

# 关于商品互换业务的法律解读

上海市华诚律师事务所 吴月琴

## 一、引言

根据国际掉期与衍生工具协会统计，世界500强企业有九成以上都参与衍生品市场交易，特别是场外衍生品，包括场外期权和互换。近年来，我国大宗商品场外衍生品市场发展迅速，金融机构通过为实体企业提供商品互换等场外衍生品业务，降低了企业参与衍生品市场的门槛。为了规范衍生品交易行为，《中华人民共和国期货和衍生品法》（以下简称《期货和衍生品法》）于2022年8月1日起正式施行；在此基础上，证监会起草了《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《衍生品办法》（征）），于2023年3月17日向社会公开征求意见，旨在部门规章层面出台一部统一规范衍生品市场的规则。

商品互换与商品期货发挥的功能相近，都是为交易者提供价格风险管理工具以及融资工具，交易参与者可以通过商品互换进行套期保值、价差交易以及融资交易。但二者在交易方式区别显著：商品期货采取集中撮合、实物交割方式；而商品互换业务的交易方式更为灵活，包括线下交易、平台或经纪撮合；同时，商品互换合约的制定更为个性化，最终通过现金交割的形式完成交易。

2022年1月20日，上海期货交易所广泛及深入研究基础上，颁布实施了《上海期货交易

所商品互换业务管理办法》（以下简称《业管办法》），对商品互换业务的业务模式、业务流程、市场参与主体及风控措施等方面进行了规定，与《期货和衍生品法》保持一致，在业务规则及实践方面，为平稳开展商品互换业务提供了制度保障。本文旨在分析商品互换业务在现行衍生品法律监管框架下的定位、规则设定，如何综合考虑业务实践发展与监管、风险控制的衔接、协调。

## 二、商品互换业务的业务模式及期货交易所的定位

商品互换业务是指交易双方在约定的期间内，就一定数量的商品，以固定价格计算的款项交换按照浮动价格计算的款项的交易形式。商品互换业务市场参与主体包括交易商、介绍业务商、结算商、指定存管银行、信息服务机构等。其中，交易商分为一级交易商和二级交易商，一级交易商可以向交易所申请为其设立做市商市场，并负责组织该做市商市场的交易，为二级交易商提供报价服务。结算商分为代理结算商和自营结算商，代理结算商可以参与交易所集中结算的代理结算业务，自营结算商可以参与交易所集中结算的自营结算业务。那么，从法律法规及监管规则出发，需要明确商品互换业务的法律性质是什么，是否属于衍生品交易？期货交易所在该业务中的职能与地位又是如何？

### （一）商品互换业务属于商品衍生品业务

《期货和衍生品法》第三条规定，“衍生品交易是指期货交易以外的，以互换合约、远期合约和非标准化期权合约及其组合为交易标的的交易活动”。从衍生品交易的定义看，以互换合约交易标的的交易活动属于衍生品交易范畴，无需采用集中交易方式，而可采取协议交易的方式完成。

根据《业管办法》的规定，期货交易所进行的商品互换业务是交易双方在约定的期限内，对一定数量的商品，用按照固定价格计算的款项交换按照浮动价格计算的款项的交易形式，交易双方通过选择并确定相关要素内容后发起自由挂牌、摘牌，并通过订立符合交易具体需求的商品互换协议的方式最终达成交易。

从交易实质看，交易双方通过交换交易所上市交易的期货合约价格以及其跨期价差、跨品种价差等，在规定的期限内用固定价格计算的款项交换按浮动价格计算的款项完成交易。从协议约定看，交易的具体约定（包括品种、互换标的、互换类型、交易起始日、交易到期日、协议规模、涨跌停板幅度等），以及结算类要素（包括最后结算日、初始名义本金、保证金、当日结算价、到期结算价等），均由交易双方根据交易所提供的商品互换协议模板进行个性化拟定。从协议签署看，交易双方属于采取非集中交易的匿名协议方式完成交易。

