



International Swaps and Derivatives Association, Inc.
9th Floor, Three Exchange Square
Central, Hong Kong
Telephone: 852 2801 7630
Facsimile: 852 2840 0105
email: isdahk@isda.org
website: www.isda.org

[中文翻译]

[ISDA 信笈]

以传真和邮件同时发送

二零零八年二月十五日

中国人民银行
中国北京市西城区成方街 32 号
邮编：100800

致：李波先生

事由：《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》（以下简称“NAFMII 协议”）

首先，国际掉期及衍生工具协会（以下简称“ISDA”）谨向您和您的同事就安排并参加 ISDA 代表与吴晓灵行长于 2008 年 1 月 9 日会面一事表达最诚挚的谢意。ISDA 对于中国人民银行（以下简称“人行”）为在中国发展一个健康且有持续发展力的金融衍生产品市场所显示的决心和给予的支持感到万分鼓舞。ISDA 诚挚地希望能够与监管部门、行业组织及市场参与者携手，在中国市场共建一个健全的、在国际上具有竞争力的风险管理体系，共同促进中国市场的健康成长。

此外，ISDA 也希望借此机会再次向人行及中国银行间市场交易商协会（“NAFMII”）就 NAFMII 协议的成功发布表示祝贺！目前中国场外（OTC）衍生产品交易市场以史无前例地速度发展，而整个市场对通过发布一套统一的文本来有效管理市场规模日渐扩大和新产品不断推出所引发的交易风险的意愿渐趋强烈。NAFMII 协议在此背景下应运而生，即为市场参与者办了件好事，也为中国衍生产品市场发展史树立了一座里程碑。在这方面，ISDA 非常高兴地看到，NAFMII 协议中包涵了被业界誉为衍生交易文件风险控制机制的“三大支柱”，即“单一协议”（single agreement），“瑕疵资产”（flawed assets），和“终止净额计算”（close-out netting）。如您所知，这三大支柱也是 ISDA 的跨国衍生产品交易文件的核心概念。在 NAFMII 协议中吸收该等概念定可为其在中国金融市场内被更为广泛地接受铺垫道路，进而促进中国市场的健康发展。

ISDA 同时也很高兴有机会与 NAFMII 的冯光华先生及他的同事们会面，并就 ISDA 与 NAFMII 如何为其各自成员的共同利益而采取多方面的合作进行了长谈，收获颇丰。此

外，双方也就目前 NAFMII 协议中碰到的一些问题作了讨论，并认为该等问题如能得到适当的处理，可以进一步增强市场参与者对 NAFMII 协议的信心和采用该协议作为管理中国境内衍生产品交易文本的热情。对于人行提出的由 ISDA 准备一份有关该等问题的材料的建议，ISDA 感到十分荣幸。以下为 ISDA 就此准备的具体分析，谨供人行和 NAFMII 参考。

与 CFETS 协议的重叠

NAFMII 协议第三条第（二）款规定，交易双方之间进行的任何金融衍生产品交易适用 NAFMII 协议。“金融衍生产品交易”一词的定义较为广泛（且该定义不可修改），包括了利率衍生产品、债券衍生产品、汇率衍生产品和信用衍生产品。

但是，该定义可能会造成与市场上使用的另一个主协议的重叠。如您所知，根据中国外汇交易中心（CFETS）的交易规则，中国金融机构间通过 CFETS 进行的人民币外汇远期和人民币外汇掉期交易（以下简称“CFETS 交易”）必须适用《全国银行间外汇市场人民币外汇衍生产品主协议》（以下简称“CFETS 协议”）。如果交易双方已签署 CFETS 协议（鉴于 CFETS 要求其成员在 2007 年 12 月 31 日前签署 CFETS 协议，这种情况很有可能发生），此后又签署了 NAFMII 协议，则它们之间进行的汇率衍生交易（如人民币外汇远期或掉期交易）可能同时受 CFETS 协议和 NAFMII 协议管辖。这种情况将给市场参与者带来法律和文本风险，因为一旦发生某一事件一方在一种文本下可采取某种行动但在另一种文本下却无权采取类似行动，则导致该方无法确定其在每种文本项下的权利、义务及可采取的行动。即便两种文本下可采取的行动一致，一方可享有的权利或救济仍有可能不同，因此某一事件发生所导致的后果或一方采取某种行动的影响具有不确定性或容易引发争议。

