

衍生品市场中央对手方清算 融合发展的路径探析

北京大学 刘月

一、问题的提出：场内外市场的中央对手方清算有何差异

2008年金融危机后，“中央对手方”（Central Counterparty, CCP）机制引起了各国监管部门的高度关注，成为危机后各国金融体制改革的关键一环。早在金融危机之前，中央对手方已经被很多国家的期货市场选择并发挥作用。伦敦清算所（LCH）在2008年金融危机中成功利用中央对手方清算，将雷曼参与的利率衍生品交易的整体风险降到可控范围。该事件促使各国监管部门认可了中央对手方清算对市场稳定发挥的重要作用，在危机后确立了“符合条件的场外衍生品合约应进行中央对手方清算”的改革原则。

中国证监会在2019年初批准了上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所四家期货交易所为“合格中央对手方”（Qualifying CCP, QCCP）。在银行间市场，上海清算所、中国黄金交易所是经人民银行认可的中央对手方。2022年，《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》）正式出台，其中两处提及“中央对手方”概念：第一处是第二章“期货交易和衍生品交易”第三节“衍生品交易”中第三十七条：“由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的，可以依法进行终止净额结算；结算财产应当优先用于结算和交割，不得被查封、冻结、扣押或者强制执行；在结算和交割完成前，任何人不得动用。依法进行的集中结算，不因参与结算的任何一方依法进入破产程序而中止、无效或被撤销”。第二处是第七章“期货结算机构”中第九十三条：“期货结算机构作为中央对手方，是结算参与人共同对手方，进行净额结算，为期货交易提供集中履约保障”。在《期货和衍生品法》中，“期货交易”与“衍生品交易”是平行概念，期货交易指期货交易所的标准化合约，衍生品交易则是以非标准化衍生品作为交易标的的交易活动。因此，上述两处关于中央对手方条文的适用前提有明显的区分，第三十七条适用于场外衍生品交易、第九十三条适用于期货交易所中的期货交易。法律层面对场内外衍生品市场中央对手方的分别表述，是否意味着场内外的中央对手方存在差异？

从中央对手方发展历史与现状来看，场内外衍生品市场中央对手方的发展在功能上类似，但在清算条件与清算流程上存在差异。从域外实践情况来看，场内外衍生品交易中央对手方存在融合发展的趋势——大型交易所集团

旗下的清算机构成为同时为场内外衍生品交易提供清算的综合清算体。本文以融合发展的视角梳理中央对手方清算的历史发展过程，并结合全球大型综合清算体的实践，分析在目前制度背景下发展综合清算体需要关注的法律问题并提出政策建议。

二、历史视角：从合同安排到公共政策的中央对手方清算

中央对手方制度发源于期货交易实践中。从期货市场发展历史来看，中央对手方并不是市场诞生之初就天然具备的制度，而是市场发展一定阶段的自然选择。1891年，美国明尼阿波利斯市的商会即该市的谷物交易所，成立了一个独立于交易所的清算协会。作为一个可以在交易所里代替交易对手方的法律实体，成为“每一个买方的卖方”和“每一个卖方的买方”，该清算协会被认为是现代中央对手方清算的雏形。但由于该谷物交易所市场影响力有限，芝加哥期货交易所（以下简称CBOT，现已与芝加哥商品交易所合并为CME集团）被普遍认为是中央对手方清算机制最早、最有影响力的开创者。但CBOT建立中央对手方清算的过程比较曲折。在交易所运行初期，CBOT意识到为期货合约设置一些保障履行的条款非常重要。CBOT早期规则中规定，如果清算会员违约则被禁入交易。该条规则对于有偿付能力的会员而言有很强的约束力，但对于偿付能力不足的会员往往不愿意签署。这种“非黑即白”的交易所规则并不利于吸引市场参与者。直到1873年，CBOT意识到动态评估会员的偿付能力非常重要，并规定了一条风险处置规则：一旦会员偿付能力发生问题，其必须公开金融账户并由交易所接管；如果会员拒绝执

行则会被剥夺会员资格。CBOT在1883年建立了清算部门（Clearing House）。但在很多年间，该清算部门并非真正的中央对手方，而仅是一个降低了交易成本的、计算会员交易净额、担保品管理及合约结算的部门。一旦会员违约，清算部门并不承担履行合约的责任，也不会补充违约会员保证金减少的额度。

