场外衍生品初始保证金：国际规则与境内实践

吴紫艳　施　睿

摘　要　自2022年起，巴塞尔委员会和国际证监会组织制定的保证金规定进入第六阶段，与此同时，中国《期货与衍生品法》确立了净额结算的法律地位，越来越多的中资机构面临被动适用境外交易对手的当地初始保证金规则。日前，国家金融监督管理总局也发布了中国境内的强制保证金规则，中资银行类机构将同时面临直接适用初始保证金规则。本文梳理了初始保证金国际监管规则的主要内容，包括规则出台的历程、具体适用规则、文件体系等，分析了初始保证金规则对中资机构的影响及中资机构需要开展的应对工作。

关键词　初始保证金　非集中清算的场外衍生品　托管人

一、初始保证金国际监管要求

（一）基于金融危机的教训：初始保证金与变动保证金规则的历史沿革

1. 金融危机引发监管机构强化场外衍生品监管

2008年之前，欧美各国普遍对场外衍生品市场采取较为宽松的监管政策，场外衍生品市场蓬勃发展。其中，信用违约互换（CDS）等信用类衍生品成为银行等金融机构管理信用风险的重要工具之一。场外衍生品市场帮助市场参与者更好地管理风险，提高风险的定价效率，并增加了流动性。然而，2007—2008年的金融危机暴露出了场外衍生品的问题，这些问题后来被认为是导致整个市场系统性风险的重要原因之一。当时场外衍生品市场的问题包括：交易对手方信用风险大量累积，但并未进行有效管理；大量场外合约使得风险迅速蔓延；场外衍生品市场缺乏透明度导致经济出现危机时加速了市场信心的丧失；加剧了市场流动性的枯竭（Financial Stability Board，2017）。

2008年全球金融危机之后，20国集团领导人致力于研究在各自司法管辖区内推动制定一系列监管要求，以缓释金融行业的系统性风险，其中也包括对非集中清算的场外衍生品交易的系统性风险的一些监管要求。2008年11月，在雷曼兄弟公司破产2个月后的G20华盛顿峰会上，20国集团领导人将“日益复杂及不透明的金融产品，以及由此导致的过高杠杆”视为全球金融危机的根源之一，并提出各国监管机构应当“加快推进进度，以减少信用违约互换以及场外衍生品交易的系统性风险，提高场外衍生品市场的透明度”（G20 Declaration，2008）。

吴紫艳，中信证券股份有限公司合规部合规主管、高级副总裁；施睿，中信证券股份有限公司合规部合规经理、副总裁。

其后，2009 年 G20 匹兹堡峰会达成了关于场外衍生品业务的四项共识（G20 Leaders Statement，2009），具体包括通过电子平台达成场外衍生品交易、集中清算、交易报告、更高资本等四项要求。2011 年的 G20 戛纳峰会上，G20 领导人再次提出并要求巴塞尔委员会（Basel Committee on Banking Supervision，BCBS）、国际证监会组织（International Organization for Securities Commission，IOSCO）及其他相关组织制定关于非集中清算的场外衍生品交易的保证金标准建议（Leaders' Declaration，2011）。

2. 监管机构出台非集中清算的场外衍生品交易的保证金要求

为落实 G20 峰会的要求，2013 年 9 月，BCBS 及 IOSCO（2013）正式发布《非集中清算的场外衍生品交易的保证金要求》(Margin Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives)，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（Variation Margin,VM）及初始保证金（Initial Margin, IM），以缓释交易对手的信用风险。随后，这套规则于 2015 年、2019 年及 2020 年进行了三次修订。目前现行有效的版本是 BCBS 及 IOSCO（2020）于 2020 年 4 月发布的版本（以下简称 BCBS-IOSCO 保证金规定）。

在该版本中，BCBS 及 IOSCO 提出了关于非集中清算的场外衍生品交易保证金监管要求的八项基本原则，并做了详细阐述，为各国制定本司法管辖区内的监管保证金规则奠定了基本要求。简言之，这八项基本原则是：

①所有非集中清算的场外衍生品交易均应有适当的保证金规则；

②所有参与非集中清算的场外衍生品交易的金融机构及系统性重要非金融机构均需交换初始保证金及变动保证金，以适当缓释交易对手风险；

③计算初始保证金及变动保证金的方法应当在所有规则约束的实体内保持一致、能够反映交易的潜在未来敞口（针对初始保证金）及当前敞口（针对变动保证金）；

④作为初始保证金及变动保证金担保品的资产应当具有很高的流动性，并在金融危机极端情形下能够保值（考虑适当的折扣率后），以确保担保品能够在合理时间内得到处置，从而在交易一方违约情形下充分保护保证金收取方的利益；

