

## 多德—弗兰克法案与变化中的美国衍生品交易监管前景

元盛资产管理有限公司美国顾问 Patricia N. Gillman  
在 2013 年 5 月 28 日，星期二举办的上海衍生品市场论坛上的演讲

简介：今天能出席盛会，深感荣幸。我想对交易所邀请我在这一著名会议上发言，表示感谢。特别使我高兴的是在过去 6 个月中，我一直在与交易所同仁合作更新交易所的规则手册，这是一个真正具有纪念意义的任务。

所以让我就此开始吧。作为被称为“多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案”（或简称“多德—弗兰克法案”）这一项立法所带来的后果，美国的监管处于巨大的变动之中。

我将先向你们简介历史，然后再对该法案涉及期货市场及期货交易者的某些特点予以说明。

### I. 掉期市场简史

掉期交易创立于 20 世纪 90 年代初

它最初仅涉及银行间利率与外汇交易。

随着流动性的提高，市场用户得以扩展，包括：

寻求配备定制条款的套期保值工具以满足其业务需求的企业。这与期货合约中的标准条款正相反。“多德—弗兰克法案”称这些企业为**最终用户**。

寻求短期投资进行交易并希望在流动性非常高的市场中进行仓位套期保值的对冲基金（在我今天的评论中，这一术语的意思包括商品基金在内）。

怀有相同目的的主权基金。

掉期类型已从单纯功能（固定利率换浮动利率）发展至高度复杂的工具。

银行担任每一交易的另一方。在掉期价格方面不具备透明度。

结果：一个不受监管的市场，其全球金额已高达 633 万亿。

### II. 2000 年商品期货现代化法案

20 世纪 90 年代末，美国商品期货交易委员会因掉期市场增长的规模而决定对其审查。在期货市场，规模经常带来风险。

掉期交易商（大多数大型银行、华尔街经纪公司同业公会（国际掉期与衍生品协会，“ISDA”））游说国会禁止监管掉期与其他非期货衍生品。

由此而形成的法案——《商品期货现代化法案》是偏爱放松监管人士的梦想。

它禁止美国证监会对掉期市场进行监管；

它允许美国商品期货交易委员会将掉期市场用户限制在合格合约参与者（ECP）的范围之内并允许电子化市场进行掉期交易；但除此之外，该委员会不能再做什么。

对不甚熟悉合格合约参与者这一术语的人来说，以下是一些例子：

例如银行、保险公司、共同基金、资产管理规模超过 500 万美元的商品基金、养老金计划、经纪自营商、期货佣金商这样的金融机构，或投资金额至少达到 1000 万美元的个人。

### III. 2007-2008 年大事记

这一期间，信用违约掉期（CDS）及抵押贷款支持证券的使用几乎搞垮了美国金融市场。

信用违约掉期的运作类似债务违约保险的一种形式。信用违约掉期买方向卖方进行一系列支付（被称为信用违约掉期费用或价差）。作为交换，买方在发生贷款违约时将收到一笔款项（通常为贷款的面值）。

最初，只有持有贷款的人士才购买信用违约掉期保障。但一个高度流动性的市场发展了起来。它甚至包括了未持有贷款工具以及在贷款中并未拥有直接可保权益的人士。在这种情况下，掉期被称作无实体信用的信用违约掉期，掉期参与者都是投机者。

至 2007 年末，信用违约掉期的持仓量达 62.2 万亿美元，总额已不可忽视。（来源：维基百科）

作为这一期间市场混乱的结果，当抵押贷款支持证券发生违约并触发信用违约掉期时，一家规模非常大的投资机构（雷曼兄弟）被允许破产，两家著名经纪公司（贝尔斯登与美林）被迫允许其被其他金融公司兼并。

另外，作为大多数信用违约掉期产品的出售方，名为 AIG（美国国际集团）的保险公司由于不得不对其出售的信用违约掉期合约予以支付而需要得到大规模注资。

#### IV. 采纳“多德—弗兰克法案”

2010 年年中，国会通过了一项长达 2300 页并分为 16 个标题的宏大立法项目。

“多德—弗兰克法案”得以颁布，用来保护被那些“太大而不能倒”的银行所拖累的经济，因为如果这些银行变得不稳，可能会拖累经济进入自由落体状态。

另外，由于信用违约掉期市场所造成的损害，国会花了很长时间来审视掉期市场规模的巨大增长。国会认定掉期交易还是可能对经济造成危害，因为在美国，5 大华尔街银行从事着超过 90% 的掉期交易。

