

2010年3月20日

第1页，共6页

虽然最坏的情况可能已经过去，但次级抵押贷款危机已对全球经济造成了严重的打击，其后果将于未来一段时间显现。该次危机强调了一个事实，即当金融行业不再正常运转时，整个经济都会受到冲击。融资是每一份资产负债表的基本结构部分，但在危机影响之下，借款及投资需求急剧下降，对全球商业环境造成了明显的不良影响。

场外交易（OTC）衍生品市场受到的打击尤其严重。场外交易衍生品市场的负责及有效运作起到对冲及风险管理的作用，使机构能够安心贷出及投资资金。但由于在接受对手方信用风险方面缺乏基本的信心，这些市场曾一度瘫痪。

因此，场外交易衍生品市场必须改进其业务经营模式，并且我们相信中央对手方清算（CCP 清算）是解决问题的主要手段。CME Group 拥有独特的优势，不仅可采用其 CME ClearPort 清算系统以取得理想效果，而且也拥有负责任的信用管理政策及资本效率。虽然截至目前为止，该系统主要在能源市场的背景下部署，但我们相信其可广泛应用于其它资产类别，包括利率、外汇、信用及农业市场。

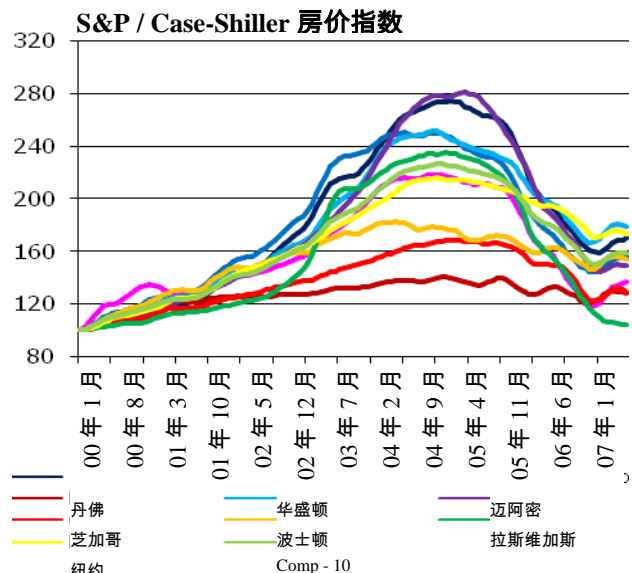
本文阐述近期金融危机起源的背景、监管回应，以及 CME 中央对手方清算模式如何在对经济至关重要的场外交易衍生品市场背景下，帮助市场参与者有效管理价格风险及对手方信用风险。

金融危机 美国经济在 2002 年至 2007 年稳健增长，直至爆发次级抵押贷款危机。金融危机始于美国主街；在 21 世纪 00 年代初期至中期，很多次级借款人使用可调利率抵押贷款（ARM）购置房屋。

由于房价在过去数十年里一直稳步上升，这些购买在当时被视为“安全无虞”。激进的抵押贷款做法及旨在倡导“全民房屋产权”社会观点的联邦计划，使本来不符合资格的借款人进入房地产市场且推高房屋价格至“房屋泡沫”水平。

但是，ARM 利率与美联储目标基金利率等短期利率挂钩。在 2003 至 2004 年期间，由于“网络股（dot-com）”泡沫破灭，美联储基金利率维持在 1% 的超低水平。但当美国联储局（“美联储”）开始在 2004 年紧缩银根时，ARM 借款人开始承受巨大的压力。

抵押借款人开始拖欠供款或违约。止赎率飙升至新高，尤其是次级 ARM 借款人的止赎率，现在已接近 25%。美国房屋泡沫于 2006 年中期破灭，房屋价值直线下跌，其中 10 座美国城市的 S&P/Case-Shiller 房价综合指数较其高位跌近 30%。



其影响迅速从主街蔓延至华尔街。抵押贷款投资者通常牵涉复杂、杠杆化及一般不流动的结构（包括结构性投资媒介（SIV）及抵押债务债券（CDO）），并且经历了这些投资价值的快速下跌。

为了满足筹集资本的需求，包括杠杆化资产管理人在内的众多投资者将股票市场作为流动性来源。结果，标普 500 指数于 2008 年下跌了 37%。

整个经济在该次危机中损失惨重，美国国内生产总值于 2009 年第 1 季度下跌 6.4%。美国失业率于 2009 年 10 月飙升至 10.2%。但经历了上述低谷之后，经济状况已开始好转，2009 年第 4 季度的国内生产总值增长 5.7%。失业率仍然处于高位，但已回落至 9.7%。