虽然CBOT的会员一直提出构建明尼阿波利斯的清算模式，但交易所认为中央对手方清算为自身施加了较重的履约责任。1902年，CBOT会员乔治菲利普斯破产，影响了整个交易所42%的会员，冲击了748个会员账户。随后，部分会员再次强烈建议建立完整结算，能够使交易所成为卖方的买方和买方的卖方，并且能保证合约履行、避免违约。但同时有部分会员基于隐私保护或者历史经验，反对建立中央对手方清算。直至1925年，CBOT才成立了一个交易清算组织：交易清算委员会（Board of Trade Clearing Corporation），标志着一个作为所有交易对手方的、真正意义上的中央对手方的开端。该委员会由全体会员持股，并且仅有股东享有接入该委员会进行清算的权限。一旦会员违约，中央对手方将承担履行合约的责任。中央对手方将首先利用会员的担保品履行合约，如果损失超过担保品，将动用资本金偿付。资本金减少后，中央对手方可以要求会员追缴资本金。CBOT探索出的中央对手方清算模式被后续很多期货交易所借鉴。

2009年，二十国集团（G20）在匹兹堡峰会承诺对场外衍生品市场标准化合约通过中央对手方清算，对非集中清算合约提更高的资本和保证金要求。随后，美国通过《多德-弗兰克法案》、欧盟通过《欧洲市场基础设施监管

条例（EMIR）》确立了场外衍生品市场的中央对手方机制。《多德-弗兰克法案》中规定，所有被美国商品期货交易委员会（CFTC）或美国证券交易委员会（SEC）认定必须进行清算且被某一家清算机构接受的互换合约，都必须进行清算。任何人如果参与一起应集中清算但未提交清算的互换交易，其行为就构成违法，确立了“监管认定+清算机构认可”的强制清算模式。随后CFTC迅速响应国际承诺，在2012年将利率互换（IRS）与信用违约互换（CDS）适用强制集中清算，并在2016年扩大IRS集中清算范围。EMIR并未规定具体需要集中清算的场外衍生品类型，而是宽泛规定所有已符合规定的标准化场外衍生工具需要进行集中清算。同时建立了两种认定应集中清算的场外衍生品范围的途径：一是成员国监管机构授权中央对手方开展业务，并通知欧洲证券及市场管理局（ESMA）；二是由ESMA和欧洲系统性风险委员会（ESRB）共同决定是否将某类衍生品合约纳入集中清算。在美欧推动下，各国场外衍生品的中央对手方制度迅速发展壮大。目前超过60%的成员国已经完成对场外衍生品的集中清算承诺，剩余成员国部分完成，利率互换已基本实现全市场的集中清算。

三、功能视角：中央对手方清算机构双重角色

从中央对手方清算的历史发展来看，不论是场内的期货交易，还是场外的衍生品交易，其在功能上是类似的。中央对手方清算在发展初期是市场参与者自发构建的一套合同履行机制，通过介入原有合约，中央对手方成为所有买方的卖方和所有卖方的买方，以减轻对

手方风险从而保障双边合约履行，这是市场对清算机制选择的结果，有观点称其为“私人安排”，这是中央对手方第一重角色——合同履行保障者。在危机后的改革中，各国政策要求中央对手方承担场外衍生品市场的风险管理功能，提升市场透明度，客观上要求中央对手方开展一系列风险防控措施以保障清算市场秩序的稳定，这赋予了中央对手方清算机构第二重角色——市场风险管理者。双重角色下的中央对手方清算机构不再是单纯的商事服务提供者，还承担着提供准公共服务的作用。

（一）合同履行保障者

根据国际支付结算体系委员会¹（CPSS）和国际证监会组织（IOSCO）2004年发布的《关于中央对手方的建议》，中央对手方的构建模式包括合约更替（Novation）与公开要约（Open Offer）两种。《金融市场基础设施原则》（PFMI）中也指出，各国中央对手方通过合约更替、公开要约以及“其他类似法律设计”，介入相关交易中成为对手方。

1. 合约更替

合约更替的概念起源可以追溯至罗马法中债的更改制度。但在各国法律中并无统一的定义，与其说是一项法律制度，不如说被理解为一种法律效果。为了达成这种法律效果，主要有两种方式：第一种是原合同下的权利义务被取消并被原合同一方与新加入的一方之间的新合同取代，且新合同下的权利义务与原合同下的权利义务完全一样；第二种是原合同一方将其合同下的权利与义务转让给新加入者，且新加入者与原合同双方约定，由新加入者承担原合同一方的义务而原合同另一方免除该方的

