

受阻的改革

约翰·基弗

场外衍生品交易——除其他因素之外，与其他证券、指数、指标、大宗商品甚至其他衍生品挂钩的金融工具导致了或者至少加剧了最近的全球金融危机，这是目前比较流行的版本，但是这个版本还没有被普遍接受。

但是无论场外衍生品是不是全球危机的罪魁祸首，几乎所有分析师都认为场外衍生品市场（即双方在交易所之外的场所直接进行工具交易的场所）的规模已经壮大，重要性也在增强，以至于需要将这些市场纳入公开的更严格的监管。

在2009年匹兹堡峰会上，二十国集团领导人呼吁对这些市场进行大规模改革，改革计划在2012年年底完成。这些改革旨在让衍生品交易更安全、更透明（通过使相关机构和投资者评估可能会涌现的、导致更深远金融问题的压力增长情况）。

但是在截止日期之后的两年多以来，还没有哪个国家完全实现任何一项改革，而且一些国家甚至还没开始进行改革。二十国集团支持的改革包括改变大多数衍生品合约中一方（统称为交易对手）与另一方的交易方式。二十国集团希望在被称为中央清算的过程中在双方之间插入中央交易对手，而不是纯粹的双边关系。二十国集团还呼吁将大部分衍生品的场外交易转移到交易所或电子交易平台（基于互联网的金融工具交易系统）。对于不进行中央结算的合约，二十国集团领导人建议提高银行资本要求。

许多情况下，这些改革已经被推迟了，

因为实施这些改革所需的立法流程和监管流程（包括跨境协调）比预期更复杂。一些国家畏缩不前，等待欧洲和美国制定和实施改革。本文评估了改革进程和已出现的跨境摩擦状态。

多种衍生品和风险

按衍生品价值的挂钩对象及其结构特点划分，衍生品有多种类型。从根本性质来说，衍生品是合约（如远期合约和期货合约），允许交易对手在某一时间以特定价格买卖某种资产——小麦、外汇、石

改革场外衍生品市场的举措正在进行，但是远远落后于预定计划



美国芝加哥市芝加哥期货交易所的交易员。

油——从而锁定未来价格或汇率的合约。但是，一些衍生品是复杂的期权合约，有多种触发因素和结果，有时触发因素和结果还相互重叠，有条件限制。

衍生品可以在经济中发挥有益作用。例如，企业和政府使用名为互换的衍生品扩大投资和借贷机会，使收入和支出更容易预测。自然资源企业和农民可以使用大宗商品远期合约锁定价格。航空公司依靠能源衍生品对冲燃油价格波动。这些类型的终端用户活动构成了近 700 万亿美元市场的大部分交易（见图）。

绝大多数衍生品在场外交易（见表），交易量使用持仓合约名义总值衡量。名义金额是基础衍生品合约的本金价值，通常只需支付少量预付款，预付款金额通常规定为名义金额的某个百分比。名义金额也反映了期货合约和远期合约需要交割的资产数量和价格。例如，远期合约要求以每加仑 3 美元的价格交割 10000 加仑航空燃油，购买价格锁定为 30000 美元，不论合约期间燃油价格会发生什么变化。对于其他类型的衍生品（如互换），名义金额就是使用利率计算分期付款义务的基础。

除了与基础本金相关的市场风险，衍生品用户还面临交易对手风险——当交易对手向未违约交易对手承担的义务金额超过了未违约方亏欠违约方的金额时，交易对手发生违约的概率。这些义务的价值随着基础利率、价格或指数变化而变化。对于交易所交易的衍生品，其价值可以直接观察到，但在场外衍生品的情况下，通常没有公开报告，必须使用数学模型估计这个价值。

此外，如果两名交易对手之间有若干个合约，未违约方必须继续履行与违约交易对手签署的其他合约所规定的义务。可以通过签署一个包括所有交易的主协议来允许在交易对方一方违约的情况下实施终止净额结算，从而降低这个风险，即两名交易对手的所有合约支付义务终止，合约的正负价值相互抵消，得出一个净结

算金额。

要求针对风险和剩余风险提供抵押品（也称保证金）（IMF，2010 年）可以进一步降低交易对手风险，每天的抵押品金额不一。保证金通常由现金或有价政府债券组成。

中央清算

衍生品合约期间的定期付款和各种风险管理活动是所谓的“清算”元素。在双边合约中，清算活动直接在两名交易对手之间发生，而在中央清算交易中，被称为中央交易对手的专门金融机构介入交易对手（称为清算会员）之间。最初的交易对手合约被与中央交易对手签署的两个新合约取代，中央交易对手与双方进行交易。

中央交易对手可以提高金融体系的安全性和效率。中央交易对手通过执行风险管理最佳实践（如日常合约重估和要求提供保证金）来提高安全性，加速处理清算会员违约情况。此外，中央交易对手可以实现多边净额结算（与上述双边净额结算截然不同），这可以减少交易对手系统风险敞口。如果出现违约，中央交易对手可以通过促进将亏损清算会员的头寸和保证金资金转移至有偿付能力的清算会员，从而控制市场对违约蔓延（扩散）的担忧（Gregory，2014 年）。

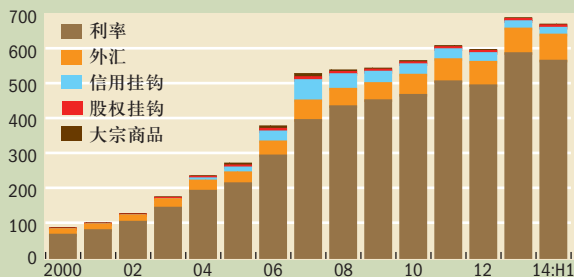
中央交易对手在扩散控制方面的作用是二十国集团呼吁对所有标准条款和条件的衍生品合约进行中央清算而不进行双边清算的主要原因。中央清算也方便向交易数据库申报衍生品交易，这个数据库收集和记录了场外衍生品交易的详细信息。（二十国集团还呼吁向交易数据库申报场外衍生品交易）。有了这些记录，监管机构和金融稳定机构可以了解交易对手违约后危险的风险敞口的增加情况以及潜在涟漪效应。强制中央清算关注标准化合约，因为中央交易对手难以对定制衍生品合约做出评估并与其他合约进行净额结算。

