

实物交割中期货交易所的权责边界

唐波* 王炜炫**

摘要:随着《期货和衍生品法》的正式颁布,我国已明文确立交易所为中央对手方。交易所直接介入期货合约成为“合约主体”,进而享有合约项下对标准仓单的实质审查权限,同时交易所可以借助物联网等新兴技术建立健全审查机制以行使实质审查权。但结合中央对手方的制度目的和现行法之规定,因交易所仅在标准仓单指示交付完成之前承担中央对手方职责,其对后续实物交收环节中出现的交割违约现象不承担中央对手方职责。

关键词:交割违约 标准仓单 实质审查 中央对手方 实物交收

一、问题的提出

期货市场中的实物交割,是指交易双方在交割日将期货合约所载商品之所有权进行转移以了结

* 华东政法大学教授、博士生导师。

** 华东政法大学经济法学院硕士研究生。

未平仓期货合约的过程。^[1]虽然期货交易大多以对冲的方式了结合约,但仍有少部分期货交易将以实物交割的形式终结。实物交割是连接期货市场和现货市场的重要纽带,交割程序可以促进期货市场和现货市场的有机联动,进而促使期现价格最终趋于一致。^[2]在实务操作中,交割的大致流程为:(1)买方先向交易所申报意向;(2)卖方将货物存于交割仓库后取得由交割仓库开具且经交易所注册的标准仓单,并向交易所交付标准仓单;(3)交易所根据一定的原则匹购买方和卖方;(4)买方付款并取得标准仓单、卖方收款;(5)开具增值税专用发票。由此可见,标准仓单在交割程序中扮演着不可或缺的角色,其决定了买方是否能向交割仓库顺利提货,也决定了卖方的合约义务是否得以履行。

根据《期货和衍生品法》第45条第3款之规定,标准仓单,是指交割库开具并经期货交易所登记的标准化提货凭证。虽然法条明确了交易所对于标准仓单生成的登记权限,但是对其审查标准仍不明晰,其在审查登记标准仓单所载商品真实状况时(包括但不限于商品数量、质量、储存位置、质押情况等信息)应采形式审查还是实质审查并无定论。在以往的实践经验中,交易所因无明确授权,常以形式审查为准绳。但这也引发了部分市场投机者的道德风险,无论是标准仓单持有人“一单多质”所引发的交割风险^[3],还是交割仓库监守自盗^[4],或

[1] 参见吴庆宝:《解读最高人民法院〈关于审理期货纠纷案件若干问题的规定〉》,载《法律适用》2003年第8期。

[2] 参见江必新主编,最高人民法院民事审判第二庭编著:《最高人民法院〈关于审理期货纠纷案件若干问题的规定〉的理解与适用》,人民法院出版社2015年版,第174页。

[3] 参见山西省高级人民法院:山煤煤炭进出口有限公司与青岛德诚矿业有限公司、德正资源控股有限公司、青岛亿达矿业有限公司、化隆先奇铝业有限责任公司、广南(香港)有限公司、新联国际集团有限公司合同纠纷一审民事判决书,案号:(2014)晋民初字第6号,2015年7月6日;山东省青岛市中级人民法院:中国建设银行股份有限公司青岛四方支行与青岛德诚矿业有限公司、德正资源控股有限公司等金融借款合同纠纷一审民事判决书,案号:(2014)青金商初字第443号,2015年8月8日。

[4] 参见《郑商所对违规交割仓库实施纪律处分》,载微信公众号“郑商所发布”2021年2月10日, https://mp.weixin.qq.com/s/vlKPipgy4EY5RcnoHVp_Vw。

者因自身司法风险〔5〕而导致的交割危机,都时有发生。

对此,我国司法倾向于认为交易所在交割违约的情况下应起到“先行赔付”的功能。根据最高人民法院《关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》(以下简称《规定》)第47条第1款之规定,交割仓库不能在期货交易所交易规则规定的期限内,向标准仓单持有人交付符合期货合约要求的货物,造成标准仓单持有人损失的,交割仓库应当承担责任,期货交易所承担连带责任。但综观我国郑州商品交易所、大连商品交易所和上海期货交易所的交易规则,其均规定了此种情况下交割仓库应当承担赔偿责任,而交易所仅承担补充赔偿责任。〔6〕交割仓库基于仓储合同承担违约责任于法有据。但交易所在没有实质审查权限的情况下,却要在未归因于交易所责任时承担交割违约的连带责任在学理上是否具有合法性基础,仍需清晰界定。与此同时,是否应当赋予交易所对标准仓单生成的实质审查权限,也仍需进一步讨论。综上,本文拟从我国相关期货立法的演进入手,分析我国目前期货实物交割中交易所的权责边界现状,同时对境外成熟期货市场的交易规则进行梳理,并在研究的基础之上对我国期货实物交割中交易所的权责边界之重构提出建议。

二、交易所权责边界的历史考察

(一)形式审查:由“认定”到“登记”

在《期货和衍生品法》出台以前,我国期货市场的法律规制通常由行政法规主导,其中《期货交易管理条例》扮演重要角色。对于标准仓

〔5〕 参见广西壮族自治区南宁市青秀区人民法院:张某媚、邓某等骗取贷款、票据承兑、金融票证一审刑事判决书,案号:(2015)青刑初字第869号,2016年11月23日;北京市第二中级人民法院:北京祈德丰商贸有限公司与广西南宁市和顺糖业有限公司、广西储备物资管理局九一三处等仓储合同纠纷二审民事裁定书,案号:(2017)京02民终3317号,2017年4月19日。

〔6〕 参见《郑州商品交易所交易规则》第87条、《大连商品交易所交易规则》第98条和《上海期货交易所交易规则》第54条。

单的定义首次出现于《期货交易管理条例》(2012年修订),其中第82条第9项明确标准仓单是指交割仓库开具并经期货交易所认定的标准化提货凭证。这一定义一直沿用到《期货交易管理条例》(2017年修订)。

2022年8月1日正式实施的《期货和衍生品法》对标准仓单的定义进行了细微的调整,即将“经期货交易所认定”改成“经期货交易场所登记”。形式上,“登记”相较于“认定”或有实质审查之意味,即期货交易所的登记权限直接影响了标准仓单能否生成。但实质上,词语的转换仍未赋予交易所实质审查权限,交易所在标准仓单注册的过程中仍然以形式审查为标准。