¹ 现更名为国际清算银行支付和市场基础设施委员会（CPMI）。

义务，这种方式包含了债权的转让及债务的承担与免除。无论哪一种方式，旧的合同在内容上失去了同一性与连续性，导致原合同关系消灭，新合同关系发生，即以一个新的合同代替一个旧的合同。

不论是大陆法系还是英美法系，合约更替的一个要素都是交易各方的明确同意：债权人同意将合同权利转让给新的加入方、债务人同意向新加入方履行合同义务，反之亦然。而由于交易所中交易机构的数量众多，逐一依靠合同约定方式实现合约更替效率低下，因此很多交易所在交易规则中明确合约更替的概念。以芝加哥商品交易所（CME）的规则为例，其在第八章“清算部门与履约债券”的第804条“替代”中直接规定了介入交易的基础。该条规定针对在CME达成的交易，除了依据交易所规则第526条（大宗商品交易），第538条（针对特定头寸的交易），第853条（客户及交易账户的转移）进行的交易，清算部门在期货交易被成功匹配之时即通过合约更替成为买方的卖方及卖方的买方。不仅如此，在CME集团内部的交易所，如芝加哥期货交易所（CBOT）第804条规则中也有同样的表述。而有的交易所规则则是间接表明了以合约更替模式成为中央对手方，例如新加坡交易所（SGX）清算规则规定清算所的法律责任限于会员通过合约更新、创建仓位等行为产生的净额损失，清算所不为会员与第三方之间交易承担责任。

2. 公开要约

公开要约与合约更替需要有原合同关系后再介入交易不同，在公开要约方式中，如果市场交易者同意要约条件，则中央对手方直接成为交易者的对手方。按照一般理论，要约是指

要约人向受要约人发出的意思表示，该意思表示内容具体确定并须表明要约人在得到受要约人承诺时即受该意思表示的约束。与双边要约不同，公开要约对象是市场中不特定对象，要约发出后不可撤销。

部分清算所在其特定业务中适用公开要约的模式。例如伦敦清算所（LCH）在其股票清算业务中明确以公开要约模式成为中央对手方，清算品种包括股票现货及ETF、开放式指数基金或不动产投资信托基金（REITs）等一些标准化程度较高的产品。在公开要约规则中，LCH明确清算所在发出公开邀约之后不得撤销。

上述两种模式是目前各国中央对手方构建的基本方式，但理论上还存在其他模式。各国法律在描述中央对手方构建方式时，都预留了一定空间。例如美国《商品交易法》（CEA）中第1条对衍生品清算机构的定义为……（iii）以其他方式提供清算服务或安排，使得信用风险能够在参与者之间进行分摊或转移。

（二）市场风险管理者

从单个交易来看，清算所以自身信用替代市场参与者的信用，使交易者放心开展交易。从整个市场结构来看，清算所通过介入所有交易，构筑了一个所有交易者与中央对手方清算所的直接双边网络的中心辐射式取代原来各个交易方相互联系的多维度网络，使错综复杂的清算网络被简化成单一链接网，简化了风险控制机制。但中央对手方只是将双边风险转移到集中的一个点上，并没有消除整个市场的风险，在交易类型多样化的市场中，集中清算需要一定数量的交易参与者以及交易量才能有效。研究表明，对于四种不相关的资产种类而

言，必须有至少15名会员参与才能使得通过中央对手方清算单一种类的资产有效；而只有当相对较少数量的中央对手方进行相对大量交易的集中清算时，清算收益才能增加。中央对手方通过以下途径实现对市场风险的管理：

1. 担保品的集中收取与管理

在期货市场发展历程中，担保品的缴纳从最初的双方自愿协商发展到交易所要求缴纳，并最终确立在法律中。在期货市场被纳入监管之后，担保品缴纳要求进入法律规则，其缴纳标准被监管规范。以利物浦棉花交易所为例，早期的交易均是双方自愿协商履约担保的形式、担保品类型或数量，后来随着1861年开始的美国内战，引发了商品市场的巨大投机性行为，交易所不得不开始制定强制性章程和详细规则，以应对大量投机行为带来的纠纷。1871年，自愿履约的制度被所有合同都要有履约担保的规则所取代。期货交易在纳入监管范畴后，交易所的担保品制度也纳入法律，要求得到监管部门的授权。例如美国CEA第2（a）（1）（V）项规定，任何证券指数期货或期权合约的交易市场或衍生品交易执行机构，设立或变更证券指数期货或期权的保证金（初始保证金、维持保证金）时，都必须向美联储系统备案。为防止系统性风险，维护市场稳定，美联储有权随时调整保证金水平至适当水平。当出现紧急情况时，CFTC有权要求上述合约市场采取设定期货合约临时紧急保证金水平等手段应对风险。