用一位评论家的话来说，“多德—弗兰克法案”的目的是将掉期交易“从不透明的双边市场转变为具备一定价格透明度、更为开放及自动化的市场。”

在 16 个标题中，我们对于**第 VII 条**最感兴趣，它指导美国商品期货交易委员会与美国证监会对掉期交易及掉期交易者实施广泛的监管。具体来说，第 VII 条的要求是如此复杂，以致于在法案通过 3 年之后，其规定的规则仅有不到 40% 被美国商品期货交易委员会与美国证监会这样的金融管理部门所采纳。

我们先从掉期交易商及大型掉期参与者的监管开始

A. “多德—弗兰克法案”要求掉期市场中的大规模参与者进行登记并向联邦政府提供数据。

**什么是掉期交易商？** 持续充当掉期交易商，在掉期市场做市，在正常业务过程中自担费用与对手方定期从事掉期业务，或在交易中被公认为掉期交易商或做市商的人士。

美国商品期货交易委员会为从事**最低免除标准**数量的掉期交易提供豁免。（**最低免除标准**是指过去 12 个月合计总名义金额不超过 30 亿美元。这是最重要的定义。还有我们尚未有时间加以讨论的其他定义。）

#### 大型掉期参与者 (MSP) 的定义

在决定某一人士是否是 MSP 时，套期保值仓位不计算在内。MSP 是在任何**主要掉期类别**中持有**大量仓位**的人士。接下来我会对**大量仓位**与**主要掉期类别**进行定义。

为何要对大型掉期参与者进行监管？让我再从数个理由中给出两个：

1. 其所持仓的掉期带来巨大的对手方风险，会严重影响美国银行业或金融系统的金融稳定；及
2. 这是与其资本成比例的、高度杠杆化的金融实体，在任何主要掉期类别的未平仓掉期中持有并维持着大量仓位。

掉期交易商与大型掉期参与者的职责：有 5 点。

1. 监控交易以防违反投机性仓位限制(下文讨论)。这包括：

勤勉监控交易；  
部署预警系统以避免超出特定限制；  
测试程序以确保不会超出特定限制；  
每季度记载特定限制的合规性；及  
每年对程序进行审核。

2. 为其日常业务建立风险管理程序。

将市场风险、信用风险、流动性风险、外币风险、法律风险、运营风险、结算风险及所有其他相关风险的通用类别均考虑在内。

为了交易限制的合规性，掉期交易商与大型掉期参与者必须全天监控交易者，并要求其交易者遵循执行与确认交易的程序。它们还必须勤勉地监督交易者并将交易者与风险管理单元相分离。

3. 向美国商品期货交易委员会披露有关其交易、惯例与金融诚信的一般信息。
4. 创建内部系统以获得执行所有必需职责的信息。
5. 避免以限制竞争或限制交易的方式行事

就主要掉期参与者而言，什么是大量仓位？

大型掉期参与者持有的仓位使其在任一特定掉期类别中的日平均流动未抵押风险暴露达到至少 10 亿美元（利率掉期类别为 30 亿美元）。

其他类别为信用掉期、股权掉期或其他商品掉期，例如基于现货商品的掉期。

换言之，排除已清算掉期，因为它们获得了抵押。

大型掉期参与者的定义已经被设计用来仅包括最大交易者。

## B. 标准化掉期清算的要求

## 什么是标准化掉期？

确保买方在某一特定日期于某一特定地点收到某一特定等级与数量产品的合约。唯一非标准的条款是价格。**最佳例子就是期货合约。**

委员会在交易所的协助下决定哪些合约应当予以标准化并必须进行清算。

## 哪些合约被归入这一类别？

这些是带有定制条款的合约。例如，航空公司可能使用某一特定种类的燃料，要求符合其特定需求的某一数量并于某一特定时间交付至某一特定地点或予以平仓。定制合约通常由将掉期作为套期保值工具使用的公司进行交易。

## 什么是合约“无法提供进行清算”？

至少在这一时刻，美国商品期货交易委员会并不愿意强制某一集中对手方（CCP）来清算某一合约。如果没有集中对手方清算合约，则该合约必须双边履行，有关抵押等需要通知双方的某些要求将予以适用。

## 什么是集中对手方？

就是集中对手方或我们在期货行业中所称的清算所。它们的建立是为了清算标准合约。在期货市场上，清算所始于拥有自己清算所的各家交易所；与此不同的是，掉期被预期通过集中对手方予以清算，而集中对手方并不隶属于执行掉期的某家交易所。

掉期被视为较之期货风险更大，因此存放在集中对手方处的保证金也比期货要高。期货清算所基于 1 天的风险值（VaR）来设定保证金，而尽管行业反对呼声很高，掉期保证金须按 5 天的风险值予以设定。

