

# 上海金融法院 金融市场案例测试机制

## 答辩意见书

上海金融法院：

贵院正在审理的申请人机构 A 与被申请人银行间市场清算所股份有限公司关于中央对手清算业务违约处置的测试案例，案号（2022）沪 74 测试 1 号，被申请人银行间市场清算所股份有限公司依据《上海金融法院关于金融市场案例测试机制的规定》（试行）第十二条之规定，针对申请人提出的请求书，特此提出答辩意见，供贵院在审理过程中予以参考，并授权贵院在互联网平台公布本意见。

代理律师：朱黎庭，北京国枫（上海）律师事务所律师；

代理律师：袁晓东，北京国枫（上海）律师事务所律师。

### 1. 本案基础事实及违约处置过程

#### 1.1 申请人与被申请人主体身份及双方之间的法律关系。

被申请人系经中国人民银行批准，提供场外衍生品集中清算服务的基础设施，系经中国人民银行认定的合格中央对手方。申请人系为众多浦东自贸区绿色能源企业的进出口业务提供结售汇和汇率风险管理服务，并在银行间市场进行平盘交易的金融机构。2021 年 10 月 15 日，申请人与被申请人签订了《中央对手方清算协议》<sup>1</sup>，2021 年 10 月 29 日，被申请人向申请人出具《关于上海清算所清算会员认

---

<sup>1</sup> 下称“《清算协议》”。

定的通知》，同意申请人开展人民币外汇交易中央对手清算自营业务。2021年11月11日，被申请人向申请人出具《关于参与人民币外汇交易中央对手清算业务有关事宜的通知》，同意申请人自2022年11月22日起参与人民币外汇交易中央对手清算业务，清算品种为即期、远期、掉期、期权。

## 1.2 申请人违约事实及被申请人违约处置过程。

### 1.2.1 申请人违约事实

2022年9月19日，申请人在人民币外汇交易中央对手清算业务中发生保证金违约<sup>2</sup>。同日，申请人向被申请人提交《清算会员运营性违约承诺书》，表示其因短期流动性不足导致暂时无法履约，并承诺于下一个工作日15:00前完成相关履约义务。2022年9月20日，申请人未补缴前一日保证金，且在人民币外汇交易中央对手清算业务中再次发生保证金违约<sup>3</sup>。2022年9月21日，被申请人根据被申请人相关规则<sup>4</sup>判定申请人就其参与的人民币外汇交易中央对手清算业务发生永久性违约，并通过被申请人系统客户端及邮件方式向申请人发送《永久性违约通知》。

### 1.2.2 违约处置依据

---

<sup>2</sup> 应缴未缴超限保证金5,000,000元人民币，应缴未缴盯市保证金3,000,000元人民币。

<sup>3</sup> 应缴未缴超限保证金7,000,000元人民币，应缴未缴盯市保证金4,000,000元人民币。

<sup>4</sup> 《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务规则》（下称“《业务规则》”）第四十七条（清算会员出现包括但不限于下述情形时，上海清算所有权认定该清算会员违约：（一）未按照规定履行保证金交纳或结算义务）及第四十八条（清算会员违约事件分为运营性违约和永久性违约。（一）运营性违约：若清算会员因操作失误、系统故障、短期流动性不足等而导致暂时无法履约的为运营性违约。（二）永久性违约：若清算会员出现除第四十七条第（一）款中所列情形以外的违约事件，发生运营性违约但违约清算会员未在违约处置关键时点前履行承诺，则上海清算所可将该违约事件认定为永久性违约。）；《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务违约处置指引》（下称“《违约处置指引》”）及《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务指南》（下称“《业务指南》”）第3.3款（清算会员出现包括但不限于下述情形时，上海清算所有权认定该清算会员违约：（一）未按照规定履行保证金交纳或结算义务）。

2022年9月21日，被申请人依据《业务规则》第四十七条及四十八条、《违约处置指引》及《业务指南》第3.3款的规定启动对申请人的违约处置，并后续根据《业务规则》《业务指南》《违约处置指引》《专家组工作章程》<sup>5</sup>的相关规定开展违约处置工作。