因此，这种非集中交易，实质是符合了目前立法框架下商品衍生品交易的法律属性。

### （二）期货交易所商品互换业务中的主要职能与地位

《期货和衍生品法》第三十条规定，“依法设立的场所，经国务院授权的部门或者国务院期货监督管理机构审批，可以组织开展衍生品交易”。《衍生品办法》（征）第七条第一款规定，“衍生品交易场所组织开展新品种衍生品合约的交易或者变更交易方式，应当按照要求向中国证监会报告。”从期货交易所的职能范围看，在衍生品交易中，期货交易所是衍生品交易场所，又是国务院授权的部门或者国务院期货监督管理机构批准的结算机构，作为中央对手方进行集中结算。

根据《衍生品办法》（征），期货交易所应当建立健全自律管理制度，依法加强对衍生品交易的风险控制，对衍生品交易进行监控和风险监测，采取措施防范和化解衍生品交易风险。<sup>1</sup>

## 三、商品互换业务设定的业务流程

### （一）设定的业务流程符合衍生品交易特征

目前，期货交易所的商品互换业务，是市场各交易商通过交易所指定的交易系统进行全流程电子化报价和交易的，从业务流程角度可以分为如下模块：

1. 合约定义：由交易所确定互换类型和互换标的后上市，由交易商对交易模板进行个性化定义；
2. 交易确认：双方按照机构间市场成交方式或做市商成交方式达成交易，由交易所为双方生成符合双方交易条件和要求的互换协议，作为成交的最终确认；
3. 集中结算：交易所组织集中结算，根据交

<sup>1</sup> 《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》第三十八条。

易结果和交易所相关规则，对交易双方的资金进行计算和划转，包括手续费划扣、追缴保证金等；

4. 现金交收：商品互换交易以现金交割，不涉及实物交割，不影响企业现货端交易。最重要的是，使用商品互换进行套期保值，交易商与客户可以通过开展信用交易减少企业现金占用，使其套保成本更低。

从合约定义的角度来看，《期货和衍生品法》规定交易双方签署的包括主协议、主协议项下的全部补充协议以及交易双方就各项具体交易做出的约定等协议文本在内，共同构成交易双方之间一个完整的单一协议，具有法律约束力；从交易确认后的集中结算和交割角度来看，《期货和衍生品法》亦肯定了中央对手方集中结算的模式和在衍生品交易中以双方认可的方式进行履约保障、交易终止、净额结算等方式。<sup>2</sup> 上述全部流程在交易所指定系统内完成，在系统上可以做到相应留痕，确保信息全面可追溯。同时，交易所还可以有效地度量、监测和管理商品互换参与者的持仓头寸及其风险敞口。通过标准化的流程和每日估值的机制安排，可实现对风险的及时预警、及时处置，在事前防范和事中控制方面发挥作用，有助于降低商品衍生品业务相关风险。

从商品互换业务本身和《业管办法》及交易所制定的各项交易规则的规定来看，一方面，交易所提供集中结算业务，承接交易双方的交易进行集中结算，符合协议交易的要求；另一方面，商品互换业务本身或《业管办法》对于任何操纵市场、内幕交易、编造、传播虚假信息或者误导性信息等违法行为的风险，都已经相对应的处罚

措施加以规制。

## （二）设定的业务流程与国务院 38 号、国务院办公厅 37 号文的关系

根据《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》（国发〔2011〕38 号，以下简称 38 号文）以及《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》（国办发〔2012〕37 号，以下简称 37 号文）认为，违反下列规定之一的交易场所及其分支机构，应予以清理整顿：

1. 不得将任何权益拆分为均等份额公开发行。任何交易场所利用其服务与设施，将权益拆分为均等份额后发售给投资者，即属于“均等份额公开发行”。股份公司股份公开发行适用公司法、证券法相关规定。

2. 不得采取集中交易方式进行交易。本意见所称的“集中交易方式”包括集合竞价、连续竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等交易方式，协议交易、依法进行的拍卖不在此列。

