



2026年3月 第三期

金融工具与金融基础设施业务

法律资讯

FINANCIAL INSTRUMENT AND FMI LAW
NEWSLETTER



政策法规



专业文章



市场动态



上海市律师协会
金融工具与金融基础设施专业委员会



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会

金融工具与金融基础设施法律资讯

financial instruments and financial infrastructure newsletter

金融工具与金融基础设施专业委员会成员

主任： 张伟华

副主任： 苏 萌 朱 峰 张卫工

委员： 包俊刚 鲍晓晔 陈健民 段洁琦 韩红彩 金易文 刘春彦 林 剑 刘明昊 刘沁茹 林 嵘 刘 毅 欧阳群 曲 峰 钱 豪 石彩霞 施天佑 史羽鸿 陶灏婷 王 彬 王 洁 王卓君 杨 冰 张博超 张 弛 张 锴 周明浩 郑伟杰 赵伟喆 陈维娜 黄少春 李倩 王宏伟 谢秋晓 肖珍珍 翟少凯

干事： 庞 平 汪 澄 周红节 赵哲楠 李党贵

本期编辑： 张伟华 周红节



目 录

◎ 政策法规	4
公开募集证券投资基金业绩比较基准指引	4
上海证券交易所自律管理听证实施细则	12
◎ 专业文章	20
直击大宗商品“过山车”行情：供应链企业“期现结合”策略的合规要点与 风险应对	20
差额补足义务的保证性质认定——法定规则与司法实践下一般保证的 认定倾向	31
◎ 市场动态资讯	39
广发证券：坚持稳中求进，以高质量发展服务国家战略	39
央行逆回购操作加量护盘，跨季之后资金面如何走？	45
科创链接中国东盟，人民币成区域贸易投资重要选择	49



◎ 政策法规

公开募集证券投资基金业绩比较基准指引

中国证券监督管理委员会公告〔2026〕3号

现公布《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引》，自2026年3月1日起施行。

中国证监会

2026年1月22日

第一章 总则

第一条 为规范公开募集证券投资基金（以下简称基金）业绩比较基准的选取和使用，完善基金管理人的内部控制和管理，保护投资者的合法权益，根据《中华人民共和国证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》及其他有关法律法规，制定本指引。

第二条 本指引所称业绩比较基准，是指基金管理人在基金合同、招募说明书等基金法律文件中约定的，用于表征产品投资风格、衡量产品业绩、约束投资行为的参考标准。基金法律文件应当约定业绩比较基准，中国证监会认可的特殊基金品种除外。

基金管理人、基金托管人、基金销售机构、基金评价机构选取和使用业绩比较基准相关活动适用本指引。

第三条 业绩比较基准的选取和使用应当遵循基金份额持有人利益优先原则，并符合以下要求：

（一）代表性。业绩比较基准应当体现基金产品的投资目标和投资风格；投资风格主要包括投资策略、投资方向、风险收益特征等。

（二）客观性。业绩比较基准的计算方法、数据来源等应当清晰、透明、可持续、可量化，标的资产可公允定价。



(三) 持续性。业绩比较基准一经选定，不得随意变更。

(四) 约束性。基金管理人应当采取措施有效管理实际投资与业绩比较基准的偏离。

第四条 中国证监会及其派出机构依据法律、行政法规和中国证监会的规定对业绩比较基准的选取和使用实施监督管理。

中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会）依据法律、行政法规和自律规则，对业绩比较基准的选取和使用进行自律管理，建立并维护基金行业业绩比较基准要素库。

第二章 业绩比较基准的规范

第五条 业绩比较基准的要素包括股票、债券、基金、商品、多资产等各类指数、合约价格、利率及中国证监会认可的其他形式。

基金管理人可以选择单一要素基准或者组合要素基准作为业绩比较基准，组合要素基准应当简明、清晰。

业绩比较基准的要素与权重应当表征基金产品投资风格，符合基金合同关于投资目标、投资范围、投资策略、投资比例限制等的约定，并与主要的资产类别、国别或地区、市场板块、货币类型等相匹配。业绩比较基准的要素应当具备市场代表性，基金管理人可以从基金行业业绩比较基准要素库中选取相关要素。

第六条 基金管理人选择指数作为业绩比较基准要素的，应当符合以下条件：

- (一) 指数代表性强，编制方案合理，成份券具备较好的流动性；
- (二) 指数的编制方案、运作规则、点位值和收益率等能够持续、及时、准确地对外发布；
- (三) 指数编制机构的指数研发能力和运维能力较强，有完备的人员团队、组织架构和内外部监督机制，并符合基金业协会有关规定。



第七条 基金合同、招募说明书等法律文件应当对下列事项进行充分说明：

- （一）业绩比较基准的设定及原因，包括与基金产品投资目标、投资范围、投资策略、投资比例限制的匹配情况；
- （二）业绩比较基准要素所涉及的发布机构、代码、查询途径等；
- （三）业绩比较基准的计算方法；
- （四）管理投资偏离业绩比较基准的定性或定量方法；
- （五）未来可能变更业绩比较基准的情形和程序；
- （六）中国证监会规定的其他事项。

第八条 业绩比较基准变更符合下列条件之一且对基金份额持有人利益无实质性不利影响的，基金管理人应当与基金托管人协商，在新业绩比较基准生效前三十日公告并充分说明变更原因、差异及影响：

- （一）原有业绩比较基准的要素无法持续运作、编制方案发生重大修订等客观因素导致业绩比较基准不再符合本指引第五条第三款、第四款规定的；
- （二）调整业绩比较基准的要素权重、更换相同或相近特征的要素等，使新业绩比较基准代表性更强，且符合本指引第五条第三款、第四款规定的；
- （三）中国证监会认可的其他情形。

业绩比较基准变更涉及以下情形的，基金管理人应当按照规定履行变更注册、召开基金份额持有人大会等程序，法律法规、中国证监会另有规定的除外：

- （一）基金投资目标、投资范围、投资策略、投资比例等拟进行重大调整，并变更业绩比较基准的；



(二) 其他对基金份额持有人利益产生重大实质性影响的情形。
基金管理人不得仅因基金经理变更、市场短期变动、业绩考核或排名等而变更业绩比较基准。

基金销售机构和为投资者交易上市基金份额提供经纪服务的证券公司应当按照中国证监会规定，及时向投资者传递相关业绩比较基准变更的信息。

第九条 基金定期报告应当披露基金实际投资与同期业绩比较基准在收益率、波动率、资产配置比例（如有）、持仓股票行业分布（如有）等方面的对比情况，并通过定性和定量方法对基金业绩表现与业绩比较基准的差异进行说明，货币市场基金等中国证监会认可的特殊基金品种除外。

业绩比较基准变更后一年内，基金定期报告应当对业绩比较基准的变更事项进行持续披露，并将基金业绩表现同时与变更前后的业绩比较基准进行比较，中国证监会另有规定的除外。

第三章 基金管理人的内部控制和管理

第十条 基金管理人应当建立健全覆盖业绩比较基准选取、披露、监测、评估、纠偏及问责的内部控制和管理体系，包括可操作的管理制度、健全的组织架构、专业的人才队伍、可靠的信息技术系统、量化的指标体系、有效的纠正机制。

基金管理人管理层对业绩比较基准的代表性、持续性和约束性承担主要责任，合规负责人应当按照中国证监会有关规定监督检查合法合规情况。

第十一条 基金管理人应当按照合理化、差异化布局的原则开发新产品，明晰产品定位和投资风格，根据基金合同约定，充分评估、审慎确定相匹配的业绩比较基准。业绩比较基准应当由公司管理层



决策确定。

基金管理人应当基于产品定位、投资风格和业绩比较基准，任命具备相关投资研究经验的基金经理。

第十二条 基金管理人应当加强对业绩比较基准的持续跟踪，重点关注业绩比较基准的代表性和客观性，并符合法律法规、中国证监会的规定和基金合同约定。基金管理人发现业绩比较基准已不能有效适用基金产品的，应当及时启动变更业绩比较基准的评估程序。

第十三条 基金管理人应当加强对基金经理、基金产品投资风格稳定性的持续管理，指定独立于投资管理部门的部门监测基金实际投资与业绩比较基准的偏离情况，防范投资风格明显大幅偏离业绩比较基准。

基金管理人应当根据产品类型、投资目标、投资策略等因素，针对不同基金产品审慎设置差异化的投资偏离业绩比较基准的监测指标和相关阈值。触发指标阈值的，基金经理原则上应当在公司制度规定时间内调整完毕，或者提请投资决策委员会审议。投资决策委员会应当从保护基金份额持有人利益角度出发，对是否允许突破指标阈值作出决策，并对决策执行情况加强跟踪评估。投资决策委员会应当至少每季度对基金投资偏离情况进行分析，并妥善保存分析报告备查。

第十四条 基金管理人应当按照规定建立健全以基金投资收益为核心的绩效考核和薪酬管理体系，充分体现基金产品业绩和投资者盈亏情况。

基金管理人在衡量主动权益类基金业绩时，应当加强与业绩比较基准的对比，做好业绩归因分析，科学评估超额收益质量和偏离基准情况，合理剔除因指数编制、应对巨额赎回等客观因素带来的正负



