对外经济贸易大学法学院

博士申请学位科研成果考核折算科研文献

文献形式：文献综述

文献题目：场外衍生品风险治理的法律逻辑与制度协同：集中清算、保证金、终止净额结算

博士论文题目：穿透式监管视角下我国场外衍生品监管制度的完善

导师：梁清华

作者姓名：康雨晴

专业：经济法学

学号：202300530113

场外衍生品风险治理的法律逻辑与制度协同：集中清算、保证金、终止净额结算文献综述

摘要：场外衍生品作为现代金融体系的重要组成部分，其高杠杆性、交易结构复杂性、低流动性、信息不对称性等特征导致发展中的风险无法避免。具体而言，系统性风险的连锁传导、流动性风险的突发冲击以及信用风险的持续积累，对全球金融稳定构成了严峻挑战。在此背景下，集中清算、保证金与终止净额结算作为场外衍生品风险治理的核心机制，在法律逻辑与制度协同层面的研究具有重要理论与实践价值。既有研究表明，集中清算制度通过引入中央对手方，重构了场外衍生品交易的信用关系，将双边清算转化为中央对手方多边清算实现系统性风险集中。现有研究聚焦于集中清算与双边清算的区别、中央对手方的法律地位界定、责任承担边界，强调需构建清算会员的准入管理、风险控制等环节的法律体系。保证金制度通过初始保证金和变动保证金中交易双方交付资金或合格抵押品，建立违约损失缓冲机制，确保交易持续运行的资金流动性。学界围绕保证金法律性质、抵押品估值与处置规则展开探讨，发现不同法域对保证金制度的法律定性差异，易引发跨境交易法律冲突与监管套利，加剧市场流动性风险。终止净额结算制度的适用源于合同约定的违约事件触发机制与对净额结算的法律认可。核心争议集中于终止净额结算条款在破产程序中的效力认定，尽管多国立法与国际金融标准逐步承认其破产豁免地位，但在适用条件与程序上仍存分歧。现有研究多从单一制度视角剖析场外衍生品风险治理，对三者间的制度协同机制研究相对不足。未来研究应着重探索集中清算、保证金与终止净额结算制度在法律规则层面的衔接与协同，构建具有整体性、协同性的风险治理法律体系，以有效应对场外衍生品市场的复杂风险挑战，维护金融市场稳定与效率。

关键词：场外衍生品；风险治理；集中清算；保证金；终止净额结算；

一、场外衍生品的基础理论

场外衍生品是全球金融体系的基石，它使世界各地的企业、政府和金融机构能够管理风险、提高回报、优化流动性并高效配置资本[①]。厘清场外衍生品所涉及的基础概念及发展情况是场外衍生品风险治理问题的分析与解决的基本前提。

（一）场外衍生品的概念厘清

场外衍生品是指在期货监督管理机构批准的期货交易场所以外进行交易的，价值取决于一种或多种标的资产的合约。该定义揭示了衍生工具的两点内涵，一为“合约”，二为“价值”[②]。其中，“合约”为衍生品的首要形式，从中派生出“价值”内涵。从形式上说，所有的衍生品都是一种金融契约，且这种契约的价值主要取决于契约对应的基础标的物（资产价格、参考利率或某种指数）无法预知的未来变化[③]。将衍生品与其他金融产品区分开来的一个重要特性还在于：衍生品合约包含明确的时间节点要素，在包括到期日、交割日或行权日等关键时间节点。从这一特性出发，将衍生品交易看作是交易的类型而不是金融产品的类型或许更为适宜。具体而言，衍生品是一种在交易结构中嵌入特定时间延迟机制的合约，这种延迟体现在“交易意愿达成、合约履行（含现金支付与资产交付）”三个环节的后两个环节中，即交易双方通过约定将现金结算或资产交割的实际履行时点推迟至未来某一确定时间节点，从而形成区别于即期交易的独特合约架构[④]。

根据国际清算银行（BIS）2023年末的数据统计显示，全球场外衍生品存量合约名义本金为630万亿美元，美国市场占比约为32%，占据全球场外衍生品市场的最大份额[⑤]。场外衍生品在各国市场发展速度各不相同，主要源于三个方面。其一，欧美市场经历数十年的实践后，金融机构例如高盛、摩根大通等形成了场外衍生品方面更为成熟的定价机制、风险管理工具，能够满足投资者对场外衍生品的需求，同时也提供了更加完善的投资者教育体系，确保进入市场的属于合格投资者。市场、金融机构、投资者之间的正向促进作用，也加快了该领域的发展。其二，亚洲国家（地区）的场外衍生品起步相对较晚，衍生品市场发展还不够成熟，缺乏经验，市场治理与国际化进程都较为缓慢，进而导致发展速度滞后。其三，在基础设施建设上，欧美已经形成了较为完善的场外衍生品交易平台和中央

① ISDA：https://www.isda.org/tag/otc-derivative，2025 年 5 月 10 日访问。
② 宋丹：《中国金融衍生品市场现状及其监管分析》，载《经济研究导刊》2009 年第 34 期，第 93 页。
③ Adam R. Waldman, OTC Derivatives and Systemic Risk: Innovative Finance or the Dance into the Abyss, 43 Am. U. L. Rev, 1023 (1993-1994).
④ John Hicks, A market theory of money, OUP Oxford, (1989).
⑤ BIS：https://www.bis.doc.gov/index.php/about-bis/newsroom/2082，2025 年 5 月 11 日访问。

对手方，能够在短时间内实现交易确定、清算结算流程等项目，有效缩短场外衍生品的交易时间。与之相比，亚洲更多依赖传统交易模式，自动化水平较低。制度、市场、技术三方面的约束，导致亚洲场外衍生品发展较为缓慢。

场外衍生品作为金融市场中创新性与复杂性极强的工具，其发展始终围绕灵活性、风险与监管的平衡展开。这类合约通常是由双边协商达成，无需交易所集中撮合，例如挂钩特定股票组合的“雪球期权”或对冲碳排放权的远期合约。其交易机制依赖分散化的双边信用安排，赋予参与者高度灵活性。

（二）场外衍生品的种类

场外衍生品的分类可从多个角度进行展开，不同的分类方式反映了产品不同的属性和特征。按照基础资产的属性进行分类，可以将场外衍生品分为五类：一是权益类场外衍生品，以股票、股票指数等权益类资产为基础，如股票互换、场外股票期权、股指远期等，主要用于满足投资者对于杠杆交易和风险对冲的需求；二是利率类场外衍生品，以利率或利率相关资产（如债券）为基础，常见产品包括利率互换、远期利率协议（FRA）、利率期权等，2024年利率类场外衍生品的名义本金占全球场外衍生品市场近80%，是金融机构管理利率风险的核心工具[①]；三是汇率类场外衍生品，以货币汇率为基础，包括货币互换、外汇远期、外汇期权等，企业通过该类产品能够提前锁定未来交易的汇率，进行风险对冲，避免因汇率波动导致的利润损失；四是信用类场外衍生品，以信用风险为基础，典型产品为信用违约互换（CDS）、信用联结票据（CLN），帮助投资者转移或承担信用风险，例如银行可以通过CDS对冲贷款违约风险；五是商品类场外衍生品，以大宗商品（如原油、黄金、农产品）为基础，包括商品互换、商品远期、商品期权，主要服务于实体企业减少因商品价格波动带来的风险。除此此外，近年还涌现出一些新型场外衍生品，例如天气衍生品、虚拟货币衍生品等，不能被包含在上述分类方式之中，突破了传统资产类别。

按照交易类型，还可以将场外衍生品分为远期，双方当事人约定于未来特定时间依约定价格交换约定数量金融标的物，双方均有履约义务；期权，双方当事人约定，一方支付确定数额权利金，享有在未来特定时间或特定期间依约定价格买入或卖出约定数量金融标的物的权利，另一方当事人受领确定数额权利金，承担在接到权利人要求时依约定价格买入或卖出约定数额金融标的物义务。在这种情况下，买方风险有限（最大损失为权利金），卖方需承担潜在履约义务[②]；互换，可视为一系列远期的组合，双方当事人约定在未来一段时间内根据约定条件交换一系列现金流。按照这种分类方式，场外衍生品可以被概括为当事人约定于

① BIS：https://www.bis.doc.gov/index.php/about-bis/newsroom/2082，2025 年 5 月 11 日访问。

② 袁朝阳，刘展言：《国债期货与我国利率市场化推进——兼评国债期货仿真合约的功能发挥》，《财经科学》2012 年第 8 期，第 30-38 页。

未来特定时间一约定条件转移特定金融标的物所有权的买卖合同。除此之外，按照合约到期日与执行方式，还可以将场外衍生品分为固定到期日产品与非固定期限产品。多数远期、互换合约规定了明确到期日，如1年期利率互换、3个月期外汇远期；而部分期权类产品允许提前行权（如美式期权）或设置灵活终止条款，雪球期权的“敲出”机制即允许合约在标的资产价格达标时提前终止，赋予投资者提前获利退出的权利[①]。此外，信用衍生品中的 CDS 合约可因标的债券违约提前触发赔付，体现了场外衍生品在到期日设计上的灵活性。但是，仅仅定位于“合同”尚不能充分揭示衍生工具的本质属性。衍生品合约与通常的买卖合同或互易合同相比，最大的区别在于“当前订约、未来履行”，即合同的全部条款都已经谈判妥当，但合同的履行、标的物的实际交付在未来的某个时日或时段进行。这也是衍生品合约最核心的特征，有学者称之为衍生交易的“未来性”特征[②]。虽然上述常用的定义方式比较全面的对场外衍生品进行了分类，但依旧存在定义不完整、含糊不清、包含过多等问题，无法完全涵盖场外衍生品的性质和范围[③]。

不同分类体系并非孤立，而是相互交叉渗透[④]。随着金融创新加速，新型复合衍生品不断涌现，例如信用违约互换期权、结构性票据等。若按照种类分析风险，需逐一研究每种产品的风险特征，不仅工作量巨大，还会使研究呈现碎片化状态，难以形成系统性的分管治理策略。例如，不同类型的利率衍生品，其风险表现形式和传导机制存在差异，逐一分析需要消耗大量重复时间，还容易忽视风险之间的共性联系。但是市场主体越来越倾向通过对典型衍生金融工具进行变形、重构，在短期内就能创制出法律规定暂时不能或者无法涵盖的新型衍生品，简单列举的方式难以应对市场对发展的新要求。相较之下，特征是所有类型场外衍生品法共性基础，更具有代表性，能够包含所有的场外衍生品，在规制方面实操性更强。

（三）场外衍生品的特征

场外衍生品作为金融市场重要的组成部分，其特征与其他金融产品存在显著不同：

1.不透明性

与场内衍生品相比，场外衍生品在产品结构、定价机制、交易信息等方面均展现了不透明的特性，市场的信息不对称问题也较其他金融合约更为严重，这使

① Alex Cukierman, *A retrospective on the subprime crisis and its aftermath ten years after Lehman's collapse*, Economic Systems, 43 (2019).

② 宁敏：《国际金融衍生交易法律问题研究》，中国政法大学出版社 2002 年版，第 53 页。

③ GAO, *General Accounting Office. Financial derivatives: Actions needed to protect the financial system*, (1994).

④ 张玉红，霍天翔，冯宗宪：《场外金融衍生品交易市场的发展探析》， 载《上海金融》2006 年第 3 期，第 44-46 页。

得场外衍生品市场经常成为各类高风险交易的聚集地[①]。场外衍生品的价值基于标的物无法预知的未来变化，对于合约双方来说，这种未来的变化带有较为明显的依状态的特性。使问题变得更为复杂的是，尽管在签订之初，衍生品合约可视为一种“零和博弈”[②]，其价值对交易双方而言都为零，进而一般既无需涉及前端支付也不存在信用风险敞口；但在合约存续期内，由于标的物市场水平（利率或汇率）或是对手的资信评级变动（对OTC产品而言）引致的合约市场价值的变化，潜在的风险敞口不仅一直存在，且自然产品的到期日越长，潜在的风险敞口也越高，有时甚至可能累积到一个极高的水平[③]。

场外衍生品属于场外达成的交易，即便主要衍生品交易商管理层在评估其内部风险暴露方面已变得更加精确，但外部人无法获得这些内部信息，场外衍生品市场也不可能像场内一样公开、透明[④]。使问题变得更为严重的是，场外衍生品市场是一个高度集中的市场，少数全球性交易商主导着该类市场——在美国25家从事衍生品交易的最大银行控股集团中，摩根、高盛、美国银行、摩根斯坦利和花旗五家大型金融机构拥有的合约规模占到了总额291万亿美元的95%，且超过90%的交易发生在场外[⑤]。对于这些巨型复杂性金融机构而言，它们不仅会借助影子银行，而且会利用衍生品可改变资产负债性质以及风险来源的功能，通过极为复杂的交易体系构建一个复杂的资产负债架构，从而使场外衍生品对手风险、市场风险网络无法被分析和解释。

2.低流动性

场外衍生品的低流动性根植于其合约的高度定制化。与交易所交易的期货、期权等标准化合约不同，场外衍生品的标的资产、到期日、行权价、结算方式等条款均可由交易双方协商确定，形成“一单一议”的独特性[⑥]。企业为进行风险对冲，可以根据企业实际情况定制场外衍生品。但也由于场外衍生品合约的高度定制化，导致此类合约难以在二级市场找到匹配的交易对手，或者转让成本较高，进一步加剧了场外衍生品的低流动性。国际清算银行（BIS）数据显示，2024 年全球场外衍生品未平仓合约中，仅有 12% 的利率互换和 8% 的外汇期权存在活跃的二级交易，其余合约依赖到期执行或双边协商终止。市场结构的分散化与信息不对称进一步加剧流动性困境[⑦]。场外交易依托双边协商机制，缺乏集中报价

① 周成杰：《欧洲市场基础设施规则》述评——兼论对中国金融市场主体的影响与启示，载《法商研究》2014 年第 5 期，第 156 页。
② 鲍晓晔：《场外衍生品市场法律监管制度研究》，华东政法大学 2014 年博士论文，第 40-44 页。
③ Yood, Marianne Ulcickas, et al，Using prescription claims data for drugs available over‐the‐counter (OTC), Pharmacoepidemiology and drug safety , (2007).
④ 陈欣：《美国金融改革方案对金融衍生品市场的监管反思》，载《河北法学》2009 年第 5 期，第 11 页。
⑤ Feder, Norman Menachem, Deconstructing over-the-counter derivatives. Colum. Bus. L. Rev ,677(2002).
⑥ Balmer, Alexandra G, Regulating financial derivatives: Clearing and central counterparties, Edward Elgar Publishing, 2018.
⑦ BIS：https://www.bis.doc.gov/index.php/about-bis/newsroom/2082，2025 年 5 月 13 日访问。

系统与交易信息共享平台，形成“碎片化”市场。交易双方需通过经纪商或私下网络寻找对手方，搜索成本随合约复杂程度呈指数级上升。

3.高杠杆性

与场内衍生品交易须缴纳一定比例保证金不同，大多数场外衍生品的合约价值在初始交易时通常为零（例如利率、汇率衍生品合约），交易双方仅需极少的初始投资即可撬动数倍乃至数十倍的合约名义本金，实现收益与风险的双向放大，从而显著提高了场外衍生品的杠杆率。有关“衍生品是金融领域的大规模杀伤性武器[①]”的言论也进一步正面验证了场外衍生品的高杠杆性，该特征一方面能够通过资金放大效应提升市场效率，另一方面也因风险的非线性特征成为了金融稳定的潜在威胁。

4.非标准化

通过上述有关低流动性的论述可知，场外衍生品是由交易方通过双边谈判达成的，交易方可根据自己的具体需求定制合同。交易方可以在避免固定规则和结构的同时，获得与交易所相同的财务结果[②]。与场内衍生品的交易相比，场外衍生品的交易并无组织的平台和固定场。

场外衍生品非标准化的特性，使其在交易结构、合约条款及风险特征等方面与场内标准化产品存在显著差异，这也决定了无法简单套用场内交易的监管要求。以美国为例，其曾尝试以场内规则体系全面规范金融衍生品市场，强制要求场外衍生品遵循场内交易的统一标准与监管模式[③]。然而，这种直接移植的监管方式不仅未能有效控制风险，反而因规则与场外交易特性的不匹配，导致众多金融机构为规避法律风险与监管困境，将场外金融衍生品业务重心向伦敦等监管环境更为灵活、规则适配性更强的金融中心转移[④]。

通过对场外衍生品不透明性、低流动性、非标准化、高杠杆性等特征的剖析可知，其与场内衍生品在诸多维度存在显著差异。场内衍生品依托集中交易所，合约高度标准化，交易规则统一，价格与持仓信息实时公开；而场外衍生品的合约条款、交易期限、交割方式均由交易双方自由协商定制，交易在双方私下达成，缺乏公开透明的价格形成机制，信息披露程度低。这些差异使得场外衍生品风险更为复杂隐蔽，风险传导性更强，传统适用于场内衍生品的监管方式难以直接套用。因此，必须针对场外衍生品的独特属性，分析其风险类型，选择性引入相关

① Topham, William Spencer. Re-Regulating Financial Weapons of Mass Destruction, Observations on Repealing the Commodity Futures Modernization Act and Future Derivative Regulation, Willamette L. Rev, 130-133 (2010) .