⑤初始保证金为双方交换，且不得进行轧差，并确保在提交方破产的情形下能够充分保护收取方的利益；

⑥公司与其关联方之间的交易适用的规则应当与该司法管辖区的法律合规体系保持一致；

⑦不同司法管辖区的监管保证金规则应当互相协调，以确保跨司法管辖区的场外衍生品交易适用的保证金规则尽量一致且不会重复收取；

⑧保证金规则应当在一段合理的期间内分步实施，以确保实施新的监管保证金要求的成本可以合理控制。

从这八项原则性要求可以看出，BCBS-IOSCO 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方面提出要求。目前，境外主要的司法管辖区如欧盟均已参考 BCBS-IOSCO 保证金规定，制定了本司法管辖区内机构适用的监管保证金规则（以下简称当地监管保证金规则）。

总体上来看，各司法管辖区的当地监管保证金规则在基本原则和基本要求上是相近的，在部分规则的适用门槛、合格担保品要求等具体适用规则上略有不同。

综合前述沿革进程可以看到，初始及变动保证金规则的诞生，是为了解决场外衍生品交易的系统性风险，通过要求交易双方互相支付高流动性、能够快速处置的担保品的方式，以更大程度地缓释交易对手风险，防止风险在参与交易的双方之间传递。在缓释前述风险的具体安排上，BCBS-IOSCO 保证金规定提出了初始保证金与变动保证金两种形式。这两类保证金作用不同，分别覆盖不同的风险敞口，彼此之间具有不可替代性。

（二）初始保证金与变动保证金的区别

在 BCBS-IOSCO 保证金规定里，场外衍生品的强制保证金类型包括两类，一类是变动保证金，一类是初始保证金。这两类保证金从作用、性质以及收取的方式等方面均存在差别。当前国际市场主体之间开展场外衍生品交易主要采用的协议是国际掉期与衍生品协会（International Swaps and Derivatives Association，ISDA）制定的 ISDA 主协议（ISDA Master Agreement）及其文件群（包括补充协议、定义文件、履约保障协议等），双方签署的强制保证金协议属于主协议的履约保障协议，是为了保障 ISDA 主协议项下的场外衍生品交易的履约，ISDA 主协议项下的债务是强制保证金安排所保障的主债务。下文在分析两类保证金的不同之处时，将援引 ISDA 主协议的一些基本制度设计。

1. 保护敞口、支付方向及担保品法律形式不同

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，所以对变动保证金而言，在每个计算日仅由一方向另一方支付。对于支付的担保品，依据履约保障协议所适用的法律不同，采取的法律形式也不同：对于适用英国法的履约保障协议安排，交易双方采取的是所有权转让的方式，也就是支付方直接将担保品的所有权转让给接收方；对于适用纽约法的履约保障协议安排，交易双方采取的是质押的方式，即支付方在担保品之上为接收方创设一个担保物权。

初始保证金保护的则是另外一种性质的敞口，它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，中间可能会花费一定的时间，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（图 1）。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。

如果初始保证金仍采取所有权转让的方式，而担保品收取方将取得的担保品进行转让、转质押等，将导致第三方取得对担保品的所有权或其他物权，从而导致

将来在对方违约后对担保品进行处置时出现各种法律障碍；同时，已支付的担保品可能无法实现与担保品收取方破产隔离的效果。因此，在法律形式上，初始保证金有隔离的要求，需要以非所有权转让，即质押的方式交给第三方托管人保管。实现的效果是，交付的担保品能够不受交易双方以及第三方托管人违约或破产的影响，从而在最大程度上保护交易双方的利益。

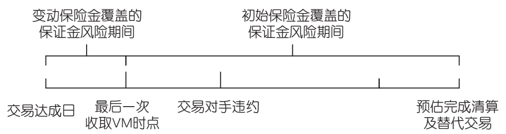


图 1　变动保证金与初始保证金覆盖的风险期间图例

2. 合格担保品的资产类型不同

BCBS-IOSCO 保证金规定指出，无论是变动保证金还是初始保证金，构成保证金的合格资产都应当具备以下特征：**一是**具备高流动性，并在考虑适当的折扣率之后，在金融危机的情形下也能够保值；**二是**合格资产在较大程度上不应受到信用风险、市场风险及外汇风险的影响，因此，针对这些风险应当对担保品设置适当的折扣率；**三是**合格资产的价值不应当与交易对手信用风险状况呈较强相关性。在此原则下，BCBS-IOSCO 保证金规定要求各国监管机构结合各市场基本情况自行制定合格担保品清单，并给出了如下资产清单作为参考：现金、高质量政府及央行发行的债券、高质量企业债券、高质量有担保债券、主要股票指数的成分股股票以及黄金。在此基础上，境外各司法管辖区在其当地监管保证金规则中会列出合格担保品资产清单。

值得注意的是，尽管 BCBS-IOSCO 保证金规定对于初始保证金和变动保证金的合格担保品提出了相同的原则要求，但在实践中，由于担保品法律形式存在所有权转让式与质押式的区别，考虑现金质押在当地法律的可行性、担保品的最大化利用效率等原因，市场参与者大多选择现金作为主要的变动保证金担保品、以政府债券为主的债券作为主要的初始保证金担保品。根据 ISDA（2024）发布的《ISDA 2023 年度保证金调查报告》（ISDA Margin Survey Year-end 2023），截至 2023 年底，全球主要场外衍生品参与者共计交换了 1.4 万亿美元的保证金，其中包括 4 620 亿美元的初始保证金及 9 445 亿美元的变动保证金。以第一阶段实体[①]交换的担保品类型为例，对初始保证金而言，其中 72.7% 由政府债券构成，25.2% 由其他债券构成，现金仅占其中的 2.1%；对变动保证金而言，其主要形式为现金（75.5%），其次为政府债券（18.6%）和其他债券（5.9%）。综合上述，变动保证金及初始保证金的主要不同点总结如表 1 所示。

