

总第75期

证券登记结算境外动态

2017年第3期



中国证券登记结算有限责任公司

China Securities Depository and Clearing Corporation Limited

2017 年第 3 期

证券登记结算境外动态

主办单位：规划发展部

出刊日期：2017 年 9 月 28 日

目 录

- ◇DTCC 发布人民币国际化报告.....(1)
- ◇CPMI-IOSCO 发布中央对手方服务监管的压力测试框架咨询报告.....(4)
- ◇港交所计划于2018年末推出基于区块链的私募股权交易场所.....(7)
- ◇数字化另类资产“DAO”代币被美国证监会调查后视为有价证券.....(9)
- ◇FICC推出新的机构间三方回购中央清算服务CCIT.....(13)

DTCC 发布人民币国际化报告

近日，美国存管信托与清算公司（DTCC）发布了名为《人民币国际化：万里长城与全球资本市场》的白皮书，对人民币国际化现阶段进展以及人民币国际化为市场参与者带来的机遇和挑战进行了分析。

报告认为，在人民币成为全球第四大支付货币的背景下，中国当局不断通过沪港通、深港通、陆港基金互认、银行间债券市场开放等方式进一步推动人民币国际化，并逐步开始允许境外资产管理公司、对冲基金和私募基金投资中国内地资本市场。国际货币基金组织（IMF）将人民币纳入特别提款权一篮子货币表明人民币国际化的努力已经得到了国际社会的认可，而 A 股市场也有望纳入全球指数。

报告指出，虽然人民币国际化以及中国内地资本市场的对外开放将毫无疑问地给各方带来巨大的机遇，但鉴于中国金融体系发展路径的独特性，其中伴随的挑战同样不可忽视。报告认为，在支付、技术系统和监管方面的挑战主要包括：

在岸人民币和离岸人民币虽然是同一种货币，但由于监管要求的规定，两类人民币需要区分对待；同时人民币只有一种 ISO 编码。

主要跨境支付渠道仍处在发展建设中，市场参与者需谨慎评估选择。现有支付系统的语言支持仍需加强。

中国金融体系的监管环境具有很强的独特性。境外市场参与者在解读监管方向以及确定自身对策方面或将面临颇多挑战。

此外，报告列举了中国资本市场微观架构可能会给境外市场参与

者带来的挑战，主要包括：

股份可替代性 (fungibility)。通过沪港通 (深港通) 渠道购入的股份与通过 QFII、RQFII 渠道购入的股份不具备可替代性

交收周期。A 股市场并未采取“真正的” (true) 货银对付机制，股份 T+0 交收、资金 T+1 交收，并且交收周期总体上较为复杂，对境外投资者的系统处理能力提出新的要求。

日内交易和裸卖空。A 股市场禁止日内交易和裸卖空。

人民币结算。A 股市场要求买方账户中存放足额备付金，否则必须通过换汇操作满足交收要求。但考虑到离岸人民币流动性特征，沪股通成本略高于以港币购入 H 股。

交易流程不同。A 股市场中，交易须经过交易所匹配后才能进入交易后处理阶段；而国际市场上，基金经理必须自行匹配交易，然后进入结算。

需要手工处理。由于上述原因发生投资者与券商之间交易记录不一致时，可能需要大量手工对账处理。

报告的结论认为，中国资本市场的对外开放以及人民币的国际化或将继续大幅推进。对于境外投资者来说，中后台系统的升级可以提升运行效率、降低成本；但是从单独的市场参与者层面来说，要适应中国内地与国际通行实践之间的差异并对中国的监管环境做出快速响应仍然难度较大。要解决境外投资者参与中国资本市场的运行挑战仍然需要整个行业在标准制定和推行方面做出更多努力。

简评：

DTCC 发布的报告较为全面客观地分析了目前境外投资者投资 A 股市场所面临的挑战，反映了境外投资者对于 A 股市场的理解和他们所关注的问题。具体到中国结算的业务范围，主要涉及账户管理、交收周期、货银对付机制等方面。建议公司进一步加强相关领域的基础研究工作，配合国家总体方针和证监会部署适时推进改革完善措施，更好地支持我国资本市场对外开放和人民币国际化。

（简评部分代表个人观点）

【办公室：李杨】

信息来源：

www.dtcc.com

CPMI-IOSCO 发布中央对手方服务监管的压力测试 框架咨询报告

6月28日，支付和市场基础设施委员会（CPMI，隶属于国际清算银行）和国际证券委员会组织（IOSCO）发布了一个名为“中央对手方服务监管的压力测试框架”咨询报告，就如何设计和执行中央对手方压力测试以服务监管，为当局提供指导意见。