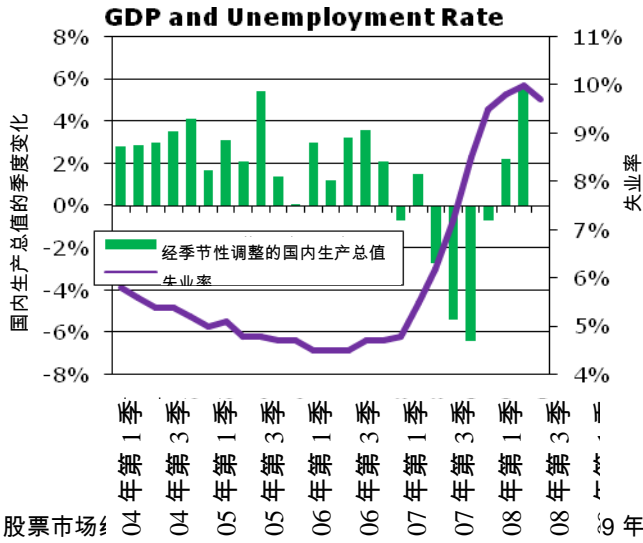
中央对手方清算模式的价

2010年3月20日

第2页，共6页



A CME/Chicago Board of Trade/NYMEX Company



春季创下低位以来已大幅上升。尽管如此，在金融危机之后，很多场外交易市场参与者的信用状况仍然严峻。



监管回应 – 上述情况引起了监管机构的重视，尤其是在美国，《2009年场外交易衍生品市场法案》（“提议法案”）于2009年12月获美国众议院通过。参议院目前正考虑立法，并且法案可能作出修改。

提议法案将推行影响场外交易（“OTC”）衍生品市场的全面改革，并且将撤销2000年《商品期货现代化法》的部分规定，此等规定过去在很大程度上使场外交易衍生品免受严厉的监管。

若该法案获通过，提议法案的广泛规定将由两大监管机构（商品期货交易委员会（“CFTC”）及证券交易委员会（“SEC”））制定的更详细规定补充。目前仍不确定哪些规定将最终成为据以监管场外交易衍生品的监管框架。

提议法案包括有关清算、交易及场外交易报告的规定，以及场外交易市场参与者的注册规定，此等规定的摘要如下。

- ✓ **必须清算标准掉期** - 基于标准化无担保的掉期必须由在CFTC注册的衍生品清算组织进行中央清算，而基于标准化有担保的掉期必须由在SEC注册的清算代理进行中央清算，但某些情况例外。提议法案导致了一种法律推定，即若掉期获任何清算机构或代理接受清算，则该掉期或基于担保的掉期属于标准化掉期。
- ✓ **监管机构制定保证金要求** - 监管机构按指示制定针对所有衍生品交易商及主要衍生品参与者的场外交易衍生品资本及保证金要求，其中不进行中央清算的衍生品的资本要求较高。
- ✓ **头寸限制** - 提议法案向CFTC及SEC赋予规则制定权，以防止场外交易衍生品市场的滥用行为，其中包括设定头寸限制及制定针对场外交易衍生品的报告要求，此等要求可履行或实施重大的价格发现功能。
- ✓ **已清算的掉期必须交易** - 除非没有清算组织或代理接受该投资工具的清算或其中一名对手方并非衍生品交易商或主要衍生品参与者，且不符合任何清算机构或代理清算该投资工具的要求，否则所有标准化掉期必须在一个受监管的交易所或备选的掉期交易执行设施中交易。
- ✓ **掉期交易者注册及监督** - 提议法案创建了一个强制性联邦注册、监督及监管系统，以规管所有衍生品交易商、主要衍生品参与者及即将创立的掉期存管处。该法案将进一步将新类别的市场参与者纳入监管范畴，包括“掉期交易商”及“基于担保品的掉期交易商”（有时被统称为“衍生品交易商”）以及“主要掉期参与者”及“基于担保品的主要掉期参与者”（有时被统称为“主要衍生品参与者”），其中单独根据参与者订立或持有的衍生品头寸规模来定义主要衍生品参与者。

