

[中文翻译]

沈伟副总经理

上海清算所

上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 33-34 楼

邮编 200010

关于：人民币利率互换净额清算业务方案

尊敬的沈先生，

国际掉期和衍生工具协会 ("ISDA") 非常荣幸能够有机会就上海清算所的人民币利率互换净额清算业务方案（“清算方案”）提供建议。

ISDA 自从 1985 成立以来，一直致力于场外衍生市场的安全和有效的发展。目前，就机构成员数目而言，ISDA 是最大的全球性金融业协会，拥有来自于 59 个国家和地区的 830 多名机构成员。ISDA 的成员包括各类场外衍生市场的参与者：全球和地区性银行、资产管理公司、能源和大宗商品交易商、政府和国际性组织、保险公司、企业、律师事务所、交易所、中央对手和其他相关服务的提供者。关于 ISDA 的信息可以在我们的网站上获得 (www.isda.org)。

如您所知，自从金融危机以来，场外衍生交易的中央清算是各国监管机关关注的重点议题之一，ISDA 在过去几年中积极参与了欧美及亚太各国在中央清算方面的制度建设。在最近一年以来，我们分别向香港、新加坡和韩国的监管者提交了关于中央清算的立法建议，并和港交所和新加坡交易所就场外交易的中央清算建立了紧密的合作关系。我们以下所述的观点来源于我们在国际市场上获得的经验以及与我们中国会员的交流。我们的个别会员就清算方案可能会有自己的意见，他们会直接向贵清算所提供本机构的意见。

首先，ISDA 就贵所在中央清算方面所做的工作表示赞赏，这对中国在 2012 年底实现 20 国集团有关对标准化衍生产品进行中央清算的承诺具有重要的意义。鉴于各国目前均在大力推行中央清算，中央对手方必将在整个金融体系中产生深刻的影响，毋庸置疑，对中央对手方的监管至关重要，否则中央对手方会成为系统风险的主要来源之一。所以在建立中央清算的制度时，应该详尽地分析市场结构和对金融稳定性的影响，并就此广泛地征询意见。

ISDA注意到中央清算系统在亚洲从开始建设到运营所实际需要的时间往往比预期的要长，ISDA希望在中国建立和实施中央清算时，不要仅仅因为2012年底的承诺而匆匆完成这项工组，应对市场的安全考量而非速度放在首位。

1. 国际市场、监管合作及时间

场外衍生市场是一个国际性的市场，对这一市场运作的改革在很大程度上对欧美的（而非中国）市场更为重要，中国的场外金融衍生市场的发展还处于起步阶段，在国际金融危机时并没有受到很大的影响。我们强烈建议中国的监管者和上海清算所在开始类似的场外衍生市场的改革之前收集关于欧美相关立法改革的信息。就此，我们留意到欧美的改革因其复杂性而有所延误。

此外，我们希望监管者和上海清算所在起草关于场外衍生市场的新规定时，考虑市场的国际性，避免这些新的法规限制中国的机构参与国际衍生市场。就此而言，当市场上已存在某些选择时，监管者应避免强制要求建立重复的设施和/或规定。监管者应考虑哪些产品是中国的中央对手方可以清算并且国际上的中央对手方尚未清算的。例如，目前国际上没有清算人民币利率互换的中央对手方，但是有清算美元利率互换的中央对手方。

2. 对第三国中央对手方的承认

自从2007年的金融危机以来，欧美的监管者开始加强对场外衍生市场的监管。美国于2010年7月通过了《多德-弗兰克华尔街改革和个人消费者保护法案》（以下简称《多德-弗兰克法案》），该法案授权美国商品期货交易委员会（CFTC）和证券交易监督委员会（SEC）制定细则监管场外衍生市场。在欧洲，欧洲理事会通过了关于场外衍生产品、中央交易对手和交易信息库的法案（EMIR），该法案在2012年3月29日得到了欧洲议会的批准。

欧美的立法均要求某些符合要求的场外衍生产品进行中央清算并报备交易信息库，并由监管者来决定清算义务在何种情况下适用。这些要求有可能会影响欧美银行在海外的分行和附属机构的交易活动（欧美立法的域外效力目前还不清楚）。为了吸引欧洲和美国的银行成为贵清算所的会员，贵清算所可能需要考虑欧美关于承认第三方国家的中央交易对手的规定。

