

总第69期

证券登记结算境外动态

2016年第1期



中国证券登记结算有限责任公司

China Securities Depository and Clearing Corporation Limited

2016 年第 1 期

证券登记结算境外动态

主办单位：规划发展部

出刊日期：2016 年 3 月 2 日

目 录

- ◇国际清算银行提出拓宽途径加强清算所
监管 (1)
- ◇明讯银行联合 Eurex Repo、Eurex
Clearing 共同推出 CCP 模式证券借贷业务
代理服务 (4)
- ◇DTCC 呼吁利用分布式记账技术解决长期
运营难题 (7)
- ◇欧清发布企业财富管理建议 (10)
- ◇欧洲 ESMA 开展“第三国 CCP”认证的
情况 (14)

国际清算银行提出拓宽途径加强清算所监管

国际清算银行(Bank for International Settlements, BIS)在其 2015 年 12 月 6 日的研究报告中指出, 强制要求更多金融衍生品通过清算所进行结算的后果尚未被市场完全理解, 而监管机构应该通过更加系统化和全面化的途径来衡量潜在风险。

当雷曼兄弟(Lehman Brothers)在 2008 年破产时, 监管机构发现他们很难知晓谁是雷曼所持有的衍生品合约的真正对手方, 而这种不确定性会加剧市场的恐慌。

政策制定者们决定将包括信用违约互换(Credit Default Swaps, CDS)在内的接近 552 万亿美元的衍生品市场纳入清算所交收范围, 因为即便交易双方中有一方发生了破产, 清算所这样的第三方机构也可以保证交易的完成。

直到本周, 欧盟的监管者们才表示从 2016 年 6 月份开始, 利率互换(Interest Rate Swaps, IRS)类衍生品必须通过清算所完成交收。

当 BIS 研究包括银行在内的各清算所会员之间以及会员单位与客户的关系网络时, BIS 发现: 如果没有充足的流动性资源, 那么当一家清算所会员发生破产时, 存在一种“多米诺效应(Domino Effect)”的连锁风险, 将整个市场置于流动性危机边缘。

监管者们担心清算所, 也就是中央对手方们(CCP), 会成为下一代“大而不倒”的金融机构。BIS 在报告中也表达了类似的担忧, 并支持对 CCP 提出更多监管要求。

报告指出，尽管在一些关键领域取得的进展令人欢欣鼓舞，但 CCP 和金融系统其他组成部分之间的关系仍停留在一种并没有完全理解对方的层次上。

目前为止，监管者们的工作重心主要集中在确保单个 CCP，比如德国证券交易所（Deutsche Börse）下属的 Eurex Clearing、洲际交易所（Intercontinental Exchange）下属的 ICE Clear、和伦敦证券交易所（London Stock Exchange）下属的 LCH.Clearnet 等 CCP 拥有足够的风险准备金以及完善的风险监测体系和违约处置流程。

对于较小的波动，清算所可以起到帮助金融系统缓冲的作用，但同理，清算所会对较大的波动起到放大的作用，进而引发风险。报告指出，制定和实施健全有效的 CCP 风险管理措施仍存在一定挑战。

报告认为，清算所会低估担保交收产品所需要的初始保证金，而 CCP 之间的竞争会加剧这种情况，导致各 CCP 都试图通过降低风控门槛来扩大市场份额。

报告补充说到，进一步分析和研究中央对手方清算的影响，可以帮助监管机构从一种宏观审慎（macro-prudential）的角度出发来考虑基于 CCP 的金融系统规章制度和监管方法。宏观审慎政策提出由央行对于金融市场进行系统性干预，比如强制要求所有清算所在市场过热时对衍生品类产品收取更多保证金等。

简评：

随着中央对手方在金融市场的重要性与日俱增，中央对手方清算所也被越来越多的人归结到“大而不倒”类金融机构。这固然是对清

算所地位的认可，但同时亦是压力的来源。“大而不倒”对清算所提出了更高标准、更加严格的风控要求：清算所不仅对自己负责，更要对市场负责。中国结算作为市场较靠后的一道防线，需要狠抓风控、严格把关，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

另外，文章表达了对于清算所相互竞争导致风控标准降低的担忧。中国结算可以提前研究相关政策，在未来开展跨境业务时，做到在满足境外监管要求的同时，还能提供价格风控双重优势的服务。

(简评部分代表个人观点)

【结算管理部：王思齐】

信息来源：

http://finance.yahoo.com/news/bis-paper-says-broader-approach-110001613.html;_ylt=AwrXnCEXLItWDkkATWHQtDMD;_ylu=X3oDMTByNDZ0aWFxBGNvbG8DZ3ExBHBvcwM2BHZ0aWQDBHNIYwNzcg--