随着强制保证金规则的推行，部分司法管辖区已经开始适用相关的规则。因此，我国《期货和衍生品法》正式实施后，中资机构首先面临的问题是，本机构是否需要适用初始保证金规则、如何适用初始保证金规则以及如何计算初始保证金。因此，下文将结合国际主要初始保证金规则，介绍其具体适用情形。

① 关于初始保证金分阶段实施的安排，详见本文“二、初始保证金国际监管要求的适用”。

表 1　变动保证金与初始保证金的不同点

名称	变动保证金（VM）	初始保证金（IM）
保护的敞口	合同一方就已经开展的场外衍生品交易面临的当前市场价值的敞口	因交易对手违约而产生的当前以及潜在的未来风险敞口
支付方向	在每个计算日，仅一方需要向另一方提供	在每个计算日，双方均需要向对方提供
担保品法律形式	以所有权转让式为主、质押式为辅	质押式
合格担保品种类	现金、证券等各司法管辖区认可的合格担保品，实践中以现金为主	现金、证券等各司法管辖区认可的合格担保品，实践中以政府债券为主

二、初始保证金国际监管要求的适用

（一）谁需要适用：直接适用与被动适用两种情形

1. 适用规则

在初始保证金监管要求的适用上，存在直接适用与被动适用两种情形。①**直接适用**，如果该机构所在司法管辖区的监管部门出台了当地初始保证金规则，且该机构属于当地初始保证金规则界定的金融机构或系统性重要非金融机构，则该机构需要直接适用所在司法管辖区的当地初始保证金规则。这意味着，该机构与所有达到当地初始保证金规则最低门槛要求的场外衍生品交易对手（无论该交易对手所在的司法管辖区是否出台了当地初始保证金规则，但一般当地初始保证金规则会将主权国家、中央银行等特定类型的对手方排除在外）开展的非集中清算的场外衍生品交易都需要交换初始保证金。②**被动适用**，即该机构所在的司法管辖区的监管部门尚未正式施行适用于该机构的当地初始保证金规则，但其交易对手需要直接适用初始保证金规则，则该机构需要被动适用交易对手所在司法管辖区的当地初始保证金规则。

简言之，在直接适用的情形下，受监管的机构有法定义务需要遵守当地初始保证金规则；在被动适用的情形下，特定机构仅基于与交易对手之间签署的初始保证金系列文件约定的合同义务而被动遵守交易对手的当地初始保证金规则。

根据 BCBS-IOSCO 提出的基本原则，保证金规则在一段合理的期间内分步实施。直接适用的受监管实体需要评估自己与交易对手在相关期间内的平均累计交易名义金额 (Average Aggregated Notional Amount，AANA)，若在相关期间内超过了该阶段对应的 AANA 起点金额，则需要在对应的时间内开始正式实施初始保证金规则。AANA 计算的是相关期间内某一机构非集中清算的场外衍生品交易的存续名义本金总规模，在计算时该机构集团内的实体所开展交易的名义本金规模需要合并计算。BCBS-IOSCO 保证金规定建议的实施安排如表 2，各司法管辖区在当地初始保证金规则中，均参考该表的 AANA 起点金额，约定了本司法管辖区内法定货币计价的起点金额。

2. 中资机构适用初始保证金规则的情形

一方面，欧盟、澳大利亚等境外多个司法管辖区的当地保证金规则中，均有一项非净额结算的司法管辖区（Non-netting Jurisdiction）豁免，即如果交易对手所在的司法管辖区被普遍认为是非净额结算的司法管辖区，则不需要交换初始保证金。

表 2　BCBS-IOSCO 初始保证金分阶段实施安排表

阶段	相关期间	AANA 起点金额	分阶段实施日期
第一阶段	2016 年 3—5 月	30 000 亿欧元	2016.9.1—2017.8.31
第二阶段	2017 年 3—5 月	22 500 亿欧元	2017.9.1—2018.8.31
第三阶段	2018 年 3—5 月	15 000 亿欧元	2018.9.1—2019.8.31
第四阶段	2019 年 3—5 月	7 500 亿欧元	2019.9.1—2021.8.31
第五阶段	2021 年 3—5 月	500 亿欧元	2021.9.1—2022.8.31
第六阶段	2022 年 3—5 月	80 亿欧元	2022.9.1 起全面落实