② 同上 16。

③ 应展宇：《美国衍生品监管的制度变迁:政治经济视角》，载《金融监管研究》2012 年第 4 期，第 21 页。

④ Stout, Lynn A, Why the law hates speculators: Regulation and private ordering in the market for OTC derivatives，Duke LJ ,701(1998).

规则，构建更有针对性的规则，才能更有效的防范风险，维护市场稳定。

二、场外衍生品风险治理的现状

场外衍生品是复杂且特殊的创新型金融工具，但存在比其他金融工具更大的风险[①]。2008年金融危机使得更多学者和金融市场监管者认识到了这一点。场内衍生品通过公允价值计量和资产或负债表进行报告，能够确保各方提供“可信、透明和可比较的财务信息”，用于支撑“经济的有效运行”[②]。但与之相比，场外衍生品不透明性、低流动性、隐私性、高杠杆性的特征，使得其在很多方面风险都高于其他金融产品。场外衍生品的基本功能依然是风险管理[③]，因此有必要对场外衍生品的相关风险类型以及治理现状进行分析。

（一）场外衍生品的风险类型

衍生品交易是一种合同关系，有效期从数日到数年不等。在合同有效期内，双方均有权要求对方支付诸如随标的资产状况变化的可变现金流之类的交易对价。由于交易双方的经济情况一直处于变化和不确定中，在此过程可能会引发交易对手方的信用风险[④]。由于衍生品交易量由相对较少的大型衍生品交易商（经营商）主导，而这些经纪商又是金融系统的关键节点，所以衍生品交易中存在的交易对手信用风险会转而引发系统性风险。因此，有学者认为衍生品市场，甚至整个全球金融体系，都可能面临交易对手连环违约的系统性风险[⑤]。

1.系统性风险

系统性风险是指一个机构或市场的金融问题会蔓延到其他机构和市场，从而导致一个看似孤立的市场事件所造成的损失可能威胁到整个经济[⑥]。有学者讨论了系统性风险的两种情况。一种情况是，由于一方违约，多米诺骨牌效应导致机构的接连倒闭[⑦]；另一种情况是，在市场动荡期间，投资者普遍依赖动态对冲策略，使原本可控的市场衰退演变为流动性不足导致的崩盘[⑧]。场外衍生品市场参与者之间的交易关系错综复杂，之间形成了庞大的金融网络。一旦某个重要参与

① ISDA, INT'L SWAPS & DERIVATIVES ASS'N, https://www.isda.org/about-isda [https://perma.cc/3TKD-XF3F]. See generall y Gina-Gail S. Fletcher, Engineered Credit De fault Swaps: Innovative or Manipulative?, 94 N.Y.U.L. REV. 1073 (2019) (discussing ISDA).

② 黄小平：《美国场外衍生品市场发展监管的演变与启示》，载《中国证券期货》，2018 第 1 期，第 47-49 页。

③ Albrecht, William P. *Regulation of Exchange-Traded OTC Derivatives: The Need for a Comparative Institution Approach*.J. Corp. L. 21 (1995).

④ 郭万明：《国际金融衍生品交易法律风险及民事责任研究》，上海交通大学 2014 年博士论文，第 66-70 页。

⑤ Stout, Lynn A, *Regulate OTC derivatives by deregulating them.*Regulation , 32 (2009).

⑥ 同上 3。

⑦ BIS, Recent Developments in International Interbank Relations, No. 30 (1992).

⑧ Lin, Ji‐Chai, John S. Howe, *Insider trading in the OTC market,* The journal of Finance, 1273-1284(1990).

者出现风险事件，如大规模违约或破产，可能会通过交易链条迅速传播到其他参与者，引发连锁反应，进而威胁到整个场外衍生品市场的稳定。例如，场外衍生品市场的大幅波动或重大风险事件可能会影响市场参与者的信心，导致投资者恐慌情绪蔓延，进而引发市场的过度反应，对市场发展造成冲击，引发资产价格大幅下跌、市场流动性枯竭等问题，对金融市场的正常运行和经济发展产生负面影响。同时，市场参与者行为大多具有趋同性，市场波动时，容易出现集体调整头寸或平仓操作，进而加剧市场震荡，将个体风险演变为系统性风险。

场外衍生品的价值与标的资产价格紧密相关，如利率、汇率、股票价格、商品价格等的波动会直接影响衍生品的价值。由于场外衍生品的杠杆效应，标的资产价格的小幅变动可能导致衍生品合约价值的大幅波动，从而使投资者面临巨大的系统性风险。此外严重的系统性风险，导致市场遭受重大损失，投资者可能会出现无法支付款项的情况，也可能会进一步在全球范围内传递给捆绑在一起的众多参与者，与流动性风险、信用风险相互联动，产生更大的市场风险。

2.流动性风险

与场内衍生品相比，场外衍生品市场的交易活跃度相对较低，部分衍生品合约的流动性较差。因此在场外衍生品中可能出现的一种情况是，当投资者需要提前平仓或变现时，可能难以找到合适的交易对手，或者只能以较大的价格折扣才能完成交易，从而面临流动性风险。另一种可能的情况是，在交易中出现一方无法筹措到足够的资金，或是履行义务的成本太高，导致合同无法继续履行，当公司的现金需求无法得到满足或者满足需求的成本过高时，就会出现资金流动性风险。

过去20年间，中国场外衍生品市场发展迅猛，如信用违约掉期的名义交易量在2010年上半年已达34.4万亿美元[①]。场外衍生品通过在交易双方和市场间重新分配和转移风险，有助于提高收益、化解风险、管理投资组合、有效融资或保护投资者，但同时由于其中的产品存在以下问题,其广泛使用又给金融市场的流动性风险管理提出了新的挑战：一是产品上市的时间不长，缺乏历史数据，市场监管者、参与者都难以全面了解和评估其风险特性；二是产品结构复杂，信息披露和透明度较低，市场难以预测其未来的现金流，以及与其他金融产品的相关性，表外业务和嵌入式期权更会加剧这种风险；三是产品交易欠活跃，价格波动性强，流动性风险高；四是产品一般都具有高杠杆率，对银行资金头寸的影响往往具有放大效应[②]。

3.信用风险

① Guidelines for the Pilot Operation of Credit Risk Mitigation Instruments in the Interbank Market, announced by NAFMII in October 2010, http://www.nafmii.org.cn/ggtz/gg/201204/t20120406_11887.

② 廖岷，杨元元：《全球商业银行流动性风险管理与监管的发展状况及其启示》，载《金融研究》，2008第6期，第73页。

有学者认为场外衍生品实质上是“当前订约，未来履约”的买卖合同或互易合同[①]。“未来履行”意味着不确定性，特别是对于那些基础资产有公开市场报价的衍生品，随着合同执行价与市场价格出现差异，在合约下有潜在亏损的一方存在着逃避履行的强烈动机，而相对方则无法兑现合约下潜在的获利，导致其利用衍生品套期保值的目的完全落空。因此，保障衍生品合约得到切实履行，消除对手方违约的风险，是所有衍生交易，无论场内或者场外必须解决的首要问题，它甚至关乎到衍生交易本身的存在意义[②]。

场外衍生品交易通常是交易双方之间的私下合约，不像场内交易有交易所或清算所作为中央对手方保证交易的履行。针对场外衍生品的这种特征，有学者认为由收益情况完全取决于交易对手履行合同义务的持续能力[③]。在此基础上，还有学者认为风险会随着合同期限的延长而增加[④]。因此，交易对手对于场外衍生品合约的顺利进行起着重大的作用。在签订场外衍生品合约前，一方应仔细评估其交易对手的信用度，并随着市场条件的变化重新评估这些内容[⑤]。在合同期限内，如果交易对手出现违约、破产等信用问题，另一方也可能会遭受重大损失。例如，2008年金融危机中金融机构的信用危机以及他们之间的对手方信用风险助长了危机的持续。且随着机构信用恶化，银行和其他金融机构之间庞大的场外衍生品交易网络突然成了一个重大问题。因此有学者提出观点，交易对手信用风险和大型金融机构间的关联性是放大和传导金融冲击的渠道[⑥]。此外，交易双方在获取信息方面具有不对称性，交易双方也是分散的不具有集中性，信用风险随时间和标的资产价格的变化而变化，而标的资产价格的变化都是没有规律性可言的。因此，与传统的信用风险相比，衍生品的信用风险更为复杂，更加难以考察和预测。

4.其他风险

场外衍生品除了涉及系统性风险、流动性风险、信用风险等主要风险外，还包含操作风险、法律风险等多种风险。在操作风险中，场外衍生品交易涉及复杂的交易流程、估值模型和风险管理系统，所以操作中的人为错误、系统故障、内部控制失效等都有可能导致风险。此外，市场风险，是指由于衍生品标的物价格

① 刘燕：《从合同之治到商法之治——简评我国场外衍生品入法的模式创新》，载《清华金融评论》，2022年第6期，第81页。

② Lubben, Stephen J, *Credit derivatives and the future of Chapter 11,* Am. Bankr. LJ 81,400-405 (2007).

③ Kojima, J, *Christopher, Product-based solutions to financial innovation: The promise and danger of applying the federal securities laws to OTC derivatives*, Am. Bus. LJ 33, 259(1995).

④ Polak, Petr, David C, Robertson, and Magnus Lind, *The new role of the corporate treasurer: Emerging trends in response to the financial crisis,* International Research Journal of Finance and Economics ,78(2011).

⑤ Ghosh, Amit, *How do derivative securities affect bank risk and profitability? Evidence from the US commercial banking industry,*The Journal of Risk Finance ,190-195(2017).

⑥ Gao, Simin, *Legal pluralism and isomorphism in global financial regulation: The case of OTC derivative counterparty risk regulation in China*.Geo. Wash. Int'l L. Rev, 140-145(2019).

的不利变动而导致交易对手遭受损失的风险[①]。这种风险很大程度上取决于基础市场的内在风险，对于场外衍生品来说，主要是因基础资产（如利率、汇率、股票、商品等）价格波动而导致的。但值得注意的是，市场风险一般情况下只影响交易方，不会对整体经济产生影响[②]。

如前所述，场外衍生品在近几十年内发展迅速，已经成为各国重要的金融产品，因此对其风险的了解和掌握具有紧迫性与必要性。目前，国内外学界与业界对风险特征已有清晰认知，明确了其涉及市场、信用、流动性等多种风险类型，交易商也通过场内外金融工具进行风险敞口的对冲。我国对场外衍生品风险的研究也已取得一定成果。在监管层面，相关制度不断完善，如 2020 年监管出台《证券公司场外期权业务管理办法》与《证券公司收益互换业务管理办法》，《期货和衍生品法》也明确了市场基础制度，规范交易行为。但研究仍存在不足，如对复杂产品风险传导机制研究不够深入，在快速变化的市场环境下，如何对风险进行更快、更准确的评估仍有待继续研究。

（二）场外衍生品的监管理念

在国际场外衍生品监管领域，2008年全球金融危机成为重要转折点。在发展初期，曾有学者推崇行业自律，但次贷危机暴露了其局限性，印证了政府监管介入的必要性[③]。危机前，场外衍生品市场凭借个性化定制优势迅猛扩张，却因信用违约互换滥用、交易对手风险失控、透明度缺失等问题暗藏隐患。危机爆发后，20国集团（G20）峰会率先提出改革框架，巴塞尔委员会（BCBS）和国际证监会组织（IOSCO）联合发布的《非集中清算的场外衍生品交易的保证金要求》经多次修订，构建起以保证金制度为核心的风险防控体系，实现了从被动应对到主动防范系统性风险的转变[④]。以美国为例，场外金融衍生品规则经历了从普通法规则到成文法规范的演变。从19世纪将价差合约定性为赌博交易，到20世纪初各州通过成文法限制投机，再到商品期货交易委员会(CFTC)与证券交易委员会(SEC)因管辖权争议催生的交叉监管机制，体现出从分散竞争向协同治理的制度升级[⑤]。

国外学者对场外衍生品监管的研究多聚焦制度效能与理论突破。在场外衍生品的发展过程中，有学者不断从中反思总结，在市场更快发展的情况下，应当及时反思，尽快改变监管体系的不足，实现市场发展与监管模式的共同进步。例如，

① Office of the Comptroller of the Currency, Risk Management of Financial Derivatives. available at http://www.occ.treas.gov/handbook/deriv.pdf.

② Kimberly D. Krawiec, *More Than Just New Financial Bingo: A Risk-Based, Approach to Understanding Derivatives*, 23 J. CORP. L.1, (1997).

③ Lynch, John T, *Credit Derivatives: Industry Initiative Supplants Need for Direct Regulatory Intervention-A Model for the Future of US Regulation*, Buff. L. Rev. 55 ,1371(2007).

④ 吴云峰：《金融创新监管法律问题研究》，中南大学 2012 年博士论文，第 56-60 页。

⑤ the State Administration of Foreign Exchange (SAFE), http://www.safe.gov.cn/safe/jbzn/index.html [https://perma.cc/5CUM-K5LE]; see also PEOPLE'S BANK OF CHINA(PBOC), http://www.pbc.gov.cn/ [https://perma.cc/QVM8-JFFR].

有学者着重分析了英法德等国衍生品交易的监管制度，指出法律滞后性导致场外衍生品的监管存在盲区[①]；还有学者主张场外衍生品交易在此之前之所以未受监管，很大程度上是因为监管制度基于机构监管，而不是功能监管，应当以功能监管打破机构监管壁垒[②]；也有学者强调美国市场的信用衍生品监管缺失，与场外衍生品定义不明有关，应当重视明确监管对象界定[③]等等。

国内场外衍生品市场虽起步较晚，但监管体系在试错中不断完善。国内学者也在阐述场内和场外衍生品不同监管模式的基础上，提出应结合场外市场的新特点，呼吁应当将场外衍生品纳入立法监管，强化立法监管[④]。2005年中国人民银行发布《全国银行间债券市场远期交易管理规定》，正式开启银行间场外衍生品市场，之后对银行间场外衍生品市场的交易进行初步规范。2013年期货业协会推出《中国证券期货市场金融衍生品交易主协议》，逐步规范证券期货市场的场外业务。但由于融资类收益互换的无序增长，股市异常波动，促使监管机构于2015年紧急叫停相关业务，严格控制风险，更加关注场外衍生品的规范发展。此后一系列管理办法的出台、《期货和衍生品法》的落地，以及2024年对杠杆比例的严格限制，标志着国内监管从“重发展”向“规范与创新并重”的转型[⑤]。

值得注意的是，国际上对金融创新的争议仍在持续。有学者对金融创新理论持否定态度，质疑危机后监管改革的长期有效性[⑥]。而国内场外衍生品市场多头监管格局仍待整合——证监会、央行、银保监会等机构职责交叉，商品衍生品监管主体缺位，地方市场野蛮生长与相关制度的整顿博弈反复上演[⑦]。强化监管，但这一由危机促发、短期内制定并出台的金融监管改革是否真地可以实现立法的初衷，目前仍不明朗，需要时间的检验。这表明，无论是国际还是国内，场外衍生品监管仍处于理念碰撞与制度优化的动态演进过程中。总体而言，场外衍生品的法律监管还在逐步完善过程中，以美国、欧洲为代表的国外市场发展较为完整，法律规范较为健全；以中国、印度为代表的亚洲市场发展进程较为缓慢，含需要时间完善，但总体来说，场外衍生品的监管还处于从市场自律主导逐渐收紧的过程之中。

（三）场外衍生品风险治理的挑战

① Scheerer, Andre, *Credit derivatives: an overview of regulatory initiatives in the United States and Europe,* Fordham J. Corp. & Fin. L , 149(2000).
② Awrey, Dan, *The dynamics of OTC derivatives regulation: bridging the public-private divide,* European Business Organization Law Review (EBOR) 11.2 ,167-173(2010).
③ Tijoe, Lily, *Credit Derivatives: Regulatory Challenges in an Exploding Industry,* Ann. Rev. Banking & Fin. L , 387(2007).
④ 谢平,邹传伟：《金融危机后有关金融监管改革的理论综述》，载《金融研究》2010 年第 2 期，第 7 页。
⑤ 黄辉：《金融机构的投资者适当性义务:实证研究与完善建议》，载《法学评论》2021 年第 2 期，第 135 页。
⑥ Merton, Robert C, *Financial innovation and economic performance,* Journal of applied corporate finance,12-22(1992).
⑦ 同 21.