### 1.2.3 违约处置专家组的组成

2022年9月21日，被申请人综合考虑机构持仓方向平衡性、清算量、清算品种覆盖面、是否是相关业务做市商以及合作便利性等因素后，从已签署《违约处置专家组合作协议》的机构中确定五家被申请人清算会员机构作为违约处置专家组成员，从已签署《违约处置对冲交易合作协议》的机构中确定两家被申请人清算会员机构作为对冲交易受托方。违约处置专家组成员分别委派员工 a、b、c、d、e 作为市场成员代表参加违约处置，对冲交易受托方分别委派员工 f、g 作为对冲交易员参加违约处置；同时，被申请人任命被申请人风险管理委员会主席 x、被申请人风险管理委员会委员 y 参加违约处置，被申请人风险管理委员会主席 x 担任违约处置专家组组长。

当日 10:30，违约处置专家组市场成员代表 a、b、c、d、e 和对冲交易员 f、g 自接到通知后到达被申请人指定地点，被申请人在指定地点开启信号屏蔽器，并要求违约处置专家组市场成员代表 a、b、c、d、e 和对冲交易员 f、g 将手机等通讯设备交由被申请人保管，不得随意离开指定办公区域，并对违约处置过程录音录像。违约处置专家组市场成员代表 a、b、c、d、e 和对冲交易员 f、g 分别签署《违

---

<sup>5</sup> 《业务规则》《业务指南》《违约处置指引》《专家组工作章程》以下统称为“《违约处置文件》”。

约处置专家组市场成员代表签字书》《违约处置对冲交易员签字书》，确认将最大程度保护被申请人风险资源，并以维护金融市场和中央对手方稳定为优先履行职责。当日 11:00，被申请人向违约处置专家组披露待处置头寸相关信息。

#### 1.2.4 违约处置方案的形成及执行

2022年9月21日13:00，违约处置专家组根据违约机构头寸规模、方向及市场流动性等市场因素，形成头寸分割和风险对冲方案。考虑到违约机构头寸的美元净头寸(所有存续合约的美元现金流之和)为10.8亿美元空头，违约处置专家组在交易策略中建议执行总额为10.8亿美元的外汇即期交易，方向为买入美元。从市场流动性和潜在市场冲击角度考虑，违约处置专家组认为10.8亿美元的待平仓即期头寸量较大，拆成两笔较大金额交易(5亿美元和5.8亿美元)是较为合适的策略，交易笔数较少且交易对手具有很强的风险管理能力，成交价格确定性较高，对市场冲击比较小。综合考虑当时市场情况、违约处置头寸情况、交易习惯和潜在市场冲击等因素后，违约处置专家组建议每笔即期交易向三家交易对手方进行询价。为进一步对期限风险进行对冲，违约处置专家组建议分为五个关键期限执行掉期交易，近端均为SPOT，远端期限分别为1个月，2个月，3个月，9个月和1年，每个期限上名义本金总额分别为1亿美元、4亿美元、4.5亿美元、1.5亿美元、2.6亿美元，方向分别为S/B、S/B、S/B、B/S、S/B，单笔交易名义本金不限制，每笔交易均向三家交易对手方进行询价。即期和掉期交易达成时间均为17:00前。违约处置专家组投票后全票通过该策略，并提交被申请人审批通过。

当日 14:00, 被申请人向对冲交易员 f、g 传达交易策略, 对冲交易员 f 负责执行即期交易, 对冲交易员 g 负责执行掉期交易。对冲交易员 f 于 14:02 向其认为有相应交易金额报价能力的三家做市商进行 5.8 亿美元即期交易询价, 获得一个回价, 价格为 6.4606, 成交时间为 14:02:49; 对冲交易员 f 于 14:04 向其认为有相应交易金额报价能力的三家做市商进行 5 亿美元即期交易询价, 获得两个回价, 分别为 6.4626 和 6.4636, 14:04:40 选择最优报价 6.4626 成交。对冲交易员 g 于 14:15 至 14:27 期间进行五笔掉期交易的询价, 分别于 14:15:50、14:17:50、14:21:30、14:25:30、14:27:55 达成五笔掉期交易。

