

全球风险转移市场:转型与现状*

E. 保罗·卢瓦迪** 著

上海证券交易所国际发展部 编译

摘要:TABB 从场外交易法则与交易所衍生品两者的角度分析了目前全球风险转移市场,其中明确市场规模和实施时点都有所优化,同时从风险市场中的清算、保证金、抵押品、自动交易解决方案、交易成本、交易报告和报告库,以及域外管辖权等方面对全球风险转移市场进行分析,并从可获知的数据分析得出结论。

关键词:清算 保证金 全球风险转移市场
转型

* 本文系世界交易所联合会(WFE)委托 TABB 完成的研究报告《全球风险转移市场:转型与现状》部分内容编译而成。TABB 集团(TABB Group)成立于 2003 年,总部位于美国,是全球著名的金融市场研究和战略咨询公司。TABB 集团主要提供衍生品、股票、外汇和债券等市场趋势研究和投资管理咨询,服务客户包括全球各大交易所、投资基金、中介机构以及主要金融国际组织。

** TABB 集团高级分析师。

一、综述

2010年11月,TABB集团(简称TABB)发表了《全球风险转移市场:场外交易法则和交易所交易衍生品》。本年度,TABB以此为基础,发布了新一版报告。本报告主要内容是:

(一) 市场规模正在调整

场外交易衍生品(OTCD)总体趋势在可预见的未来都将保持平稳。场外交易利率衍生品市场继续占主导地位;此类产品的全球未平仓名义水平已经超过80%。

(二) 实施时点更为清晰

尽管监管者在规则的确定上一拖再拖,但强制清算实施的时点和方式已经日益明晰——尤其是在美国。到2013年年初,许多标准的利率掉期(Interest Rate Swap, IRS)和信用违约掉期(Credit Default Swap, CDS)产品都将要求由交易商和买方参与者进行清算。欧洲监管者和亚洲一些国家也采取了类似的措施,但目前尚不清楚是否20国集团中的其他国家也会采取行动。尽管对清算方面的监管要求非常紧迫,TABB依旧认为在规则制定过程中还会发生更多的拖延。无论如何,买方清算政策的实施进度之慢屡创新高。

(三) 清算

1. 系统保护的**成本**:在去杠杆化时代(意味着抵押品正变得越来越稀缺),提出清算和保证金要求对于许多金融机构而言无疑是一剂难以下咽的苦药,这些保证金要求可能会继续使交易所交易产品和衍生品更具有吸引力。

2. 清算的**必要性**:TABB认为,风险长期集中在数量相对较少的交易商是不利的,中央清算则是解决这一顽疾的重要途径之一。若没有中央清算和分散风险,成本即便不继续上升也会居高不下,且这些成本还必须立即支付(如同在救市中所发生的那样),更重要的是,它将由无辜的旁观者也就是广大纳税人来支付。

3. 清算带来的**效率**:保证金冲抵和优化风险建模方法是新模式中

应对初始保证金要求最有效的武器,但这些方法的开发和实施尚需时日。同时,《巴塞尔协议Ⅲ》的资本要求可能会使清算中资本的使用更加有效。在《巴塞尔协议Ⅲ》下,与对手方信用风险相关的资本支出不断提高。因此,(在可能的情况下)将开放的掉期头寸移至中央对手方,合约对手方不再承担未结仓位的所有风险重负,其信用级别可恢复至原有水平。

清算的潜力:TABB 估计未平仓合约名义价值的 40% 已经被清算,此外有 39% 可以被清算。最奇异的产品(占 21%)显然无法被清算。问题在于,新型保证金和其他要求会使得奇异产品反而变得缺乏吸引力,是否会导致对冲行为更多地转向使用标准化产品。

(四)转向交易所交易衍生品(ETD)模式

1. 扩大交易量:使场外交易衍生品经纪人和交易商着魔的只有扩大交易量。如果全球风险转移市场的大规模改革将改变产品选择和交易流向,那么所有扩大成交量的机制,包括新参与者更大程度的市场准入,都应该被全盘接受。

2. 标准化和自动化:清算费用还与标准化水平相关。在比较交易所交易衍生品和场外交易衍生品资产类别时,如果成交量(或名义成交量)能够提升,根据经验判断,该资产类别的成本一般也能得到降低。

3. 市场准入:TABB 认为采用代理经纪模式交易掉期产品所获的利润率是小部分(规模较小的)经纪商无法抗拒的,他们最终将打破现状,为投资者提供更多接入掉期市场的机会。这种变化最终会加速掉期的电子交易进程、降低价差和其他显性交易成本,逐步加快场外掉期市场向期货市场特性的转变,这将体现在运营和风险分散等方面。