3. 不得将权益按照标准化交易单位持续挂牌交易。本意见所称的“标准化交易单位”是指将股权以外的其他权益设定最小交易单位，并以最小交易单位或其整数倍进行交易。“持续挂牌交易”是指在买入后 5 个交易日内挂牌卖出同一交易品种或在卖出后 5 个交易日内挂牌买入同一交易品种。

4. 权益持有人累计不得超过 200 人。除法律、行政法规另有规定外，任何权益在其存续期间，无论在发行还是转让环节，其实际持有人累计不得超过 200 人，以信托、委托代理等方式代持的，

<sup>2</sup> 《期货和衍生品法》第三十五条。

按实际持有人数计算。

5. 不得以集中交易方式进行标准化合约交易。本意见所称的“标准化合约”包括两种情形：一种是由交易场所统一制定，除价格外其他条款固定，规定在将来某一时间和地点交割一定数量标的物的合约；另一种是由交易场所统一制定，规定买方有权在将来某一时间以特定价格买入或者卖出约定标的物的合约。

6. 未经国务院相关金融管理部门批准，不得设立从事保险、信贷、黄金等金融产品交易的交易场所，其他任何交易场所也不得从事保险、信贷、黄金等金融产品交易。

期货交易所作为依法批准设立的、有权组织衍生品交易的交易场所，交易双方通过协议约定进行的非集中化的衍生品交易模式，显然不属于37号文、38号文规定的“以集中交易方式进行标准化合约交易”“以集中竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等集中交易方式进行标准化合约交易”等情形。《业管办法》亦不存在允许交易商为交易对手方提供融资或者变相融资服务、交易所收取明显超过履约保障需要的保证金、逃避监管等证监会明令禁止的行为。

#### 四、商品互换业务的市场参与者

从《业管办法》规定的市场参与者来看，除交易所外，主要包含以下主体：交易商（一级、二级）、介绍业务商、结算商（自营/代理）、指定存管银行、信息服务机构等。

从互换业务参与主体来看，涉及交易和结算两大业务线的主要是交易商、介绍业务商和结算商这三个主体，主要由产业企业、证券公司、期

货公司及其风险管理子公司、银行等参与。《业管办法》目前在市场准入环节已对该些主体进行了相关条件限制<sup>3</sup>，但针对证券公司、期货公司及其风险管理子公司、银行等仍受到衍生品交易严格监管的主体而言，仍需考虑其行业主管部门对其参与互换业务是否具有限制，下文逐一探讨。

##### （一）交易商

衍生品交易参与者中的交易商除部分大型产业企业外，通常都是证券公司、期货公司及其风险管理子公司等专业金融机构。

1. 证券、期货行业相关机构参与商品互换业务：根据中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会（以下简称三协会）联合发布的《中国证券期货市场场外衍生品交易商品衍生品定义文件》（以下简称《定义文件》），商品衍生品交易包括：商品远期交易、商品互换交易、商品期权交易及其组合而成的交易，以及交易有效约定中约定的其他商品衍生品交易。而交易双方则包括持有从事商品衍生品交易业务许可的相关证券期货行业相关机构。由此，作为持有衍生品交易牌照并符合《业管办法》规定的准入条件的证券、期货行业相关机构，作为交易商参与商品互换业务是具备合规性的。

2. 商业银行作为交易商参与商品互换业务：虽然目前而言大部分商业银行可能主要还是作为存管银行和结算商角色参与到该业务中（下文另讨论其合规性），但并不排除银行作为交易主体直接作为交易商参与到商品互换业务中。