当日 20:00, 被申请人在被申请人网站违约处置专区发布待拍卖头寸信息, 面向所有未违约清算会员执行头寸拍卖。

当日 20:30, 被申请人将手机等通讯设备交还违约处置专家组市场成员代表和对冲交易员, 违约处置专家组市场成员代表和对冲交易员离开被申请人指定地点。

2022 年 9 月 23 日 12:00 拍卖截止, 被申请人共获得三十五个有效报价, 被申请人选择最高报价机构作为接仓机构, 拍卖成功。

#### 1.2.5 违约处置结果

经被申请人上述违约处置, 申请人共计产生亏损 101,631,116.91 元人民币。其中, 风险对冲阶段损失 85,379,008.62 元人民币 (其中申请人原始交易损失 51,104,394.52 元人民币, 对冲交易损失

34,274,614.10 元人民币), 拍卖阶段亏损 9,252,108.29 元人民币, 违约处置前两个工作日盯市亏损 7,000,000 元人民币(2022 年 9 月 19 日盯市保证金应缴未缴 3,000,000 元人民币、2022 年 9 月 20 日盯市保证金应缴未缴 4,000,000 元人民币)。截至 2022 年 9 月 23 日, 该等亏损由被申请人自申请人的保证金中予以扣除。

## 2. 关于《违约处置文件》约束力的意见

2.1 被申请人依法设立, 其业务规则依法经有权机构审批同意, 具有合法性

2.1.1 被申请人依法设立, 为合格中央对手

根据《中华人民共和国中国人民银行法》的规定, 中国人民银行履行维护清算系统正常运行的职责, 中国人民银行应当组织或者协助组织银行业金融机构相互之间的清算系统, 协调银行业金融机构相互之间的清算事项, 提供清算服务。具体办法由中国人民银行制定。2009 年 11 月 26 日, 中国人民银行同意发起设立银行间市场清算所股份有限公司(即被申请人)。其业务经营范围包括为金融市场提供直接和间接的本外币交易及其衍生产品交易清算服务等。其业务定位为以建设成为一个规范化、市场化和国际化的清算服务机构为目标, 通过有效的风险管理和高效的清算模式, 为金融市场现货和衍生品交易, 为经人民银行批准的人民币跨境交易等, 提供规范的本外币清算服务。2016 年 1 月 13 日, 中国人民银行认定被申请人为合格中央对手。

2.1.2 《违约处置文件》经有权机构审批同意, 具有合法性

《业务规则》经中国人民银行审批同意, 《违约处置文件》中关于外

汇集中清算业务违约处置方案也经国家外汇管理局批复同意。该等规则对违约处置的原则及基本流程已进行了明确，《业务指南》《违约处置指引》《专家组工作章程》为《业务规则》的细化及对具体操作中的指引性文件，该等规则会因金融市场变化而在《业务规则》规定的框架下不断更新完善，与《业务规则》并无冲突，无需也不宜再报监管机构批准。

## 2.2 《违约处置文件》对所有清算会员具有约束力

### 2.2.1 被申请人的主体地位要求其发布的《违约处置文件》对全体清算会员具有约束力，且该等文件系《清算协议》的组成部分

被申请人作为中央对手方，系同时作为所有买方和卖方的交收对手并保证交收顺利完成的主体，且其履行交收义务并不以任何一个对手方正常履约为前提。故其能够有效地减少清算结算风险，提高清算结算效率，改善市场流动性，从而发挥稳定金融市场的作用。全体未违约清算会员的利益及整个金融市场的稳定关乎公共利益，作为中央对手方这一特殊交易地位，被申请人进行违约处置时以保障公共利益优先。基于上述原则，被申请人参考国际各大清算机构违约处置流程并结合市场特点，制定了《违约处置文件》，对违约处置流程进行明确规范。为保证清算市场有序运转及金融市场稳定，该等文件对包括申请人在内的全体清算会员均具有约束力。