4. 域外管辖权:TABB 认为场外交易衍生品规则的核心内容必须至少与现行规则有相似之处,以消除或尽可能减少当前存在的域外管辖权问题。

掉期业务是非常复杂的,不同的业务之间具有内在联系,且在各个层面大部分还是以人为中心的一项业务,很难被移植到其他地区,尤其是那些对运营风险承受度持审慎而非宽松态度的环境中。

(五) TABB 对于全球风险转移市场的研究:转型与现状

本报告是根据 2010 年 11 月出版的初步《全球风险转移市场报告》进一步研究而成。本报告研究了全球衍生品市场的转型与现状之间的矛盾、市场生态系统中各个部分不同的发展阶段以及从现状到转型的实施周期。本报告尤其关注目前影响掉期产品的主要问题,包括清算、保证金、抵押品、自动交易解决方案、交易成本、交易报告和报告库,以及域外管辖权等,希望能将他们同交易所交易衍生品市场一起在多个地区中普及。

TABB 相信,现在全球风险转移市场的转型实质将会带来史无前例且出人意料的结果。可能产生的结果数量虽不多,其发生的可能性也不尽相同,但要给各种结果预测可能性则非常困难。以下几种情况是最可能出现的(但也是史无前例的)变化,我们将在未来全球衍生品市场中经常遇见它们。

奇异衍生品消失的可能性:中央对手方(CCP)提出初始保证金要求,导致出现资本的机会成本;流动性较低的交易和/或者奇异的双向交易则被提议征收繁重的费用(因此妨碍了其复杂程度)。以上两项将给大量无法清算的交易结构带去高昂的成本。

1. 可能性:高

更多的标准化和“香草”^[1]化:整个场外交易衍生品市场和交易结构将最终由一部分具有香草特性的产品所主导。即将实施的政策要求进行类似交易所的交易成交、中央清算并提升交易前后的透明度。为支持这些政策或者在其还未到来之前鼓励更多人自愿采纳以上要求,这些市场必须变得更加自动化。而标准化则是自动化的重要前提。

2. 可能性:高

用期货或者“期货化”的掉期产品替换传统的场外交易掉期产品:即使对于最普通的香草掉期而言,新推的初始保证金要求将导致新的机会成本,这会让部分市场参与者,尤其是那些风险敞口更直接的参与

[1] 香草类产品是指相对简单的普通金融衍生品,其结构与定价方式已基本标准化和市场化,包括期货、期权、远期和互换。与香草类产品对应的是奇异衍生品,即更为复杂且没有标准的衍生品,多根据特地客户或者市场的需求而开发。

者,承受犹如心脏骤停般的痛苦。市场老手早已习惯了空手套白狼(价差中所包含的费用除外),但根据我们对最新规则的解读,新推出的初始保证金要求与中央清算长期捆绑在一起,这意味着即便是最标准化的掉期产品都比以前成本更高。对于这种“保险”的付出是否值得?这个问题将成为争论的热点。不幸的是,在传统的期货市场中还找不到任何替代品。诸如欧洲美元期货、美国国债期货之类的产品并不是可靠的替代品,何况还在争论其是否符合财务会计准备委员会所(FAS)颁布的第133条“对冲会计处理”。而新产品,比如 Eris 掉期期货的确代表了另外一种可能,但就近期而言,其局限性依然很大。

3. 可能性:低(对于传统期货),中等/可能性逐步加大(对于新型混合期货)

选择放弃对冲:几乎没有什么利益相关者在公开谈论这种情况,至少没有公开谈论。过去的15年中,掉期产品年均增长20%。这是因为他们没有或只有较低的直接成本,成本波动较小增强了其现金流的可预测性。(当然也因为掉期是一个极为有效的杠杆投资工具,才产生了对其的需求)在波动性较低、成本较高的情况下,对冲的价值可能超过成本波动较小所带来的好处(同采用现金或者其他同类工具的低成本相比,则失去吸引力)。如果是这样,对冲产品的天然买家(一般是指最终的企业客户)有多大可能性不再采用掉期来对冲风险?如果增加的成本等于(甚至超过)对冲的价值,而替代对冲的选择又相当有限,那么许多市场参与者别无选择,只能放弃对冲。

TABB 还相信,这种结果还部分有利于华尔街对华盛顿、伦敦以及布鲁塞尔(政策制定者)的游说。对于主要的利益相关者而言,最重要的是采取一切手段延缓或者缓和对于强制清算的要求,借此保证目前的收入,同时延长重新构建复杂运营结构所需的时间。

4. 可能性:比现有预期要高

(注:截至2012年8月底,美国商品期货交易委员会已经规定了第一批买方强制清算需要在2012年第四季度或者2013年第一季度满足,欧盟预计将在2013年中期实施)

扰乱因素提示:各种最终用户在特定战略中可用的数据还不够细致、综合或者常见,不足以用来预测可能发生的变化。我们对这些可能结果的好奇源于一个问题:如果天然的风险买家和卖家显著地改变了

他们的行为或者一同离开了市场,结果会怎样?