## C. 已清算合约必须在掉期执行设施（SEF）予以执行

掉期执行设施（SEF）是提供符合以下要求之委托簿记的交易系统或平台：

显示市场上现有的全部买入与卖出价格；及  
允许参与者输入与卖出价格，并基于这些买入与卖出价格**执行掉期。**

这是从形成掉期交易特点的双边私密市场迈出的巨大一步。

美国商品期货交易委员会刚于 2013 年 5 月 16 日通过了监管掉期执行设施的规则。该委员会尚未宣布掉期执行设施规则的生效日期。

评论者（Tabb 集团）发现，要求在掉期执行设施执行掉期具有以下好处：

清算成本导致掉期市场较小；  
买入/卖出价差收窄；  
佣金规模下降；  
交易额周转速度加快；  
较小的交易仓位规模；  
更标准的掉期条款；及  
更多地向期货市场迁移。

最后的一大好处有个新名称，被称为“期货化”。当然，不是所有人都对此感到高兴。

有很多集团在讨论登记为掉期执行设施。请注意，现有交易所也可以登记为掉期执行设施。

#### D. 所有合约是否清算或是否不向掉期数据存储库（SDR）报告的要求

期货交易所被要求全天及收盘时向公众报告所有交易活动，包括发生于交易所的买入与卖出价格、执行价格与数量。掉期执行设施有着类似责任。

但并非所有掉期都发生于交易所或掉期执行设施。为确保监管部门以及类似交易所与美国期货协会（NFA）这样的自律组织能获得所有掉期执行的全部信息（无论发生于交易所还是双边交易），“多德—弗兰克法案”创造了掉期数据存储库这一概念。

交易所可登记为掉期数据存储库，掉期数据存储库也可以是一家独立实体。所有掉期执行设施必须向一家掉期存储库报告在其设施所执行的交易。对于场外交易（也称为 OTC）掉期而言，大多数会涉及至少一边对手方属于**掉期交易商**或**大型掉期参与者**的情况。掉期交易商或大型掉期参与者有义务向掉期数据存储库报告其交易。另外还有适用对手方均非**掉期交易商**或**大型掉期参与者**的规则。

正如黑暗之处忽然之间就有了光，掉期数据存储库作为一个集合，将为监管者带来一个概况：谁在不同掉期市场进行交易，其仓位规模以及可能意味着对美国金融系统产生风险的任何不寻常活动。

预计有数家公司会提供掉期数据存储库服务。一家潜在的掉期数据存储库现在正起诉美国商品期货交易委员会，因为该委员会就也打算充当掉期数据存储库的

集中对手方，已经批准了相关规则。该规则会使集中对手方能够要求使用其进行清算的人士也使用其掉期数据存储库。提出诉讼的该方认为这是反竞争的。

我们现在已讨论了新的登记人、新的执行、清算与报告设施。现在来看一下“多德—弗兰克法案”所处理的风险管理工具。

## E. 其他风险管理工具

### i. 投机仓位限制，我之前提到的一个术语

当前，美国商品期货交易委员会为大多数农产品合约设定了特别限制，而交易所也为其他所有合约设定了仓位限制与仓位责任限制（更灵活的限制）。“多德—弗兰克法案”将这一责任从交易所撤销，而将其赋予美国商品期货交易委员会（除金融期货市场之外的所有合约）。它还指示该委员会对某些掉期实施予以特别限制。

**什么是特别限制？**它是某一交易者在该交易日或隔夜于某一期货合约中可持有或控制的最大仓位。

每一合约设置三种类型的特别限制：现货月份可以持有多少的限制；非现货月份可以持有多少的限制；以及所有月份加总可以持有多少的限制。通常个别月份以及“所有月份加总”的限制是相同的，而现货月份限制则要少一些。

特别限制通常设置于现货市场，特别是农产品市场，但并不设置于金融市场。

**为什么要使用特别限制？**根据某一交易者如果拥有足够大的仓位，就可以在市场上进行囤积或逼仓的理论（换言之，**操纵市场**），特别限制自 20 世纪初便已得到使用。许多学术与其他研究论文并未能发现特别限制能抑制波动性或防止操纵的证据，即便是在现货月份；但国会似乎还是希望美国商品期货交易委员会来实施这些限制。

**特别限制不适用套期保值者。**

使用期货市场进行套期保值的人士并不要求遵循特别限制。明显的理由是期货市场专门为套期保值者制定了一种机制来转移风险。监管部门希望鼓励套期保值者使用市场。做到这一点的最佳途径是促进建立一个有序市场，而这正是特别限制所应该做的。

