

关于担保品管理业务的比较研究和建议

陈加赞 王小楠 许高庆

2008 年金融危机后，境外市场担保当事人双方委托第三方管理担保品逐渐成为主流趋势，同时担保品管理的精细化水平正在日益提升。我国资本市场的担保品已经初具规模，但与境外市场相比，还处在由担保当事人双方自行管理阶段，担保品管理的精细化水平也比较有限，不能满足市场产品和制度创新对担保品管理安全性和精细化水平日益提高的要求。

在此背景下，我们对境内外市场担保品管理的现状、特点、发展趋势等问题进行了比较研究，并对中国结算下一步拓展担保品第三方管理业务提出了意见和建议。

一、担保品及担保品管理业务概述

（一）担保品的定义、种类与用途。

担保品是指债务人或第三方提交给债权人，用来担保债务人相关义务履行的财产。可充抵担保品的金融资产包括现金、外汇、政府债券、抵押担保证券、公司债券、商业票据、股票、信用证等等。债务人提交担保品用于覆盖信用风险的金融交易主要包括五大类：回购交易、场外衍生品交易、证券借贷交易、向共同对手方（以下简称 CCP）提交的保证金、其他金融交易等。

（二）担保品管理业务的定义和分类。

由于金融资产价格波动较为频繁，随着交易双方风险管理的精细化要求的增加，逐步产生了担保品管理的需求。对金融交易中债务人所提供的担保品进行管理起源于 20 世纪 80 年代，直到 90 年代国际互换交易和衍生品协会（以下简称 ISDA）发布有关担保品的协议与

指引，担保品管理中的相关制度规定才逐步建立与完善¹。

本文中的担保品管理业务是指相关机构对债务人或者第三方的担保品交存、提取、替换、买卖、盯市、权益处理、追缴、处置和报告等业务进行的管理。

根据管理主体不同，担保品管理业务可以分为两类²：一类是双边担保品管理（Bilateral Collateral Management），指债权人和债务人双方对担保品进行管理；另一类是担保品第三方管理（Triparty Collateral Management），指债权人和债务人将担保品管理事务委托给中立第三方负责。目前，全球提供担保品第三方管理服务的机构主要有托管银行和国际中央证券存管机构（ICSD）。

二、境外担保品及担保品管理业务现状及发展趋势

（一）境外担保品市场规模、结构及成因分析。

通过对多家境外机构的研究报告进行综合分析³，我们估计，截至 2010 年底，全球担保品市场的整体规模约为 16 万亿美元。其中，证券类担保品约为 13.7 万亿美元⁴，现金类担保品约为 2.3 万亿美元，担保品规模占全球银行系统全部资产 94 万亿美元的比重达到 17.02%。

全球担保品的运用分布如下⁵：场外衍生品交易占用的担保品规模约为 2.9 万亿美元，场外证券借贷交易占用的担保品规模约为 1.8 万亿美元，场外回购交易占用的担保品规模约为 10 万亿美元，向 CCP

¹ ISDA 于 1994 年发布了信贷支持附件（Credit Support Annex），于 1998 年发布了担保实践者指引（ISDA Guidelines for Collateral Practitioners）。

² 根据担保品用途，可以将担保品管理业务分为：结构型担保品管理（Structural Collateral Management），指结算机构对结算参与者提交的用于保证其清算交收履约责任的担保品进行管理；交易型担保品管理（Trading Collateral Management），指中介机构为支持投资者之间开展金融交易而提供的担保品管理服务。

³ 包括埃森哲和明讯银行的《担保品管理释放担保品的潜力》，JP 摩根的《担保品管理的十年》，金融稳定委员会的《证券借贷与回购：市场回顾和金融稳定事宜》，世界银行 Manmohan Singh 的《担保品价值链的经济学》、欧洲智库的《在场外衍生品改革中提升担保品管理效率》等报告。

⁴ 这里需要说明的是，证券类担保品中有相当大的部分是在回购交易中进行使用的。

⁵ 由于相关数据资料十分有限，在这里，我们无法获得针对某一类型交易所使用的担保品中，证券类担保品与现金类担保品的占比情况，仅对担保品整体规模进行划分。

提交的保证金规模约为 0.4 万亿美元，其他金融交易占用的担保品规模约为 0.9 亿美元。

境外担保品市场呈现以下特点：一是担保品市场相对成形，整体规模较大、相对比例较高；二是场外交易所占用担保品的比例超过 90%⁶；三是非融资类的场外交易所占用担保品的比例达到 30%以上,未来该比例还将进一步上升⁷。

我们分析认为境外担保品市场发展的背后原因主要是：首先，境外担保相关法律制度基础牢固，金融交易中担保品的使用较为广泛；其次，境外市场相对成熟，市场参与主体风险管理的意识较强，水平较高；第三，境外市场的场外交易非常发达，交易复杂度高，风险敞口较大且持续时间长，对担保品的需求较大；第四，近年来以场外衍生品为代表的非融资类交易快速发展，对担保品需求增长较快。