此外,即将实施的政策要求通过自动化和电子成交方式改变交易流,这将引起平均交易或者合约规模的急剧萎缩。隐藏交易意图的想法将造成订单的碎片化。随着交易规模的萎缩,图中的震荡轨迹也会相应减弱。

但是,交易流程自动化是这些发展的核心。随着算法交易和其他自动交易方法逐步在市场中流行起来,风险的自然买家和卖家已经开始寻找其他非上市交易场所,比如暗池,或者更倾向于持币旁观。

自动化的现象已经改变了应用自动化的市场结构,也改变了市场参与者的观念。由于多数最终用户已经采用了算法交易,所以自动化使得市场参与者更集中,差异更小。这样就无法完整展示整个风险接受程度的多样性。最好的例子就是2012年5月美国期货交易委员会(CFTC)的技术咨询委员会(TAC)对高频交易的定义。

高频交易是一种自动化的交易方式,它采用了:(1)算法交易,用来决策、生成订单、发出订单、接入订单或者成交每一笔交易,而不需要人为指令;(2)低延迟技术,将反应时间最小化,包括服务器共存服务;(3)高速订单接入市场;以及(4)高速信息传送率(下单,报价或者撤单)。

我们认为,无论是采用经纪商算法交易的机构投资者,还是在多个流动性市场中套利的从事自营业务的券商,这个定义都能被顺利接受。掉期市场正在逐步转向采用高频交易的市场风格,真正的问题在于掉期流动性的净变动是否能体现出增长、下降或者两者均有(取决于采用何种衡量尺度)的机会。

在此份TABB的研究中,我们采用了大量新近出版的数据,寻求证据说明全球风险转移市场的重要组成部分正在影响市场的多样性以及产品的选择,以及如何影响未来。

二、揭开市场规模的面纱

2012年5月国际清算银行(BIS)发布了场外交易衍生品的统计数据。全球报告的交易商范围扩大至澳大利亚和西班牙,因此整个未平

仓合约的名义价值增加了12.7万亿美元。这既是好消息又是坏消息。好消息是,场外交易衍生品市场正在逐渐完善,具体的构架越来越清晰;坏消息则是,当我们以为构架清晰的时候,新数据正在改变我们长期以来一致认为正确的观念。

2010年11月在TABB出版了《全球风险转移市场:场外交易衍生品和交易所交易衍生品的发展》报告后,我们预计即将到来的交易量缩减、要求场外交易衍生品遵守清算和报告准则将降低未平仓合约名义价值,同时也会影响到市场规模。当2011年11月国际清算银行公布2011年的年中数据时,我们很疑惑地发现该数字达到了708万亿美元的历史高点,即便是2008年金融危机之前都没有达到如此高度。

全球风险转移市场主要由两个相互冲突的宏观主题——经济和监管推动。我们假设监管对名义总值有着最大的影响力。实际上,在“量化宽松”第二期(QE2)于2011年6月结束时,美国正经历债务危机引起的政治博弈,欧洲也在应对类似的挑战,同时还有谣传美国信用评级将被调低。正因为这些原因,名义未平仓合约水平才于2011年中期(一个高度对冲的时期)达到了高点。2011年年末名义未平仓合约下跌至648万亿美元,这也证实了TABB目前对这些市场的预测:市场萎缩的风险不容忽视。

无论怎样,TABB都认为名义未平仓合约已达到了近期的高点,而整个场外交易衍生品的趋势将在可预见的未来逐步缓慢下行。不过正如所有同多德弗兰克法案以及欧洲市场基础设施监管条例有关的问题都受到不确定性影响一样,这个预期同样受到不确定性的影响。这些不确定性包括:清算规则实施的时机和细节、受到不同保证金要求的市场新参与者进入市场等。

三、中央清算:系统保护成本

多德-弗兰克法案的强制清算要求可通过两种方式最大限度地减少与掉期有关的系统性风险:通过系统地监管重要的金融中介机构(SIFI)以防止突发性和破坏性违约。这些要求也可通过风险分摊来应