超额收益情况。

主动权益类基金长期投资业绩明显低于业绩比较基准的，相关基金经理的绩效薪酬应当明显下降。

第四章 业绩比较基准的外部约束

第十五条 基金托管人应当加强对基金合同的审核，对业绩比较基准的选取、变更等进行充分评估，确保基金管理人选取的业绩比较基准符合法律法规、中国证监会的规定和基金合同约定。基金托管人应当对定期报告有关业绩比较基准的披露内容进行复核。

基金托管人应当按照规定对基金投资风格库进行审慎复核，督促基金管理人夯实研究支持，确保相关投资标的符合基金合同约定，并与基金投资风格相匹配。

基金托管人应当建立健全权益类基金投资风格稳定性的监督机制，对主题型产品投资风格偏离主题、非主题型产品行业集中度过高风险加强提醒。

基金管理人、基金托管人应当通过托管协议等方式，明确约定基金管理人和基金托管人相关权利义务。

第十六条 基金管理人、基金销售机构、基金评价机构通过图形、表格、数字或文字等方式展示股票基金、混合基金和基金中基金等产品过往区间业绩的，应当同时在同一位置展示业绩比较基准的表现。主动管理型基金原则上不得展示非基金合同约定的其他业绩比较基准，投资者主动选择的除外。

基金管理人、基金销售机构应当做好有关业绩比较基准的投资者教育工作，不得存在误导投资者、引导预期收益等对投资者不利的行为。

第十七条 基金评价机构应当遵循长期性、公正性、全面性、客观



性等原则，将业绩比较基准作为评价基金投资管理情况的重要依据，完善基金评价标准、方法、内控制度和业务流程，科学衡量基金投资业绩、风险控制能力和投资风格稳定性。

基金管理人、基金销售机构、基金评价机构应当结合业绩比较基准合理区分产品类型，原则上不得将不同类型的权益类基金直接进行投资业绩排序或排名。

第五章 监督管理

第十八条 中国证监会及其派出机构可以依法通过非现场监管和现场检查等方式，对基金管理人、基金托管人、基金销售机构、基金评价机构选取和使用业绩比较基准相关活动实行监督管理。相关机构和人员应当主动配合，在要求时限内如实提供有关信息和资料。中国证监会将业绩比较基准选取、使用、管理纳入基金管理人、基金销售机构分类评价监管。

第十九条 基金管理人、基金托管人、基金销售机构、基金评价机构，及其董事、监事、高级管理人员、主管人员和直接责任人员违反本指引规定，依法应采取行政监管措施的，中国证监会及其派出机构可以按照《中华人民共和国证券投资基金法》《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《证券投资基金托管业务管理办法》《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》《证券投资基金评价业务管理暂行办法》等对其采取监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令定期报告、责令改正、依法暂停部分或者全部业务等措施。

基金管理人、基金托管人、基金销售机构、基金评价机构违反本指引，依法应予以行政处罚的，依照有关规定进行行政处罚。

第六章 附则



第二十条 已成立或者已获注册但尚未完成募集的基金，其业绩比较基准设置或者法律文件约定的其他内容不符合本指引和基金业协会自律管理规定的，基金管理人应当自本指引施行之日起一年内完成修改基金法律文件。涉及变更业绩比较基准的，基金管理人应当按照第八条第一款规定的程序予以调整；变更业绩比较基准同时对基金投资目标、投资范围、投资策略等进行重大调整的，或者对基金份额持有人利益产生重大实质性影响的，基金管理人应当按照规定履行变更注册、召开基金份额持有人大会等程序。

第二十一条 本指引自 2026 年 3 月 1 日起施行。

本指引第八条第四款、第九条、第十六条第一款、第十七条规定，自本指引施行之日起一年后开始执行；第十五条第二款、第三款规定，自本指引施行之日起六个月后开始执行。



上海证券交易所自律管理听证实施细则

（2026年修订）

第一条 为了规范自律管理听证程序，提高自律管理的公正性和透明度，保护当事人合法权益，根据《证券交易所管理办法》《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法》《上海证券交易所复核实施办法》及上海证券交易所（以下简称本所）其他相关业务规则，制定本细则。

第二条 本所在纪律处分审核、终止上市审核、复核等过程中，作出下列自律管理决定前，根据当事人申请或者自律管理需要举行听证会，听取当事人的陈述及申辩意见：

- （一）公开谴责；
- （二）公开认定不适合担任相关职务；
- （三）暂停或者限制交易权限，但情况紧急的情形除外；
- （四）取消交易参与者资格；
- （五）取消会员资格；
- （六）收取惩罚性违约金；
- （七）暂不接受发行人提交的发行上市、挂牌申请文件；
- （八）暂不接受控股股东、实际控制人及其控制的其他发行人提交的发行上市、挂牌申请文件；
- （九）暂不接受保荐人、承销商、证券服务机构提交的文件；
- （十）暂不接受保荐代表人及保荐人其他相关人员、承销商相关人员、证券服务机构相关人员签字的文件；
- （十一）股票、存托凭证、公司债券的终止上市决定，但根据当事人申请终止上市的，因公司债券到期、募集说明书约定或公司债券



发行人解散、依法被责令关闭、被宣告破产等情形终止上市的除外；

（十二）复核决定，但作出原自律管理决定过程中已经举行听证或不予组织听证的除外；

（十三）本所认为需要举行听证的其他自律管理决定。

第三条 本所作出第二条第一至十项规定类型的纪律处分决定，存在下列情形之一的，本所可以不予组织听证：

（一）依据已经生效的行政处罚决定书、行政监管措施决定书或者司法裁判文书所认定的违规事实，拟对当事人实施纪律处分；

（二）其他不需要举行听证的情形。

第四条 本所就纪律处分事项举行听证的，由本所自律监管纪律处分委员会组织召开听证会。

本所就终止上市事项举行听证的，由本所上市审核委员会组织召开听证会。

本所就复核事项举行听证的，由本所复核委员会组织召开听证会。

第五条 本所拟作出本细则第二条规定的自律管理决定的，应当在向当事人送达的事先告知文件或复核受理文件（以下简称事先告知文件）中，载明当事人享有申请听证的权利。

第六条 当事人申请听证的，应当在收到事先告知文件后 5 个交易日内向本所监管部门提交书面听证申请，载明当事人的身份信息、联系方式、电子送达地址、听证事项等内容。

当事人无正当理由逾期未提出书面听证申请的，视为放弃听证权利。同一事项的部分当事人放弃听证权利的，不影响其他当事人申请听证。

多个当事人申请听证的，本所原则上组织一次听证，安排其共同参加，每个当事人均有独立陈述的权利。



本所向当事人发送听证会议通知书等听证相关文件的，可以采用电子送达或者邮寄送达等方式。

第七条 当事人原则上应当在收到事先告知文件之日起 10 个交易日内，就听证事项向本所监管部门提交书面陈述或申辩意见、证据材料。逾期提交的材料，不纳入听证范围。

当事人可以委托律师事务所、会计师事务所等专业机构，就听证事项出具书面意见。

第八条 当事人未提出听证申请，本所认为需要就相关事项举行听证的，也可以决定举行听证。

第九条 听证申请符合规定的，本所组织听证，并在听证会召开 5 个交易日前向当事人发送听证会议通知书。听证申请不符合规定或者属于本细则第三条规定的情形的，本所不予组织听证并通知当事人。

收到纪律处分听证申请后，本所监管部门决定不向自律监管纪律处分委员会提出纪律处分建议，或者拟提出的纪律处分建议不属于本细则第二条规定范围的，本所不再安排听证，但自律监管纪律处分委员会认为应当听证的除外。

听证会议可以通过网络视频等远程方式进行。

第十条 听证会议通知书应当载明下列事项：

- （一）听证的时间、地点；
- （二）听证的程序；
- （三）听证的纪律；
- （四）其他相关事项。

第十一条 当事人应当按规定时间准时参加听证。除出现本细则第十二条第一款第二项所述情形外，当事人未按时参加听证的，视为



放弃听证权利。

第十二条 有下列情形之一的，听证可以延期举行：

- （一）因不可抗力、意外事件致使听证无法按期举行的；
- （二）当事人因正当理由申请延期举行听证且经本所同意的；
- （三）因听证委员回避，致使听证无法按期举行的；
- （四）本所认为需要延期听证的其他情形。

当事人可以依据前款第二项申请一次延期举行听证。当事人因正当理由申请延期举行听证的，应当在收到听证会议通知书后 3 个交易日内书面提出，且延期时间原则上不得超过 10 个交易日。

延期举行听证的情形消除后，本所及时安排召开听证会。

第十三条 当事人为自然人的，应当亲自参加听证并出示本人身份证明文件。确有正当理由不能亲自参加并经本所同意的，可以委托 1 名熟悉听证事项情况的人员参加听证，并应当向本所提交加盖当事人本人签名或者盖章的授权委托书及受委托人的身份证明文件。

当事人为法人或者非法人组织的，应当由法定代表人或者主要负责人参加听证，并出示法定代表人或者主要负责人证明文件、本人身份证明文件。确有正当理由不能亲自参加并经本所同意的，可以委托 1 至 2 名熟悉听证事项情况的该法人或者非法人组织的工作人员参加听证，并应当向本所提交加盖法人或者非法人组织公章的授权委托书及受委托人的身份证明文件。

