

衍生品清算业务：
“垂直型”清算模式与“平行型”清算模式的比较

□中国金融期货交易所结算部负责人 陈晗 施欢欢

金融衍生品市场一直以来存在着“垂直型”与“平行型”两种清算模式。从理论上分析，两种模式有各自的优势和劣势（见表一），垂直型清算模式在实现交易所对清算业务控制的同时形成了交易所的市场垄断，平行型清算模式促进交易所竞争，但减少了交易所的利润来源，增加了交易与清算业务的衔接难度，并形成了清算业务的垄断。分析全球金融衍生品市场现状，两种清算模式呈共存状态，场内衍生品交易量中大约有 79%通过垂直型清算机构进行清算，21%通过平行型清算机构进行清算。近期欧美市场的发展动态再度引起了市场监管者、行业协会、交易所、清算所和市场参与者对清算模式的选择和未来发展方向等问题的探讨，监管者和行业协会都支持对交易清算架构进行进一步深入调查，彻底了解清算架构对于交易所竞争和对市场参与者的多方面影响。

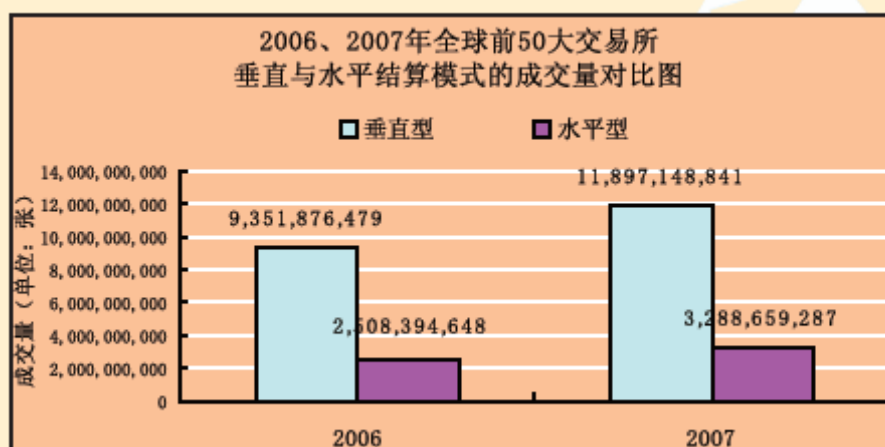
表一：两种清算模式的优劣势比较

	垂直型	平行型
促进交易所竞争	劣势	优势
提高交易所收益	优势	劣势
提高交易结算环节衔接的流畅性	优势	劣势
交易所产品创新的清算环节配合	优势	劣势
减少会员保证金占用	劣势	优势
减少会员资金划转	劣势	优势

表二：全球主要金融衍生品交易所的清算模式

交易所名称	清算机构	清算模式
芝加哥期权交易所 (CBOE) 国际股票交易所 (ISE) 美国股票交易所 (AMEX) NYSE ARCA 费城股票交易所 (PSE) 波士顿股票交易所 (BSE) 费城期货交易所 (PBOT) ONE CHICAGO CBOE 期货交易所	期权清算公司 (OCC)	平行型
伦敦国际金融期货与期权交易所 (NYSE-Euronext.Liffe) 伦敦金属交易所 (LME) ICE FUTURES	伦敦清算所 (LCH Clearnet)	平行型
蒙特利尔交易所 (ME) (已被 TSE 收购)	加拿大衍生品清算所 (CDCC)	平行型
芝加哥商业交易所 (CME)	内设清算部门	垂直型
大阪证券交易所 (OSE)	内设清算部门	垂直型
东京国际金融期货交易所 (TIFFE)	内设清算部门	垂直型
悉尼期货交易所 (SFE) (已被 ASX 收购)	交易所下属清算公司	垂直型
香港交易及清算所有限公司 (HKEx)	集团下属期货、期权清算所	垂直型
新加坡交易所集团衍生品部 (SGX - DT)	集团下属清算所	垂直型
墨西哥衍生品交易所 (MexDer)	交易所下属清算所	垂直型
俄罗斯银行间货币交易所 (MICEX)	下设清算所	垂直型
巴西期货交易所 (BM&F)	内设清算部	垂直型
欧洲期货交易所 (EUREX)	交易所全资子公司 Eurex Clearing AG	垂直型
OM/HEX	内设清算部	垂直型
意大利衍生品交易所 (IDEM)	内设清算部	垂直型
西班牙金融衍生品交易所 (MEFF)	内设清算部	垂直型
韩国交易所 (KRX)	内设清算部	垂直型
台湾期货交易所 (TAIFEX)	内设清算部门	垂直型
印度全国证券交易所 (NSE)	交易所全资子公司全国证券清算有限公司	垂直型