中央对手方与参与方的协议也有别于普通平等民事主体间合同关系，《清算协议》第二条第（二）款第 2 项明确约定：若本协议或本协议补充协议与甲方（即被申请人）规则不一致，则应以甲方发布并

不时修改的甲方相关规则为准。故,《违约处置文件》为《清算协议》的组成部分, 申请人应予以遵守。

2.2.2 申请人明确知悉《违约处置文件》且作为专业金融机构具有充分的风险判断能力, 不应以格式条款为由主张不予适用

首先, 就《违约处置文件》, 被申请人每年邀请全市场清算会员或采用轮换制邀请全市场清算会员参与违约处置演练, 申请人作为受邀清算会员曾参与违约处置演练, 对违约处置过程及所涉《违约处置文件》均充分知悉。其次, 本案所涉清算交易存在其特殊性, 参与清算交易的机构均为成熟的金融市场参与方, 具有风险判断能力及充分法律服务支持, 具备对于协议条款的理解能力及风险判断能力, 且其在参与清算交易前已明确知晓被申请人作为中央对手方的主体地位及特点, 知晓在某一清算会员发生违约的情况下, 中央对手方须及时进行违约处置, 并在该等违约处置中享有决策及执行权, 该等权利系维护所有清算参与方利益及金融市场稳定性的重要保障。故选择成为清算会员的申请人已明确知晓并理解其与被申请人之间的清算关系与一般双边交易之性质不同, 其不应以格式条款为依据主张不予适用《违约处置文件》。

2.2.3 《违约处置文件》对于违约认定具有客观、清晰的判断标准及流程, 对违约处置有明确的集体专业决策机制, 体现了对全体市场参与方的公平性, 该等规则不应仅依据某一交易的结果而对该等规则整体的合理性及适用性作出评判, 该等评判方式本身即缺乏合理性。

2.2.4 将中央对手方各项规则纳入中央对手方与清算会员的协议, 并要求全体清算会员受该等规则的约束亦是国际各大清算机构的公认原则。

### 3. 关于本案相关违约处置行为的合理性的意见

被申请人认为，被申请人作为中央对手方的主体地位，在就其清算会员的违约处置过程中应具有一定的决策权。在本案违约处置的过程中，各处置环节均符合被申请人《违约处置文件》的规定，虽然对冲阶段的交易成交价格与申请人事后复盘查询所得的最优价格存在一定偏差，但该处置方案系综合考虑当时市场条件及防范市场波动、维护金融市场稳定情况下的最优方案，具备合理性。具体理由如下：

#### 3.1 被申请人在违约处置过程中的决策权之必要性及合理性。

基于被申请人中央对手方的主体地位及业务特点，其自身风险必须得到有效控制。因此，当清算会员发生违约、被申请人根据其规则进行违约处置时，在遵循违约处置损失最小化、及时完成违约处置及维护市场稳定原则的前提下，对于该等处置应当拥有相应决策权。该等决策权有利于维护被申请人作为中央对手方的稳定性及未违约清算会员利益，进而维护金融市场的稳定性。

国际各大清算机构在其违约处置规则中亦明确了中央对手方在违约处置过程中最终决策者的身份，以满足其风险管理要求及作为中央对手方的持续性义务。

#### 3.2 本案违约处置策略的合理性。

##### 3.2.1 根据《违约处置指引》及《专家组工作章程》的规定，违约处置专家组应以最大程度保护被申请人风险资源、维护金融市场及中央对手方稳定为优先履行其职务<sup>6</sup>。违约处置专家组在形成交易策略方案

---

<sup>6</sup> 《专家组工作章程》第二条：违约处置专家组成员应严格遵守本章程的规定，上海清算所做出违约处置相关决策以及违约

时将综合考虑当时市场的情况、违约处置所需时间和保密需要等因素，来决定头寸如何拆分、拆分金额、询价次数等。被申请人亦不保证在风险对冲阶段的交易成交价格的即时最优<sup>7</sup>。案涉违约处置过程中，被申请人在专家组的遴选、交易策略（包括头寸分割、询价次数等）的形成、交易策略的实际执行中，均遵循了上述原则。该等决策系在当时特定市场环境下，由具有丰富市场经验的专家组共同作出的最优决策，该等决策不应根据事后的复盘结果判断其合理性，否则将与市场基本运行规律相悖。

