

场内交易贵金属期货合约并 进行中央清算的优势



全球标准的设定

伦敦金属交易所 (LME) 相信，通过场内交易贵金属合约及中央清算等措施可大幅节省交易资金成本并提升运营效益。在针对 OTC 场外市场日渐趋严的监管形势下，场内交易对市场参与者而言，越来越具有吸引力。

自金融危机过后，全球金融监管机构的指导方针是提倡将双边对手方的 OTC 交易迁移至进行中央清算的交易所场内，G20 国也承诺将大力推广中央清算的模式，并为此提供经济优惠政策，以降低金融市场的系统性风险，支持推广更加公平和透明的金融市场。

伦敦金银市场在这方面的调适较为缓慢，大致上仍是沿用买卖双方直接进行交易。

近年来伦敦市场中的多家知名贵金属交易商相继歇业，这对成交量、买卖差价及流通性均造成影响。新规例的生效实施对双边交易模式及相关资金成本的压力将与日俱增。LME 充分意识到场外交易对众多市场参与者来说将不符合经济效益，为双边交易授信而提供资金抵押的依据也变得日渐牵强。

2017 年中推出的 “LMEprecious” 旨在补充及加强现有的伦敦贵金属市场，为此提供一个流通兼具透明度的贵金属期货交易及结算场所，并对接伦敦本地市场的金银结算与交割体系。“LME 贵金属” 的交易、清算及交割在同一个司法监管范围下完成，以减低不确定性及合规风险。

我们的完整解决方案包括 LME Clear (提供实时结算服务) 以及 LMEwire (使会员及其客户经 LME 进行的交易符合交易汇报的监管规定)。

因此，LME 预期可大幅节省后勤办公室流程、风险和信贷管理以至结算的成本，同时结合流动性，提供最佳的交易执行，和为买卖贵金属提供更具资本效益的解决方案。

LME 审视了现行及未来的监管架构对结算及非结算交易的相对影响，结果包括：

1. 非结算场外衍生品所要求的更高资本占用
2. 非结算场外交易的交易费用增加
3. 杠杆比率影响
4. 中央结算可按净额计算
5. 运营效益
6. 市场流动性的减少
7. 场外市场透明度的提升。

LME 委聘了 Deloitte LLP (“德勤”) 概述有关已结算及非结算交易的监管事宜。

德勤的分析于下文详述。

德勤概括了关于中央清算和非中央清算监管要求的主要含意。在此分析中，德勤谨代表 LME，将聚焦于结算的监管依据，基于一定的市场环境，将会或可能会带来优化资本金、保证金、净额计算及运营的结果。该分析不涉及某些商业方面的考量。各家公司在监管上的运用中需要因地制宜，也许考虑其他因数。

多项欧盟监管计划都针对场外市场（大部分均出自上述的 G20 国承诺），希望减低场外市场的系统性风险及不透明的情况。以下章节呈列该等规定及其对衍生工具活动的影响。注意：下文仅限于欧盟的监管规定，不涉及任何国际或第三国在相关方面的规定。

1. 非结算场外衍生品合约的资本费用较高

相较而言，《资本要求指令》及《资本要求规例》(CRD IV/CRR)更支持经中央结算的交易。在 CRD IV/CRR 条例下，非结算的场外交易因承担对手方风险需要满足较高的资本金要求。

风险权重较高

相较于经合格的清算会员ⁱ结算的交易，非中央结算的场外交易须承担较高的风险权重ⁱⁱ。清算会员亦会承担资金费用，提供中央对手方的违责基金ⁱⁱⁱ。

非结算交易的信用评价调整费用

根据 CRD IV/CRR 条例，若干非结算场外交易须承担一项保障信用评价调整 (CVA) 变动的资本费用，主要是针对对手方信用降低的风险。CVA 资本费用将对银行及受 CRD IV/CRR 影响并参与 OTC 交易的投资机构，在远期衍生品、无抵押的风险头寸及面对信用评级较低的对手方等方面将有不同程度的影响。