图一：



一、清算业务在衍生品交易中的角色和地位

金融衍生品市场的有效运作取决于高效的交易和清算功能，交易所负责场内交易的报单接收和撮合，清算机构承担交易者中央对手方 (Central

Counterparty) 的角色, 也就是当买卖双方有一方违约时, 承担对另一方履约的义务。清算机构的运作模式及效率不仅对交易有着重要影响, 同时也是决定交易所竞争力水平高低的一个重要因素。近几年来, 全球范围内掀起了交易所之间的合并重组浪潮, 交易所与清算机构之间的控制关系以及清算机构之间的合并也成为金融衍生品市场发展的重要战略问题。

二、衍生品市场清算模式简介

全球金融衍生品市场的清算模式按交易所与清算机构的关系可划分为垂直型和平行型两种模式。在垂直型的清算模式下, 交易所控制自身的清算环节, 垂直管理清算机构, 具体表现为交易所的清算业务由交易所的内部清算部门提供, 或由交易所全资控股的清算公司进行。在平行型的清算模式下, 交易所交易业务与清算环节相分离, 清算机构与交易所之间呈平行关系, 具体表现为清算业务由独立于交易所的清算所进行, 一家清算所同时为多家交易所进行清算。由于两种清算模式各有优缺点, 理论界和实务界对于采取何种清算业务发展模式存在较大分歧与争议。

目前全球大多数交易所采用垂直型清算模式(见表二), 最具有代表性的是芝加哥商业交易所(CME)和欧洲期货期权交易所(Eurex)。CME通过内设的清算所进行清算, Eurex则通过设立全资控股的子公司Eurex Clearing AG进行清算。亚洲市场包括日本、香港和我国的交易所都采用垂直型的清算模式。采用平行型清算模式的交易所所有美国的所有期权交易所, 它们都通过期权清算公司

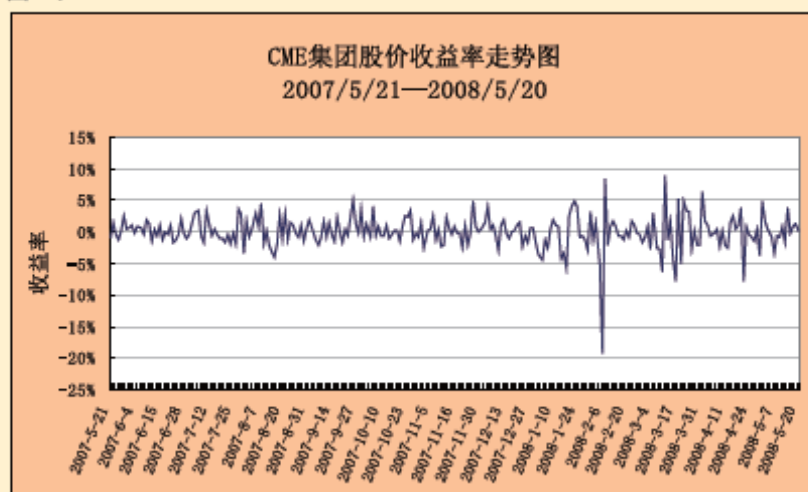
(OCC)进行清算; 还有欧洲的Euronext.Liffe、洲际交易所(ICE)、伦敦金属交易所(LME)等交易所通过LCH.Clearnet清算。根据07年底和06年底美国期货协会的统计数据, 全球场内衍生品交易量中大约有79%通过垂直型清算机构进行清算, 21%通过平行型清算机构进行清算(见图一)。

