对手方没有其他债权人，且没有向其他参与者分配其无法被预收财务资源吸收的损失的其他机制，那么中央对手方将资不抵债，每个参与者都将获得与中央对手方所欠债务成比例的债务继承权（或对损失的追偿权）。此时，中央对手方就需要

启动其预先制定的恢复计划来处理无法被预收财务资源吸收的损失（以下称未覆盖损失）。

#### 四、境外中央对手方的恢复计划

当参与者违约损失超过可用的预收财务资源，即违约瀑布资源耗尽后，中央对手方将采用一系列恢复工具，以促进自身生命力的恢复，保持整体运行和延续关键服务（图2）。中央对手方用以应对重大违约损失的恢复工具大致可分为两类：一类用于补充预收财务资源的工具，另一类用于分配无法被预收财务资源吸收的损失的工具。

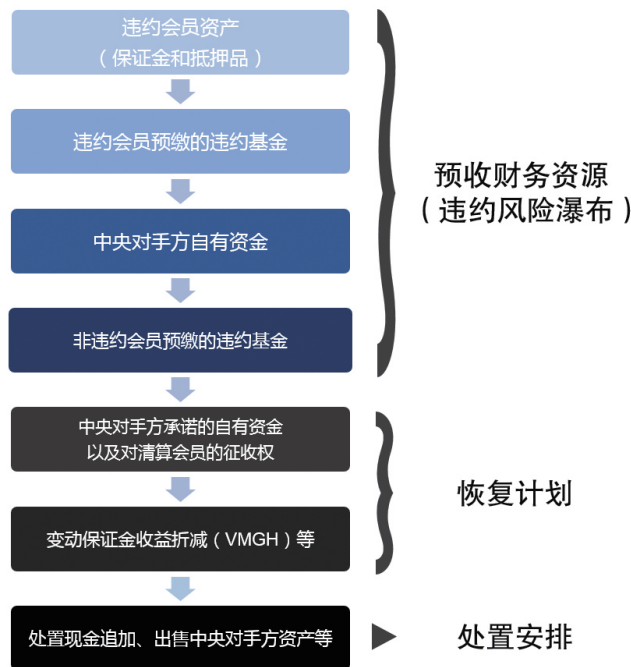


图2：中央对手方预收财务资源、恢复计划与处置安排

<sup>6</sup> ISDA (International Swaps and Derivatives Association), CCP Loss Allocation at the End of the Waterfall[OL], [http://www2.isda.org/attachment/NTc5Nw==/CCP\\_loss\\_allocation\\_waterfall\\_0807.pdf](http://www2.isda.org/attachment/NTc5Nw==/CCP_loss_allocation_waterfall_0807.pdf), 2013-08



### （一）对参与者的征收权 (Assessment Power)

境内外一些中央对手方已经在他们的规则中建立了补充无法被预收财务资源吸收的损失恢复工具。最常见和基本的就是中央对手方履行对参与者的征收权，形式主要是对参与者进行现金征收以补缴被消耗的违约基金，一般监管当局会要求对参与者的补缴设定上限。显然征收权作为恢复工具有其限制，即补缴的数额有限，可能不足以弥补损失。因此，中央对手方的恢复计划中可能还需要用到其他工具，其中一些工具虽然比较极端，但可能需要在危机最严重的情况下被实施。不过，只要中央对手方预收财务资源越多，极端工具被实施的机会就越小。

### （二）变动保证金收益折减 (Variation Margin Gains Haircutting)

在中央对手方实施逐日盯市制度的前提下，变动保证金收益折减 (VMGH) 已被普遍认定为一种将无法被预收财务资源吸收的损失按类似于一般破产情况下损失分配的方式分配给中央对手方债权人的实用的恢复工具。在 VMGH 机制下，中央对手方一方面折减未违约参与者按市值计价的收益 (变动保证金盈利)，另一方面继续全额收取未违约参与者按市值计价的亏损 (变动保证金亏损)。只要参与者是中央对手方的债权人，且这种损失分配不涉及参与者的初始保证金，这一结果就相当于中央对手方破产时每个参与者都获得了债务继承权，可以反映一般破产情况下的经济情形。而实施 VMGH 机制的好处在于它可以避免中央对手方真正进入破产程序所带来的交易延误和成本损失。

