

國際脈動

歐交所場外交易清算（EurexOTC Clear）介紹

歐交所◎馮治超

歷史脈絡

2008年全球金融風暴後，20國集團（G20）於2009年在匹茲堡發表宣言，要求所有場外衍生品交易合約必須向交易數據庫（TR）報告，所有的標準合約必須根據情況通過交易所或者電子交易平台交易，且必須通過中央對手方（Central Counter Party）進行集中清算，非集中清算的合約將被計提更高的風險資本。這已成為近年來全球場外衍生品市場國際標準發展的重要共識。而在2010年G20多倫多峰會繼續強調上述要求，並要求最遲於2012年底達成上述目標。2015年G20安塔利亞峰會，進一步就CCP的抗風險能力、復甦計畫和可處置性等領域開展相關工作。2012年4月，國際清算銀行（BIS）和國際證監會組織（IOSCO）共同發布《金融市場基礎設施原則》（Principles for Financial Market Infrastructure, PFMI），成為全球金融市場基礎設施監管領域的新準則。

PFMI包括24個原則，適用於重要支付系統、中央證券存管機構、證券結算系統、中央交易對手（CCP）和交易數據庫（TR）。

歐盟方面，落實PFMI的對應法律是《歐洲市場基礎設施條例》（European market infrastructure regulation, EMIR），主要規範CCP和TR，並確定相關風險控制制度。關於衍生品交易的平台和交易行為則由《金融工具市場指令II》（Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II）予以規範。EMIR於2012年8月16日生效，其立法目的是對可以標準化的場外衍生品強制實施集中清算，對不經集中清算的場外衍生品採取風險緩釋的措施；實施向資料庫報告的制度；對中央對手方提出機構、行為以及審慎監管的要求；對交易資料庫提出向公眾或權力機構提供資訊的要求。概言之，EMIR的規定主要體現在集中清算、交易報告、風險管理制度等三個方面。



Market information

1. 所有達到規定標準的場外衍生工具需要進行集中清算，所有擁有大量場外衍生品合約的金融及非金融企業需履行集中清算的義務。低於一定“清算門檻”的非金融企業免於通過中央對手方進行清算，任何被認為是避險性質的場外交易合約也都豁免清算。清算門檻由歐洲證券和市場監管局（ESMA）和歐洲系統性風險委員會（ESRB）設置¹。
2. 要求場外交易和場內交易金融衍生產品需向已註冊的交易資料庫報告，ESMA有權要求登記交易資料。金融機構參與者被要求向交易資料庫進行報告，報告應該包括契約參與方、契約標的類型、到期時間以及名義價值等內容。歐盟現已對6種衍生品的交易實施了報告要求，在金融穩定理事會（FSB）成員經濟體中進展最為突出，覆蓋了商品、信用、權益、外匯和利率等五大類型的衍生品。
3. 風險控制制度主要集中在保證金、清算基金、CCP 的自有資金等方面。保證金制度是指根據場外衍生產品交易的規模收取的擔保金。在CCP收取保證金的頻率一般是逐日盯市，但也可以更頻繁，根據情況要求日內追加。清算基金用於彌補保證金難以覆蓋的損失，是一種互助性的保障基金。清算基金的規模應可以在各種市場條件下（包括極端但可能發生的市場條件

下）覆蓋CCP所遇到的風險。其最低資本不可以少於750萬歐元，並需與CCP的業務風險規模相適應。

另一方面，MiFID I 於2004年公布，該法案對增強歐洲金融市場的競爭力，加速市場整合起了重要作用。然而次貸危機也暴露出不盡如意之處，比如對某些金融產品的交易平台和交易活動缺乏規範，對部分金融業務存在監管漏洞，投資者保護措施有待進一步加強等。為此，2014年6月12日，歐盟公布了MiFID II，並與2014年5月頒布的《金融工具市場規定》（Markets in Financial Instruments, MiFIR）共同形成一個新的法律框架。新的框架對場外、內的衍生品交易及其前後行為進行規範，與EMIR對場外衍生品基礎設施的規範相互補充，形成了歐盟相對縝密的場外衍生品規則體系。新規則的目標是使包括場外衍生品市場在內的金融市場更加高效、靈活和透明。新規則要求標準化的衍生品交易從場外進入場內交易，所引入的市場結構能夠堵塞現有漏洞並確保相應的各類交易發生在受監管的平台。新框架將商品衍生品及其他符合要求的衍生品確定為受監管的金融工具，進一步縮小了監管豁免的範圍。通過這種做法，新框架改善了市場透明度，擴大了金融監督範圍，並力圖解決商品衍生品市場價格過度波動的問題。