资料来源:《非集中清算的场外衍生品交易的保证金要求》。

中国《期货和衍生品法》于 2022 年 8 月 1 日正式实施之后，中国已被国际社会普遍认可为支持净额结算的司法管辖区，因此该项豁免不再适用。中国境内的金融机构及一般企业（以下简称中资机构）在与境外受监管金融机构开展场外衍生品交易时，如果自身（集团内的实体合并计算）在相关期间内的 AANA 超过了对应的 AANA 起点金额，则需要被动适用交易对手所在司法管辖区的当地初始保证金规则。

另一方面，国家金融监督管理总局（以下简称金融监督总局）于 2024 年 12 月 30 日发布了《金融机构非集中清算衍生品交易保证金管理办法》（以下简称《办法》），奠定了适用于我国境内金融监管总局监管的银行业金融机构、保险业金融机构和金融控股公司（以下合称中资银行类机构）的当地初始保证金规则基础。根据该《办法》，达到《办法》规定的 AANA 起点金额的中资银行类机构将最早自 2027 年 9 月 1 日开始直接适用《办法》关于初始保证金的相关规则。

综合上述，对中资机构而言，关于初始保证金规则的适用总结如下。

①自中国《期货和衍生品法》于 2022 年 8 月 1 日实施后，中国已被国际社会普遍认可为支持净额结算的司法管辖区，中资机构将不再享受非净额结算的司法管辖区豁免。因此，若中资机构集团内实体的 AANA 合计超过了表 2 对应的起点金额，则需要自对应的时间点起被动适用交易对手的当地初始保证金规则。例如，某中资机构在 2022 年 3 月、4 月、5 月这三个月，与其所有交易对手开展的非集中清算的场外衍生品交易（含该中资机构在中国境内外开展的非集中清算的场外衍生品）的规模的月末平均值超过 80 亿欧元或等值人民币，则自 2022 年 9 月起，其应该被动适用境外交易对手的当地初始保证金规则。

②特别地，对中资银行类机构而言，若其集团内实体的合计 AANA 起点金额达到或超过了《办法》规定的起点金额，则将最早自 2027 年 9 月 1 日开始直接适用《办法》关于初始保证金的相关规则。这意味着，该中资银行类机构与其交易对手在境内开展的非集中清算的场外衍生品交易，除符合《办法》规定的豁免情形外，也需要按照《办法》的要求交换初始保证金。

（二）如何确定需要交换的初始保证金金额

如果一家机构根据上述规则确定需要适用初始保证金监管规则之后，下一步需要考虑的是如何计算需要交换的初始保证金金额。由于《办法》规定的中国境内当地初始保证金规则尚未正式施行，下文将以 BCBS-IOSCO 保证金规定为例介绍相关适用规则。通常而言，机构需要考虑以下事项。

①**确定计算模型。**目前市场上通行的

模型是两类,第一类是标准化的初始保证金附件（Standardised Initial Margin Schedule，又称为“网格法”），第二类是量化组合保证金模型（Quantitative Portfolio Margin Model）。第一类方法的计算较为简单，根据监管认可的不同标的对应的保证金率并进行净额对全额比例调整确定初始保证金金额；第二类方法的计算则更为复杂，它是基于对所有存续场外衍生品交易组合进行量化分析的视角，综合计算出的一个初始保证金金额。ISDA 开发了自己的量化组合保证金模型 ISDA SIMM™，目前在行业中运用较为广泛。

②确定适用的当地初始保证金规则。一般来说，若交易双方中仅有一方属于当地初始保证金规则约束的受监管机构，则双方需要适用该套初始保证金规则；但在很多情况下，交易双方可能受制于多套当地初始保证金规则的约束，例如，交易双方位于不同的司法管辖区，且均属于各自所在司法管辖区当地初始保证金规则约束的受监管机构；又或者，交易一方本身受制于多套当地初始保证金规则的约束，例如，总部位于美国境内的银行在新加坡设立的分行，需要同时受制于美国及新加坡当地初始保证金规则的约束。交易双方需要在初始保证金文件中，逐一列举适用的当地初始保证金规则。若交易双方适用于多套当地初始保证金规则，当不同的当地初始保证金规则发生冲突时,需要遵循“从严适用”（strictest of）的原则。

③确定覆盖的交易范围。确定双方的交易需要适用初始保证金规则后，并非双方开展的所有场外衍生品交易均需要纳入初始保证金计算范围。首先，集中清算的场外衍生品交易不需要纳入计算范围；其次，对于一些特殊的交易，比如，实物结算的外汇远期和外汇掉期等，也被排除在计算范围之外。具体覆盖的交易范围，则以双方适用的当地初始保证金规则的要求为准。

④确定保证金计算方法。交易双方在确定保证金计算规则时，还需要考虑已经签署的其他 ISDA 履约保障协议（CSA/CSD）及交易确认书中是否约定了独立金额（Independent Amount）。独立金额并非监管机构强制要求交换的保证金，是双方结合开展的交易具体情况协商确定的一笔资金；在初始保证金规则出台之前，独立金额从性质上实际上起到了和初始保证金相同的效果，即覆盖的敞口类型与初始保证金相同。因此，在交易双方正式签署初始保证金文件、开始交换初始保证金之后，需要考虑初始保证金与独立金额的关系。