计算 CVA 资本要求是一项过程繁杂的工作，须由金融机构寻找合适对冲手段。

2. 非结算场外交易的交易费用增加

非结算场外交易的保证金要求更高

欧洲市场基础设施监管规例 (European Markets Infrastructure Regulation, 简称 EMIR) 强制规定，如符合若干条件，非经中央结算的场外衍生品交易须交换初始及浮动保证金^{vi}。国际结算银行 (Bank for International Settlements, 简称 BIS) 估计，这些改革举措实施，再加上上文所提及的场外交易的资本费用的增加，已加强了中央结算的吸引力，因为中央结算较双边交易更便宜^{viii}。非结算交易的资金成本增加，或会刺激市场参与者自愿将不受结算责任规限的交易进行中央结算^{ix}。

值得注意的是，市场参与者亦须为任何场内清算交易向清算机构支付初始及浮动保证金。相较而言，按规定为非清算交易支付的初始保证金将更高^x。

通常，非结算交易的初始保证金计算可按固定收费标准或按照某些参数条件专门设定的初始保证金收取模式。按国际掉期和衍生工具协会 (ISDA) 已制定标准初始保证金设定模式 (SIMM)，大部分公司都打算以此计算，如预期一样，该保证金要求将高于场内交易并中央清算的模式^{xi}。实施有关规则尚有其他运营方面的考虑因素，特别是公司须就交换初始和浮动保证金而重新制定相关账户设立和交易文件，增加了文件管理的复杂性。

缩短场内交易抛售期的时间

为保障当对手方违约后抵押品无法即时变现的情况，计算初始保证金时，必须计算从最近的覆盖同违约方交易的净头寸的保证金交换直至低价抛售处理违约方的头寸并在新市场环境下重新对冲风险之间的所需时间（称为“保证金风险期”），而中央结算交易的保证金风险期较短，以致较低的保证金要求。场内衍生品交易因清算期的时间可缩减至一天而获得优待（前提包括保证金要求按小时盯市）^{xiv}。

3. 杠杆比率的影响

结算交易的保证金风险期较短以致衍生工具风险较低

保证金风险期 (MPOR) 是计算杠杆比率 (LR) 算式的分母的其中一个元素。结算及非结算衍生工具的保证金风险期分别为 5 日及 10 日，所以结算交易面对的违责风险水平将会较低。若分母的所有其他元素相同，将对目标杠杆比率有正面影响^{xv}。

代客结算不计杠杆比率

CRD IV/CRR 目前并无在杠杆比率计算方面给予代客结算任何优惠待遇，但近期有关修订规例 (CRD V/CRR II) 的立法建议预计会改变局面。具体而言，欧洲委员会已建议在计算杠杆比率时，作为结算经纪的银行为代客结算而持有的初始保证金可获豁免不纳入计算。这主要是回应银行时下因对杠杆比率要求带来的负面效果，而降低代客结算服务的意愿这一问题，这将激励中央清算在未来的推广，使得小型金融机构和非金融交易对手方更容易参与其中。

4. 中央结算带来的冲减效益

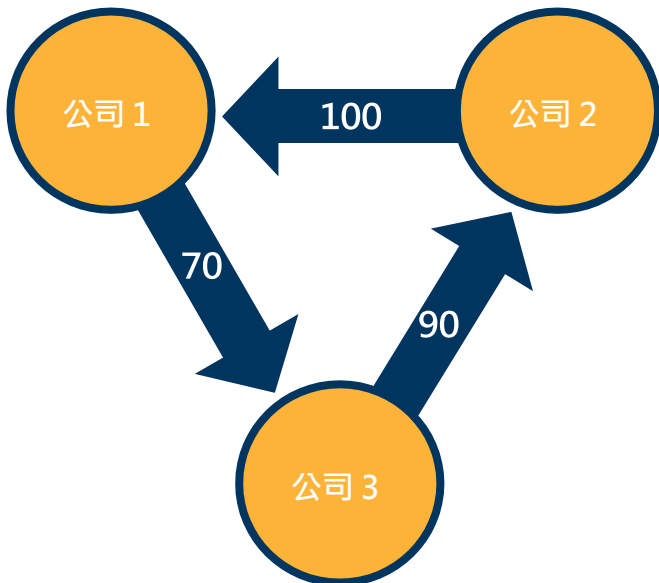
相比双边交易，经中央对手方进行结算，可让市场参与者与不同对手方交易时所需的资产及负债相互抵消，带来重大的多冲减效益，减低风险及降低相关资本费用。