1.监管框架的碎片化与标准不统一

其一，有关场外衍生品的风险治理在国际与国内存在分散问题。不同国家和地区的金融市场发展水平、监管理念与法律制度存在差异。国际层面，尽管金融危机后形成了以保证金制度为核心的国际监管规则，但各国在规则执行和监管标准上存在差异，难以形成统一有效的监管合力。以美国为例，历史上曾出现SEC与CFTC长达35年的管辖权之争，反映出监管权分散带来的监管空白和冲突问题。国内场外衍生品市场则呈现多头监管格局，证券场外衍生品由证监会监管，银行间场外衍生品由人民银行和银监会监管，商品场外衍生品监管主体不明确，不同监管机构监管规定和交易平台各异，不仅导致监管效率低下，还容易出现监管套利现象，使得风险在不同监管领域间转移。其二，存在传统法律与金融创新之间的矛盾。传统民商法基于现货交易模式构建，合同订立与履行几乎同步，对履约风险控制关注不足。而衍生交易具有“当前订约、未来履行”的特性，其履约风险双向且变动，传统担保制度难以有效应对。市场实践中形成的“衍生交易规则”本质是风险控制机制，涵盖当事人层面的信用风险控制和市场层面的系统性风险控制，与传统民商法存在明显差异，二者融合面临挑战①。其三，非标准化产品所导致的监管困境。场外衍生品非标准化的特点，使其交易结构、合约条款复杂多样，难以直接套用场内交易的统一监管要求。若强制采用场内规则体系进行规范，容易产生规则与交易特性不匹配的问题，引发法律适用的不确定性，影响市场稳定与发展。衍生品交易中通过转移风险的方式，将风险转移给愿意承担风险以及成本较低的参与方，但并不能消除风险②。

2.风险复杂性与对冲机制缺陷

衍生品主要被用于作为风险管理或投机③，作为一种风险管理工具，衍生工具允许企业对冲未来的市场风险。如果市场利率突然跳升，这种利率差异可能导致重大损失，这也是20世纪80年代储蓄和贷款危机的主要原因之一。衍生工具是极为流行的风险管理工具，根据ISDA的统计证实，在统计的世界前500家最大的公司中，94%以上的公司使用某种形式的衍生工具进行风险管理④。虽然对冲策略是用来降低实体的风险敞口，但如果实体采取投机性头寸，则是通过对未来市场状况进行押注来承担风险⑤。

场外衍生品的高杠杆性、定制化特征使其风险呈现多维度交织特征。市场风

① 刘燕,楼建波：《金融衍生交易的法律解释——以合同为中心》，载《法学研究》2012 第 1 期，第 67 页。
② Miller, Kent D, *A framework for integrated risk management in international business,* Journal of international business studies ,311-331(1992).
③ Norman Menachem Feder, *Deconstructing Over-the-Counter Derivatives*,1 COLUM. Bus. L. REv., 731 (2002).
④ ISDA:Over 94% of the World's Largest Companies Use Derivatives to Help Manage Their Risks, According to ISDA Survey (Apr. 23, 2009), available at http://www.isda.org/press/press042309der.pdf.
⑤ Lynn A. Stout, *Regulate OTC Derivatives by Deregulating Them*, 32 UCLA L. REv. , 33 (2009).

险方面，定价模型依赖波动率、相关性等参数预估，但极端市场波动（如2015年韩国恒生指数暴跌事件）可能导致对冲失效，交易商因流动性不足被迫高价平仓，单日损失超3亿美元。信用风险方面，非集中清算交易仍占主导，双边保证金制度执行不严可能引发连锁违约。2008年金融危机中，雷曼兄弟因信用衍生品对手方集中赎回导致流动性枯竭的教训犹在。流动性风险则因产品结构同质化加剧，如雪球类产品集中到期时可能引发市场踩踏，而跨境业务的多币种流动性管理更复杂。此外，部分券商对冲能力薄弱，采用“对赌”而非动态对冲策略，将市场风险转嫁给投资者，加剧系统性风险。

场外衍生品市场凭借个性化定制的优势快速发展，但也因此滋生了复杂的风险隐患。交易产品结构复杂，如信用违约互换等工具过度使用，普通参与者难以准确评估其潜在风险；交易对手信用风险难以有效把控，缺乏统一的信用评估和风险预警机制，风险在交易对手间累积传递；市场透明度严重缺失，交易信息分散在各个交易主体，监管机构难以及时获取全面准确的数据，流动性也容易因市场波动而突然枯竭，加大了风险监测和控制的难度。

3.跨境监管协调与法律适用困境

场外衍生品跨境交易规模持续扩大，但各国监管标准差异显著。例如，自多德-弗兰克法案开始实施以来,美国商品期货交易委员会、美国证券交易委员会等美国监管机构制定了许多涉及场外衍生品的监管规则,由于场外衍生品市场的全球属性,许多规则因此具有了不同程度的域外管辖权,引起了各国监管机构和市场成员的反对和质疑,近期九个国家和地区的财政部长致函美国财长,表达其对美国监管机构在跨境监管方面的关切[①]。此外，美国要求衍生品交易通过中央对手方进行集中清算，欧盟对非金融企业参与衍生品交易也设定了很多限制，导致我国机构在境外展业时常面临合规冲突[②]。除此之外，在法律适用层面，场外合约的管辖权争议、跨境破产清算规则冲突等问题也没有得到解决。

三、场外衍生品风险治理的原则

在场外衍生品市场风险错综复杂、监管挑战重重的背景下，确立科学合理的风险治理原则，是维护市场稳定、防范系统性风险的关键所在。

（一）宏观审慎原则

20世纪70年代，国际清算银行通过宏观审慎原则，表达其对金融系统性风险

① 中国银行间市场交易商协会域外管辖权课题组：《场外衍生品市场变革》，载《金融市场研究》，2013年第8期，第95页。

② 程瑶，宋怡林：《衍生品跨境监管国际方案实施障碍及“替代合规”机制选择》，载《沈阳工业大学学报(社会科学版)》2024年第1期，第110页。

监管的整体态度。金融稳定理事会认为，宏观审慎原则包括三个要素：其一，降低整个金融体系的风险；其二，分析对象的范畴为整个金融体系以及与金融体系相联系的经济实体；其三，工具组合为宏观审慎监管的工具以及制定监管当局所采取的工具[①]。与着力控制个体风险的微观审慎原则不同，宏观审慎原则着重关注金融体系的顺周期性和系统性风险。宏观审慎原则在金融市场的核心目标是控制其系统性风险。2008年金融危机爆发之前，微观审慎监管是维护金融稳定的主要监管原则。微观审慎监管强调，只要确保单个金融机构的稳健运营，就能保证整个金融系统不发生系统性风险。然而，美国次贷危机引发的全球金融风暴表明，微观审慎监管已经难以独立承担维护金融稳定的任务。有学者对宏观审慎与微观审慎进行了区分，认为宏观审慎制度更能通过防范系统性风险实现避免金融危机对宏观经济造成破坏的目的[②]。危机后，各方就加强宏观审慎监管、防范系统性金融风险、维护金融稳定达成共识[③]。此后众多学者的研究亦不断佐证宏观审慎原则在金融监管中的有效性[④]。但随着金融的不断发展，宏观审慎监管开始受到掣肘，国内学者发现，商业银行有意识地通过向影子银行转移资金以规避监管，过程中的监管套利弱化了仅针对商业银行监管措施的有效性[⑤]。

一方面，宏观审慎政策的主要目标是维护金融稳定、防范系统性金融风险，主要特征是建立更强的体现逆周期性的体系[⑥]，理论上能够削弱金融科技的负面影响，保证系统性风险稳定在可接受的水平。另一方面，影子银行相关实证研究结果显示，现实中存在监管套利行为。而金融科技兴起时间短、发展速度快，相关制度法规和金融监管均存在一定滞后，在此背景下，宏观审慎监管收紧可能会起到反作用，使银行非合理利用金融科技手段以规避监管，进而放大金融科技的负面效应[⑦]。此外，宏观审慎监管还面临的一个重要挑战是资产泡沫难以发现。其一，商业周期的规律难以把握，很难确定资产价格是否已经长期偏离其基础价值；其二，监管当局很难预测到经济拐点，也很难确定泡沫从何时开始，经济中的“预警”系统常常无法发挥应有的作用[⑧]。通过论述可知，宏观审慎监管在治

① Allen, Jason, and Milena Wittwer, *Centralizing over-the-counter markets?*, Journal of Political Economy 131.12 ,3310-3351(2023).

② Borio, Claudio EV, William B. English, and Andrew J, Filardo, *A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?*, (2003).

③ Ciccarelli, Matteo, Angela Maddaloni, and José-Luis Peydró, *Trusting the bankers: A new look at the credit channel of monetary policy*,Review of Economic Dynamics 18.4 ,989-990(2015).

④ 张健华，贾彦东：《宏观审慎政策的理论与实践进展》，载《金融研究》2012 第 1 期，第 13 页。

⑤ 侯成琪，黄彤彤：《影子银行、监管套利和宏观审慎政策》，载《经济研究》，2020 第 10 期，第 61 页。

⑥ 周小川：《金融政策对金融危机的响应——宏观审慎政策框架的形成背景、内在逻辑和主要内容》，载《金融研究》2011 年第 1 期，第 10 页。

⑦ 王道平,刘杨婧卓,徐宇轩，刘琳琳：《金融科技、宏观审慎监管与我国银行系统性风险》，载《财贸经济》2022 年第 4 期，第 74 页。

⑧ 巴曙松,王璟怡,杜婧：《从微观审慎到宏观审慎:危机下的银行监管启示》，载《国际金融研究》2010 年第 5 期，第 86 页。

理系统性风险过程中发挥了重要作用，但现阶段并不能解决场外衍生品市场中的所有问题，监管者应坚持宏观审慎与微观审慎相结合的原则，努力达到维持金融稳定、优化金融结构的目的。

（二）透明度原则

透明度原则是资本市场的“基石”监管原则，但它所要求的透明度主要是强调上市公司的信息披露。互联网金融所要求的透明度原则更多地指向借款人的信息透明度，目的主要是保证互联网金融体系内资金的安全、信息的真实和运行的有序[①]。这正是所有互联网平台的核心职责所在，也是互联网金融有序运行最重要的基础。整无语公共治理领域的透明度原则，则是指涉及公众利益的法规、规划（如城市建设、环境保护）需征求意见并公开决策依据。不同领域涉及的透明度原则偏好不同，但都涉及向相关人群的信息披露与公开。

上文提到，金融体系的顺周期性和风险传染性很多源于信息不对称（如金融机构隐藏风险、市场参与者误判系统性风险等）。场外衍生品领域的透明度原则就是希望通过强制披露关键数据（如资本充足率、杠杆率、风险敞口），减少金融机构与监管机构、市场之间的信息鸿沟，降低该市场的风险。研究者指出，宏观审慎政策需要依赖充分的信息基础，包括宏观经济指标、经济机构关联性等，透明度是早期预警系统有效性的前提[②]。对此，国内学者强调，透明度原则能稳定市场预期，避免政策调整引发金融机构的预防性收缩，从而降低政策成本[③]。还有国内学者提出，央行的宏观审慎决策需“规则优先”，透明度是建立市场信任的关键，尤其是在非常规货币政策时期[④]。透明度原则通过公开政策规则和决策逻辑，约束监管机构的自由裁量权，防止政策随意性。但也存在另一种观点认为过度透明可能限制监管机构应对突发风险的灵活性，进而引发市场恐慌[⑤]。此外，不能忽视的是，随着场外衍生品的不断发展，会出现更多复杂结构化的产品，增加信息披露的难度，如何在当今金融科技化的情况下运用透明度原则，还需要继续研究。

（三）预防不确定性风险原则

预防不确定性风险原则的核心在于通过前瞻性规划与主动干预，规避潜在危害，该原则在欧盟的应用已超越环境领域，延伸至食品安全、消费者保护及技术发展等多个关键范畴[⑥]。有学者指出欧盟通过构建系统性法规框架，对转基因食

① 许多奇：《互联网金融风险的社会特性与监管创新》，载《法学研究》 2018 年第 5 期，第 31 页。
② BIS:https://www.bis.org/publ/othp20.htm，2025 年 5 月 15 日访问。
③ 马勇,冯心悦,田拓：《金融周期与经济周期——基于中国的实证研究》，载《国际金融研究》2016 年第 10 期，第 10 页。
④ Thakor, Richard T, and Robert C. Merton，*Trust, transparency, and complexity*，The Review of Financial Studies 36.8 ，3243-3246(2023)。
⑤ 周莉萍：《货币政策与宏观审慎政策研究:共识、分歧与展望》，载《经济学动态》2018 年第 10 期，第 100-115 页。
⑥ 高秦伟：《论欧盟行政法上的预防原则》，载《比较法研究》2010 年第 3 期。

品、新型化学品等潜在风险源实施严格的预先评估与管控，即便在科学证据尚不充分的情况下，也会采取预防性措施以降低风险[①]。也有学者探讨了该原则在理论层面引发的争议，包括预防标准的界定、科学依据的权重以及对经济发展的潜在影响等，这些讨论进一步凸显了原则应用的复杂性与必要性[②]。在本研究中，衍生品交易符合该原则中以外部环境的不确定性作为交易对象。各种衍生品工具，不论是远期、期货、期权还是互换合约，其产生的根源就是市场中存在大量企业无法预测的风险因素。诸如利率、汇率、股票指数、石油价格等价格或价格指数的变化，是市场中各种力量相互作用的结果，不受特定的企业或市场主体控制。市场主体为防范这些价格要素的波动给自己的利润水平造成的不利影响，通过参与衍生品交易来锁定未来的汇率、利率或者大宗原材料的价格水平，从而保护自己的盈利。越是波动性强的变量，越是存在避险的需求，因此也就越容易成为衍生品交易的对象。如今，天气变化也已成为创新型衍生品标的，国外部分交易所推出的天气期货合约，能够帮助农业、能源、旅游等行业企业对冲因气温、降水等气象条件异常带来的经营风险。

从交易本质而言，衍生品交易类似于以外部条件变化或不可预测性为交易内容的对赌协议。交易双方基于对未来市场走势的不同预期缔结合同，由于未来的不确定性，最终必然存在一方判断失误。然而，若轻易依据市场条件变化适用情势变更原则解除合同，那么所有衍生品交易合约都将面临可解除的境地，这将从根本上动摇衍生品交易存在的基础。在韩国KIKO合约纠纷案件中，市场剧烈波动致使企业面临巨额损失，企业试图以情势变更原则主张合约无效。但法院若支持这一诉求，将破坏衍生品市场的交易秩序与信用基础，使衍生品丧失风险对冲与价格发现功能[③]。因此，在衍生品交易领域，如何平衡预防风险与维护交易稳定，合理界定情势变更原则的适用边界，成为保障市场健康发展的关键课题。

（四）投资者保护原则

投资者保护是资本市场健康发展的核心议题，涉及法律、监管、教育、市场机制等多维度协同。有学者论述在注册制背景下强调投资者保护的三层含义：风险是配性、权责平衡性和普惠性。应当通过投资者适当性管理制度明确普通投资者与专业投资者的划分标准，要求金融机构履行风险告知义务，并建立差异化的信息披露机制[④]。投资者保护原则在传统证券市场，涉及信息披露、投资者适当性管理、交易监管和证券投资者赔偿等多项内容。证券投资者保护，尤其是中小

① 陈海嵩：《风险预防原则理论与实践反思———兼论风险预防原则的核心问题》，载《北方法学》2010年第 3 期，第 17 页。

② 同上。

③ 楼建波，刘燕：《情势变更原则对金融衍生品交易法律基础的冲击——以韩国法院对 KIKO 合约纠纷案的裁决为例》，载《法商研究》2009 年第 5 期，第 23 页.

④ 安青松，《以注册制改革为牵引推动中国特色投资者保护新实践》，载《清华金融评论》2022 年第 6 期，第 22-25 页。

投资者保护，是我国资本市场健康发展的基石。建立健全证券投资者保护机制，依法保护投资者合法权益，对于强化投资者市场信心、推动资本市场高质量发展具有重要意义[①]。

法律的不完善导致“恶意而无效的地盘争夺和代价高昂的不确定性”[②]，而监管缺失引发的过度投机又成为美国2008年金融危机的导火索和催化剂。为了解决场外衍生品的风险，不同国家制定了不同的法律来进行规制，但事实上，并不是所有减轻风险的制度或法律规定都有利于场外衍生品的治理和发展。国内有学者强调，新《证券法》增设的投资者保护章节及《证券期货投资者适当性管理办法》的修订，从源头上强化了风险适配性，要求证券公司对普通投资者提供更严格的信息保护[③]。虽然由于场外衍生品风险较大，在进入市场前需要对投资者进行筛选和评估，但不能否认的是，与金融机构相比，投资者处于不利地位。消费者保护原则通过对场外衍生品事前、事中、事后市场参与者的保护和约束，既防范个体投资者沦为“韭菜”，也避免系统性风险因个体危机爆发。

上文对场外衍生品的有关情况、风险类型及风险治理等相关内容进行了论述，然而当前场外衍生品领域仍深受系统性风险、流动性风险与信用风险的困扰。系统性风险在市场剧烈波动时极易引发“多米诺骨牌效应”，流动性风险可能导致交易无法及时完成，而信用风险则源于交易对手违约的不确定性。这些风险相互交织，严重威胁我国场外衍生品市场的稳定。值得关注的是，欧美等国家率先推行的集中清算、保证金、终止净额结算三项制度，为应对上述风险提供了极具针对性的解决方案。三者的协同，不仅能够降低场外衍生品市场系统性风险，增强市场稳定性，还能提升市场透明度和运行效率，优化资源配置，为场外衍生品市场的健康、可持续发展奠定坚实基础。因此，深入探究这三项制度的法律逻辑与制度协同，对完善场外衍生品风险治理体系具有重要的理论价值与现实意义。

四、场外衍生品集中清算制度的使用边界

十九世纪，随着市场环境变化，传统场内衍生品市场的标准化合约与集中交易机制，为市场参与者提供了基础风险管理工具，但难以满足客户对非标准期限、特殊标的资产及复杂收益结构的个性化需求。相比之下，场外衍生品以其灵活定制的合约条款、自主协商的交易模式，能够精准匹配各类需求，因而逐渐成为金

① 钟腾：《中小投资者保护的中国实践：创新、成效与企盼》，载《金融市场研究》2024 年第 4 期，第 6-7 页。

② Russo, T. A. and M. Vinciguerra, *Financial Innovation and Uncertain Regulation: Selected Issues Regarding New Product Development*，69 Texas L．R, 1434-1435 (1991)．