一般而言，从对独立金额的不同处理机制角度来区分，初始保证金有三种计算方法：方法一，差异化计算方法（Distinct Margin Flow Approach），即初始保证金与独立金额为两笔独立的现金流，双方根据初始保证金模型及文件计算出的应交换初始保证金不影响独立金额的支付；方法二，分配式方法（Allocated Margin Flow Approach），即双方应根据初始保证金模型及文件计算出的应交换初始保证金进行支付，但在计算独立金额时，则从其中减去已经交换的初始保证金的部分；方法三，孰大化计算方法（Greater of Margin Flow Approach），即交易双方仅需要根据初始保证金模型及文件计算出的应交换初始保证金与独立金额的孰大值进行支付。可以看到，以上三种不同的初始保证金计算方法，对于交易双方实际产生的保证金占用规模

是不一样的。实践当中，交易双方一般结合相关系统的可支持性、计算的复杂性与便利性等方面综合考虑并确定其中一种计算方法。

⑤确定计算机构。可以由交易双方或者交易一方来负责计算初始保证金，也可以选择第三方计算机构来计算初始保证金。如果使用 ISDA SIMM™ 模型作为初始保证金计算模型，也可以委托给 ISDA 授权的第三方外包机构负责计算。

⑥确定是否达到起点金额。初始保证金监管规则中规定了法定起点金额，即对任一担保品提供方而言，只要计算出来的应交初始保证金金额不超过该起点金额，则不需要实际缴纳，这相当于是担保品接收方赋予给担保品提供方的授信额度。BCBS-IOSCO 保证金规定里要求的起点金额为不超过 5 000 万欧元，各司法管辖区的当地初始保证金规则中都规定了适用于本司法管辖区内受监管机构的起点金额上限。关于起点金额需要特别注意的是，起点金额是一个集团内的实体合并计算的。也就是说，如果母公司和子公司都与同一交易对手开展交易，母公司和子公司需要合并适用起点金额，实操中，母公司和子公司需要对起点金额进行内部分配，并分别在与交易对手的初始保证金文件中予以明确（合并不得超过监管机构规定的起点金额上限）。

上述与初始保证金规则的计算相关的各项因素，都需要在交易双方签署的初始保证金相关法律文件中予以明确约定。下文将介绍目前市场上通行的两类文件体系，以及涉及的法律文件的主要构成及内容。

三、境外初始保证金文件体系

如前所述，场外衍生品保证金的法律形式包括两种，转让式履约保障和质押式履约保障，一般情况下，变动保证金采用转让式履约保障。对所有权转让式履约保障而言，交易一方需要将合格履约保障品直接以所有权转让的方式转移给交易对方，因此，转让式履约保障的协议文件一般仅需在交易双方之间进行签署。初始保证金通常采取的是质押式履约保障安排，相关担保品需要存放在独立第三方托管人处以实现破产隔离的法律效果，因此相关的文件体系更加复杂。

目前市场上主要有两类托管人：一类是国际性中央证券存管机构，例如，欧洲清算银行（Euroclear，欧清）和明讯银行（Clearstream，明讯）；另一类是银行托管人，如纽约梅隆银行（Bank of New York Mellon，BNYM）。这两类托管人在提供其他场景下的托管业务时，已经各自形成相对成熟的协议体系。ISDA 为了与其现行协议体系保持一致，也分别针对这两类托管人制定了不同的标准初始保证金文件。

（一）证券存管机构担任托管人的文件体系

若衍生品交易一方选择了证券存管机构如欧清或明讯作为托管人，则需要签署的协议一般包括：交易双方签订欧清 / 明讯担保品交付协议（Collateral Transfer Agreement）、双方签订欧清 / 明讯担保协议（Security Agreement）以及欧清 / 明讯开户文件。担保品交付协议是其中比较重要的一份文件，约定双方适用何种当地初始保证金规则、适用初始保证金的交易范围、计算初始保证金的方法、在托管人发生异常事件时的处理机制等；担保协议则用于设定法律上有效的担保权益，约定担

保品收取方何时可以取得担保品、担保品提交方何时可以取回担保品以及各类主体出现破产等异常事件时有关担保权益的处理机制等。

从账户体系上来看，以欧清为例，若交易一方选择其作为托管人，则交易双方均需在欧清开立主账户及抵押品隔离账户。对于担保品提供方拟质押出去的担保品，放在主账户内；而抵押品隔离账户则用于接收交易对方提供的担保品。在需要支付担保品时，需要双方在协议约定的时间节点前向欧清发出相匹配的指令，欧清在收到指令后，将需要交换的担保品从担保品提供方的主账户划转至担保品接收方的抵押品隔离账户。当发生协议约定的担保品接收方可以取得担保品的情形时，担保品接收方可以通过公开拍卖、非公开销售等其他比利时法律[①]允许的方式处置担保品。在最后担保品释放日（Final Security Release Date），若双方所有存续交易均已履行完毕、担保品提供方对担保品接收方不再负有任何未偿还义务时，担保品接收方应当指示欧清将所有剩余担保品转回给担保品提供方。