交易净头寸的减少，相比场内与多边交易两种方式，也能带来因中央清算而降低抵押品要求的效果。这也相应的为寻求以更少的抵押品而获许交易的机构带来融资方面的影响效应。

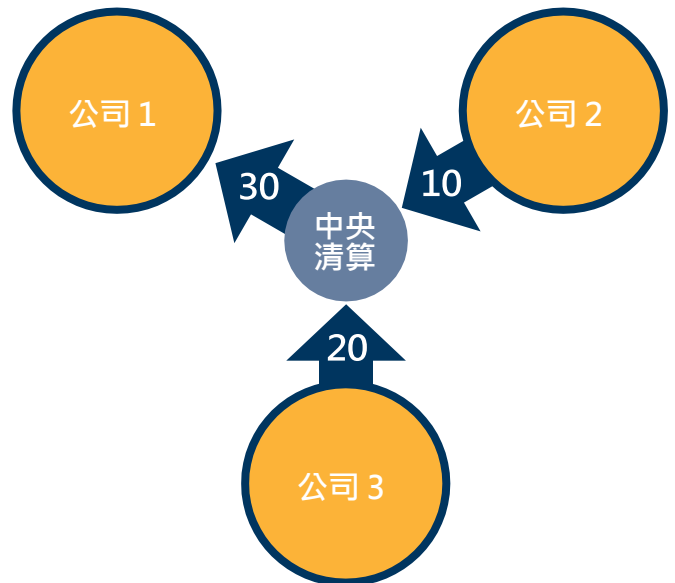
多边冲减的优势在经中央清算为市场参与者跨品种交易设定保证金时得以发挥最大效应。(按组合计算保证金)，允许他们在持有关联性的不同产品的头寸时抵消部分风险。

从运营角度看，面对中央对手方，减轻了每日结算不同场外多边交易的浮动保证金而造成的运营负担，它也减低了结算双边交易保证金的延误风险，该延误曾对交易日内现金流造成压力。

双边交易-公司 2 的风险：190



经中央对手方进行结算-公司 2 的风险：10



5. 市场流动性的减少

做市的减少

自 CRD IV/CRR 实施较高的资本要求及流动性要求后，做市商更专注于所需更少本金及资产负债能力的活动^{xvi}。符合这一发展，银行或许更倾向于减少用于做市业务的资金投入，并通过削减持有低流动性（非合格）及高风险的资产，以降低总运营规模。^{xvii}

市场观察人士预计，此趋势将对市场流通量造成负面影响，但其他参与者及场所带来的流通量的增加能与此抵消^{xviii}。

最重要的是，场外衍生品市场的改革预期将令银行的做市业务由场外及非清算衍生品转移至交易所场内清算的衍生品^{xix}。

6. 运营效益

监管汇报负担的减少

根据 EMIR，场外及场内的衍生品交易均须向交易资料储存库汇报详情，但 EMIR 允许对手方将汇报合约的责任委托予他人^{xx}。若是场内衍生品交易，交易所运营商可代表对手方作出汇报，减轻交易所会员的运营负担。

合规性的增强和最佳的交易执行要求^{xxi}

根据《金融工具市场指令》（MiFID），市场参与者须证明其遵守最佳买卖执行要求，而 MiFID II 更将会加强有关要求。若是场内交易，由于可获得价格的公开性，市场参与者或较容易满足此要求。然而，场外市场数据的不透明性，公司难以证明其提供最好报价的执行要求^{xxii}。