第十四条 听证会由相应委员会的委员参加，其中 1 名为听证召集人。

听证会秘书负责会议材料接收、听证通知发送、会议记录等事务。

第十五条 听证委员、听证会秘书认为自己与听证事项有利害关系或者其他关系可能影响案件公正处理的，应当自行回避。当事人认



为听证委员、听证会秘书与听证事项有利害关系或者有其他关系可能影响案件公正处理的，有权以口头或者书面形式申请其回避。

听证委员、听证会秘书回避情形主要包括：

（一）本人与当事人有亲属关系；

（二）本人担任当事人的董事、监事、高级管理人员或者当事人的受委托人，或者与前述人员有亲属关系；

（三）本人或其亲属持有当事人股份或者是其实际控制人，或者担任当事人的股东、实际控制人的董事、监事、高级管理人员等职务，可能影响对听证事项的公正处理；

（四）与当事人有利害关系或者其他关系，可能影响对听证事项的公正处理；

（五）本所规定的其他应当回避的情形。

前款所称亲属，是指配偶、父母、子女、兄弟姐妹、配偶的父母、子女的配偶、兄弟姐妹的配偶。

本所其他业务规则对回避事项有特别规定的，从其规定。

当事人提出回避申请，应当在听证开始前提出，并说明理由；回避事由在听证开始后知道的，也可以在听证结束前提出。相关人员是否回避，由听证召集人决定；听证召集人回避，由相应委员会主任委员决定。被申请回避的人员在决定作出前，应当暂停参与听证相关工作。

第十六条 听证会按下列程序进行：

（一）听证会开始前，由听证会秘书查明当事人、本所监管部门的承办人员（以下简称承办人员）等听证参加人是否到场，将相关情况告知听证召集人并宣布听证纪律；

（二）听证召集人核对听证参加人，宣布出席听证的委员、听证会



秘书名单，告知听证参加人在听证中的权利义务，询问当事人及受委托人是否申请回避；

（三）听证召集人宣布听证开始和案由；

（四）承办人员提出具体事实、证据、处理建议；

（五）当事人及受委托人进行陈述和申辩，并可以提出相关事实、理由和证据；

（六）听证召集人、听证委员可以向承办人员、当事人及受委托人等提问，相关人员应当如实回答；

（七）听证召集人询问各方是否有补充意见；

（八）听证召集人宣布听证结束。

第十七条 当事人及受委托人在听证程序中应当遵守下列要求：

（一）按时出席听证；

（二）如实陈述相关事实和回答提问，举证客观、真实；

（三）遵守听证纪律，服从听证召集人的要求；

（四）对获知的国家秘密、商业秘密和个人隐私予以保密；

（五）本所业务规则规定的其他义务。

第十八条 当事人及受委托人在听证中违反听证纪律或者从事其他不当行为的，听证召集人可以予以制止，不听制止的，听证召集人可以责令其退出听证会场。

第十九条 听证结束后，当事人及受委托人应当当场将听证现场的陈述、申辩材料及其他有关材料提交听证会秘书。听证会议通过网络远程方式进行的，当事人及受委托人应当在听证结束后 5 个交易日内将上述材料提交听证会秘书。

第二十条 听证会秘书将听证的内容予以现场记录，并交由听证委员、当事人及受委托人、其他参会人员现场签字或盖章确认。听证



会议通过网络远程方式进行的，听证记录通过邮寄、电子等方式交由当事人及受委托人确认，当事人及受委托人应当及时确认并提交听证会秘书。

相关人员认为听证记录有误的，可以要求补充或者修改。听证记录无误，但相关人员拒绝签字或盖章确认，或者长期不予确认且无正当理由的，听证会秘书可以将相关情况记入听证记录予以存档。

听证会全程录音录像。

第二十一条 在听证过程中出现下列情形之一的，本所可以中止听证：

- （一）当事人及受委托人在听证过程中提出的回避申请理由成立，且因无法即时更换被申请回避人员致使听证无法继续举行的；
- （二）当事人及受委托人因不可抗拒的事由，无法继续参加听证的；
- （三）因不可抗拒的事由，致使听证无法继续举行的；
- （四）本所认为需要中止听证的其他情形。

中止听证的情形消除后，本所应当及时安排召开听证会。

第二十二条 当事人及受委托人有下列情形之一的，本所可以终止听证，并将相关情形记录在案：

- （一）书面撤回听证申请的；
- （二）无正当理由不按期参加听证的；
- （三）未经听证召集人允许中途退场的；
- （四）严重违反听证纪律，被听证召集人责令退场的；
- （五）本所认为应当终止听证的其他情形。

同一事项的部分当事人因上述情形被终止听证的，不影响其他当事人继续参加听证。

第二十三条 听证会议记录、当事人提交的陈述、申辩材料及其他



有关材料，应当作为相应委员会审核听证事项的参考。

听证事项为纪律处分事项的，不得因当事人申请听证而加重纪律处分。

第二十四条 听证程序所涉期间，不计入本所作出有关自律管理决定的期限。

第二十五条 本所发送听证会议通知书、听证会议记录等相关文件，可以通过邮寄、传真、公告、电子系统、特定通讯号码、即时通讯工具等方式送达当事人。

通过电子邮件、特定通讯号码、即时通讯工具等方式进行电子送达的，以送达信息到达受送达人电子地址所在系统的日期为送达日期。

第二十六条 本细则由本所负责解释。

第二十七条 本细则自发布之日起施行。本所于 2023 年 8 月 25 日发布的《上海证券交易所自律管理听证实施细则（2023 年 8 月修订）》（上证发〔2023〕138 号）同时废止。



◎ 专业文章

直击大宗商品“过山车”行情：供应链企业“期现结合”策略的合规要点与风险应对

作者：刘志刚、周杰、苏萌、于幸、席索迪、赵哲楠、张芳源

北京市金杜律师事务所上海分所

1 引言：大宗商品高波动时代，供应链企业的“生死时速”

2025 年的大宗商品市场，用“惊心动魄”来形容毫不为过。在贵金属牛市引领下，国际有色商品价格呈现稳步拉升趋势，多种金属价格达到历史高位。全年，伦敦现货黄金价格从最低不足 2600 美元/盎司，连续突破 3000 美元、4000 美元两大关口，至 2025 年末达到超 4500 美元/盎司高位。伦敦现货白银价格也从不足 29 美元/盎司的价格，大涨至年末突破 80 美元/盎司。与此同时，新能源与传统能源板块同样上演着极致的“过山车”行情。2025 年，碳酸锂价格呈现典型“V 型反转”走势。2025 年 6 月下旬，碳酸锂价格触及 5.9 万元/吨的年内低点，随后下半年开启强势反弹行情。从期货市场来看，广期所碳酸锂期货 2605 合约从 2025 年 6 月份低点逐步攀升，2025 年 12 月下旬一度冲高至 13.45 万元/吨，较低点涨幅超 120%，年末收盘于 12.16 万元/吨。而在复杂国际局势的持续博弈下，能源、粮食等大宗商品的敏感度骤增，布伦特原油全年便在 58 至 83 美元/桶的宽幅区间内剧烈撕扯，短期情绪切换极速且频繁。

在这一背景下，大型供应链企业（如新能源、煤炭能源、粮商等）而言，采用“期现结合”模式进行套期保值，已从一道“选修



课”变成了决定企业生存与稳健经营的“必修课”。

套期保值的本质，并非在衍生品市场里投机或博取价差收益。它是供应链企业为了规避现货价格波动、汇率急跌急涨、库存大幅减值等致命经营风险的“减震器”。其底层商业逻辑非常纯粹：利用现货市场与衍生品市场价格走势的高度联动性，让一个市场的“亏损”由另一个市场的“盈利”来精准弥补。通过这种操作，我们将原本不可预期的市场暴跌暴涨，彻底转化为企业财报上可预期的经营成本与确定利润。

然而，期现结合并非简单的“现货交易+期货开户”的机械叠加。正如我们团队在处理诸多复杂业务时所观察到的，它本质上是一项涉及场内与场外市场联动、监管规则与商业需求紧密咬合的极其复杂的系统工程。一旦这场“对冲游戏”缺乏严密的法律架构与合同护航，看似完美的保值策略，随时可能演变为吞噬企业资金与合规底线的黑洞。

2 几种常见的业务场景

供应链企业使用“期现结合”模式进行套期保值的几种常见业务模式梳理：

- 基差贸易：以“现货暂定价+期货点价”的模式实现现货贸易定价，通过基差波动获利或锁定成本。例如，A公司作为买方与卖方签订合同，约定以大商所铁矿石期货价格为基准，加上一个固定的基差作为最终结算价。在合同约定的期限内，由卖方根据市场行情选择合适的时机确定期货的点价价格，而A公司则通过大商所商品互换交易平台与期货公司风险管理子公司签订互换协议，期货公司风险管理子公司通过直接在期货市场做空 i2005 合约，完全对冲价格波动风险，具体交易步骤如下图。



• **含权贸易：**含权贸易是将衍生品结合进现货贸易的新型贸易模式，可以将期权以及期权组合转换成现货定价方式，并在现货购销合同中予以体现，协助企业管理价格风险。例如，面对传统贸易模式利润被挤压、价格波动风险加剧的行业困境，贸易商 B 公司通过推广“含权贸易”模式，将期权条款嵌入传统贸易合同，为产业链上下游客户提供灵活的价格保护和风险管理服务，满足了客户的套保需求。此外，针对内外盘价格倒挂等常见风险场景，B 公司使用“领口策略”（买入看跌期权+卖出看涨期权）等期权组合，有效对冲了在途货物的价格风险，将潜在亏损转化为盈利，并降低了整体套保成本，具体交易步骤如下图。