对过度杠杆化的行为,并降低交易对手方的信贷敞口。

世界上许多大国政府即便没对社会资产负债表进行整体的去杠杆化,也都在设法对其银行系统进行去杠杆化。《巴塞尔协议Ⅲ》、《多德-弗兰克法案》(尤其是沃尔克规则)和《欧洲市场基础设施监管条例》(EMIR)都是努力遏制财务杠杆的几个榜样。有了《多德-弗兰克法案》,强制清算里的成本变化就极为重要。初始保证金(IM)的头寸以及对未清算的场外衍生品交易“独立项目”的头寸要求,意味着这个市场框架将面临新的成本。初始保证金基本上是杠杆于转型期的机会成本,这一成本最终成为掉期交易成本中的主要组成部分。

一旦算上期限延长、产品类型和利率水平的最终上升等因素,场外衍生品的机会成本将更为可观。所以,在去杠杆化的时期(当抵押品越来越稀缺时),强制清算和保证金要求对许多金融机构来说是一剂难以下咽的苦药。尽管如此,TABB认为,风险长期集中在数量相对较少的交易商是不利的,中央清算则是解决这一顽疾的重要途径之一。若没有中央清算和分散风险,成本即便不继续上升也会居高不下,且这些成本还必须立即支付(如同在救市中所发生的那样),更重要的是,它将由无辜的旁观者也就是广大纳税人来支付。

(一)种瓜得瓜,种豆得豆

按传统来说,买卖双方会签订一个双边场外衍生品协议,而现在中央清算在双方之间添加了一个清算所。这个清算所,或者叫中央对手方(CCP),作为买方和卖方的中间人,保证双方交易的顺利进行并有能力偿付,直到这笔交易完成,不受交易对手的财务状况影响。通过吸收交易双方的风险,清算所降低了对任何一方的偿付能力的依赖性,保证一方财务状况的变化不会危及到另一方。通过保证这些交易,清算所也降低了违约方的其他违规交易危及与违约方无直接往来的各方的可能性。通过加入一个更大的群体,场外衍生品交易的参与者放弃了双边交易市场的自由度而获得一些保护。

清算不只是降低交易对手方的风险。对根据《巴塞尔协议Ⅲ》日益严格的资产负债表管理要求而推动资本的流通也具有同等的必要性。中央清算有助于降低与交易对手风险相关的总成本,因为清算所一般被认为是低风险实体。根据《巴塞尔协议Ⅲ》与交易对手的信贷

风险的资本要求正在提高。通过把未平的掉期仓位转移到中央对手方,交易对手的信用额度就会再度开放,因为合同的签署方不再承担尚存的全部风险。

(二) 保持现状

虽然这些变化看似会给掉期交易的改革带来显而易见的好处,实际上却威胁着存在已久的商业模式。因此,尽管最近改革取得了些许进步,改革时间表已经被推迟,并且很可能会继续被推迟。多德-弗兰克规则本应在2011年7月完成,但是最后期限被推迟了,理由是为了建立一个“可行的”的框架。这并不令人感到奇怪,要在短短的一年时间里制定并实施这些变化,的确显得过于仓促。随着两年的时间表(到2012年7月)刚刚过去,美国商品期货交易委员会现在声称,预计在2012年年底或2013年年初将开始实施一些规则。

鉴于市场的复杂性、政治僵局和基本面的不确定性,人们对全球风险转移市场转型的步伐从来没有过合理的预期。在雷曼兄弟刚刚破产的那段时间,公众和政坛的呼声强烈,要求监管部门对掉期市场的主要参与者加强监管。但现在,随着这些呼声背后的实际目的逐渐明朗,真正实施这些变革就另当别论了。当然,为了在一个更全球化的范围内为促进规则的实施,延长期限的理由足够充分(虽然,也得承认,有时严格遵守时间表才是发现问题的最佳途径)。无论采取哪种方式,为了推动改革的实施而弱化规则或提供各种豁免不是可行的变通。所有的博弈都需要参与各方拿出筹码。

四、初始保证金估计及含义

(一) 保证金不足模型

根据国际清算银行截至2011年年底的数据,场外衍生品市场总的信用风险为3.9万亿美元。这个数字表明自2008年以来的任何时期,总的信贷风险都在增加。考虑到场外交易衍生品名义未平仓合约总值在下降,各方都在不断努力降低这些市场的系统性风险。

根据最新的国际掉期及衍生品协会(ISDA)保证金调查,额外的保

保证金要求(或称为保证金不足)已从2010年年底的约2万亿美元增加至2011年的近2.6万亿美元。

(二) 奇异型产品消失的可能

TABB相信,更复杂更奇异的工具中最有可能消失。在现货市场因为杠杆功能有限,流动性不足不会给清算带来问题。在衍生工具清算方面,高杠杆率的使用伴随着你赢我输的零和游戏。没有中央对手方愿意清算这些复杂的产品,因为这些产品的风险模型、流动性不足、杠杆率和对冲冲抵作用过低。唯一可能例外是当地中央对手方会清算本国货币,因为当地中央对手方最可能管理和冲抵其他类似计价产品的风险。本地化清算在其他市场(如欧洲股票现货市场)也有先例,但它并不必然影响特定交易构建的参与方或地点。从技术上讲,成交和清算不必发生在相同或相近的地理区域。除此之外,TABB相信要和许多这类产品说再见还有待时日。