欧盟承认第三国的中央对手方的标准非常严格。欧盟的监管者 - 欧洲证券和市场管理局（ESMA）在下列情况下可以承认第三国的中央对手方：

- (a) 该国的法律和监管制度能够确保在该国设立的中央对手方遵循与欧盟的规定类似的要求；

- (b) 该国对这些中央对手进行持续有效的监管; 并且
- (c) 该国的法律本着相互承认的原则允许使用欧盟的中央对手方。

上述要求可能导致监管冲突。如果中国规定美元利率互换也必须在中国进行中央清算, 鉴于目前有欧洲的中央对手提供美元利率互换的清算服务, 那么不允许使用欧洲的中央对手方会导致ESMA决定就欧洲银行的清算义务不承认中国的中央对手方, 在最坏的情况下, 所有由欧洲银行提供的流动性都会消失。同一问题也可能会适用于人民币的衍生产品。目前尚没有外国清算所提供人民币衍生产品的清算服务, 但是随着人民币的国际化的发展, 将来海外清算所也可能提供这一服务。

在美国, 如果《多德-弗兰克法案》下的清算要求适用于美国在海外的分行、子行或附属机构¹, 那么在中国设立的中央对手可能需要在美国登记成为衍生交易清算机构(DCO), 这些美国的银行在华的分行/子行/附属机构才能够在中国的中央对手方处进行清算。中国的中央对手方在和CFRC或SEC登记成为DCO时需满足一些基本原则, 包括: (a) 关于资产及操作和管理制度的要求; (b) 成为清算成员的标准和产品标准; (c) 风险管理能力和危机处理能力; (d) 保护客户和清算成员资产的程序(例如确保自有财产和客户财产的分隔); (e) 违约、执行和争议解决程序; (f) 报告和资料保存程序; (g) 结算能力及(h) 管理标准。中国的中央对手方还会被要求和美国的监管机构达成合作协定。

3. 产品适合性的考量

CPSS/IOSCO的报告中明确指出适合中央清算的产品应当是标准化和具流动性的产品。“中央清算是减少系统风险和降低对手方信用风险的有效办法。如金融危机中所展现的, 对手方信用风险可以对金融机构造成毁灭性打击。为了增加中央对手方的使用, 监管者和市场参与者应当共同来定义什么样的产品应该进行中央清算。另一方面, 市场中也有关于某些产品的中央清算是否应由法律来强制要求的讨论。但是, 并不是全部的衍生产品具有同样的流动性, 由于对冲风险时对度身订做的产品的需要, 将全部产品中央清算是不可能的。”²

衡量产品流动性的标准包括: 一定数目的造市商, 每日交易的频率和市场的深度(每日的交易规模不能太小)。一些产品能否满足这些要求可能取决于其期限。例如: 5年的固定收益互换每日的成交规模可能不小, 但是同样的交易如果期限是30年可能就很少交易, 不具有流动性。中央对手必须有权利拒绝没有达到标准的交易, 监管者必须确保中央对手方执行这些产品适合性标准。

¹关于《多德-弗兰克法案》的域外效力, 目前业界还在等待美国监管者的澄清。

²IOSCO报告《发展中国家的场外市场和衍生交易》, 2010月7月发表, 第32页。

4. 中央对手的许可和管治问题

ISDA 认为任何国家在执行中央清算时，都应要求中央对手方符合 CPSS-IOSCO 的标准，³ 这是关于中央对手方的最权威的标准。满足这些标准会确保中国的中央对手方达到关于中央对手方管制的国际准则。

就操作层面而言，中央对手方风险管理的最佳准则首先要求制定成为清算会员的严格标准，清算会员应当有足够的资产，健全的操作系统和商业技能。我们认为关于中央对手方的清算会员的标准应当清楚、公开、客观，并且同被清算产品的潜在风险和清算会员的义务相匹配。

中央对手方通常会要求清算会员达到一定的财务标准来确保清算会员具有良好的信用。通常清算会员会被要求在成为会员时和以后持续符合最低资产要求，这一最低资产要求有时是一个固定的数额，有时是可变数额，取决于该清算会员和中央对手方的交易及在其他市场上交易的风险。在大多数情况下，只有满足最低监管资本要求的受监管的机构才能成为清算会员。代理客户清算的会员还会被要求达到高于最低监管资本的要求。清算会员标准应当没有歧视性：国外的市场参与者如果满足清算会员标准应当被允许成为清算会员。