• **仓单业务：**仓单业务可被界定为一种基于货权的金融衍生业务形态。其业务逻辑在于，通过将现货货物转化为标准化、可流转



的仓单凭证（包括期货交易所标准仓单与仓储物流企业出具的普通仓单），实现现货头寸与期货市场的深度联动，从而为企业库存管理、资金融通及风险对冲提供一体化解决方案。

上述“期现结合”模式进行套期保值涉及的交易既包含传统的现货贸易流转，也涵盖上期所、郑商所、大商所延伸出的场外综合业务平台上进行的贸易。

3 供应链企业易忽视的“场内”监管盲区

随着监管手段的科技化升级，期货交易所依托大数据、人工智能等技术，实现对交易行为的全流程、精细化监控，对违规交易行为的查处力度递增、处罚标准持续收紧。据三大商品期货交易所公开披露数据显示，2026年1月以来，上期所处理异常交易行为125起，其中自成交超限44起，频繁报撤单超限41起，大额报撤单超限2起，日内开仓量超限38起，对252组564个进行实际控制关系认定；郑商所处理异常交易行为9起，其中自成交7起，频繁报撤单2起；大商所处理异常交易行为15起。其中，处理自成交超限8起、频繁报撤单超限6起、大额报撤单超限1起。各家商品期货交易所都在持续加强对违规行为的监管。

许多供应链企业的主体业务仍聚焦于实体产业，其交易团队并非高频活跃于金融衍生品一线，对场内交易高度穿透式的监管规则往往缺乏体系化的认知。在沿用现货贸易的惯性思维进行操作时，极易因认知错位而在不知不觉中触碰合规红线。结合监管实践，供应链企业在“场内”交易中最易忽视的合规问题主要包括以下几类：

- **保证金管理和强平风险**：当市场出现单边行情或极端波动时，企业的保证金管理与强平风险会显著上升：一方面，套期保值头寸可能呈现“期货端长期浮亏、现货端长期浮盈”的状态。随着期货



端浮亏持续扩大，企业将面临持续性追加保证金的资金占用与现金流压力；若未能在规定时限内及时补足保证金，将被执行强制平仓，使原本的浮亏被锁定为实际亏损，并可能导致对冲头寸提前终止、价格保护失效，从而使企业在后续行情中陷入更为不利的风险暴露。另一方面，在近期部分大宗商品的极端行情下，交易所为控制风险可能实时上调保证金比例，企业即便头寸不变，也会因保证金标准提高而遭遇额外追保需求，进一步加剧资金压力与强平触发风险。

此外，就上期所、郑商所、大商所延伸出的场外综合业务平台上进行的基差交易而言，交易所扮演“交易组织者”的角色，企业参与交易所场外基差交易时，需向前述交易所运营的场外综合业务平台缴纳“担保金”。例如，《上海期货交易所基差贸易业务管理办法》第二十五条，履约担保金分为交易担保金和交收担保金，履约担保金应当以现金方式缴纳；第二十八条规定，基差交易商结算账户可用资金余额不满足交易担保金要求时，基差交易商应当在交易所规定的时间内补足交易担保金。需要特别提示的是，基差交易项下的“担保金”概念与期货交易中的期货保证金并不相同。企业如通过交易所场外综合业务平台开展现货基差交易，应结合具体业务规则、实施细则及协议约定，重点关注担保金的计提、追加、补足时限与处置机制等要求，提前做好资金安排与风险管理。

• 套期保值认定：依据《期货交易管理条例》及国资委《关于切实加强金融衍生业务管理有关事项的通知》等相关规定，中央企业、国有企业开展期货及衍生品业务应当坚持套期保值原则，严格服务主业风险管理需求，不得以任何形式从事投机交易。国有企业尤其需要关注业务边界与合规要求，完善授权审批、头寸限额、交易目的识别与穿透核查等内控机制，确保交易策略、交易规模与现



货经营风险敞口相匹配,避免偏离套保目的而引发合规与经营风险。此外,对于所有期货市场参与者而言,根据《期货和衍生品法》、《期货市场持仓管理暂行规定》及交易所相关规则,企业申请套期保值额度,应当与交易者风险管理活动规模、期货市场风险承受度等相匹配,需提供真实的现货经营规模、套期保值交易方案、现货持仓证明等材料,且套期保值交易品种应当与其现货经营资产、负债等相同或密切相关,核心是“对冲风险”而非“投机获利”。实践中,部分企业存在:1. 利用虚假材料申请套期保值额度;2. 期现不匹配,变相从事投机交易;3. 在其申请套保额度的期货合约上频繁进行开平仓交易等违背套期保值原则的违规行为。如郑商所2025年公布的期货市场典型违规案中,郑商所认定沧州某枣业公司在套期保值额度申请中提交已过有效期的采购合同构成提供虚假材料,对其处以取消已获批的套期保值额度、暂停套保资格、通报批评的纪律处分。

- 实际控制关系的账户申报:根据交易所相关规则,任何单位或个人对对他人的期货账户具有管理、使用、收益或处分权限,进而对交易决策拥有决定权的,即构成实际控制关系,需主动向交易所申报。但供应链企业在经营过程中,往往因集团化管理需求,设立多个子公司、关联公司,并开立多个期货账户开展期现结合业务,却忽视了实际控制关系的申报义务。此类违规行为一旦被查处,交易所将采取书面警示、责令改正、通报批评、公开谴责、限制出金、限制开仓、暂停部分业务、取消资格的纪律处分及罚款。如1月27日,上期所对3组未申报实控关系的锡、白银期货客户,实施限制开仓1个月加限制出金的双重处罚。

- 持仓限额的动态管理:期货交易所对不同品种、不同合约、



不同交易阶段设定持仓限额，是防范持仓过度集中导致市场操纵的基础，且交易所会根据历史持仓规模、期现货市场发展和运行情况，定期对持仓限额进行评估，并根据评估情况动态调整持仓限额。实践中，部分供应链企业仅关注初始持仓限额，忽视交易所的动态调整通知，未及时缩减持仓，导致持仓超限；另外，交易所也会根据合约的总持仓量变化，动态调整单个交易主体的持仓比例上限，若企业未实时跟踪合约总持仓量变化，就可能出现比例持仓超限的情形。

- 异常交易行为未及时管控：除上述四类问题外，供应链企业还易忽视对异常交易行为的管控，进而触发监管处罚。根据交易所规则，自成交、频繁报撤单、大额报撤单、程序化交易扰乱交易秩序等行为，均属于异常交易行为，交易所将进行重点监控。例如，部分企业在开展期现结合业务时，为锁定期货价格，频繁挂单、撤单，未实际成交却影响了市场价格走势；或关联账户之间相互买卖期货合约，人为制造交易活跃度，均属于异常交易行为。此类行为如被查处，将可能面临罚款、书面警示、限制出金、限期平仓、限制开仓、强行平仓等处罚。

供应链企业开展期现结合业务，若忽视“场内”监管规则，可能因操作不当面临严厉处罚。因此，企业必须强化合规意识，深入解读监管规则，建立完善的场内交易合规管控机制，防范监管风险。

4 现货交易条款与期货规则的错位

期现结合业务的核心逻辑是“现货与期货联动，风险对冲闭环”，但实践中，许多供应链企业在开展业务时，仅关注期货市场的价格对冲，却忽视了现货贸易合同条款与期货交易规则的衔接，导致两者出现“错位”，进而引发超预期的流动性危机。



以基差贸易为例，在“现货基差贸易+期货套保”的标准结构中，企业通常会与下游签订现货合同，约定以特定期货价格加固定基差作为结算价，同时在期货市场开仓对冲。此类模式的核心前提是“现货合同条款与期货规则同步联动”，但多数企业在签订现货贸易合同时，仅约定了价格与期货价格的联动，却未明确约定保证金传导机制，在出现期货市场因价格异常波动触发交易所保证金比例规则变动时，往往会对企业带来前期无法预料的经营风险。

以 2025 年有色金属行情的剧烈波动为例，上期所针对风控重点品种（如白银）多次发布保证金调整公告，套保保证金从 25 年 10 月的 15% 不断调整至 26 年 2 月的 21%。此时，现货贸易合同条款与期货规则的“错位”的漏洞会彻底暴露，形成“剪刀差”风险，具体表现为“上游压力叠加、下游阻滞”的双重困境：

- 上游压力：企业必须向交易所追加巨额保证金，否则面临强平风险：根据交易规则，当交易所上调保证金比例后，企业需在规定时间内补足保证金，确保保证金余额符合交易所要求。未能按时补足，将直接面临期货头寸被强制平仓、套保策略失效及承担平仓亏损的严重后果。

- 下游阻滞：现货贸易合同未约定“履约担保金传导机制”，无法向现货对手方追索资金：在期现结合结构中，企业同时面对两套看似相近但法律属性与运行逻辑并不相同的资金安排：其一是期货交易保证金，其二是现货/场外端常见的履约担保金（市场习惯有时称之为“保证金”但与期货保证金存在本质差别）。多数基差现货贸易合同仅约定了“价格联动”，却未涵盖保证金传导与动态调整条款。这意味着，企业因交易所上调保证金而承担的巨额资金压力，无法依据合同向下游客户追索或要求分担，全部敞口只能由企