（二）金融监管环境的变化，全球担保品严重供不应求，更加凸显了担保品管理业务对于金融交易的重要性。

1、各国金融监管环境更加严格，增加了市场参与人对于担保品的需求。

2008 年金融危机之后，二十国集团发起了一系列为减少场外衍生品市场系统性风险的改革，包括所有标准化场外衍生品必须通过 CCP 进行集中清算，对于未进行集中清算的衍生品，实施更严格的资本金及保证金要求，以加强风险控制。一些国家和国际组织相继出台多项监管法律和措施，如美国的多德-弗兰克法案⁸（Dodd-Frank Act），欧洲市场基础设施监管规则⁹（EMIR），巴塞尔协议三¹⁰等。

⁶ 境外回购业务主要是以金融机构在场外进行的双边回购或三方回购交易为主。

⁷ 考虑到新的监管要求，场外衍生品交易还将新增 4.7 万亿美元担保品需求。届时非融资类交易占用的担保品在整个担保品的比例将上升到 45%以上。

⁸ 该法案在扩大金融监管机构权利的同时，限制大型金融机构的投机性交易，强化对于金融衍生品交易的监管。

⁹ EMIR 的目标是增强场外衍生品市场交易的透明性和降低交易对手方信用风险。

¹⁰ 巴塞尔协议三对于金融机构的资本充足率以及流动性覆盖率进行了更加严格的要求。

在新的监管环境下，对于场外衍生品交易来说，无论是否纳入集中清算都需要缴纳更多的保证金¹¹。国际货币基金组织（以下简称 IMF）专家的一项研究表明，全球范围内加强场外衍生品交易风险管理的改革将新增 4.7 万亿美元的担保品需求。其中，纳入集中清算的场外衍生品交易将新增 2.2 万亿美元的担保品需求，未纳入集中清算的场外衍生品交易将新增 2.5 万亿美元的担保品需求。

2、主权债务评级下调，导致优质担保品供给减少。

金融危机后，特别是欧洲地区国家主权债务评级下调，导致其国债以及市政债券评级降低。这使得全球范围内高等级、高流动性担保品数量进一步减少。IMF 的一项研究显示¹²，截至 2011 年底，拥有较高信用评级的国家（如美国、日本）以及拥有“AAA”或“AA”主权债务评级的欧洲主权国家，未偿还债务总额大约为 33 万亿美元。这些高等级债券或被各国央行所持有以对本国基准利率产生影响，或由主权财富基金及其他投资者所持有作为安全的财富贮藏方式，实际用来充抵担保品的数量十分有限。而近期的主权债务危机将导致到 2016 年，全世界可充抵担保品的优质金融资产供给数量将进一步降低，预计比 2012 年将减少 9 万亿美元。

3、担保品再使用的限制，加剧了担保品供给的减少。

担保品再使用是指担保品收取方将担保品进行再抵押以获取融资的行为，通过担保品再使用行为可以增加市场上担保品的供给量。例如，大型投资银行将对冲基金抵押的担保品再抵押给回购交易对手方以获取资金¹³。金融危机前各国对于担保品再使用行为的监管是相

¹¹ 不同于双边交易，采用 CCP 集中清算的交易中，交易双方都需要向 CCP 缴纳一定数额的初始保证金和变动保证金，以满足在正常市场条件下，在一个高置信水平下覆盖风险。同时，CCP 的风险管理要求交易双方提供高等级和高流动性的担保品。而在原来双边交易情况下，交易双方的初始保证金往往通过轧差方式抵消了，双方只需缴纳变动保证金即可。这种轧差方式在一定程度上增加了场外衍生品交易的风险。

¹² IMF-Dossier Le Collateral- M.Singh

¹³ 可以看出担保品再使用一次就相当于担保品的数量扩大了一倍。

对宽松的，但金融危机后一些国家对于担保品的再使用提出了限制性条件，这使得担保品再使用对于扩大担保品规模的作用大打折扣¹⁴。IMF的一份研究报告显示，担保品再使用对于担保品规模的放大效应在近年来不断降低，由2007年底的3倍下降到2012年底的2.2倍。

4、担保品供求失衡使得高效管理担保品变得更加重要。

一方面是金融危机后担保品市场整体呈现严重的供不应求现象，另一方面是仍有相当数量的担保品由于担保品管理效率的低下，并没有发挥应有价值。据明讯银行和埃森哲咨询公司2011年的一项调查研究显示，通过优化担保品管理操作流程、理顺组织结构，整个行业每年能够节约40亿欧元的成本¹⁵。