三、当前国际市场清算模式发展动态

在瞬息万变的交易所兼并活动中, 交易所的清算模式也在不断变化。全球范围内的交易所通过兼并收购活动在寻求自身利益最大化的同时, 为市场参与者提供更高效率、更低成本的交易服务模式。而清算模式的选择也成为市场监管者、交易所和市场参与者发展金融衍生品市场的重要的战略决策。

(一) 美国市场金融衍生品市场清算模式的新变化

图二：



CME 一直由其自身清算所负责清算业务，奉行垂直清算模式，而芝加哥商品交易所（CBOT）原来是由专门的清算公司芝加哥期货交易所结算公司（BOTCC）负责其清算业务，是平行式清算模式的拥戴者。在 CME 和 CBOT 的合并过程中，CME 自 2004 年 1 月 6 日开始通过 CME/CBOT 统一清算系统为 CBOT 的全部品种提供结算和相关服务，这也就意味着 CME 自身清算所由单纯的垂直模式转变为可以为其他交易所提供清算服务的平行模式。2007 年 7 月 17 日，CME 与 CBOT 正式完成合并，CME 自身清算所又重新复归垂直清算模式。

2008 年 2 月 5 日，即美国司法部批准 CME 与 CBOT 合并六个月之后，美国司法部反托拉斯部门应美国财政部要求，反馈了一份长达 22 页的回函，该回函建议对期货行业的清算模式进行一次彻底调查，并表达了交易所控制清算业务不利于竞争的观点。此信一出，次日 CME 的股价大跌 17.6%，反映了市场对于 CME 经营收益下降的预期。

美国司法部认为期货市场垂直清算模式导致了一家期货交易所占据某一品种全部的市场流动性，而其他交易所则无法同其在该产品上展开竞争。原有交易所在流动性方面的优势以及对清算业务的控制使得新进入交易所的努力变得异常艰难，即使其与原有的交易所展开了竞争，但这种竞争也只是暂时、不是可持续性的。

司法部认为美国的期权市场通过统一清算机构 OCC 清算的模式使得不同交易所之间的期权合约可以相互替代，即一个投资者可以在某交易所开仓，在另一个交易所平仓，因此投资者在选择交易所的时候将更关注交易费用、服务质量乃至新的产品类型等因素，从而促进交易所之间的竞争和产品创新。这种竞争产生了诸多积极后果，新期权交易所应运而生、期权交易量快速增长且在各家交易所之间分配比较合理、机构投资者也更愿意参与其中。更为重要的是，这种清算模式为期权市场提供了持续性的竞争环境和创新动力。另外，如果期货交易所不控制其自身的清算业务，那么投资者可获得不同交易所持仓的保证金抵消，降低交易资金成本。

美国司法部的信函引起了 FIA、CFTC、CME 和国会议员对于金融衍生品市场清算模式的关注和讨论。2 月 5 日，FIA 会长 John Damgard 对司法部的回函表达了观点：“FIA 一贯支持在期货行业推动竞争的政策，并同意对由交易所控制的清算重新进行评估的建议，以便确定这种清算安排是否可以提供较为全面的竞争