③ 黎四奇：《对我国证券投资者保护基金制度之检讨与反思》，载《现代法学》2008 年第 1 期，第 160 页。

融机构和实体企业风险对冲的重要工具。随着市场规模的不断扩张，场外衍生品市场与场内市场形成“标准化产品在场内、定制化产品在场外”的互补格局[①]。然而，金融危机的发生，暴露出场外衍生品双边清算模式下的重大风险隐患。全球监管机构认识到场外衍生品市场风险管理的重要性，开始借鉴场内市场成熟的集中清算等风险治理机制，推动场外衍生品市场向规范化、透明化转型。集中清算制度又以中央对手方作为核心枢纽，连接交易双方并作用于清算全过程。具体来说，中央对手方是一种风险管理机制，能够在整个市场范围内汇集交易后的流动性。作为所有清算交易的交易节点，并获取所有清算交易的信息，清算所可以对市场风险进行评估、定价和监控[②]。许多早期的中央对手方是在证券和交易所交易衍生品（场内衍生品）中积累经验并不断完善的。

（一）集中清算制度与双边清算制度的差异

1.清算主体与风险承担方式不同

集中清算制度通过中央对手方介入交易。在清算过程中，中央对手方对所有清算会员的交易、综合清算会员代理客户的交易进行担保交收，承担中央对手方清算风险；综合清算会员对其代理客户的交易提供担保，控制客户风险。例如在人民币利率互换集中清算中，上海清算所作为中央对手方，成为买卖双方的交易对手，买方只需要和上海清算所进行交易，同理卖方也只需要和上海清算所进行沟通。在此过程中，上海清算所作为中央对手方介入交易，集中承担交易双方的交易风险，通过保证金制度和违约处置机制来降低系统性风险。

而双边清算制度由交易双方自行对达成的交易进行清算，没有第三方机构作为中介。由交易双方自行约定履约担保机制，风险控制主要依赖于双方的信用评估和合同约定，风险分散在各个交易对手之间，缺乏统一的风险管控机制，对交易双方的信用风险管理能力要求较高。

2.信息透明度不同

集中清算模式下，交易信息集中于中央对手方，监管机构和市场参与者能够更全面、及时地获取交易信息，信息透明度高，有助于监管机构进行有效监管，降低系统性金融风险。双边清算制度中，交易信息仅在交易双方之间知晓，市场整体的信息透明度较低，交易风险敞口和交易对手方信用风险不透明，容易出现系统性金融风险。

3.违约处理方式不同

集中清算制度下，中央对手方承担了交易双方的信用风险，一旦出现违约，中央对手方会通过保证金、清算基金等方式来弥补损失，保障交易的继续进行，

① 沙晓君：《金融稳定视角下的场外衍生品市场中央对手方机制研究》，中国社会科学院 2021 年博士论文，第 36-40 页。

② Carter, Louise, and Megan Garner, *Skin in the Game－Central Counterparty Risk Controls and Incentives,RBA Bulletin*, June ,79-88(2015).

对市场的冲击相对较小。

但在双边清算制度中，若发生一方违约，首先可能导致相关的交易无法完成，给另一方带来直接损失，其次，有可能关联到交易双方所设计到的其他交易，并将风险散布至其他领域。容易引发连锁反应。此外，由于违约信息的传播速度无法估计，市场反应速度可能较慢，造成更大的影响，进而影响市场信心。

4.其他方面的不同

除了上述不同外，集中清算制度与双边清算制度在资金效率、成本控制、适用范围等方面也存在差异。集中清算制度可以通过净额结算等方式，减少实际资金的流动，提高资金使用效率。例如，多个交易可以在中央对手方进行轧差计算，只需支付或收取净额。双边清算制度通常需要交易双方按照合约约定的金额进行全额支付，资金占用量较大，资金使用效率相对较低。集中清算制度需要设立中央对手方等基础设施，金融机构也需要提交保证金和清算基金，运营成本和参与成本相对较高。双边清算制度无需支付给第三方机构相关费用，成本主要集中在交易双方的信用评估、合同签订等方面，总体成本相对较低。集中清算制度一般适用于标准化程度较高、流动性较好的金融产品，如在交易所买卖的衍生品和部分场外衍生品，如人民币利率互换等。双边清算制度适用于各种类型的金融交易，尤其是非标准化的、个性化的交易，如一些复杂的场外衍生品交易、双边的外汇交易等。

从金融监管与市场实践来看，高风险场外衍生品采取集中清算制度呈现出显著的利弊博弈特征。理论上，风险较高的合约纳入集中清算范畴，可通过中央对手方的信用中介功能，将双边信用风险转化为单一主体风险，实现减少风险敞口的同时还能降低交易对手方的信用风险①。然而，此类合约的高风险属性往往伴随更高的保证金要求，在此基础上还要叠加中央对手方中清算会员的资格费、交易手续费及违约基金分摊等成本，可能导致市场参与者的边际收益损失。如何权衡场外衍生品合约的成本与利润，使清算模式选择成为金融机构的重要议题。除此之外，清算决策的复杂性更体现在多维因素的交互作用中。此外，还应注意清算的决定是复杂的；它不仅与单个合同有关，还与投资组合持有量和与中央交易对手系统的总风险敞口有关，同时还与买卖双方为降低交易对手风险和资本要求而面临的激励因素有关②。

尽管双边清算与集中清算共享轧差机制、保证金等风险缓释工具，但二者在制度逻辑上存在根本区别：前者依赖交易双方的自主风控能力，风险分散但缺乏系统性监管；后者通过中央对手方的标准化规则强制实施风险集中管理，虽提升

① Mario Bellia, Giulio Girardi, Roberto Panzica, Loriana Pelizzon, Tuomas Peltonen, *The demand for central clearing: To clear or not to clear, that is the question!*, Journal of Financial Stability,Volume 72, 137-140(2024),
② Du W., Gadgil S., Gordy M.B., Vega C, *Counterparty risk and counterparty choice in the credit default swap market,* Management Science,341-343 (2023).

透明度却可能引发 “大而不能倒” 的道德风险[①]。值得注意的是，多数发达国家资本市场的集中清算制度规定已经较为完善，监管机构大力推动场外中央对手方的发展，根据《多德-弗兰克法案》的相关规定，至2012年底，标准化衍生品交易的中央结算机制将被强制实施[②]。但也有批评者指出，集中清算推高了中小机构的合规成本，且单一资产类别中多中央对手方并存可能降低轧差效率，碎片化的中央对手方架构可能在违约事件中扩大实际风险敞口，反而会削弱系统性风险防控效果[③]相比于场内衍生品，场外衍生品的集中清算面临更大的挑战。一方面，集中清算通过风险隔离机制提升市场稳定性，推动场外市场向规范化演进；另一方面，标准化压力可能抑制金融创新活力，尤其是对结构性票据、奇异期权等复杂产品形成挤出效应。如何在防范中央对手方风险过大与维持市场流动性之间寻求平衡，仍是全球金融治理的核心难题。

（二）中央对手方的核心地位

集中清算行为是一种抵押行为，降低了衍生品交易中隐含的信用风险，而通过成员风险分担和股东承担损失的方法将违约损失转移到成员和中央交易对手平台的所有者身上[④]。清算是在场外衍生品交易后进行的，在这个环节由中央对手方介入交易双方来保证交易的顺利执行。因此，中央对手方的主要功能是以作为所有卖方的买方和所有卖方的买方的形式直接或间接介入交易对手之间去承担相应的权利和义务，在这种情况下，原来的交易对手不再具有直接的风险，因为中央对手方成为了新的交易对手。在场内交易的集中清算中，中央对手方的主要作用是标准化和简化操作流程。但场外衍生品合约流动性较差、存续时间较长，中央对手方在其中主要的主要作用是消除交易对手方的信用风险。

外国学者较早围绕中央对手方制度在场外衍生品市场中的重要意义展开研究。有学者在针对信用违约互换市场的研究中指出，双边信用衍生合约相互关联，构成一张复杂且不透明的网络[⑤]，这种关联性在次贷危机中成为系统性风险扩散的重要推手，因此次贷危机后欧美国家纷纷推广中央对手方结算制度以切断风险传导链条。此后多数研究对中央对手方持乐观态度，认为中央对手方在系统性金融风险的管理和防范方面有着积极作用，通过合约代替和多边净额结算的方式可以有效加强对交易对手违约风险的管理，强化信息披露，提高市场透明度[⑥]。在

① 宋晓燕：《国际金融危机后十年监管变革考》，载《东方法学》2018 年第 1 期，第 194 页。
② 楼建波：《场外衍生品交易担保之信用支持制度研究——以“海升—大摩案”为分析蓝本》，载《法商研究》2011 年第 28 期，第 30 页。
③ Duffie, Darrell, and Haoxiang Zhu, *Does a central clearing counterparty reduce counterparty risk*?, The Review of Asset Pricing Studies 1.1，84-90(2011).
④ 方意,王羚睿,王炜等：《金融科技领域的系统性风险:内生风险视角》，载《中央财经大学报》2020 年第 2 期，第 33 页。
⑤ Chander, Anupam, and Randall Costa, *Clearing credit default swaps: a case study in global legal convergence.* Chi. J. Int'l L. 10 ,639(2009).
⑥ Allen，Julia Lees, *Derivatives Clearinghouses and Systemic RISK: A Bankruptcy and Dodd-Frank Analysis,*

此基础上，有学者肯定了中央对手方对提高场外衍生品质量、具有规模效应等优势，同时指出中央对手方的公司属性可能与其公共管理功能发生冲突①。实证研究方面，通过CDS市场数据证实中央对手方机制可降低交易对手风险、缓释系统性风险，且集中清算制度规范化后全球未再爆发类似 2008 年的衍生品危机，侧面印证了其基础作用②。不过，随着研究深入，部分学者开始质疑中央对手方在极端环境下的有效性。研究者实证表明当市场出现流动性危机时，中央对手方未能有效解决流动性枯竭问题，提示其风险缓释能力存在局限性，需与宏观审慎监管等政策协同③。整体而言，学界对场外衍生品制度呈现肯定优势，但警惕潜在局限性的整体认知态度。

有关中央对手方的角色定位，学术界有两种观点。一是“合约履行保障者”，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约履行机制，通过介入原有合同，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。二是“市场风险管理者”，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些列风险防控措施以保障清算市场秩序的稳定。然而，中央清算机构的风险控制体系并没有从根本上解决交易对手风险的问题，而只是转移了风险。在中央清算机制中，每个清算参与者的违约风险都按一定比例进行分配。这种风险分担机制保证了中央结算机构比普通参与者保留更大的风险承受能力④。有利于社会福利，因为它设法从弱势者（如非违约方）手中接过风险，并通过将这种风险分配给中央清算机制的每个成员，将风险转移给能力更强的中央清算组织。中央对手方对管理场外衍生品市场信用风险和提高市场透明度起到积极作用，但不能否认其本身也存在利益冲突问题。中央对手方作为公司具有营利性目的，这与其公共服务属性产生矛盾。如今的中央交易对手具有很强的自然垄断特征，对清算行业的结构和内部竞争产生了决定性的影响⑤。

在金融交易的集中清算模式中，中央对手方的介入极大改变了交易结构与风险分配格局。关于中央对手方的性质界定，主要存在代理说、合同第三方说等观点，其性质的准确判定对明确交易各方权利义务、保障金融市场稳定意义重大。一些学者认为，中央对手方在起到代理作用，并不直接介入交易双方的交易，而

Stanford Law Review,(2012).

① Hull，John, *CCps: Their Risks, and How They Can Be Reduced*, The Journal of Derivatives, (2012).

② Loon, Yee Cheng, and Zhaodong Ken Zhong, *The impact of central clearing on counterparty risk, liquidity, and trading: Evidence from the credit default swap market,* Journal of Financial Economics 112.1 ,100-105(2014).

③ Bessis, Joel, *Risk management in banking*, John Wiley & Sons, (2011).

④ Roy Goode, Rule, *Practice, and Pragmatism in Transnational Commercial Law*, 54 INT'L & Comp. L.Q. ,539-545(2005).

⑤ Claessens, Mr Stijn, Mr Lev Ratnovski, and Mr Manmohan Singh, *Shadow banking: Economics and policy*, International Monetary Fund, 2012.

是协助完成中央对手方-清算会员-客户业务链条中的清算工作[①]。然而，这种观点存在局限性。在代理关系中，代理人需以被代理人名义实施行为，且行为后果直接归属于被代理人。但中央对手方在集中清算中，是以自身名义与交易双方分别签订合同，承担交易对手方的责任，并非单纯以代理人身份执行交易双方指令，因此并不完全符合代理关系的构成要件。将中央对手方界定为合同第三方的观点也有一定依据。在传统双边交易中引入中央对手方后，原本的双方交易关系转变为交易双方分别与中央对手方的交易关系，看似中央对手方作为独立第三方介入。但与普通合同第三方不同，中央对手方并非仅处于旁观者或协调者的位置，而是主动承担交易风险，成为交易的核心参与者。它不仅改变了交易结构，还通过担保交收机制，将交易双方的信用风险转化为对自身的信用风险，这远超普通第三方在合同中的角色定位[②]。因此笔者认为中央对手方并非简单的代理或传统意义上的合同第三方，对于中央对手方性质的界定还需要进一步的分析。

2022年《期货和衍生品法》的正式出台，我国首次在法律层面确认中央对手方的概念。与此同时，全球一些大型综合清算机构逐步形成，同时为场内外交易提供清算，成为重要的跨国金融市场基础设施。但在制度建设上，我国中央对手方清算目前仍存在明显的业务区分与监管区分，尚未形成融合发展的综合清算机构[③]。中央对手方的引入并不能确定这一选择是否真的降低了场外衍生品的系统性风险，还是在无意之中加剧了系统性风险[④]。从法律角度看，中央结算机制改变了风险分配的规则，可能会鼓励成员回避 “自我负责”，从而容易导致道德风险。引入中央结算机构后，原合约不再直接承担对方的不利后果，而由中央结算机构直接承担不利后果[⑤]。在2008年金融危机之前，中央结算机构的衍生品并未引发系统性危机，因为其结算负担较轻[⑥]。然而，在金融危机之后，欧洲和美国的监管机构逐渐试图将大部分场外衍生品转移到中央结算机构，这无疑会给中央结算机构带来更大的压力。鉴于这种压力，一旦出现经济衰退，可能会出现大规模违约，系统性风险不可避免。

对中央对手方法律地位、责任边界的界定以及风险控制、破产处置等法律框架的构建存在难度，难以在提升市场效率的同时有效防范系统性风险的累积与扩

① Avgouleas, Emilios, *Governance of global financial markets: the law, the economics, the politics*, Cambridge University Press, 2012.

② Culp, Christopher L, *The Social Functions of Financial Derivatives, Financial Derivatives: Pricing and Risk Management* ,67-71(2009).

③ 刘月：《衍生品市场中央对手方清算融合发展的路径探析》，载《中国证券期货》2024 年第 4 期，第 76 页。

④ Markose, Sheri M., Simone Giansante, and A. Rais Shaghaghi, *A systemic risk assessment of OTC derivatives reforms and skin-in-the-game for CCPs,* Financial Stability Review 21 ,121-123(2017).

⑤ Robert A. Jarrow & Fan Yu, *Counterparty Risk and the Pricing of Defaultable Securities*, 56J. FIN ,1765-1766 (2001).

⑥ Avgouleas, Emilios, and Aggelos Kiayias, *The promise of blockchain technology for global securities and derivatives markets: the new financial ecosystem and the “holy grail” of systemic risk containment*, European Business Organization Law Review ,91-94(2019).

散。保证金制度作为抵御流动性风险的关键，其法律性质在质押、信托或让与担保等认定上存在争议，不同法域对抵押品估值与处置规则也不尽相同。这种差异增加了保证金制度有效实施的难度，易引发跨境交易流动性风险，削弱市场整体流动性韧性。终止净额结算制度虽能降低交易对手破产时的信用风险敞口，但其在破产程序中的效力认定存在较大争议。尽管多国立法与国际金融标准逐步承认其破产豁免地位，但适用条件、触发程序及执行标准尚未统一，使得该制度应对信用风险的有效性大打折扣。

此外，由于中央交易对手中心是具有特殊功能的中介机构，因此可能会对其资本比率、风险保留资金和破产程序做出特殊规定，这些都将在今后进一步讨论。

（三）衍生品“标准化”清算的范围

场外衍生品交易从最初的非标准化双边清算逐步发展到标准化双边清算，目前整体趋势为中央对手方清算模式。在现阶段的金融交易领域，集中清算制度与标准化场外衍生品紧密相连，现阶段要求建立在“标准化”场外衍生品的基础上实施。这背后的原因与中央对手方的运作模式及风险管控需求息息相关。中央对手方以重要角色介入场外衍生品双方的交易，将双边交易转变为分别与自身签订的合同，将原始交易双方的债权债务关系转移至自身，形成两笔新的交易，即成为买方的卖方和卖方的买方，并承担交易对手信用风险以实现担保交收①。若场外衍生品缺乏标准化，交易条款千差万别，中央对手方将难以准确评估风险、设定保证金标准和实施统一的清算流程。例如，非标准化的场外衍生品在合约期限、支付条款、标的物定义等方面存在诸多差异，这会使中央对手方的风险控制和清算工作变得极为复杂，甚至无法有效开展，所以集中清算制度对标准化场外衍生品存在天然的依赖。从整体上来看，对于清算衍生品范围的限定，有利于提升中央对手方的清算效率，有利于市场发展。但是，对于场外衍生品“标准化”的范围现在并没有统一的界定方式，在实践中出现清算会员刻意将场外衍生品认定为非标准化，进行双边清算或其他方式绕过中央对手方的管理，界定混乱的情况时有发生②。

2010年《多得-弗兰克法案》和欧洲市场基础设施监管规则都对所有标准化场外衍生品实施中央对手方清算提出了正式的立法建议。与当前已实现集中清算的场内衍生品相比，更为复杂且流动性较差的场外衍生品，其标准化程度和交易结构存在显著差异，这使得对其实施集中清算所需的标准化条件更为严苛。不仅合约要素需进一步统一规范，交易流程和风险评估模型也需针对复杂衍生品特性

① 李守伟,王虎,刘晓星：《基于银行动态多层网络的系统性风险防控政策效果研究》，载《管理工程学报》2022 年第 4 期，第 164-176 页。

② Gurrola-Perez, Pedro, *Procyclicality of CCP margin models: systemic problems need systemic approaches,* World Federation of Exchanges Research Working Paper ,(2020).