担保品的短缺与担保品管理的低效严重影响到金融交易本身，这使得高效管理担保品成为近期全球最为热门的话题之一。解决上述问题的途径归根到底就是“开源节流”：一是扩大可充抵担保品的金融资产范围。例如芝加哥商品期货交易所（CME）允许市场参与人以黄金、人民币计价的债券等作为担保品进行交易；二是通过证券借贷交易提高担保品的等级，投资者可以利用所持有的低等级证券借入高等级的证券资产，达到符合担保品高等级资格的目的；三是引入担保品第三方管理架构，构建统一的担保池，提高担保品的跨市场、跨地区和跨境使用效率（具体事例见下文介绍）。

（三）当前金融交易环境下担保品第三方管理更具优势，各大金融机构纷纷抢占相关业务市场份额。

1、金融交易环境的变化对于担保品管理水平提出更高要求。

金融交易环境的变化使得担保品管理难度显著提高，而担保品管

¹⁴ 美国规定，在证券借贷业务中除经纪交易商以外的出借人无权再利用非现金担保品。欧洲证券与市场管理局规定，可转让证券集合投资计划（UCITS）中的非现金担保品不得被出售、再投资或质押。法国和加拿大规定，在证券借贷交易期限内，共同基金必须持有所有非现金担保品，不得将其再投资或处置。

¹⁵ 参见“担保品管理效率低下导致金融行业每年多支出40亿欧元”，陈加赞，《证券登记结算境外动态》2011年。

理服务机构所提供的专业性担保品管理服务能够更好地满足复杂多变的担保品管理需求。

(1) 金融交易的对手方信用风险日益增长。

2008 年贝尔斯登、雷曼兄弟、AIG 的相继破产，表明随着金融交易金额越来越大，复杂度和风险越来越高，即使大型金融机构如管理不善，都存在倒闭的可能。美国《多德-弗兰克法案》明确规定允许金融监管机构分拆陷入困境的金融机构，让金融机构“大而不倒”成为过去。因此，在目前的金融环境下，债权方必须通过实时、高效的担保品管理手段来防范日益增加的交易对手方风险。

(2) 金融交易的风险敞口计算更加复杂多变。

相对于场内交易，场外交易更加个性化，对于金融交易风险敞口的计算变得更加困难，尤其是场外衍生品交易中风险敞口计算。一方面由于场外衍生品本身的设计较为复杂；另一方面由于场外衍生品背后的标的证券很多都是创新类产品，价格时间序列较短，短期内不足以完全反映它的价格波动特性，这对于场外衍生品交易的风险敞口计算极为不利。

在回购交易中，融资方对出资方存在风险敞口；在证券借贷交易中，证券融入方对证券出借方存在风险敞口。而在衍生品交易中，随着市场价格的变化，交易双方随时都可能对交易对手方带来风险敞口。

(3) 可充抵担保品的金融资产范围更加广泛。

目前，包括现金（多币种）、国债、公司债券、外国债券、离岸债券、股票、境外股票、共同基金、信用证、黄金等资产被投资者作为担保品广泛使用在各类金融交易中，且可充抵担保品的金融资产范围有逐渐扩大的趋势。这在增加担保品供给的同时也带来了诸多问

题：一是担保品的估值将更加复杂。如停牌资产的估值、缺乏流动性资产的估值、相同资产存在多个市场价格的估值问题等等；二是担保品权益行为的种类将更加多样。很多权益行为都会对担保品的价值产生影响；三是担保品集中度的管理将更加复杂；四是跨境担保品使用的问题。如投资者利用境外金融资产充抵担保品，在担保品管理中需要对不同国家的监管政策进行考虑；五是由于金融资产分散在多个不同的证券存管或者托管系统内，担保品管理系统需要与众多外部系统进行对接，系统耦合性风险将增大。

2、相比担保品双边管理，担保品第三方管理在安全性、流动性等方面更具优势。

担保品双边管理模式存在许多问题。首先，交易对手方破产导致担保品提供方无法及时取回担保品的问题。例如，2008年雷曼兄弟在受到金融危机影响破产后，它的交易对手试图取回在与雷曼兄弟进行交易时所提供的超额部分担保品时，需要等待相关司法部门完成对雷曼兄弟剩余资产的权属认定工作才可进行，耗时较长¹⁶。其次，担保品收取方缺乏专业担保品管理经验，会对担保品设定更严格的等级及折扣率等要求。第三，由于担保品提供方需要根据不同的交易对手或同一交易对手的不同交易产品分别提交担保品，导致担保品的使用相互隔离，无法实现担保品的及时调配，效率低下。

相比之下，担保品第三方管理服务能够最大限度解决上述问题。首先，担保品第三方管理机构以中立者名义为担保双方提供担保品管理服务，公信力更强，能够保障担保品独立于担保双方的其他自有资产；其次，担保品第三方管理机构可以凭借专业化风险敞口计算及担保品估值、高效的担保品违约处置等手段，在控制风险的前提下，降