其理由在于,具有自律监管性质的交易所享有的监管权限须由法律法规和交易所交易规则明确授予。根据《期货和衍生品法》第79条之规定,期货交易场所实行自律管理。其自律监管权限源于法律的确明确授权,但更重要的是交易中市场主体对于自身权利的部分让渡而形成的上位监管权力。因而交易所的自律监管有以下几个方面的特征:(1)交易所同其中的市场主体参与制定交易规则,在交易所交易的所有主体都应遵守该规则;(2)如若部分市场主体违反交易规则,则交易所所有权根据交易规则实施一定的惩戒措施;(3)交易所的自律监管行为事关社会公共利益,甚至关系到国民经济命脉,因而自律监管必须受到外部制约,包括立法的事前规制、执法的全面监管和司法的审慎监督。^[7]交易所与市场主体之间存在纵向、不平等的关系,前者对后者具有一定的监管权限,监管权限的范围不限于交易规则,也需要遵循成文法之规定。因而,在期货交易市场当中,为了避免过度监管而打击期货交易者的积极性,从而阻碍我国期货和衍生品交易市场的稳步发展,“法无授权不可为”的理念应贯彻于自律监管全过程当中,即若无法律明确授权或市场主体对于自身权利让渡达成的合意,交易所不得擅自扩大监管权限。

而实质审查权限对于交易所而言正是一项监管权力。因为实质审

[7] 参见卢文道:《证券交易所及其自律管理行为性质的法理分析》,载徐明等主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第1008~1009页。

查的本质乃通过核对实物消灭标准仓单持有人或者交割仓库所带来的信用风险。对于标准仓单持有人和交割仓库而言,其便捷的交货方式和标准仓单开具方式将受到实质审查的影响,进而危及交易效率。换言之,实质审查对于被监管者而言乃增设负担。而如此的监管权限须由法律法规或交易规则明确授予,未明确授予则意味交易所对标准仓单登记仍不享有实质审查权限。

(二) 连带责任:从“保证”到“中央对手方”

《规定》首次出现于2003年,在此之前,我国期货市场法律法规的缺位导致司法实践中对于期货纠纷的裁判标准存在较大分歧。为了及时公平地审理那时无序状态下的期货纠纷案件,最高人民法院印发了《关于审理期货纠纷案件座谈会纪要》(法〔1995〕140号)。其中明确指出对于期货违约纠纷,期货交易所应当承担保证期货合约履行的责任。交易所应当对交割违约代为履行,未代为履行的应承担赔偿责任。“保证”一词指明交易所在期货合约中的地位,即其为期货合约履行的担保人。

这样的观点在《规定》中得以确立,同时《规定》规定期货交易所应对交割违约承担连带赔偿责任。《规定》进一步明确期货交易所为“连带保证人”,并被如今的司法实践所沿用。

我国之所以长期以“担保人”的视角监督期货交易所,重要原因在于未有法律法规明确引入中央对手方制度。20世纪80年代开始,随着中国经济体制不断深化改革,市场逐渐具备催生期货交易的土壤。为了加快经济发展,国家成立“期货市场研究工作小组”并于1990年正式建立中国郑州粮食批发市场。^{〔8〕}但由于我国的期货市场的建设起步较晚,大多数规则和制度都借鉴国外成熟资本市场的经验,其中就包括中央对手方制度。比如,上海金属交易所曾借鉴伦敦金属交易所和美国芝加哥商品交易所的交易规则,将其自身职能界定为“作为买卖双方的中介,既是卖方会员的买方,又是买方会员的卖方”。^{〔9〕}但这

〔8〕 参见唐波:《改革开放三十年来的期货市场及其法制建设历程》,载《华东政法大学学报》2009年第3期。

〔9〕 常飞:《商品期货实物交割中期货交易所法律责任探析——基于中央对手方理论的建构》,载《广西社会科学》2022年第9期。

一制度的定义从未正式出现在官方文件当中,这导致在实践中交易所所在期货交易中并非期货合约的当事人,其承担的更多是监管期货合约达成以及履行情况的职能。同时,由于没有明确的法律依据,我国司法实践通常以担保法的角度代入思考期货交易买卖双方与交易所之间的法律关系,并结合交易所提供履约担保的职能,最终确立期货交易所“连带保证人”的身份。

与此同时,要求期货交易所承担连带保证责任可以降低期货市场的信用风险,以促进期货市场的稳健运行。由于我国期货市场处于建设初期,各方主体的信用风险将加剧市场的不稳定性,无论是买卖双方还是交割仓库,都存在监管套利的投机性。如若此时交易所仅处于中介地位,不将市场主体的信用风险集于自身,恐怕无人敢进行期货交易,最终导致期货交易无法正常运行。所以,为了增强期货市场交易主体的交易信心,保障期货市场交易的有序进行,我国司法倾向于让交易所承担连带保证责任。无独有偶,在行政法规方面,《期货交易管理条例》(2007年)首次规定期货交易所的职责包括“保证合约的履行”,“保证”一词与司法实践中的“连带保证责任”有异曲同工之妙。

但此乃实务界对于中央对手方职能的误解。国际证监会组织于2012年发布的《金融市场基础设施原则》对中央对手方职能的定义为“确保敞口合约的履行”。^[10] 确保(ensure)一词不同于大陆法系中的担保责任(guarantee),由此可见其并未将中央对手方作为担保人,而是要求其承担确保合约履行的责任。因而,2012年之后相关用词修改为:期货交易所的职责包括“为期货交易提供集中履约担保”。同时,2012年修改稿说明中曾提及“期货交易所统一组织结算中,作为交易各方的中央对手方的地位是明确的”,此乃确立中央对手方制度的体现。^[11] 此后,《期货交易所管理办法》(2021年修正)正式确立了我国的中央对手方制度,其中第81条第2款,明确指出承担期货结算职责的期货交易所是期货交易的中央对手方,自期货交易达成后介入期

[10] See *Principles for Financial Market Infrastructures*, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>, visited January 29, 2023.

[11] 参见姜洋:《发现价格:期货和金融衍生品》,中信出版集团股份有限公司2018年版,第262~270页。

货交易双方,成为所有买方的卖方和所有卖方的买方,承继双方在期货交易中的权利和义务,为期货交易提供集中履约保障。此条款为交易所直接成为期货合约当事人提供了合法性基础。

(三)小结

通过梳理我国期货相关立法的历史沿革,不难发现以下两点:(1)我国期货交易所因缺少上位法和交易规则明确授权而不享有对标准仓单生成登记的实质审查权限;(2)期货交易所的连带责任仍为交割违约中的金科玉律。

上述两点单独分析各有其合理性,一方面,为了提高期货市场交易效率、降低买卖双方的交付成本,对标准仓单的生成登记采形式主义有助于促进期货交易的蓬勃发展;另一方面,为了提高市场主体对于我国期货市场的交易信心,以具有行政色彩的交易所为信用背书担保有助于提高期货市场的成交量。但将二者结合起来则有其不合理之处。在未赋予期货交易所对于标准仓单生成登记实质审查权的情况下,要求其承担连带保证责任或有强人所难之嫌,并不符合理性经济人的合理预期。