危机前的场外衍生品市场的担保品缴纳理论上均属于自愿协商，没有强制性规则。双方可以协商是否适用担保品、谁交出担保品、担保品的数量以及交出的时机。危机后随着集中

清算的改革，中央对手方对参与集中清算的交易收取保证金，保证金包括第一笔交易开始前缴纳的初始保证金与随着合同价格变化而变化的变动保证金。中央对手方每天都会对合同价值的损益进行计算，由于价格变化导致合同价值下降的会员有义务向中央对手方支付等价于价值浮动的保证金。

2. 集中管理违约处置资源

担保品制度可以一定程度上应对单个会员的违约，但如果该会员属于清算会员中较大的机构或出现多个会员的违约，其缴纳的担保品可能无法覆盖违约带来的损失，此时需要中央对手方动用事先储备的违约处置资源进行应对，这就是中央对手方的风险分摊功能。在一些早期的交易所中，因为没有构建分层、充分的处置资源而导致交易所陷入巨大困境，最终面临被关闭的命运。

中央对手方的违约处置资源按照一定顺序对风险事件造成的损失进行分摊，在实践中被称为“瀑布式违约序列”（Waterfall）。按照PFMI第3.4.17条的规定，中央对手方瀑布式违约序列包含违约会员的初始保证金、变动保证金以及违约者的担保基金，一部分清算所自有资金、其他市场参与者的担保基金以及清算所用于吸收违约风险的其他财务资源。

瀑布式损失分摊框架是中央对手方应对不同程度风险事件的防线顺序。在普通的会员违约事件中，变动保证金是第一道防线，中央对手方应采取适当的保证金计算模型，尽可能使变动保证金覆盖违约出现的交易盯市亏损，同时对违约会员交易进行平仓。随后违约会员的初始保证金、缴纳的违约基金份额可以弥补进一步亏损，例如平仓过程中出现的负面价格波

动。但在初始保证金和违约基金份额不足的情况下，中央对手方还需要继续动用其他财务资源弥补亏损，例如可动用部分所有者权益（如未分配利润）来弥补亏损，保证继续运营。由于很多中央对手方的会员同时也是股东，因此以上防线均被认为属于“违约者买单”的范畴。只要保证上述资源的充足，多数情况下能够保证中央对手方持续经营。但在一些极端情况下，可能还要动用非违约会员的违约基金份额，出现“守约者买单”的局面，这可能有道德风险，需要谨慎适用。如果预先缴纳的违约基金还无法应对，其他非违约清算会员可能缴纳额外的违约基金来支持中央对手方运作，通常被称为“评估权”。为了降低道德风险，这些额外出资一般有上限控制。此外，中央对手方还可以采用变动保证金折减的方式，确保瀑布底端有灵活动用的资源。一些中央对手方在瀑布结构中还有其他层次，例如银行的授信额度、保险公司提供财务担保等。但理论上，在所有违约处置资源临近被耗尽的情形下，如没有强有力的政府救助，例如央行提供流动性支持，中央对手方面临破产的风险。

中央对手方不仅需要在瀑布式框架内准备充分的资源应对风险，还需要合理配置不同资源的比例，在实现共担风险的同时尽量减少道德风险。一般而言，“较高的初始保证金+较少的违约基金”对会员而言需要更高的交易成本，但能减少道德风险，因为较高的初始保证金能更多覆盖违约者自身损失，使违约者买单。LCH旗下的SwapClear平台即采取此种模式，其初始保证金十倍于违约基金；而“较少的初始保证金+较高的违约基金”虽然降低了会员的交易成本，但可能增加道德风险，因为

违约者自身实际偿付的金额可能很低。

由于准备充分违约处置资源的重要性，CPSS-IOSCO在关于中央对手方的建议中明确要求，中央对手方应当开展压力测试以保证应对极端风险有充足资源，且保障在极端情形下，违约资源至少能覆盖最大的参与方的违约。