(三) 抵御保证金的影响

如果保证金的影响是客户端采用清算的主要障碍,这里有四种方式可降低机会成本损失:保证金冲抵,完善的风险建模方法,扩大适用的担保品范围和担保品再担保。

保证金冲抵是最有效的抵御保证金影响的方式。问题是,这将需要数年时间来设计、开发和实施新的清算模型以实现在交易所交易衍生品市场的保证金冲抵,以及那些有助于保留因场外衍生品的发展而濒临消失的产品,特别是香草产品。与此同时,如果大部分产品的选择标准发生显著的改变,围绕保证金冲抵而创新的新解决方案所做的重大努力将一无是处。

不幸的是,如TABB已经在前面的模式中论证的,大多数交易场外衍生品的最终投资者并不去借高质量的抵押品。只有通过新的和更复杂的方法来清算,为这些主要定向策略而做的更高质量的冲抵才有可能。

(四) 增强风险测量的需求无处不在

很明显,这里一个平行驱动力是所有中央对手方需要加强其风险建模和测量能力——无论其现有状况有多么复杂——以跟上全球风险转移市场转型的步伐。分析不同的产品类别(涉及保证金、交易,以及

监管目的等),使用不同的建模方法(如 SPAN 和 hVaR 或 PAIRs),整个风险建模基础设施也被要求以更高的(日内)更新频率运行。

完善风险测量以及最终的风险管理的驱动力有很多;测量与管理的区别至关重要。为使所有金融市场运行得更好,风险建模和测量必须被所有市场利益相关者高度重视,而不再只是口头说说。尽管对此更深入的研究超出了本报告的范围,如果保证金冲抵——以及担保效率——是新全球风险转移市场中对抗即将发生的机会成本负担的首要武器,那么风险建模能力在多数情况下需要大幅度地提升。这一事实显示了中央对手方在引领这条道路中存在的机会,不仅对于他们自己的风险管理流程,还可以教育市场参与者如何把前面的路走得更好。

五、自动交易掉期的推进进程

使场外交易衍生品经纪人和交易商着魔的只有扩大交易量。

如果全球风险转移市场转型有望改变产品选择和交易流,那么所有加强容量水平的设施都应被全盘接受。更宽的终端用户类型频谱得以接入这些市场,但对冲基金和自营交易公司应当优先适用,因为这些机构最有可能快速地实施高容量交易策略。

(一)对应用的隐性期望

目前,信用违约掉期交易领域似乎正出现电子交易变革,尤其明显的是当期(OTR)投资级信用违约指数(CDX 和 iTraxx)。欧洲的交易商对交易商(D2D)电子交易在这方面保持领先,90%的当期投资级信用违约指数和35%的信用违约掉期正在电子化。但目前全球资本市场环境的混乱局面、有限的金融和人力资源以及过去20年到30年间技术基础设施日益累积的复杂性,都成为阻碍自愿使用电子交易的几个因素。

(二)场外衍生品交易模式中容量的含义

最后但同样重要的是,必须考虑不同交易模式对掉期的适用性,即报价要求(Request-for-Quote)和中央限价订单簿模式。讨论这些将如

何影响掉期成交平台以及掉期的流动性将在何种程度上碎片化也是很重要的。

对外行来说,场外衍生品市场的整体规模使其听起来是一个高度活跃的市场。但至少在目前,事实远不是这样。TABB 估计场外衍生品整体活动约为每分钟 6.8 次,或者每 9 秒钟一次,这不足以支持一个中央限价登记簿。

目前来说,掉期市场的格局仍将限于报价要求与市场要求(Request-for-Market)交易模式,除非强制要求或培育更宽的市场准入,交易策略上的多元化(包括提升交易量策略),以及平均交易规模的骤减。这些都是市场转型的关键指标。直至这些指标出现时,SEFs 和其他掉期才有望不仅限于当前这些市场参与者。某些在其他产品或者资产的电子交易方面目前正处于领先地位的市场参与者将极具从事掉期产品电子交易的潜力。

六、掉期的差异、差距与安全港

鉴于所有的资本市场目前的规则都制定得较为周全,而这些新的立法中最严格的部分恰恰就是针对全球风险转移市场的,因此,大量的热议集中在寻求规避方面。是否有一个时期,或者在这个星球的某个地方,市场参与者能找到一个挡风遮雨的地方,享受现状最后的奄奄一息,或者在雨滴中小心翼翼的行走,从而保持些许场外衍生品交易的旧日辉煌。

寻求中出现了两个也许得以栖身的地方:一个是亚洲,另一个是与监管套利完全相悖的那个饶舌的词——域外管辖权。TABB 认为对两种情况下出现短期或长期规避机会的可能性都是透过玫瑰色墨镜看到的幻境。事实上,亚太地区的规则并没有提供有意义的规避风险的短期机会,非美国实体想规避美国法律短期内也是没有机会的。我们来说说为什么。

(一) 亚洲是安全港吗?