明讯银行联合 Eurex Repo、Eurex Clearing 共同推出 CCP 模式证券借贷业务代理服务

近日，明讯银行、Eurex Repo 和 Eurex Clearing 共同宣布推出“CCP 模式证券借贷业务代理服务（Agency Lending via CCP）”。如下图所示，明讯银行作为证券贷出方的代理人（the agent lender）和担保品第三方管理机构，Eurex Repo 所运营的“SecLend Market”作为业务交易平台，Eurex Clearing 负责提供 CCP 清算服务。



监管制度对于投资者所参与的交易是否采用 CCP 清算，在资本金消耗方面有着明确规定¹：参与采用 CCP 模式的交易所消耗的资本金显著低于参与采用双边模式的交易。引入 CCP 服务将为借贷市场带来“多赢”局面，既可以进一步降低交易过程中的操作风险、信用风险和系统性风险，又有助于证券借入方降低资本金消耗、证券贷出方获得更高收益²，最终促进证券借贷业务发展。

¹ 例如：巴塞尔委员会于 2012 年颁布的《银行对中央对手方风险敞口的风险加权资产计量规则》中，将通过合格中央对手方清算的风险资产权重设为 2%，双边清算或者通过不合格中央对手方清算的风险资产权重设为 20% 以上，

² 证券借入方可以将由于减少资本金消耗所带来的资金收益转移到提升交易利率上。

相关背景:

1、ASL 和 ASLplus 服务

ASL 全称是 Automated Securities Lending, 是明讯银行为防止交收违约而提供的证券借贷服务, 期限相对较短。ASLplus 是为满足投资者战略目的借券需求而推出的证券借贷服务, 多以大宗交易为主。在 ASLplus 服务的基础上, 明讯银行根据客户需求相继推出了证券借贷业务代理服务, 以便进一步降低证券贷出方的操作成本。

2、Eurex Repo

作为德交所集团成员单位之一, Eurex Repo 负责运营三个交易平台: GC Pooling、Euro Repo 和 SecLend Market。目前有超过 140 家金融机构参与其中。

简评:

文章简要阐述了明讯银行在证券借贷方面的业务拓展情况。作为重要的金融基础设施, 明讯银行也面临着在“延伸性业务”与“竞争性业务”中的角色定位问题。在以防范交收违约风险为目的的证券借贷业务(ASL)中, 明讯银行将其作为完善市场交易后机制的基础性服务的延伸, 不以营利为目的; 而在满足市场战略需求的证券借贷业务(ASLplus)中, 明讯银行则将其作为一项增值性服务, 通过高效便捷的服务参与市场竞争并收取一定费用³。这种做法或许可为中国结算进行增值性业务拓展提供借鉴。

³ 除去基础业务费用外, 明讯银行分别在 ASLplus 服务(非代理模式)、证券借贷业务代理服务、CCP 模式证券借贷业务代理服务中收取 50%、30%、50%的利息收益作为额外收入。

(简评部分代表个人观点)

【规划发展部：许高庆】

信息来源：

www.eurexclearing.com

原文标题 “Clearstream, Eurex Repo and Eurex Clearing offer clients joint agency securities lending”

DTCC 呼吁利用分布式记账技术解决长期运营难题

2016年1月25日，DTCC发表题为《拥抱颠覆：挖掘分布式记账技术潜力，改善交易后处理生态》的白皮书，呼吁全行业共同利用分布式记账技术，理顺并简化现行金融市场基础设施筒仓式的孤立格局，解决阻碍交易后处理流程不断完善的限制性因素。

白皮书提到，虽然当今世界的金融市场基础设施的稳定性、可靠性以及确定性已经得到实践的证实，但它们通常过于复杂、相互孤立，而且不适于24/7/365全天候的处理。DTCC认为，安全的分布式账本可以为一系列资产的交易提供完整、可追踪的交易历史数据记录，并可以实现可信对手方对上述交易数据的共享和接入，有助于显著改善交易后处理操作，并进一步降低风险和成本。

基于上述研究和分析，DTCC建议有针对性地探索在尚未实现自动化、自动化程度有限或者技术应用可以显著改善现有业务流程的领域应用分布式记账技术的可能性。相关领域包括：主数据管理，资产/证券发行与服务，现有解决方案较弱的复杂资产交易/合约认证、记录和撮合，轧差与清算，担保品管理以及结算。