除了财务要求外，中央对手方还要求清算会员在操作方面达到一定的标准。中央对手方通常对提交交易数据和履行结算有严格的时间要求。如果某一清算会员不能遵守这些时间方面的要求，这会大大增加中央对手方和其他清算会员的风险，所以需要每日评估会员能否遵循这些时间要求。此外，近年来很多中央对手方颇为关注清算会员在主要操作系统出现问题时所使用的后备系统。

中央对手方应当将场外衍生交易的清算业务与其他业务相隔离。这可以起到分离不同产品的违约金和保证金的作用，从而保障中央对手方对其场外衍生交易清算业务独立管理，避免利益冲突，不受中央对手方其他业务的影响，在违约时有专项资源来管理场外衍生品的清算。

清算会员带给中央对手方的风险应与其资本相称。此外，清算会员必须有能力参与中央对手方的违约处理程序，包括就其他清算会员的合约进行报价。如果中央对手方接受一个不能充分参加违约处理程序的清算会员，这会对中央对手方和市场造成不利的影响，尤其是当中央对手方处于极大压力时，如某些清算会员突然无法参加违约处理程序会减少可用资源和流动性，造成其他清算会员的负担，降低中央对手方风险管理系统的有效性。此外，为了鼓励对违约处理程序的积极参与，清算会员应当“切身参与游戏”，这意味着不仅清算基金需要与该清算会员带给中央对手方的风险相称，而且清算基金与最初保证金的比例应反映在违约处理程序完成之后剩余的市场风险的估算比重。

³ CPSS-IOSCO 《金融市场基础设施的原则》，2012年4月。

5. 《巴塞尔 III》和关于银行对中央对手方风险的资本要求

一个中央对手方是否符合 CPSS-IOSCO 的标准对参加中央清算的银行的资本管理而言具有重要的影响。根据 2011 年 10 月发布的《银行对中央对手方风险的资本要求》（征求意见稿），巴塞尔协议所建议的针对中央对手的资本要求取决于最新的更为严格的 CPSS-IOSCO 发布的《金融市场基础设施的原则》。当一个中央对手方符合 CPSS-IOSCO 标准时（以下简称“符合标准的中央对手方”），该中央对手方得到的待遇会优于不符合这些标准的中央对手方。巴塞尔协议预期所有大型的中央对手方均会符合新的 CPSS-IOSCO 标准，从而激励清算成员与更安全、稳健的中央对手方交易。

当银行进行场外衍生交易时，《巴塞尔 III》引入了信用估值风险 (CVA) 的概念——即银行需要拥有的资产以防范交易对手违约的风险。但是银行与中央对手方的交易，则无需计提 CVA 资本要求。

按照《巴塞尔 III》，风险应当运用现额曝露法 (CEM)、内部模型法 (IMM) 或标准法 (SM) 来计算。当交易对手为符合标准的中央对手方时，风险权重为 2%，如果向中央交易对手缴纳的保证金不受中央对手方破产的影响，风险权重是零。如果当交易对手为不符合标准的中央对手方时，风险权重至少为 20%（如果中央对手方是银行）或 100%（如果中央对手方是非银行金融机构）。

就清算成员的客户而言，客户可以使用同样的风险权重，条件是满足那些关于资产分离和交易账户持续性的要求。就由符合标准的中央对手方清算的交易而言，客户可以使用 2% 的风险权重，如果其清算会员保证在中央对手方违约时，客户不会因其交易价值的变化而承受损失。如果客户缴纳的保证金不受中央对手方破产的影响，风险权重为零。否则，就对清算会员承担的风险而言，客户需要按通常的双边交易来计算信用风险加权资产。如果客户在清算会员和其他客户发生双重破产的情况下可能会承受损失，但是满足其他资产分离和账户持续性的要求，《巴塞尔 III》建议了 4% 的风险权重。如果客户的保证金由中央对手方持有，但是可能会受到中央对手方破产的影响，取决于某些条件的满足，风险权重会介于 2% 和 4% 之间。否则，关于保证金的风险权重需按通常的双边交易计算。⁴

此外，如果当交易对手为不符合标准的中央对手方时，银行就其缴纳的清算基金的风险权重为 1250%，这会远远高于和符合标准的中央对手方交易时的风险权重。

我们理解中国银行业监督管理委员会于去年发布的《商业银行资本管理办法》（征求意见稿）采纳了与《巴塞尔 III》基本相同的规定。虽然该办法并未就什么是“符合标准的中央对手方”做出定义，我们理解 CPSS-IOSCO 确立的标准会是衡量所有中央对手方（包括中国的中央对手方）的尺度。