随着G20集团对衍生品改革，尤其是场外衍生品合约中央结算标准化的趋势，CCP在金融体系中的作用日趋重要。2015年4月，20国集团财政部长和央行行长共同要求金融稳定委员会（FSB）与CPMI、IOSCO及巴塞尔银行监管委员会合作，制定并报告一个工作计划，用于识别和确定任何系统重要的、跨司法辖区的中央对手方之间的差距和潜在金融稳定风险，并有助于进行分而解决。各委员会的主席们随后商定了中央对手方工作计划，并在各委员会下制定了一系列工作流程，来明确在关于中央对手方韧性、恢复计划以及处置能力中实质性的优先事项。

该咨询报告是中央对手方工作计划的一部分，CPMI-IOSOCO出于宏观审慎以支持针对多个中央对手方压力测试实践的目的，制定了该框架。如框架所示，一个针对多中央对手方的压力测试可评估一系列的中央对手方在面对一个或多个经济危机时，在信用风险角度、流动性风险角度乃至两者相互的共性反应。特别的，实施此类的压力测试有助于当局更好的理解当一个常见的、影响多个中央对手方的压力事件发生时，其在更广范围产生的经济影响，以及市场间、中央对手

方间、其他实体间（例如流动性提供者和托管银行）相互依赖的特性。例如，一个针对多中央对手方的压力测试可被设计成用于分析风险敞口对普通参与者的暴露程度、常见风险因素、或对特定服务提供者的共同依赖程度。与在银行系统的实施的的压力测试相反，中央对手方的压力测试往往分析一个常见的压力事件对一系列中央对手方产生的广泛的、宏观层面影响，而非评估某一特定中央对手方的韧性，或评估任何一个参与测试的中央对手方是通过还是失败。

CPMI 主席 Benoît Cœuré 声称“在服务监管的压力测试上有共同的基本原则将有利于建立这些金融系统的关键部分有充足资源抵御冲击的信心”。

IOSCO 董事会主席 Ashley Alder 指出“该框架能使当局更好的理解中央对手方与其他实体间互相依赖的程度，以及一个影响多种中央对手方的压力事件在更广范围的经济影响。框架也足够灵活，允许当局设计出最适合他们自己情况的压力测试方案。”

该框架设置了六个组成部分，包含了对监管当局在设计以及实施一个针对多中央对手方的压力测试时可遵循的步骤和基本元素，包括：1、订立目标及执行流程；2、制定管理安排；3、确定压力情景；4、收集并梳理数据；5、汇总结果并制定分析指标；6、决定结果的使用和披露。这些组件广泛适用于任何针对多中央对手方的压力测试，无论是由单个监管当局或多个合作机构在单个或多个司法辖区内执行。

鉴于每个服务监管的压力测试实践可能涉及多个有着不同的责

任、法律框架、专业素养以及资源能力的当局，该框架有意的采用了非强制性的灵活的方式来设计和施行一个针对多个中央对手方的压力测试。考虑到涉及多个变量，该指导意见旨在帮助当局梳理各种问题、决策点以及潜在选择，同时意识到每一个问题或选择可能并不能适用于所有的监管当局或司法辖区。因此，框架的自愿和灵活使用使得当局能够视情况制定最优的方案。

简评：

确保 CCP 安全且强韧是 G20 会议的一项重要的优先议题，国际组织也积极的探索适用于多个监管目的和司法辖区的共性规则和咨询报告，压力测试亦是 CCP 风险管理的重要手段之一。作为中国证券市场的 CCP，中国结算刚加入 CCP12 组织，正在建立全面的风险管理框架，在充分借鉴境外成熟经验的同时，也应当积极参与相关国际标准和准则的制定工作，同时应及时关注境外成熟市场和监管方向的动态。

（简评部分代表个人观点）

【登记存管部：张橙逸】

信息来源：

<http://www.bis.org/cpmi/publ/d163.htm>

港交所计划于 2018 年末推出基于区块链的私募股权交易市场

8 月 1 日，香港证券交易所（以下简称“港交所”）首席执行官李小加发表文章提出，港交所计划推出基于区块链技术的私募股权交易市场，助力中小企业获得融资。

拟议中的新市场暂定名为香港交易所私募市场（HKEX Private Market），将作为港交所下属一个独立的板块存在。私募市场预计推出时间为 2018 年，虽然具体日期尚未确定。