在实践中,连带保证人与债务人设立反担保条款的案例并不少见。反担保实质是担保人在为自己在承担担保责任之后的求偿权得以实现与债务人或者第三人设定的担保。^[12] 这样的反担保符合理性经济人的交易预期,对于连带保证人而言不失为一种保护自身利益最大化的有效途径,其中反担保限度由双方的意思自治决定。但是对比到交割违约中交易所责任中,虽然我国交易所指定交割仓库时要求其缴纳交割担保金^[13],但是交割担保金并非“反担保”,且担保金的额度恐怕难以覆盖所有实物交割的总价值,对于交易所承担连带责任后的追偿权实现限度仍存在不确定因素。对于期货交易所而言,在事前难以通过实质审查控制市场主体的信用风险,在事后又无类似“反担保”的制度保障其追偿权,其在交割违约中或仅起到“赔付箱”的作用。

[12] 参见程啸:《担保物权研究》,中国人民大学出版社2017年版,第51页。

[13] 参见《郑州商品交易所指定商品交割仓库管理办法》第7条第3项。

诺斯认为制度是选择的集合、行动的指南。^[14] 确然,基于大时代背景选择产生的权责体系将成为期货交易所经营活动中的指南。但制度作用的核心在于对激励的影响和制约,激励较约束而言对市场主体的作用更为明显。对于交易所而言,在没有充足责任保障机制的情况下承担强责任对其实则为一种制约。但交易所作为期货合约交易和结算中重要的一环,对于期货市场的推动与监管而言,其承担至关重要的职能和责任,如若一味地向其施加制约,让其在承担强责任的情况下却没有相应的自身利益保障,或将打击其履行职能的积极性。长远来看,不利于我国期货发展走向国际化。因而,在交割违约的情形下,交易所的权责体系仍需重新梳理,以期构建一个既能符合交易所“保障期货合约履行”的职能又能保障交易所自身合法利益的权责架构。

三、交易所权责边界的域外经验

制度构建需要因地制宜。我国的期货市场之建构起步较晚;而在国际层面,期货市场起源于欧洲,并在美国发展中逐渐成熟,早在古罗马和古希腊时期就已经出现大宗商品交易所的雏形,而现代意义的期货市场首创于19世纪30年代的美国。^[15] 由此可见,境外期货商品的交易规则在长年累月的探索当中得以完善,其成熟的经验或可为我国交易所在交割违约中的权责体系构建提供国际范本。

但综观域外成熟的期货市场,其均采取水平式的组织架构,即交易所和清算所分别独立,各自对外承担责任,其中清算所通常在结算交割中扮演中央对手方的角色。而在我国内地期货交易所结算模式下,承担结算功能的主体乃期货交易所的特设机构,其不独立对外承担责任,须以期货交易所的名义承担法律责任,因而我国的期货交易所整体上扮演中央对手方的角色。据此,在借鉴境外经验时,既要考虑境外交易

[14] 参见[美]道格拉斯·C.诺斯:《制度、制度变迁与经济绩效》,刘守英译,上海三联书店1994年版,第4页。

[15] 参见李辉主编:《期货市场导论》,浙江大学出版社2002年版,第1~2页。

所的权责边界,更要总结境外清算所的权责边界以探清我国相关制度的未来发展之路。在对境外交易规则进行梳理的过程中,笔者发现针对境外交易所和清算所在交割违约中的权责边界的立法模式主要有两种,即请求权保留模式和责任豁免模式。

(一) 请求权保留模式——以美国芝加哥商业交易所集团为代表

请求权保留模式,是指法律法规或者交易规则仍然要求交易所或者清算所在交割违约中承担损害赔偿责任,美国期货市场则是典型代表。在美国,美国芝加哥商业交易所集团为期货和衍生品提供国际化和多元化的交易平台。作为期货和衍生品交易服务行业的龙头,其旗下拥有4个主要的交易中心,分别为CME、纽约商业交易所(New York Mercantile Exchange, NYMEX)、CBOT和纽约商品交易所(New York Commodity Exchange, COMEX)。四个交易所分别独立,且均经过CFTC注册成立。4个交易所均有独立的交易规则,并对自身交易市场实行自律监管。但是为了向市场主体提供一个相对统一的监管框架,4个交易所的交易规则手册已基本统一。^[16]因此,在研究的过程上可仅以其中一家交易所的交易手册为范本。

以CME为例,结合CME交易规则手册第7章之规定,其中关于实物交割中交易所和清算所的权责主要体现在以下两个方面。

第一,CME交易所对标准仓单背后所代表商品规格不负责任。根据CME交易规则手册第710条之规定,交易所不对商品等级、数量或者根据美国农业部或其他分级证书所要求的任何商品规格负责。^[17]由此可见,CME对于实物交割中出现的商品瑕疵不负责任,交割仓库对交割商品的质量安全负责,如若出现交割违约的现象,将由交割仓库承担赔偿责任。在交易所完全免责的情况下,其自然对交割仓库所签发的标准仓单不会进行实质审查。

第二,CME清算所在清算会员未尽特定交割义务时应承担赔偿责任。根据CME交易规则手册第714条之规定,在清算会员未能根据交

[16] See *Rulebooks*, <https://www.cmegroup.com/market-regulation/rulebook.html>, visited January 5, 2023.

[17] See *CME Rulebook*, <https://www.cmegroup.com/content/dam/cmegroup/rulebook/CME/L/7/7.pdf>, visited January 6, 2023.

交易所规则履行特定的交割义务时,清算所仅承担由此造成的合理损害赔偿,金额限度不得超过特定商品的交割价格和指定交割日该特定商品的公允市场价之间的差额。清算所不承担以下3个方面的责任:(1)实际履行或者接受实物交割;(2)支付由证书、文书、仓单、运输证书或者其他类似文件准确性、真实性、完整性或者可接受性所引起的任何损失;(3)支付由银行、存款机构、仓库、货运站或者其他类似机构或可能涉及交割的组织和实体破产或资不抵债所引起的任何损失。同时,本条赋予清算所以对未履行交割义务的清算会员的追偿权。^[18]虽然交易所对交割商品不承担责任,但在交割违约的情形下,清算所仍应承担适当的赔偿责任,只不过衡量标准或由司法或行政裁量。但可以明确的是,清算所对于标准仓单登记不会进行实质审查,因其对仓单的准确性和真实性并不承担责任。

(二) 责任豁免模式——以新加坡交易所集团和我国香港交易所为代表

责任豁免模式,是指法律法规或者交易规则直接规定交易所和清算所在交割违约中不承担任何责任,新加坡期货市场和我国香港地区期货市场则属于此类立法模式的典型案例。新加坡交易所(Singapore Exchange, SGX)为海内外交易主体提供证券和期货衍生品交易平台。其前身为新加坡证券交易所和新加坡国际金融交易所,二者丰富的金融市场经验为SGX制定相关交易规则提供制定模板。作为亚洲第一大证券和期货衍生品交易中心,其成熟经验值得研究。