业自身的现金流硬抗。此外，部分合同虽提及担保金或“保证金”，但未明确约定缴纳比例跟随期货交易所的要求动态调整，也未约定双方的补足义务、补足期限，一旦出现突发情况，双方易产生争议，无法及时达成一致，进一步加剧企业的资金压力。

这种“剪刀差”风险的最终结果是：企业虽然通过期货套保锁定了现货价格波动风险，却因现货合同条款与期货规则的错位，承担了巨大的现金流风险。一方面，企业需要按时向交易所追加保证金，否则将面临期货头寸强平、套保失败的风险；另一方面，企业无法向下游客户追索相应资金，导致自身资金链紧张，而资金链紧张又会进一步引发连锁反应——例如，无法按时履行与下游客户的现货交付义务，引发现货合同违约，需承担违约金、赔偿损失等责任，最终导致企业的经营风险大幅增加，违背了期现结合套期保值的核​​心初衷。

5 对策：在法律与商业的交汇点重塑合规架构

大宗商品价格的高波动性，正将供应链企业的期现结合业务推向深水区。它已不再是“现货+期货”的简单业务叠加，而演变为一项需要法律、金融、商业多维协同的系统工程。既要实现期现联动以锁定利润，又必须防范资金断裂、合同漏洞与合规红线。

基于本团队在复杂衍生品交易领域的实操经验，我们建议企业在开展相关业务时，应着重把握以下核心环节：

- 入场前：需要对交易架构进行合规性论证，特别是交易所规则的深度解读：企业在开展期现结合业务前，应首先组建专业团队、委托专业机构，对交易架构进行全面的合规性论证。重点解读期货交易所的相关规则，包括套期保值额度申请、实际控制账户申报、持仓限额管理、保证金规则、异常交易认定等，明确业务操作的合



规边界；同时，结合自身的现货经营规模、套保需求，制定科学的交易策略，明确期货与现货的联动逻辑，避免因规则解读不到位、架构设计不合理，引发合规风险。

- 合同管理：重新审视现货贸易合同体系，实现期现规则无缝衔接：具体而言，需在合同中明确约定保证金传导机制、保证金比例随交易所规则同步调整的相关条款，同时明确点价时间、逾期处理方式、违约责任等核心内容；此外，需在合同中明确期货套保与现货贸易的协同机制，确保期货操作与现货履约同步，实现风险有效对冲；针对现货端基差定价的模式，需在合同层面完善与“点价权”相关的期限管理与程序性安排，明确点价通知机制，形成可预期的定价节奏与沟通路径，降低因点价迟延或不确定性导致的敞口长期化风险。

- 企业日常运营治理：明确职责分工，健全风险预警机制。企业应建立权责清晰、流程规范的内部治理与内控体系，明确决策层级、审批权限与责任主体，形成可追溯的闭环管理，保障决策及时、科学、有效；同时建立常态化风险预警与处置机制，通过对持仓、保证金、价格波动等关键指标的动态监测与阈值管理，实现风险的及时预警、快速研判与有效应对。

- 企业应急管理：重视极端场景应对预案，及时采取风险应对措施：企业需重视建立应急管理方案，针对期货市场极端波动等突发情况导致的补仓、爆仓的风险情形，明确响应流程与联动机制；若出现上下游合同违约隐患，第一时间对接交易对手告知风险、协商处置方案；若存在合同争议或纠纷苗头，立即委托专业法律团队介入，制定谈判沟通、争议解决等专项方案，并及时采取财产保全、证据固定等法律措施，最大限度降低极端风险对企业经营与资金安



全的冲击，保障期现业务整体稳定。

期现结合是抵御市场风险的利器，但唯有通过严密的法律架构实现现货合同与期货规则的无缝衔接，方能真正发挥其保驾护航的功能，助力企业穿越周期，实现稳健经营。



差额补足义务的保证性质认定——法定规则与司法实践 下一般保证的认定倾向

作者：刘沁茹 北京国枫（上海）律师事务所

在商事交易中，差额补足作为常见的增信措施被广泛应用，但其在法律层面的性质界定始终是实务争议焦点，尤其在连带保证、一般保证以及债的加入的区分上，常因合同表述的差异产生不同解读。本文将从法律依据、合同解释、司法实践三个维度，厘清差额补足义务的保证性质认定思路，梳理一般保证的认定逻辑与实务裁判导向。

一、从法律规定分析，差额补足具有担保属性，符合法定情形时倾向于认定为一般保证

差额补足并非《民法典》规定的有名合同，其法律性质的认定需依据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》（以下简称《担保制度司法解释》）的核心规则，从担保属性认定和保证方式推定两个层面，为一般保证的认定奠定法定基础，在符合法定推定条件下，差额补足义务被认定为一般保证。

1. 差额补足具有提供担保的意思表示的依法认定为保证，而非独立债务承担

《担保制度司法解释》第三十六条明确规定，第三人向债权人提供差额补足、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施，具有提供担保的意思表示，债权人请求第三人承担保证责任的，人民法院应当依照保证的有关规定处理。第三人向债权人提供的承诺文件，



具有加入债务或者与债务人共同承担债务等意思表示的，人民法院应当认定为民法典第五百五十二条规定的债务加入。前两款中第三人提供的承诺文件难以确定是保证还是债务加入的，人民法院应当将其认定为保证。第三人向债权人提供的承诺文件不符合前三款规定的情形，债权人请求第三人承担保证责任或者连带责任的，人民法院不予支持，但是不影响其依据承诺文件请求第三人履行约定的义务或者承担相应的民事责任。

该条款从立法层面为差额补足的担保属性划定了认定框架，在无债务加入约定的情况下，其性质倾向于认定为保证，否定了其作为独立债务承担的可能性。值得注意的是，若约定的内容具有加入债务或者与债务人共同承担债务等意思表示，很有可能会被认定为债务加入。

2. 未约定保证方式的，依据法律规定推定为一般保证

《民法典》第六百八十六条规定，保证的方式包括一般保证和连带责任保证。当事人在保证合同中对保证方式没有约定或者约定不明确的，按照一般保证承担保证责任。

在差额补足协议中，若交易双方仅约定“债务人未能清偿债务时，由差额补足义务人承担补足责任”，并未明确约定保证方式，依据上述法律规定，倾向于将其推定为一般保证。

3. 符合该法定构成要件的，人民法院应当认定为一般保证

《担保制度司法解释》第二十五条进一步细化了一般保证的认定标准，即：当事人在保证合同中约定了保证人在债务人不能履行债务或者无力偿还债务时才承担保证责任等类似内容，具有债务人应当先承担责任的意思表示的，人民法院应当将其认定为一般保证。当事人在保证合同中约定了保证人在债务人不履行债务或者未偿还



债务时即承担保证责任、无条件承担保证责任等类似内容，不具有债务人应当先承担责任的意思表示的，人民法院应当将其认定为连带责任保证。

该条款为差额补足义务的一般保证认定提供了具体的裁判依据，这也是司法实践中区分一般保证与连带保证的核心准则。

二、从常见合同条款比较，合同约定体现责任履行顺位时，差额补足倾向于认定为一般保证

在仅约定差额补足的协议中，从文义解释和体系解释两个角度分析合同条款：若其核心约定体现出“债务人先履行，补足义务人后承担”的履行顺位，其担保属性应认定为一般保证；若未约定履行顺位、直接约定差额补足义务人与债务人共同承担责任的，则会被认定为连带保证或债的加入。

1. 文义解释：核心条款包含“债务人未能清偿”前置条件时，应认定为一般保证

差额补足协议的核心约定通常为“融资主体/债务人未能按照主合同约定按时足额清偿债务的，差额补足义务人就未能清偿的差额部分承担补足责任”。此类表述中“未能清偿”是补足义务人承担责任的前置条件，一般倾向于认定为“债务人应当先承担责任”的意思表示，符合《担保制度司法解释》第二十五条关于一般保证的认定要件，在此情形下应认定为一般保证。若协议无此前置条件，表述模糊、无法体现履行的顺位或者直接约定债权人可同时向债务人和补足义务人主张责任的，将很有可能被认定为连带保证或债的加入。

不过，在司法实践中，即便协议中存在“无条件承担补足责任”“不得提出任何抗辩”等表述，若未取消核心条款的履行顺位约定，



一般不影响一般保证的认定。该类表述仅可理解为约束差额补足义务人在承担责任阶段不得附加额外条件，而非取消“债务人未能清偿”的前置条件，与一般保证中保证人在主债务人经强制执行仍不能履行后承担责任的规则并不冲突。若该类表述直接排除“债务人先履行”前置条件，明确债权人可直接要求差额补足义务人单独承担责任的，则会被认定为连带保证或债的加入。

2. 体系解释：协议体现从属性与担保特征时，倾向于排除债的加入可能

从合同体系来看，若差额补足协议具有典型的从属性，符合保证合同的法律特征，在此情形下倾向于排除债的加入的认定可能：

（1）责任范围的从属性：若差额补足义务的范围始终限定为主合同项下债务人未能清偿的“差额部分”，与主债务的范围高度绑定，而非与债务人“共同承担”全部债务。在此约定下，与债的加入中“对全部债务承担连带责任”的特征不同，更倾向于认定为一般保证；

（2）履行期间的从属性：若差额补足协议约定“差额补足责任期间为主合同债务履行期限届满之日起x年”，该约定与《民法典》第六百九十二条规定的保证期间呈现一定的一致性，此类约定进一步印证了差额补足的保证属性，在无其他连带保证约定时，倾向于认定为一般保证；