首先,亚太地区犹如一个巨型伞,在其之下有众多经济体独立运

行。每个国家都拥有独特的法律制度、文化体系、税收政策以及金融市场。这些国家本身就很难轻易相互协调,更不用提在跨洲乃至跨越语言障碍的情况下。

其次,从场外交易掉期最重要的清算功能角度考虑。管理本地市场增长,复杂的跨市场保证金制度,以及大量可能涌入的非本地需求,基于以上各方面的操作历史记录,对于新兴加分散化的框架之下的亚太地区是难以应对的。可以作一对比,想想核心中央对手方在美国以及欧洲花了多少时间才历练出其能力。历经处理多少混乱的市场以及违约清算会员,才达到目前这一机制下的相对自信的阶段?最后还要考虑一下近期诸如明富全球以及百富勤金融集团的崩溃给历经数十年建立起来的公众对基础设施的信任带来多大的破坏。

当然,日本、澳大利亚以及其他一些国家会将不在论述的范围,构成例外,或许确实如此。这一地区已拥有许多成熟的运营商。但是我们总体上的评估观点是,亚太地区从规模上来说不是场外衍生品交易的安全港。尽管如此,这一地区现在已经有显著的进步迹象。

澳大利亚列日本之后排名第二,虽与日本差距很大,但规模相对还是比较大。相比该地区其他 10 个国家来说,这两个国家显然遥遥领先。中国作为世界上第二大经济体,在亚太地区的 12 个场外利率衍生品市场中位列第 10 名。这些数据表明若要达到一定规模他们还需要走很长的路,或者说说明在一个封闭的、中央计划、货币盯住美元的经济体中,其对场外衍生品市场的需求有限。

通过对亚太地区所有金融产品与交易策略的分析,我们知道新加坡与香港也都是该地区的值得关注的参与方。尽管香港拥有更为发达的基础设施,但不少全球性交易商对中国大陆与其更西方化的属地——香港间的关系保持谨慎。而新加坡很明显正在通过调整其监管框架、开发高度连接和低延迟的基础设施、与西方友好的生态系统和地缘优势,吸引更广泛的市场参与者,包括自营交易公司到亚太地区的全球资产管理人与交易商。我们预计,香港与新加坡将在转型后的全球风险转移市场的长期发展中发挥日益重要的作用。

(二) 域外管辖权与监管套利

简单来说,域外管辖权是指一个管辖权区域的规则适用于另一管

管辖区域的实体。举一个可能太简单的例子,域外管辖权是指任何一个非美国实体(包括美国交易银行的外国分支机构)与一个美国实体从事掉期交易,其都必须遵守美国的规则,并实质上受到美国商品期货交易委员会的管辖。

更具体而言,多德-弗兰克法案第七章规定符合掉期交易商或者掉期主交易商定义的“人”必须进行注册并接受美国商品期货交易委员会的管辖。这些“人”所从事的掉期交易也必须接受相同的管辖。域外管辖权的概念被纳入《多德-弗兰克法案》第722(d)部分,该部分规定“第七章不适用于美国之外的交易行为,除非这些行为:(1)与美国的商业行为有直接且重要的联系,或者对美国商业产生影响;(2)违反美国商品期货交易委员会所制定的旨在防止规避第七章的必要或适当的规则”。就是这条让许多掉期交易商担心的废话引发了来自外国与美国交易商的大量意见。

美国与非美国实体都在应对被迫遵守多重的且常常相互竞争的规则与监管框架所带来的挑战。此外,还十分担忧由这些潜在冲突所导致的竞争劣势——遵守规则所带来的整体负担——会导致竞争劣势的担忧,对美国机构而言尤为如此。

这些担忧看来已经传到了几个美国商品期货交易委员会委员那里。6月29日,美国商品期货交易委员会发布了《拟议指南与豁免规则》,这些规则更谨慎地界定了美国商品期货交易委员会的权限。《拟议指南》就跨境适用规则给予了详细的说明,将其划分为实体层面与交易层面;《拟议豁免规则》推延了某些合规义务。但这并不意味着争议已经结束。