李小加表示，私募市场“将使用区块链技术为早期创业公司及其投资者提供一个股票登记、转让和信息披露的共享服务平台。它将是一个不受《证券及期货条例》监管的场外市场，作为创业企业的孵化器，它将为这些企业及其投资者进入资本市场提供‘学前培训’”。

港交所一直积极跟踪研究区块链技术。2017 年早些时候，李小加曾在一次媒体见面活动中表示，港交所制定了未来三到四年内削减运营成本的计划，而在交易后处理系统中应用区块链技术将是其中的重要方面。

简评：

自区块链进入公众视野之始，证券登记结算就被认为区块链技术最佳应用场景之一。近年来，包括美国 DTCC、俄罗斯 NSD、德意志交易所在内的众多境外金融市场基础设施和交易所在网络投票、场外回购以及衍生品生命周期处理等业务领域开展了区块链技术的深入探索，澳大利亚证券交易所更是利用区块链技术开发了新一代的

场内交易登记结算系统。随着业界对区块链技术的认识不断深入，场外私募股权市场近期逐渐成为区块链技术应用的热点：纳斯达克 2015 年推出基于区块链技术的私募股权市场 Linq；韩国交易所 2016 年推出了利用区块链技术开发的韩国初创市场（KSM）；欧洲清算于 2017 年 7 月宣布与多家金融机构联合推出服务中小企业股权市场交易后处理的区块链基础设施 Liquidshare。笔者认为，区块链私募股权市场的集中发展，是私募股权交易效率提高的现实需求与现阶段区块链技术可行性匹配的结果，对于初创企业和中小企业融资以及区块链技术的发展应用都具有积极的推动作用。

上述境外案例中的私募股权市场，对应到我国可以大致包含新三板以及区域性股权市场。中国结算作为新三板市场的后台服务机构和资本市场统一证券账户体系的运营者，应该持续跟踪境外同业机构区块链研究应用动向，适时采用新技术提升市场运行效率，支持中小企业融资和实体经济发展。

（简评部分代表个人观点）

【办公室：李杨】

信息来源：

www.hkexgroup.com;

www.coindesk.com

数字化另类资产“DAO”代币被美国证监会调查后视为 为有价证券

——美国联邦证券法拟适用互联网虚拟组织对权益类众筹产品的发行、承销和交易

美国证监会近日正式发布调查报告，提示市场参与者由互联网虚拟组织提供的数字化另类资产的发行与承销须遵守美联邦证券法的规定。上述数字化另类资产的发行与承销由所谓的互联网虚拟“自治”组织通过分布式记账或区块链技术实现，也被称为“代币首次发行（ICO）”或“代币销售”。从法律适用性上，一项投资交易是否涉及发行或销售有价证券（或者其他任何名称术语），取决于交易的本质和背景要素，包括现实经济意义上的安排和权利义务关系。据此，报告指出由互联网虚拟组织“The DAO”（Decentralized Autonomous Organizations，即“去中心化的自治组织”）发行和承销的“DAO”代币属于有价证券，因此要纳入美联邦证券法的监管范畴。报告强调，除非有其他有效的豁免安排，基于分布式记账或区块链技术的证券产品的发行人必须对此类证券的发行和承销进行登记备案。除发行人，任何参与以上未登记数字资产投资的投资者也同样有可能违反证券法。另外，为有关证券提供交易服务的交易所除非有豁免权，否则也必须登记。

据介绍，证券法登记备案要求条款的初衷是保证投资者所投标的有关信息得到有效披露，出于投资者保护的考虑对投资标的予以严格监控监管。“证监会正在研究分布式记账和其他革新技术带来的影响，

同时希望市场参与者能够积极配合。”美国证监会主席 Jay Clayton 表示，“培育更有创新性和使各方受益的资金募集方式的前提也是最重要的一点，那就是投资者和市场得到保护。”“投资者需要了解任何一个投资机会背后的关键要素，基于充分的信息披露做出投资决策，证监会的报告充分表明基于分布式记账或区块链技术的数字资产发行与交易必须受到证券法约束。”美国证监会公司金融部负责人 William Hinman 表示。