四、实践视角：融合发展的趋势与清算条件的差异

（一）综合清算体的形成

危机前，LCH是较早开始为场外衍生品交易提供集中清算服务的机构，其通过SwapClear平台提供利率互换集中清算业务，覆盖14个产品的币种，名义总金额超过100万亿美元，几乎占到当时全球利率互换市场总规模的一半。随着危机后场外衍生品市场集中清算的改革，大型交易所快速拓展场外衍生品清算业务，例如芝加哥商业交易所集团（CME Group）、洲际交易所（ICE）、香港交易所集团（HKEX）、新加坡交易所（SGX）等。在扩展业务的同时，全球交易所掀起并购浪潮等。经过收购或股权重组，以大型交易所为背景的综合清算体初现规模，一些交易所集团旗下拥有多个清算主体，例如HKEX旗下有香港期货结算有限公司、香港联合交易所期权结算所、香港场外结算有限公司与伦敦金属交易所清算所；ICE旗下拥有美国、欧洲、荷兰、新加坡四个区域性清算所与信用、天然气两个特殊产品清算机构。也有一些交易所成立统一清算机构，例如CME清算所、SGX清算公司等。这些大型清算机构为场内外的衍生品交易提供清算服务，既包括在交易所开展的期货交易，也包括场外的利率、外汇、商品、信用等衍生

品交易，成为全球重要的金融基础设施。

（二）清算条件与流程的差异

1. 期货交易：交易匹配即承诺清算

由于期货交易所的基本功能是促进交易连续达成，达成的交易无法顺利清算则会严重影响市场主体的稳定预期。因此对在交易所内达成的交易，除非出现极端情况（例如下单错误或交易系统故障等），一般采取“交易匹配即承诺清算”的原则。例如CME清算规则第804条“替代（Substitution）”规定，针对在CME Group达成的交易，除了依据交易所规则第526条（大宗商品交易），第538条（针对特定头寸的交易），第853条（客户及交易账户的转移）进行的交易外，清算部门在期货交易被成功匹配时即通过合约更替成为买方的卖方及卖方的买方。根据上述规则，CME清算部门对在集团内交易所达成的期货交易无条件介入进行集中清算。SGX在其规则第六章作了专门规定：一是对不同交易清算时点和条件作出了区分，针对在SGX平台上开展的交易，在交易匹配之时更替即发生，而针对向SGX报告的交易，需在担保品追加及时的情况下才能被更替；二是对不同主体间的更替做了分类规定，只有交易者同时为清算会员的情况下，才会直接更替为中央对手方与清算会员的交易。若一方或双方交易者不是清算会员，则会产生两次更替：第一次更替是非清算会员的权利义务更替为清算会员的权利义务，第二次更替是清算会员之间交易更替为清算会员与中央对手方的交易。对上述不同情况的更替，SGX以举例方式明确了清算会员与非清算会员不同的交易流程和模式。

综上，由于场内交易快速、小额、数量

多、规模大的特点，提供清算的中央对手方规定了“交易匹配即承诺清算”的原则。交易所撮合匹配交易后，交易所即无条件介入交易成为中央对手方，使得期货交易各方在下单时无须考虑交易对手方是谁，仅考虑下单语言与金额是否符合交易所规定即可。

2. 场外衍生品交易的集中清算：交易达成经核验后同意清算

境外一些期货交易所除为期货交易提供集中清算外，还为众多的场外交易提供集中清算服务。以LME为例，其整个市场服务包括场内外关联的多个市场：一是只有一级会员（11家）参与的圈内市场，属于场内市场。LME成立的一百多年来，圈内市场会员通过手势公开喊价产生官方价格和收盘价。二是电子盘市场，属于场内市场，交易标准合约并匿名撮合形成，只有一级到四级会员能参与。三是办公室间（Inter-office）市场，属于场外市场，24小时均可交易。由于交易类型众多，LME集团中成立LME Clear负责清算，与交易平台部门独立运营。针对不同类型交易，LME规定只有满足一定条件（Acceptance Criteria）的才会成为被接受交易。清算条件的前提之一是成为可执行交易（Approved Execution Arrangements），而可执行交易的标准在三个市场中存在差异：针对圈内交易，LME Clear明确会员间达成同意时即成为被接受交易；针对电子盘交易，LME要求交易平台LME Select做交易达成前的必要检查，如数据是否可读与语法是否正确，一旦LME Select匹配成功交易即成为被接受交易，即交易匹配意味着承诺清算。上述两个市场的接受条件仅有三项，而办公室间交易成为被接受交易的条件共

有十项，除交易标的属于合格产品的范围以外，还要求交易由指定的经纪商撮合安排并提交LME Smart作交易确认，交易双方都同意向LME Smart提交交易数据并由该平台进行交易前的检查，在该平台被成功确认的交易才可继续进入LME Clear集中清算流程。