新加坡交易所衍生品清算所(Singapore Exchange - Derivatives Clearing, SGX - DC)作为SGX的全资子公司,在期货衍生品交易中为交易主体提供清算服务。结合SGX交易规则手册和SGX - DC清算规则,交易所和清算所在交割违约中的权责体系主要体现在以下两个方面。

第一,SGX对实物交割和交割仓库的仓储行为不负责任。首先,交易所不保证任何可交割的期货合约下的特定交割义务得以履行,对

[18] 同前注[17]。

交割违约不承担任何责任。^[19] 其次,交易所不会审查交割商品、标准仓单或者指定的交割港口和仓库。交易所没有义务为交割商品的规格、标准仓单的真实性和指定交割的港口和仓库所提供的仓储服务质量提供担保责任。^[20] 最后,对于因伪造文件而导致交割违约所造成的损害,交易所不承担赔偿责任。^[21] 换言之,交易所的职责在于为交易双方提供中介平台,对于最后的交割违约损害赔偿以及标准仓单真实性的审查,交易所均不负责。

第二,SGX - DC 不承担保证实物交割的义务。首先,清算所的职责是为实物交割提供便利,其并不保证实物交割得以圆满履行。其次,清算所对于标准仓单等文件的真实性、有效性、准确性和完整性不负责任,如若买卖双方的清算会员因此受到损失,清算所不承担赔偿责任。最后,清算所对于指定交割场所不承担检查义务,如若因卖方清算会员未能交付或者在交付中出现任何违规行为而导致的损害,清算所不承担责任。^[22] SGX - DC 虽然在交易中扮演中央对手方的角色,但是在交易规则中其对标准仓单的生成登记不负检查责任,同时,对于交割违约所产生的一切损失均不承担赔偿责任。

我国香港交易所(Hong Kong Exchanges, HKEX)亦是采取此种交易模式。根据HKEX发布的《中央结算系统一般规则》第2104条之规定,交易所和结算机构须勤勉尽责(in good faith)。在此基础上,HKEX对二者的免责条款进行列举式规定,包括但不限于二者不对因市场交易参与者未遵守本规则、因结算公司根据法令按照任何政府或监管的指示而采取相应行动,或因结算过程中采用的任何系统发生故障等因

[19] See 5. 3. 1 *Title Documents and Transfer of Title*, <https://rulebook.sgx.com/rulebook/531-title-documents-and-transfer-title>, visited January 7, 2023.

[20] See 5. 3. 2 *Exchange Does Not Check Commodity, Documents or Designated Ports or Factories*, <https://rulebook.sgx.com/rulebook/532-exchange-does-not-check-commodity-documents-or-designated-ports-or-factories>, visited January 7, 2023.

[21] See 5. 3. 3 *Forged Documents*, <https://rulebook.sgx.com/rulebook/533-forged-documents>, visited January 7, 2023.

[22] See 6. 02A *Clearing House Merely Facilitates Delivery*, <https://rulebook.sgx.com/rulebook/602a-clearing-house-merely-facilitates-delivery>, visited January 7, 2023.

素所产生的任何损失承担责任。^[23] 该规则明确期货卖方结算会员的交割责任,如若其发生交割违约之行为, HKEX 和结算机构无须承担任何责任,交割违约责任分配仅发生于交割仓库和买卖双方之间,二者自然对标准仓单登记的真实性和准确性不承担实质审查的义务。与 SGX 相比, HKEX 的免责条款虽设前提,即“交易所和结算机构须勤勉尽责”,但在实践当中 HKEX 和结算公司对于期货交易市场具有完备经验,其通常不会违反勤勉尽责义务。所以从本质上而言, HKEX 对于交割违约的态度仍与 SGX 一致。

(三) 相关经验与借鉴

通过境外考察,可以得出境外成熟期货市场已达成以下共识:交易所更多承担的是提供期货交易平台、促进期货交易合约达成的责任,其自然对交割违约不承担任何责任,对于交割仓库所签发的标准仓单不进行任何审查。在印度,此条规则已被国家法律所认可,印度相关法律明确规定印度国家证券交易所对存放在交割仓库的货物质量、价值等客观因素不承担任何责任。^[24]

而清算所作为合格的中央对手方,境外通常认为其对标准仓单不具有审查义务,但是否应承担交割违约的赔偿责任在境外没有固定标准, CME 保留其应对合理损害的赔偿义务,而 SGX - DC 和 HKEX 却直接明文规定清算所在此种情况下的免责声明。综观境外相关规制模式,或对我国有以下启示:

第一,境外法上清算所以对交割仓库所签发的标准仓单不负有实质审查权限的规则或不适合我国目前的期货市场发展情况。

首先,在事前风险防范上,境外交割仓库的指定标准相对严格,而且具有完善的物流运输体系和商品仓储体系。在美国芝加哥商业交易所集团旗下 4 个交易所,由于期货合约标的的种类不同,其对于交割

[23] See *Charter 21 Duties and Liabilities of HKSCC*, <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Services/Rules-and-Forms-and-Fees/Rules/HKSCC-General-Rules-of-CCASS/R21.pdf>, visited February 7, 2023.

[24] See *Delivery and Settlement Procedure - Bullion*, <https://www.nseindia.com/products-services/commodity-derivatives-delivery-settlement-procedure>, visited February 7, 2023.

仓库的审批标准也存在差别。以 CME 为例,由于其以农业大宗商品期货合约为主,所以,其要求交割仓库须经交易所、美国农业部或者其他监管机构的检查,同时还需要满足一定的仓储条件和物流运输条件。^[25] 而在 NYMEX 中,交割仓库还需要提供相应的担保(guarantees)、债券(bonds)或者其他金融工具(other financial instruments),以确保其履行交易规则项下的交割义务。^[26] 由此可见,境外交割仓库的准入门槛之高可以降低交割仓库的信用风险,进一步化解交割风险。而在我国,指定交割仓库的准入仅由交易所审查,且其对于担保金额度的要求并不明确。^[27] 在没有完备的事前化解风险制度的情况下,如若直接对交割仓库签发的标准仓单予以采信或者仅以形式审查的方式进行注册登记,或可导致部分交割仓库的信用风险不断扩大,最终影响期货市场的正常运作。虽然交易所对违规的交割仓库享有惩戒权限,但是从保护广大金融消费者的利益出发,事后救济相较于事前监管而言其所能发挥的弥补作用相对微薄。

其次,在事中风险控制上,由于我国期货市场发展历史不长,期货交易主体的信用风险仍处于不可控的阶段。而美国期货市场的发展历史已有百年,新加坡期货市场的发展也经历了漫长岁月的积累。以新加坡为例,在 1986 年《新加坡期货交易法》颁布实施之前,新加坡期货市场没有相应的监管制度,市场交易主体主要通过契约精神和意思自治进行交易,但这样引发了许多监管套利的投机行为,自此新加坡对期货交易逐渐加强管控。^[28]

市场主体具有理性经济人的特质,在制度面前会比较机会成本作出选择。我国大陆交割违约的违规成本相对较低,《大连商品交易所违规处理办法》第 30 条对此最低处罚力度仅为警告。但在我国台湾地区,除非有明确证据证明交割违约非归责于交易当事人,否则交易当事

[25] 同前注〔16〕。

[26] See *NYMEX Rulebook*, <https://www.cmegroup.com/content/dam/cmegroup/rulebook/NYMEX/1/7.pdf>, visited January 8, 2023.