（3）与其他担保措施的协同性：若差额补足协议常与抵押、质押等担保措施并列约定，且明确“差额补足义务与其他担保措施均为保障主债权实现的担保方式”，此类约定将差额补足纳入整体担保体系，在无其他连带保证约定时，倾向于认定为一般保证，而非作为独立的债务承担方式；若约定差额补足义务独立于主债务及



其他担保、债权人可优先向差额补足义务人主张责任的，会被认定为连带保证。

3. 追偿权条款：协议约定追偿权时，倾向于印证一般保证的从属性特征

多数差额补足协议中会约定“差额补足义务人承担补足责任后，有权向债务人追偿”，若协议存在该追偿权条款，根据司法实践，追偿权的可用于证明补足义务人并非共同债务人，而是担保方，其承担责任后可向主债务人追偿，这一特征与保证的法律规则相契合，也进一步排除了差额补足作为债务加入的可能，强化了在无其他连带保证约定时，倾向于认定为一般保证的结论。

三、从司法实践归纳，协议仅约定差额补足且符合核心认定标准时，各级法院倾向于认定为一般保证

从最高人民法院至基层人民法院的司法裁判实践来看，对于仅约定差额补足且无相反约定的协议，在符合“债务人先履行”核心认定标准的情形下，各级法院均依法认定其性质为一般保证；若案件中协议无履行顺位约定，法院则会认定为连带保证。

1. 最高人民法院：以核心条款为认定依据

在（2019）最高法民终 560 号案件中，即便协议约定了“如主债务人无法按照《信托贷款合同》的约定履行支付贷款本金、利息、复利、罚息、违约金、赔偿金及其他任何应付款项的义务，则债权人有权不经任何前置程序要求差额补足义务人立即向债权人支付主债务人的应付未付债务”，“本合同项下差额补足义务人在主债务人未能完全按照《信托贷款合同》的约定支付任何款项时，差额补足义务人应当立即承担差额补足义务，并承诺不对此提出任何抗辩”，“主债务人未能按期足额偿还主合同债务、未支付主合同项



下的任何款项，或者发生主合同项下的任何违约事件，华融公司**有权直接要求**差额补足义务人履行差额补足义务”等，但并不影响最高人民法院根据差额补足义务的核心条款“差额补足义务人为凯迪生态公司，债权人为华融公司，主债务人为凯迪能源公司和凯迪电力公司。差额补足义务人为主债务人履行《信托贷款合同》约定的全部义务承担差额补足责任。差额补足责任是指，如主债务人无法按照《信托贷款合同》的约定履行支付贷款本金、利息、复利、罚息、违约金、赔偿金及其他任何应付款项的义务，则债权人有权不经任何前置程序要求差额补足义务人立即向债权人支付主债务人的应付未付债务”，确认差额补足义务属于保证的性质，即不能否认核心条款中“债务人应当先承担责任的意思表示”的效力。

2. 高级人民法院：追偿权不排除先诉抗辩权，仍认定为一般保证

北京市高级人民法院在（2022）京民申 6836 号案件中认为：“如果甲方（金源公司）按照本协议约定履行了最高限额差额补足义务，有权根据《补充协议》的约定行使追偿权。从上述约定内容看，金源公司是对主债务人超越北京公司不能履行的差额部分承担责任，而且金源公司承担责任后，有权行使追偿权。上述约定亦符合保证合同从属性的法律特征。故《差额补足协议》符合保证合同的法律特征，该合同性质应为保证合同。……案涉《差额补足协议》将金源公司履行债务的前提界定为债务人超越北京公司届期‘未能’履行债务，存在明显的履行顺位，符合《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第二十五条关于一般保证的定义，故金源公司向风云公司提供的保证应当认定为一般保证。”据此，“追偿”不代表放弃了在先的抗辩权，该等“追偿权”条款更为符合保证合同从属性的法律特征。



3. 基层人民法院：非核心表述不影响，以履行顺位为核心认定标准

北京市东城区人民法院在（2022）京 0101 民初 10677 号案件、上海市浦东新区人民法院在（2020）沪 0115 民初 50110 号案件中均明确，差额补足协议中即便存在“无条件、不可撤销”等表述，也不改变其一般保证的性质，认定的核心仍为是否存在“债务人先履行”的前置条件。只要核心条款存在“当主债务人无法按期履行债务时，承担差额补足义务”的，即应认定为一般保证。

综上，司法实践中各级法院均以“债务人是否先履行”为核心认定标准，对于仅约定差额补足的协议，若包含“债务人未能清偿”的前置条件，倾向于认定为一般保证，这一裁判导向为实务中差额补足义务的性质认定提供了明确的参考依据。

四、实务总结：差额补足义务的保证性质认定需结合合同约定，明确约定一般保证要件方可主张相应抗辩权

综合上述法律依据、合同解释、司法实践三个维度的分析，在协议仅约定差额补足且无相反约定，同时核心条款体现债务人先履行责任顺位、符合一般保证法定认定要件的情形下，其法律性质应认定为一般保证。

结合实务经验来看，作为担保主体，只有在差额补足协议中明确约定符合一般保证认定要件的内容，被司法机关认定为承担一般保证责任后，才有权依法享有先诉抗辩权。若想要主张差额补足义务为一般保证，需在合同条款中明确约定“债务人不能履行债务时，由差额补足义务人承担补足责任”等体现履行顺位的内容，清晰界定责任承担的前置条件；若合同条款约定模糊，未明确体现一般保证的核心要件，则存在被司法机关认定为连带责任保证或债的加入的性质，进而需承担连带责任的法律风险。



综上，我们建议，商事交易中拟定差额补足协议时，应注重合同条款的精准性，避免因约定不明导致担保性质认定争议。



◎ 市场动态资讯

广发证券：坚持稳中求进，以高质量发展服务国家战略

随着金融强国建设稳步推进，资本市场高质量发展进入新阶段，证券行业积极融入经济社会发展全局，主动服务国家重大战略，呈现良好发展态势。

3月30日，广发证券（000776.SZ，01776.HK）发布2025年度报告，面对资本市场高质量发展的新机遇和新挑战，公司全年实现营业收入总收入354.93亿元，归母净利润137.02亿元。

广发证券董事长林传辉表示，2025年，是“十四五”规划的收官之年，也是资本市场“固本强基”迈向高质量发展的一年。公司立足功能定位，践行金融工作的政治性和人民性，服务实体经济助力经济产业转型；强化核心能力，深入推进重点业务转型升级，筑牢一流投行高质量发展根基；弘扬中国特色金融文化，久久为功，勇担社会责任。2026年，资本市场投融资改革不断深化、基础制度进一步完善，广发证券将坚守功能定位、夯实专业能力、坚持稳中求进，以自身高质量发展服务国家战略。

四大业务板块协同发力

广发证券拥有完备的业务体系、均衡的业务结构，报告期内，公司四大业务板块均实现稳健增长。

财富管理转型实现突破。报告期内，公司厚植客户基础，深化财富管理转型，加快构建“多资产、多策略、全天候”资产配置体系，解决方案保有规模大幅增长。截至2025年末，公司在境内代销金融产品保有规模超过3,700亿元，较上年末增长约42.65%；代销非货币公募基金保有规模行业排名第四；共有超过4,800人获得



投资顾问资格，行业排名第三（母公司口径）；融资融券余额为 1,389.79 亿元，较上年末增长 34.04%，市场份额 5.47%；全年沪深股票基金成交金额 40.38 万亿元（双边统计），同比增长 68.64%。在境外，公司进一步丰富产品种类，持续向财富管理转型，收入规模、托管资产规模、产品保有规模和高净值客户规模等均实现同比增长；广发期货新加坡子公司顺利设立。

投行产业转型初见成效。报告期内，境内股权融资方面，公司完成 A 股股权融资项目 8 单，主承销金额 187.93 亿元，完成新三板挂牌 8 单。境外股权融资方面，完成 23 单境外股权融资项目，发行规模 1,067.75 亿港元，按 IPO 和再融资项目发行总规模在所有承销商中平均分配的口径计算，在香港市场股权融资业务排名中资证券公司第 5（数据来源：彭博，公司统计）。债务融资方面，公司主承销发行债券 869 期，主承销金额 3,188.57 亿元。在中资境外债业务方面，完成 59 单债券发行，承销金额 870.97 亿港元。并购重组业务方面，完成具有行业及区域影响力的上市公司重大资产重组项目和发行股份购买资产项目 2 单，上市公司控制权收购项目 7 单，获评 2025 新财富“最佳并购投行”。

投资管理优势持续巩固。截至 2025 年末，集团旗下控股子公司广发基金和参股子公司易方达基金，剔除货币基金后的公募基金管理规模分别为 10,151.60 亿元和 18,178.55 亿元，分列行业第 3、第 1（数据来源：Wind，公司统计）；全资子公司广发资管管理费收入同比增长 31.57%，专项资产管理计划的净值规模较上年末增长 38.08%；全资子公司广发期货管理的资产管理计划合计 71 只，资产管理总规模 57.61 亿元；全资私募基金子公司广发信德聚焦布局人工智能、机器人、生物医药、智能制造、新能源、企业服务等行业



业，在管基金存量实缴规模超 190 亿元。在境外，全资子公司广发控股（香港）是香港首批获 RQFII 资格的中资金融机构之一，旗下广发投资（香港）管理股权投资类基金产品 4 只，聚焦高端制造、TMT、大消费、生物医药等核心领域进行投资布局，部分项目已成功通过并购退出或在香港、美国等证券交易所上市。

