

总第86期

证券登记结算境外动态

2020年第2期



中国证券登记结算有限责任公司

China Securities Depository and Clearing Corporation Limited

2020 年第 2 期

证券登记结算境外动态

主办单位：规划发展部

出刊日期：2020 年 7 月 17 日

目 录

- ◇美国 SEC 和欧洲 ESMA 积极应对 COVID-19 疫情.....(1)
- ◇赋予代币化 (Tokenisation) 生机——Euroclear 对抵押品管理的探索.....(6)
- ◇英国金融管理局拟推行“数字沙盒”应对新冠危机.....(10)
- ◇欧清：NSFR 凸显担保品优化的重要性.....(14)

美国 SEC 和欧洲 ESMA 积极应对 COVID-19 疫情

2020 年 3 月起，COVID-19 疫情在欧美迅速传播。为密切监控和降低此次疫情对金融市场的影响，美国证券交易委员会（SEC）、欧洲证券和市场监管局（ESMA）均及时采取了一系列监管应对措施。

一、美国 SEC 的监管举措

疫情爆发后，SEC 与美国其他金融监管机构致力于以下四方面的密切合作：一是保持 SEC 自身的业务连续性；二是监控市场的运行风险；三是对受到影响的发行人和金融机构提供精准及时的监管援助和指引；四是继续开展投资者保护相关活动。

（一）远程办公，保证监管工作的连续性

从 3 月 10 日起，SEC 的大部分工作人员已转为线上办公，所有工作均正常进行。SEC 可随时召开远程在线会议，并保证所有的监管操作全程连线。同时，SEC 向市场参与机构发布通知，告知相关业务的调整，并与市场机构建立有效的联系和协调机制。

（二）市场参与机构展开合作

2 月上旬，SEC 成立了跨部门工作小组。该小组主要关注疫情对发行人信息披露及时性和公开性的影响，并积极与清算机构、交易场所、发行人、做市商、信用评级机构等就以下几个方面进行监管合作：

1. 与金融市场基础设施（FMI）的合作：重点关注和监测美国各证券清算机构和交易场所等机构的正常运作、系统完整性及业务连续

性计划，并与之建立直接有效的沟通机制。

2. 对大型经纪和自营商的监管：积极监测大型经纪和自营商的业务开展、资本充足率、流动性等，收集其对疫情影响下各行业发展趋势的分析报告，并就其重大风险与美国金融业监管局（FINRA）和美国市政债券制定委员会（MSRB）进行协调处置。

3. 对资产管理行业的监管：对共同基金、货币市场基金、ETF、私募基金、证券投资咨询机构等进行监测，特别关注近期风险敞口较大的机构，做好对散户投资者的保护。

4. 对发行人的协助和指引：就信息披露问题向国内上市公司和市场参与机构提供指引，同时就发行人的审计业务与多家会计师事务所及其分支机构保持联系。

5. 对证券市场宏观趋势的关注：SEC 持续关注大型评级机构所做出的信用评级结果，同时还对市场资本流动、资金需求等进行监测。

6. 与国内外金融监管机构的持续合作：SEC 不仅与国会、财政部、国家经济委员会、美联储(Fed)、商品期货交易委员会(CFTC)、FINRA、MSRB 等建立定期沟通协调和信息共享机制，还积极与亚洲、欧洲的金融当局保持密切联系。

7. 对小型企业的保护及援助：就疫情造成的企业倒闭、失业、营业收入下降等问题，与小型企业协会开展研讨活动，讨论如何满足小型企业的融资需求。

（三）有针对性的监管指导和援助

SEC 及全体工作人员及时为市场参与机构提供指导，如有必要，

也会提供针对性的监管援助。

（四）加强投资者权益保护

SEC 的执法部门和合规部门继续履行投资者权益保护的相关职责，积极监控市场上与疫情相关的欺诈行为、非法计划等不当行为，并根据需要酌情使用暂停交易或其他执法工具。

二、欧洲 ESMA 的监管举措

（一）加强对金融市场参与机构的监管

2020 年 3 月 11 日，ESMA 就“业务连续性计划”、“市场信息披露”、“财务报告”和“基金管理”四个方面对金融市场参与机构提出建议和要求。

1. 业务连续性计划。ESMA 要求包括金融市场基础设施（FMI）在内的所有金融市场参与机构须制定相应的应急预案，其中必须包括业务连续性措施等内容；各参与机构应根据疫情的发展随时做好启用应急预案的准备。