3.2.2 交易策略形成过程中经违约处置专家组充分论证，综合考虑待成交金额、市场流动性、潜在市场冲击、交易习惯等多重因素，具备合理性。

从市场流动性和潜在市场冲击角度考虑，违约处置专家组认为 10.8 亿美元的待平仓即期头寸量较大，如拆成小额多笔成交，连续多笔同向的交易询价和成交易可能引起较大范围的市场参与者关注，随之可能带动部分主动跟随者参与同向交易从而加速推动市场价格向不利于平盘的方向运行，成交价格特别是时间排序靠后的交易成交价格具有较大不确定性。综合考虑市场容量、场外衍生品市场一对一询价特点，拆成两笔较大金额交易（5 亿美元和 5.8 亿美元）是较为合适的策略，交易笔数较少且交易对手具有很强的风险管理能力，成交价格确定性较高，对市场冲击比较小。

---

处置专家组履行专家组职责应最大程度保护上海清算所风险资源，并以维护金融市场和中央对手方稳定为优先。

<sup>7</sup> 《违约处置指引》第四十五条第（三）款：风险对冲过程中的交易由上海清算所委托清算会员在银行间外汇市场与市场参与机构达成。依据违约处置专家组提供并经上海清算所同意后的对冲交易方案实施所达成的对冲交易价格合理有效，上海清算所不保证该成交价格的即时最优。上海清算所有权对待拍卖头寸组合执行多次对冲或不进行对冲。对冲交易达成后，上海清算所将委托中国外汇交易中心以应急录入方式录入反向交易，将受托交易转移至上海清算所。

从交易习惯角度考虑，人民币外汇即期交易市场中交易员在日常询价中的询价次数取决于市场情况和询价金额等因素，在待平仓量较大的情况下，多次询价可能扩大市场冲击和对冲损失，因此违约处置专家组综合当时市场情况和违约处置头寸情况建议单笔交易向三家交易对手方进行询价。从实际获取回价情况来看，受市场实际流动性和交易对手方回价意愿所限，5.8 亿美元即期交易询价仅获得一个回价，交易员以该回价价格成交，5 亿美元即期交易询价获得两个回价，交易员选择最优价成交，符合市场交易习惯和惯例。

申请人提供的 ODM 行情信息是相应时点的市场可成交最优买卖报价，对应的可成交量较小，根据 CFETS2017 交易终端上 2022 年 9 月 21 日 ODM 带量行情信息数据显示，14: 02: 49，市场 OFFER 最优卖价 6.4546，可成交量仅为 500 万美元，远小于被申请人需执行的 5.8 亿美元成交量，14: 04: 40，市场 OFFER 最优卖价 6.4626，可成交量仅为 500 万美元，亦远小于被申请人需执行的 5 亿美元成交量，不同的成交量对应的成交价格差异体现了流动性溢价，是合理的市场价差。

综上，《违约处置文件》合法有效，且对包括申请人在内的全体清算会员具有约束力，本案违约处置过程遵循上述《违约处置文件》的规定，并具备合理性，故申请人要求被申请人赔偿其损失的请求缺乏依据，不应得到支持。

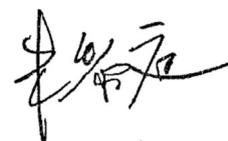
以上答辩意见，供贵院参考。

此致

上海金融法院

被申请人：银行间市场清算所股份有限公司

代理律师：朱黎庭 律师



袁晓东 律师



日期：2022年11月1日