¹⁶ David Bruce Anderson ‘Collateral Management Best Practices-Implications for Systemic Risk’, International Finance Seminar(2010.5)

低担保双方的交易成本；第三，担保品第三方管理机构通过构建统一的担保品池，提高担保品的使用效率¹⁷。

3、境外担保品管理法律制度的日益完善，为担保品第三方管理业务的发展提供了坚实的法律基础。

在担保品第三方管理业务中，由于各种权利义务主体间的关系比较复杂，需要一个完善的担保法律制度框架来保证和支持相关业务的顺利开展。为此，西方国家对金融担保品管理进行了专门立法，为担保品第三方管理业务的发展提供了坚实的法律基础。

为消除欧盟各国之间的法律差异给开展担保品管理业务带来阻碍，欧盟于2002年6月颁布了《金融担保品协议指令》¹⁸，力求在担保设定方式、担保效力、准据法的确定等问题上进行统一规定，并在欧盟内部建立起一套完整的金融担保制度¹⁹。目前已有超过17个国家据此制定或修改了国内的金融担保品管理法律，明讯银行注册地卢森堡于2005年8月颁布的《卢森堡金融担保品管理法律》，被认为是目前世界上最有利于担保品管理业务开展的一部法律²⁰。由国际统一私法协会 UNIDROIT 于2009年制定的《日内瓦证券公约》，在第五章关于“担保交易的特别规定”中，专门讨论了商事领域中以担保制度为原理设计的担保交易的特殊制度安排²¹。

在西方发达国家以及国际组织进行担保品管理专门立法的同时，各交易商协会也相继发布相关主协议，对各类金融交易中的担保品管

¹⁷ 例如当担保品提供方向某一交易对手提交的担保品出现不足，而提供给其他交易对手的担保品出现盈余时，可以在同一个系统内迅速地进行跨交易对手间的担保品调配，实现担保品的优化配置。

¹⁸ Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements.金融担保协议指令于2009年进行了修改，修改内容主要有：一是重新界定了合格主体的范围；二是引入银行贷款作为合格担保品，并建立配套制度。

¹⁹ 引自《欧盟〈金融担保协议指令〉及其2009年修订述评》，彭鹏，《金融法苑》，2010年第1期。

²⁰ 出自《明讯银行抵押担保品管理业务考察报告》，吴方伟，陈光新等。

²¹ 全称为“国际统一私法协会 UNIDROIT 《中介化证券实体法公约》”，2009年日内瓦外交大会决议将其定名为《日内瓦证券公约》。——《“法”眼看创新——以法律的视角观察证券市场创新》，牛文婕，《工作研究》总第244期。

理行为进行约定²²。

4、全球性机构积极拓展担保品第三方管理服务。

由于担保品第三方管理架构具有诸多优势，目前已有越来越多的市场参与人在各类金融交易中使用担保品第三方管理服务。近期，全球多家国际托管银行（如 JP 摩根、纽约梅隆银行等）和国际中央证券存管机构（欧清银行和明讯银行）正在积极抢占担保品第三方管理业务市场份额，突破国境限制，力图在全球范围内构建统一的担保品池，实现担保品在全球范围内的高效使用。

为扩大担保品第三方管理业务的服务范围，欧清银行于 2012 年 6 月推出了名为“担保品高速路（Collateral Highway）”的服务平台²³，该平台通过与全球范围内的中央证券存管机构（以下简称 CSD）、托管银行建立连接，使得所有加入该高速路的 CSD、托管银行的客户不仅可以使使用他托管在欧清集团的金融资产，也可以使用托管在本地 CSD 的金融资产作为担保品，利用欧清银行的担保品管理服务参与各类金融交易。

与欧清银行类似，明讯银行正在着手推行担保品管理全球外包服务（“Liquidity Hub Global Outsourcing”），该服务允许中央银行、CSD、交易所与明讯银行担保品管理系统进行直联，明讯银行负责担保品的优化配置、替换等操作²⁴。本地 CSD 和托管银行的客户，不需要将金融资产转移出本地，就可以运用这些金融资产充当担保品。

纽约梅隆银行为更好地拓展担保品第三方管理业务，于 2013 年

²² 如进行回购交易，客户需要签署《国际回购主协议》（Global Master Repurchase Agreement），由国际资本市场协会颁发；进行证券借贷交易，客户需要签署《国际证券借贷主协议》（Global Master Securities Lending Agreement），由国际证券借贷协会颁发；进行衍生品交易，客户需要签署《国际互换与衍生品交易协议》，由国际互换与衍生品交易协会颁发。

²³ 该项服务目的是打造一个担保品管理与担保品划转的全球性金融基础设施，为全球各地的投资者提供高效、优质的担保品管理服务。目前包括诸如韩国的 KSD、法国巴黎银行证券服务公司（BPSS）、花旗银行、CME 欧洲清算所（CME Clearing Europe）等金融机构已加入进来。