**什么是套期保值豁免？**为避免遵循特别限制，套期保值者必须获得套期保值豁免。在某些情况下由委员会，而在其他情况下则由交易所授予豁免。

在某些情况下，这一豁免授予套期保值者可以持有合约的**特定数量**。换言之，它们受制于**与其需求（该需求是与其套期保值产品相等的一个固定数量的合约）相当的某一仓位限制**。在其他情形下，套期保值者则获得**总括豁免**，据说某些套期保值者已经用来持有大型特别仓位。

在这一背景下，让我们看一下“多德-弗兰克法案”中的特别限制规定：

看来，国会制定法令规格限制条款所采用的措辞还不是很清楚。条款宣称，CFTC 要对时间设立规范的限制，某些能源产品合约适用限制为 180 天，而某些农业合同所适用的限制天数为 270 天。

美国商品期货交易委员会然后制定了对掉期与某些期货合约（总共 28 个市场）实施特别限制的规则。某些农产品市场已经采用该委员会所设定的特别限制，但能源市场与农产品及能源市场掉期过去并无任何限制。

该委员会认为“时间安排”一节的措辞**对其的授权是清晰的**：它已获授权对**除金融期货与金融掉期之外的所有合约实施限制**，除外的两者被认为流动性非常高而不太可能受到操纵。美国商品期货交易委员会认为其授权是如此清晰，以致于**无需确定**是否有必要采用特别限制来**保护市场不受操纵**。

代表期货市场用户的交易协会在联邦法庭起诉。该法庭认为，“**如果必要**”，措辞的使用要求该委员会确认特别限制的必要性。

结果：4 月，该委员会对法庭裁决提出上诉，据一名委员透露，可能最早将在今年 6 月提出一套新规则供委员会讨论。这些规则可能会与上一套规则有何不同，现在尚无从知晓。

## ii. 大户报告

这些措施尚未针对掉期实施。因此，我将就报告如何在期货市场运作进行讨论：

报告是期货佣金商而非交易者的责任。换言之，由独立第三方提交数据。

即使并无特别限制，每一合约也均有应报告限制。若交易者持有的仓位净额超出该限制，则必须在下一交易日开盘之前向美国商品期货交易委员会进行报告。

应报告限制大大低于仓位限制。

这里是一些例子：

单一月份大豆的特别限制为 15,000 张合约。



应报告限制为 150 张合约。

单一月份玉米的特别限制为 33,000 张合约。  
应报告限制为 250 张合约。

交易所交易的最大合约之一——**欧洲美元**合约尽管并无特别限制，  
但应报告限制为 3,000 张合约。

### iii. 与系统风险相关的报告

“多德—弗兰克法案”设立由财政部长领导的金融稳定监督委员会（FSOC）。其成员是所有主要金融管理部门。

FSOC 的目的是监控大型**银行控股公司**或**非银行金融公司**所产生的对于经济的系统性风险。对冲基金就是一个例子。进入其监督范围的，应具有**系统重要性**，非银行金融公司至少应拥有 500 亿美元的资产，如果不全是对冲基金的话，应该将大多数都排除在外了。

为协助 FSOC 进行监控，美国商品期货交易委员会已经编制了两种表格：表格 CPO-PQR 与表格 CTA PR，而证监会则制定了表格 PF，由商品基金经理（CPO）、商品交易顾问（CTA）及私募对冲基金经理填写。

这些表格要求提供成交量的细节，特别是来自**最大登记人**的结构与持仓（说到登记人，我是指在美国商品期货交易委员会与美国证监会登记的商品基金经理（CPO）、商品交易顾问（CTA）与对冲基金经理）。

这里是一些例子：美国证监会与美国商品期货交易委员会的表格所要求的数据是类似的。美国证监会与美国商品期货交易委员会的大型登记人通常填写美国证监会表格 PF。我就从这里举例：

仅仅给大家一个其所要求提供信息深度的概念：表格有 42 页的长度！

报告基于顾问所管理的受监管资产（未减去任何借贷的总资产）。

由于指示依然不够完整，因此如要对表格加以解释，可能须作一些假定。

**我们回到一些例子上来。它们要求：**

**受管理资产的细分**

所持有**衍生品**的说明，包括其规模

有关哪些**投资者集团**在基金中持有权益的详细信息：

(个人—美国与非美国、经纪自营商、保险公司、养老金计划、共同基金、其他对冲基金与数个其他集团。)  
基金月度业绩应以总额与净额两种方式，并根据其向投资者报告的方式进行报告。(注意：美国商品期货交易委员会要求使用规定格式计算业绩，而美国证监会则不作要求。)  
用于**高频率交易**之资产的百分比  
有关基金流动性的信息  
来自风险值及其他压力测试的结果