2. 市场信息披露。根据《市场滥用规定》（Market Abuse Regulation）对信息披露的相关要求，发行人须尽快披露此次疫情对其公司前景和财务状况可能产生的影响。

3. 财务报告。发行人须定性和定量评估此次疫情对其经营及财务状况产生的影响，并在财务报告中如实披露。如果 2019 年财务报告编制工作尚未完成，该内容须在 2019 年年报中进行披露，否则须在 2020 年的半年报中进行披露。

4. 基金管理。资产管理机构须严格遵守既有风险管理规定中的要

求，并及时对疫情做出应对措施。

(二) 关注市场表现并提前进行安排

1. 加强对风险评估的重视。4月2日，ESMA 针对此次疫情对欧盟金融市场进行了风险评估。评估显示，公司债券市场、政府债券市场、投资基金市场压力较大。

2. 其他具体要求和措施。ESMA 针对基准利率监管、公司信息披露、信用评级机构监管、非集中结算的场外衍生品的双边保证金安排、证券卖空等进行了一系列安排，并制定了相应的时间表。

简评：

此次 COVID-19 疫情具有破坏性强、持续时间长的特点。疫情期间，美国的道琼斯指数、纳斯达克指数、标普 500 指数均出现了暴跌和回归，但 SEC、DTCC 的网站并未报道金融市场可能或已经出现的重大风险事件，可在一定程度上反映 SEC 的应对措施较为有效，DTCC 的结算风险管理体系较为健全。

COVID-19 疫情属于典型的“黑天鹅”事件，全球金融市场各相关机构事前制定的应急预案可能并非完全适用。为避免金融市场发生动荡、投资者权益受到损失，各国金融监管机构和金融市场基础设施应在疫情初期及时补充完善应急预案和业务连续性计划、建立畅通高效的对外协调机制，并在疫情期间根据金融市场的变化及时对应急预案和监管要求做出调整。

(简评部分代表个人观点)

【北分结算业务部：任河柳 曾娟】

信息来源:

www.sec.gov

www.esma.europa.eu

www.dtcc.com

赋予代币化（Tokenisation）生机

——Euroclear 对抵押品管理的探索

2020 年 5 月 4 日，欧洲清算银行在其官网发布观点性文章，就代币化和分布式账本技术在金融基础设施的建设中逐渐显现的优越性展开了探讨。

当前的金融生态圈中，对分布式账本技术（DLT）的进一步应用的概念和理解更加深入人心。不论是已经完成的交易还是新的交易流程，分布式账本技术应用其中的现实案例都已经佐证了这一技术的巨大潜力。

然而，就目前来说，最重要的是市场参与者意识到，比起通过“推动重建”的方式去构建分布式账本和代币化技术，在现有的技术基础上改进更具实践意义。

近年来，欧洲各大金融机构都关注到了代币化技术的变化。伦敦证券交易所将对代币化技术的关注点聚焦到集中化、线性化解决的过程——伦交所集团新兴技术战略与发展高级经理迈克尔·克莱塔（Michael Coletta）指出：代币化的建设是基于分散化交易和集中化治理框架的概念，而市场对代币化和分布式账本技术从“改革”到“改善”的理解成为了建设该技术的关键所在。

不仅如此，瑞士信贷集团显然也注意到了这一技术将在交易后环节带来的巨大冲击。瑞士信贷驻伦敦董事总经理罗曼·杜马斯（Romain Dumas）就表示分布式账本技术将使得交易没有任何结算

风险。甚至瑞士信贷集团已经在 2018 年就与荷兰国际集团（ING）通过交易验证这一观点：2018 年 5 月，瑞士信贷集团和荷兰国际集团通过 HQLAX 基于区块链的抵押品借贷平台划转了价值 2500 万欧元的一篮子证券。而交易期间，两家银行都通过 HQLAX 的数字抵押品记录平台（DCRs）进行德国和荷兰两国政府债券的所有权划转。值得一提的是，债券是通过在瑞士信贷开立的专门的 DCR 联结托管账户，完成了对瑞士信贷和荷兰国际集团双方划转的——因为没有券款对付，所以就没有结算风险——足见这种交易解决方式的“标新立异”。