7. 场外市场透明度的增加

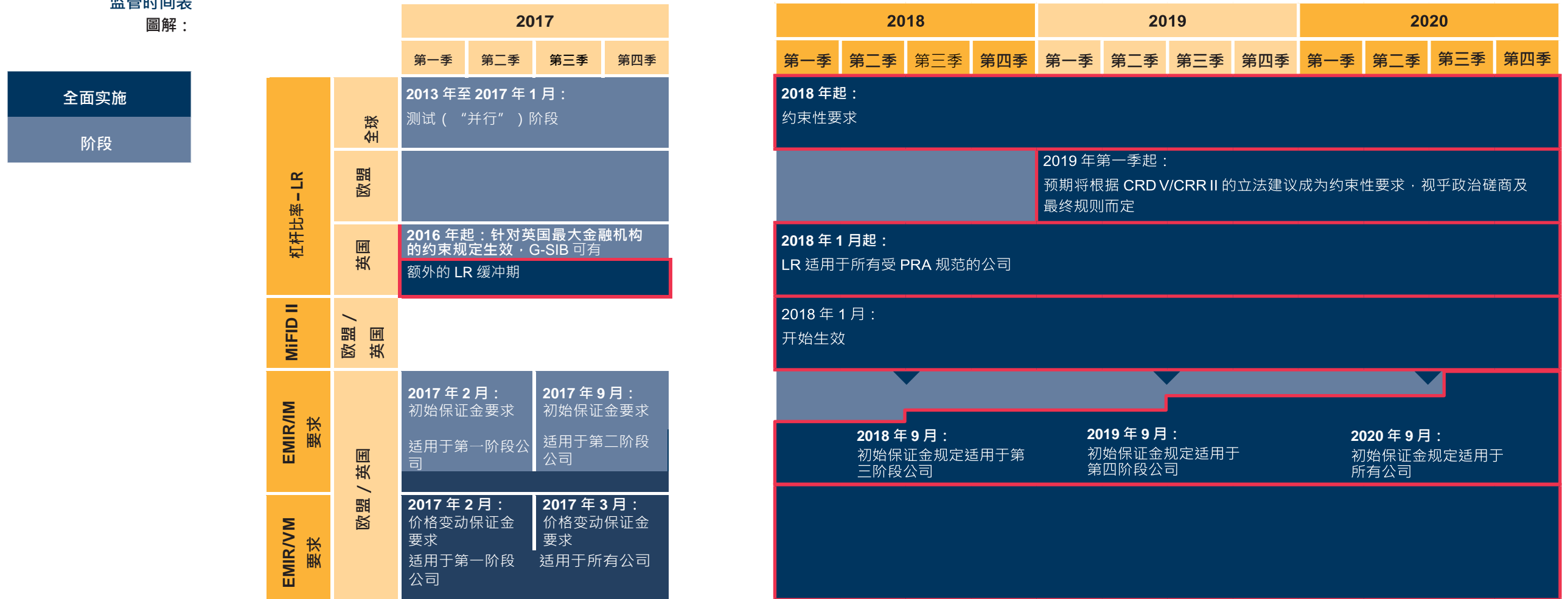
MiFID II 将扩大市场透明度要求的范围，把更多双边带往交易所场内。

加强交易前后的透明度要求，将适用于更广泛的金融产品范畴，其中包括金融衍生品。

经常及有系统地参与场外交易的投资公司，若其场外活动超出了预设的界线，即须登记为系统化内部撮合商（SI），交易前后均要符合指定的透明度规定，包括须向其他客户提供特定的报价^{xxiv}。

这一交易责任将要求若干类别的衍生品在交易所执行交易，以缓减市场资讯不透明的情况。交易责任实施后，预期场外交易的减少将为交易所场内带来更多交易。根据德勤近期一项调查，多家资产管理公司均指“混合平台”式的交易场所可为公司提供额外流动性来源^{xxvii}。