进行标准化设计[①]，同时，场外衍生品客户数量众多、类型多样，其个性化需求与标准化集中清算的矛盾，也对中央对手方构建标准化清算体系、平衡标准化与灵活性提出重大挑战。

标准化场外衍生品是指在场外交易市场进行交易，但合约条款、交易规则等要素具有一定标准化程度的金融衍生品。其标准化体现在多个方面，包括产品要素的标准化、交易流程的标准化、清算机制的标准化等[②]。在产品方面，标准化要求合同条款（交易标的、合约期限、交割方式、结算频率等）都有明确且统一的规定。以人民币利率互换集中清算为例，合约期限被规定为5年（含）以内，支付日期确定为季月末20日，支付频率为季，且对参考利率、利差单位等都有详细标准。在交易流程方面，要求通过统一的交易系统进行交易，并强制向交易数据库保送交易数据。在清算机制方面，包括强制适用中央对手方制度，缴纳保证金等。标准化场外衍生品的出现，使得场外交易在一定程度上兼具了场内交易的规范性和高效性，便于市场参与者进行交易、管理风险和估值定价，同时也降低了交易成本，提高了市场流动性，为集中清算制度的实施创造了条件[③]。

但是监管机构对“标准化”的认定缺乏统一标准。例如，欧盟将“标准化”定义为“可被中央对手方接受清算”，但未明确具体参数（如流动性阈值）。此外，部分衍生品（如信用违约互换）因结构复杂，难以满足流动性要求，但监管机构仍将其纳入强制清算范围，导致在实践中出现执行困难等问题。在各国中央对手方已经相对固定，且不同中央对手方所擅长的场外衍生品清算领域也较为明显的情况下，产品标准化的区分必然是利大于弊的，但从全球场外衍生品领域来看，有关标准化的要求压缩了其发展的个性化空间。例如，商品互换需简化交割条款以适配清算规则，但可能无法满足实体企业的特定风险管理需求。不同司法管辖区对“标准化”的认定存在分歧。美国SEC与CFTC对衍生品分类标准不同，而欧盟与英国在清算门槛上尚未完全协调。在交易平台方面，各国接口也不尽相同，导致跨国场外衍生品交易不畅。

综上所述，集中清算制度依托标准化场外衍生品得以有效实施，而标准化场外衍生品在带来诸多便利的同时，也因其自身特性以及现阶段的技术限制等导致一定的局限。未来，如何在保持集中清算制度优势的基础上，进一步优化标准化场外衍生品，平衡标准化与个性化需求，还需要继续深入研究。

全球范围内针对场外衍生品市场的改革持续推进，核心议题聚焦于交易对手

① Menkveld, Albert J, *Crowded positions: An overlooked systemic risk for central clearing parties*, The Review of Asset Pricing Studies, 219-221(2017).
② Veraart, Luitgard Anna Maria, and Iñaki Aldasoro, *Systemic risk in markets with multiple central counterparties,* Mathematical Finance ,220-222(2025).
③ Ehlers, Torsten, and Bryan Hardy, *The evolution of OTC interest rate derivatives markets,* BIS Quarterly Review, (2019).

信用风险与非信用风险的系统性解决方案。当前主流改革路径包括：强制实施集中清算机制、推动合约标准化、强化交易对手风险管理规则、对非标准化合约征收更高清算资本费用，以及通过交易报告库提升市场透明度。这些措施旨在构建场外衍生品的风险治理框架，降低市场中的不确定性风险。值得关注的是，近年来基于区块链技术的加密资产交易与清算系统崭露头角，为解决传统金融市场的清算结算成本高、流程繁琐等问题提供了技术创新路径。这种技术革新可能会改变现状，给交易者提供更多的选择。

五、场外衍生品中保证金制度的研究现状

保证金制度作为一种以财产担保为核心的法律机制，广泛渗透于刑事诉讼、民事诉讼、行政监管、经济交易等多个领域，其功能涵盖风险防控、权利保障与义务履行的平衡。对于公法和私法领域保证金制度的梳理，有助于对其相关内容的全面掌握和理解。

（一）既有保证金制度的运行逻辑

1.行政许可中的保证金制度

行政法领域运用保证金作为公共行政治理的一种方式，与行政法本身的发展变化息息相关[①]。在该领域，保证金作为一种担保形式，行政机关通过向行政相对人收取保证金，确保其履行行政法上的义务。在我国行政管理中保证金制度被广泛地适用于各个领域，种类繁多。

理论上对于行政法领域存在的担保具有私法性质还是公法性质存在着争议，部分学者们认为行政法中的担保是一种行政行为[②]，国内更多的学者则指出它本质上属于一种私法行为[③]，认为它兼具“公、私”属性[④]。保证金制度的性质将决定其遵守的规则，如果属于行政机关的私法行为，那么一般不受公法制度的制约，如具有公法性质，则应该遵守公法规则。

在民法中，一般认为保证金是债务人或第三人将一定数额的金钱交给债权人占有，以担保债权受偿的一种担保措施[⑤]，属于担保物权范畴。担保作为一种保障债权人实现债权的手段，行政法中的保证金实际上是借用了民事担保的形式。从行政机关角度来看，保证金担保本身应该是一种协议行为，即使来自于法律的规定，双方也应该就担保事项、双方权利义务达成协议。政机关作为私法主

① 罗智敏：《论行政许可中保证金的设定问题》，载《中国法学》2014 年第 5 期，第 128 页。
② 章志远：《迈向公私合作型行政法》，载《法学研究》2009 年第 2 期，第 140 页。
③ 袁绍义:《纳税担保的法律性质与法律适用》，载《求索》2009 年第 9 期，第 27 页。
④ 石少侠、车震震：《论海关事务担保法律性质的认定及其意义》，载《当代法学》2013 年第 1 期，第 45 页。
⑤ 参见郑丽清:《行政合同理念在纳税担保制度中的运用》，载《闽江学院学报》2007 年第 1 期，第 16 页。

体而为的行为，协议的目的是公共利益的维护和行政管理的持续。对于行政相对人而言，依法交纳保证金是为了担保履行行政法上的特定义务；对于行政机关而言，依法与行政相对人就保证金达成协议本质上属于一种行政契约行为，是行政机关以私法方式以达成公共行政目的的一种手段。行政机关通过要求行政相对人提供保证金，对行政相对人产生一定的威慑，可以预防违法行为的发生，尤其在某些具有不确定性风险的领域，保证金的提交更显示了预防功能，这与风险预防原则的主张具有相似性。

在行政法领域有关保证金的规定如下。其一，提交保证金并不转移所有权。最高法将保证金的性质界定为质押，债务人或第三人将其特定的财产移交给债权人占有而作为债权的担保，债务人不履行债务时，债权人可就该财产之变价价值优先受偿，债权人“不能直接取得其所有权，也不得动用”①。其二，必须提交保证金构成对所有权的限制。提交保证金并非转移行政相对人的所有权，行政相对人履行确定义务之后，行政机关应该将保证金及利息予以归还，但这并不意味着设定保证金对行政相对人的所有权不构成限制。与民事担保中保证金的约定是所有权人主动、自愿行为不同，行政许可中的设定交纳保证金一般带有强制性。

总体而言，行政许可中的保证金具有积极促进行政相对人履行义务的功能。

2.刑事案件中的赔偿保证金制度

刑事案件中，在无法达成谅解协议的情况下，检察官多数采取羁押的措施。赔偿保证金制度的构建，是以减少逮捕率及起诉率为目标所提出的解决机制，具有重要的实践价值。在犯罪嫌疑人具有经济赔偿实力、具有赔偿意愿之条件下，适用赔偿保证金制度能够推进“少捕慎诉”之实现②。

有学者提出观点赔偿保证金为羁押替代性措施③。但实践中赔偿保证金与保释金存在本质差异：保释金旨在确保犯罪嫌疑人遵守保释期间的规定，而赔偿保证金是双方未达成赔偿协议时，犯罪嫌疑人表明赔偿意愿的保证。二者虽均以减少羁押导致的人身自由限制为目标，但法律属性不同，赔偿保证金并非羁押替代措施，而是作为衡量犯罪嫌疑人悔罪态度的参考，用于辅助判断是否适用非羁押强制措施、不起诉或缓刑。目前，司法实践中赔偿保证金数额主要有三种确定方法：第一种是确定具体数额，具体计算方法通常是以被害人的实际支出为基数，乘以一定比例或倍数④；第二种是确定数额范围，由犯罪嫌疑人、被告人根据情

① 其木提：《货币所有权归属及其流转规则———对“占有即所有”原则的质疑》，载《法学》2009 年第 11 期，第 63 页。

② 王晓岚,方斯怡：《轻微刑事案件赔偿保证金适用探析——以故意伤害罪为切入》，载《山西警察学院学报》2022 年第 2 期，第 35-40 页。

③ 卢建平,孙本雄：《刑法职业禁止令的性质及司法适用探析》，载《法学杂志》2016 年第 2 期，第 24 页。

④ 邢春利，法立新：《赔偿保证金制度：办理轻微刑事案件的新路径》，载《中国检察官》2010 年第 19 期，第 68 页。

况在范围内自行确定[①]；第三种是确定一个最高限额，由犯罪嫌疑人、被告人根据情况自行确定。对于缴纳赔偿保证金后的管理问题，学界也存在多种观点：部分学者建议参照取保候审保证金模式，由公安机关设立专户管理；另有人提出推行“赔偿保证金提存制度”，由公证机关作为独立第三方保管，被害方满足条件时可申请提取[②]。鉴于保证金管理需兼顾权威性、安全性与便利性，司法机关主导制度适用，但不宜直接负责资金收取和保管。实践表明，公证提存因具备中立性和流程规范性，成为更优选择[③]。

3.融资融券中的保证金制度

保证金制度是融资融券交易风险监管的基础性制度，也是证券公司和清算机构抵御风险的重要工具。融资融券中的保证金分为初始保证金和维持保证金两种。为了保护投资者和证券公司的权益，防范和控制融资融券交易的风险，维护证券市场正常交易秩序和安全，很多国家和地区建立了保证金制度。美国作为第一个建立融资融券交易保证金制度的国家，也把融资融券交易也称为保证金交易。

在融资融券交易中，投资者无论是融资买入还是融券卖出，其买入的证券、卖出所得价款以及初始保证金，均需存放在证券公司处，由证券公司负责保管，以作为履行债务的担保并支付相关费用。维持保证金机制具体表现为：每个交易日结束后，证券公司会对投资者的融资融券交易账户进行核算，若客户的保证金比例降至交易所或证券公司规定的维持保证金比率之下，证券公司需及时向投资者发出追加保证金通知，要求其在规定时间内补足保证金，以确保信用交易的履约安全。

金融市场的保证金制度设立宗旨主要侧重于保护投资者利益，防止信用风险扩张，但并不能依赖该制度作为调控市场的主要手段，特别是在危机情况下，保证金比例的调整并不一定能起到预想的效果，反而可能会延误危机的处置时机[④]。在融资融券领域，保证金是投资者向证券公司融入资金或证券时，为担保债务履行而提供的财产或财产权利。保证金的主要形式包括：现金类资产，流动性高、价值稳定，可直接用于计算保证金比例和债务担保；证券类资产，例如股票、基金、债券和其他证券，需要注意证券类资产的折算率由交易所或证券公司设定，且实时随市场波动调整，可能影响实际可用保证金规模、其他财产，例如银行承兑汇票、场外衍生品等，需符合监管规定且经证券公司专项评估。主要的

① 李璐林：《论刑事赔偿保证金提存制度及其改良路径》，载《法制与经济》2023 年第 32 期，第 82-91 页。

② 向燕,杨雪艳,李光林：《国家介入的修复:刑事赔偿保证金制度的运行逻辑》，载《青少年犯罪问题》2022 年第 5 期，第 103 页。

③ 王天保,李莉：《“少捕慎诉慎押”刑事司法政策视域下的赔偿保证金制度研究》，载《行政与法》2022 年第 10 期，第 113 页。

④ 罗帅：《我国动产担保混合主义设立模式的现代化面向》，载《法学家》2024 年第 5 期，第 150 页。

保证金指现金和证券类产品，然而，现行规则未明确规定保证金中的现金比例，这一制度设计隐含潜在风险。具体而言，若保证金中证券占比过高，当市场剧烈波动（如系统性下跌或个股黑天鹅事件）时，证券市值可能大幅缩水，导致投资者账户维持担保比例快速跌破警戒线，甚至触发强制平仓。此时，现金比例不足将使投资者缺乏及时追加保证金的流动性储备，加剧风险传导。

综上所述，行政法、刑法、金融法领域对于保证金制度均有所应用，制度建设有共同之处，但也存在很多差异。公法领域保证金制度的运用，主要目的是服务于公共利益和社会秩序维护；而私法领域，保证金制度大多基于平等民事主体之间的意思自治，用于平衡合同双方权利义务，降低交易风险。同样，在场外衍生品领域，保证金制度也起着不可或缺的作用。自2008年全球金融危机后，监管机构强化对场外衍生品市场监管，其中保证金规则成为防范系统性风险与流动性风向的重要举措。

（二）场外衍生品市场中保证金制度的运行模式

保证金制度是期货市场风险控制的最重要环节,被称为期货市场防范风险的“第一道门槛”,在控制市场风险中具有至关重要的地位[①]。

1.保证金制度的法律性质

场外衍生品保证金制度的法律性质因其复杂的交易结构与跨境监管特性，在理论与实务中始终存在争议。目前，学界与司法实践主要围绕其法律属性、权利构造及法律关系定性形成以下核心观点：

（1）担保物权说

该说认为场外衍生品保证金具有担保功能，旨在保障交易对手方在合约项下的债权实现，其法律性质可归入传统担保物权范畴（如质押、留置等）。部分观点将初始保证金视为质押物，认为交易方通过交付保证金设立质权，质权人（受保方）在债务人违约时可就保证金优先受偿[②]。此说以《美国统一商法典》(UCC)第9编对担保权益的宽泛定义为典型，将衍生品保证金纳入“担保物”（collateral）范畴，强调其通过转移占有实现担保功能。还有少数观点认为，当交易一方违约时，另一方对已收取的保证金享有留置权，可拒绝返还以抵偿债务。但留置权以合法占有债务人财产为前提，且限于与债权属于同一法律关系的财产，而衍生品保证金与主债权（合约义务）的关联性较弱[③]，此说在大陆法系国家难以成立。

（2）所有权转移说

该说主张保证金交付后，其所有权发生转移，受保方成为保证金的合法所有

① 蒋贤锋，史永东，李慕春：《期货市场保证金调整的市场风险控制作用及制度改革——来自大连商品交易所的实证分析》，载《金融研究》2007 年第 2 期，第 15 页。

② Gregory, Jon, *Central counterparties: mandatory central clearing and initial margin requirements for OTC derivatives,* John Wiley & Sons, 2014.

③ 同上。

人，违约时可直接处置保证金以实现债权[①]。此说以《欧盟金融工具市场法规》（MiFID II）及国际掉期与衍生工具协会主协议中的“所有权转让式保证金”（title transfer margin）条款为实践基础。但争议在于若受保方破产，无法明确已转移所有权的保证金是否属于破产财产。不同法域对“所有权转移”的破产法认定也存在分歧。

（3）独立法律关系说

该说认为场外衍生品保证金制度是一种独立于传统担保物权、所有权转移或信托的新型法律关系，其性质由交易双方的合同条款及行业惯例共同界定。支持该学说的理由包括合同自由原则和跨境法域的相互兼容[②]。但是，由于缺乏统一法律框架可能导致法律适用混乱，尤其在跨境破产、法律冲突解决中，需依赖冲突规范或国际条约协调。

场外衍生品保证金的法律性质呈现多元特征，既包含传统担保物权的核心功能，又融合了信托、合同自由、金融监管等元素。不同法域基于法律传统和监管目标对保证金性质有不同侧重。然而在实践中，由于保证金制度法律性质的不确定，也衍生出诸多问题。司法层面，由于缺乏统一认定标准，不同法院对保证金质押、所有权归属等案件裁判依据不一，导致“同案不同判”现象频发，损害司法公信力[③]；市场交易中，交易双方对保证金权利义务界定模糊，增加履约风险，尤其在一方破产时，保证金处置存在极大不确定性，易引发纠纷；监管方面，因法律性质不明确，各监管机构难以形成统一的监管框架，出现监管重叠或空白，降低监管效能；行业发展层面，场外衍生品等领域创新受缚，市场参与者因法律风险顾虑对新交易模式持保守态度，制约行业国际化进程。在后续研究中，将会从理论层面深入剖析场外衍生品保证金的本质特征，结合该领域的实践需求，对保证金进行定性，有效规避因性质模糊带来的各类风险，充分发挥保证金制度在规范市场秩序、保障公平正义等方面的积极作用。

2.初始保证金与变动保证金的制度梳理

与双边清算市场相比，集中清算市场有着更严格的保证金要求，例如只允许使用现金或具备良好流动性的债券作为保证金资产。但两个市场重要的区别在于，大多数双边市场只提供（覆盖标的合约价格波动的）变动保证金（VM）的交换，而集中清算市场还要求缴纳（覆盖愿交易对手违约后标的合约的重置成本的）初始保证金（IM）。当中央对手方的会员发生违约事件时，初始保证金为交

① Baker, Colleen M, *Regulating the invisible: the case of over-the-counter derivatives*, Notre Dame L. Rev. 85, 1287(2009).