不过白皮书也指出，分布式记账技术目前仍存在一定问题：技术尚不成熟且没有得到实践验证；现有技术形式由于受到内在因素限制而无法大规模应用；缺少可以将分布式记账技术简便融入现有金融市场环境中的底层基础设施。因此，分布式记账技术可能无法解决所有问题，各方在考虑利用“标准化产业工作流程和推广云技术使用”等方式降低成本和风险的过程中，也要同时考虑其他可选方案。

鉴于现有研究项目之间缺少协作的事实，白皮书认为最符合逻辑的方式是由现有的、受到监管的、可信的中心化权威机构牵头制定应用分布式记账技术的标准和治理规则。DTCC 相信，上述中心化权威机构与各类业界机构的合作可以确保最终的解决方案有利于交易后处理行业的长远发展，有利于降低风险、提升效率、提高市场参与者成本效率的长远目标。

出于对分布式记账技术在交易后处理领域应用的长期关注，DTCC 近期对金融服务业分布式记账技术开发商 Digital Asset Holdings, LLC 进行了财务投资，并与旨在鼓励大众开源技术创新的非营利性机构 Linux Foundation 合作向 Hyperledger 项目提供支持。

简评：

分布式记账技术基于加密算法和“共识”等集体维护机制解决了交易中由于信息不对称带来的对手方信用问题，在支付等交易后处理领域有着广阔的应用前景，但从某种程度上说对金融市场现有的中心化的金融市场基础设施机构形成“革命”之势。

美国等发达市场的金融机构已经密切关注并布局区块链等分布式记账技术。2015 年 12 月美国证交会正式批准 Overstock 公司通过比特币区块链发行证券。而澳大利亚交易所此前也明确表示计划用区块链技术发展下一代清算交收系统。国内目前也已经有初创公司开始探索利用区块链技术提供金融服务。

传统中心化金融市场基础设施机构应该直面挑战，“拥抱颠覆”，美国 DTCC 的经验值得借鉴。中国结算应持续关注分布式记账技术，

寻求与有关业界机构合作共同开发，主动布局、为我所用。

(简评部分代表个人观点)

【办公室：李杨】

信息来源：

<http://www.dtcc.com>

欧清发布企业财富管理建议

近期，欧清发布一篇文章，呼吁各企业制定恰当的投资策略，并严格执行，现编译如下：

流动性充足的企业应该注意建立健全的投资策略，谨慎地考虑哪些投资产品最能适合自己的需要，不可在没有全面分析各项影响的前提下使用额外的流动性资产。

欧美的投资者一直批评亚洲的许多企业巨头囤积大量的美元，现在，各亚洲政府有意控制这些资金，用以推动经济增长。但是，企业不应该迫于此种压力轻率地制定投资策略，这将可能造成战略性错误。

这一点，欧美市场实践早已证实。根据 2015 年德勤发布的企业并购趋势报告，2014 年，美国企业并购总价值超过 1.5 万亿美元，同比增长 51%。虽然如此，有 90% 的受访者表示，在过去的两年里，部分这些交易并没有产生预期的价值或投资回报。事实上，这只是许多公司不知道如何运用他们的资金的表现。显然，在劣质的或不切实际的并购中挥霍这些资金，从战略上来讲是不明智的，但相对的，将这些资金作为存款，只获取低收益率甚至负收益率，同样是不能令人满意的。

设定一个投资策略

闲置资金不应该拿去冒险或进行恶性投资。据野村证券（日本企业）统计，在 1992 年至 2010 年间，中国企业的储蓄率，从 11.7% 上涨

到 22%，几乎翻了一番。然而，尽管有如此大量的资金，许多大型中国企业并没有制定投资策略来确保安全地运用其闲置资金。这在一定程度上解释了为什么那么多资金被臭名昭著的理财产品套住。而这种做法的连带效应不容忽视。

亚洲企业普遍投资政策精细化不足。多数西方大型跨国公司在其运营地都有适当的投资策略，这些策略通常由其公司总部起草和签署，它们采用务实而明智的投资模型，但这些模型并不完全适应亚洲市场，无法被亚洲企业直接套用。

投资政策最重要一点是它的范围。这个范围必须包括它对谁适用及资金投向等方面内容。在投资策略制定或评估时，需要考虑公司目前的财务现状、财政部门的规模和工作经验、企业风险承受能力、现金水平以及对未来形势的预测能力。