图 3 比较了中央对手方进入破产 (左侧) 和启动 VMGH 机制 (右侧) 下的结果，假设中央对手方

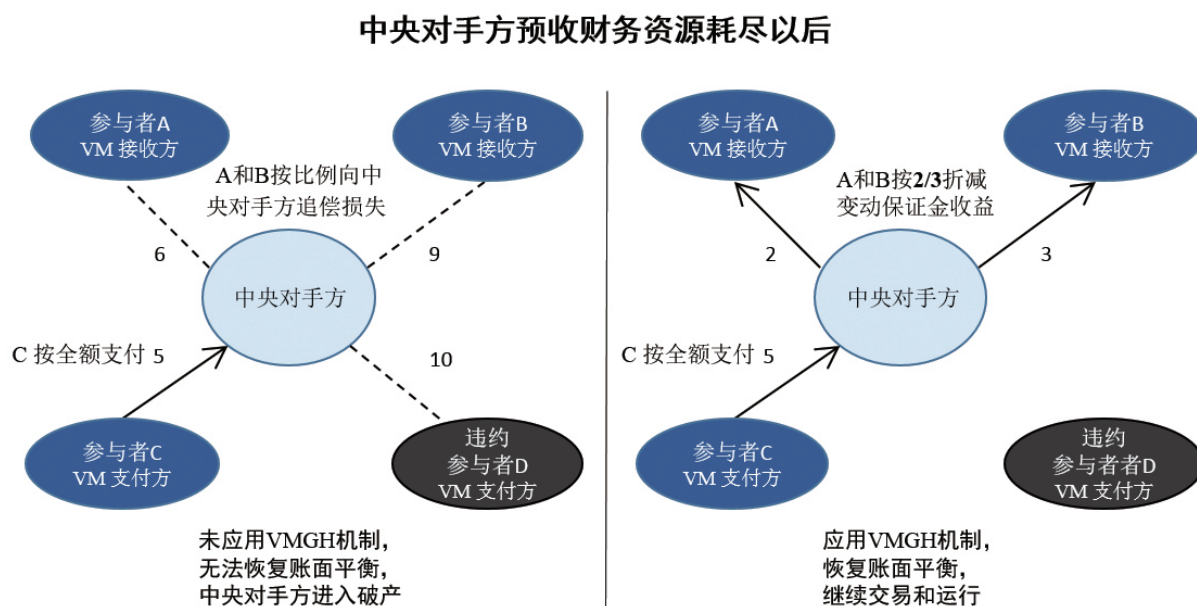


图 3：中央对手方进入破产 VS 中央对手方应用 VMGH 机制

的所有其他预收财务资源和任何参与者的补缴已经用尽。参与者 D 的违约只留给中央对手方总共 5 个单位的变动保证金来满足中央对手方 15 个单位（C 和 D 的合计损失）的变动保证金支付义务。而在 VMGH 机制下，中央对手方只需对参与者 A 和 B 按照 2/3 的比例对其变动保证金盈利部分进行折减，就能完全弥补 D 造成的违约损失，可以使中央对手方摆脱进入破产程序的窘境，使其账簿恢复平衡，交易和运营得以继续。