② 刘亚东：《民法典》中给付型返还法效果的内外体系与规范适用，载《清华法学》2023 年第 2 期，第 86 页。

③ 钱玉文，郭江雪：《金融监管规章在民商事裁判中的适用研究》，载《上海财经大学学报》 2024 年第 6 期，第 144 页。

易对手提供了保护，违约方实质上是通过向中央对手方缴纳初始保证金的方式偿付了其违约造成的损失，降低了交易对手方的风险[①]。

2013年9月，BCBS及IOSCO(2013）发布《非集中清算的场外衍生品交易的保证金要求》，提出所有开展场外衍生品交易的金融机构以及系统性重要的非金融机构均需要交换变动保证金B及初始保证金，以缓释交易对手的信用风险[②]。其中对保证金规定对初始保证金及变动保证金的适用范围、资产类型、适用方式、跨国协调及实施进程等多方面提出了细致的要求。这两类保证金分别覆盖不同的风险敞口，在保护对象、结算方式及提供机制上存在显著差异[③]，彼此之间具有不可替代性，对场外衍生品交易风险防控起着关键作用。

变动保证金保护的是合同一方已达成的场外衍生品交易面临的当前市场价值的敞口，该敞口会随着市场波动带来的合约价值波动而浮动。根据ISDA主协议约定的净额结算原则，两个交易对手之间的市场敞口进行净额结算之后，只会有一个支付方向。这意味着，在每个计算日仅由一方向另一方支付变动保证金，以确保双方头寸价值的实时平衡。对于支付的担保品，依据履约保障协议所适用的法律不同，采取的法律形式也有所差异[④]。

初始保证金保护的则是另外一种性质的敞口，主要解决的是因交易对手违约而产生的当前以及潜在的未来风险敞口。从最后一次交换变动保证金之日，到交易对手方违约后守约方按照ISDA主协议的约定启动提前终止流程、完成对全部存续交易的终止并完成替代交易之日，到交易对手方违约后守约方按照ISDA主协议的约定启动提前终止流程、完成对全部存续交易的终止并完成替代交易之日，中间可能会经历一定的时间周期[⑤]。在这期间，双方已达成的场外衍生品合约的市场价值可能会出现一定程度甚至极端幅度的变动，初始保证金就是为了覆盖这段期间内的风险敞口，所以它针对的是未来的风险敞口，这个风险敞口与交易存续期间的当前市场敞口不一样，不能基于净额结算及轧差的角度去计算和评估，所以初始保证金是需要双方互相提供的[⑥]。

原则上，初始保证金和变动保证金应足以涵盖违约方的市场风险。保证金的

① Hull, John, *OTC derivatives and central clearing: can all transactions be cleared*, Financial Stability Review 14,74-76 (2010).

② 吴紫艳，施睿：《场外衍生品初始保证金：国际规则与境内实践》，载《金融市场研究》2025 年第 2 期，第 43 页.

③ 黄轶,陈振宏：《信用违约互换指数：市场发展与应用实践》，载《金融市场研究》2025 年第 3 期，第 16 页。

④ Faruqui, Umar, Wenqian Huang, and Előd Takáts，*Clearing risks in OTC derivatives markets: the CCP-bank nexus*，BIS Quarterly Review December ,(2018).

⑤ Lin, Li, and Jay Surti, *Capital requirements for over-the-counter derivatives central counterparties*. Journal of Banking & Finance 52 ,150-155(2015).

⑥ Albanese, Claudio, and Leif BG Andersen, *Accounting for OTC derivatives: Funding adjustments and the re-hypothecation option*, Available at SSRN 2482955, (2014).

初始目的在于，控制和调节市场波动，降低市场的价格风险[①]。当不确定的风险发生时，即使在科学不确定性的情况下，也应采取措施预防可能的风险，保证金作为众多预防措施中的一种，体现了预防的功能，且一旦风险发生，保证金还可以起到救济的作用。

场外衍生品交易复杂，交易对手信用风险易累积，且市场透明度低。保证金制度要求交易双方交换初始保证金和变动保证金，能有效缓释交易对手信用风险。初始保证金用于覆盖未来潜在风险敞口，通过质押形式存放第三方托管人处实现破产隔离；变动保证金针对当前市场价值敞口，多采用所有权转让方式。这一制度通过交换高流动性担保品，降低了风险在市场参与者间的传递速度，避免风险快速蔓延引发系统性危机，维护了场外衍生品市场的稳定运行，保障了金融体系的整体安全。

3.保证金顺市场性发展的治理思路

场外衍生品保证金制度的顺市场性，通过规则设计与市场需求的深度适配，在风险防控与市场效率提升方面展现出显著优势。该制度以国际规则框架与行业实践补充的双层协同模式运行，在动态调整中实现对市场风险的精准应对与交易效能的优化。

在风险防控层面，国际规则为其奠定坚实基础。BCBS-IOSCO发布的《非集中清算的场外衍生品交易的保证金要求》明确划分初始保证金与变动保证金功能，前者采用第三方托管的质押形式，隔离破产风险，覆盖潜在损失；后者以所有权转移方式实现实时结算，及时对冲市场价值波动敞口。同时，统一的合格担保品标准与计算方法，确保全球市场规则的一致性与兼容性。而在行业实践中，ISDA主协议及其补充文件赋予交易双方灵活定制条款的空间，从担保品类型到估值频率、追加阈值，均可依据交易场景与风险偏好设定。当市场风险加剧或交易对手信用评级变化时，动态管理机制自动响应，调整保证金要求，将信用风险控制在最低限度。在市场效率优化方面，顺市场性规则同样发挥关键作用。

但是，不能忽视的是，在市场稳定性方面，顺市场性的发展容易引发“风险螺旋”现象的出现[②]。当市场下行时，盯市估值与保证金比例自动上调形成负反馈循环：参与者为满足保证金要求被迫抛售资产，加剧市场价格下跌，进而触发更高比例的保证金追缴，最终导致流动性枯竭与系统性风险升级。此外，在市场公平性层面，该制度对中小型机构构成生存挑战。中小机构因资金储备与融资能力有限，难以在市场剧烈波动时及时追加保证金，被迫面临强制平仓甚至破产，而大型机构凭借资源优势却可从容应对，形成市场参与主体间的不平等竞争，破

① 齐萌：《融资融券交易中的保证金制度》，载《商业研究》2012 年第 4 期，第 122-126 页。
② 刘超,李钰颖：《重要性、脆弱性识别与系统性金融风险传染效应研究》，载《当代财经》2025 年第 1 期，第 10 页。

坏行业生态多样性。

通过上述内容的论述可知，场外衍生品保证金制度基于市场需求的动态调整机制在常态下有效提升了风险防控能力与市场运行效率，但在极端市场环境中，规则的顺周期性却可能催化危机的产生。未来制度优化需在尊重市场规律的同时，强化宏观审慎监管与逆周期调节机制，通过规则标准化、技术创新与国际监管协同，平衡效率与稳定、公平与创新的关系，最大限度释放保证金制度的正向效能。

4.保证金制度的计算标准

中央对手方最重要的风险管理功能之一就是对要清算的衍生品头寸进行估值。由于交易方的风险敞口在上述更替过程后会变成中央交易对手委员会的风险敞口，因此中央交易对手委员会要求交易对手方提供抵押品，即保证金[①]。同时，中央结算的风险转移机制也可能导致其他不可低估的风险。按照市场估值法计算的保证金数额可能会导致资产价格下跌的风险[②]。具体而言，当资产价格依法上涨时，清算机构会要求成员增加保证金，而压力增加的成员可能会出售资产或卖出头寸。若大量参与者同时采取类似操作，将引发市场踩踏，导致资产价格暴跌，形成恶性循环。

场外衍生品保证金制度以风险量化与动态管理为核心，通过初始保证金和变动保证金的协同运作，构建起抵御交易对手信用风险的双重防线。融合巴塞尔委员会与国际证监会组织的监管标准，结合市场主体个性化需求，形成兼具统一性与灵活性的风险计量体系，在精准控制风险的同时，也为场外衍生品市场的稳健运行提供了制度保障。

（1）初始保证金：覆盖潜在风险的量化模型

初始保证金旨在覆盖交易在未来一段时间内风险因市场波动导致的潜在损失，其计算核心在于风险价值（VaR）模型及其衍生方法。国际标准层面，BCBS-IOSCO要求采用标准化法或内部模型法：

标准化法基于监管机构预设的风险因子，对不同类型衍生品（利率、外汇、信用衍生品等）设定固定的风险权重。例如，利率互换的初始保证金可能按名义本金乘以特定系数计算，系数由合约期限、币种等因素决定。这种方法简单统一，但难以精准反映特定交易组合的实际风险。内部模型法则允许符合条件的机构使用自身开发的风险模型（如历史模拟法、蒙特卡洛模拟法）。该方法通过模拟市场变量的多种情景，计算交易组合在未来一定期限内、特定置信水平下的潜在损失[③]。例如，蒙特卡洛模拟通过随机生成数千次市场价格路径，测算保证金需求

① Pirrong, Craig, *Commodity price dynamics: A structural approach,* Cambridge University Press, 2011.
② Dan Wielsch, *Global Law's Toolbox: Private Regulation by Standards*, 60 AM. J. COMP.L, 1075-1078 (2012).
③ 张梁：《HVaR 模型在期货交易风险管理中的应用研究》，载《经济问题》2021 年第 3 期，第 62-68 页。

的分布，最终确定覆盖极端损失的金额。内部模型法需满足严格的验证与回测要求，以确保模型可靠性。

此外，初始保证金计算还需考虑错向风险（Wrong-Way Risk）与分散化效应。前者指交易对手信用风险与合约价值风险的正相关性（如对手信用评级下降时合约价值同步下跌），需额外增加保证金；后者则通过投资组合理论，允许对相关性较低的衍生品组合给予保证金折扣，避免重复计提[①]。

（2）变动保证金：盯市价值的实时追踪

变动保证金用于覆盖当前市场价值变动产生的敞口，其计算逻辑较为直接：每日根据“盯市”原则，计算衍生品合约当前价值与上一估值日价值的差额。若合约价值上升，亏损方需向盈利方支付变动保证金；反之则反向支付。例如，某机构持有一份利率互换合约，当日估值较前日亏损100万美元，则需立即向对手方支付100万美元作为变动保证金。

值得注意的是，变动保证金的支付存在估值差异时间延迟问题。不同机构对同一衍生品的估值模型或数据来源可能不同，导致计算结果存在偏差；而支付流程的延迟（如T+1结算）可能使盈利方在资金到账前承担额外风险。为解决这些问题，市场通常通过估值调整（VA）机制或设立争议解决条款，确保计算的公平性与及时性[②]。

从保证金制度的具体运作来看，初始保证金主要用于覆盖未来潜在的风险敞口，需要双方互换且不得轧差，通常以质押形式存放在第三方托管人处，以此实现破产隔离的效果；变动保证金则针对当前市场价值的敞口，多采用所有权转让的方式，支付方向较为单一。适当的保证金模式是期权市场发展的重要基础。而在制定保证金政策时，经常面临的关键问题是如果保证水平设定过高，则会导致较高的交易成本，从而减低交易量。同时，如果保证金水平过低，则可能无法覆盖价格的较大波动，因而增加违约风险[③]。有学者在研究保证金政策时充分考虑了保证金调整的成本，指出在严格的准入机制和监管体系条件下，结算所无需频繁调整保证金水平[④]。在初始保证金是否应该适用方面，中国现阶段逐步倾向减少一些初始保证金的适用。但国外目前依旧推进标准化和非标准化场外衍生品初始保证金的共同适用。

中央对手方作为所有交易的对手方，需要负责进行计算，对所有头寸进行估

① Van Der Veer, C. et al, *Effects of an over-the-counter lactic-acid containing intra-vaginal douching product on the vaginal microbiota*, BMC microbiology ,10-13(2019).
② 顾雪松：《基于 GARCH-VaR 的股指期货保证金模型》，载《统计与决策》2009 年第 13 期，第 65-68 页。
③ Lee, Jie-Haun, et al, *Common factors in liquidity: Evidence from Taiwan's OTC stock market*, International Review of Financial Analysis 15.4-5,316-317(2006).
④ Kupiec, Paul H., and A. Patricia White, *Regulatory competition and the efficiency of alternative derivative product margining systems*, (1997).

值，并据此收付相关保证金。在这个过程中，中央对手方需要制定明确的流程来确定数据的来源和报价，并且借助定价模型，而无法直接根据市场价格的观察得出。这一过程已经在国外运行了数十年之久，形成了较为流程化的过程，但需要注意的是，这一过程的主观性无法被排除此外，场外衍生品的定价模型，即使是流动性强的标准化产品的模型，随着时间的推移也会发生变化和改进。这会引起估值方式的变化，也会因此造成变动保证金需求的较大变化。另外，定价也将会因为市场变化而变得愈加复杂和主管，也将会给大规模集中清算产品的保证金算法带来更大的压力。另外，保证金制的高昂应用成本，也可能会导致严重的市场风险、信用风险和流动性风险。

六、终止净额结算制度的适用分歧

（一）终止净额结算制度的概念界定

终止净额结算，指在发生违约事件或终止事件而导致主协议项下的所有交易提前终止时，交易双方根据约定方式，对交易终止时双方在主协议项下所有被终止交易的互有盈亏头寸进行计算，并对之进行轧差或冲抵，确定一个单项的净支付义务的规则。该制度是场外衍生品交易提前终止时双方当事人了结合同项下全部债权债务关系的程序[①]，是金融衍生品交易市场常用的机制，用以控制金融衍生品交易的系统性风险。终止净额结算机制本质上属于一项合同安排，其作用的实现或涉及功能的发挥需以法律上的合法性、有效性与可执行性为前提。巴塞尔协议及《商业银行资本管理办法》均认可了终止净额结算的信用风险缓释作用，但该等认可需以终止净额结算协议在任何情况下（特别是对手方破产的情况下）均合法有效且可强制执行为前提[②]。抵消头寸的净额结算以及各合约风险敞口的净额结算是一种有效的风险缓解措施。通过轧差计算净头寸，不仅能降低违约风险合约的潜在损失，还可减少违约发生时的实际赔付金额。相较于双边清算，中央交易对手方凭借集中清算机制，将对冲头寸与风险敞口统一管理，显著增强了净额结算的风险降低效能。同时，多边净额结算通过减少违约时需替换的头寸总量，有效降低市场价格波动压力。然而，净额结算的实际效果高度依赖中央交易对手方的规模与覆盖范围。有研究指出，当单一中央对手方对特定衍生品合约进行集中清算时，可最大化实现净额结算收益。这意味着，市场需通过推动统一规则、标准化合约与集中管理，发挥中央对手方的规模效应[③]。因此，构建统一且

① 参见《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》第 9 条第 2 款和第 3 款。
② Edwards, Franklin R, Edward R. Morrison, *Derivatives and the bankruptcy code: Why the special treatment,* Yale J. on Reg, 91(2005).
③ David Mengle, ISDA Research Notes: The Importance of Close-Out Netting, ISDA 1, 1-2(2010), https://www.isda.org/a/USiDE/netting-isdaresearchnotes-1-2010.pdf.

