

李金森，纽约泛欧交易所

上海衍生品市场论坛

杰出演讲者论坛

场外交易市场与投资者保护

衍生产品市场，像其他金融机构一样，正经历着迄今为止人们认为最为显著的监管改革。要找到类似的动荡时期，我们则有必要回顾一下 1930 年的美国新政立法程序。

像现在，经济危机是改革的推动力。虽然胡佛主要试图通过公共和私营部门的合作倡议来重振经济；但罗斯福于 1933 年 3 月 4 日就任总统后，他在首个前 100 天内对大萧条所作出的监管反应还是深受人们认可的。依此类推，可以说监管应对当前的金融危机始于 2009 年 9 月 25 日，于匹兹堡，20 国集团（G20）首脑会议展开广泛计划并达成协议之时，其目的在于重建经济稳定性，启动激进的金融业改革和保护投资者。

1

李金森，纽约泛欧交易所

罗斯福时代的立法行动节奏往往很快-一天内国会就可通过几条法案。在现如今，改革需要更长的时间-当然要超过 100 天，尤其是因现在全球化的影响和强调国际协调与统一；G20 本身就是可见的实例。

随着美国商品期货交易委员会（CFTC）近期内通过一些细则，确定买家和卖家如何在 6330000 亿美元的全球市场内进行信用违约、利率和商品掉期交易，美国多德 - 弗兰克（Dodd-Frank）的许多改革正在发生或短期内即将发生。

在欧洲，《欧洲市场基础设施规例》也称 EMIR 在去年 8 月份生效，但其具体方面的内容会在从 2013 年 3 月 15 日开始（此时欧洲证券市场协会其自身技术标准生效），一一确定，时间至少需要 12 个月。

在亚洲，根据 Celent 咨询，场外衍生工具市场主要围绕着外汇市场，占亚洲营业额的 75%。市场中国与国也充满变数。澳大利亚、中国香港、新加坡所起作用最大，其他比较保守的辖区倾向于创造壁垒，来保护当地市场，并鼓励在其他地方进行更奇特的金融工具贸易。不是所有亚洲的金融中心都试图吸引全球银行业务。

2

李金森，纽约泛欧交易所

在此背景之下，人们可能会期待，不同亚洲国家从印度至马来西亚，他们对所拟议变化的反应不同。印度已经同意实施许多的拟议变化，而马来西亚，则感觉其市场不够完善，需要更大的监管变革。

与此同时，我们对监管改革的观点是，其行进的方向是正确的。我们热情地相信，公平、公开、透明、流通和管理完善的市场会是有序、高效的，且并不会被滥用。

同时我们也热情地相信，我们的行业必须共同努力，来恢复信任，因为信任是市场运作的基础。

在人们的心中，衍生工具市场经济的根本目的是在日益不确定的世界中，为需要管理价格风险的实体经济中的企业和个人提供有效的风险转移机制。

3

李金森，纽约泛欧交易所

我们相信这些需求只有这样的市场才能提供-提供自由度从而促进竞争、创新和选择，在这样的市场中，政策制定者和监管机构的角色是仅在市场存在显而易见的失灵时才会介入。政策制定者寻求适当安全标准并审慎地展开业务，这一点是绝对正确的。对他们来说，禁止、并采取行动对付导致市场滥用也是正确的，因为市场滥用能够造成财务损失，并破坏市场信心和信任。

然而，我们认为，人们尝试设计行业本身的形状和结构，这一举措是错误的。这将限制以市场为导向的解决方案，这只会扼杀创新和选择。

公平地说，今天所追求的大部分财政改革都能够解决明显的市场失灵情况。在大多数情况下，政策制定者已经确定了清晰地市场失灵，并已经仔细评估了不同政策选择下的成本和收益，并确定了基于该考虑评估基础上人们对该政策的反应。

4

李金森，纽约泛欧交易所

例如，这一点在金融危机期间就非常明显，在金融崩溃的奉献下，将个别机构和系统作为一个整体；在这种机制下主导的场外衍生品活动量显著。模糊定价及场外头寸主权不明会导致巨大的不确定性和风险传染。其结果是，美国和欧盟当局已经采取立法行动，来落实 2009 年匹兹堡所同意的 G20 授权，其设计目的为提高价格透明度，通过集中清算服务减少系统性风险并提高商业行为标准。