在催生这一修改文本的期间,美国商品期货交易委员会的委员 Scott O' Malia 曾指出,按照当前的形式,《拟议指南》“将把美国商品期货交易委员会的管辖权扩展至‘几乎没有边际’的程度,却并不鼓励与外国监管者进行合作”。此外,他“认为美国商品期货交易委员会应当采取类似巴塞尔银行监管委员会以及国际证监会组织所采取的方式与外国监管者寻求协调合作”。美国商品期货交易委员会委员 Jill Sommers 以类似的观点作出了回应。

这些讨论的进展还是令人鼓舞的,也总体上符合 TABB 对规则冲

突解决的预期。这也表明完成规则的制定程序远比信贷危机所产生的政治后果像人们认为的那样更为复杂;同时也提醒我们,场外衍生品市场具有很强的全球属性。必须通过跨区域监管合作,才能在转型中最终完成规则的制定。试图避免或忽视这一合作是非常危险的,尤其是在当前这一充满着不确定性以及资源日益紧张的经济环境中。相反,只有在几乎没有机会的情况下才不需要这种合作。

总之,TABB认为,问题的关键是期望核心规则的制定最终取得趋同。如果登记、合规、清算、成交和交易报告等重要规则提供了在两个管辖权区域之间短期内进行监管套利的显著可能性,这种监管套利会很快结束。或者,如果美国商品期货交易委员会在寻求“星际监管权力”——正如某些人所指责的那样——那在最终制定规则时,其效果会从非常严厉转为相对缓和。尽管过程还需要几年,我们认为场外衍生品规则手册的主要内容必将趋同,至少达到某种程度的相似。

某些规则将提供1年或两年(或更多)的明显监管套利机会吗?这是非常可能的。掉期交易商和其他重要的掉期参与者准备会利用这些全球规则中的差异和差距吗?如果他们计划长期开展业务,是不会这么做的。现在需要从内涵与文字本身两方面对规则进行解释。恶意在制定新的全球风险转移市场方面规则中寻找的机会,所获得的仅仅是短期利润。从监管者、交易商到中央对手方,已形成紧密的利益相关者群体,他们会共同长时间地牢记任何人在今天和明天的行为。还记得在2008年信用危机期间贝尔斯登发生的情形吗?它的同行实质上对它未参与1998年长期资本管理(LTCM)紧急援助予以了报复。虽然已经过去10年了,但仍记忆犹新。

与TABB交流过的机构对域外管辖权这一话题似乎并没有表现出过度的担心。为什么呢?因为这一行业预计一套相似的规则将最终在全球实施,而且他们还认为保证金成本和修改后的交易流程代表了对现状更实质性的威胁。

撇开所有这些不说,这些业务也是不能装上轮子推着走的。你不能在新加坡、巴西或百慕大轻松地打一个响指,将它们装到盒子里,然后搬上飞机,随便空投到一个新的司法管辖区或看似安全的地方。掉期业务是非常复杂的、不同的业务之间具有内在联系,且在各个层面大

部分还是以人为中心的一项业务,很难被移植到其他地区,尤其是那些对运营风险承受度持审慎而非宽松态度的环境中。

将衍生品交易扩展到亚太地区和金砖四国是一个稳步推进的长期趋势,这不是因为监管套利相关利益的可能性,而是因为在全球进行的衍生品转型会在新兴管辖区内产生对相似的产品额外需求。在这一地区的清算所、交易所和服务提供者都需要对全球规则手册的发布做好准备。

尽管根据我们的评估,适用于全球风险转移市场的全球规则在主要的管辖权区域之内会最终趋于类似,但 TABB 还认为这些主权管辖区会力图将监管作为其竞争优势。这与我们正在进行的监管调整正好相反。而媒体对这些调整的解读使得遵循这些调整的行动变得更加困难。

因为美国、英国和欧洲不希望它们的主要银行机构与其他主要地区的同行相比处于劣势,所以,对这些银行业机构的清算、实施和报告可能不会有实质性的不同。一个例外是美国监管者似乎愿意将剩余的双边掉期交易转移到英国和欧洲。考虑到在美国对未清算交易而预计的保证金负担,因此在美国清算掉期交易的激励还是明显的。非美国管辖权区域是否能很好地利用这些机遇还有待观察。

七、结论

在危机前实施的运作模式与提议的转型模式即新全球风险转移市场之间正经历着一场博弈。市场力量希望保留前者,但是监管力量及等待时机的许多新参与者和市场生态系统参与者则在努力创建后者。TABB 认为,任何一方都不会最终取得决定性的胜利。实际上,不可预见的和无法评判的现实会出现,正如它们通常会出现的那样。目前现状的一些要素会持续,许多新的转型要素会发展,从而创造新的现状。

