

# 上海金融法院 金融市场案例测试机制

## 第三方意见书

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（下称“上海清算所”）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），本人阅看了相关材料，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）第十五条之规定，特此提出第三方意见，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。

### 1. 关于对冲交易价格严重偏离市场最优价的意见

#### 1.1 关于外汇交易机制

中国银行间人民币外汇市场支持竞价交易、询价交易和撮合交易等交易模式。<sup>1</sup>询价交易是指做市机构通过交易平台提供具名公开意向性报价或带量可成交报价，交易对手方通过请求报价、点击成交或订单匹配、协商交易等方式达成交易的交易模式。<sup>2</sup>撮合交易是指符合条件的会员之间按照“价格优先、时间优先”的原则，通过订单匹配或点击成交等方式达成交易的交易模式。<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> 《银行间人民币外汇市场交易规则》第三十七条。

<sup>2</sup> 《银行间人民币外汇市场交易规则》第三十九条。

<sup>3</sup> 《银行间人民币外汇市场交易规则》第四十条。

## 1.2 关于本案的对冲方案选择

根据本案事实，本案的待平仓即期头寸为 10.8 亿美元。基于这一事实，对策略选择及执行方式考量如下。

- 1.2.1 作为交易执行的首要原则，市场参与者在交易商谈和执行过程中应认真谨慎，以推动建立稳健、公平、开放、流动性充足且适度透明的外汇市场。<sup>4</sup>市场参与者应根据其职责，公平透明地处理订单。<sup>5</sup>如果将 10.8 亿美元的大额订单拆成市场可成交的小额订单连续成交（无论采取何种交易模式），可能会产生两方面的不利影响：第一，对人民币美元市场价格走向可能会产生影响与冲击，导致美元价格上涨，从而导致违约客户更大的损失；第二，对于时间在后的订单能否成交成功、平仓交易于何时全部完成等，均有很大的不确定性，从而影响违约处置流程的进度，并进一步有可能有整个市场产生不利影响。基于以上考量，违约处置专家组将 10.8 亿美元拆成 5 亿美元和 5.8 亿美元两笔较大金额的交易，有其合理性。
- 1.2.2 从执行层面，上海清算所执行了询价交易的交易模式，对于大额订单来说，执行询价交易是实际可行的。对于大额订单，竞价交易和撮合交易并不能保证交易即时完全成交，在这种情况下，选择询价交易，无论是从交易当事人还是对市场影响的角度，都是最优选择。
- 1.2.3 上海清算所以对两笔交易各选择了三家交易对手进行询价，这个询价数量从实践的角度具有一定的合理性。如果只向一家交易对手询价，则无从对询价结果进行比较，由于市场无类似大额订单成交，也无从判断交易对手报价的合理性。如果向更多的交易对手询价，则有

---

<sup>4</sup> 《全球外汇市场准则》交易执行“首要原则”。

<sup>5</sup> 《全球外汇市场准则》原则 9。

大额订单在询价的消息可能迅速在市场上蔓延，导致市场价格或交易对手报价向不利于平仓价格的方向发展，且可能对整个市场产生不利影响。因此，一方面要确保能询到可以比较的价格，另一方面又要考虑到对市场走势的影响，确定两到三家询价交易对手是合理的。本案中上海清算所确定了三个询价交易对手，并以最优报价成交，从交易实践角度具有合理性。

- 1.2.4 申请人以 NAFMII 主协议第二十五条规定的终止净额计算方（或其代理人）须尽可能寻求至少四名参考做市商于基准日提供报价为由，主张在中国市场金融衍生品交易下，类似交易的询价次数规定为四次或多次，而非三次，进而主张上海清算所关于询价三次符合交易习惯的主张并不成立。关于这一点，申请人引用的条文出自 NAFMII 主协议第二十五条关于“市场报价”的定义，而“市场报价”，是 NAFMII 主协议规定的两种计算被终止交易公允市场价值的方法之一（另一种方法是“替代交易法”，见 NAFMII 主协议第九条第（二）款），其规定的核心是终止净额计算方若与参考做市商达成交易，参考做市商应支付给该终止净额计算方或该终止净额计算方应支付给参考做市的数额，以使终止净额计算方享有的经济效果与交易未被提前终止的情况下的经济效果相同。基于此，在市场报价下，如果终止净额计算方获得三个以上的报价，则应去掉最高值与最低值，取剩余报价的算术平均值，如果小于三个报价，则应视作无法确定有关该终止交易的市场报价。这种计算被终止交易公允市场价值的方法与本案中上海清算所向市场询价以达成实际外汇交易的情形完全不同，不能混为一谈。在外汇交易市场的询价交易中，并没有一定要寻求至少四个报价的市场惯例。

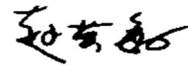
另外，可以作为参考的是，NAFMII 主协议“市场报价”的定义是参考了 1992 年 ISDA 主协议关于 Market Quotation 的定义，而 1992 年 ISDA 主协议 Market Quotation 的定义中并无需向四家参考做市商询价的规定。

- 1.2.5 A 机构所称上海清算所的平仓价格与 ODM 同时段最优报价有差异，因此主张差异损失，这个理由并不充分。ODM 是撮合交易平台，与平仓所采用的询价交易是不同的交易模式，已如前述。ODM 上的同时段最优报价是有数量限制的，并不是说 5 亿美元和 5.8 亿美元的订单也能以同时段的 ODM 最优价格成交。因此 A 机构以 ODM 的同时段最优价格主张损失赔偿，理由不足。

此致

上海金融法院

意见提供人：



日期：二〇二二年十一月二十九日

## 意见提供者简介:

赵英敏，北京大学法学硕士，现就职于星展银行（中国）有限公司，负责金融市场及衍生品业务的法律与合规工作。从2006年开始从事与金融衍生产品相关的法律与合规业务，拥有丰富的金融衍生产品及结构性产品理论知识与实践经验，熟悉外汇、利率、大宗商品、股权、信用等金融衍生产品及与之相关的结构性产品，在 ISDA 主协议、NAFMII 主协议、SAC 主协议以及信用支持文件、履约保障文件等领域拥有丰富经验。曾出版《金融衍生产品法律与实务》一书。