上述调查报告源于美国证监会执法部门的一项调查，具体调查了互联网虚拟组织“The DAO”及有关实体个人的相关行为是否违反了美国联邦证券法，即未向监管部门就利用虚拟“以太币”开展“DAO”代币发行和承销进行登记备案。“DAO”代币虽被称为“众筹智能合约”，但并不满足众筹规章的豁免条款要求，因其并非是在证监会或金融业监管局登记备案的经纪交易商或融资平台。“这些虚拟交易背后的技术变革并不能将证券发行交易平台从以投资者保护和市场公正为立足点的监管框架中豁免或剥离”，证监会执法部副主任 Stephanie Avakian 表示。另一位副主任 Steven Peikin 补充道，“技术变革将不断影响商业模式和资本募集方式，但市场参与者必须对联邦证券法的适用性和有关规定时刻保持清醒的认识。”考虑到有关现实情况，证监会调查决定暂不对“The DAO”有关行为予以处罚，也不在调查报告中做有关违规陈述，只是借此提示行业及市场参与者：联邦证券法适用任何证券发行和承销，不管发行主体是传统的公司还是一个去中心化的自治组织，不论证券是用美元还是互联网虚拟货币交

易，也不论他们是中心化的记账模式还是分布式记账。

美国证监会投资者宣传和教育办公室近日发布了一个投资者公告，向投资者介绍了互联网虚拟货币组织（ICOs）。与调查报告一致，公告重申了互联网虚拟货币或代币数字资产属于有价证券，受证券法管辖。联邦证券法规定了信息披露要求及其他投资者需要注意的保护条款。此外，公告向投资者警示了有关投资欺诈行为，并提醒新技术的应用可能滋生投资骗局或犯罪，尤其是违反联邦证券法有关规定的

简评：

如火如荼的区块链技术催生了或许是史上最大的众筹项目“**The DAO**”，融资额高达数亿美元，引起了美国监管部门的高度重视，继而有了上文中的专项调查。“**The DAO**”的本质是个风险投资基金（VC），通过全球最大的区块链社区以太坊的加密数字货币“以太币”作为虚拟交易中介，所筹集资金锁定于智能合约中，每个参与众筹的人利用以太币获得或卖出“**DAO**”代币，代币持有人拥有与出资份额相应的审查项目和投票表决的权利。因而，“**DAO**”代币类似有价证券的股票，众筹参与者是股东，股东除了传统的股东权益，还能提出投资项目的议案供“**The DAO**”（也就是代币持有群体）审核。因此，与传统 VC 基金不同的是，投资策略并非由单个基金经理制定，而是由群体投票表决。

诚如美国证监会调查报告所言，技术变革深刻地影响着金融业态与资本募集方式，为投资者提供更多投资机会的同时也蕴含了较大的

风险，尤其是借助新技术而游离于监管之外的金融投融资行为。基于区块链技术的互联网众筹项目正是有关行为的典型。随着有关技术近年来在国内外的快速发展，以及跨境投资日益便利，国内监管部门对国内投资者跨境参与有关投资、以及国内市场主体尝试有关商业模式也需要未雨绸缪，做好投资者教育以及开展相关研究。借鉴美国证监会对众筹项目“The DAO”的调查处理经验，对监管者而言需牢牢把握一些基本原则，包括交易安排背后充分的信息披露和投资者保护，深入研究新业态的本质、现实经济意义上的安排和权利义务关系，通过扩大法律适用性或不断完善立法来约束有关行为，加强投资者教育，促使其朝着规范化、透明化、效益最大化的方向健康有序发展。

（简评部分代表个人观点）

【登记存管部：陈宸】

信息来源：

<http://www.sec.gov>

FICC 推出新的机构间三方回购中央清算服务 CCIT **——机构间资金出借清算所会员减少了三方回购市场的风险并提供了潜在的资本缓释**

6月29日，DTCC宣布其全资子公司FICC推出新的机构间三方中央清算服务（Centrally Cleared Institutional Tri-Party Service, CCIT）。城堡资本（Citadel Capital）和摩根士丹利已经通过CCIT服务实现了首笔交易。

自上个月SEC批准机构投资者直接成为清算所CCIT会员之后，FICC就与交易商和资金出借方（包括：公司、资产经理、保险公司、主权财富基金、共同基金等）共同着手准备CCIT服务所需的文件和协议。

DTCC总经理兼清算机构主管Murray Pozmanter说：“我们非常高兴能与城堡资本（Citadel Capital）和摩根士丹利共同实现CCIT服务。通过CCIT服务，我们可以为清算所带来更多的市场参与者，从而提高三方回购市场的安全和效率”。