[27] 参见《郑州商品交易所指定商品交割仓库管理办法》第 6 条、第 7 条。

[28] 参见刘道云:《境外主要期货市场对外开放的监管沿革、制度路径及借鉴》,载《新金融》2022 年第 11 期。

人一律5年内不准开户从事期货交易。^[29]在监管力度不够强硬且违规成本较低的情况下,投机主义将会趁机而入。但随着资本市场的不断发展,应对市场风险和交易风险的机制不断成熟,市场主体的诚信不断提高,交易主体的信用风险将逐步可控。目前在我国,由于卖方“一单多质”导致标准仓单持有人交割权益受损的案件屡见不鲜^[30],我国交易主体的信用仍有待提高。因而,在资本市场早期构建的过程中,如若我国交易所不通过适当的风险化解手段尽可能降低市场主体的信用风险,或将影响我国期货市场对外开放、走向国际化终极目标的实现。

最后,在事后风险化解上,我国期货交易所在化解交割违约所导致的市场风险方面经验尚不够成熟。以“九三一白糖事件”为例^[31],虽然郑州商品交易所及时在交割标的解除司法查封之后采取竞价拍卖的形式进行现货移转,以将市场主体的交易损失降到最低。但在制度层面上,此类风险处置程序并没有在交易规则或者法律法规中得以体现,故期货交易所在日后处理类似风险案例时亦只能照葫芦画瓢。但在境外,清算公司通常具有完善的违约风险处置程序。以北欧交易所提供清算服务的纳斯达克清算所为例,根据其官网所披露的《纳斯达克清算所违约管理程序的重要方面》指导文件,其对于清算会员的违约程序主要包括违约风险评估(risk assessment)、净额结算(close out)等风险规避手段(hedging methods)和具体执行方式(means of execution)等。^[32]2018年9月10日,因市场剧烈波动,某结算会员因无法对其所有的北约电力期货合约和德国电力期货合约补充足额保证金,最终被宣布构成违约。纳斯达克清算所立即启动违约管理程序,在对违约进

[29] 参见《交易人违约》,载台湾期货交易所网,<https://www.taifex.com.tw/cht/4/defaultPage>,2023年2月7日访问。

[30] 同前注[3]。

[31] 在指定交割仓库九三一处存放的6000吨期货交割白糖被有关银行不当申请司法保全查封,造成该库期货交割白糖不能正常交割,郑州商品交易所为此公开竞买600张白糖标准仓单。参见王超:《郑商所将公开竞买白糖标准仓单》,载《中国证券报》2015年8月24日,A05版。

[32] See *Default Management – Rules and Processes for Member Default*, <https://www.nasdaq.com/solutions/nasdaq-clearing-default-management>, visited February 7, 2023.

行风险分析的基础上,通过净额结算、竞价拍卖等方式进一步缩小违约方之损失,并在违约发生起 48 小时内以最优价格处理了违约部分的合约。^[33]由此可见,相较于境外清算公司,我国在违约处置程序上并无相对清晰的制度框架。如若此时不通过事前风险防控的方式对期货交易市场违约风险进行适当预防,那么,交割违约或将引发系统性金融风险,从而危及我国金融市场的稳定。

第二,我国交易所在交割违约中是否应当承担责任需结合我国现行法之规定和法理基础予以考量。在境外,此问题没有固定标准,各交易所的选择均基于各交易市场的实际情况。两种模式均有其优劣性,关键差异无非在于制度选择倾向于保护交易主体还是作为中央对手方的清算所之权益,核心在于厘清清算所的法律地位及其所承担的法律责任。我国应选择何种规制模式需要结合我国市场背景以及现行法之规定加以分析,直接借鉴境外经验可能会造成制度的水土不服。

四、我国交易所权责体系之重构

交易所的法律地位及其功能价值决定了交易所在交割违约中的权责边界。重构交易所权责体系的关键在于厘清交易所在期货交易中的法律地位。《期货交易所管理办法》(2021 年修正)首次指明我国承担结算职能的期货交易所为期货交易中的“中央对手方”,同时,《期货和衍生品法》第 93 条明确“期货结算机构”的“中央对手方”身份,此为我国交易所法律地位的界定提供了合法性基础。

(一) 中央对手方制度的内涵及其法理基础

中央对手方,是指结算机构自身介入已经达成的交易,成为买方的卖方和卖方的买方以凭借自身信用保障合约履行的结算过程。^[34]该制度的设立有助于降低金融市场的系统性金融风险,尽可能降低金融

[33] See *Further Information Regarding Member Default - Q&A no2 - 2018 - 09 - 19*, <https://www.nasdaq.com/docs/Further-information-regarding-Member-Default-180919.pdf>, visited February 7, 2023.

[34] 参见沈伟:《中央对手方清算机制建设》,载《中国金融》2015 年第 10 期。

市场信息不对称所带来的风险敞口。该制度为期货交易的结算提供新的运行框架,买卖双方和交易所的权利义务关系将发生变化,以保证交易结算的圆满结束。

十国集团中央银行支付结算体系委员会和国际证监会组织技术委员会于2004年联合发布《关于中央对手方的建议》,其中明确指出中央对手方制度的法理基础主要有合同更替与公开要约两种,但还包括其他类似的法律框架。在我国民事法律体系当中,并没有合同更替和公开要约的具体规则,因此,法理基础需要结合我国现行法之框架加以阐释。^[35]如图1所示,细究中央对手方制度的逻辑框架,我国合同法中的债权债务概括转让可以成为其法理基础。