环境，并向参与者提供较好的服务。FIA 欢迎财政部或 CFTC 对这些重要议题进行研究。” 2 月 7 日，两位来自伊利诺斯州的民主党国会议员 Dick Durbin 和代表 Rahm Emanuel 对司法部的信函提出了异议。他们表示，该信函与较早的批准 CME 与 CBOT 合并的决策不协调，要求财政部长和司法部长作出回应。2 月 8 日，CFTC 代理主席 Walt Lukken 发表声明，他表示：“作为期货市场的监管机构，CFTC 确信美国的期货交易所和清算所运转良好。尽管最近司法部有关清算所的评论值得认真分析，但我们相信，已经在美国取得进展的各种清算模式都符合商品期货法的规定。” CME 则认为垂直型清算模式运行良好，认为交易与清算业务相分离的模式将损害公共利益，并与国会意图相抵触。CME 有关人士表示：“国会在颁布《2000 年商品期货现代化法案》时，非常欣赏自由市场解决方案的价值观。”

（二）欧洲金融衍生品市场清算模式新变化

LCH.Clearnet 是由历史悠久的两家清算所，伦敦清算所（LCH）和法国的 Clearnet.SA 合并而成。尽管 LIFFE、LME、ICE 等交易所还持有 LCH.Clearnet 的部分股份，但交易所持股总额仅为 17.8%，并有继续减少的趋势，因此 LCH.Clearnet 集团在法律上独立于交易所，属于独立清算机构。LCH.Clearnet 清算业务广泛，为七大交易所及多种电子交易系统进行证券、衍生品、固定收益、互换和 OTC 等多个市场的清算。

近期 LCH.Clearnet 面临着交易所独立开展清算业务的挑战。ICE 在收购了纽约期货交易所（NYBOT）后拥有了纽约结算公司（NYCC），成为 ICE 美国清算所；受此影响 ICE 又在欧洲成立了自己的清算所，并拟于今年 7 月份将其衍生品清算业务从 LCH.Clearnet 转至自己的清算机构。LIFFE 已与 LCH.Clearnet 进行商讨，计划剥离其清算业务，由 LIFFE 直接进行清算，但风险控制将仍由 LCH.Clearnet 执行。

LCH.Clearnet 面临这一挑战的内在原因是 LCH 与 Clearnet 清算系统的合并并没有达到预期的效果，未实现节约成本的主要目的。并且，过高预估欧洲衍生品市场，但实际清算手续费收益增长不如预期。LCH.Clearnet 的股东结构中会员及欧洲清算银行（Euroclear）股权出现上升趋势，而交易所控股减弱，交易所所有可能会建立自己垂直型的清算机构以加强对清算业务的控制。另外，虽然保证金的抵消是平行型清算结构的公认优势，但是这一优势在 LCH.Clearnet 的业务上并没有充分体现。LCH.Clearnet 只对维持保证金进行对冲收取，而初始保证金没有这种优惠的。采用垂直清算模式的呼声在近期集中出现的外部原因主要在于日益增长的来自 CME 的外部威胁。LIFFE 和 ICE 的主要竞争对手 CME 占据着美国市场的主导地位，并且收益丰厚。这使得 LIFFE 和 ICE 感到很大的压力去提升其市场份额以及股东回报。

伦敦证券交易所（LSE）的 CEO，也是 LCH.Clearnet 的董事 Clara Furse，今年 4 月中旬就 LIFFE 和 ICE 的举动发表了反对意见。他认为：伦敦金融市场的显著特色之一即为它的平行清算模式，LCH 一直致力于以独立、中立和开放竞争的态度提供清算服务，监管机构也应给予投资者自由选择自己的持仓在哪里清算的权利；垂直清算模式让各交易所在清算业务得到的垄断将很容易削弱它们在交易业务上的竞争意愿，因为一旦持仓的流动受到限制，将大大增加其他交易所争夺交易量时的竞争成本，从而辅助该交易所形成垄断；从市场发展角度出发，只有各交易所保持持续性的竞争，才能促进整个市场的发展；LIFFE 和 ICE 的决策将牺牲市场长期的基本原则和公开竞争的优势去换取短期内的费用节省，这种

行为是在拿整个行业的未来去冒风险。Clara Furse 建议英国反垄断监管部门对 LIFFE 和 ICE 的举动进行干预，并希望公平交易委员会能够仔细审查 ICE 将清算业务从 LCH 分离的请求。