**第一套**表格已由所需对冲基金经理、商品基金经理和商品交易顾问填写。填写这些表格的人士依然有很多疑问，但两大管理部门的答复非常迟缓。

**最大问题**是管理部门打算用这些信息来做什么。它们是否拥有审核表格的员工，这些员工是否能足够深入地理解管理基金行业，从而从所有这些数据中得出正确结论？

V. **另一条重要规则。尽管“多德-弗兰克法案”未作要求，但与客户保护相关。**

美国商品期货交易委员会要求期货佣金商将**客户保证金**与其自营资金**相隔离**。我们称这些为**隔离资金**。在隔离账户中存放客户资金应该能在期货佣金商发生无力偿付时**保护**这些资金。

在过去 2 年中，有两家期货佣金商发生无力偿付，归还属于客户的资产要么很慢，要么根本不予归还。

在两者中较为容易说明的是百富勤。期货佣金商的所有人从事欺诈活动，并粉饰数字从而使其公司看起来正在增长并取得成功。美国期货协会发现了欺诈，该期货佣金商因之而破产。

而曼氏金融这家公司则是挪用隔离资金来满足其自有账户投资的追加保证金通知需求。当其投资的稳定性出现问题时，来自该公司借款人追加保证金通知的金额变得越来越大。用最简单的话来说，由于很快就无法满足这些追加保证金通知的需求，该公司从其客户隔离资金中挪用了巨额资金，这一情况被美国商品期货交易委员会及美国期货协会所察觉。该公司在是数天之内就垮台了。

在两个案例中，尊重隔离制度的规则未能起到应有的作用**来保护客户**。

在其新的客户保护规则之下，美国商品期货交易委员会与美国期货协会已经提出并在某些情况下业已实施一系列方法来保护隔离资金。由于时间关系，我将仅说明一例：

美国期货协会要求所有期货佣金商每天同时通过电子方式将其持有隔离资金的金额发送给它们。另外，美国期货协会还要求所有期货佣金商指示其银行通过电子方式发送代期货佣金商持有的隔离资金金额。美国期货协会将比较这两个数目，从而确保所有隔离资金得到了正确核算。

美国期货协会每月两次会在其网站上公布每一家期货佣金商持有的隔离资金金额。公众通过这种方式可访问这些数字，并自行决定是否使用某一特定期货佣金商或将其资金转移至一个更有实力的期货佣金商。有一些讨论希望以更高的频率提供这些信息。

## VI. 关于谁可以在期货市场进行交易的限制

有人让我说一下，根据美国法律，哪些个人可以或不可在期货市场进行交易。

美国商品期货交易委员会仅仅对谁可以参与其市场作了间接限制。例如：

美国商品期货交易委员会将掉期交易限制于**合格合约参与者**范围之内。散户只能通过成为符合**合格合约参与者**定义之基金的投资者来进入这一市场。

另外，如果一家基金或商品基金将其投资者限定于所有或几乎所有**合格且符合条件人士 (QEP)** 范围之内，则其就无需遵循针对商品基金实施的所有报告与存档要求。如果个人拥有至少 200 万美元证券投资或在过去 6 个月在某一期货佣金商处存放至少 20 万美元的期货保证金或期权费，则可成为**合格且符合条件人士**。

大多数对冲基金要求投资者拥有至少 150 万美元的净资产，使其能成为符合某些美国证监会规则的合格客户。

美国商品期货交易委员会认为期货交易极具风险，在期货市场从事交易者只应使用风险资本。美国期货协会的规则要求期货佣金商采用“**适用性测试**”来确定是否应允许一名客户开立期货账户。

该测试并未规定一名投资者应拥有达到特定金额的账户。相反，它指示期货佣金商考察每一个案的所有事实与情形：投资者年龄、其年收入、净资产、投资衍生品的经验以及其他类似因素。

数年以前，当我在美国商品期货交易委员会担任律师的时候，市场主要包括套期保值者、交易大厅交易者以及自主交易或在期货佣金商员工帮助下进行交易的个人。由商品交易顾问交易的对冲基金或个别管理账户非常少。

这种情况随着时间流逝而发生了显著变化。现在市场大多数投资者都是大型交易商和合格合约参与者。希望参与期货市场的散户交易者最有可能做的是向活跃于这些市场的对冲基金进行投资。