✓ **数据报告** – 提议法案要求大型掉期交易者及大型基于担保品的掉期交易者向 SEC 及 CFTC 报告信息，这些信息与拥有重大价格发现功能的掉期有关。提议法案进一步规定报告注册掉期存管处不接受清算的场外交易衍生品，若没有存管处接受有关交易，则直接向 CFTC 或 SEC 或其指定人报告；并且必须应要求与其它监管机构（包括海外金融监督机构）机密地分享单笔交易及对手方数据。CFTC 及 SEC 或其指定人必须向公众公开有关掉期及基于担保品的掉期交易量及头寸的综合数据。提议法案也要求在制定法律之后 180 天内报告在制定法律之前订立的所有发行中的场外交易衍生品。

正如谚语“魔鬼藏在细节之中”所言，目前仍有很多有关该立法的问题尚未解答。尽管如此，值得注意的是，该法案包括一条强制性要求，规定中央对手方清算适用于标准化场外交易衍生品。因此，立法者也意识到中央对手方清算设施的众多好处。

中央对手方清算的好处 – 与酝酿立法的广义用意一致，CME Group 也正致力利用我们的能力及资产，与场外交易市场参与者紧密合作，以设计及提供仅清算的服务，使用 CME ClearPort 品牌满足瞬息万变的场外交易市场需求。上述中央化清算的好处详述如下。

✓ **财务保障** - CME Clearing House 担当每一名卖方的买方以及每一名买方的卖方。因此，我们区分了交易对手方与信用对手方。此外，CME Clearing House 提供世界上最有效的客户保障系统，将客户资金和头寸与银行或经纪商的资金和头寸隔离。最后且可能最重要的一点是，中央对手方清算保证了交易所或场外交易市场每一笔交易的履行，并且由 80 亿美元的财务保护系统提供支持。

✓ **盯市** – CME Group 清算的特点是每日两次的盯市 (MTM) 制度，并且根据波幅及市场事件调整履约担保要求。实际上，这意味着不能累积或忽略未实现损失，为市场参与者提供信心保证。

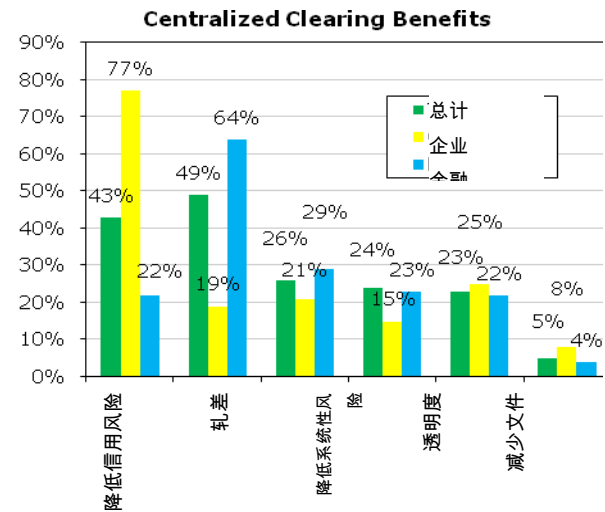
✓ **透明度** – 透明的定价及成熟的竞争是交易所买卖及中央对手方清算模式的一大好处。上述因素有助于收窄买/卖价差

及促进市场竞争。但我们也承认该模式并非完美，某些新兴及可高度定制的产品可能在更灵活的模式下运作得更好。交易商由于接受买/卖价差而获取补偿，并且若价差过度收紧，交易商通过营销活动或开发创新合约结构扶持市场的动机可能受抑制，进而可能有碍市场的存续。

✓ **通过交叉保证金实现资本效率** – CME Group 提供范围非常广泛的各种产品，覆盖利率、股票、货币、能源、农业、金属及另类投资资产类别。通过在一个解决方案引入相关的场外交易及交易所买卖产品，以通过减少履约担保或保证金要求的形式大幅提升资本效率。

✓ **自动簿记流程** – 自动（而非手工）流程确保了及时和准确的交易确认。自动流程也因此全面降低了交易处理成本。

Greenwich Associates 近期公布一项调查结果，该次调查调研了 330 名投资者及企业高管对中央对手方清算可能应用于场外交易衍生品的看法。2010 年 1 月在北美洲、欧洲及亚洲对这些投资者进行了抽样调查。



资料来源：2010 Greenwich Market Pulse

调查参与者表示，中央对手方清算最重要的好处包括 (i)降低信用风险；(ii)头寸轧差；(iii)降低系统性风险；(iv)透明度；(v)减少文件，包括国际掉期与衍生品协会 (ISDA) 及信用支持附件 (CSA) 文件；及(vi) 减少交易成本，包括买/卖价差及处理成本。

