

# 论我国场外衍生品市场中央对手方清算机制的构建

李 为

**摘 要:** 2007 年发端于美国的全球金融危机, 暴露出世界各国在场外金融衍生产品市场上金融监管的严重缺失。在这次金融危机的反思中, 对场外金融衍生品的风险控制成为了各国金融监管机制改革所关注的焦点。在金融衍生产品的整个交易过程中, 结算环节是一个风险特别集中的环节, 要控制场外衍生品市场的风险, 建立一个健全、完善的结算机制是十分必要的。因此, 在场外衍生品市场建立中央对手方清算机制, 要求标准化场外衍生品必须进行强制集中清算, 就成为了危机后各国在金融监管改革中采取的重要举措。中国也紧跟着国际金融监管改革的脚步, 着手建立了我国的场外金融衍生品清算的中央对手方——上海清算所。我国场外衍生品市场的中央对手方清算平台虽然已经成立, 但是中央清算的相关制度并没有正式构建起来。针对这一现状, 本文将紧紧地围绕着场外衍生品市场的中央对手方清算机制展开论述, 为我国的中央清算机制的构建做一些思索。

**关键词:** 场外金融衍生品; 中央对手方; 风险控制; 清算机制

## 一、我国构建中央对手方清算机制的基本思路

我国的场外衍生品市场的中央对手方清算平台——银行间市场清算所股份有限公司已经于 2009 年 11 月在上海成立, 但是与美国、欧洲这些国际上发展成熟的金融市场相比, 我国的中央对手方机制还存在很多不足之处, 我国的金融市场已经进入了一个高速发展的重要时期, 借鉴国际上的先进经验, 加强中央对手方清算机制的建设和完善, 对于保障我国金融市场的稳定发展具有重要作用。因此, 在构建场外衍生品市场中央对手方清算机制时, 应做到以下几点:

第一, 完善相关的法律法规。这是 CCP (共同对手方, central counter party 的英文缩写) 机制能够良好运行的重要保障。我国现行的法律法规还没有关于 CCP 运营的相关规定, CCP 机制有些制度的运行需要的相关法律制度的保障也没能在现行法律得到体现。

第二, 完善上海清算所风险管理制度的建设。这是 CCP 能够在金融市场上发挥控制风险作用的重要保障。目前上海清算所在制度建设上还存在很多不足之处, 很多重要的基础性制度尚未建立。因此必须加强基础性制度建设, 构造健全、完整的风险管理体系, 以适应我国场外衍生品市场不断发展的需求。

第三, 加强监管机构之间的合作。我国的金融监管采取的是分业监管模式: 银监会、证监会和保监会分别负责各自的行业监管, 中央银行也负担着部分金融监管职责。但是目前金融混业经营的发展趋势越来越明显, 这种分业监管的模式可能带来的是监管混乱和监管真空的出现。另外在银行间市场还建立一个自律性组织——银行间交易商协会, 它也承担着部分的监管职能, 发挥着金融监管的作用。CCP 机制在运行过程中, 也起到一定的金融监管作用, 并且其监管功能的发挥往往需要其他监管机构和部门的合作与支持。因此, 要发挥 CCP 机制的监管职能, 完善对金融市场的监管必须明晰各监管部门的分工, 加强各个监管机构之间的协调与合作。

## 二、中央对手方的性质和定位

### 1、作为中介机构的中央对手方

在金融衍生品市场上, 进行衍生品交易的市场主体主要是银行和一些金融机构, 中央对手方则是作为一个独立于市场交易主体之外的法律实体, 在交易双方资产和资金的交割过程中, 以原始市场参与人的法定对手方身份介入交易结算过程, 充当原买方的卖方和原卖方的买方, 并保证交易的顺利执行。中央清算所就成为了所有市场参与者的清算对手方, 所有交易者必须通过清算所才能与其他交易方进行交易清算。此过程中中央对手方为市场参与者提供中介服务, 相对于市场交易者作为中介机构存在。最初的中央对手方是实行会员制的行业自律性组织, 通过一段时间的发展, 越来越多新的清算平台建立, 各

大清算中心竞争日趋激烈, 清算系统的市场化程度也开始迅速提高, 各大作为中央对手方的交易所逐步由会员制向公司制转变, 清算组织的营利性开始凸显, 但是这并不影响其作为中介机构的法律定位。

### 2、作为第三方保障机制的中央对手方

中央对手方由于具备一定的风险隔离功能, 其作为第三方介入到衍生品交易双方的交易之中, 可以促使市场交易者更好地完成交易, 并且使这个交易是有第三方保障的, 从而降低了市场参与者进行交易的风险。通过中央对手方, 市场参与者可以随时进行匿名的配对, 而不是双方直接进行交易、进行清算的时候互相知道, 相对于一对一签订场外的合约而言要多了一重保障, 可以确保参与交易的双方的利益都能够得到保障。因此, 中央对手方清算机制又被定位为金融衍生品市场的第三方保障机制。