而这次交易的成功也引起了整个金融行业内的震动。世界银行驻华盛顿的资本市场财务部业务主管保罗·斯奈斯（Paul Snaith）指出：“这项交易表明，这项技术很可能瓦解登记、托管、存管的职能，大大提升交易后处理效率。”但仅仅一次的划转成功并不代表代币化和分布式账本技术的成熟，还有更多值得研究的问题，例如：当机构投资者选择不参加证券交易时，就不会在其托管账户中持有代币化资产，那么是否就意味着直接持有代币了呢？

直到现在，市场上对分布式账本和代币化技术的主流态度仍然是希望将其优越性融入到现有的市场框架中，而不是专门为一项技术搭建全新的框架——这应该是一次“进化”而非“革命”。

Agora 公司的老板查理·伯曼（Charlie Berman）就是这次“进化”的忠实支持者。Agora 公司使用分布式账本技术将债券进行整个周期首尾相连的数字化处理。这一举措将传统的数字资本市场业务中

的手工输入环节大大精简，人为的失误和风险也随之减小。在查理·伯曼看来，对分布式账本和代币化技术的应用与市场基础设施的建设并不是对立的，建立分布式账本和数字代币，并不意味着将人工操作从整个交易处理中摒除。

要保证分布式账本技术和代币化技术的“进化”成功，除了重视现有的市场基础设施和保留人工操作外，互操作性也格外重要。可以说，让代币化技术成为现实的关键就在于提升世界各地正在进行的不同分布式账本项目的互操作程度。当系统能够相互沟通，识别彼此的数据，那么整个交易范围内的实时、完整的数据可供监管，结算流程形成自动化。到那时，这场由分布式账本和代币化掀起的“进化”才可能真正演变成一场“革命”。

简评：

不论是欧清集团本身，还是国际大型金融机构，对于资产代币化和分布式账本技术都是积极接纳的态度。但对于技术应用的构想，大型的金融机构的意见也形成了一致：保留并利用现有金融基础设施，通过“进化”现有技术框架而非“革命”，完成对新兴技术的应用。最终，通过整体交易后环节的全面技术应用，通过量变引起质变，达到技术革命在潜移默化中发生的目标。

我国资本市场同样重视分布式账本和资产代币化技术的发展。对于新技术的应用，循序渐进地优化当前技术框架才是可取之道。其中，如何发挥好中国结算作为金融基础设施，以及资产代币化、分布式账本系统中的关键环节的作用至关重要。一方面可以考虑加强中国结算

同其他市场基础设施的互操作性和系统连通性；另一方面则可以考虑新兴技术对现有监管框架的适应性和现有业务模式的改进。未雨绸缪，随时应对技术浪潮带来的变革。

（简评部分代表个人观点）

【总部规划发展部：冉砥中】

信息来源：

www.euroclear.com

英国金融管理局拟推行“数字沙盒”应对新冠危机

基于创新的方法，英国金融管理局（FCA）正在与伦敦金融城公司合作试行“数字沙盒”。这项新服务将为创新型企业应对新冠病毒（Covid-19）大流行带来的挑战提供强力的支持。数字沙盒的应用程序预计将在 2020 年夏季末开放。

FCA 认为，创新在应对冠状病毒流行后的挑战方面可以发挥重要作用，特别是在防止欺诈、支持弱势消费者和改善中小企业融资渠道等领域。FCA 的监管方式通过监管沙盒、直接支持和技术冲刺计划等创新服务为创新者和创新企业提供支持，但同时 FCA 也必须不断改进和完善服务。

在冠状病毒流行之前，FCA 一直在探索数字沙盒的概念。这将增强创新服务的现有功能，并为试点新的功能提供可能性，比如为创新公司提供高质量的合成数据集，以便能够在数字测试环境中测试和开发概念证明。此外，FCA 发挥着重要的召集作用，有助于建立公共/私人合作平台，以解决金融服务领域的复杂挑战。

因此，FCA 正在加快试行数字沙盒的计划，以在危机期间为创新企业提供支持。FCA 还希望在进行试点的过程中与业界进行公开对话并希望在整个试点过程中与利益相关者合作。

对于数字沙盒的具体说明

经验表明，开发一个永久性的数字测试环境将为金融服务提供重要价值。数据对于企业的运作方式、企业与企业之间的互动方式以及

企业所服务的消费者来说，已经变得越来越重要。这意味着，数据访问和标准化等长期存在的挑战正日益成为市场参与者和创新者的障碍。FCA 也收到了诸多来自不符合监管沙盒资格标准的公司的支持请求。