二十国集团还呼吁适当情况下（如有足够的交易量

大幅度增长

除了全球金融危机期间略微放缓，过去 15 年来场外交易衍生品大幅增长。

（持仓衍生品合约，名义金额，万亿美元）



资料来源：国际清算银行（2014年）。

注：名义金额是基础衍生品合约的本金总值。场外交易是买方和卖方的双边交易。交易所交易通常发生在正式场合，通常情况下，中央清算机构介入买方和卖方。

合约品种丰富

全球衍生品市场巨大。

（持仓合约名义金额，10亿美元，2014年6月30日）

	场外	交易所交易
利率合约	563,290	65,624
外汇合约	74,782	379
信用违约互换	19,462	无
股权挂钩合约	6,941	7,460
大宗商品合约	2,206	无
未分配	24,811	无
合计	691,492	73,463

资料来源：国际清算银行（2014年）。

注：名义金额为基础衍生品合约价值总额。场外交易是买方和卖方之间的双边交易。交易所交易发生在正式场合，通常情况下，中央清算机构介入买方和卖方。未分配金额为国际清算银行对没有参与半年度调查的交易商的头寸估值。

时), 在交易所和电子交易平台交易所有具备标准条款和条件的合约。二十国集团认为, 交易不透明, 如双边交易, 使市场更不可靠, 容易增加风险, 特别是在面临压力的情况下。不透明可能也增加了确定交易价值的难度, 这可能会影响风险管理。另一个全球性机构——金融稳定委员会(二十国集团领导人授予其监控改革实施)——还呼吁提高非中央清算衍生品的风险管理标准, 包括设置保证金。

这些改革旨在让衍生品交易更安全、更透明。

广泛地说, 改革进程发生在两个层面:

- 全球标准制定者的总体框架和原则确保全球一致实施改革, 没有歧视性。
- 国家主管机构落实相应的法律法规。

全球标准制定过程即将完成, 但一些剩余部分尤其棘手。例如, 中央交易对手的风险管理和监管原则已经完成, 但是确定哪些产品已经足够标准化、有资格进行强制中央清算的规则还在制定中。虽然大部分交易申报的全球监管原则已经建立起来了, 但是交易对手层面和产品层面的标准化标识符确定工作还在继续, 以确保类似交易只有唯一名称。

但从国家层面看, 许多方面进展滞后。美国进展最快。美国已经实施了归入商品期货交易委员会(CFTC)监管的衍生品的所有条例。然而, 美国证券交易委员会监管的衍生品实施进程最近才开始。欧洲的进展滞后于美国商品期货交易委员会, 因为改革进程涉及 28 个成员国及其监管机构之间的协调。此外, 涵盖交易平台授权的法律法规也是投资服务规定全方位改革的一部分。其他一些国家也退缩不前, 不是在评估各项改革对其市场的影响, 就是在等待欧盟和美国完成进程。

各个国家之间的监管不一致和摩擦也导致了改革之路比预期更为坎坷。二十国集团领导人要求各国主管机构设法遵守其他国家的法规, 但是欧盟监管机构不同意欧盟交易对手使用美国的中央交易对手, 而美国监管机构希望涉及美国交易对手的交易在美国授权的交易平台上进行。

尽管如此, 许多改革正在成功推出。超过半数的利率衍生品和存在活跃中央交易对手的约 40% 的信用衍生品进行中央清算(FSB, 2014a)。现在, 几乎所有场外利率衍生品和信用衍生品都向交易数据库申报。

许多方面进展缓慢

但其他方面一直进展缓慢。例如, 将交易转移到电

子平台的速度比转移到中央交易对手的进度慢, 部分原因是这涉及到很多新的规则。“适用情况”和“标准化”标准仍然必须在全球标准制定层面得到解决。很多国家都存在申报和信息共享的法律障碍, 包括隐私和银行保密法以及数据保护机制。而且扩大交易数据库可能增加了全面了解市场及其相关关系的难度。这个困难需要呼吁加强申报标准化和建立集中数据中心, 以便将 20 来个目前获得授权的交易数据库的数据汇集在一个场所(FSB, 2014b)。

主管机构如果希望控制全球金融稳定风险, 就不能只关注国家利益。如果想要获得类似结果, 成功取决于各个国家对其他国家法规的尊重程度以及妥协, 包括隐私相关法律和其他阻碍跨境信息共享的法律。■

约翰·基弗(John Kiff)是IMF货币与资本市场部金融部门高级专家。

参考文献:

Bank for International Settlements (BIS), 2014, “OTC Derivatives Market Activity in the First Half of 2014,” Statistical Release (Basel).

Financial Stability Board (FSB), 2014a, “OTC Derivatives Market Reforms: Eighth Progress Report on Implementation” (Basel: Bank for International Settlements).

——, 2014b, “Feasibility Study on Approaches to Aggregate OTC Derivatives Data,” Consultation Paper (Basel: Bank for International Settlements).

Gregory, Jon, 2014, *Central Counterparties: Mandatory Central Clearing and Initial Margin Requirements for OTC Derivatives* (Hoboken, New Jersey: Wiley Finance).

International Monetary Fund (IMF), 2010, “Making Over-the-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties,” *Global Financial Stability Report, Chapter 3* (Washington, April).