监管时间表
圖解：



- i 风险权重反映违约的可能性及因对手方违约的损失。根据 CRR 第 127 条，风险权重范围介乎 20%至 150%。
- CRR 第 306 条针对结算成员，CRR 第 305 条针对客户风险。结算成员方面，风险权重将为：
- 倘中央对手方违约，无须弥偿客户损失的客户交易（即结算成员不“担保表现”）：0%
 - 所有其他交易风险：2%
- 客户可透视中央对手方，前提是客户业务与该中央对手方的会员公司户口分开。在该情况下，以下风险权重将适用：
- 客户资金与其中央对手方内的户口分开：2%；
 - 客户资金与违约的结算成员分开，但与其他客户户口集合一起（综合独立）：4%
- ii 合资格中央对手方须符合 EMIR 的要求或（如为第三国中央对手方）相应规则。
- iii 中央对手方违约基金供款的资本费用，将采用对风险敏感的“假定资本要求”法（CRR 第 307 及 308 条），或按 CRR 第 310 条的其他方法计算。
- iv 值得注意的是，并非在交易所买卖的产品可以分类为衍生工具或证券融资交易（SFT）。
- v 《资本要求规则》第 381 至 386 条。CRR 豁免对与非金融对手方进行低于 EMIR 结算界线的交易及大部分集团内交易征收 CVA 费用，CRR 第 382 条。
- vi CRR 豁免对与非金融对手方进行低于 EMIR 结算界线的交易及大部分集团内交易征收 CVA 费用，CRR 第 382 条。
- vii 欧洲联盟委员会授权规例 2016 年第 2251 号（Commission Delegated Regulation (EU) 2016/2251）。非结算交易的保证金要求适用于所有金融对手方及该等超出结算界线的非金融对手方，前提是非中央结算衍生工具的三个月末平均名义金额总额超出 80 亿欧元。有关规定将根据本文件末的时间表分阶段实施。
- BIS 文件：《场外衍生工具的监管改革：中央结算的优惠评估》（2014 年 10 月）
- ix 大宗商品不受 EMIR 的结算责任所规限，目前 ESMA 并无就将大宗商品纳入结算责任范围进行任何工作，但日后情况或会改变。
- x 内部初始保证金模式应至少以 10 日的风险保证期（MPOR）为基准，而中央对手方的内部保证金模式的 MPOR 则为下文注 15 所述的较短期间。欧洲联盟委员会授权规例 2016 年第 2251 号（Commission Delegated Regulation (EU) 2016/2251）第 15 条。
- xi ISDA SIMM 使用 10 日 MPOR，相对而言，中央对手方的内部模式使用下节所述结算产品的较短期间。ISDA 非结算衍生工具的标准初始保证金模式，2013 年 12 月。
- xii 根据欧盟规则，场内买卖产品的清偿期为 1 日或 2 日，结算场外衍生工具为 5 日，非结算衍生工具为 10 日。欧洲联盟委员会授权规例 2016 年第 2251 号（Commission Delegated Regulation (EU) 2016/2251）第 15 条及 RTS 2013 年第 153 号第 26 条 ESMA Final Report on Review 有关客户户口的 MPOR。
- xiii 仅限于受欧洲联盟委员会授权规例 2016 年第 2251 号（Commission Delegated Regulation (EU) 2016/2251）强制规定若干交易须交换初始保证金的非结算交易而言。这些规定由 2017 年 2 月起分阶段实施。
- xiv 根据 European Supervisory Markets Authority (ESMA) 的监管技术标准（RTS）初稿，一旦 MPOR 将适用于个别独立户口及总综合户口，有关条件请参阅 RTS 2013 年第 153 号第 26 条 ESMA Final Report on Review 有关客户户口的 MPOR。
- xv 结算衍生工具：CRR 第 285 2(a)条；非结算衍生工具：2(b)条。
- xvi 全球金融体系委员会（Committee on the Global Financial System），Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications，2014 年 11 月，及国际结算银行（Bank for International Settlements，简称 BIS），Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments，2015 年 3 月。
- xvii 同上。
- xviii 英伦银行，Dealing with change: Liquidity in evolving market structures - speech by Minouche Shafik，2015 年 10 月。
- xix 同上。
- xx 欧盟规例 2012 年第 648 号第 9 条（Regulation (EU) No 648/2012, Article 9）。
- xxi 值得注意的是，MiFID II/MiFIR 不适用于 2016 年 4 月 25 日补充欧洲议会及理事会指令 2014/65/EU 的欧洲联盟委员会授权规例（Commission Delegated Regulation (EU)）所界定的现货商品合约，内容有关投资公司的组织要求及运营条件及该指令所界定的词语。
- xxii MiFID II 于 2018 年 1 月生效。
- xxiii 值得注意的是，价格是证明最佳执行的元素之一。在若干情况下，场内买卖与场外产品之间的对照或不相关，因为场外产品或更适合客户需要（即对冲其风险）。
- xxiv MiFIR 第 18 及 21 条。
- xxv MiFIR 第 28 条界定了衍生工具交易责任的条件。
- xxvi 德勤，Navigating MiFID II – Strategic decisions for asset managers。
- xxvii 同上。