（二）银行担任托管人的文件体系

若衍生品交易一方选择了银行作为托管人，则需要签署的协议一般包括：交易双方签署《ISDA 初始保证金信用支持契据》（ISDA IM CSD，准据法为英国法）或《ISDA 初始保证金信用支持协议》（ISDA IM CSA，准据法为美国纽约州法）、交易双方及银行托管人签署的三方账户控制协议（Account Control Agreement，ACA）、作为三方账户控制协议附件的合格担保品附件（Eligible Collateral Schedule），以及托管行开户文件。

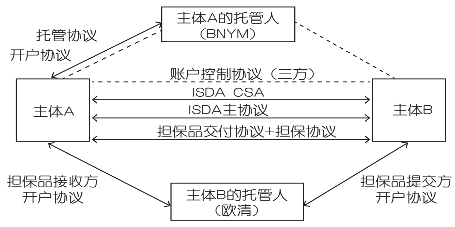
从账户体系上来看，以纽约梅隆银行为例，担保品支付方需要在纽约梅隆银行开立担保品隔离账户，并向该担保品隔离账户内转移足以支付初始保证金金额的担保品。当发生协议约定的担保品接收方可以取得担保品的情形时，由担保品接收方向纽约梅隆银行发送排他控制通知（Notice of Exclusive Control），要求纽约梅隆银行将担保品隔离账户内的担保品划付至其指定的账户。若双方存续交易均已履行完毕、担保品提供方对担保品接收方不再负有任何未偿还义务时，担保品提供方可以向纽约梅隆银行发送控制事件通知（Control Event Notice），纽约梅隆银行将按照担保品提供方的指示将所有剩余担保品转回给担保品提供方。

银行担任托管人的文件体系与证券存管机构作为托管人的文件体系不同，但需要约定的基本内容大体一致。银行担任托管人的文件体系中没有单独的担保协议，而是通过在 ISDA IM CSD/ISDA IM CSA 内设置担保条款的方式，创设担保权益，ISDA IM CSD/ISDA IM CSA 同时约定初始保证金的具体计算规则；三方账户控制协议则主要约定担保品的提交、替换、取回规则。

实践中，由于初始保证金的交换是双向不可轧差的，若交易双方基于各自商业考量选择了不同类型的托管人，则为了保障各方的权利义务，需要签署的协议体系就会非常复杂。具体而言，假设主体 A 选择银行（纽约梅隆银行）作为其托管人，

① 因为欧清注册地在比利时，因此选择欧清作为托管人的，相关的担保协议适用比利时法律。

主体B选择证券存管机构（欧清）作为其托管人，则需要签署的初始保证金文件包括：ISDA IM CSD或ISDA CSA、与纽约梅隆银行签署的三方账户控制协议及合格担保品附件、纽约梅隆银行开户文件、欧清担保品交付协议、欧清担保协议及欧清开户文件，具体的文件结构可能如图2所示。



资料来源：作者整理。

图2 双方选择不同托管人情形下的初始保证金文件

四、初始保证金规则对中资机构的影响与境内进展

我国《期货与衍生品法》正式实施之后，达到AANA起点金额的中资机构在与境外金融机构（含系统性重要非金融机构，下同）开展跨境场外衍生品交易的过程中，将面临被动适用交易对手所在司法管辖区当地初始保证金规则的问题。而金融监管总局《办法》正式实施后，中资银行类机构也将最早自2027年9月1日开始直接适用《办法》关于初始保证金的相关规则。这对中资机构而言，是个不小的挑战。

（一）初始保证金规则对中资机构的影响

1. 中资机构面临的影响

对中资机构尤其是中资银行类机构而言，在境内开展场外衍生品交易目前仍主要采用授信模式来管理风险。而初始保证金规则与传统授信模式完全不同，是一套全新的信用风险管理机制，意味着中资机构可能面临以下影响：①根据该中资机构开展的非集中清算的场外衍生品交易的规模，其与境外金融机构及境内交易对手开始正式交换初始保证金将面临一个最终期限。在该最终期限之前，中资机构需要完成所有前期准备工作、完成初始保证金文件的签署。②需要有充分、足够的资产作为合格担保品。初始保证金对中资机构而言，意味着额外的资金与担保品占用，中资机构需要结合自身开展场外衍生品交易的规模，合理评估预计将要交换的初始保证金规模，做好境内外合格担保品资产的储备和管理。③需要建立与初始保证金规则相适应的担保品管理机制，做好日常担保品的管理。

2. 中资机构需要做好的准备

结合前述分析，以被动适用境外交易对手的当地初始保证金规则为例，本文认为目前中资机构需要从以下方面做好准备与安排。

（1）统计评估本集团在对应期间内开展的非集中清算的场外衍生品交易规模，确定是否达到了第五阶段或第六阶段的AANA起点金额。在统计过程中，需要全面理清本集团开展的衍生品业务的主要类型，区分集中清算和非集中清算的场外衍生品业务，确认可以豁免统计的业务范围，同时要明确计算标准，并合并计算子公司的衍生品交易。