交易及机构专业能力稳步提升。作为场外衍生品业务一级交易商，公司做市业务稳居第一梯队，正式开展科创板、北交所股票做市业务，为沪深交所的 1,100 多只基金及全部 ETF 期权，中金所的沪深 300 股指期权、中证 1000 股指期权及 15 家科创板企业、10 家北交所企业、33 家新三板企业提供做市服务；全年通过中证机构间报价系统和柜台市场开展的私募产品发行与交易共 110,115 只，合计规模 10,592.76 亿元。FICC 多资产多策略投资规模持续增长。截至 2025 年末，公司托管产品数量 3,853 只，提供基金运营外包服务产品数量 4,342 只，非货公募基金托管存续规模排名行业第 4（数据来源：Wind）；全资子公司广发乾和，聚焦布局硬科技、AI+、先进制造、医疗健康、特殊机会投资等领域开展另类投资业务，累计投资项目 342 个。

以投资者为本 锤炼综合金融服务能力

广发证券坚持以投资者为本，通过锤炼全业务链、全生命周期的综合金融服务能力，持续提升对个人投资者、机构客户、企业客户等不同客群的服务质效，并以良好的发展成果回馈投资者。

公司始终践行“金融为民”，做好社会财富“管理者”，助力构建“长钱长投”的市场生态，以专业能力与创新服务助力居民财富保值增值。截至 2025 年末，公司拥有全国 357 家分公司及营业部，布局全国 31 个省、自治区、直辖市；粤港澳大湾区珠三角九



市营业网点家数及覆盖占比均为行业第一，为更好地触达和服务客户提供了重要支撑，跨境理财通配置规模突破 9.7 亿元。同时，公司积极探索线上规模化获客路径，深化机构与企业客群服务，全面推进程序化 TO 业务，主动拥抱 AI 技术变革，创新高效客户服务模式，财富管理综合服务能力持续增强。

在机构客户服务方面，公司卓越的研究能力在业界广受认可，连续多年荣获证券时报最佳分析师、新财富最佳分析师、中国证券业分析师金牛奖等机构大奖，并名列前茅。截至 2025 年末，集团的股票研究涵盖中国大陆 28 个行业、951 家 A 股上市公司，以及 232 家海外上市公司。海外研究覆盖范围与客户服务能力持续增强，客户服务量增长 257%。报告期内，公司成功举办“AI+产业论坛”“对话掌门人”“智见中国资产”等大型投资策略会，搭建上市公司与机构投资者交流平台。在香港举办的“智见中国·扬帆未来”全球投资论坛，汇聚 AI、机器人、新能源、创新药等产业链领军企业，向国际投资者充分展示了中国优势资产的投资机会。

作为直接融资“服务商”，公司坚守金融工作的政治性和人民性，立足服务实体经济、助力经济产业转型，为企业提供全链条“融资+融智”服务。公司聚焦重点赛道和重点区域，积极搭建“科技-产业-资本”产融对接桥梁，产业投行转型初见成效，股权债券承销规模稳居行业前十。截至 2025 年末，累计为 200 余家科创企业提供股债融资服务，融资总规模超 9,300 亿元；报告期内持续督导挂牌公司 52 家，其中“专精特新”企业占比达 80.77%。同时，公司持续深化境内外一体化布局，着力推进“一个广发”经营模式，落地多个港股标杆项目，跨境服务质效全面提升，有效助力中国企业出海布局。



以担当践行社会责任 以企业文化驱动发展

广发证券始终保持强烈的家国情怀，秉持“以价值创造成就金融报国之梦”的使命感，发扬“博士军团”的优秀文化基因，将“五要五不”金融文化与“知识图强、求实奉献”企业文化有机融合，促进文化建设与公司战略、经营主业协同发展。

公司积极践行企业社会责任，提升 ESG 治理水平。服务绿色 ABS 项目及绿色债券、碳中和债券及低碳转型挂钩债券等发行，股债合计融资超百亿；落实乡村振兴战略和广东省“百千万工程”工作部署，聚焦乡村振兴、助学兴教、金融赋能等领域，集团年内公益支出达 3,155.72 万元，广发公益基金会累计公益支出超过 3.3 亿元，连续多年被纳入恒生可持续发展企业指数系列。

广发证券秉持稳健经营的经营理念，坚持以投资者为本，持续提升公司长期投资价值，切实履行投资者保护责任。报告期内，公司提高分红频次和力度，实施首次股份回购注销，入选明晟（MSCI）中国指数成份股，市值稳步增长；以专业服务保护投资者合法权益，助力资本市场健康有序运行。

2026 年是“十五五”开局之年，资本市场投融资改革不断深化、基础制度进一步完善。广发证券要如何实现“自身高质量发展服务国家战略”？林传辉提出 2026 年要在四个方面发力：

一是升级专业能力，加强产品创新，服务居民资产保值增值，为中长期资金入市提供专业化、多元化的配置通道，助力“长期活水”精准浇灌优质资产，为强国建设提供金融支撑。二是做实跨境一体化，搭建全球服务体系，深化国际业务布局，提升跨境展业效能和境外客户服务能力，助力资本市场高水平双向开放。三是发挥投融资桥梁功能，以多工具、多策略、多市场的实施方略，紧抓创



业板改革、再融资机制优化等机遇，深耕产业研究，服务科技自立自强和现代化产业体系建设。四是坚持稳字当头，筑牢合规底线，强化科技赋能与全面风险管理，牢牢把握“看不清、管不住则不展业”的底线。

展望未来，林传辉表示，广发证券将全面贯彻新发展理念，坚守“以金融报国为使命”初心，落实“十五五”规划和资本市场改革等重要部署，向着具有全球竞争力的一流投资银行目标坚定迈进，为服务中国式现代化和金融强国建设作出更大的贡献。



央行逆回购操作加量护盘，跨季之后资金面如何走？

3月收官之际，央行加大公开市场操作力度，连续以千亿级规模净投放流动性，护航资金面平稳跨季。

3月30日，央行开展2695亿元7天期逆回购操作，由于当日仅有80亿元7天逆回购到期，单日实现净投放2615亿元，叠加此前两个工作日的大额投放，流动性呵护信号明确。

从月初对中期工具适度缩量回笼，到月末、季末及时加码短期流动性投放，本月资金面展现出较强韧性，维持平稳。展望4月资金面，机构普遍认为，有望延续宽松格局，但需警惕缴税、政府债发行及大额中期工具到期带来的扰动。

逆回购加量护盘

在临近月末和季末的关键时段，央行通过加大短期逆回购投放力度，为市场注入流动性。

3月30日，人民银行公告称，以固定利率、数量招标方式开展2695亿元7天期逆回购操作，中标利率为1.4%。今日公开市场有80亿元7天逆回购到期，当日实现净投放2615亿元。

自3月26日起，央行公开市场开展逆回购净投放规模均为千亿级别。其中，3月26日开展2240亿元7天期逆回购操作，实现净投放2110亿元；3月27日开展1462亿元7天期逆回购操作，实现净投放1257亿元。

“临近月末和季末，央行通过质押式逆回购加大短期资金注入，符合季节性规律。”东方金诚首席宏观分析师王青认为。

上周五，资金面边际转松，各期限资金利率全线下行。上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜下行0.3个基点报1.317%，7天



Shibor 下行 1 个基点报 1.428%。截至上周五收盘，DR007 加权平均利率下降至 1.4398%，高于政策利率水平。上交所 1 天国债逆回购利率（GC001）下降至 1.276%。

3 月 30 日，资金依然持稳，Shibor 涨跌互现。其中，隔夜 Shibor 报 1.3180%，上涨 0.10 个基点；7 天 Shibor 报 1.4180%，下跌 1 个基点；14 天 Shibor 报 1.4940%，下跌 0.80 个基点；1 月 Shibor 报 1.4970%，下跌 0.15 个基点；3 月 Shibor 报 1.5090%，与前一交易日持平。

3 月投放缩量为常规调节

回顾 3 月初至中旬，央行投放呈现“超预期”缩量态势。其中，买断式逆回购时隔 9 个月首次缩量续作，3 月两个期限品种的买断式逆回购净回笼 3000 亿元；逆回购整体也以常规操作为主，仅在跨季节适度加大投放；MLF（中期借贷便利）则小幅净投放 500 亿元。

华西证券宏观联席首席分析师肖金川认为，3 月央行投放缩量或是“削峰填谷”式的常规调节。今年前两个月，为平抑跨节压力，央行累计净投放中长期资金超 2 万亿元，体量较大。而 3 月买断式逆回购回笼 3000 亿元，目的或在于减少市场冗余资金，避免流动性过于泛滥。且进入跨季周后，央行操作明显释放呵护信号，MLF 延续超额续作，逆回购同步加量也缓解了市场对宽货币的担忧情绪。

“不排除 4 月第一期买断式逆回购再度缩量续作的可能。”王青认为，考虑到后期政府债券融资规模较高，8000 亿新型政策性金融工具发行并带动配套贷款大规模投放，央行持续收紧中期流动性的可能性不大。短期的净回笼操作，意在引导主要市场利率围绕政策利率在合理范围内波动，后期买断式逆回购还将以净投放为主。