### 三、通过中央对手方所实施的风险控制措施

作为第三方保障机制的中央对手方制度, 其保障功能的发挥主要依靠其自身的一系列内部控制措施来实现, 这些制度主要包括会员制度、保证金制度、风险限额管理制度、交易报告和信息披露制度等等。通过这一系列较为完整的风险控制制度不仅可以增强参与中央清算的交易者抵御风险的能力, 也能增强中央对手方自身的风险防范能力, 保证自身的健康运行, 进而为维护整体性金融体系的稳定, 防范系统性金融风险的发生做出应有的贡献。

#### 1、会员制度

对场外衍生品市场市场准入的控制是有效防范金融风险的第一道屏障, 是保证进入市场的每个交易主体都达到进行交易的最低要求的根本保障。会员制度就是对进入中央清算所进行清算的市场参与者进行准入限制的一种制度, 它是中央对手方清算模式下的重要结构性制度之一。中央清算所的会员通过签署法律文件, 与清算所建立合约关系, 遵守清算所的各项规章制度和操作流程。通过合约更替, 会员之间的交易对手违约风险转换成了中央清算所与会员之间的风险, 因此, CCP 承担了较大的交易对手违约风险。为此, 中央清算所对其会员选择设置了一些较为严格的资格筛选条件。只允许符合中央清算系统市场准入标准、具备良好信誉程度且运营良好的市场交易主体加入中央清算, 成为会员。并且会不断地对其资本和信誉情况进行评估, 可对那些不能够维持其会员标准或者发生违约的会员取消资格。这些严格的会员制度有效地控制了中央对手方的交易对手风险, 限制了中央清算机构所面临的信誉风险。

#### 2、保证金制度

保证金制度是防范和降低金融衍生品交易市场风险和信用风险的主要结算制度安排之一, 也是金融衍生产品交易中一项

作者简介: 李为 (1973 - ) 女, 辽宁省辽阳市人, 辽阳市政设施管理处, 经济师。

极为重要的基础性制度。保证金制度是指每个参与中央对手方清算的交易者必须按照其交易合约价值的一定比例向中央清算所缴纳一定量的资金,并可以根据交易合约价格的变动情况确定是否追加资金数额,作为交易者履行合约的财力担保。据此,保证金就可以分为初始保证金和根据逐日盯市所评估的风险敞口的变化所需缴纳的动态调整保证金两种。初始保证金即交易者开始开户结算时所需缴存的按照其清算的交易合约的数额计算的保证金。初始保证金的收取通常有两种做法,一种是依据结算会员多头与空头的轧差数额确定要求缴存的保证金,称为净额保证金;另一种是依据结算会员多头与空头交易的总和确定要求缴存的保证金,称为总额保证金。目前大多数的中央清算机构普遍采取的是净额保证金的形式。动态调整的保证金,又被称为追加保证金,是为了弥补清算合约的异向变动所带来的潜在风险而收取的保证金,计算动态调整保证金的具体数额,主要依赖于 CCP 对每种衍生产品公允价值的估计来确定。通过动态调整保证金的设置,可以保证在通常情况下,CCP 清算会员如果无法满足追加保证金的要求时,中央清算所能够在不遭受损失的情况下拥有足够的资金了结该清算席位的市场头寸。

### 3、风险限额管理制度

极高的杠杆性是金融衍生品交易的主要特征之一,衍生品交易的市场参与者只需要缴纳较小比例的保证金就可以与交易对手签订合约,能够将其自有资金放大数倍进行交易,起到以小博大的效果。但是,金融衍生品交易的这种特性在增加了资金使用效率的同时,使交易者承担的风险也被成倍地放大了,从而金融衍生工具的杠杆性又带来了高投机性和高风险性。为了防止交易者利用衍生品的杠杆性和自身的资金优势操纵市场价格,引发高额的市场风险,中央清算所应当运用适当的风险评估方法或模型对衍生品交易的市场风险进行评估,对其会员进行交易所承担的风险额度实施一定程度的限制。例如通过对会员所持有的头寸数额进行限制来限制市场风险就是被最普遍采用的风险限额管理方法。