（2）若评估达到了境外交易对手所在司法管辖区的起点金额，则中资机构需要被动适用交易对手的当地保证金规则，因此需要逐一与境外交易对手确定适用哪个司法管辖区的初始保证金规则。对已在境外设立了子公司或分支机构的中资机构而

言，其境外子公司或分支机构可能同时面临直接适用与被动适用的问题，这取决于其境外子公司或分支机构在境外开展场外衍生品交易的业务模式与业务规模，需要逐案评估。

（3）选定托管人，完成初始保证金相关账户的开立，并与托管人及交易对手签署初始保证金文件等工作。①在交易双方选定托管人后，需要根据银行托管人或者证券存管机构托管人的要求开立相关的账户，用于提取或者接收保证金担保品。②确定所采用的初始保证金计算模型并完成系统建设或者部署。若中资机构确定选择ISDA SIMM™ 作为计算初始保证金的模型，则通常需要采购并部署ISDA授权的SIMM供应商提供的初始保证金计算、额度监控、担保品管理及其他相关服务的系统或软件。③由专门的团队负责与交易对手、托管人进行初始保证金担保协议等各相关法律文本的谈判和签署。

（4）确定担保品和进行担保品管理。①与交易对手确定合格担保品范围。一方面，需要结合交易对手所在司法管辖区当地初始保证金规则对于合格担保品及其折扣率的要求进行评估分析；另一方面，提交担保品时注意选择对自身日常交易影响较小的担保品，对于接收的担保品应结合自身风险偏好确定范围，注意选择流动性较好的标的。②合理评估预计占用的合格担保品规模，提前做好资金及证券安排。③做好持续的担保品盯市管理。

（5）加强内部机制建设。①初始保证金规则落地，涉及保证金计算、估值盯市、追保等诸多业务环节，均需要强有力的系统支持，中资机构应做好系统方面的开发和准备。②完善内部分工。初始保证金规则复杂，涉及业务部门、法律合规部门、风控部门、清算部门、资金部门等多个部门的协同配合。其中，法律合规部门主要负责境外初始保证金规则的适用评估、相关协议谈判等，风控部门主要负责初始保证金模型的确定及运作监督、合格担保品明细的梳理、逐日盯市等，清算部门主要负责与交易对手进行逐日追保、计算不一致时的争议解决等，资金部门主要负责安排足以覆盖初始保证金追保要求的合格担保品，业务部门则应当在每一个环节做好与交易对手的沟通，确保初始保证金提交/收取全流程的正常运转。③持续提高自身的担保品管理能力，完善追保机制、担保品替换机制、估值机制、担保品库存管理机制等内部管理流程和管理机制，为更高频率、更大金额的初始保证金交换做好准备。④加强培训，提升内部员工对初始保证金规则、系统、管理机制的熟悉程度和业务能力，降低操作风险。⑤必要的时候，聘请外部专业律师等中介机构，协助完成法律协议文本审核、系统开发等工作。

据了解，目前已有部分大型中资金融机构进入被动适用境外初始保证金规则的阶段，相关金融机构已逐渐开始与境外交易对手就初始保证金规则的适用进行协议谈判、选择托管机构等工作。但相关工作内容繁杂，将是一项巨大的系统工程，境内机构还有很长的路要走。对未来将按照金融监管总局《办法》规定直接适用中国当地初始保证金规则的中资银行类机构而言，除按照《办法》的规定完成前述相关准备工作外，对于《办法》中尚待进一步明确的事项，例如，第三方托管机构如何选定、初始保证金模型如何确定、与跨境交易对手的当地保证金规则并行适用时如

何进行替代合规等，尚需监管部门进一步明确后，再进行相应准备部署。

（二）境内相关最新进展：探索使用人民币债券作为合格担保品

如前文所述，初始保证金合格担保品主要由政府债券构成。目前中资机构与境外交易对手方交换的初始保证金，仍以境外政府债券为主。衍生品参与者都希望推动人民币债券作为合格担保品。金融监管总局《办法》第三十二条也指出，“鼓励金融机构使用人民币资产作为保证金”。一方面人民币债券的国际认可度正在持续提升，境外投资者进入中国债券市场的速度日益加快；另一方面如果能够使用人民币债券等人民币资产作为合格担保品，对中资机构而言意味着更高的资产使用效率；而已进入中国债券市场的境外投资者，也可以盘活其持有的人民币债券，提高资产使用效率。因此，推动人民币债券作为初始保证金的合格担保品，对中资机构和中国衍生品市场、债券市场而言意义深远。

2020 年 9 月 15 日，中央国债登记结算有限责任公司（以下简称中债登）与 ISDA（2020）合作发布联合白皮书《使用人民币债券充抵场外衍生品交易保证金》，研究指出，使用人民币债券作为初始保证金在当时的监管环境下存在如下挑战：①终止净额结算法律效力需进一步确认；②违约快速处置机制尚待进一步完善；③人民币债券处置后资金出境政策有待明确；④跨境托管体系及其相关技术问题；⑤中国债券市场有待进一步开放和完善。