¹ 詳見 <https://www.eurex.com/ec-en/rules-regs/uncleared-margin-rules>

歐清所 (Eurex Clearing) 與歐交所場外清算 (EurexOTC Clear)

歐清所 (歐洲期貨交易所清算所, Eurex Clearing)

歐清所成立於1998年，是歐交所的全資子公司，而歐交所是德意志交易所集團旗下成員之一。Eurex Clearing 為19個國家約200名清算會員提供服務，管理約490億歐元的抵押品資產，每月清算價值11兆歐元的交易。

歐清所為全球主要的中央清算對手方 (CCP) 之一，在歐洲市場版圖外，2016年2月得到美國CFTC批准為註冊衍生品清算組織 (DCO)，有資格為美國會員清算掉期契約，亦在2020年3月取得日本FSA核准為外國金融品提供清算。

歐清所具有在歐洲框架下最廣泛的清算

表1、目前歐交所場外清算產品

契約產品類型	計價貨幣	合約天期	交換種類
利率交換	USD、EUR	最長 51 年期	固定、浮動利率交換、天期交換、基差交換
	DKK、NOK、SEK	最長 31 年期	固定、浮動利率交換
	CZF*、HUF*	最長 16 年期	固定、浮動利率交換、天期交換、基差交換
	PLN	最長 11 年期	固定、浮動利率交換
隔夜拆款利率交換	USD、EUR、GBP	最長 51 年期	固定、浮動利率交換
	CHF、JPY	最長 31 年期	固定、浮動利率交換
遠期合約	USD、EUR、DKK、NOK、SE、PLN、CZK*、HUF*	最長 3 年期	固定、浮動利率交換
零息通脹	GBP	最長 50 年期	英國 CPI
	EUR	最長 30 年期	HICPXT、FRCPIx

* 預計於 2022 年 9 月開放

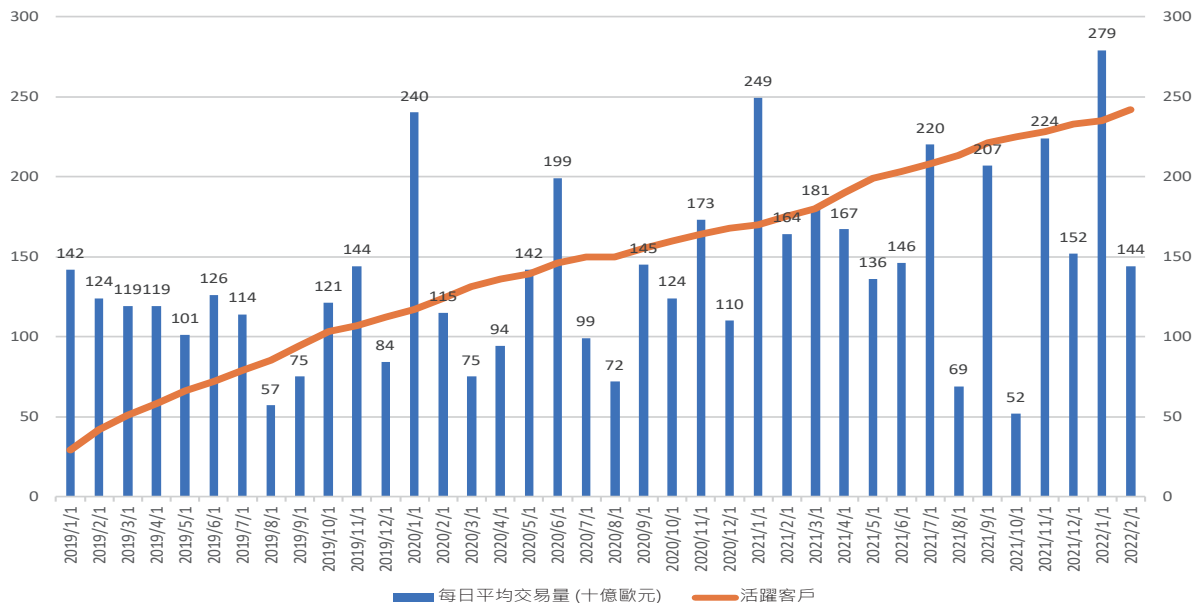
資格，包含交易所上市和場外衍生品、股票、債券和擔保融資以及證券融資市場提供服務，且允許客戶提供接近一萬種的證券作為抵押品，協助客戶在降低交易對手風險的同時提高資本效率。