新的CCIT会员资格扩展了回购市场中央清算的可行性，并且扩充了中央对手方服务以及保证了回购交易双方之间合格三方回购交易的完成。

将CCP担保提供给更多的参与者，将会降低三方回购市场在市场压力过大的情况下大比例参与者退出所造成的流动性风险。更多的参与者也意味着FICC可以在违约处置时更快地寻找对手方，以防止价差风险和系统性金融风险。

摩根士丹利机构证券部的副主席 Tom Wipf 说：“我们祝贺 FICC 为回购市场的结构带来了如此重要的改变。扩大市场准入以及整体所带来的对手方信用风险的降低为回购市场参与者带来的变化是巨大的。FICC 在过去数年中不懈地为推出这项服务努力，我们也很高兴在首单回购清算业务中与城堡资本合作”。

此外，对于三方回购的中央清算为其会员提供了潜在的资本缓释机会，从而进一步提高了机构投资者的借贷能力。

城堡资本的总经理及全球财务主管 Dan Dufresne 说：“我们很高兴与摩根士丹利共同开展了 CCIT 服务的首单交易。这是回购清算发展的一个重要里程碑，并且是将清算的好处带给更多回购市场参与者的第一步。我们称赞 FICC 的这一成就并期待继续参与到回购市场的结构发展中。”

目前，FICC 正处于与多家机构现金出借者讨论的不同阶段，并且在积极地扩展 CCIT 服务的新成员。

背景资料：

CCIT 服务推出之前，美国的三方回购市场分为两部分：一是交易商间的市场（GCF 回购¹）。交易双方均为交易商，FICC 作为中央对手方提供净额结算。二是交易商向其他投资者融资的市场（TPR 回购²）。在 TPR 回购市场，双方协商交易，逐笔结算。融资方通常是交易商，而融券方通常是货币市场共同基金（MMFs）、证券出借者

¹ General Collateral Finance，由固定收益清算公司(FICC)与纽约银行、摩根大通银行于 1998 年共同推出，该业务针对交易商间（inter-dealer）市场，旨在减小该市场的交易成本，提高流动性。

²准确来说，这部分市场为三方回购除去 GCF 回购的部分，但实践中经常被笼统地称为“三方回购（tri-party repos）”，为了区别于整个三方回购市场的概念，本文中称之为 TPR 回购。

(Securities Lenders) 等机构，正回购方通常为交易商。双方协商交易，逐笔结算。³

从结算机制来看，GCF 回购采用中央对手方担保的净额结算制度。FICC 提供净额清算中央对手方担保。清算银行为交易提供日终交收、早晨逆转交收等服务，并为此在日间向交易商提供授信。TPR 回购采用逐笔全额结算制度。清算银行在与 GCF 回购相同的业务框架上为 TPR 回购提供结算服务。⁴

简评：

CCIT 服务推出之前，只有 FICC 公司的 GSD⁵会员或经 GSD 会员介绍的公司可以通过 GCF 服务进行三方回购业务的中央对手方清算，门槛较高。通过 GCF 服务进行的三方回购只占市场的 20%，剩余 80% 的三方回购仍为逐笔全额结算，资金利用效率低下。

通过设立 CCIT 会员，将三方回购市场中央对手方清算服务从交易商之间扩展至了交易商和机构投资者之间。为更广泛的市场参与者提供 CCP 担保不仅提高了他们的资金利用率，并且降低了整个三方回购市场的流动性风险、价差风险和系统性金融风险。

目前 CCIT 会员仅向作为资金出借方的机构投资者开放，希望获得由 FICC 提供的三方回购中央对手方清算服务的资金出借方需要注册成为 CCIT 会员。这表明 FICC 并未完全放开三方回购市场的准入标准，而是循序渐进逐步探索从风险较小的市场参与主体入手。

³ 参考周知：美国三方回购市场比较研究，第二页，工作研究 2015 年第 4 期。

⁴ 参考周知：美国三方回购市场比较研究，第三页，工作研究 2015 年第 4 期。

⁵ Government Securities Division (GSD)。FICC 下有两个部门 GSD 及 MBSD (Mortgage-Backed Securities Division)：GSD 负责国债及政府债券的清算；MBSD 负责抵押支持债券的清算。

(简评部分代表个人观点)

【规划发展部：李盛熙】

信息来源：

<http://www.dtcc.com/clearing-services/ficc-gov/centrally-cleared-institutional-triparty>

<http://www.dtcc.com/clearing-services/ficc-gov/gcf-repo>