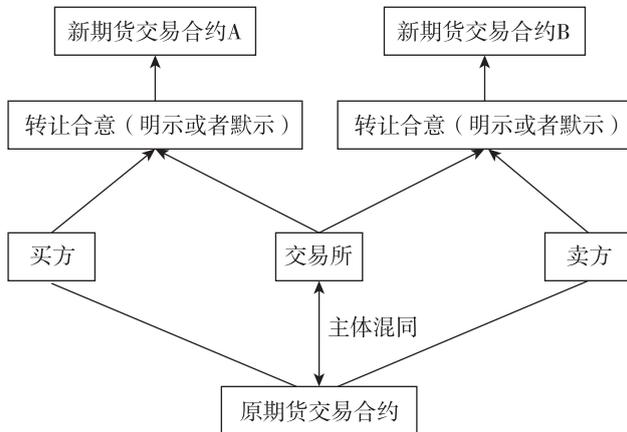


图1 我国现行法框架下中央对手方的法理解释路径

第一步,买方和卖方经过交易所的配对原则得以完成交易的匹配,二者之间存在一份原期货交易合约。此时,作为中央对手方的交易所开始介入交易与买方达成债权债务概括转让的合意,即原合同的主体已经转变为交易所和卖方。但由于结算机构在结算过程中应当保持中立性,即结算机构作为主体的期货交易合约应完全对冲。所以,在买方与交易所因达成转让合意而产生的合约中,交易所必须享有原期货交易

[35] 参见李佳、刘道云:《期货结算中央对手方制度及其构建》,载《上海金融》2019年第2期。

易合约项下卖方的权利和承担同等义务,以达到交易所实质上不享有期货交易中的权利和承担期货交易中的义务。双方之间所产生的新期货交易合约 A 与原期货交易合约的内容相同,只不过主体变成买方和交易所。

第二步,与第一步基本类似,卖方与交易所达成债权债务概括转让的合意,此时原合约的主体转变为交易所和交易所自身,因主体混同而灭失。同时,基于结算机构的中立地位和职能,卖方与交易所基于转让合意所达成的合约与原期货交易合约的内容相同,只不过主体转变为卖方和交易所。^[36]

不过还需指明,我国债权债务概括转让的模式包括意定转让和法定转让,在期货交易语境下应为意定转让。同时,由于概括转移包括合约义务的转让,所以转让合意的达成须经交易所和买卖双方的同意。^[37] 在期货交易当中,同意的意思表示可以以交易规则所约定的声明文件(明示)或者商业习惯(默示)的方式进行,但为了提高期货市场的交易效率,默示表示可能更具有现实意义。

综上所述,中央对手方制度所产生的法律后果为原期货交易合约因主体混同而灭失,最终转变为两份新期货交易合约。只不过除合约主体外,两份新期货交易合约项下的内容与原期货交易合约完全相同。而且虽然实质上交易所处于结算中立地位,但是形式上交易所已经成为两份新期货交易合约的主体,享有一定的权利和承担一定的义务。

(二)从“形式审查”到“实质审查”

前文已经论述了我国目前交易所对标准仓单生成登记仅享有形式审查权限的不合理之处,以及我国目前亟须赋予交易所实质审查权限的现实必要性。而结合中央对手方的法理基础,赋予交易所实质审查权限具有学理依据。

标准仓单的流转过程大致为:卖方将交割商品移交至交割仓库—交割仓库在交易所的系统中开具标准仓单—卖方最终将标准仓单交付

[36] 参见邹启钊:《期货市场中央对手方:制度内涵与法律基础》,载《法学家》2015年第4期。

[37] 参见韩世远:《合同法总论》(第4版),法律出版社2018年版,第637页。

给买方。其中,买卖双方、交易所和交割仓库的法律关系如图 2 所示。因为根据《民法典》第二十二章之规定,当卖方与交割仓库达成交割商品仓储保管合意时,二者成立仓储合同,交割仓库须履行验收入库的义务,并承担仓储期内因保管不善造成仓储物毁损、灭失的损害赔偿责任。而当卖方将其所有的标准仓单交付给交易所时,实则是履行新期货交易合约 B 项下的给付义务,但由于交割仓库已经实际占有交割商品,根据《民法典》第 227 条之规定,此应构成指示交付。同理,在交易所最终将标准仓单交付给买方时,亦是履行新期货交易合约 A 项下的给付义务,其同样构成指示交付,至此交割程序得以基本完成。

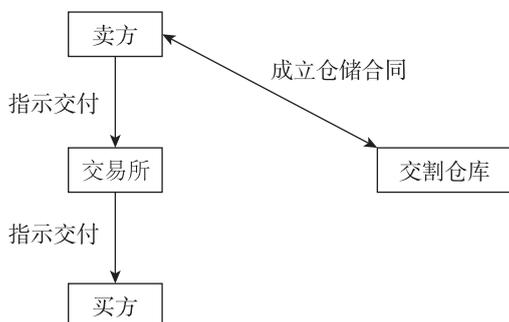


图 2 买卖双方、交易所和交割仓库的法律关系

其中不难发现,交易所作为两份新期货交易合约的当事人,虽然最终实质上不承担责任,但形式上须完成接受卖方交付和向买方交付的合约行为。而正是这样的“合约主体”身份和合约行为决定了交易所应对标准仓单生成登记享有实质审查权限。因为买卖合同的本质乃标的的所有权之转让,为了实现最终目的,买方对交付货物的检查权限和卖方对交付货物的给付义务应为必备条款,也即交易所一方面在新期货交易合约 A 中承担向买方交付交割商品之义务,另一方面在新期货交易合约 B 中享有对卖方交付交割商品的检查权限。这样的制度安排亦符合理性商人的交易预期,因为在合约最终走向交割阶段时,买卖双方的最终目的是完成交割商品的转让程序,不同于前期竞价阶段的希望通过期货杠杆牟利的初衷。而检查权限应为实质审查,因为交易所所在合约中为直接责任人,新期货交易合约 B 中的权利能否圆满行使影

响着其在新期货交易合约 A 中的给付义务能否顺利履行,因而实质审查更能保护其自身利益。

但必须指出,期货交易所的实质审查权限并不会直接产生任何对抗效力,标准仓单抵押权的设立和变动仍需遵循《民法典》之规定。因为期货交易所是基于其“合约主体”的身份得以享有合约项下的实质审查权限,此乃其保护自身权益的手段,虽然经期货交易所实质审查登记后的标准仓单有助于提高市场仓单质押融资的效率,为期货市场提供相对真实可信的标准仓单登记系统,但其最终的目的仍然是保护期货交易所所在交割过程中的自身利益,其本质仍属于“私权利”,而非“公权力”。

此外,期货交易所并非行政机关,对于标准仓单的实质审查以及登记并不能产生类似于行政登记的公信力。这一观点亦体现于立法当中,根据上海市《浦东新区大宗商品仓单登记中心管理办法(试行)》之规定,仓单的行政登记权限由大宗商品仓单注册登记中心享有,交易所只能根据其第 10 条之规定成为仓单登记业务的参与主体。