中央对手方清算模式的价

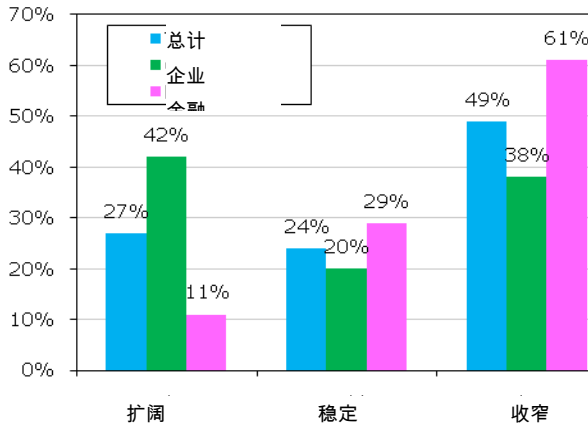
2010年3月20日

第4页，共6页



A CME/Chicago Board of Trade/NYMEX Company

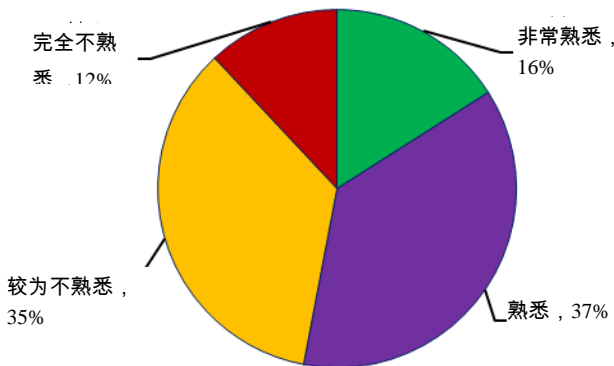
Anticipated Impact on Bid/Asks



在全体受访者中，仅有 5% 认为减少交易成本是采用中央对手方清算最重要的好处之一。但当进一步问及有关买/卖价差的潜在影响时，有 49% 的受访者相信价差将由于中央对手方清算而收窄；24% 的受访者表示价差将会维持稳定；而 27% 的受访者则表示价差将会扩阔。

有待克服的障碍 – 实施场外交易衍生品中央对手方清算最大的障碍可能是缺乏理解。虽然有 16% 及 37% 的受访者“非常熟悉”或“熟悉”场外交易清算提案，但也有 35% 的受访者“较不熟悉”该提案，而另外有 12% 的受访者则“完全不熟悉”该提案。

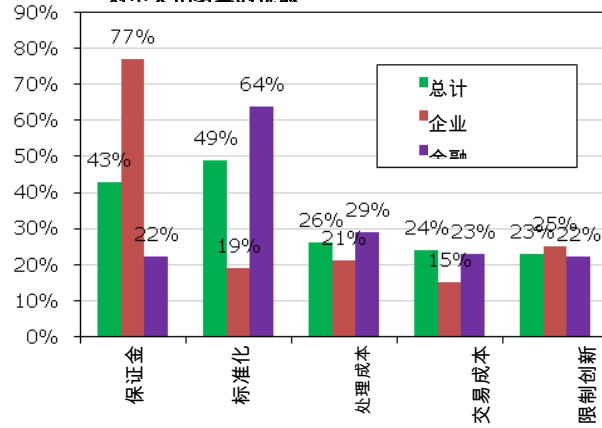
对场外交易清算提案的了解



资料来源：2010 Greenwich Market Pulse

有关中央对手方清算提案的忧虑集中于保证金要求、标准化、处理及交易成本以及对创新的影响。

对中央化结算的忧虑



资料来源：2010 Greenwich Market Pulse

场外交易衍生品市场在过去数年里为客户量身定造了众多创新定制产品，而有关标准化及可能抑制创新的忧虑则与上述创新程度紧密相关。酝酿立法涉及标准化场外交易衍生品的强制清算。词汇“标准化”被解读为一家清算所（“CH”）能够从经营角度处理的投资工具。