顾名思义，“主协议”这个概念应当涵盖双方之间进行的所有衍生产品交易。因此，ISDA 赞同人行与 NAFMII 的观点，即解决该问题的最佳途径是将现存的两个主协议合并为一个协议，并由该协议管辖所有中国境内的金融衍生产品交易。但是，ISDA 也认识到合并两个主协议需要时间，在合并之前仍需采取一些暂行措施，如设计桥梁条款，以消除前述法律和文本风险。概言之，桥梁条款允许 NAFMII 协议和 CFETS 协议同时适用于 CFETS 交易，但会协调两个协议之间的分歧和适用标准上的差异。桥梁条款的起草技术性很强，具体条款取决于需要在两个协议之间取得协调的程度。简言之，桥梁条款的设计需确保一个主协议项下的信用事件触发另一主协议下的信用事件（反之亦然），从而达到只有一类（统一的）信用事件的实际效果。此后，将计算 CFETS 交易提前终止数额所得金额纳入 NAFMII 协议项下的提前终止数额的计算。按此做法，其他的重复条款也会被减少或统一。由于 NAFMII 协议和 CFETS 协议的核心条款均为单一协议和终止净额计算，通过起草合适的桥梁条款，这些概念可得以进一步巩固。ISDA 在此方面有着丰富的经验，曾经起草过多种桥梁条款且该等条款在国际市场中被广泛地采用。ISDA 将很高兴与人行和 NAFMII 一起合作，为市场起草合适的桥梁条款。ISDA 亦会就此分别与 NAFMII 和国家外汇管理局进一步联系，以期能尽快推出桥梁条款。

金融衍生产品交易的定义

根据 NAFMII 协议第一条定义，“金融衍生产品交易”为交易双方以一对一方式达成的金融衍生产品合约。市场参与者对该定义是否涵盖嵌入式衍生产品（如结构性票据和结构性存款）存有疑虑，因为这种产品也有可能由双方以一对一方式达成。尤其是，在 NAFMII 协议的定义文件中，“信用衍生产品”（即一种金融衍生产品）的定义中明确包括了信用联结票据。

在嵌入式衍生产品（如结构性票据或结构性存款）中，衍生产品被嵌入另一种资产（即票据或存款），而市场惯例是使用该资产所适用的文本（即用票据或存款文本但会将衍生因素写入该票据或存款）。在此情况下，结构性票据往往使用银行的票据发行文本和票据描述文本，结构性存款则使用存款协议，而不是象 NAFMII 协议或 ISDA 协议那样的 OTC 衍生产品协议。这与嵌入式衍生产品的特点和性质是一致的。例如，在结构性票据中，票据持有人在购买票据时已经支付了所有应付款，其后则没有需进一步履行的持续性义务（这与 NAFMII 协议所涉及的 OTC 衍生交易不同，因为在协议存续期间，双方进行交易产生的义务具不确定性和持续性的特点）。因此，即便票据持有人发生了 NAFMII 协议下第七条第（九）款的违约事件（即破产类事件）时，该票据不能因此而终止，因为票据发行人根本就没有承担票据持有人的信用风险。

ISDA 认为，如果没有“信用衍生产品”这一较易产生歧义的定义，NAFMII 协议第一条中的定义仍能被解释为只包涵 OTC 交易。因此，没有必要重新定义“金融衍生产品交易”。一个比较实际的做法是通过在使用手册（或类似的文件）中对“金融衍生产品交易”范围作出进一步解释来澄清这个问题，并在定义文件中对“信用衍生产品”的定义作出修改，只涵盖 OTC 交易。

与非成员之间使用

目前，NAFMII 仅组织其成员签署 NAFMII 协议。ISDA 得知一些成员已经提出是否在与一个非 NAFMII 成员做衍生产品交易时选择适用该协议。这对银行来说尤其重要，因为银行往往代表其客户需求参与银行间市场的 OTC 衍生产品交易，这就意味着它们对客户使用的文本与 NAFMII 协议应保持一致，两个文件之间不应存在不同的基础风险。