财务主管在寻求短期投资或启用一个新的投资政策时，首先需要了解此项投资与其投资市场的关联关系及其隐含的风险，包括：

- 信用，即委托人不偿还的风险；
- 流动性，即抵押品变现的难易度；
- 利息和持续时间，即价格对利率变化的敏感度；
- 市场，即投资价格如何反映清算价值；

同时，还要关注可接受范围内新的投资机会。

另外，投资策略还需要时常评估。定期质疑或重新评估企业的投资政策有益无害。随着市场的变迁，积极了解投资政策是否先进，是否可以抵御恶意透支事件，是一个企业必备的投资方式。

流动性的思考

会计主管注重资产的流动性和安全超过其收益，回购业务恰好可以满足这种的需求。作为一种投资工具，回购业务能够允许在不增加对手方风险的前提下提高收益。

一方面，回购业务提供了额外的安全性，投资者受益于“双重”赔偿，即现金投资是安全的，因为银行借款的信用和担保品的质量都是较高的。另一方面，根据担保品的质量和交易期限，回购业务的收益可以达到甚至超越货币市场基金。一旦签订合同，回购业务可以与银行协商，延长回购协议期限至 31 天或更长的时间，以满足新的监管要求。

虽然回购业务在亚洲不是一项常用的投资工具，但它在欧美市场发展迅速，欧清管理的回购业务中，有 10% 是由企业财务主管实施的。

回购业务中，投资者得益于收到相对于实际资产价值打了折扣的担保品，这些担保品可以帮助他们抵御违约风险，但棘手的问题是，当担保品价值上升或下降时该如何管理，第三方担保品管理机构为此问题提供了完美的解决方案，企业财务主管可以委托第三方机构管理其担保品，以便其更专注于通过回购市场管理现金，而不需每日进行繁重的资产盯市。另外，为帮助企业主管解决在利率互换交易中需用担保品覆盖相关业务风险的难题，第三方担保品管理机构还可为出借人提供担保品的再使用服务。

简评：

欧清通过本篇文章呼吁企业实行先进的投资策略，且不要随意使

用闲置资金。在众多投资产品中，欧清重点推荐了回购业务。回购业务本质上是一项担保借贷业务，在回购业务中，一方出借资金，对手方借入资金并向其提供证券作为担保品。不同的是，这些担保品没有被变卖。企业可以作为出借人管理企业的闲置资金，获取较高的收益，不失为上乘的企业投资选择。

从欧美市场的发展实践来看，回购业务必将得到更大的发展和应用，而如何更好地为回购业务提供支持，如何为回购业务中的担保品提供便捷的第三方管理服务，需要中国结算持续思考与跟踪。

(简评部分代表个人观点)

【基金业务部：李骋】

信息来源：

<https://www.euroclear.com>

欧洲 ESMA 开展“第三国 CCP”认证的情况

2008 年全球金融危机发生后，2009 年 9 月的匹兹堡 G20 峰会对场外（OTC）衍生品市场提出了严格的监管要求，包括逐渐转移至场内进行集中交易和结算，交易数据应纳入符合资格的交易报告库（Trade Repositories，简称 TR）集中管理，对非集中清算的交易对手方提出更高的资本要求等。2011 年欧洲成立了欧洲证券市场监管局（European Securities and Market Authority，简称 ESMA），并颁布实施《欧洲市场基础设施监管规则》（European Market Infrastructure Regulation, EMIR）。根据 EMIR 的规定，非欧盟成员国家的中央对手方（CCP）必须获得 ESMA “第三国 CCP”（third-country CCP）资格认证后，才能为欧盟地区的场外衍生品交易提供集中清算服务。

获得认证的资格条件

非欧盟成员国家（简称“第三国”）的 CCP 申请“第三国 CCP”认证，需要满足 EMIR 第 25 条规定的以下资格条件：

（1）欧盟委员会（European Commission）首先对该第三国关于 CCP 的法律法规和监管框架进行“监管效果等同判断”（equivalence decision），这是获得认证的首要条件。若第三国对 CCP 的监管要求在减少系统性风险、增强金融稳定性方面起到了与欧盟监管规则相同的监管效果（不要求每一条规则都相同），则欧盟委员会认定为“监管效果等同”；

（2）欧盟委员会进一步审查该第三国的监管机构确实按照以上

“监管效果等同”的法律法规和监管框架对提出申请的 CCP 进行授权和监管；

(3) 该第三国是否具备与欧盟等效的反洗钱和反恐怖活动融资的体系安排；

(4) ESMA 和该第三国的监管机构建立合作关系，包括日常监管和信息共享等。

在资格认证过程中，ESMA 与该第三国的监管机构共同开展评估工作。对于认证通过的，ESMA 提请欧盟委员会颁布具有法律约束力的实施法案予以确认和生效。

已提出申请和获得认证的清算机构

截至 2016 年 1 月，共有 21 个第三方国家（地区）的 44 家衍生品清算机构向 ESMA 提出了申请，不仅包括我国台湾和香港的多家期货、期权清算所，而且日本、韩国、印度、印尼、新加坡、俄罗斯等周边国家的参与积极性也很高。