可以看到，由于场外衍生品市场的中央对手方清算机构对场外交易前期交易磋商、缔结过程缺乏了解，为场外衍生品提供集中清算的中央对手方并不承诺“交易匹配即承诺清算”，而是设置更为严格的清算条件，相关核验与确认流程比场内交易的交易前确认更复杂。同时，交易确认环节是清算的前提条件，中央对手方清算机构必须指定权威、高效的交易确认平台对交易信息进行核验，只有经过被指定的交易确认平台核验、确认后的交易才成为可被清算的交易。

五、我国场内外市场中央对手方清算的未来：综合清算体的可能性探索

早在2012年，中国证监会允许期货公司成立风险管理子公司，为企业提供量身定制的风险管理服务，例如场外期权合约。同年，证券业协会发布了《证券公司柜台交易业务规范》，规定证券公司柜台交易产品包括金融衍生产品，业务由证券业协会实施自律管理；期货业协会发布了《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引》，指导期货公司通过设立子公司向客户提供以风险管理为目的的业务。目前，基本形成了在证券公司柜台市场和报价系统（中证系统）交易场外期权、收益互换；在大连商品交易所（以下简称大商所）与郑州商品交易所（以下简称郑商所）交易商品互换、在沪深交易所交易信用

保护工具的格局。此外，期货子公司在柜台市场还可以开展远期、互换、期权等交易。近年来，证券期货机构的场外衍生品市场发展迅速。公开资料显示，上海期货交易所（以下简称上期所）于2018年5月28日正式上线上期标准仓单交易平台（2022年7月更名为上期综合业务平台），开展与期货交易相关的标准仓单与场外衍生品业务。截至2023年12月，平台累计成交37.82万张仓单，累计签约交易商678家。郑商所综合业务平台于2018年3月30日正式上线，开展仓单交易、基差贸易等期现结合业务和场外期权、商品互换等场外衍生品业务。截至2022年8月，郑商所综合业务平台成交量为476.3万吨、成交金额为501.2亿元，累计签约客户693家，已成为场内市场有益补充。大商所2015年启动场外业务试点，2020年战略性启动场外市场“一圈两中心”建设。目前，场外平台已开展仓单交易（标准仓单、非标仓单、提货单），基差贸易等业务。截至2022年8月，大商所场外平台期现结合业务成交量为2203.69万吨、成交金额为791.13亿元，累计开户企业841家。

同时，证券期货市场的标准文本建设也在逐年推进。2013年证券业协会发布了《中国证券市场金融衍生品交易主协议（2013年版）》。2014年在2013年版的基础上，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）共同发布了《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议（2014年版）》及补充协议。2018年，三协会调整了2014年版主协议的名称，将其修改为《中国证券期货市场衍生品交易主协议》，协议内容保持不变，适用于除信用保护合约外

的场外衍生品交易。为配合信用保护工具的推出，2018年12月，三协会与上海证券交易所、深圳证券交易所于2014年版主协议基础上，制定了《中国证券期货市场衍生品交易主协议（信用保护合约专用版）》，适用于由沪深交易所主导的信用保护合约。

从市场发展和文本建设上看，未来有条件探索在证券期货市场发展综合清算体。但应当看到目前仍存在一些结构性障碍：一是期货交易所清算机构分属于各交易所，相互之间的清算系统较为独立。在交易所分别发展场外产品过程中，清算服务的标准、流程也各不相同；二是证券期货市场的场外衍生品各类产品交易达成系统与交易报告系统分别运行，一定程度造成了交易信息的分散和割裂。交易确认系统与交易后信息报告存在不同程度割裂，相同机构相似类型交易的信息散落在各个交易所或交易报告库中，各交易所或交易报告库之间也存在一定程度的信息壁垒，难以形成统一的交易

确认系统。

场内外衍生品市场综合清算体的发展是增强金融基础设施竞争力、提升清算效率的重要尝试。可在证券期货市场探索发展综合清算体，明确清算产品与标准，制定统一的标准文本。与此同时，还需构建跨产品、跨交易场所的交易确认平台，允许不同类型的证券期货衍生品交易在指定交易确认平台进行交易确认。核验、确认后将信息准确传输给中央对手方清算机构，以实现高效的集中清算服务。此外，还需整合目前证券期货市场的交易报告库，应构建跨市场的交易报告库，统一收集、汇集、分析交易信息，确保监管部门准确掌握各机构的场外衍生品交易总头寸，防范场外衍生品市场的风险。

（责任编辑：王才识）

作者简介：

刘月，北京大学法学院博士生。