歐交所場外清算 (EurexOTC Clear)

歐交所自2013年起推出場外衍生品的清算服務 (EurexOTC Clear)，初期以利率交換合約 (Interest Rate Swap) 為主，該類型契約占據場外衍生品超過50%，其後陸續納入隔夜拆款利率交換 (Overnight Interest Rate Swap)、遠期合約 (Forward) 與最新推出的通膨率交換 (Inflation Swap) 的清算功能，清算產品請見表1。



Market information



客戶參與方案與會員架構

市場參與者想加入 EurexOTC Clear的方式取決於該客戶的屬性。若是清算機構打算清算自營交易或是為客戶提供清算服務，需要成為Eurex Clearing的清算會員（Clearing Member），分為直接清算會員（Direct CM）與一般清算會員（General CM）；直接清算會員僅可以清算該公司及其關聯公司的交易，而一般清算會員具有資格為外部客戶提供清算服務。

而非清算類型客戶，稱為已揭露客戶

（Disclosed Client），須透過與清算會員建立清算關係以參加EurexOTC Clear，客戶屬性一般是買方機構，例如保險公司與基金公司等；以合約架構來說DC只與CM具有直接清算合約關係，並在CM的系統中”揭露”該客戶的相關交易，歐清所便會從CM中傳輸的交易編碼收到該筆交易資料並提供服務。而對於DC來說，他們可透過歐清所每日維護的共用報告引擎（Common Report Engine）上面獲取相關交易的清算報告。

表2、目前歐清所提供EurexOTC Clear服務的國家

場外衍生品標的	利率衍生品 (OTC IRD)	外匯衍生品 (OTC FX/ XCCY)
認可國家	歐盟與歐洲經濟體、澳洲、百慕達、英屬維京群島、開曼群島、英屬根西島、新加坡、中國、日本*、智利、南韓、瑞士、英國、土耳其、阿拉伯聯合大公國	歐盟、中國、英國、南韓

* 歐交所為日本註冊的已揭露客戶提供的清算服務限於非日圓計價衍生品。

部位壓縮服務

歐清所目前與 TriOptima 與 Capitalab 合作，為客戶提供部位壓縮服務，顧名思義，部位壓縮目的是為了協助客戶降低交易筆數、風險性質相似而方向相反的交易相互抵銷。藉此，清算所與清算會員可消除過剩的交易槓桿比率，同時也降低整體市場的作業成本。

目前該服務主要為歐元計價之商品，包含利率交換、遠期合約、隔夜拆款利率交換與零息通脹交換，其他計價貨幣之合約則須由客戶提出需求；歐清所約每一至二個月進行一次部位壓縮服務，客戶須提出申請方可參加該次部位壓縮，申請時須提供欲壓縮的部位與事先設定的風險目標。

夥伴計畫 (Partnership program)

自2017年10月起，歐清所推出夥伴計畫，且該計畫獲得了廣泛的市場支持。自啟動以來，已有來自美國、英國、亞洲和歐洲大陸的 27 家市場參與者加入。其概念為整體市場提供實質上的互助互惠的合作方式，表現最好的 10 家客戶從歐清所的 IRS 清算服務中獲得了相當大的經濟效益。此外，這些客戶將被納入歐清所的治理和委員會結構。由於該計畫的廣大迴響，歐清所於2021年獲得Risk Awards年度最佳清算所資格。