首先，根据《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》的规定，依法设立的商业银行从事

<sup>3</sup> 包括境内注册的盈利法人要求、注册资本要求、风控制度要求、人员配备要求、无违法违规记录要求等。

的衍生产品业务包括远期、期货、掉期（互换）和期权在内，衍生产品还包括具有远期、期货、掉期（互换）和期权中一种或多种特征的混合金融工具。

其次，根据《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》的规定，银行业金融机构衍生产品交易业务按照交易目的分类，一类为套期保值类衍生产品交易，即银行业金融机构主动发起，为规避自有资产、负债的信用风险、市场风险或流动性风险而进行的衍生产品交易；第二类为非套期保值类衍生产品交易，即除套期保值类以外的衍生产品交易，包括由客户发起，银行业金融机构为满足客户需求提供的代客交易和银行业金融机构为对冲前述交易相关风险而进行的交易；银行业金融机构为承担做市义务持续提供市场买、卖双边价格，并按其报价与其他市场参与者进行的做市交易；以及银行业金融机构主动发起，运用自有资金，根据对市场走势的判断，以获利为目的进行的自营交易。

综上，目前原银监会对于银行参与“衍生品交易”行为进行了规制，包括银行自营交易和代客交易，并要求银行取得相关衍生品的交易资质。衍生品交易牌照的取得，由原银监会及其派出机构审核决定，通过该种方式从而控制商业银行参与商品互换交易的风险。

## （二）介绍业务商

期货交易所的创新之一是设定了“介绍业务商”这类主体。我国目前有关法律法规、金融监管政策等并未对应有“介绍业务商”，相关衍生品自律管理规范中也未提到“介绍业务商”这一

概念。较为相近的是场外衍生品“经纪商”概念。根据《定义文件》第1.8条，“经纪商”是指“依法设立的代理客户进行商品衍生品交易并可收取一定手续费的中介组织”，一旦被认定为“经纪商”，从事场外证券经纪业务，则需按照证券业协会《场外证券业务备案管理办法》进行备案。

介绍业务商主要职能是为其介绍的交易商提供开户设立、变更结算商、注销账户等日常服务事项。在日常商品互换交易中，“介绍业务商”并不代理该交易商进行交易。因此，《业管办法》中已明确限定“介绍业务商”仅向交易所提供开户设立、变更结算商、注销账户等日常服务，而未提及包括“代理交易”的权限<sup>4</sup>，故与现有法律法规、监管政策性文件的规定不存在冲突。

## （三）结算商

结算商的主要功能是代理客户与交易所进行结算，预计该类主体大部分会是商业银行担任。

《衍生品办法》（征）明确，衍生品交易场所组织开展的衍生品交易可以进行集中结算。<sup>5</sup>在商品互换业务中，上期所亦设置结算商以开展集中结算。代理结算商是在集中结算模式中代理二级交易商或选择代理结算服务的一级交易商，代交易商与交易所进行结算。除结算的角色外，银行还可能经交易所审核批准成为指定存管银行，还能如上文所述作为直接交易商进行交易。

在《衍生品办法》（征）中，衍生品结算机构是指期货结算机构等依法为衍生品交易提供集中结算服务的机构。如前所述，商品互换业务中结算商主要为商业银行，这需要明确商业银行是否可以作为结算商参与商品互换业务。根据《中

<sup>4</sup> 《上海期货交易所商品互换业务管理办法》第二十八条。

<sup>5</sup> 《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》第十三条第二款。

《中华人民共和国商业银行法》（以下简称《商业银行法》）第三条的规定，商业银行可以经营的业务包括办理国内外结算。从监管层面，需要从原银保监会和证监会体系分别讨论。从商业银行的经营范围来看，账户开户、资金存储、划转等均为正常业务范围，但代理结算特别是在衍生品交易中进行代理结算，不属于常规业务。从业务性质来看，作者认为有必要从商业银行主体监管和业务/行为监管角度探讨，即考虑原银监会与证监会双重监管等方面。