⁴ 巴塞尔委员会《银行对中央对手方风险的资本要求》（征求意见稿）第 114 段，2011 年 11 月，第 14 页。

我们认为为了吸引银行自愿加入人民币利率互换净额清算业务，上海清算所符合 CPSS-IOSCO 的标准至关重要。

6. 可转移性和资产隔离

我们了解到目前贵所的清算方案只包括直接清算，但是，我们还是决定在本信中简略提及客户清算，因为在直接清算实施之后，这很可能是贵所需要考虑的下一个问题。

如 CPSS-IOSCO 的报告中所指出的：“一个中央对手方应当制定规则和程序以确保清算会员的客户交易的可转移性和客户向中央对手方提供的保证金的隔离。”⁵

我们认为应当允许市场参与者通过合同来决定交易的可转移性和资产隔离，而非由法规来规定。其中一个选择是使用一个客户综合账户，但是允许清算会员和客户协商建立个别的隔离账户。这会使得那些更注重资产隔离而非费用的客户和清算会员谈判一个有利于双方的方案。这些合约性安排会反映只有交易双方才掌握的信息，但是监管者在制定统一的规则时并不了解这些信息。当然，客户需要充分了解高度隔离的保证金及其他选择的好处和坏处。

此外，实现保证金的隔离有许多方式，这取决于保证金交纳及保存的方式及某一情况下实现资产分离的方式。资产隔离对实现客户交易和保证金的可转移性至关重要。交易和保证金的可转移性在《巴塞尔 III》下对于使用代理清算的银行的监管资本有很大的影响。

7. 关于保证金和清算基金的考量

《巴塞尔 III》对交易风险、保证金风险和清算基金的风险有不同的资本要求。如上所述，如果中央对手方符合 CPSS-IOSCO 的标准，关于交易本身的风险权重是 2%，但是关于清算基金的风险权重取决于以下两项的比较结果：中央对手的用于违约处理的资源和巴塞尔协议下定义的“中央对手方的假设资本要求”。由于使用对风险并不敏感的现额曝露法，许多涉及清算基金的出资的风险权重可能会超过 100%。这也是为什么许多市场参与者和中央对手方在考虑修改关于中央对手方资金来源的规定，以使得中央对手方可以通过更高的初始保证金（而非通过风险共担的清算基金）来保护自己。

业界希望中央对手方要求清算会员补充清算基金的次数是有限的，否则，清算会员会面临无限责任，其母国的监管者可能不允许其成为这一中央对手方的清算成员。ISDA 留意到无限责任成为外资银行参加日本设立的中央对手方时的一大障碍。

⁵ CPSS-IOSCO 《金融市场基础设施的原则》，第 82 页。

8. 中国法律下的问题

如 CPSS-IOSCO 的报告所指出的：法律风险是一个国家成立中央对手方时要考虑的重要问题。法律风险可能来源于始料未及的某些法律法规的运用，从而导致合同非法或无效。法律风险还包括在取回资产时的延迟或因法律程序导致的交易的冻结。CPSS-IOSCO 《关于金融基础设施的原则》中的第一条规定：“某一金融基础设施在所有相关国家的重要活动都应当建立在一个有据、清楚、透明和可执行的法律基础之上。”⁶

法律基础包括有关国家的法律体系（例如：关于物权、合同、破产、公司、证券、银行和担保的法律规定）和中央对手方的规则、程序和合约。我们期待贵交易所制定出清楚、明确、合法、有效的规则、程序和合约。我们认为一个中央对手方还应当考虑这些规则、程序和合约中规定的其自身、清算成员和其他参与方的权利义务是否符合行业标准和市场惯例。我们了解到贵清算所就业务方案广泛征询了市场意见，对此我们深表赞赏。

关于中国对中央清算的法律规定，我们的会员提出了若干问题，在此我们希望和贵清算所分享。我们理解解决这些问题可能会需要制定新的法律或法规，并不是上海清算所能掌控的。但是我们希望上海清算所能够研究这些问题，与业界和监管者通力合作，找到可行的解决方案。

(1) 保证金的执行

我们理解在中国法下金钱可以特户、封金、保证金等形式特定化后，移交债权人占有作为债权的担保。⁷我们了解到上海清算所收取的清算保证金属于中国法律规定下的质押。我们会员就此提出了一些当清算会员违约时保证金执行的问题。