集中的中央对手方体系，是释放净额结算风险缓释潜力的关键所在。

（二）终止净额结算制度与破产法中主要制度的适用分歧

净额结算制度作为场外衍生品交易的核心制度，通过轧差计算交易双方支付金额，在合同提前终止等情形下，为提升交易效率、降低运营成本提供了关键支撑。2022年，我国《期货和衍生品法》在法律层面确立了终止净额结算制度的法律地位。其核心内容包括三个方面：单一协议、提前终止权、提前终止后的净额结算。单一协议要求交易双方签署的衍生品交易主协议、补充协议及针对每一笔具体交易的交易有效约定构成一个完整协议。当主协议约定的违约或终止事件发生时，衍生品交易双方在单一主协议之下进行的、所有未到期交易都会被提前终止并进行终止净额结算[①]。提前终止权目的在于规定在《民法典》项下，交易一方有权根据双方的协议约定提前终止交易，或者在协议约定的情形发生时，交易自动提前终止。在净额结算中，当交易提前终止后，需要对主协议项下所有被终止交易的盈亏头寸进行计算，并将双方在全部交易下应付未付款项一并轧差计算，得出一个只需单向支付的净额，确定一个单向的支付义务[②]。

这一制度的价值在高杠杆的场外衍生品交易中有着不可替代的作用。若交易一方无法及时通过净额结算锁定风险敞口，极易因对手方违约陷入连环亏损，甚至触发系统性风险[③]。其法律效力虽源于《民法典》确立的合同自由原则，允许当事人自主约定提前终止权与净额结算条款，但该原则与破产法的公平清偿原则之间存在显著冲突。破产法强调所有债权人平等受偿，禁止个别债权人通过合同条款获得优先地位，这与净额结算赋予非违约方快速受偿的特性形成矛盾。雷曼兄弟破产案即为典型例证：其衍生品交易对手通过终止净额结算优先收回资金，致使普通债权人清偿率不足10%，引发学界与实务界对制度公平性与法律适用统一性的广泛争议[④]。

具体表现在实际履行过程中，终止净额结算制度与管理人挑拣履行权、抵销权、继续性合同解除制度间存在显著冲突与适用分歧：

其一，在管理人挑拣履行权方面，《企业破产法》第18条，赋予破产管理人在破产程序中选择继续履行或解除未履行完毕合同的权利，其核心目标是维护破产财产价值最大化[⑤]。终止净额结算制度主要由非违约方主动行使，目的是快速固化风险敞口，防止风险扩散。现阶段依旧在法律有限性存在冲突，终止净额结算作为合同条款，可能因破产管理人行使挑拣履行权而被推翻。例如，若管理人

① 朱虎：《破产程序中的抵销预期保护》，载《法学研究》2025 年第 2 期，第 100 页。
② Paul Schiff Berman, *Global Legal Pluralism,* 80 S. CAL. L. REv , 1157(2007).
③ 张阳：《论金融市场基础设施风险治理的“三边机制”》，载《甘肃政法大学学报》2023 年第 3 期，第 11 页。
④ 李曙光，贺丹：《破产法立法若干重大问题的国际比较》，载《政法论坛》2004 年第 5 期，第 67 页。
⑤ 曹明哲：《论非典型担保在破产程序中的效力——基于裁判实践的类型化分析》，载《中国政法大学学》2024 年第 4 期，第 156 页。

选择继续履行部分交易，可能破坏终止净额结算的轧差效果，导致风险敞口扩大。终止净额结算与管理人挑拣履行权的核心差异在于法律基础、触发机制及权利目的。现存问题集中于法律优先性冲突、操作矛盾及跨境制度壁垒。

其二，在抵消权方面，从法律意义上讲，净额结算和抵销是两个不同概念，净额结算是主协议项下多个交易（属于单一合同）项下的盈亏头寸轧差，并形成一个单向支付的合同义务，是债的初始形成；而抵销是两个或多个合同支付义务的冲抵，是不同债项在等额之内的消灭。尽管两者在经济效果上均通过轧差减少实际支付金额，但从法律性质上来说，两者之间存在不同的法律逻辑与适用场所。例如，破产程序中管理人可能援引抵销权规则，否定净额结算已形成的单一支付义务，要求按不同债项重新计算，导致净额结算的风险缓释功能被削弱。

其三，在继续履行合同解除方面，解除后尚未履行的部分原则上终止履行。但在终止净额结算制度下，合同提前终止后应付款项包括终止款项和未付款项两部分，违约方依然要向守约方兑现未来的盈亏，这与传统民商法中合同解除后尚未履行的终止履行的观点有所不同。在司法实践中，法院虽认可终止净额结算条款的效力，认为其属于继续行合同的约定解除，但具体实施更偏向于合同相对人的意义自治，只要条款不违背公序良俗即生效。

如上文所说，在理论和实践方面有关终止净额结算制度都还有很多方面不够完善，本文建议需通过立法明确终止净额结算的优先地位、优化司法审查机制，并加强监管协调，以实现风险缓释与债权人利益保护的平衡。

（三）终止净额结算制度与破产法的其他适用冲突

国际统一私法协会《关于终止净额结算条款的实施的原则》（简称《原则》）旨在确保合格当事人签订的、针对合格义务的终止净额结算条款得以有效施行。但是，如果存在合同法或破产法所规定的欺诈情形、偏颇交易，或是监管机构依规实施保障时，该条款的执行则需另当别论。在我国金融市场，终止净额结算条款的运用极为广泛，从合同法视角审视，其符合抵销或解除合同的相关规定，具备合法有效性。然而，该条款却可能因破产法中破产人所享有的解除权和撤销权，而在实际执行时受到限制。当前，我国关于终止净额结算条款的法律规定，正逐步向国际金融市场惯例靠拢。但不能忽视的是，终止净额结算通常是在一方破产的情况下发生的，要求立即抵消余额，这与破产法相抵触[①]。有学者指出，私人合同的执行依赖于国家的承认[②]。终止净额结算能否被国家法院合理化取决于立法者和司法机构的态度，私人合同在解决冲突时，所采用的一些方式可能会绕过破产法的相关规定，在此过程中，便极易与现行法律产生冲突。针对私人合同与

① 陶修明,张红,刘笑宇：《终止净额结算机制的法律效力》，载《金融市场研究》2024 第 1 期，第 111 页。
② Ripstein, Arthur, P*roperty and sovereignty: How to tell the difference*, Theoretical Inquiries in Law, 247-249 (2017).

国家法律间的冲突，不同学者秉持不同观点，主要分为以下三类：第一种观点提倡应当尊重私人间的约定[①]，衍生品交易商有一套不同于国家法律的合同管理制度。ISDA在促进遵从方面发挥了积极作用。ISDA积极研究各国法律，按照法学教条主义进行推理，在与现有法律机制没有本质矛盾的情况下解释合同，从而弥合了私人治理与国家治理之间的差距，使“差异”在国家主权下显得合法[②]。第二种观点主张承认，该种观点的学者认为应当从市场导向的角度促进立法治理，推动一国法律使合同条款合法化[③]。第三种观点则是融合,作为公权力治理伙伴，衍生品交易商群体将指挥和监督转为监管合作。例如，交易所和中央清算结构将国家监管机构和市场参与者联系在一起。这种公私互动提供了一种新的治理范式，实现了两者的融合。场外交易产品的中央结算方式实际上部分限制了参与者的交易自由。以场外交易产品的中央结算方式为例，这一模式实际上在一定程度上限制了参与者的交易自由。不过，交易者以让渡部分交易自由为代价，换来了政府将监管权力下放给行业中介机构，而非由政府完全保留监管权力，牺牲部分交易自由。

在合同提前终止的处理方式上，衍生交易与传统民商法存在显著差异。在传统民商法下，合同提前终止也即解除合同，意味着尚未到期、尚未履行的部分不再履行，已经履行的部分则多退少补。但在衍生品交易中，合同提前终止后依然要兑现未来的全部盈亏，由违约方支付给守约方。换言之，合同提前终止的效果与假定合同在终止日全部履行完毕的效果是一样的。如此制度设计的目的，也是基于衍生合约作为风险管理工具的属性，不能因违约方的过错而影响守约方利用衍生合约套期保值目的的实现，违约方需要补偿守约方获得其本该获得的风险管理收益，就如同其正常履行了衍生合约一样。然而，法官倘若秉持传统民商法理念，可能会对场外衍生交易的这种处理方式不予认可。

净额结算履行方式与传统民商法的冲突，在破产法领域体现得尤为突出。当一方当事人破产时，衍生合同提前终止，尚未履行的权利义务按终止日市价确定盈亏并进行净额结算，其效果是令衍生合约当事人从破产债务人处获得了优先、全额清偿，这与破产法传统上奉行的保护破产债务人财产的完整性、公平对待债权人等原则之间发生冲突[④]。首先，对于实现约定交易提前终止日的安排，由于我国《企业破产法》第18条规定了管理人的合同履行选择权，在理论上便存在着和一终止交易的实体性权利与选择继续履行的程序性权利之间的冲突。其次，对

① Edwards, Franklin R., and Edward R. Morrison, *Derivatives and the bankruptcy code: Why the special treatment,* Yale J. on Reg., 37(2005).

② Caroline Bradley, *Private International Law-Making for the Financial Markets*, 29 FoRDHAM INT'L L. J. 127, 158 (2005).

③ Joel R. Paul, *The Transformation of International Comity*, 71 L. & CONTEMP. PROBS., 35-37 (2008).

④ 陶修明：《国际金融衍生交易终止净额结算法律制度研究》，对外经济贸易大学 2007 年博士论文，第 33-37 页。

于净额结算安排，由于我国《破产法》第16条规定了受理破产申请后的个别清偿无效，如果不承认交易能够通过协议安排而自动提前终止，那么当交易一方进入破产程序后再进行的净额结算就可以被认定为受理破产申请后的个别清偿而归于无效；又由于《企业破产法》第32条规定了管理人的个别清偿撤销权，在进入破产程序之前进行的净额结算也可能被管理人请求法院撤销。即便是认为《企业破产法》第40条已经赋予了债权人破产抵消权，但法定的破产抵消权毕竟有着通知管理人的程序要求，管理人对抵消主张异议并提起诉讼的，将导致抵消无法立即生效，且破产抵消权还存在着若干限制适用的情形，这就难以将当事人自由创设的特定抵消权与法定破产抵消权简单等同。

有国内学者认为对于不会引起系统性风险的金融机构和交易合同类型，破产法不应当给予特殊保护，此外，应当促进终止净额制度的实施，使其与破产案件受理之后的破产抵销制度相呼应，构成一种特殊的在破产案件申请前或立案前的“抵销制度”①。

《期货和衍生品法》中规定，净额结算不因交易任何一方依法进入破产程序而中止、无效或者撤销。这一规定使得我国关于终止净额结算条款的法律，进一步与国际金融市场惯例接轨。但在司法实践中，有关终止净额结算条款的解释与适用仍然没有得到统一。具体体现在下属案例中：当事人的某些行为或特定事件，是否构成违约事件，进而触发提前终止机制②；提前终止日应如何准确确定；提前终止款项的涵盖范围和计算方式，是否包含已经发生的损失以及可得利益损失③；缔约时若一方存在过失，且提供合同的一方事先已告知对方合同提前终止的方式及平盘费用的构成，那么该方是否应当依据诚实信用原则，承担损害赔偿责任④；当被终止交易的公允市场价值的计算方式未在合同中明确约定，导致法院难以判断其权威性、公正性时，法院是否应当支持相关诉求等⑤。上述争议暴露了净额结算制度与破产法相关规定冲突之间的深层矛盾：相较于主协议预设的自动抵销机制，司法程序的复杂性导致风险敞口无法及时锁定，削弱了净额结算的风险缓释功能。尽管部分法院已认可终止净额结算条款的效力（如认可其不属于破产法禁止的个别清偿），但全国范围内仍存在法律适用碎片化问题，尤其在破产程序中，净额结算与管理人撤销权、抵销权的冲突尚未形成统一裁判规则。

值得关注的是，中国人大网公布了全国人大常委会2025年度立法工作计划，

① 王斐民：《金融机构破产综合立法的体系研究》，载《中国政法大学学报》2021 年第 4 期，第 45 页。
② 天示(上海)企业管理有限公司与中拓(福建)实业有限公司、杭州华速实业有限公司其他期货交易纠纷一审民事判决书，上海金融法院民事判决书(2019)沪 74 民初 1731 号。
③ 天津市聚龙贸易有限公司与星展银行（中国）有限公司天津分行等金融借款合同纠纷上诉案，天津市高级人民法院民事判决书(2017)津民终 584 号。
④ 嘉兴市乍嘉苏高速公路有限责任公司与中国工商银行股份有限公司上海市外滩支行金融衍生品交易纠纷案，上海市高级人民法院民事判决书(2013)沪高民五(商)终字第 5 号。
⑤ 东亚银行（中国）有限公司宁波分行、宁波大通开发有限公司金融衍生品种交易纠纷二审民事判决书，浙江省宁波市中级人民法院民事判决书(2020)浙 02 民终 685 号。

《企业破产法》修改已进入初审阶段，如何在破产法律框架内为终止净额结算制度设置合理例外，平衡风险防控与债权人公平受偿原则，成为立法亟需解决的核心命题。

七、总结

关于学界对场外衍生品风险治理的法律逻辑与制度协同，以集中清算制度、保证金制度、终止净额结算制度为主要制度的研究文献综述表明，该议题的研究价值如下：

在场外衍生品市场中，集中清算制度、保证金制度以及终止净额结算制度均扮演着极为关键的角色。三项制度能够分别从不同的角度对场外衍生品风险进行规制。集中清算制度的核心中央对手方，通过充当“买方的卖方”和“卖方的买方”，实现了对对手方风险的重新分配，同时显著提高了结算效率和资金使用效率，有效降低了市场的系统性风险；保证金制度要求交易者按照其所买卖合约价格的一定比例缴纳资金，作为履行合约的财力担保，能够降低交易对手的违约风险，维持市场的稳定运行，促进市场公平性；终止净额结算制度则在交易一方出现违约事件或终止事件时，提前终止主协议项下的全部或部分交易，并对所有被终止交易的盈亏头寸进行轧差计算，简化债权债务关系，降低信用风险。同时，三者之间又相互合作。保证金制度是集中清算制度有效运行的重要支撑。在集中清算过程中，中央对手方为控制自身所承担的风险，会要求交易双方缴纳保证金。当市场价格波动导致投资者可能出现亏损时，保证金能够及时弥补潜在损失，确保交易的顺利进行。而终止净额结算制度的适用，往往以中央对手方的存在为前提。在交易提前终止时，中央对手方介入，依据相关规则对交易进行净额结算，保障交易双方的利益，减少信用风险的蔓延。

然而，尽管这三种制度在理论上相互关联且具有协同增效的潜力，但目前尚未能充分实现协同。从监管层面来看，不同制度分属于不同的监管范畴，监管规则和目标存在差异。保证金制度在期货、证券等不同市场由不同监管机构制定规则，在缴纳比例、性质、类型等方面缺乏统一协调；集中清算制度和终止净额结算制度在跨境交易时，面临不同国家和地区监管法规的冲突，难以形成统一的协同机制。从市场主体角度出发，金融机构内部业务部门之间往往存在壁垒，负责清算、风险管理和交易执行的部门存在监管交叉和空白，缺乏有效的沟通与协作，导致在实际操作中无法将三种制度有机结合。此外，技术系统的不兼容性也是一大阻碍。不同制度依赖的技术系统在数据处理、交易匹配和风险监控等方面存在

差异，难以实现无缝对接，无法高效地支持三种制度的协同运行。因此，深入研究如何解决现存障碍，实现集中清算制度、保证金制度和终止净额结算制度的协同，对于实现场外衍生品的风险治理，进一步提升金融市场的稳定性和运行效率具有重要的现实意义。

八、参考文献

（一）中文著作

【1】 [英] 乔恩·格雷戈里（2014），《中央对手方:场外衍生品强制集中清算和双边保证金要求》，王晶，王慧卿，卢康康等译，北京：中国金融出版社 2017 年版。

【2】 [英] 大卫墨菲（2013），《场外衍生品：双边交易与集中清算--监管政策、市场影响及系统性风险导论》，许成吉，孙凌，孙文君等译，北京：中国金融出版社 2019 年版。