### 4、交易报告和信息披露制度

信息披露制度既是市场规则,也是一个市场基础设施,还具备风险监管的功能。因此,一个好的交易报告和信息披露制度的构建对提高场外衍生交易市场的透明度,维护场外衍生品市场的健康发展和金融系统的稳定都具有十分重要的作用。我国中央对手方清算平台的制度构建中,信息披露制度的建设是十分重要的一部分,其主要包括以下几个方面的具体要求:(1)披露信息内容的要求,对衍生产品合约的数量、交易者的资本和信誉状况、风险管理状况等内容必须进行信息披露。(2)披露程序的要求,即对信息披露的时间、方式等方面的规定。(3)信息公开披露的保障机制,即保证市场参与者可以了解到披露的信息的保障机制,以及相关信息披露义务人不履行信息披露义务时,对其进行制裁以保证其他市场参与者信息知悉权利的保障机制。总之,披露的相关信息必须符合:完整性、即时性和准确性等方面的要求。

### 5、清算与结算规则

中央对手方制度是一种清算机制,其最为核心的制度规则自然就是清算与结算的规则。“净额结算”是 CCP 清算的核心内容之一,国际互换与衍生工具协会 (ISDA) 在其发布的主协议中,将净额结算制度分为两种类型:支付净额结算与终止净额结算。支付净额结算是交易合同正常履行情况下的净额结算,在不存在违约事件或终止事件前提下,双方可在协议附件中选择适用单笔交易净额结算或多笔交易净额结算。终止净额结算为合同非正常履行情形下的净额结算制度,指在发生违约事件或终止事件后,有关当事方有权指定一个提前终止日来终止相关交易,其核心是“提前终止”和“单一协议”,此时无论当事人曾在主协议下达成了多少交易,都应当完全采取双边清算

的结算方式。我国银行间市场交易商协会发布的 NAFMII 主协议在借鉴 ISDA 主协议文本的基础上,对此也作出了类似的制度安排。因此,在中央对手方进行的净额结算应当只包括支付净额结算这一种类型。根据支付净额结算的要求,每日在交易结束之后对所有的场外衍生品合约进行结算,是防范结算风险的最佳安排,这就是大多数结算机构普遍采用的每日无负债的结算制度。

### 6、违约处理规则

当清算会员由于某些原因违约或者因为破产导致交易合约无法履行时,可能会导致大量的交易提前终止,发生轧差结算或清算的风险。而场外衍生产品市场的交易具有极高的集中性,当违约的会员是持有大额交易头寸的大型金融机构时,就可能对整个金融衍生品市场产生极大的震动。为了减少甚至消除这种违约事件给金融市场带来的负面影响,中央对手方清算机构建立一个良好的违约处理机制就显得尤为重要。

中央对手方的违约处理机制就是在参与中央清算的交易者一旦发生违约事件时,CCP 采取的一系列应对措施。由于 CCP 在保障合约履行方面,遵循的是“担保交收”的原则,当任何一个交易方发生违约时,CCP 必须首先对未违约的交易者履行交收义务,然后再向违约的交易者追究违约责任。另外,当违约事件发生时,在中央对手方方面还有一些其他的要求:CCP 首先要召开违约委员会会议,向非违约对手方和公众完成违约信息披露过程;然后通过自行对冲或者与非违约对手方签订新合约的方式对冲头寸;最后是对相关头寸进行拍卖。通过这一系列的违约处理安排,CCP 所承受的风险被平均分摊到了各个清算会员之上,使损失相互化,不仅有利于削减 CCP 承担的风险,也使市场参与者的面临的风险通过分担得到了削减,从而降低了整个金融市场系统性风险的发生。

### 结语

一个新的制度的构建是循序渐进、不断发展和完善的一个过程,我国的场外金融衍生品市场的中央对手方清算机制要实现从无到有的变化,也是不可能毕其功于一役的。我国场外市场的 CCP 机构——上海清算所,于 2009 年底方才正式建立,上清所本身还是一个新事物,其自身的运行机制和相关制度可以说都还未正式建立和推行。要使 CCP 机制在我国得到良好的推行,使之充分发挥其应有的积极作用,还有很多问题需要我们去解决。(作者单位:辽阳市政设施管理处)

### 参考文献:

- [1] 李新,周琳杰.中央对手方机制防范系统性风险研究[J].财贸经济,2011(10).
- [2] 卢向前.OTC 衍生品清算和结算安排的新发展[J].中国期货市场,2007(04).
- [3] 朱崇实.资产证券化的法律规制——金融危机背景下的思考与重构[M].厦门:厦门大学出版社,2009:165.
- [4] 汪贤星.场外衍生品的标准化衡量及中国场外衍生品标准化的实践[J].中国期货市场,2011(10).
- [5] 杜伟岸,魏建国.OTC 衍生品市场中央清算制度研究[J].武汉金融,2012(02).