绝对明确的是,尽管 TABB 预计保证金的急剧下降会超过 2 万亿美元,但是,我们还是赞成将尽可能多的场外衍生品交易结构产品转到中央清算所,因为非清算的成本已经并且可能继续提高。

为了在时机差异或监管套利机会最小化的同时避免抵押品导致的全球风险转移市场停止运转,必须进行大量的协调工作。为此,应当协调各地区的规则和实施时机,并且应与主要的中央对手方协调运作,以确保在强制清算生效时,对更广泛的特别是主导的利率类别场外交易衍生品的清算解决方案已经到位。如果在这个时刻,桥梁的两头还没有合拢,TABB认为大量交易会陷入可想而知的裂缝中。具有风险保护的天然购买者会退出市场;以前激发期货等其他产品交易量的市场作用也会受到影响。这些无法预估的情景让我们最为担心,因为它代表了全球风险转移市场中业务的大规模减少,并因此对市场参与者和类似的服务提供者带来可怕的结果。

鉴于这一可能的情景,TABB认为,对此仅可采取两种措施:(1)允许主导的中央对手方控制清算解决措施的节奏——包括保证金冲抵机制,以缓和对整个全球风险转移市场交易需求的影响,并据此将规则制定和实施过程延长若干年。(2)揭开创可贴的临时措施,继续尽快地制定和实施规则,并任凭筹码落入可能去的地方。在我们目前的文化思维方式中,似乎没有先例,也没有政治意愿,去实施造成或助长任何实际痛苦或实质短期行为调整的任何措施。因此,揭开创可贴的临时措施似乎是非常不可能的。随着对系统重要性金融机构(SIFIs)的增援及对银行和主权的紧急援助在世界各地(特别是欧洲)的继续进行,有大量的先例表明,溺爱仍会继续存在,直到不再溺爱的那一天,让我们怀着极大恐惧的那一天。

这意味着在这种渐进式的转型完成之前我们还要忍受很多年。此外,因其进展缓慢,在许多关键规则出台前,我们预计市场本身的力量很可能已经导致形势发生了巨大的变化。

不论是什么情况,所有市场参与者应该继续为全球风险转移市场做好准备。中央对手方在目前的转型中发挥着重要作用。设计通过冲抵提供更高保证金效率的新清算模式有助于从表面上保持现有产品选择和“回音”交易量。另外,需要对这些新清算模式和保证金制度要求更多的风险模式开发:不仅是简化跨各种产品类别的风险模式方法论,而是设计以日内更新的频率来进行这些交易的整体框架,并跨越使这些保证金方法论存在的中央对手方之间不可避免的联盟。

包括监管在内的每个人都需要更擅长于管理数据和培育数据的流畅性。这一点不论怎么强调都不为过,因为数据是一切的基础,不论是静态的监管报告还是动态风险分析报告。这些日益复杂并日益相互关联的市场仰仗于一个人与技术的良好平衡关系,新的规则和程序将使其更为平衡。如果没有足够的透明度和流畅的数据,无法更细致、更及时地观察、计算和侦测市场上的异常变化,决策高层也更难对这些市场做出反应并掌控市场。

就像雾里看花,我们感觉是对纯净度的高要求使我们止步不前;我们甚至连场外衍生品市场的真正规模都无从知晓。然而,我们必须调整我们的期望值,因为即使是在最成熟的金融市场也充斥着小错误。场外衍生品市场持续的不透明性阻碍了我们寻找真相。

就拿我们这个报告重点依赖的场外市场的利率数据来说,尽管相对详实,但这些数据还是无法使我们对场外市场有足够深入的了解。一些我们熟知的深谙这个市场的专家认为,场外衍生品市场的未平仓合约名义价值应高达1000万亿美元。与此相反的是,最近发布的一份国际掉期及衍生品协会报告(《2011年场外衍生品市场分析》,2012年6月6日)认为的数据是接近482万亿美元,而不是国际清算银行报告中提到的648万亿美元。

这仅仅是许多其他参数中最小的一个数据,对场外衍生品市场风险的估计就有如此大的差异,大大影响了我们对系统化风险和保证金不足预期的量化分析。不论市场的规模是接近650万亿美元还是480万亿美元,抑或更大,那些言之有物的聪明人的观点都有如此巨大的差异,表明我们离真正了解这个市场还有很长的路。这些估计说明的是,我们一起的努力远没有结束,目的为消除系统性风险的各类市场主体应全力推进转型的进程。国际监管机构最起码应要求掉期市场的参与者向一个或多个交易数据库报送头寸数据,且这些数据库应对公众开放(在一定程度上)。在我们对全球风险转移市场真实的总体规模、资金流向还没有清晰认识的前提下,如何指望某个人能制定出有效的监管规则和风险防范措施呢?