LIFFE 的 CEO，同时也是 NYSE-Euronext 全球衍生品部的负责人 Hugh Freedberg 坚持交易所应该控制清算业务的观点。他认为作为代表着伦敦衍生品市场生机和活力的中坚力量，如果 LIFFE 不能自由地选择清算模式，那么就无法与其强大的欧洲和美国对手公平地竞争，从而将处于不利地位；通过采用垂直的清算模式，LIFFE 可以保护旗下合约的流动性，因为投资者再也无法便利地使用其它交易所的合约进行资金的风险对冲；自行控制清算，可为交易所增加清算收入，还可增强对其它对手的竞争力，例如：CME 集团等均为垂直清算模式；并且，LIFFE 自身已经具备先进的技术及管理水平，可进行清算业务。

市场监管机构对交易所控制清算业务的态度是比较开放的。英国金融服务监管局（FSA）近日已批准 ICE 成立的清算部门。英国公平交易委员会（OFT）认为 ICE 清算业务的剥离并不会对市场的竞争造成负面影响，因此无需对市场做进一步的调查。欧盟委员会（EU Commission）则考虑是否需要制定场内衍生品结算交割业务守则。期货与期权协会（FOA）对守则的制定表示大力支持，并聘请了一家独立的咨询机构 Oxera，预计耗时 4 个月开展广泛的调研，以了解交易所控制清算业务对场内衍生品市场的影响，重点了解交易所控制结算业务的好处和弊端；可能给市场竞争带来怎样的负面影响；评估清算机构协同运作的可行性；如果可行，这一运作模式的具体规范是怎样的。调研结果将被监管机构用作制定清算业务守则的依据。FOA 主席 Steve Spark 说：“很多市场参与者已经对交易所控制清算业务带来的价格垄断和缺乏竞争表示担忧。市场参与者希望能建立有利于他们的发展模式。FOA 开展调研的目的之一是研究清算机构协同运作及其可行性。”FOA 总裁 Anthony Belchambers 说：“虽然 FOA 认识到交易所控制清算业务可以提高运营效率，增加交易所收入，但是这也导致了对市场竞争的重大影响，本次调研将为评估这一影响提供重要参考。”Oxera 公司的资深咨询师 Reinder Van Dijk 说：“本次调研将收集和分析市场参与者对于交易所控制清算业务的观点，这是欧洲场内衍生品交易和清算架构争论的核心问题。”

对于清算业务守则的制定，FOA 希望明确其对有碍交易和结算竞争的架构变化的反对立场，并实现一系列具体目的，包括：引入足够的制衡机制，以抵消交易业务和清算业务合并后带来的竞争障碍；确保交易所和市场参与人都有选择在哪清算的权利；确保结算服务和定价的透明性；在全球化竞争、多交易平台的环境下提高合约互相替换和保证金抵消。FOA 希望该守则对交易所形成一定的制约，使得在交易所控制清算业务的情况下也不会阻碍公平竞争，但守则不会直接明确规定交易所是应该控制清算业务还是分离清算业务。

四、金融衍生品清算模式的未来发展趋势

在全球范围内，金融衍生品清算模式的未来发展趋势具有较大不确定性，垂直型清算模式和平行型清算模式在较长的一段时间内将继续共存，且可能存在着两种模式的互相转变。监管机构、交易所、结算参与机构的立场和力量影响着清算模式的动态结构调整。监管机构要确保清算业务不会沦为投资者参与新交易所交易的阻碍和壁垒，保持市场持续性竞争应是监管者做出合理决策的基本原则。交易所则把清算业务看作是提高股东回报的战略资产，在市场竞争以及股东收益的压力下，交易所力图通过控制清算业务来提高交易量，同时又获得清算费收入。

对于结算参与机构来说，清算业务架构应使其拥有选择清算机构的自由，获得透明高效结算服务和较低的定价。