学界有相反观点指出,由于我国实物交割数量可观,如若让交易所承担实质审查义务,无论是在专业性上还是审核成本的支出上都不具有可行性。^[38] 但笔者认为,实质审查权限的确立具有一定的现实基础。

首先,制度成本的计算不仅要考量当事人实际付出成本,也应考虑当事人潜在成本和社会成本。我国期货市场信用风险目前处于不稳定的阶段,如若一味地坚持形式审查原则,当事人所付出的成本自然较低,但是其最终的赔付成本将会提高。与此同时,如若出现系统性金融风险导致金融危机,社会成本也将提高。因此,仅以此为由否定实质审查权限的设立或有不妥之处。

其次,物联网等新兴技术的更新迭代为实质审查奠定可行性。实质审查的内容无非在于核对交割商品的数量、质量、位置、担保情况等基础信息,以保证标准仓单持有人得以最终提取交割商品。其中交割

[38] 参见王艺璇:《论我国期货交易所实物交割中的法律责任》,载《法律适用》2021 年第 12 期。

商品的数量、质量、位置等物理状态相对容易核查,交易所应积极研发交割监管平台,在软件上利用物联网技术实时监控交割商品的存储、出入库情况等物理状态,并通过监控设施等确保权利人可以实时观察货物状态、存放情况等,以确保对动产全方位、全天候的监控,最终保障标准仓单持有人的权益。

最后,难点在于对交割商品担保情况的查明,目前我国交易所已经上线仓单登记查询系统,该查询系统实现了与中国人民银行相关大数据共享,旨在解决标准仓单质押监管难的窘境。^[39]但是根据《动产和权利担保统一登记办法》(中国人民银行令〔2021〕第7号)之规定,中国人民银行对于动产与权利担保不负实质审查义务,登记人对登记内容的真实性负责。因此,交易所的查询系统无法完全满足实质审查交割商品担保情况的需要,但系统的数据可以为交易所的审查指明方向。在此基础上,交易所可以通过汇集对比第三方资信数据、银行质押数据等,确定动产权利状态,并结合区块链技术“去中心化”的特征确保登记数据的不可篡改、可追溯以及对抵押物的全面监控,以行使对标准仓单生成登记的实质审查权。

(三)从“保证责任”到“免除责任”

我国司法实践倾向于将交易所置于期货交易担保人之地位,进而要求其在交割违约中承担连带保证责任。但在我国已经明文规定中央对手方制度的现状下,其法律身份应由“合约担保人”向“合约主体”转换。而新的问题得以产生,即中央对手方职责的结束时间点应为交割配对结束时,还是应涵盖实物提货阶段?有观点认为,在结算交割配对之后,期货交易买卖双方因交易所的配对原则而实现了一一对应关系,即之前买卖双方互相不知道实际对手方的情况已然消失,二者之间成立“一对一”的现货交易关系,所以,交易所的中央对手方职责止于交割配对结束时,其无须对实际的交割违约承担责任。^[40]对此,笔者认为,交易所的中央对手方职责应当延续到标准仓单持有人实际取得交

[39] 参见李莉:《大商所仓单登记上线》,载《中国证券报》2022年12月15日,A04版。

[40] 参见翟浩:《论我国商品期货交割库交割违约时的责任分配》,载《河北法学》2022年第5期。

割商品所有权时。

以下将结合图3,对前述观点展开论述。

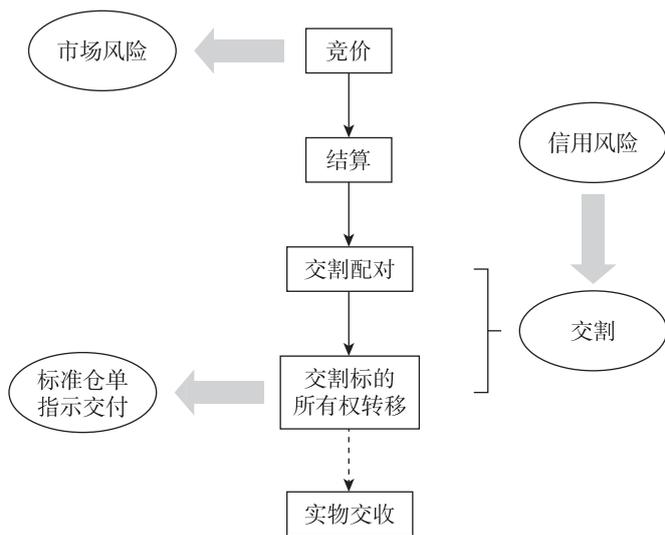


图3 期货交易流程

1. 交割的结束时间节点应为商品所有权转移之时

根据《期货交易管理条例》(2017年修订)第81条之规定,交割,是指合约到期时,按照期货交易所的规则和程序,交易双方通过该合约所载标的物所有权的转移,或者按照规定结算价格进行现金差价结算,了结到期未平仓合约的过程。从文义解释的角度,我国现行法规定的交割强调了合约标的物所有权之转移。换言之,商品所有权转移乃交割程序完成的判断标准,交割配对完成并不代表着交割程序得以终结。

2. 交割配对完成后的商品所有权移转并非现货交易

必须承认,交割属于期货交易阶段中的重要一环。在历史的演变中,关于期货交割理论主要有三种,即零交割理论、限制交割理论和无限制交割理论。关于零交割理论,托马斯·A. 希隆尼(Thomas A. Hieronymus)认为,一个正常运作的期货交易市场应当几乎不存在交

割,如若存在大量交割,则说明这个市场的合约数量是失衡的。^[41] 限制交割理论则主张应对交割量进行限制,而无限制交割理论为期货理论界的主流观点,其主张交割对于期货市场而言具有重要的价格调节功能,因而在正常的交易环境中,不应应对交割量进行限制。^[42]

从期货市场的发展史来看,期货市场衍生于现货交易市场并最终作为独立的市场而存在。虽然期货市场的最终目的并不是交割,其更多发挥的是风险管理的功能,即现货市场交易商可以通过期货市场转嫁风险或者投机牟利。但交割对于期货市场的稳定仍有积极意义,因而无限制交割理论才能在理论界屹立不倒。

交割之于期货交易的重要性主要体现在其是制衡现货价格和期货价格的重要力量。当期货价格低于现货价格时,现货市场交易商为降低成本会在期货市场上大量购买期货合约以达到进货目的;反之,其则会大量在期货市场抛售期货合约以达到利润最大化的交易目的。换言之,只要期现货价格存在价格差,那么市场就会有交割的需求,在长此以往的价格互动中,通过合约买进和卖出的对冲最终价格差将稳定在一定的幅度内,进而能反映市场相对真实的供求关系。此外,交割也是实现套期保值、遏制市场操纵行为和抑制逼仓行为的重要途径。交割亦能提高期货市场交易的合约流动性,因为交割程序的存在,期货市场中没有现货需求的投机者为了不进行实物交割,会选择在交割日到来之前通过买卖合约的方式进行平仓对冲,进而刺激期货交易所的交易量。^[43]

由此可见,交割对于期货市场的发展和稳定极为重要,在判断交易属于现货还是期货时,应当结合交易阶段的目的、功能定位以及交易规则等整体情况,不宜仅通过交易的特征单独认定交易的性质。^[44] 而交

[41] See Thomas A. Hieronymus, *Economics of Futures Trading: For Commercial and Personal Profit*, Commodity Research Bureau, Inc., 1977, pp. 311 - 345.