VMGH 机制是一种非常稳健的恢复措施，在国际上它被普遍认为是一种向参与者分配未覆盖损失的有效手段，它可以直接解决中央对手方由于无法履行支付盯市损失义务而造成的账簿不平衡。如果对中央对手方在实施 VMGH 机制方面没有规定任何限制（时间或数额），那么从理论上来说它总是可以用盯市盈利弥补盯市亏损造成的亏空。操作中 ISDA 建议中央对手方可通过赋予参与者对客户进行追加的权利来实现对盈利客户的收益部分进行折减；同时，受 VMGH 机制影响的市场参与者（变动保证金接收方）应得到以违约者利润和追偿权背书的股票或高级可转债<sup>7</sup>。

然而从实际运用的角度来看，VMGH 机制还存在一些缺陷，包括：

1. 尽管在违约事件发生当日实施 VMGH 机制显得很有效，但持续依赖这种恢复工具（如连续多日实施 VMGH 机制）来履行未来义务可能会给参与者带来不确定性：可能促使参与者退出集中清算，转

向包括双边清算在内的其他清算安排。

2. 在某些特殊情况下，VMGH 机制可能也不足以解决未覆盖损失的问题。如果亏损来源只是按市值计价的价格变动，那么亏损总是可以通过 VMGH 机制来弥补的。然而，如果损失在拍卖违约参与者的资产组合时发生了进一步的扩大，比如：拍卖参与者们只愿意以非常不利的价格接受违约参与者的头寸，就可能会出现损失会超出 VMGH 机制可弥补范围的情况。

3. 对参与者的资产组合进行几轮拍卖的尝试后出现流拍的情况。在这种情形下中央对手方无法通过拍卖机制得出一个合理的市场平仓价格，也就无法估算违约带来的损失规模，更无法实施 VMGH 机制。比如市场资金流动性极度匮乏时，参与者可能没有足够的现金参与拍卖。

这些缺陷仍有可能导致中央对手方陷入破产的危险处境。由此可见，中央对手方还需要在事先与监管当局、处置当局、市场参与者以及其他各类利害关系者商定切实可行的处置安排或方案，在面对极端情况无法持续运行或破产，且采取恢复计划无效时，按照事先安排，允许监管或处置当局的适时介入<sup>8</sup>，以避免造成更大范围的金融系统风险。

## 五、境外中央对手方的处置安排

除了上述提到的违约损失可能会使中央对手方耗尽预收财务资源而面临破产处境以外，非违约事件如流动性资源不足、欺诈、网络安全漏洞、投资

<sup>7</sup> ISDA (International Swaps and Derivatives Association), CCP Loss Allocation at the End of the Waterfall[OL], [http://www2.isda.org/attachment/NTc5Nw==/CCP\\_loss\\_allocation\\_waterfall\\_0807.pdf](http://www2.isda.org/attachment/NTc5Nw==/CCP_loss_allocation_waterfall_0807.pdf), 2013-08, p17

<sup>8</sup> ISDA (International Swaps and Derivatives Association), CCP Loss Allocation at the End of the Waterfall[OL], [http://www2.isda.org/attachment/NTc5Nw==/CCP\\_loss\\_allocation\\_waterfall\\_0807.pdf](http://www2.isda.org/attachment/NTc5Nw==/CCP_loss_allocation_waterfall_0807.pdf), 2013-08, p15

损失、关键性服务中断、托管机构倒闭等也可能使中央对手方面临破产的危险处境<sup>9</sup>。为应对违约事件或非违约事件对中央对手方造成重大损失的局面，处置当局应与监管当局或其他有关当局协商，为中央对手方制定切实可行的处置计划。在中央对手方不能或者很可能不会继续运行，或者不能再持续满足相关法律或监管要求，且中央对手方采取一系列行动后也无法合理预期其能够在一定时间内恢复到正常运行时，应该对其进行处置。如有必要，应在中央对手方完成现有恢复计划和损失分配之前，就适时介入并处置中央对手方，见图 2 末端。