### 1. 原银监会层面的规制。

根据《商业银行法》第三条的规定，商业银行可以经营的业务包括办理国内外结算，但并未具体是否包括商品互换业务的结算业务。而根据《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》规定，依法设立的商业银行从事的衍生产品业务包括远期、期货、掉期（互换）和期权在内，衍生产品还包括具有远期、期货、掉期（互换）和期权中一种或多种特征的混合金融工具。除此之外，《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》《中资商业银行行政许可事项实施办法》等其他相关规定也涉及银行开办衍生产品交易业务的资格、交易资质、交易类型等方面，并未涉及交易产品的集中结算规制问题。

### 2. 证监会层面的规制。

银行参与互换业务的代理结算与交易，应考虑是否会受到证监会体系的相关规制。如前分析，从银行本身的业务结构来看，从事互换业务的代理结算及交易并无明显障碍。目前《期货和衍生品法》已将衍生品交易纳入调整范围，并专章规定衍生品交易的相关制度，并明确衍生品市场由国务院授权的部门或者国务院期货监督管理机构

按照职责分工实行监督管理。由此，作者认为，银行参与商品互换业务的资质及合规性要求，可能主要依据的是证监会层面的监管要求。

期货交易所的商品互换业务中，银行主要承担的角色包括代理结算、资金通道两块。首先，在集中结算模式中，交易商不会和交易所直接发生结算关系，而是自营/代理结算商通过账户关联，并遵循“交易所-结算商-交易商”的双层架构进行。此外，交易所的逐日盯市、实时监测、是否发出追保通知等事项，由代理结算商先行承担，再由交易商实际承担。故从责任主体和履行情况看，银行为交易商提供结算代理，最终的履约责任还是由交易商本身来承担的。最后，在作为履约担保的保证金的收取和扣划中，结算商通过收取由交易商所有的保证金存入交易所专用账户保证交易资金的足额划转；资金划转的手续费亦是从该保证金中进行扣除；出入金申请时，也是交易所经结算商申请将资金直接划转至结算商账户。结合上述履约代理的分析可以看出，结算商在代理交易商结算业务的同时，还为交易商提供了一个保证金和出入资金的通道。

### 3. 上海清算所类似业务已由银行参与代理清算。

对于利率互换业务，央行要求集中清算，浦发银行是上海清算所（银行间市场清算所股份有限公司）人民币利率互换集中清算业务首批5家综合清算会员之一。上海清算所集中清算机制每日提供逐笔交易估值，与浦发银行内部系统估值进行核对，有效避免头寸和交易利息可能出现不一致的情形。而浦发银行彼时实行的便是“前端交易+后端代理清算”一体化服务，即在前端交易中，浦发银行作为交易对手方或是做市商为客

户提供最优的市场报价；在后端代理清算中，第一时间将通过风控检验的客户建议纳入上海清算所中央对手方清算体系，并通知客户。

上海清算所已实施通过合约替代或其他具有法律约束力的安排，介入交易的对手方之间，成为卖方的买方和买方的卖方这一中央对手方集中清算的二级清算架构。从集中清算的实质内容来看，其实是将清算参与者在集中清算业务中的待结算资金、保证金、手续费等履约保障资产投入到清算交易中，用以防范清算风险，提高清算效率。而在清算参与中，同样采用了自营清算和代理清算两个概念。

故总体而言，商业银行从事代理清算和衍生品交易，作者认为属于银行应有的经营范围。但从监管层面，涉及原银保监会和证监会交叉领域，现有法律规定适用并不明确。需要强调的是，我国金融市场仍处在“创新加转轨”的发展阶段，金融监管部门不仅肩负着防范金融风险、维护金融稳定的职责，也面临着推动金融创新、促进金融体系健康持续发展的任务。作者认为互换业务的进行，银行如承担代理清算甚至是直接交易角色，应同时考虑监管沟通问题。

#### （四）市场参与者缔约风险

除了考察进行交易的“入门”资格外，交易主体双方还应均具备适格的条件，以确保具有缔约能力和履约能力。即，某些交易主体虽具有法律上的缔约能力，但因没有获得缔约权限，或缔约权限的审议、授权程序有瑕疵，使其缔结的契约不具有法律上的约束力，从而发生交易合约无效或撤销的法律风险，或可以称之为“对手风险”。