【3】 [美] 戈特斯曼·莱布洛克（2018），《解读全球金融市场中的系统性风险》，李晓彤，李新宇，吴汉等译，北京：中国金融出版社 2020 年版。

【4】 [英] 李儒斌（2010），《运转全球市场:金融基础设施的机构治理》，张颂，张安安，张利平等译。北京：中国金融出版社 2019 年版。

【5】 何晓楠：《金融衍生品交易担保法律问题研究》，北京：法律出版社 2017 年版。

【6】 场外金融衍生产品市场监管课题组：《场外金融衍生产品市场监管国际经验与中国实践》，北京：中国金融出版社 2009 年版。

【7】 宁敏：《国际金融衍生交易法律问题研究》，北京：中国政法大学出版社 2002 年版。

【8】 马勇：《金融稳定与宏观审慎:理论框架及在中国的应用》，北京：中国金融出版社 2016 年版。

【9】 [英] 珍妮·斯蒂尔（2004），《风险与法律理论》，韩永强译，北京：中国政法大学出版社 2012 年版。

（二）中文论文

【10】 宋丹：《中国金融衍生品市场现状及其监管分析》，载《经济研究导刊》2009 年第 34 期。

【11】 张玉红、霍天翔、冯宗宪：《场外金融衍生品交易市场的发展探析》，载《上海金融》2006 年第 8 期。

【12】 周成杰：《欧洲市场基础设施规则》述评——兼论对中国金融市场主体的影响与启示，载《法商研究》2014 年第 5 期。

【13】 陈欣：《美国金融改革方案对金融衍生品市场的监管反思》，载《河北法学》2009 年第 11 期。

【14】 应展宇：《美国衍生品监管的制度变迁:政治经济视角》，载《金融监管研究》2012 年第 4 期。

【15】 黄小平：《美国场外衍生品市场发展监管的演变与启示》，载《中国证

券期货》2018 年第 1 期。

【16】 廖岷、杨元元：《全球商业银行流动性风险管理与监管的发展状况及其启示》，载《金融研究》2008 年第 6 期。

【17】 谢平、邹传伟：《金融危机后有关金融监管改革的理论综述》，载《金融研究》2010 年第 2 期。

【18】 黄辉：《金融机构的投资者适当性义务:实证研究与完善建议》，载《法学评论》2021 年第 2 期。

【19】 程瑶、宋怡林：《衍生品跨境监管国际方案实施障碍及"替代合规"机制选择》，载《沈阳工业大学学报(社会科学版)》2024 年第 1 期。

【20】 许多奇：《互联网金融风险的社会特性与监管创新》，载《法学研究》2018 年第 5 期。

【21】 马勇、冯心悦、田拓:《金融周期与经济周期——基于中国的实证研究》,载《国际金融研究》2016 年第 10 期。

【22】 周莉萍：《货币政策与宏观审慎政策研究:共识、分歧与展望》，载《经济学动态》2018 年第 10 期。

【23】 高秦伟：《论欧盟行政法上的风险预防原则》，载《比较法研究》2010 年第 3 期。

【24】 陈海嵩：《风险预防原则理论与实践反思——兼论风险预防原则的核心问题》，载《北方法学》2010 年第 3 期。

【25】 安青松：《以注册制改革为牵引推动中国特色投资者保护新实践》，载《清华金融评论》2022 年第 6 期。

【26】 楼建波、刘燕：《情势变更原则对金融衍生品交易法律基础的冲击——以韩国法院对 KIKO 合约纠纷案的裁决为例》，载《法商研究》2009 年第 5 期。

【27】 张健华、贾彦东：《宏观审慎政策的理论与实践进展》，载《金融研究》2012 年第 1 期。

【28】 侯成琪、黄彤彤：《影子银行、监管套利和宏观审慎政策》，载《经济研究》2020 年第 7 期。

【29】 周小川：《金融政策对金融危机的响应——宏观审慎政策框架的形成背景、内在逻辑和主要内容》，载《金融研究》2011 年第 1 期。

【30】 王道平、刘杨婧卓、徐宇轩等：《金融科技、宏观审慎监管与我国银行系统性风险》，载《财贸经济》2022 年第 4 期。

【31】 钟腾：《中小投资者保护的中国实践：创新、成效与企盼》，载《金融市场研究》2024 年第 4 期。

【32】 黎四奇：《对我国证券投资者保护基金制度之检讨与反思》，载《现代

法学》2008 年第 1 期。

【33】 楼建波：《场外衍生品交易担保之信用支持制度研究——以“海升—大摩案”为分析蓝本》，载《法商研究》2011 年第 1 期。

【34】 刘月：《衍生品市场中央对手方清算融合发展的路径探析》，载《中国证券期货》2024 年第 4 期。

【35】 李守伟、王虎、刘晓星：《基于银行动态多层网络的系统性风险防控政策效果研究》，载《管理工程学报》2022 年第 4 期。

【36】 罗智敏：《论行政许可中保证金的设定问题》，载《中国法学》2014 年第 5 期。

【37】 章志远：《迈向公私合作型行政法》，载《法学研究》2019 年第 2 期。

【38】 袁绍义：《纳税担保的法律性质与法律适用》，载《求索》2009 年第 9 期。

【39】 石少侠、车震震：《论海关事务担保法律性质的认定及其意义》，载《当代法学》2013 年第 1 期。

【40】 其木提：《货币所有权归属及其流转规则——对“占有即所有”原则的质疑》，载《法学》2009 年第 11 期。

【41】 王晓岚、方斯怡：《轻微刑事案件赔偿保证金适用探析——以故意伤害罪为切入》，载《山西警察学院学报》2022 年第 2 期。

【42】 卢建平、孙本雄：《刑法职业禁止令的性质及司法适用探析》，载《法学杂志》2016 年第 2 期。

【43】 邢春利、法立新：《赔偿保证金制度：办理轻微刑事案件的新路径》，载《中国检察官》2010 年第 19 期。

【44】 李璐林：《论刑事赔偿保证金提存制度及其改良路径》，载《法制与经济》2023 年第 2 期。

【45】 王天保、李莉：《“少捕慎诉慎押”刑事司法政策视域下的赔偿保证金制度研究》，载《行政与法》2022 年第 10 期。

【46】 向燕、杨雪艳、李光林：《国家介入的修复:刑事赔偿保证金制度的运行逻辑》，载《青少年犯罪问题》2022 年第 5 期。

【47】 罗帅：《我国动产担保混合主义设立模式的现代化面向》，载《法学家》2024 年第 5 期。

【48】 蒋贤锋、史永东、李慕春：《期货市场保证金调整的市场风险控制作用及制度改革——来自大连商品交易所的实证分析》，载《金融研究》2007 年第 2 期。

【49】 刘亚东：《民法典》中给付型返还法效果的内外体系与规范适用，载《清华法学》2023 年第 2 期。

【50】 钱玉文、郭江雪：《金融监管规章在民商事裁判中的适用研究》，载《上海财经大学学报》2024 年第 6 期。

【51】 吴紫艳、施睿：《场外衍生品初始保证金：国际规则与境内实践》，载《金融市场研究》2025 年第 2 期。

【52】 黄轶、陈振宏：《信用违约互换指数：市场发展与应用实践》，载《金融市场研究》2025 年第 3 期。

【53】 齐萌：《融资融券交易中的保证金制度》，载《商业研究》2012 年第 4 期。

【54】 张梁：《HVaR 模型在期货交易风险管理中的应用研究》，载《经济问题》2021 年第 3 期。

【55】 顾雪松：《基于 GARCH-VaR 的股指期货保证金模型》，载《统计与决策》2009 年第 13 期。

【56】 朱虎：《破产程序中的抵销预期保护》，载《法学研究》2025 年第 2 期。

【57】 张阳：《论金融市场基础设施风险治理的“三边机制”》，载《甘肃政法大学学报》2023 年第 3 期。

【58】 李曙光、贺丹：《破产法立法若干重大问题的国际比较》，载《政法论坛》2004 年第 5 期。

【59】 曹明哲：《论非典型担保在破产程序中的效力——基于裁判实践的类型化分析》，载《中国政法大学学报》2024 年第 4 期。

【60】 陶修明、张红、刘笑宇：《终止净额结算机制的法律效力》，载《金融市场研究》2024 年第 1 期。

【61】 王斐民：《金融机构破产综合立法的体系研究》，载《中国政法大学学报》2021 年第 4 期。

【62】 郑伟,罗虎臣：《金融衍生交易终止净额结算制度法律问题研究》，载《上海金融学院学报》2011 年第 6 期。

【63】 金自宁：《科技不确定性与风险预防原则的制度化》，载《中外法学》2022 年第 2 期。

【64】 王庆玉、陈小龙：《我国场外衍生品市场发展、挑战与策略》，载《金融市场研究》2022 年第 12 期。

【65】 罗剑、宋斌：《全球主要衍生品交易所场外业务的发展、启示及可行方案》，载《中国证券期货》2019 年第 1 期。

【66】 梁雯雯：《从法律视角看终止净额结算》，载《金融市场研究》2022 年第 11 期。

【67】 王斐民：《金融机构破产综合立法的体系研究》，载《中国政法大学学报》2021 年第 4 期。

【68】 窦鹏娟：《场外衍生品监管:美国式变革的反思与启示》，载《证券市场导报》2013 年第 12 期。

【69】 李勇，韩雪：《关于推进国内衍生品市场规范发展的思考》，载《中央财经大学学报》2015 年第 2 期。

【70】 刘超,李钰颖：《重要性、脆弱性识别与系统性金融风险传染效应研究》,载《当代财经》2025 年第 1 期。

（三）学位论文

【71】 鲍晓晔：《场外衍生品市场法律监管制度研究》，华东政法大学 2014 年博士论文。

【72】 沙晓君：《金融稳定视角下的场外衍生品市场中央对手方机制研究》，中国社会科学院 2021 年博士论文。

【73】 郭万明：《国际金融衍生品交易法律风险及民事责任研究》，上海交通大学 2014 年博士论文。

【74】 吴云峰：《金融创新监管法律问题研究》，中南大学 2012 年博士论文。

【75】 李芃芃《论金融衍生品交易的法律监管及中国监管体系重构设想》，中国政法大学 2011 年博士论文。

【76】 陶修明：《国际金融衍生交易终止净额结算法律制度研究》，对外经济贸易大学 2007 年博士论文。

（四）英文文献

【77】 Waldman A R, *OTC Derivatives & (and) Systemic Risk: Innovative Finance or the Dance into the Abyss,* Am. UL Rev. 43 (1993).

【78】 Cukierman A， *A retrospective on the subprime crisis and its aftermath ten years after Lehman's collapse,* Economic Systems, 43 (2019).

【79】 Yood M U, Campbell U B, Rothman K J, et al. *Using prescription claims data for drugs available over-the-counter (OTC),* Pharmacoepidemiology and drug safety, 16(2007) .

【80】 Feder N M, *Deconstructing over-the-counter derivatives*. Colum. Bus. L. Rev., 677(2002) .

【81】 Topham W S, *Re-Regulating Financial Weapons of Mass Destruction, Observations on Repealing the Commodity Futures Modernization Act and Future Derivative Regulation,* Willamette L. Rev. 133(2010).

【82】 Stout L A, *Why the law hates speculators: Regulation and private ordering*

in the market for OTC derivatives, Duke LJ, 48(1998) .

【83】 Albrecht W P, *Regulation of Exchange-Traded OTC Derivatives: The Need for a Comparative Institution Approach*. J. Corp. L., (1995).

【84】 Stout L A, *Regulate OTC derivatives by deregulating them*. Regulation, 32(2009) .

【85】 Lin J C, Howe J S, *Insider trading in the OTC market*. The journal of Finance, 45(1990) .

【86】 Lubben S J, *Credit derivatives and the future of Chapter 11*. Am. Bankr. LJ, 81(2007) .

【87】 Kojima J C, *Product-based solutions to financial innovation: The promise and danger of applying the federal securities laws to OTC derivatives*. Am. Bus. LJ, (1995) .

【88】 Polak P, *Robertson D C, Lind M, The new role of the corporate treasurer: Emerging trends in response to the financial crisis,* International Research Journal of Finance and Economics, 78 (2011).

【89】 Ghosh A, *How do derivative securities affect bank risk and profitability? Evidence from the US commercial banking industry,* The Journal of Risk Finance, 18(2017) .

【90】 Gao S, *Legal pluralism and isomorphism in global financial regulation: The case of OTC derivative counterparty risk regulation in China,* Geo. Wash. Int'l L. Rev., 51(2019) .

【91】 Krawiec K D, *More than just new financial bingo: A risk-based approach to understanding derivatives,* J. Corp. L., (1997).

【92】 Lynch J T, *Credit Derivatives: Industry Initiative Supplants Need for Direct Regulatory Intervention-A Model for the Future of US Regulation,* Buff. L. Rev., (2007).

【93】 Scheerer A, *Credit derivatives: an overview of regulatory initiatives in the United States and Europe,* Fordham J. Corp. & Fin. L, (2000).

【94】 Awrey D, *The dynamics of OTC derivatives regulation: bridging the public-private divide,* European Business Organization Law Review (EBOR), 155(2010).

【95】 Tijoe L, *Credit Derivatives: Regulatory Challenges in an Exploding Industry,* Ann. Rev. Banking & Fin. L.,26 (2007) .

【96】 Merton R C, *Financial innovation and economic performance,* Journal of applied corporate finance, 1992 .

【97】 Miller K D, *A framework for integrated risk management in international*

business. Journal of international business studies, (1992).

【98】 Feder N M, *Deconstructing over-the-counter derivatives,* Colum, Bus. L. Rev., 677(2002) .

【99】 Stout L A, *Regulate OTC derivatives by deregulating them,* Regulation,32 (2009) .

【100】 Allen J, Wittwer M, *Centralizing over-the-counter markets?,* Journal of Political Economy, 131(2023) .

【101】 Borio C E V, *English W B, Filardo A J, A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?,(* 2003).

【102】 Ciccarelli M, Maddaloni A, Peydró J L, *Trusting the bankers: A new look at the credit channel of monetary policy,* Review of Economic Dynamics,18 (2015).

【103】 Thakor R T, Merton R C,Trust, transparency, and complexity, The Review of Financial Studies, 36(2023) .

【104】 Russo T A, Vinciguerra M, Financial innovation and uncertain regulation: Selected issues regarding new product development, Tex. L. Rev, (1990).

【105】 Carter L, Garner M, Skin in the Game–Central Counterparty Risk Controls and Incentives, RBA Bulletin, June, 79(2015).

【106】 Duffie D, Zhu H, Does a central clearing counterparty reduce counterparty risk?, The Review of Asset Pricing Studies, 74(2011) .

【107】 Chander A, Costa R, Clearing credit default swaps: a case study in global legal convergence, Chi. J. Int'l L., 10(2009) .

【108】 Allen J L ,Derivatives clearinghouses and systemic risk: a bankruptcy and Dodd-Frank analysis, Stan. L. Rev., 64(2012).

【109】 Hull J, CCPs: their risks, and how they can be reduced, Journal of Derivatives, 20(2012) .

【110】 Loon Y C, Zhong Z K, The impact of central clearing on counterparty risk, liquidity, and trading: Evidence from the credit default swap market, Journal of Financial Economics, 112(2014) .

【111】 Goode R, Rule, practice, and pragmatism in transnational commercial law. International & Comparative Law Quarterly, 54(2005).

【112】 Culp C L, The Social Functions of Financial Derivatives, Financial Derivatives: Pricing and Risk Management, 57(2009).

【113】 Markose, Sheri M., Simone Giansante, and A. Rais Shaghaghi, A systemic risk assessment of OTC derivatives reforms and skin-in-the-game for CCPs, Financial Stability Review 21 (2017).

【114】 Jarrow R A, Yu F, Counterparty risk and the pricing of defaultable securities, the Journal of Finance, 56(2001).

【115】 Gurrola-Perez P, Procyclicality of CCP margin models: systemic problems need systemic approaches, World Federation of Exchanges Research Working Paper, (2020).

【116】 Menkveld A J, Crowded positions: An overlooked systemic risk for central clearing parties, The Review of Asset Pricing Studies, 209(2017).

【117】 Veraart L A M, Aldasoro I, Systemic risk in markets with multiple central counterparties, Mathematical Finance, 35(2025).

【118】 Ehlers T, Hardy B, The evolution of OTC interest rate derivatives markets, BIS Quarterly Review, December, (2019).

【119】 Baker, Colleen M, Regulating the invisible: the case of over-the-counter derivatives, Notre Dame L. Rev. 85 (2009) .

【120】 Hull, John, OTC derivatives and central clearing: can all transactions be cleared, Financial Stability Review 14 (2010).

【121】 Faruqui, Umar, Wenqian Huang, and Előd Takáts. Clearing risks in OTC derivatives markets: the CCP-bank nexus, BIS Quarterly Review December (2018).

【122】 Lin, Li, and Jay Surti, Capital requirements for over-the-counter derivatives central counterparties, Journal of Banking & Finance 52 (2015) .

【123】 Albanese, Claudio, and Leif BG Andersen, Accounting for OTC derivatives: Funding adjustments and the re-hypothecation option, Available at SSRN 2482955 (2014).

【124】 Wielsch, Dan , Global law's toolbox: private regulation by standards, The American Journal of Comparative Law 60 (2012).

【125】 Van Der Veer, C., et al. Effects of an over-the-counter lactic-acid containing intra-vaginal douching product on the vaginal microbiota. BMC microbiology 19 (2019).

【126】 Lee, Jie-Haun, et al. Common factors in liquidity: Evidence from Taiwan's OTC stock market, International Review of Financial Analysis ,306 (2006) .

【127】 Kupiec, Paul H., and A. Patricia White, Regulatory competition and the efficiency of alternative derivative product margining systems, (1997).

【128】 Edwards, Franklin R., and Edward R. Morrison. Derivatives and the bankruptcy code: Why the special treatment, Yale J. on Reg. 22 (2005).

【129】 Mengle, David, A. Kuprianov, and J. Pachos. ISDA® Research Notes, The Importance of Close-Out Netting, 4(2010) .

【130】 Michaels, Ralf, Global legal pluralism, Annual Review of Law and Social Science, 243(2009) .

【131】 Ripstein, Arthur, Property and sovereignty: How to tell the difference, Theoretical Inquiries in Law ,182 (2017).

【132】 Edwards, Franklin R., and Edward R. Morrison. Derivatives and the bankruptcy code: Why the special treatment, Yale J. on Reg. 22 (2005) .

【133】 Bradley, Caroline. Private international law-making for the financial markets, Fordham Int'l LJ ,127 (2005) .

【134】 Paul, Joel R, The transformation of international comity, Law & Contemp. Probs. 71 (2008) .

（五）英文书籍

【135】 GAO, FINANCIAL DERIVATIVES: ACTIONS NEEDED TO PROTECT THE FINANCIAL SYSTEM (1994).

【136】 BALMER A G, REGULATING FINANCIAL DERIVATIVES: CLEARING AND CENTRAL COUNTERPARTIES(2018).

【137】 BESSIS J, RISK MANAGEMENT IN BANKING(2011).

【138】 CLAESSENS M S, RATNOVSKI M L, SINGH M M. SHADOW BANKING: ECONOMICS AND POLICY(2012).

【139】 AVGOULEAS E, GOVERNANCE OF GLOBAL FINANCIAL MARKETS: THE LAW, THE ECONOMICS, THE POLITICS(2012).

【140】 GREGORY, JON, CENTRAL COUNTERPARTIES: MANDATORY CENTRAL CLEARING AND INITIAL MARGIN REQUIREMENTS FOR OTC DERIVATIVES(2014).

【141】 PIRRONG C, COMMODITY PRICE DYNAMICS: A STRUCTURAL APPROACH, (2011).