实践中，2020 年欧盟《中央对手方恢复和处置条例》规定设有中央对手方的成员国应当建立合适的处置框架，成立至少一家处置机构，将中央对手方的处置职能与其它职能分开，特别是当处置当局是中央对手方的清算会员时，可能会因利益冲突影响处置决策的独立性从而出现监管风险。同时，处置当局应具备运用处置工具的专业知识、资源和操作能力，并以所需的速度和灵活性通过行使其权力实现处置目标。在能够有效地分离监管职能和处置职能的前提下，监管当局与处置当局可以是同一个实体也可以是两个不同的实体。但无论在何种形式下，监管当局与处置当局都应在处置决定的编制、规划和实施方面密切合作。处置目标包括：确保中央对手方关键功能的持续运行、金融基础设施间的

连接不被干扰、通过防止金融危机在金融机构当中蔓延并维持市场纪律来避免危机对金融体系造成重大不利影响、降低中央对手方对外部金融支持的依赖度、将潜在的纳税人损失最小化等。总体处置原则为：处置当局对中央对手方采取任何一种或多种处置措施，必须确保中央对手方所有股东、清算会员和其他债权人在履行一切合同义务并应用了一切可应用的运营规则后，面临比处置当局在满足实施处置措施条件的情况下没有采取任何处置措施的一般破产情况更糟糕的破产情形，即债权人不会更糟原则（No Creditor Worse Off, NCWO 原则）。当债权人遭受比一般破产情形大的损失时，有权对两种不同情况下的损失差额提出补偿要求。此外，处置当局在达成处置安排目标时还应充分考虑将与中央对手方价值、利害关系者损失有关的处置成本最小化<sup>10</sup>。

欧盟《中央对手方恢复和处置条例》提到处置当局可选用的处置工具大致有四个种类：第一种是持仓和损失的分配工具，第二种是债务减记或债权转换类工具，第三种是业务出售类工具，第四种是中央对手方业务转嫁工具。具体来说有：部分撕毁合约（Partial Tear-up）和完全撕毁合约（Tear-up）、处置现金追加（Resolution Cash Call）、部分 / 整体出售业务（Sale of Business）、债务减记和债权转换（Write-down/Conversion）、建立业务转嫁

<sup>9</sup> LCH Group( London Clearing House Group), Recovery & Resolution A Framework for CCPs[OL], [https://www.lch.com/sites/default/files/media/files/Recovery%20and%20Resolution\\_0.pdf](https://www.lch.com/sites/default/files/media/files/Recovery%20and%20Resolution_0.pdf), 2020

<sup>10</sup> Council of the European Union, Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on a framework for the recovery and resolution of central counterparties and amending Regulations (EU) No 1095/2010, (EU) No 648/2012, and (EU) 2015/2365 and Directives 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU and (EU) 2017/1132[EB], <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/06/23/clearing-houses-presidency-and-parliament-reach-political-agreement-on-recovery-and-resolution/>, 2020-06-23



桥梁（Bridge CCP）等。

### （一）部分 / 完全撕毁合约（Tear-up）

当中央对手方发生无法完全平仓或拍卖违约参与者资产的极端情况时，中央对手方可能别无选择，只能通过撕毁未平仓合约（Tear-up）来恢复账簿平衡。撕毁合约可以是“完全撕毁”（Complete Tear-up）也可以是“部分撕毁”（Partial Tear-up），属于第一种持仓和损失的分配工具。

部分撕毁合约仅涉及终止违约参与者的合约。然而与强制分配损失的征收机制一样，仅终止部分合约可能对单个参与者的净风险敞口产生重大且不可预测的影响。中央对手方应仔细挑选不会扰乱净额结算安排的合约来有选择性地终止。但是即使这样做也并不能保证可被终止的合约数量多到足以让中央对手方的账簿再次维持平衡。因此中央对手方仍应当保留完全终止合约的权利，以确保它们在所有情况下都可以重新建立新的平衡账簿。