联络我们

德勤

Deloitte LLP 为 DTTL 的英国成员公司。

本文只就一般情况而写，因此不可据而用于个别特有的情况；所载的原则应用视乎所涉及的具体情况而定。我们建议阁下按照本刊物任何内容而采取或不采取行动前先征询专业意见。Deloitte LLP 乐意因应读者的具体情况为其就如何应用本刊物所载原则提供意见。任何人士若按照本刊物任何材料而采取或不采取行动招致损失，Deloitte LLP 概不承担任何谨慎责任亦概不赔偿损失。

© 2017 Deloitte LLP。版权所有。

Deloitte LLP 为在英格兰及威尔士注册的有限合伙公司（注册编号：OC303675），注册办事处为 2 New Street Square, London EC4A 3BZ, United Kingdom。电话：+44 (0)20 7936 3000；传真：+44 (0)20 7583 1198。



Zeshan Choudhry
zchoudhry@deloitte.co.uk
+44 (0)20 7303 8572



Melis Pistracher
mpistracher@deloitte.co.uk
+44 (0)20 7303 0485



Georgia Mantalara
gmantalara@deloitte.co.uk
+44 (0)20 7303 8979

伦敦金属交易所“LMEprecious”团队



Alex Shaw
alex.shaw@lme.com
+44 (0)20 7113 8137



Kate Eged
kate.eged@lme.com
+44 (0)20 7113 8671



David Mears
david.mears@lme.com
+44 (0)20 7113 8962



© The London Metal Exchange ("LME") · 2017 · The London Metal Exchange 标志为伦敦金属交易所的注册商标。

版权所有。本档所载的所有资料（「资料」）仅供参考。虽然 LME 竭力确保所提供的资料准确、可靠和完整，但 LME 及其任何附属公司对相关资料的准确性、完整性、及时性或适用性概不作任何明示或暗示的保证或陈述，也不接纳或承担任何责任。对于任何因资料不准确或遗漏又或因根据资料所导致的后果或所作的决定、行动或不采取行动所引致的损失或损害，LME 概不负责。本档提及的所有拟定产品须以最后的合同为依归及监管机构批准作实，惟最后不一定订立合约，也不一定获监管机构批准。某些建议计划亦可能须先咨询市场，最后可能实施或不实施，又或以经修订方式实施。作出咨询总结后，所提出的建议计划或获或不获监管机构批准。这些拟定产品若能推出，其条款亦可能与本档所述不同。

未经 LME 事先书面许可，严禁以任何形式或方法分派、转发、转载、修改或传送资料的全部或部分。

资料并不构成也不构成任何投资意见、评论或建议作出任何投资决定。LME 并非为任何获提供资料的人士行事。收到资料的人士并非 LME 的客户，故 LME 概无责任为任何该等人士提供监管或其他方面的保障。所有收到资料的人士按资料作任何决定前，应先寻求独立的投资、法律、税务及其他相关意见。

只有美国商品期货交易委员会注册的公司，或根据美国商品期货交易委员会规则 30.10 获许寻求及接受美国期货及期权客户资金在 LME 买卖的公司，可向美国外国期货及期权客户提呈发售或出售 LME 合约。

THE LONDON METAL EXCHANGE
10 Finsbury Square, London EC2A 1AJ | Tel +44 (0)20 7113 8888