面对月内持续的资金抽水压力，资金面却依旧维持平稳。肖金川称，隔夜利率 R001 基本围绕 1.39% 窄幅震荡，即便在税期也未见明显波动；R007 也基本稳步在 1.50%，仅在进入跨季周当日上行至 1.52%，其后便迅速回归 1.50% 附近，且波幅与历史同期相比相对温和。

4 月资金面需警惕两大扰动因素

随着 3 月顺利跨季，4 月作为季初月，资金面如何走？

4 月作为季初月，资金面往往季节性宽松。肖金川分析，细究 4 月资金面的影响因素，财政支出和政府债供给压力缓释或是推动 4 月资金面边际转松的重要力量。季末月往往是财政支出大月，参考 2023 年以来历史数据，3 月平均财政支出规模均在 2.6 万亿元以上，或对银行负债端形成补充，推动月初资金面快速回归宽松。

与此同时，4 月政府债供给压力或不大。肖金川称，4 月通常是政府债发行小月，去年受财政靠前发力的影响，4 月政府债净供给规模显著高于季节性规律。因此，预计 4 月政府债发行对资金面的潜在冲击或相对有限。

天风证券固定收益首席分析师谭逸鸣认为，资金的支撑因素主要在于，季初月份资金往往转松，4 月非信贷投放大月，信贷投放对流动性的挤占或相对有限。

不过，4 月资金面仍存在两大扰动因素。谭逸鸣分析，扰动因素主要有两点：一是 4 月通常为缴税大月，或增加资金缺口；二是 4 月通常逐渐进入政府债发行高峰，可能也将对银行间流动性形成挤占。

肖金川也表示，一方面，季初月，缴税压力较大，税期对资金面的扰动或有所抬升。另一方面，4 月中长期资金到期缺口较 3 月



增大。

梳理来看，4月有17000亿元买断式逆回购资金到期，6000亿元MLF到期。

由此，肖金川认为，考虑到当前中长期资金（不含国债买卖）累计余额依然处于14.4万亿元的历史高位，叠加季初月资金面扰动因素减弱，央行维稳资金压力有所减轻，不排除央行可能会延续缩量投放，继续回笼部分冗余资金。

王青分析，短期来看，在外部不确定性骤然升高过程中，国内货币政策会更加注重保持市场流动性充裕。当前政策重心会阶段性地向稳物价倾斜，降准时点有可能延后；后期若外部冲击对国内经济增长扰动加剧，货币政策会相应加大适度宽松力度，同时持续引导市场流动性处于较为稳定的充裕状态。



科创链接中国东盟，人民币成区域贸易投资重要选择

在全球经济格局深度调整的当下，美国关税与技术管制层层加码，给东盟区域供应链带来新挑战的同时，也让凭借区位、人口与资源红利的东盟成为中企出海最具潜力的核心市场之一。

日前，在 2026 中关村论坛年会东盟创新合作发展论坛上，中外各方围绕人工智能赋能中企出海深入交流，各方都认为，AI 正以空前速度重塑全球产业格局。

与会嘉宾表示，2026 年恰逢中国与东盟建立全面战略伙伴关系 5 周年，中企出海的核心已从“走出去”转向“融进去”，并从最初的产品出口升级为全产业链布局，其中 AI 和数字经济、新能源汽车、智能制造成为新的赛道。

人民币国际化也在这一过程中实现了跨越式发展。大华银行中国批发银行部主管、企业银行部主管兼北京分行行长辛韬在接受第一财经采访时分享了她观察到的新变化：以前可能只有不到 10% 的客户愿意用人民币结算，现在这一比例已变为 30% 左右，另有 30% 左右的客户愿意去探讨用人民币结算。

从产品出口到全产业链布局

从最初的试水产品出口，到如今的全产业链布局，中国企业出海东盟的步伐越发坚定。

“产业链升级的速度远比我们想象的快。”辛韬表示，如今企业出海已从单纯的贸易、产品出口，升级为全产业链出海，不再是单打独斗，而是带着资金在当地布局长期投资，更带动产业链伙伴抱团发展。

长期主义的布局思路下，企业越发重视可持续发展。“企业纷



纷在东盟设立区域资金中心实现资金高效管理，更实现了思维观念的转变，将东盟从贸易终点变成海外布局第一站、全球拓展的桥头堡。”辛韬称。

这一发展趋势的背后，是中国与东盟坚实的经贸合作基础。数据显示，中国已连续 17 年稳居东盟第一大贸易伙伴，东盟则连续 6 年成为中国第一大贸易伙伴，2025 年双边贸易总值已突破 1 万亿元大关，供应链的深度整合成为双边贸易快速增长的核心驱动力。

同时，东盟经济的蓬勃活力也为中企出海提供了肥沃土壤，2026 年东盟经济增长预期超世界平均增速，据东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO）最新预测，今年东南亚经济增长将呈现差异化发展态势，越南 GDP 预计增长 7.6%，菲律宾预计增长 5.3%，其他国家依次为柬埔寨 5.1%、印尼 5%、老挝 4.6%、马来西亚 4.4%、新加坡 3%、缅甸 2.5%、泰国 1.7%、文莱 1.6%，区域发展潜力持续释放。

中国银河证券股份有限公司（下称“中国银河”）董事长王晟表示，当下中国和东盟的创新合作呈现三大鲜明特征：合作形式从单一产品或业务出口转向全产业链的深度布局；合作领域从传统制造业延伸至人工智能、绿色科技等新兴赛道；合作模式从企业单打独斗升级为多方联动的生态协同发展。

人民币成区域贸易投资选择

中企出海东盟的模式升级，也对金融服务提出了更高要求，传统的单点金融服务已无法满足企业全产业链布局、长期发展的需求，一套完善的“出海支持生态系统”成为企业的核心诉求。

“企业今天需要的不只是单点金融服务。”大华银行香港分行行政总裁郑濬表示，今天，中国科技企业在东盟布局时，最为关心



的是：能否高效配置跨境资金、适应不同市场的合规要求、推动供应链本地化，并建立可持续、可复制的发展体系。

针对这一需求，金融机构纷纷发力，更针对市场、汇率、利率风险及市场不确定性引发的合规风险，为客户定制一揽子金融解决方案，以减少企业“信息差”和“落地摩擦”。

辛韬表示，金融机构的服务维度在持续深化升级，从最初助力客户开拓市场、销售产品，到帮助客户扎根东盟本地市场，再到依托东盟市场助力客户进一步布局海外，在与客户携手同行的过程中实现共同成长。

中国银河则充分发挥境内外协同优势，为企业提供全周期跨境综合金融服务，2025年以来，已累计完成71笔东南亚投行项目、交易规模约47亿新元，公司立足于东盟的国际业务平台——银河海外，已成为东盟地区最具影响力的中资金融机构之一。

金融服务创新持续丰富了人民币在东盟的使用场景，彻底改变此前企业贸易单一依赖美元结算的格局。人民币逐渐成为区域贸易投资的重要货币选择。

中国人民银行《2025年人民币国际化报告》显示，人民币在东盟地区接受度明显提高。2024年，东盟人民币支付金额同比增长30%，特别是外汇交易较为活跃，同比增长80%，为近10年最大增幅。近80%的受访机构表示，目前正在使用人民币进行业务结算。此外，人民币币值稳定、支付便捷等优势凸显。东盟地区人民币支付、结算、兑换、投资、融资等使用场景日益丰富，人民币金融产品和服务明显增多。

人民币结算的普及，也进一步助推了双边贸易发展，帮助企业规避汇率风险。



以马来西亚榴莲进口贸易为例，“这几年我们服务了不少水果进口商，中国现在是马来西亚榴莲最大进口国，以前很多大型进口商和当地农户结算只能用美元，当地农户一开始很不接受人民币。我们通过人民币与林吉特直连系统，实现了国内进口商用人民币支付，马来西亚农户直接收到当地林吉特，双方彻底摆脱美元波动风险，还省去双重汇兑环节与成本，让企业利润更稳定，也让越来越多东盟商户接受人民币结算。”辛韬称。

锚定科技创新赛道

站在建立全面战略伙伴关系 5 周年的新起点，如何进一步挖掘合作潜力，特别是在科技创新领域实现更高水平互利共赢？

辛韬表示，现阶段中国企业出海东盟，正面临两大核心痛点挑战：一是外部层面，受美国关税及相关政策不确定性增加的影响，存在潜在市场风险，可能波及中国与东盟的经济发展走向；二是企业自身的本土化融入风险，如今中企“走出去”已不成问题，核心难题转向如何“融进去”。

东盟既是避风港，也是新赛道。东盟经济贸易促进会会长波尚琅表示，东盟国家在数字化转型方面需求强烈，而中国在人工智能、大数据、云计算等领域积累了丰富经验。应鼓励双方科研机构、高校、企业建立更紧密的合作关系，共建联合实验室、技术管理中心和创新孵化器，同时探索建立有利于创新要素跨境流动的政策协调机制，让人才、技术、资本、数据更顺畅地流动。

中小企业是双方经济发展的骨干力量，也是合作的重要载体。波尚琅建议，发挥好各类合作平台作用，为中小企业提供技术培训、融资支持和市场对接服务，金融机构和科技企业也应开发适合中小企业的创新产品，帮助它们融入区域产业链，让合作的红利惠及更



多市场主体。

面对复杂多变的国际形势，开放合作成为中国与东盟的共同选择。王晟表示，越是困难重重，越能彰显开放合作的珍贵，未来将持续发挥跨境金融优势，助力中企全球化布局。