²⁴ 目前，明讯银行已经与巴西 CETIP、加拿大 CDS、澳大利亚 ASX、南非 STRATE、西班牙 Iberclear 共同形成了“流动性联盟组织”（Liquidity Alliance）。

1 月份在比利时设立了纽约梅隆中央证券存管公司(BNY Mellon CSD SA/NV)，业务范围则与欧清银行、明讯银行等 ICSD 的业务范围相同。JP 摩根近期也在频频与世界各地 CSD 建立合作关系，积极扩大担保品管理业务的服务范围。

三、我国担保品市场现状以及国内担保品第三方管理业务所面临的问题

(一) 我国担保品市场规模及结构现状。

参照境外对于使用担保品的金融交易的划分方式，同时结合多家外部机构的研究报告，我们估算，目前我国在各类金融交易所使用的担保品整体规模大约在 5.43 万亿元左右：其中向 CCP 提交的保证金²⁵规模约为 0.23 万亿元²⁶，证券借贷类交易²⁷占用的担保品规模约为 95 亿元，回购交易²⁸占用的担保品规模约为 3.68 万亿元（交易所市场²⁹约为 1 万亿元、银行间市场约为 2.68 万亿元）³⁰，其他金融交易占用的担保品规模约为 1.51 万亿元（其中融资业务担保品规模约为 0.78 万亿元，股权质押融资业务³¹担保品规模约为 0.7 万亿元）³²。其中证券类担保品约为 5.15 万亿元，占比达 94.8%。证券类担保品在我国整体证券类资产中的占比约为 9.76%左右³³。

²⁵ 目前主要包括上海期货交易所、中国金融期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所等 4 家期货交易所上市交易各类金融、商品期货产品。

²⁶ 数据来源：《期市保证金逼近 2300 亿元》，黄佐贞，期货日报 2013.5。

²⁷ 目前主要包括融资融券业务中的融券业务及转融券业务两种。

²⁸ 目前国内回购交易主要是债券质押式回购交易，包括交易所回购交易和银行间回购交易。

²⁹ 需要说明的是，交易所质押式回购交易由中国结算设立质押库存放投资者交存的担保品并提供担保交收，因此也可将此部分业务归为向 CCP 提交保证金进行的金融交易。

³⁰ 银行间市场回购交易担保品规模数据是根据银行间市场回购交易余额，按照折扣率 85%进行估算得来；交易所市场回购交易担保品规模数据是根据交易所市场标准券折算量，按照折扣率 85%进行估算得来。

³¹ 股权质押融资业务是指借款方以其自身或第三方持有的上市公司股权作为质押物进行融资的业务。其中，以上市公司股权作为质押标的最为普遍。截至 2012 年 6 月 30 日，沪、深两市质押在库的 A 股证券共 1174 只，质押证券总市值 1269.87 亿元，质押证券总市值 7000 亿元左右。2003 年至 2011 年间，沪深两市证券质押市值年复合增长率为 12.5%，质押业务办理笔数年复合增长率 16.6%。

³² 相比于境外场外衍生品市场的蓬勃发展，我国场外衍生品市场起步较早，但发展却相对缓慢。目前，我国银行间市场已推出了包括外汇类、利率类、信用类等多种衍生产品，但交易量十分有限。证券公司场外金融衍生品交易业务主要集中在权益收益互换及场外期权两种。由于场外衍生品交易量较小，对总体担保品规模估算影响不大，故在此没有进行估算。

³³ 数据来源：《2013 年 09 月中国债券市场统计月报》、《2013 年 9 月登记结算基本业务数据》。

可以看出，我国目前已具有一定规模的担保品存量，但担保品的使用绝大部分集中在融资类交易中（回购类交易与其他金融交易中使用的担保品在整体担保品规模中的占比达 95%以上），且场内交易占绝对主导地位，而场外衍生品交易、证券借贷交易不论从交易规模还是担保品的使用规模来看，都有限。

（二）我国担保品管理仍处于双边管理模式，担保品第三方管理模式刚刚起步。

目前我国担保品管理处于粗放式发展阶段，担保品双边管理模式在我国仍占有绝对的主导地位，担保品第三方管理模式并没有随着担保交易量的扩大而为市场参与人所接受并使用。这导致了国内担保品市场分割严重，投资者需要就每类交易单独管理担保品，担保品使用效率低下。

现阶段，国内提供担保品第三方管理服务的金融机构有中国结算以及中央国债登记结算公司（以下简称中债登），主要是依托于自身的证券存管机构身份，为某些具体业务提供担保品第三方管理服务³⁴。担保品第三方管理业务整体规模约在 200 亿元左右，相比担保品市场整体规模则可忽略不计。