完全撕毁合约将涉及终止清算服务覆盖的所有合约，涉及所有参与者，其实质上是关闭清算业务。这显然是一种非常极端的措施，它将迫使中央对手方建立新的替代性的清算规则，也迫使所有市场参与者根据新的清算规则重新建立所有头寸且还需承担与此相关的所有损失。不过正是因为中央对手方存在可能终止净额结算这样“最后手段”式的威慑，反而可以激励参与者在拍卖中负责任地出价竞标或者提出自愿撕毁部分合约。另一方面，由于完全撕毁合约仍可以反映一般破产情况下的经济情形，因此欧盟在《中央对手方恢复和处置条例》中规定处置当局在满足一定条件并与市场充分沟通后，可以完全撕毁与违约参与者的合约并关闭相关产品、

业务。

### （二）处置现金追加（Resolution Cash Call）

处置现金追加作为一种损失分配类的处置工具，指处置当局在充分评估对非违约参与者造成影响后，可以要求中央对手方对非违约参与者发起除征收权外的额外现金追加程序。对于违约事件引起的处置，追加的规模上限相当于非违约参与者向中央对手方缴纳违约业务下违约基金数额的两倍。对于非违约事件引起的处置，追加的规模上限相当于非违约参与者向中央对手方缴纳所有业务下违约基金数额的两倍。处置现金追加是强制性的，如果一家参与者拒绝缴纳处置现金追加，处置当局可以要求中央对手方判定该参与者违约，并使用该参与者名下的保证金以及违约基金来替代处置现金追加所需的金额。

### （三）债务减记和债权转换（Write-down/Conversion）

当中央对手方资不抵债时，处置当局可以以正常破产程序下适用的债权优先权对中央对手方的债务进行减记或对其债权进行转换。处置当局可以将债务的本金减少到实现处置目标所需的程度，必要时可减记债务的全部价值。使用这类工具时处置当局可以背离 NCWO 原则，但是处置当局不可以减记或进行债权转换的债务类型有：应付员工工资、养老金、对中央对手方提供关键服务的贸易债权人的负债、税务和社会保障类的负债、对其他中央对手方的负债、对中央银行的负债以及对初始保证金负债。债务减记和债权转换属于第二种处置安排。

### （四）部分 / 整体出售业务（Sale of Business）

第三种处置安排涉及部分 / 整体出售中央对手

方。在处置阶段，处置当局可以以公开商业转让的方式将中央对手方资产、权利、义务、负债以及在处置阶段发行的所有权凭证转让给非业务转嫁方的买方。在整体出售中央对手方的情形下，处置当局应负责对中央对手方的转让项目进行市场推广，并可以对中央对手方权利、资产、义务和负债在不同市场上进行出售。除中央对手方的股东以及债权人应受益于转让收益以外，由于非违约参与者的利益在处置过程中受到一定的损失，因此转让收益应按比例分配给非违约参与者。剩余转让收益应按正常破产程序下债权的优先权进行分配。

#### （五）建立业务转嫁桥梁（Bridge CCP）

第四种处置安排涉及处置当局建立转嫁桥梁将中央对手方在处置阶段发行的所有权凭证以及其任何资产、权利、义务或债务定向转移给另一家中央对手方。被转嫁业务的中央对手方应被视为原中央对手方的延续，并可继续行使其被转让的资产权、债务权以及其他权利和义务。另外，转移完成后原中央对手方的股东或债权人以及其他第三方其资产、权利、义务或负债未发生转移的，不得向董事会提出对转移收益有关的索赔。

## 六、境外中央对手方关于恢复计划和处置安排的实践

随着国际上对恢复计划的思考和不断发展，近年来世界各地一些司法管辖区内中央对手方在关于

恢复计划和处置安排的规则中已经引入了一部分工具和措施。

美国 CME 集团在其规则 802.B.7 和 8G802.B.2 中明确其可对基础类产品和利率互换类产品进行投资组合收益折减（Portfolio Gains Haircuts）<sup>11</sup>。清算监督委员会（CHOC）可以从第三个工作日开始，决定延长或减少一到两个执行投资组合收益折减的工作日数，但此类折减最多只能被应用五个工作日。此外，CME 清算部有权根据 CME 集团交易规则 802.B.8 和 8G802.B.3 对基础类产品和 IRS 产品进行合约撕毁，并由清算监督委员会来决定撕毁合约的适当范围<sup>12</sup>。美国联邦存款保险公司（FDIC）在多德-弗兰克法案（Dodd-Frank Act）的授权下，是美国所有系统重要性衍生品清算机构（SIDCO）的处置当局。