首先，我们的理解是在中国法下一个有效的质押必须是设立在特定化的财产之上。在进行场外衍生交易时，需要经常按交易的盯市敞口收取或归还保证金，这意味着保证金账户里的金额会随时变动，从而导致一个问题：保证金是否会因此而无法特定化，从而无法在这些不断变动的保证金上设立一个有效的质押？

此外，在没有法律明确规定时，上海清算所（或代理清算的清算成员）能否无需法院判决即可直接划扣清算成员（或代理清算中的客户）所缴纳的保证金这一问题，我们还存有疑问。我们的理解是中国《担保法》下质权人对担保物的执行权是非常有限的。《担保法》禁止出质人和质权人在合同中约定在债务履行期届满质权人未受清偿时，质物的所有权转移为质权人所有。按《担保法》的规定，当债务履行期届满质权人未受清偿时，可以与出质人协议以质物折价，也可以依法拍卖、变卖质物。如果在出质人违约时，出质人和质权人无法达成协议，质权人需要去法院起诉来实现质权。所以中国法下质权人对担保

⁶ CPSS-IOSCO 《金融市场基础设施的原则》，2012年4月，第21页。

⁷ 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第八十五条。

物的执行权是非常有限的，没有国外许多国家所允许的质权人可按合同约定来独立处置担保物的权利。保证金的执行在清算成员（或代理清算中的客户）破产时，其破产管理人要求取回该会员或客户缴纳的保证金时，尤其会存在较大的问题。

此外，清算会员在中央对手方或者客户在清算会员保证金账户中的资金是否会在中央对手方或清算会员的债权人主张权利时被法院冻结、划拨也是一个不确定的问题。

我们知道国内的场外衍生市场大多数交易是无担保交易，以上所提及的法律问题是造成这一现象的原因之一。为了解决保证金执行方面存在的问题，我们认为法院和相关的监管机应给予衍生交易清算时使用的保证金与期货交易保证金相同的保护。⁸

(2) 净额计算

终止净额计算的好处是降低风险和成本。终止净额计算使一方能按净值计算与某一交易方之间的风险，从而降低信用风险。终止净额结计算也会降低成本，使各方更有效地使用授信额并维持较少的风险储备。有效地净额计算安排也是中央对手方运作的法律基础的一部分。CPSS-IOSCO报告指出：

“净额计算安排应当在法律下得到明确认可和支持，能够在金融机构基础设施（FMI）和FMI的成员破产时强制执行。没有这样的法律支撑，净额债务有可能在司法和行政程序中被挑战。如果这些挑战成功的话，FMI及其成员有可能需要就总的结算金额承担责任，这会大大增加债务额，因为总额会被净额大出许多倍。”⁹

中国没有关于净额计算的立法。终止净额计算在中国法律下并非一个获得认可的法律概念，所以净额计算的可执行性通常按破产抵销的原则来考虑。《企业破产法》第四十条规定：债权人在破产申请受理前对债务人负有债务的，可以向管理人主张抵销。¹⁰关于破产抵销的规定在中国的司法实践中并没有很多的案例，如何解释和运用这一条款也存在一些不确定性。例如，第四十条并没有明确如果满足本条要求，破产管理人是否必须批准抵销申请，或者破产管理人拥有一定的自由裁量权，可以考虑其他因素。此外，《企业破产法》下的另一个风险是：管理人有权解除某些尚未履行完毕的合同，而

⁸ 在期货交易中，《期货交易条例》第40条明确规定了期货交易所会员违约时，期货公司在客户违约时可以直接以该会员或客户的保证金承担违约责任。《最高人民法院关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》禁止在某些情况下冻结、划拨期货公司在期货交易所或客户在期货公司保证金账户中的资金或者期货公司专用结算账户中的资金。

⁹ CPSS-IOSCO《金融市场基础设施的原则》，2012年4月，第24页。

¹⁰ 《企业破产法》第四十条还规定：有下列情形之一的，不得抵销：（一）债务人的债务人在破产申请受理后取得他人对债务人的债权的；（二）债权人已知债务人有不能清偿到期债务或者破产申请的事实，对债务人负担债务的；但是，债权人因为法律规定或者有破产申请一年前所发生的原因而负担债务的除外；（三）债务人的债务人已知债务人有不能清偿到期债务或者破产申请的事实，对债务人取得债权的；但是，债务人的债务人因为法律规定或者有破产申请一年前所发生的原因而取得债权的除外。