其中，已有澳大利亚、香港、日本、新加坡、南非、加拿大、墨西哥等 7 个国家的 16 家衍生品清算机构已获得“第三国 CCP”资格认证，具体情况如下：

序号	清算机构名称	所属国家（地区）	认证日期
1	ASX Clear (Futures) Pty Limited	澳大利亚	2015.04.27
2	ASX Clear Pty Limited		
3	Hong Kong Securities Clearing Company Limited (香港中央结算公司)	香港	

4	HKFE Clearing Corporation Limited (香港期货结算有限公司)		
5	OTC Clearing Hong Kong Limited (香港场外结算有限公司)		
6	The SEHK Options Clearing House Limited (联交所期权结算所)		
7	Japan Securities Clearing Corporation	日本	
8	Tokyo Financial Exchange		
9	Central Depository (Pte) Limited	新加坡	
10	Singapore Exchange Derivatives Clearing		
11	ICE Clear Singapore		2015.09.24
12	JSE Clear	南非	
13	ICE Clear Canada	加拿大	
14	Natural Gas Exchange Inc		2016.01.27
15	Canadian Derivatives Clearing Corporation		
16	Asigna Compensacion y Liquidacion	墨西哥	

获得认证的意义和后续监管

一是第三方国家的 CCP 只有获得 ESMA 的资格认证后，方可在欧盟范围内开展标准化的 OTC 衍生品清算服务。申请人可根据自身情况，开展部分或全部衍生品种的清算。对于申请人而言，具有拓展服务范围、增强国际竞争力的战略意义。

二是根据《欧洲资本要求规则》(the Capital Requirements Regulation), 金融机构通过“合格 CCP”(Qualified CCP, 简称 QCCP) 进行清算可相应降低其资本要求；获得“第三国 CCP”认证的清算机

构将自动获得 QCCP 身份。因此，第三国 CCP 可吸引更多开展场外衍生品交易的资本规模较小的金融机构加入集中清算的阵营。

三是第三国 CCP 获得认证后，只需遵从其本国的法律法规和监管制度，ESMA 并不对其进行积极监管；ESMA 主要基于该 CCP 本国的监管机构对其实施的日常监管而进行后续的资格评估。

相关背景：

欧洲证券市场监管局（ESMA）自 2011 年 1 月 1 日起正式运行，替代了原欧洲证券监管委员会（CESR），是一个独立的欧盟官方机构。ESMA 致力于通过加强投资者保护和维持稳定有序的金融市场来确保欧盟金融系统的稳定性。在 CCP 监管方面，ESMA 的主要工作是对 EMIR 进行解释、制定具体标准、进行第三国 CCP 的资格评估等。

《欧洲市场基础设施监管规则》（EMIR）是欧盟规范衍生品市场的法案，于 2012 年 7 月颁布实施，主要规定了交易对手方的资本要求与市场保证金制度、集中清算、交易报告、交易双方开展对手方风险管理等四个方面的监管要求。EMIR 要求衍生品交易对手方（或其委托的第三方机构，如 CCP）把交易合约的详细信息发送至交易报告库（TR），并引入严格的规章制度以确保中央对手方能够按照行业标准谨慎操作。

个人简评：

向欧洲 ESMA 申请获得“第三国 CCP”资格认证，是其他国家和地区衍生品清算机构在欧盟地区提供集中清算服务的前提条件。

2015 年以来，亚洲、美洲、澳洲的多家衍生品清算机构正在积极地向 ESMA 提交申请，数十家机构已获得认证、抢占先机。我国大陆的多家清算机构（包括现货、商品、金融期货、外汇等）尚未有实质举措。中国结算目前已开展场内股票期权的结算业务，初步具备为场外衍生品提供集中清算服务的业务和技术基础。随着资本市场创新发展和双向开放的步伐加快，拓展衍生品清算种类和服务范围是大势所趋。建议中国结算借鉴相关境外同行的做法，积极协调监管部门共同开展欧洲“第三国 CCP”认证的研究和准备工作。

（简评部分代表个人观点）

【北京分公司结算业务部：冯伟、曾娟】

信息来源：

<https://www.esma.europa.eu>

http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_en.htm