

《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》，“本法案”）已于2022年4月20日由全国人大常委会表决通过，标志着我国金融市场基本法律制度框架进一步走向健全，弥补了中国期货和衍生品市场领域的法律空白。《期货和衍生品法》以市场行为、市场主体、市场监管为框架，就期货交易和衍生品交易行为、结算和交割基本制度、期货交易者保护、期货经营机构规范发展、期货交易所监督管理等方面做出了明确法律规定，为中国期货和衍生品市场提供一个完整的法律框架，让期货和衍生品市场的发展“有法可依”，提升了市场的稳定性和运作效率。

自《期货和衍生品法》颁布以来，监管部门、律所、高校及行业内的学者和专家们已从宏观角度对《期货和衍生品法》进行了非常专业和深刻的解读，本文试图从实务出发，以自下而上的角度，通过市场中真实的案例解析，帮助大家了解《期货和衍生品法》在规范市场行为、防范金融风险等方面起到的诸多实质性作用，以便读者更好地理解 and 参与市场活动。

## 强化交易者保护机制

### 维护市场稳定

随着我国投资者群体持续扩大，证券期货市场已经完成了从小众市场到大众市场的转变，众多中小投资者为证券期货市场的发展注入动力和活力。《期货与衍生品法》作为期货与衍生品市场的基本法，切实强调了投资者保护工作的重要性，明确期货交易账户实名制、衍生品交易者适当性管理等具体要求，为广大投资者提供了有效法律保护。

## “劫贫济富”的侠盗“罗宾汉”

2020年6月，一位20岁的美国大二学生在罗宾汉（美国互联网券商Robinhood）移动平台中查看了自己-730,165美元的现金余额后自杀身亡。“一个没有收入的20岁青年，为什么可以撬动近百万美元的杠杆？”，他在留给家人的纸条中写出了他的困惑，并表示承担如此巨额风险并非他的本意。据报道，这位年轻人是一位接触投资不久的普通投资者，但却可以通过罗宾汉平台轻松购买期权等金融衍生品，最终投资失败导致了悲剧的发生。

罗宾汉是美国一家创立于2013年的互联网券商，该公司利用“零佣金”、“零门槛”等宣传手段，以及“新手友好”的交易界面，成功吸引了大量没有投资经验的年轻投资者，为其提供股票、ETF、期权、加密货币、融资融券等业务。在全球疫情席卷下的2020年初，仅1-4月份，罗宾汉新增开户数量就达到300万个，6月份日均交易更是达到430万笔，交易量超过所有公开交易的股票经纪商。值得注意的是，根据纽约时报做出的估计，2020年罗宾汉用户的平均账户资产仅为4800美元，不到嘉信理财（Charles Schwab）的1/50，而其账户平均期权交易量则是嘉信理财的88倍。



## 案例分析

造成此次爆仓事件的重要原因之一就是市场并不了解Archegos的真实基金规模和风险敞口。Archegos通过总收益互换和差价合约持有标的证券，以此规避对于持仓的披露。Archegos基金同时通过野村证券、瑞信、高盛、摩根士丹利、瑞银、德意志银行等多家投行进行建仓，而各家投行对此并不完全知情。投行向Archegos基金询问持仓集中度时，Archegos基金隐瞒了实情，并未告知其真实的持仓情况。美国证券交易委员会在4月27日的公告中称，2021年3月时，Archegos实际拥有ViacomCBS公司50%以上的可自由交易的股票，此外，Archegos还多次占几家公司日交易量的35%以上。Archegos基金因为隐瞒和欺骗给金融市场、投行和普通投资者造成了重大的损害。

《期货和衍生品法》中的交易报告库制度，有助于避免类似Archegos爆仓事件的

发生。通过对交易信息的收集、分析和管理的，及时识别肆意加杠杆、日交易量较高等异常交易行为，并及时向市场披露有关信息，有效防范金融风险，维护衍生品市场的稳定。建立完善的交易报告库制度，可在保护衍生品市场交易者的同时，满足监管机构对于市场风险管理需求，促进期货衍生品市场交易更加公开透明，有效识别和防范衍生品市场中的风险事件。