CME ClearPort – 场外交易衍生品清算并非一个新概念。CME ClearPort 系统从 2002 年 5 月推出以来一直成功运作。

在这个较短的时期内，成交量稳步增长，并且据报告称，2009 年的日均成本量达到 558,000 张合约。

CME ClearPort 不应被认为是一个交易平台或清算服务。而是最好将其理解为一个基于互联网的网

CME ClearPort 里程碑

- 1998** 安然·型·先的能源公司
- 2000** 《商品期·代化法》(CFMA) 允·清算·清算·外交易衍生品
- 2001** 安然申·破·, 引起了·外交易能源衍生品·手方信用的·
- 2002** NYMEX 推出适用于·外交易的 ClearPort
- 2003** 日均成交量 (ADV) = 24,137
- 2004** 共有三十四 (34) ·外交易合·在 ClearPort 上市
- 2006** ClearPort 的收入超·1·美元, 日均成本量 = 313,128
- 2008** CME Group 收·NYMEX 及 ClearPort, 将其服·名称更改·CME ClearPort, 并且开始拓展能源以外的其它市场
- 2009** 日均成交量 = 558,000

中央对手方清算模式的价

2010年3月20日

第5页，共6页



A CME/Chicago Board of Trade/NYMEX Company

关，通过该网关，可向 CME Clearing House 提交（或更新）在场外交易环境下的双边执行交易，以根据中央对手方模式进行清算及处理，并且可享受所有相关好处。

CME ClearPort 一直被采用，并且在能源市场广为人知。CME ClearPort 目前向交易者提供无可比拟的灵活性，以使其在数以百计的能源及金属合约中开展自身的交易、磋商自身的价格及通过 CME ClearPort 网关向 CME Clearing House 提交交易。展望未来，它将不仅仅是向能源交易者提供的服务。该服务可能应用于各个资产类别，包括利率、外汇、农业商品、金属等等。

上述各个市场的需要及需求在某些程度上而言均是独一无二的。CME ClearPort 非常灵活，足以满足众多不同资产类别的交易者的各种要求。在某些市场，这可能意味着使用双边执行交易，以创设一个随后出于监管及簿记目的而作为及被视为期货合约的头寸。在其它情况下，它可能意味着出于监管目的，继续作为场外交易衍生品开展双边执行交易，但仍然可享受中央对手方清算固有的财务保障及处理效率。

在某些情况下，CME ClearPort 可能被用于将交易提交至能够单独按双边基准或按“仅清算”基准处理交易的清算所。若为较为成熟及高度标准化的市场，CME ClearPort 可被用于改进交投活跃的合约，因此使双边磋商合约及交易所合约最终可在相同清算系统留存。

尽管如此，使 CME ClearPort 脱颖而出的优势，是它融汇了场外交易风格、双边执行与期货风格、多边清算服务。CME ClearPort 是一个渠道或机制，通过该渠道或机制，交易商的增值服务可融汇中央对手方清算模式的财务保障及资本效率。

欲了解更多信息，请联系...

John W. Labuszewski, 董事总经理
研究及产品开发
312-466-7469, jlab@cmegroup.com

中央 ▪ 手方清算模式的价 ▪

2010年3月20日

第6页，共6页



CME Group 2010 年版权所有，保留所有权利。 CME Group™、地球徽标、Globex® 和 CME® 是芝加哥商业交易所 (Chicago Mercantile Exchange Inc.) 的商标。CBOT® 是芝加哥期货交易所 (Board of Trade of the City of Chicago) 的商标。 NYMEX 是纽约商业交易所 (New York Mercantile Exchange, Inc.) 的商标。本文所载信息取自相信为可靠的来源。但是，本文仅供参考及用于教育用途，并且 CME Group Inc. 或其任何附属公司不保证其准确性、完整性或任何交易结果，并且本文不构成交易建议或买卖任何期货或期权的招揽。

除非另有说明，否则提及 CME Group 产品应包括在 CME Group 旗下受监管交易所 (CME、CBOT、NYMEX、COMEX) 之一买卖的产品。在这些交易所上市的产品受特定交易所的规则及规定约束，并且应咨询适用的规则手册。

本文件包含“前瞻性声明”，该词汇的定义请见《1995 年美国私人证券诉讼改革法案》。这些声明基于管理层当前的预期，并且涉及可能导致实际结果与这些声明所述结果有重大差异的风险及不确定性。不对前瞻性声明作出保证，并且实际结果可能与这些声明预测的结果有重大差异。我们不承担公开更新任何前瞻性声明的责任，无论是否由于新信息、未来事件或其它原因而作出更新。本文件的前瞻性声明应与影响 CME Group 业务的众多不确定性一同评估，尤其是在 CME Group 最近的 Form 10-K 年报及最近的 Form 10-Q 季报中的风险因素及敬告声明所述的不确定性。