非仅考虑单一协议下所有交易终结时产生的单一净额。¹¹正是这一法律的不确定性带给中国场外衍生市场额外的风险，使得中国的银行无法在巴塞尔协议下取得资本缓释。国内衍生市场使用的NAFMII主协议与ISDA主协议一样强调净额计算的重要性，但是NAFMII主协议同样也无法保障一方在交易对手违约时可以进行单一净额计算。

CPSS-IOSCO报告和《巴塞尔III》都是建立在净额计算可就中央对手方和清算成员得到承认和执行的前提上。没有净额计算的确定性就意味着中央对手方是否能起到降低信用风险，减少金融体系中的系统风险的作用是有疑问的。

(3) 结算的确定性和破产追回的风险

CPSS-IOSCO 的报告强调结算的确定性是一个有效的风险管理系统的重要组成部分。¹² 结算确定性的关键问题是一方破产时，其已进行的交易的有效性是否会得到尊重，还是有可能被破产清算人或监管机关所挑战。

许多国家的破产法都规定了涉嫌期和破产追回。¹³ 中央清算的参加者需要确定交易更新及通过中央对手方的付款、清算和损失分配等行为的有效性和不可撤销性，即使一个或几个参加者受到破产或类似程序的影响。这通常需要制定特别的立法来明确破产法在某些情况下不适用，例如，欧盟 1999 年实施《结算确定性指引》的《关于金融市场和破产（结算确定性）的规定》¹⁴ 当中央清算的参加者包括非中央对手方国家的成员时，还应当考虑冲突法的问题（即：特别法是否会优先于外国清算成员所适用的破产法）。

为了达到清算的主要目标之一，减少对手方信用风险，清算合同受到破产保护至关重要，这样合同的清算才会是最终的和不可撤销的，合同下的付款才不会在破产法下被破产清算人要求撤销或取回。

我们了解到在国内现在并没有关于中央清算的交易结算确定性的法律或法规，所以有可能出现破产的清算成员的付款被破产管理人挑战的情况。我们明白中国的《证券

¹¹ 《企业破产法》第十八条规定：人民法院受理破产申请后，管理人对破产申请受理前成立而债务人和对方当事人均未履行完毕的合同有权决定解除或者继续履行，并通知对方当事人。

¹² CPSS-IOSCO 《金融市场基础设施的原则》，2012年4月，第22页。

¹³ 例如，《企业破产法》第三十一和三十二条允许破产管理人请求法院予以撤销法院受理破产申请前一定期间内债务人的某些行为。

¹⁴ 该指引规定了一下原则：

- 转让指令和净额计算必须是可以在法律上强制执行的；
- 转让指令一旦进入系统即为不可撤销；
- 参与者的破产不能有溯及既往的效力；
- 适用的破产法是系统所涉及的成员国的法律。

指引还规定参与者提供给某个清算系统的保证金不能因某一参与者进入破产程序而受影响。

法》对交易所的证券交易提供了一定的保护。¹⁵ 我们认为类似的保护应同样给予经中央清算的场外衍生交易。

(4) 中央对手方的破产

金融稳定性需要破产程序的法律确定性。关于保证金的要求和违约处理程序的假设应当是有理据和可信赖的。法律的确性对于减少那些阻碍市场参与或清算方案实施的不利因素也甚为重要。

法律确定性在中央对手方或清算会员破产时，如何处理客户财产、交易、资金等问题上尤为重要。ISDA 认为中央对手方破产时的应急措施应事先计划，而且有法律上的确定性。

我们相信上海清算所资本雄厚，破产的可能性微乎其微。即使是这样，在缺少明确的中央银行的担保的情况下，市场参与者在考虑是否加入成为清算会员时，还是需要考虑上海清算所的破产风险。事先计划中央对手方破产时清算会员交易的有序终止，可以在金融系统受到最大压力的时候，减少市场的波动性，加速实施必要的风险管理措施。

ISDA 非常感谢能有机会就人民币互换净额清算业务方案发表意见，如果您有任何问题，请随时联系我们。

顺致问候！

骆岚

ISDA 亚太区董事

knoyes@isda.org

古静

ISDA 亚洲法律总监助理

jgu@isda.org

2012年6月5日

抄送：中国人民银行金融市场司债券交易管理处孔燕处长

¹⁵ 《证券法》第一百二十条规定：“按照依法制定的交易规则进行的交易，不得改变其交易结果”。