通过这些举措，决策者自然会解决明显的市场失灵并使得实体经济下的金融系统更安全，更有弹性，无论是对客户还是对市场参与者和纳税人而言。

5

李金森，纽约泛欧交易所

对这样的监管变革需求及时地提醒了我们，我们在过去两年中已经有 13 条头条丑闻，或是每 8 个周就基本上会有一条公共丑闻。不需要看别的，单从近期内英国监管机构对利率对冲产品销售给小企业的审核中就可以发现，在 173 个销售案例中，超过 90% 与非复杂客户间发生的销售至少有一条甚至多条不符合监管要求。

相比之下，某些项目的监管改革可以自己的方式提上议程，而无需通过解决一个市场失灵测试的考验。这些项目给整体系统带来了相当大的危险，因为一方面，它们存在给自由市场强加破坏性和昂贵限制的风险；另一方面，无需解决市场上运作的任何弱点或市场失灵。

这些项目包括了通过无关联措施对所有期货合同中欧盟列出的交易场所和中央交易对手方（“CCPs”）的强制访问。这些规定从平均主义或是竞争的角度而言，看似颇具表面吸引力，但它们有能力破坏成熟市场基础设施的持续能力，在清算层面上管理金融风险，并在交易层面上最大限度其流动性。

6

李金森，纽约泛欧交易所

从宏观审慎的角度来看问题非常重要,因为期货市场急需在金融危机期间的各个阶段均保持稳定因素,在整个过程中保持流动性因素。而其他许多的交易场所均缺乏流动性。期货市场继续允许在多边、公开和透明的环境下,在终端用户之间、金融中介机构和其他机构间进行风险转移。这些在交易活动中产生的头寸将继续每天由相关的 CCP 们以专业审慎地态度估价,进行风险管理并进行抵押。

近期 MF Global 的案例提出了几个不同的问题,当涉及到破产时,比如 2008 年 9 月的雷曼兄弟违约-管理这些财务后果的 CCP 们,无财务追索权或无其他清算会员或政府机构资源的追索权。

因此它应该是所有市场参与者、客户机纳税人都应该关心的问题。这些拟行的改革,虽然用心良苦,但由于其没有基于市场失灵的任何证据,可能削弱这些行之有效的基础设施,因此有可能破坏 G20 建议改革提高系统性风险管理的主要目标。

---

7

李金森, 纽约泛欧交易所

因此,如果我们大致认为,监管机构正在朝着正确的方向发展,他们的行动现在开始成为现实;那么在将来我们会看到哪些影响?

罗马尼亚剧作家尤金·尤奈斯库说:“你只能预测已经发生的事情”;爱因斯坦说:“我从不想知道未来,它来得太快”;借着这些名言警句,我将做以下的陈述。

鉴于标准化场外衍生工具将需要由 CCP 进行清算,我们可以预期,随着时间的推移,场外业务清算比例将大大提高。

受《巴塞尔公约》(Basel)和《国际证监会组织》(IOSCO)监管的国际银行和证券监管机构近期估计中央清算任务将减少 46%未清算衍生品名义价值总额。利率和股票衍生产品将预计表现出最大的降幅(分别为 53%和 56%),而外汇及其他衍生工具预计将遇到较小的跌幅(13%和 21%)。

8

李金森, 纽约泛欧交易所

瑞士信贷(Credit Suisse)在变化幅度上也有一些有趣的声明。在其 5 月 2 日的研究报告中,他们建议,大约 80%的利率掉期将由清算所做担保在互换执行设施系统(“SEF”)中进行交易。假设这是真的,后多德 - 弗兰克(Dodd-Frank)世界将迎来一个不可逆转的模糊界限,而正是该界限先前将场外市场和交易所交易世界分开。我们将有可能看到从双边交易的掉期到外汇期货的渐进,这将会转化为更进一步的产品创新和期货成交量大幅度增长。我们自己的 Swapnote 期货合同,就是这种增长趋势的很好例子,参考了欧洲银行同业拆息曲线。

