

《金融市场研究》专家审稿单

篇名	场外衍生品初始保证金：国际规则及境内实践
外审意见 (二审)	我们的审查意见为： (1) 文章是对初始保证金既有规范较为系统的总结，或可考虑进一步增加创新性； (2) 可以考虑扩充“中资机构面临的影响”部分，增加文章的实践指导意义； (3) 还请参考文档中我们对于部分表述准确性的评注。 建议修改后发表。 2024 年 12 月 6 日
作者回复	感谢评审老师反馈，以上三点事项均已在文章中进行修改体现： (1) 已扩充完善“中资机构需要做好的准备工作”，结合境内机构实际情况进行详细分析； (2) 已增加此部分内容，与上述（1）部分内容合并； (3) 已经逐条修改。 烦请评审老师再次拨冗斧正，谢谢。)、国际证监会组织（International 其他相关组织制定关于非集中清算的场 on, 2011）。 保证金要求 及 IOSCO（2013）正式发布了《非集中  Author 建议统一表述为“非集中清算”。  AAA 已修改。

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, 以下简称 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。

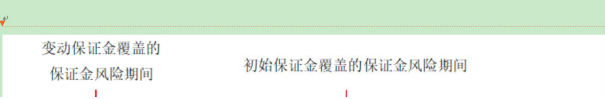
1. 保护敞口、支付方向及担保品法律形式不同。

变动保证金保护的是合同一方已经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，所以对于变动保证金而言，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时间，在这个期间，双方已经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情况下较大幅度的变动，初始保证金就是为了覆盖这段期间的风险敞口，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。

另一方面，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，已经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。



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来负责计算。

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，这相当于担保品接收方赋予担保品提供方的授信额度。

BCBS-IOSCO 保证金要求里规定的起点金额为不超过 5000 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

AAA

删除：开展



Author

建议对 ISDA 主协议做一个简单交代，为什么援引 ISDA 主协议（国际市场场外衍生品最常见的协议标准文本，供市场参与者使用），从而让使得没有背景的读者也可以有一个初步概念。



AAA

已修改。

AAA

删除：同时



Author

此处的说法并不准确。采取转让式的是英国法管辖的文本，而纽约法管辖的文本采取的是质押形式。建议出于完整性和准确性考虑加入相应澄清。



AAA

已修改。

AAA

删除：平仓



Author

此处所阐述的初始保证金用以涵盖的风险期间并不完整，可能还会需要考虑终止交易之后寻找替代交易的期间，衍生品合约市价值的波动。



AAA

已修改。



Author

这是一个双向的过程，文本设计既考虑 security provider 也考虑 security taker 的利益。



AAA

已修改。

Joe

删除：5.

Joe

删除：



Author

此处两者比较的对象类型不一致，考虑是否调整为“与变动保证金监管规则类似”。



AAA

变动保证金监管规则中并无法定 threshold 的要求，此处删除了前半句表述。

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，则交易双方均需要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截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（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）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

Author

建议明确为“有关担保权益的处理机制”，以区别于 ISDA 主协议项下涉及破产时的衍生品合约处理机制。

AAA

已修改。

Author

建议补充担保品提供方将担保品取回这一情形的描述。

AAA

已修改。

Author

此处不仅仅是担保法，建议考虑修改为宽泛的表述，如比利时法律（作为有价证券所在地的法律）。

AAA

已修改。

（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

对于中资机构尤其是中资银行机构而言，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场外衍生品交易的规模，其与境外金融机构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，否则，境外金融机构交易对手可能将不再新增与该中资机构的交易规模；（2）需要有充分、足够的境外资产作为合格担保品。初始保证金对于中资机构而言，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工作。

Author

建议考虑进一步扩充这一部分，例如中资机构可能面临的挑战，包括技术方面（关键系统设置）、人员方面（需要部署哪些部门/团队提供支持）、法律方面（协议文本的谈判需要支持）。

AAA

将该部分内容放到2. 中资机构需要做好的准备工作”里面进行拓展详述。

AAA

删除：金融

AAA

删除：

结合前述分析，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）若评估达到了前述起点金额，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。对于已经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主动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。

Author

目前国际主流市场的当地初始保证金监管规则基本都已经 phase-in 到第六阶段，因此可以考虑是否需要调整表述。

AAA

少部分中资机构为第五阶段，大部分更多可能是第六阶段，原文表述为“确定是否达到了第五阶段或第六阶段的 AANA 起点金额”，理解描述可以兼顾这两种情形。

AAA

删除：

Author

中资机构的海外分支机构可能也会受制于某些司法管辖区的初始保证金规则，这需要中资机构逐案评估。

AAA

已增加相关表述。

AAA

作者：吴紫艳、施睿

2025 年 1 月 6 日

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。