英国 LCH 集团的本土子公司 LCH.Ltd 在清算利率互换产品（Rates Service）和外汇远期产品（ForexClear）时，规定在预收财务资源和征收补缴额用尽后可以启动 VMGH 机制。在其公布的规则中，实施折减机制的最高金额上限为折减前一日非违约参与者（利率类或外汇类）违约基金数额的 200% 或 2 亿固定金额（利率互换产品为 2 亿英镑、外汇远期产品为 2 亿美元）两者中的较高者；实施折减机制的最高天数上限为 10 天；清算所每一次增加折减金额或延长折减天数的决定都需取决于超过 50% 以上非违约参与者的投票。如果实施 VMGH

<sup>11</sup> CME Group, CME Rulebook, 8 Clearing House and Performance Bonds[OL], <https://www.cmegroup.com/content/dam/cmegroup/rulebook/CME/I/8B/8B.pdf>, 2020-09-30

<sup>12</sup> CME Group, CME Rulebook, 8G Interest Rate Derivative Clearing[OL], <https://www.cmegroup.com/content/dam/cmegroup/rulebook/CME/I/8G/8G.pdf>, 2020-09-30

后剩余的未覆盖损失还不能被完全吸收，那么 LCH Ltd 将着手撕毁合约并关闭相关的清算服务<sup>13</sup>。2014 年起英格兰银行（BoE）开始成为英国中央对手方的处置当局。

日本证券清算公司（JSCC）规定如果清算参与者违约造成的损失超出所有可用金融资源的总和，从违约日起所有变动保证金为正数的非违约清算参与者需通过最大程度的变动保证金折减来弥补损失<sup>14</sup>。除此以外，新加坡交易所的衍生品清算子公司（SGX-DC）、欧洲期货交易所的清算子公司（Eurex Clearing AG）、澳大利亚证券交易所的期货清算子公司（ASX Clear (Futures)）等全球各家中央对手方们均已不同程度地在它们的规则中明确建立了 VMGH 或合约撕毁机制来应对未覆盖损失。

从以上实践来看，一部分中央对手方对实施 VMGH 机制的天数设置了上限，另一部分中央对手方在此基础上还对实施 VMGH 机制的金额设置了上限。不过，目前对于全球多数中央对手方来说，制定恢复计划和处置安排是一项新的、具有挑战性的工作，还需要不断地积累经验。即使那些已经制定了详细恢复计划和处置安排的中央对手方，也很少认为他们制定的方案完全符合 PFMI 的要求<sup>15</sup>。另外，由于现实中导致发生未覆盖损失的事件概率相当小，因此中央对手方们也难以遇到真正需要实施恢复计划和处置安排的情况。

## 七、境内期货市场中央对手方风险防范体系的特点

目前我国金融和商品期货交易所均已被中国证监会正式批复为合格中央对手方（Qualifying Central Counter Party, QCCP），根据《期货交易管理条例》、《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法》规定，为期货交易提供集中履约担保，负责期货交易的统一结算、保证金管理以及结算风险的防范。期货交易所结算实行当日无负债结算制度和风险准备金制度，并建立了保证金制度、涨跌停板制度、持仓限额制度、交易限额制度、大户报告制度、强行平仓制度、风险警示制度等风险控制管理制度。这类制度的核心是：先收保证金再开仓交易，实施涨跌停板制度并配套保证金制度确保日内不会穿仓，执行严格追保措施和强平措施对暴露的隔夜资金风险进行覆盖，执行规则平仓和强制减仓等措施化解系统性风险，风险的分层处置，计提充足的风险准备金和设置违约风险瀑布等。