[42] 参见霍瑞戎:《期货交割理论的演变及我国期货市场的选择》,载《北京工商大学学报(社会科学版)》2009年第1期。

[43] 参见荆林波:《期货交割研究的几个问题》,载《首都经济贸易大学学报》1999年第4期。

[44] 参见吴越:《现货与期货交易的界分标准与法律规制》,载《中国法学》2020年第2期。

割不仅包括交易配对流程,更强调商品所有权的转移,因此,在判断交割配对完成后的商品所有权移转过程属于现货还是期货时,仅以二者之间已形成“一对一”之关系进而认为其属于现货交易阶段,从而排除交易所中央对手方的职责似乎过于片面,是故,应结合此阶段的交易性质、功能地位等具体情况加以具体分析。

3. 中央对手方的制度目的决定其结束节点

前文论述已经明确交割不属于现货交易,且交割的结束节点应以合约标的的所有权转让为准。那么,为什么交易所承担中央对手方职责的时间节点应延续到交割结束终点呢?笔者将结合中央对手方的制度目的加以探析。

首先,期货交易市场存在两种风险:(1)市场风险,主要体现在因市场供求关系变化而导致的价格波动,其主要存在于期货交易的竞价阶段;(2)信用风险,主要体现在期货合约主体最终的履约情况,其主要存在于期货交易的交割阶段。而中央对手方的制度目的是降低市场中的信用风险,故其仅存在于结算交割阶段。

其次,市场风险是期货交易的天然属性且不具有可控性。市场风险的存在是期货市场投机牟利的魅力,市场主体之所以愿意进行期货交易,实则因为其希望通过自身对于市场的研判而进行期货牟利。如若通过适当的方式对期货价格进行控制,则违反了期货交易的初衷,或可构成期货市场的操纵行为,对于广大期货交易者而言则是一种欺诈。

最后,期货交易合约具有“当前订立,未来履行”之特征,这一特征决定了其存在潜在的合约履行风险。在结算机构未介入交易时,双方对于合约未来的履行情况没有足够的信心,或导致无人愿意进行期货交易。而在中央对手方制度语境下,为了增加市场主体对于合约履行的安全感,交易所将市场主体的信用风险集于自身,并以自身信用保障合约的最终履行。在境外,以伦敦农产品清算所为例,其正是因为金融期货交易的引入,才正式采用中央对手方制度,要求清算所成为交易中买方的卖方和卖方的买方以保障履约。^[45]

[45] 参见[英]彼得·诺曼:《全球风控家——中央对手方清算》,梁伟林译,中国金融出版社2013年版,第93~94页。

是故,中央对手方制度的设立初衷乃将期货交易市场中的双边信用风险集于自身,凭借自身信用为客户的合约履行提供保障。^[46] 这样的保障可以理解为我国期货交易所职责中的“提供集中履约担保”,只是此“担保”并非我国民商事法律体系中的“保证责任”。交易所履职路径的合法性基础在于中央对手方制度,即通过直接成为“合约主体”而承担保障合约履行的职责。

因而,从中央对手方的制度目的出发,只要期货交易中存在信用风险,中央对手方制度就应该涵盖至此阶段。而在实物交割当中,实物交割乃期货交易的关键程序,同时,实物交割的完成标准在于合约标的的所有权是否转移。在交割配对结束后,虽然买卖双方互相“知根知底”,但是由于此时的合约标的的所有权并没有发生转移,潜在的信用风险仍然存在,即无论是卖方还是交割仓库,都存在不能履约的可能性。所以,在合约标的的所有权发生移转之前,交易所仍然应承担中央对手方的职责。

4. 交易所在实物交收环节不承担中央对手方责任

如图3所示,交割的结束节点为标的商品所有权之转移。如上文所述,依据《民法典》的规定,标准仓单转移至卖方时构成指示交付,对于卖方而言,只要其受让标准仓单所载明的商品返还请求权,即发生了标的商品所有权之转让。^[47] 据此,交割程序得以完结,交易所中央对手方角色正式落幕。后续卖方根据标准仓单向交割仓库进行实物提货阶段通常被称为实物交收环节,如图3虚线所示,期货交割环节已经结束,此时交易所不承担中央对手方责任。

综上,在实物交割阶段,由于交割违约通常发生于实物交收阶段,此时交易所的中央对手方职责已经结束,对于交割违约的情况,交易所理应免责,而非承担连带保证责任。如若出现交割违约的情形,标准仓单持有人可基于仓储合同要求交割仓库承担违约。同时根据《民法典》第577条之规定,违约责任的形式可以是继续履行、采取补救措施或者赔偿损失等。据此,对于交易所在交割违约中的责任问题,责任豁免模式或更符合我国现行的法律框架。

[46] 参见钟维:《期货市场中央对手方制度研究》,载《社会科学》2015年第12期。

[47] 参见崔建远:《物权法视野下的指示交付》,载《法律适用》2014年第10期。

五、结语

在期货市场发展的过程中,承担结算职能的交易所占据着至关重要的地位,为期货结算和交割提供优质服务。而目前,在我国实物交割违约多发的情况下,交易所更多承担着先行赔付的职责。一方面,其对于交割仓库所签发的标准仓单没有实质审查权限;另一方面,却要对交割违约承担连带保证责任。

是故,应从制度重构入手厘清交易所在交割违约中的权责边界。首先,境外对于标准仓单不进行实质审查的制度模式不适合我国目前的交易市场,我国仍应赋予交易所对于标准仓单生成登记的实质审查权限,同时,我国交易所可以结合物联网等技术建立健全适当的审查机制以行使实质审查权。其次,在我国现行法的框架下,交易所乃期货交易中的中央对手方,其直接介入期货交易合同并取得“合约主体”身份,其应在合约标的的所有权未转移前,即标准仓单指示交付完成前承担中央对手方职责。最后,由于交割违约通常发生于实物交收阶段,而此时交易所的职责已经完成,故其在此阶段不承担中央对手方责任。

(编辑:宋 澜)