我们认识到以下特征是数字沙盒的基础：

- 访问高质量的数据资产——包括合成的或匿名的数据集，以支持技术解决方案的测试和验证。

- 监管的行动呼吁——在最新的沙盒设计中，将确定监管感兴趣的领域，希望看到创新能在其中发挥更大的作用或解决具体的挑战。

- 协作平台——促进思维的多样性，分享知识，并围绕解决复杂的行业范围内的挑战培育生态系统。

- 观景台——让监管机构和其他相关方能够在技术层面上观察试点测试，从而在有保障的环境中为政策思考提供信息。

- 应用程序编程接口(API)或供应商市场——金融科技(FinTech)、监管科技(RegTech)和其他供应商可以在此列出他们的解决方案和API，以鼓励更好的互操作性，并培育一个繁荣的生态系统。

- 获得监管支持——如测试计划的制定、相关法规的指示、非正式指导或支持，以了解更广泛的监管环境或授权过程。

FCA 将对这些特性和工具进行试点，以支持创新企业，并在试点过程中对每个特性或工具的有效性进行评估。

用例

FCA 将为创新型企业 and 组织提供支持，以应对与冠状病毒有关或

因其加剧的挑战。在试点中，FCA 决定将重点放在三个紧迫的领域，以便在提供相关数据集和专业知识方面为每个领域提供必要的支持。

该试点项目将为以下方面的公司和组织提供支持：

1. 发现和防止欺诈和诈骗；
2. 支持弱势消费者的金融弹性；
3. 改善中小企业融资渠道。

在启动应用程序申请流程之前，FCA 将发布这 3 个重点领域的详细用例。

数据马拉松计划

从 7 月 20 日到 8 月 10 日，FCA 将主办线上数据马拉松计划。此活动的目的是将数据科学家和主题专家聚集在一起，共同开发与用例相关的、符合隐私的、高质量的金融数据集。这些数据集将在数字沙盒试验和未来的迭代中提供，供参与者访问。这些数据将是合成的或匿名的，因此符合数据保护法律，参与者将随时可以使用这些数据来开发概念的工作证明，并测试和验证新技术解决方案或产品概念。

下一步安排

FCA 将在夏末发布进一步的信息，包括如何应用数字沙盒和具体的用例。

简评：

2008 年金融危机后，监管合规的要求不断增强，而科技能够帮助高效地建立合规程序，监管机构也在不断探索如何利用科技完善监管工作。数字沙盒可以认为是监管沙盒的一种衍生形式，在此前 FCA

就有关于设立数字沙盒的设想，而冠状病毒大流行凸显了基于金融科技的解决方案在解决数据收集、隐私和可追溯性等问题上的效率，因此 FCA 决定加快数字沙盒的推进工作。

金融机构在接受创新方面遇到的最大挑战之一，是如何将其传统的系统与金融科技的解决方案相结合，而数字沙盒支持和启用 API 正是为解决这一问题应运而生的。此外，数字沙盒对于科技监管也有重要意义，随着创新监督技术的出现，金融监管机构将能够利用数字沙盒实时监督相关金融科技参与者的测试活动。数字沙盒可以帮助金融机构建立深度数字化能力，挖掘市场机遇，通过创新技术促进金融包容性，更好地服务于金融科技生态系统。

（简评部分代表个人观点）

【总部规划发展部：李怡璇】

信息来源：

www.fca.org.uk

欧清：NSFR 凸显担保品优化的重要性

2020 年 4 月，欧洲清算银行在其官网上发表观点性文章，认为目前的总体环境使银行越来越注重担保品优化，其合作伙伴必须进一步扩大合格证券的范围，并且提供更多解决方案（例如担保和三方担保 pledge and triparty）。

文章指出，目前实施的流动性覆盖率（LCR）使银行专注于管理其短期资产，但 2021 年即将生效的新监管指标，即净稳定资金率（NSFR）则使银行在未来的比率管理中不得不思考担保品的优化。

从根本上来说，LCR 和 NSFR 两个监管指标的目标是一致的，即，判断银行在压力情景下是否可以履行其义务。但两者的关键区别在于，LCR 考察的是银行的资产负债表是否具有足够的流动性以承受 30 天的压力；而 NSFR 则评估银行是否可以在更长期的时间内为市场提供资金。也就是说，LCR 关注于现金流，而 NSFR 则更依赖于会计技术。