## 确立终止净额结算的法律效力

### 增强国际金融市场竞争力

《期货与衍生品法》颁布前，我国市场上已有终止净额结算的相关实践，但未在法律层面上做出明确规定，致使一些国际协会或国际金融机构并不认为中国是认可净额结算的司法管辖区，中资机构与国际机构开展跨境衍生品交易时，担保品收取方面存在与国际准则不统一的交易限制，经常被要求提供更多的担保品，无形中增加了交易的成本，而净额结算制度的确立是国际市场将中资机构纳入公平竞争平台的坚实基础。

如今《期货和衍生品法》中对于终止净额结算的规定代表着中国在立法上确认终止净额结算的法律效力。与此同时，2022年4月22日，国际掉期与衍生工具协会（ISDA，International Swaps and Derivatives Association，以下简称ISDA）在其官网“净额结算立法”一栏将中国由“待观察”更新为“已采纳”，认可中国属于有效支持终止净额结算不可撤销的司法管辖区。

### 终止净额结算规则介绍

在遵守单一协议机制下的两个交易对手之间进行场外衍生品交易，当交易一方发生违约或者终止事件时守约方可通过终止净额结算的方式进行交易，即守约一方有权终止其与违约一方在主协议项下的所有未到期的衍生金融合约，并按照约定的盈亏轧差计算出净额，将余额转化为一个单一的应付或应收金额。

例如，假设机构A和机构B之间达成两笔互换交易。互换交易1结果为机构A需向机构B支付100万元，互换交易2结果为机构B需向机构A支付80万元，且机构B发生破产或违约事件。

若采取终止净额结算的方式，机构A向机构B发出交易终止的通知，并针对两笔交易进行估值，确定净余额为-20万元，即守约方机构A向违约方B支付20万元结算金额。若不采取净额的方式，可能出现机构A已经向机构B支付了100万元，同时无法确认何时可追回机构B需要支付的80万元的情形。由此可见，采用终止净额结算的方式，可大幅减小风险敞口。



### 终止净额结算益处

2021年12月，ISDA委托波士顿咨询公司（BCG）撰写白皮书《发展安全、稳健、高效的中国衍生品市场》，文中阐述了终止净额结算的裨益包括：（1）交易对手方可以将所有应付款项简化为一方应向另一方支付的单笔净额款项，从而能够以净额而非总额的方式计算风险敞口，这样就能更有效地使用信用额度，借助担保品来降低风险敞口，并减少满足监管需求所需的资本公积；（2）降低成本，提高市场流动性，减少信用风险和系统性风险；（3）为回购市场的建立和高流动性衍生品对冲市场的发展打下基础。

ISDA更早期的一份研究报告曾指出，根据国际清算银行的数据，截至2009年6月，全球银行的净信贷敞口为3.7万亿美元，而总市值为25.4

万亿美元。采用终止净额结算已将场外衍生品信用风险敞口减少了 85% 以上，如果没有净额结算制度，全球银行可能面临超过 5000 亿美元的资本缺口，由此可见终止净额结算大大减少了风险敞口。

《期货与衍生品法》中关于终止时净额结算的规定，不仅进一步完善了风险控制制度，夯实了市场运行的稳定性，也使中资机构在国际市场中拥有公平竞争的机会，推动了中国期货与衍生品市场与国际接轨的进程。

### 结语

随着金融全球化进程的加剧，我国期货及衍生品市场所面临的场景日趋复杂，只有建立一个公平、有效、健全的法律制度，才能有效防范、控制和化解各类金融风险事件，保障各方合法权益，维护国家经济的安全。《期货及衍生品法》的颁布恰逢其时，为期货和衍生品市场的蓬勃发展提供了重要的法律保障，使得期货和衍生品市场的发展更具深度和广度，逐步走向成熟。

《期货及衍生品法》全面系统地规定了期货和衍生品市场各项基础制度，力求达到公平、有效、透明的交易机制。它的颁布和实施，有助于期货市场发挥其发现价格、管理风险和配置资源的功能，有助于及时识别隐蔽而复杂的风险事件，有助于提升我国期货和衍生品市场在国际中的核心竞争力和影响力，是实体经济发展的重要保障，是金融改革和创新的重要推动力。《期货及衍生品法》的颁布，标志着中国期货和衍生品市场将会进入蓬勃发展的新时期，中国期货和衍生品市场即将开启华彩的新篇章。