对于境内外期货市场参与者而言，各家期货交易所的风险控制管理办法或风险控制管理细则明确规定了各项风险控制措施。在参与者结算准备金余额小于零并未能在规定时间内补足或自行平仓的情况下，将在规定时间内对其持仓采取强行平仓的措施。在期货价格出现同方向连续涨跌停板等市场风

<sup>13</sup> LCH Group, LCH LTD Default Waterfall [OL], [https://www.lch.com/system/files/media\\_root/2a%20Default%20Waterfall%20Ltd%200.35%20200430%20SIG.pdf](https://www.lch.com/system/files/media_root/2a%20Default%20Waterfall%20Ltd%200.35%20200430%20SIG.pdf), 2020-04-30

<sup>14</sup> Japan Securities Clearing Corporation, Principles for Financial Market Infrastructures Disclosure [OL], [https://www.jpx.co.jp/jscc/en/company/cimhl0000000osu-att/JSCC\\_PFMI\\_Disclosure\\_20200930\\_EN.pdf](https://www.jpx.co.jp/jscc/en/company/cimhl0000000osu-att/JSCC_PFMI_Disclosure_20200930_EN.pdf), 2020-09-30, p.89

<sup>15</sup> 12. Committee on Payments and Market Infrastructures, Board of the International Organization of Securities Commissions, Implementation monitoring of PFMI: Level 3 assessment - Report on the financial risk management and recovery practices of 10 derivatives CCPs [OL], <https://www.bis.org/cpmi/publ/d148.pdf>

险较大的情况下，可以采取按一定原则减仓等风险控制措施。就目前从我国期货市场发展历程以及期货交易所风险控制管理制度的特点来看，风险控制管理制度行之有效，即使经历极端的行情，也没有出现参与者穿仓到交易所的严重影响情形，对国内期货市场整体平稳、安全运行起到较好的保障作用。

## 八、探索完善境内中央对手方的违约管理、恢复计划和处置安排

随着国内期货市场中央对手方不断推动成熟品种国际化、持续探索推进境外注册等工作，国内中央对手方业务不断向纵深领域发展，逐渐进入国际投资者的视野。因此，以世界眼光建立期货市场基础制度和运行机制显得尤为重要。通过对标国际标准和境外中央对手方实践，境内中央对手方在探索完善法律基础、违约管理、损失分摊、恢复计划和处置安排等方面主要有以下一些启示：

1. 进一步完善我国关于金融市场基础设施的相关法律制度有利于对境内和来自境外的金融市场基础设施的监管协调以及系统性风险的防范。在这方面，欧盟、美国等司法管辖区域均已通过立法顶层设计，明确了金融市场基础设施的地位，对金融市场基础设施准入、运营规则、风控标准、风险处置、互通操作等方面进行了最低限度的规范和统一。金融市场特别是国际金融市场是规则先行的市场，国际监管和国际投资者对更高标准的、更高层级的法律需求十分强烈，进一步形成与国际监管效力对等的基础性制度安排和规则体系对我国实施更大范围、更宽领域、更深层次的对外开放，建设国际金融中心，形成国际合作和竞争新优势具有重要的意义。

2. 违约管理中拍卖环节是中央对手方从违约者那里收回财务资源的关键一环。在参与者违约的情况下，境外交易所主要通过拍卖等市场机制确定的价格对头寸进行平仓，尤其是在违约者持有投资组合中的其余未违约持仓规模可观且尚存在盈利的情況下。建立违约拍卖机制，既有利于通过市场调节的功能盘活资产，又有利于解决中央对手方财务资源不足的问题，有效、可靠的拍卖机制可避免中央对手方过早跌入违约风险瀑布的末端。但在采用什么拍卖方式、如何激励参与者积极参与并充分竞价、如何避免因拍卖机制失效或功能发挥不充分而导致损失规模进一步扩大等问题还需要深入研究和探讨。