对此，目前期货交易所在《业管办法》中对市场参与主体规定，在获得交易所资格批准后，

应在规定时间内办理相关事项，包括但不限于：与交易所签订相关业务协议、缴纳相关业务保证金、在交易所指定存管银行开设相关业务账户、办理有关人员和印鉴授权手续等。同时，在相关的业务协议中，也对业务参与主体在各自账号下作出的行为视为参与主体的直接行为等进行了条款规定。

综上，从《业管办法》规定的市场参与者来看，交易商（一级、二级）、介绍业务商、结算商（自营 / 代理）、指定存管银行、信息服务机构等主体类型设置不具有明显法律障碍，同时亦采取了相应措施以保障缔约能力，控制对手风险。

#### 五、商品互换业务所采取的风控措施

最后，就《期货和衍生品法》关于衍生品交易的规则来看，主要包括进行衍生品交易的履约保障、协议方式、从事衍生品交易发生约定情形时的净额结算和衍生品交易用于集中结算财产的优先性等问题。而在期货交易领域，结算机构、结算参与者收取的保证金、权利金等应当与其自有资金分开；保证金不足时的追保、自行平仓、强制平仓措施；交易参与者违约时运用保证金、结算担保金、风险准备金等资产的损失弥补顺序及后续追偿问题。

从目前期货交易所采取的集中结算模式来看，该模式发挥了交易所在风险管理的中枢作用，从而解决商品互换业务存在的市场风险。但与此同时，风险在交易所处集中，并不意味着风险的消解，此时还需要发挥交易所组织集中结算的另一功能，即风险的简化与再分配。为发挥这一作用，交易所通过保证金收取、净额管理、逐日盯市等方式对风险进行简化并在市场中进行分摊，从而降低风险对市场稳定的影响。

此外，针对结算商违约风险，期货交易所设置违约损失瀑布以实现风险控制。违约损失瀑布作为重要的风险控制措施，在消解商品互换市场风险过程中发挥着重要作用。根据 CPSS 与 IOSCO 联合发布的《金融市场基础设施原则》（以下简称“PFMI”）第 3.4.17 条规定，中央对手方清算模式中以违约清算会员保证金、违约清算会员担保基金、中央对手方清算所自有资金、未违约清算会员担保基金及中央对手方用于消解违约风险的其他资源的顺序构建违约损失瀑布。央行和证监会发布《关于实施〈金融市场基础设施原则〉有关事项的通知》，要求各清算中心应落实 PFMI 相关要求，而《业管办法》风险准备金处置顺序参照并符合相关要求。

期货交易所的风险管控措施，从协议交易角度均存在必要性，亦映射、对应了《期货和衍生品法》相关的规定。《业管办法》也对操纵市场、内幕交易、编造、传播虚假信息或者误导性信息等违法行为规制相对应的认定及处罚措施。通过以上措施，得以有效地控制业务风险。

可以预见，随着衍生品市场规模的扩大，衍生品市场监管法律框架、办法及规则的立体化发展，将会有利于解决之前的一些问题，包括监管标准不统一、功能监管缺位，监管规则效力层级较低、内容有待完善，监测监控体系缺乏协调、行政监管力量薄弱等。衍生品市场监管规则，在具体衍生品交易规则的体现和落地，将有利于促进衍生品市场健康发展，防范和化解金融风险。

（责任编辑：季铄人）

### 作者简介：

吴月琴，任职于华诚律师事务所。目前是上海律师协会互联网与信息技术法律专业委员会委员、中国法学会成员、华东政法大学互联网法治研究院兼职研究员，并担任 ITECHLAW 亚太委员会委员，吴律师入选“上海市涉外律师人才库”，是中共上海市金融工作委员会、上海市地方金融监督管理局特聘的法律专家库成员，中国（上海）自由贸易试验区管理委员会特聘的大宗商品专家顾问。