（三）国内缺乏拓展担保品第三方管理业务的充分法律保障。

我国证券市场从 90 年代初创立至今已具有一定规模，并产生了多种基于质押关系的交易品种³⁵，但与业务实践相对应的是，担保品管理的有关需求并没有在法律制度中体现，当前还没有涵括担保权益设立、担保品处置、担保品价值维持等内容的统一规则³⁶。

相比国外健全的金融担保品管理法律制度，目前我国的金融担保

³⁴ 中国结算目前主要为转融通业务提供转融通保证金管理服务，中债登未来考虑在银行间市场提供三方回购交易业务。

³⁵ 如质押式回购、质押式报价回购、股票质押式回购等。

³⁶ 引自《关于建立证券担保交易规则体系的若干思考》，伍静，《工作研究》总第 275 期。

法律“虽非完全荒芜，但实有精耕细作之必要³⁷。”法律制度的失位在很大程度制约了担保品在金融交易中的使用，也阻碍了国内担保品第三方管理业务的发展。

四、对中国结算拓展担保品第三方管理业务的相关建议。

通过对比境内外担保品市场发展情况，我们可以看到，国内担保品市场经过多年的发展已具备一定规模，但仍有很大的发展潜力。随着资本市场的进一步开放和创新，非融资类交易（场外衍生品及证券借贷交易等）大有可为，这将为国内担保品管理业务提供广阔的发展空间。为此，中国结算应抓紧开展担保品第三方管理业务的拓展工作，具体建议如下：

（一）建议将拓展担保品第三方管理服务作为公司一项重要的业务发展战略。

担保品第三方管理业务具有很强的规模经济效应，具备金融市场基础设施的一定特性。从境外同行近期动向来看，境外担保品第三方管理机构正在为构建全球范围内担保品第三方管理服务的基础设施，投入大量物力和财力进行业务拓展。中国结算应从长远出发，以打造我国金融市场担保品第三方管理服务的基础设施为目标，将拓展担保品第三方管理服务作为公司一项重要的业务发展战略。应当加大此项工作的资源投入，努力提升中国结算在此方面的服务能力和水平。

（二）建议将场外市场作为主要的拓展方向。

从境外担保品市场的结构分布可以看出，场外市场交易所使用的担保品规模巨大，所占比例在90%以上。反观国内，金融机构间的场外交易市场³⁸仍处于起步发展阶段，今后具有广阔的发展空间。作为场外交易双方管理对手方风险的有效手段，担保品第三方管理服务也

³⁷ 引自《“法”眼看创新---以法律的视角观察证券市场创新》，牛文婕，《工作研究》总第244期。

³⁸ 此处主要是指券商间场外交易市场（包括证券借贷市场、场外衍生品市场等），不包括银行间市场。

具有巨大的发展潜力。在此情况下，我们建议将场外市场作为主要拓展方向，可考虑将担保品第三方管理服务建设成与场外市场相配套的一项基础设施，实现与场外市场的共同发展。

（三）建议借鉴境外业务同行先进经验，实现担保品第三方管理业务的高标准起步。

相比国外业务同行所提供的担保品管理服务，目前中国结算的相关业务还存在许多不足³⁹。为此，公司在未来担保品第三方管理业务的拓展工作中，应充分发挥后发优势，通过借鉴境外业务同行先进经验，实现高标准起步。比如，可以弥补目前国内担保品管理业务的薄弱环节，着重开展扩大合格担保品范围、提供担保品再使用服务、优化担保品盯市处理等工作，并在系统搭建过程中，预留与境内外登记结算机构的连接接口，以便于后续开展相关跨市场和跨境合作。

（四）建议积极参与夯实担保品管理法律基础的工作，为拓展担保品第三方管理业务提供良好的法律环境。

从境外担保品管理业务的发展来看，法律基础对于开展担保品管理业务具有极其重要的作用，但国内担保品管理法律基础还不牢固，相关法律制度还有待进一步完善。中国结算在日常进行有关担保品的业务处理以及与境外同行的业务交流过程中，积累了大量经验。中国结算应积极参与到国内担保品管理法律制度等基础框架的创建工作中，积极为拓展担保品第三方管理业务创造更加良好的法律环境。

³⁹ 一是盯市功能薄弱。目前仅能实现担保品价值日终盯市，而无法实现日间实时盯市和触发式盯市；二是灵活性方面还有所欠缺，目前尚不支持担保双方自行灵活配置担保证券折算率、所担保的债权价值、担保维持比例等功能；三是中国结算目前暂不提供担保品再使用服务，担保品收取方尚无法最大程度地发挥担保品的价值；四是目前担保证券仅限于由中国结算登记的证券，尚不能像境外业务同行那样，能够支持其他中央证券存管机构存管的证券。具体详见附件“境外担保品第三方管理业务实践操作介绍”。

附件

境外担保品第三方管理业务实践操作介绍

担保品管理服务通常可分为两种类型，一类是双边担保品管理（Bilateral Collateral Management），指债权人和债务人双方对担保品进行管理；另一类是第三方担保品管理（Triparty Collateral Management），指债权人和债务人将担保品管理事务委托给中立第三方负责。