風險控管與違約管理程序

1. Default waterfall

在歐清所的清算規則中，明確規範若市

場發生違約時的處置方式，且逐步會動用到的抵押品池，稱之為違約瀑布 (Default Waterfall)。

- (1) 如果清算會員違約和該清算會員發生終止事件，Eurex Clearing 主要使用該違約清算會員提供的財務資源（其保證金抵押品及其對違約基金的貢獻）來彌補造成的損失。
- (2) 如果違約清算會員的資源不足以彌補所有損失，則應用 Eurex Clearing 自己對違約瀑布的貢獻，即所謂的專用金額 (Dedicated Amount)。
- (3) 如果專用金額不足以彌補所有剩餘損失，則使用未違約清算會員對違約基金 (Default Fund) 的抵押資產。一般而言，一名GCM須在違約基金提供五百萬歐元的抵押品、一名DCM則是一百萬元。
- (4) 如果對違約基金的預供款不足以彌補所有剩餘損失，清算會員必須向 Eurex Clearing 提供額外的財務資源，即所謂的評估金額 (Assessments)。在清算會員提供評估的同時，Eurex Clearing 還提供額外的，即所謂的額外專用金額 (Further Dedicated Amount)。
- (5) 最後，Eurex Clearing 的股本用於彌補任何剩餘損失。此外，德意志交易所已發出一封支持 Eurex Clearing 的核准函，以此證明德意志交易所將協助歐清所滿足其市場清算的責任。



Market information

2. 違約管理流程 (Default Management Process)

當市場出現清算會員違約事件時，歐清所會啟動違約管理流程 (DMP) 來處理，DMP 基於事先定義的清算群組 (Liquidation Group)，每一群組包含具有相似風險特徵的產品，可以同時即時清算。歐清所為每個清算群組定義了一個平均的持有期，反映該清算群組中的投資組合進入 DMP 時的持續時間，進而作為保證金計算的指標，以確保歐清所在整個流程中具有足夠的保證金資產池。

歐清所定義了兩種可能導致清算會員違約的觸發事件。

- (1) 清算會員主動或被迫啟動破產程序。
- (2) 某些非自動終止事件，包括未能支付或交付保證金、未能遵守清算條件或公司重組，在這些事件中不會自動發生違約，但由 Eurex Clearing 主動聲明。

如果發生任何非自動終止事件，在宣布清算會員違約之前，Eurex Clearing 可能會授予寬限期以補救相應的違約。

未來發展方向

目前除了歐美各國，亞洲許多市場在非集中清算交易保證金要求方面仍處於擬定、建立法律框架的階段，而從當前情況來看，歐盟在集中清算方面仍有許多計畫中的更動，同時監管機關 ESMA 持續地徵詢市

場意見。比如 EMIR 的集中清算的要求與歐盟《可轉讓證券集合投資計畫》(UCITS) 對 UCITS 基金的場外衍生品曝險的要求之間存在不一致性。為此，歐盟可能需要考慮修改相關規則，但顯然將花費更長的時間。此外，CCP 的資訊透明度對市場直接參與者、非直接參與者、監管機構和公眾來說都很重要，有利於全面認識其風險狀況及強化風險管理水準。儘管歐盟已經通過 EMIR 落實了 G20 對衍生品交易進行報告的要求，但在 CCP 資訊披露方面仍需與時俱進。近年亦有許多人對於目前制度並未全盤地考量到 CCP 的違約提出憂慮並希望監管機關納入範圍。

現階段歐清所已將非歐盟 CCP 的臨時等效期限延長至 2025 年，但各國市場參與者顯然希望使歐盟能將清算環境打造得更具吸引力，以促進全球場外衍生品在歐盟內部建立曝險的過程不受法規阻礙。未來歐清所將持續與市場溝通、合作，如 2017 年推出夥伴計畫方案，透過客戶驅動的方式，積極提升 Eurex OTC Clear 競爭力，包含更透明、流動性更高，協助客戶實現在歐盟建立更大部位的目標。