ISDA 谨此提议，为在衍生产品交易中形成更好的风险管理实践，也为中国衍生产品市场的健康发展，最好给 NAFMII 成员一个能与非成员使用 NAFMII 协议的选择。NAFMII 协议为市场渴求一套统一的、标准的衍生产品交易文件的产物，其发布和广泛使用可降低交易成本与谈判时间，促进金融创新。如 NAFMII 协议不能在对客业务中使用，则可能迫使成员在与非成员进行衍生产品交易时采用自行设计的衍生产品交易文件，这将有悖于使用统一标准文本的意图。各种各样文本的存在将威胁 NAFMII 协议所试图建立的市场标准，增加本因使用标准文本可节省的交易成本和时间。这种情况甚至还可能诱发新的风险，如对客使用文本与 NAFMII 协议之间不同的基础风险，以及在最差的假设情况下，如对客使用文本未能包涵 NAFMII 协议中的风险管理概念，增加系统风险。对于对客文件风险的顾虑还可能制约金融创新，因为金融创新往往由客户需求所驱动。在此方面，ISDA 认识到，市场上已有建议，主张任何交易双方（无论其是否为 NAFMII 成员）只要

希望通过签署 NAFMII 协议来更好的管理其从事衍生产品交易的风险，均应可以签署 NAFMII 协议。这也是 ISDA 在市场参与者使用 ISDA 主协议所采取的态度：即便交易双方均不是 ISDA 成员，他们仍能签署并使用 ISDA 主协议管辖其之间的衍生产品交易。ISDA 理解，从目前监管角度出发，只有获批从事金融衍生产品交易业务的金融机构可向客户提供衍生产品或服务，因此在实践中 NAFMII 协议的使用也会限定于有资格的金融机构之间，以及有资格的金融机构与其客户之间。

综上所述，ISDA 谨此提议，NAFMII 成员可有权选择在其与客户之间进行交易时通过双边签署的方式使用 NAFMII 协议。

“所有权转让”安排下履约保障品的转让所涉的税务处理

就如何处理 NAFMII 协议履约保障品文件中转让安排下履约保障品转让涉及的税务处理问题，一些成员提出了一些问题。在此方面可能涉及的问题有二：

首先，所有权转让安排下履约保障品的转让及其等值物的返还是否应课印花税。由于债券绝对转让时可课印花税，由此引发的顾虑是履约保障品的转让及其等值物的返还（均为绝对转让）也可课印花税。由于所有权转让安排下的转让必然伴随着返还义务，且该等转让仅为提供履约保障之目的，一些成员建议不应对此安排下履约保障品的转让及其等值物的返还课印花税。ISDA 注意到许多司法管辖区的税务条文就此作出明确的税收豁免的规定。在这方面，所有权转让安排下的印花税处理应与中国银行间市场回购交易中的转让与返还以及债券借贷交易的印花税处理相类似。ISDA 的理解是，回购交易和银行间市场中债券借贷交易均无需支付印花税。因此，履约保障机制下涉及债券的所有权转让安排也应享有类似待遇。此外，如股票作为所有权转让机制下的履约担保品出让，也可基于同样原因免征印花税。

其次，就所得税而言，所有权转让安排下履约保障品转让产生的所得是否应与质押安排下履约保障品转移占有后产生的所得处理一致。ISDA 的理解是，在质押安排下，履约保障品仍归出质人所有，因此出质人将就有关质押保障品发生的任何收入支付所得税。但是，在所有权转让安排下，所有权被绝对转移，因而从表面上看，受让人作为履约保障品的绝对所有权人应就该履约保障品产生的任何所得支付所得税。至于双方如何分担所得税义务，我们的理解是双方可在 NAFMII 协议中自主作出商业决定。如人行及 NAFMII 可与相关政府部门协调，由税务部门对有关问题作出澄清，则将对市场发展起到积极促进的作用。

结论

NAFMII 协议的发布是风险管理机制和实践在中国进一步发展的重要里程碑，ISDA 对此深表拥护。同时，ISDA 也很荣幸，能有机会就市场参与者所关心的如何解决 NAFMII 协议有关问题事宜提供一些初步的看法。ISDA 愿意与人行及 NAFMII 就这些问题的进一步开展对话、增进合作。ISDA 致力于服务其成员，并愿为中国衍生产品市场的成长与壮大效绵薄之力。为此，ISDA 很乐意能够汲取其与其成员的资源 and 经验，为在中国建立一个健全的、在国际上具有竞争力的风险管理实践作出贡献。

如您或您的同事有任何问题，请不吝致电香港的骆岚（电话号码：(852) 2801 7630），新加坡的马伟宜（电话号码：(65) 6532 3870），香港年利达的廖振璋（电话号码：(852) 2842 4857），或用首页的传真号码发函给我们。

谨致敬意！

国际掉期及衍生工具协会



骆岚

亚太区董事



马伟宜

政策主管

抄送： 吴晓灵行长
中国人民银行

冯光华先生
中国银行间市场交易商协会