通过对欧清银行和明讯银行两大国际中央证券存管机构在担保品第三方管理业务中的实践操作进行研究，我们认为有以下几个方面值得公司在今后完善担保品管理业务时进行借鉴。

一、服务协议管理

担保品第三方管理服务机构在提供担保品第三方管理服务时，需与担保双方签署担保品管理服务协议。服务协议的主体部分为格式条款，包括担保品第三方管理服务机构及担保双方的各项权利义务、服务内容、免责条款等。附件部分包括担保双方业务联系人信息、合格担保品范围设定⁴⁰、担保品管理增值服务选择等个性化内容。担保双方可根据业务需要，随时对附件部分内容进行变更。服务协议可分为三方服务协议与双边服务协议两种类型。

（一）担保品管理三方服务协议

欧清银行要求担保双方共同委托欧清银行作为担保品管理服务提供商，并签署担保品服务协议⁴¹（Collateral Service Agreement，以下简称 CSA）。签署 CSA 并不会改变担保双方交易主协议的内容和法

⁴⁰ 合格担保品范围设定通常是担保品管理机构预先设置多个合格担保品范围并配以不同编号，担保品收取方可根据自身需要进行选择，并可对选定的合格担保品范围进行微调，以满足需要。

⁴¹ 包括担保品服务协议条款 CSA-Terms and Conditions、担保品服务操作规则 CSA- Operating Procedure 两部分。

律关系。

（二）担保品管理双边服务协议

明讯银行在向客户提供担保品管理服务时，客户需以担保品收取方身份或担保品提供方身份，与明讯银行分别签署不同的担保品管理服务协议⁴²（Collateral Management Service Agreement，以下简称CMSA）。在签署CMSA时，客户需在服务协议的附件部分列明交易对手方信息，且所列交易对手需以另一担保身份与明讯银行签署CMSA。

二、多样化的担保设定方式

担保品第三方管理服务机构为担保双方提供多种担保设定方式，担保双方可根据需要选择质押或转移过户等不同方式设定担保。

需要说明的是，从明讯银行担保品第三方管理业务的担保证券账户设置规定可以看出，不论采用何种担保设定方式，担保品提供方所提交的担保品，均需转移过户至专用担保账户中设定担保，专用担保账户则根据担保双方选择的担保设定方式的不同，以担保品提供方名义或担保品收取方名义进行开立。

三、交易合约管理

担保品第三方管理服务机构通常以交易合约为单位，对担保品提供方提交的担保品进行担保品管理操作。

首先，担保双方分别向担保品第三方管理服务机构发送建立交易合约的业务指令，担保品第三方管理服务机构对接收到的业务指令的要素内容进行匹配。指令要素包括负债金额、担保双方信息、合格担保品范围、合约生效日期等。

若业务指令匹配失败，担保品第三方管理服务机构将通知担保双方，由其业务指令进行修改后重新提交。匹配成功后，担保品第三

⁴² 分CMSA for collateral receivers 及CMSA for collateral givers 两类。

方管理服务机构为该笔交易合约分配合约编号，并从交易合约生效日开始，对担保品提供方所提交的担保品进行管理。

在交易合约的存续期间，担保双方可根据需要对交易合约的要素内容进行调整。担保品第三方管理服务机构根据交易合约中预先设定的相关参数，进行担保品盯市管理并定期向担保双方发送担保品管理报告。

当金融交易结束时，担保双方分别向担保品第三方管理服务机构发送终止交易的业务指令，担保品第三方管理服务机构对接收到的业务指令的要素内容进行匹配。匹配成功后，在合约终止日，担保品第三方管理服务机构从专用担保账户中将该笔交易合约所涉及的担保品返还给担保品提供方，同时将该交易合约的状态变更为终止。

四、担保品盯市管理

在担保品双边管理方式下，当担保品价值不足时，担保品收取方进行的追缴保证金（margin call）操作分为六个步骤：1、计算需要追加保证金金额；2、通过电话、传真、电子邮件等方式与担保品提供方就追加保证金事宜进行沟通；3、收到担保品提供方的回复；4、担保品提供方进行担保品划转操作；5、等待担保品划转操作的清算交收结果；6、确定交收结果并更新担保品价值数据⁴³。

对担保品进行高效精准的盯市管理是担保品第三方管理服务机构的核心技术优势之一。从境外业务实践可以看出，盯市管理的内容不仅包括担保品价值下跌时要求担保品提供方进行追加，还包括担保品价值上升时，担保品第三方管理服务机构通知担保品提供方对超额部分担保品进行提取或自动将超额部分担保品返还给担保品提供方。

每个交易日，担保品第三方管理服务机构根据服务协议要求，确

⁴³ David Bruce Anderson ‘Collateral Management Best Practices-Implications for Systemic Risk’, International Finance Seminar(2010.5)