目前，白皮书中提到的部分问题已得到完善：①终止净额结算的法律效力已经通过《期货和衍生品法》得以确立，国际市场已经认可中国成为一个支持终止净额结算的司法管辖区；②中国债券市场也在加速开放，根据中债登（2023）的数据，截至 2023 年末，银行间市场境外投资者开户数量已达 1 437 家，境外投资者托管债券金额达 3.14 万亿元[①]，境外投资者可以进入中国银行间债券市场的渠道日益丰富；③上海清算所和中债登表示也在持续推动完善其关于人民币债券抵押、担保处置等各项规则，各方都在为推动人民币债券作为初始保证金合格担保品做出努力。但距离人民币债券能够正式被国际市场认可作为合格担保品，还需要解决人民币债券处置后的资金出境问题、适用中国法的 ISDA 配套担保条款、交易所人民币债券进行质押式履约保障的基础规则待进一步明确等问题，也需要中债登等中国金融基础设施持续完善配套机制建设、加强与境外中央证券存托机构的协同配合。随着金融监管总局《办法》正式确立了适用于中资银行类机构的初始保证金规则，相信前述问题将持续得到完善。

五、结语

自 2022 年起，BCBS-IOSCO 保证金规定进入第六阶段，与此同时，中国《期货与衍生品法》确立了净额结算的法律地位，越来越多的中资机构面临被动适用境外交易对手的当地初始保证金规则；达到了起点金额的中资银行类机构也将最早自 2027 年 9 月 1 日开始，直接适用金融监管总局发布的中国初始保证金规则。在机构层面，相比于中国境内金融机构常用的

① https://www.ccdc.com.cn/Access/Foreign/Access/.

授信制度，初始保证金规则给中资机构带来了很多挑战，中资机构需要尽快熟悉初始保证金规则的具体要求、账户及协议体系，加强担保品管理机制的完善和配套系统的建设；在行业层面，为协助中资机构更快地适应初始保证金规则，也需要监管机构及其他金融基础设施协同配合，推进配套基础设施的建设与相关规则的出台和落地。N

学术编辑：张毓

参考文献

[1] 中央国债登记结算有限责任公司,ISDA.使用人民币债券充抵场外衍生品交易保证金[R/OL].(2020-9-15).https://www.ccdc.com.cn/gsdt/gsxw/202307/t20230716_853065298.html.

[2] BCBS-IOSCO.Margin Requirements for Non-centrally Cleared Derivatives[EB/OL].(2013-9-2).https://www.bis.org/publ/bcbs261.htm.

[3] BCBS-IOSCO.Margin Requirements for Non-centrally Cleared Derivatives[EB/OL].(2020-4-3).https://www.bis.org/bcbs/publ/d499.htm.

[4] Financial Stability Board.Review of OTC Derivatives Market Reforms:Effectiveness and Broader effects of the Reforms[R/OL].(2017-6-29).https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P290617-1.pdf.

[5] G20.Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy[EB/OL].(2008-11-15).https://www.fsb.org/wp-content/uploads/g20_leaders_declaration_washington_2008.pdf.

[6] G20 Pittsburgh Summit.Leaders Statement[EB/OL].(2009-9-25).https://g7g20-documents.org/fileadmin/G7G20_documents/2009/G20/USA/Leaders/1%20Leaders' %20Language/G20%20Leaders%20Statement%20-%20The%20Pittsburgh%20Summit_25092009.pdf.

[7] ISDA.ISDA Margin Survey Year-end 2023[R/OL].(2024-4-16).https://www.isda.org/2024/04/16/isda-margin-survey-year-end-2023/.

[8] G20 Cannes Summit.Leaders' Declaration[EB/OL].(2011-11-4).https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/world/G7-G20/G20-Documents/2011-France-Leaders-Declaration.html.

[9] FSB.Review of OTC Derivatives Market Reforms:Effectiveness and Broader effects of the Reforms[R/OL].(2017-6-29).https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P290617-1.pdf.

Initial Margin Rules for OTC Derivatives: International Regulations and Onshore Practice

WU Ziyan　SHI Rui

(Compliance Department, CITIC Securities Co., Ltd.)

Abstract The Margin Requirements for Non-centrally Cleared Derivatives,first promulgated by the Basel Committee on Banking Supervision and the International Organization of Securities Commissions in 2011,entered their sixth phase nearly three years ago.Meanwhile,the Futures and Derivatives Law of the People's Republic of China,which went into effect in 2022,has enshrined the enforceability of close-out netting in China.Since then,more and more onshore Chinese institutions may have encountered the application of mandatory initial margin rules of their foreign counterparties.In this paper,we summarize the main contents of the initial margin rules,including their background,application rules as well as the required documentations.We also analyze their impact on onshore Chinese institutions,and review some of the most recent updates onshore that are relevant to the initial margin rules.

Keywords Initial Margin, Non-centrally Cleared Derivatives, Custodian

JEL Classification K22　F38　G18