3. 目前境外中央对手和境内实行公司制的中央对手方均采用了分层式的多级清算制度。清算会员通过共同向中央对手方缴纳违约基金激励了结算参与者人实行高标准的自我风险管理，当发生清算会员穿仓到交易所且在一般市场机制（拍卖）失灵的情况下，采用多级清算制度的中央对手方在减轻财务压力的同时又分散了风险。多级清算制度一方面优化了中央对手方资源配置，另一方面又提高了中央对手方抗风险能力，对中央对手方的违约管理起到了举足轻重的作用。但在计算参与者所需缴纳违约基金的份额时，应考虑如何充分地反映不同类型参与人的风险特征。

4. 国际上对中央对手方动用违约风险瀑布序列的优先顺序有强制性要求，要求中央对手方应首先动用违约清算会员缴纳的违约基金，并前置部分自有资金于未违约清算会员缴纳的违约基金之前，避免将违约市场参与者的信用风险提前传递给未违约市场参与者。同时，中央对手方以征收权作为恢复



工具时，需要明确违约基金的补缴方法、设置违约基金的补缴上限。

5. 类似 VMGH 这样的恢复机制已被国际上普遍认定为一种将无法被预收财务资源吸收的损失按类似于一般破产情况下损失分配的方式分配给中央对手方债权人的实用的恢复工具，可以避免中央对手方真正进入破产程序所带来的交易延误和成本损失。国内中央对手方建立 VMGH 恢复机制以应对未覆盖损失符合国际交易者的思维和习惯，但在实施 VMGH 恢复机制时应当考虑设定时间或金额上的限制。

6. 控制和化解市场系统性风险，关键之一在于快速、及时地防止风险大面积蔓延。监管当局或处置当局需在中央对手方不能或者很可能不会继续运行，或者不能再持续满足相关法律或监管要求，且在中央对手方采取了一系列行动后也无法合理预期其能够在一定时间内恢复到正常运行的情况下适时介入，同时也需将损害中央对手方价值和利害关系者的处置成本最小化。

7. 评估各类可能妨碍国内中央对手方持续运行和提供关键服务的情形，预先建立撕毁合约、处置现金追加、债务减记、出售业务、构建业务转嫁桥梁等各类切实可行的处置安排，明确监管当局、处置当局和市场参与者等主体的责任和义务，制定基本处置原则、目标和实施程序，形成中国版《中央

对手方恢复计划与处置安排》框架，定期或经常开展联合处置演练，可以确保中央对手方在危机状况下关键功能的持续运行不被中断，金融基础设施间的连接不被干扰，通过防止金融危机在金融机构当中蔓延并维持市场纪律来避免危机对金融体系造成重大不利影响，降低中央对手方对外部金融支持的依赖度，将潜在的纳税人损失最小化。

在当前构建国内国际双循环的背景下，国内中央对手方一方面需与国际标准接轨以符合国际交易者的习惯，通过更高层次的沟通促进国际地位的互认，通过建设更高水准的基础制度优化资源配置和市场结构，通过提高信息披露透明度来提振交易者信心，引入更多境内外投资者和各类金融机构参与期货市场，营造国际国内资本市场互利共赢的良好生态。另一方面，当前世界金融经济环境变化剧烈，国内中央对手方需进一步强化抗风险能力，既要坚守底线也要灵活应对风险挑战，要坚持防范化解金融风险，用规范的方式应对风险，在市场化、法治化的基础上有序处置风险。对标最佳实践，持续完善国内中央对手方违约管理、恢复机制和处置安排，必将有利于境内中央对手方提高韧性并发挥好金融基础设施枢纽的功能。

（责任编辑：钱乐乐）