因此，欧清认为 NSFR 和 LCR 对于银行的作用并不是相反的，只不过两者之间确实有不同的要求。虽然其效果难以预测，但有一点是肯定的，即考虑到这些监管指标的重要性，银行将需要进行优化，这种优化也会对市场产生重大影响。

担保品和自动化

根据欧清，现有的优化技术和策略已足以满足银行短期资金需求。

但是市场参与者认为，引入 NSFR 后，它们将无法满足中长期需求。特别是，就一年期压力范围而言，NSFR 与 LCR 完全不同，将改变游戏规则。一些市场从业者认为，解决优化难题的关键在于改善担保品管理，同时提高自动化水平。随着利差的压缩，市场上对抵押品的结构性需求更强。因此，银行需要通过集中担保品管理，并扩大对现有资产的使用来做出结构性改变，以使整个担保品池具备更强的可见性。

不过，由于不同的市场具有不同的特征，这意味着即使建立起了中央担保品池，也必须考虑局部差异。例如，美国和欧洲的差异就要求他们采取不同的担保品策略。伦敦清算所的 RepoClear 服务和担保品与流动性管理部门负责人 Corentine Poilvet-Clediere 说：“欧洲的回购市场估计已清除约 50%，其主要推动力是需要获得资产负债表的净额。”

另一种流行的交易策略是现金余额的逆回购，即公司进入市场进行零回报交易。这可以抵消初始保证金和垫头，对于风险加权资产非常有效。但是，这是一种欧洲现象，在美国尚不常见。养老基金还推动了总回报掉期（TRS）需求的增长，TRS 对于股票和政府债券非常有效。但是，TRS 的主要问题在于它们需要大量人工，并且需要更多的自动化才能发展成为融资的主要手段。如果可以实现自动化，尤其是以三方形式，那么它将非常适合银行满足其资金比率。不过，要真正实现自动化还需要大量的担保品平台，而且这些平台还要能够互操作且易于安装到银行的平台上。

因此，银行要想优化担保品的使用方式将会面临许多障碍，采取一刀切的解决办法显然是不行的，因为不同市场的银行有不同的要求，使用不同的策略。但是，资产负债表和流动性的双重驱动因素确保了担保品优化始终是其战略制定的首要考量因素。

NFSR 的出台背景：

2008 年金融危机后，国际金融监管组织加强了流动性风险监，2010 年的巴塞尔协议 III 提出了流动性覆盖率（LCR）和净稳定资金率（NFSR）两个监管指标。前者要求金融机构有充足的现金储备以应对短期流动性压力，后者要求金融机构保持合理的资产负债结构，从中长期的角度提升经营的稳健性。2014 年 10 月 2 日，巴塞尔委员会确定了 NSFR 的最终设计，而欧盟则于 2019 年 6 月 7 日公布了《资本金要求法规 II》（CRR II），其中就规定 NSFR 将于两年后的 2021 年 7 月 27 日正式生效，成为一个最低监管指标。

NFSR 的基本概念：

NFSR 的目的是为了确保金融机构在出现外部流动性压力的情况下仍有足够的长期稳定资金以持续经营。它侧重于资产负债结构分析，在假设的压力情境下，计算“可用稳定资金”（ASF），并要求“可用稳定资金”必须大于或等于“业务所需稳定资金”（RSF）。

简评：

NFSR 的出台对投行的资产负债表管理和资产结构优化提出了新的要求，尤其是对于担保品的结构优化和质量管理更是直接影响到了

NFSR 这一新指标的“好看”与否。而担保品管理的优化并不是一蹴而就的，既涉及到金融机构前期资产负债表上存续交易的处理，也涉及到今后在担保品业务中的资产配置、自动化和监管要求。就目前看来，NFSR 将会是一个欧洲担保品管理的前进趋势，与 LCR 共同关注金融机构流动性和资产状况，短期、长期两手抓。

着眼中国结算的担保品管理业务，其结构优化和担保品质量的问题一样关键。NFSR 对于公司在担保品质量和结构优化方面也许能提供新的思路，不光是短期流动性和变现能力，由其带来的长期资产稳定状况和流动性也会是担保品管理发展的新趋势。

（简评部分代表个人观点）

【总部规划发展部：刘宁宁】

信息来源：

www.euroclear.com