定担保品的最新市价⁴⁴，随后按担保双方预先设定的担保品折扣率，对专用担保账户中的担保品进行担保品价值计算，并向担保双方发送盯市报告。

担保双方需要预先设定担保品赤字/盈余容忍度，只有当担保品价值与交易合约金额差额的绝对值超过该值时，担保品第三方管理服务机构才向担保双方发送通知，提醒担保品提供方进行担保品补缴或担保品提取操作。

五、担保品再使用

担保品再使用是指为最大限度地提高担保品的流动性及使用效率，担保品第三方管理服务机构所提供的允许担保品收取方在获得担保品提供方授权的情况下，将所收取的担保品在其他金融交易中进行再担保。

在境外的金融交易中，担保品再使用现象十分普遍。ISDA“保证金调查 2013”报告显示，2012 年接受调研的大型金融机构中，有 82%的担保品具有再使用的资格，而其中有 75.2%的担保品已经由担保品收取方进行再使用⁴⁵。

担保品第三方管理服务机构往往支持担保品的多重再使用，需要注意的是，已经使用过的担保品将不可经过再使用交易的流转后，作为担保品提供方所提交的担保品在同一笔交易中再次设定担保进行使用。

六、担保品自动选择分配服务

担保品自动选择分配服务，是指担保品提供方授权担保品第三方管理服务机构根据预先设定的参数，自动完成担保品交存、提取、替

⁴⁴ 由于境外部分证券在多个交易场所交易，担保品管理机构往往会综合参考多个价格数据信息，计算出该担保品的市场价格进行使用。

⁴⁵ 报告显示，场外衍生品市场的担保品中，92.7%的现金、57.8%的证券、19.9%的其他类金融资产允许担保品收取方进行再使用。

换、追缴等操作。通常，担保品提供方可选择在全部分交易合约或单一交易合约中采用该项服务。

（一）参数设定

担保品提供方在选择接受该项服务时，需要对以下参数进行设定，以便担保品管理系统根据预先设定情况进行担保品的选择：

1、担保品源账户选择顺序

担保品第三方管理服务机构通常允许担保品提供方选取多个自有账户作为其提交担保品的担保品源账户。这需要担保品提供方对多个担保品源账户的选择顺序进行设定。

在担保品再使用的情形下，担保品提供方还需要就专用担保账户中收取的担保品及自己的担保品源账户之间选择顺序进行设定。

2、担保品选择顺序

担保品提供方需要依据证券评级、证券种类等对担保品的交存和提取顺序进行排序。

（二）担保品自动选择分配操作流程

每个交易日，担保品第三方管理服务机构都会根据盯市结果及交易合约相关要素的变动情况，进行多批次担保品自动选择分配操作。具体操作流程如下：

1、确定可利用担保证券范围

首先，担保品第三方管理服务机构将根据担保品收取方的合格担保品范围，并结合担保品提供方预先设定的相关参数，确定担保品提供方可利用担保证券范围及担保品的选择顺序。

2、担保品操作指令分类排序

按照担保品先进后出的原则，担保品第三方管理服务机构将担保品提供方在不同交易合约中需要进行担保品管理操作的指令进行分

类排序，并根据担保品的选择顺序对每条指令分配相应的担保品。

3、指令执行

根据担保品的分配结果，担保品第三方管理服务机构生成相应的证券划转指令，在担保品自动选择分配操作执行时段进行证券划转处理。

七、公司行为处理

当担保品提供方提交的担保证券存在公司行为需要处理时，担保品第三方管理服务机构的做法通常是在公司行为执行日之前，通过担保品自动选择分配操作，从担保品提供方的担保品源账户中选取其他的合格担保品，将专用担保账户中需要进行公司行为处理的担保证券替换返回给担保品提供方，同时将其标注为非合格担保证券。当该担保证券的公司行为处理结束后，担保品管理机构将取消其非合格担保证券的标注。

若担保品提供方没有选择担保品自动选择分配服务或没有充足的担保品用来进行替换操作，则担保品第三方管理服务机构将在专用担保账户中进行公司行为处理并通知担保品提供方。

八、多样化的指令交互通道

担保品第三方管理服务机构允许客户采用多种指令交互通道向其发送担保品管理指令，包括 SWIFT、专网终端、电报、传真等，同时也提供多种方式的担保品管理报告报送服务，如专网报告报送及互联网报告查询服务等。

针对不同的指令交互通道，担保品第三方管理服务机构收取差异化的服务费用⁴⁶。这样既能够满足不同类型客户的个性化需求，也有利于推动客户进行系统升级，提高业务处理效率。

⁴⁶ 对于需要手工处理的指令交互方式，担保品第三方管理服务机构往往收取高额的指令费用，而对于专网等电子指令交互方式，则收取较低的指令费用甚至免费。