尽管如此,对于养老基金和低于特定阈值的企业或对冲业务,而非投机业务的企业,有很多的结算要求可以豁免。这意味着,很多标准化的场外业务将保持未清算。仍需要客制化,以满足客户的需求;定制的场外交易也将在清算责任外下降。未清算的业务,会产生更高的资本费用,因此在场外交易对手之间,对其初始保证金要求为双向交易,并需要每天支付变动保证金。

李金森，纽约泛欧交易所

不适用清算义务的产品也将被评估其在某种有组织的交易场所内进行交易的适合性-无论是在交易所还是 SEF，多边交易设施（MTF）或“有组织的交易设施”。因此，在接下来的几年中，我们可以通过创建竞争性的资金池，期待更大的场外交易电子化，以增加（事实上，“SEF 精神”已应用了 18 个月）各类交易场所扩散，寻求在 CCP 中利用交易对手的信用风险。

只有最具创新性，最具成本效益和客户最为集中的，才能在激烈竞争中生存，这意味着扩散最终还是要合并。

在此期间，该行业将面临三大挑战。

李金森，纽约泛欧交易所

首先，实施基础设施和技术解决方案的需要，促进过多客户、场地和 CCP 之间的连通性以及根据新的询价义务和报价显示规则来处理多元化定价。正如我们所知，从股市的演变和电子化，这是一个艰巨的任务，不是一朝一夕就能完成的事情。此外，市场用户通常不想要垄断的情况，因为这样他们只能在单一的地点，或与单一的中央对手交易方进行交易；但他们也不想走另一个极端，同时与 20 或 30 个用户一起进行交易。

因此，监管机构需要在进步和变革过快创造出新风险两者间审慎取舍获得平衡。

其次，就监管要求的内容和时机，与地理区域将如何互相协调，彼此达成协议。这是对跨境交易和产品发行成本最小化及最小化监管套利风险至关重要的。

新加坡金融管理局董事总经理助理，最近在新加坡年度国际掉期及衍生工具协会会议上说道。“潜在的重叠，不一致，而且更糟的是，冲突的规则，不能排除”

李金森，纽约泛欧交易所

在这一点上，许多人认为 EMIR 是多德 - 弗兰克（Dodd-Frank）在欧洲的简单镜像，多德 - 弗兰克（Dodd-Frank）监控现在美国处于实施状态。然而当企业在需要实施他们的解决方案时，需要考虑并容纳一些关键的差异。正如 Rule 的财务顾问所指出的，EMIR 的贸易报告本质上会更为复杂，所需要报告的领域比多德-弗兰克所需的更多，包含了更精细的细节，包括与交易相关的抵押和估值。在 EMIR 下，所有类型的衍生工具合约都必须上报，包括无清算义务的交易所交易的衍生品及合约。多德弗兰克只需要汇报场外衍生工具的一个子集。第三，我们从行业的其他部分学到经验教训非常重要，避免用心良苦的监管变化，产生意想不到的结果。以美国股权市场为例，2010 高度公开的闪光崩溃，在 20 分钟内瞬间抹去了 8620 亿的股票价值；这是大量不同形状、款式和尺寸的电子场地，在同一结构下的复合作用造成的，它对终端用户和一些中介造成了难以置信的复杂和混乱。但可以肯定的是，在场外交易和公开的价格发现之间，必须找到平衡，这样才能保持健康的公共市场，但我们还需要确保限制复杂性和混乱性。

李金森，纽约泛欧交易所

综上所述

今天是监管系统实施改革的第 1340 天，比罗斯福第 100 天时间要长一些。但大多数改革议程方面均有进展，我们对此备受鼓舞，并且我们看到它解决了一些明显的市场失灵，从而使金融系统在将来会变得更强大并更具弹性，并能够增加对投资者的保障。最为重要的是，重建公众的信任和信心，这是至关重要的。

正如罗斯福在大萧条深入时所说，信心“因诚实、荣誉、忠实的保护和无私的表现”而兴盛。我们完全赞同这些观点，而且还需要补充的是，信心和投资者保护通过严谨的学术、客观的分析问题及对解决方案选项进行得公开透明的讨论可进一步得到增强。也就是说，我们希望，这是我们所有决策者在未来的日子中均渴求实现的一项测试。

谢谢。