



# 确保资本市场稳定

新形势刊物系列

2020年10月

[kpmg.com/regulator/challenges](https://kpmg.com/regulator/challenges)

## 最新系列刊物

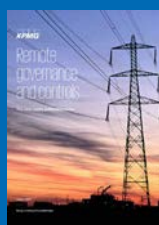
欧洲、中东与非洲 (EMA) 金融服务风险及监管洞察中心 (RRIC) 欣然推出全新领先思维系列《**金融服务业：新形势下的监管**》的第四份刊物。

随着政府和商界将注意力焦点逐步从应对新型冠状病毒肺炎(COVID-19) 疫情转到恢复能力及新形势下的复苏，预计金融服务监管机构也将进入调整和支持的新阶段。

本刊将探讨监管机构正如何考量疫情引起的金融市场变化、为缓释影响而采取的直接措施以及未来关注重点。在未来几个月内，我们将根据首份概览所列举的主题进一步发表文章和刊物。



**金融服务业：新形势下的监管**



**远程治理及控制**



**实现可持续金融**

## 其它相关刊物



**演变中的LIBOR**  
(“Evolving LIBOR”)

# 目录

引言	04
01. 套现离场：驱动因素 及影响	06
02. 保证金追加要求的顺周期性	08
03. 投资基金的潜在系统性风险	11
04. 向无风险利率过渡	12
05. 全球合作的重要性	14

# 引言



央行及监管机构正在考量COVID-19 对金融市场的影响。考量事项包括私营企业韧性以及对央行特别流动性支持的依赖之间如何取得合理平衡、为降低金融市场流动性所受直接影响而采取的干预及短期措施是否开创了先例以及这是否恰当。还持续关注经济复苏速度以及信贷风险加剧的潜在影响，特别是对固定收益市场而言。

在此背景下，证券监管机构正进行进一步分析并考虑推出额外要求，如应对衍生品市场中追加保证金要求的顺周期性的措施。疫情还重振了监管机构贯彻某些有待推进的监管工作的决心，其中包括向无风险利率的过渡、个别交易策略以及开放式投资基金的流动性管理。企业应在自身的运营及风险评估中纳入这些考量因素。

政策制定者普遍同意，2008年全球金融危机后实施的变革有助提升银行体系的经营韧性，使其能够在一开始时吸收，而不是放大疫情带来的冲击。此外，金融市场及基础设施（特别是中央结算对手）也持续发挥作用。

然而，资本市场及市场导向（非银行）金融体系中的波动性比2008年金融危机时更大，并且，系统中还存在某些很可能导致机构对流动性产生急剧需求的节点。此类急剧需求被某些评论员称为突然而极端的“套现离场”（“dash for money”）。

央行通过放松银根以缓和资金紧缺状况。为此，央行实施了多项措施，包括资产收购、流动性保险以及经强化的美元流动性安排。国际清算银行表示，先进经济体中央行的应对是“迅速及有力的回应”，称它们“在数周内调动了全套的危机应对工具”。

监管机构现正评估2020年3月发生的事件。它们认识到，经济冲击是由疫情引起，而不是金融服务业（与2008年金融危机不同），并且，此次冲击的程度之巨大，使央行必须介入并进行干预。

然而，监管机构对相关干预措施或对市场参与者的风险管理立下的先例及激励措施表示忧虑。它们正在思考如何在利用公共资金以确保经济在受到冲击时保持运转与让市场参与者充分实施自我保护从而规避冲击导致的损失并能有效管理风险之间取得合理平衡，这可能导致成本增加以及金融交易利润减少。

此外，监管机构还担心COVID-19的更广泛经济影响或会导致进一步市场波动，并对资本市场稳定性带来潜在连锁影响。它们的主要关注点包括市场与经济基本面之间显著的定价脱节，这或会导致突然及急剧的重新定价。

欧洲系统性风险委员会（ESRB）指出，由于信贷风险的系统性增加，疫情对经济带来的破坏或会使企业债券领域出现一轮信贷评级下调的浪潮。信贷评级下调可能会带来“悬崖”效应，因此会带来种种不利，尤其是对投资级别被下调的发行人而言。BBB级别企业债券大约占有所有级别投资的60%。

此外，买方的主要构成部分— 总值6万亿的主权财富基金— 正受到各个政府号召以助修复各国经济因疫情受到的损害。这或会导致资本外流以及投资焦点从全球投资战略转向杠杆程度更高的国内投资。

伴随着因收入损失或不确定而导致的退休及长期储蓄水平下降或提款增加，在未来一段较长时间内，投资者领域将有所缩减。

不确定性使这些疑虑进一步加剧。金融稳定委员会（FSB）表示，疫情引起的经济下滑程度以及经济复苏的时间和实际状况仍不确定。欧洲央行行长Christine Lagarde提到：“毋庸置疑，我们目前所面对的经济状况充满不确定性，这令未来充满变数，难以预测。”

另一个会对资本市场稳定性构成迫切风险的是广泛使用的伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）将于2021年末停用，以及向无风险利率过渡的挑战。

在全球范围内采纳的2008年后金融危机改革以及疫情早期政策交流的效力突出了金融服务监管机构的协作与配合对资本市场稳定的重要性。在目前地缘政治渐趋分裂的形势下，合作更显重要。

## 主要信息

- 虽然金融市场已恢复到接近危机前的水平，但人们对金融市场表现与相关实体经济活动之间的脱钩抱有疑虑。
- 鉴于巨额保证金追加要求对市场流动性配置的影响，中央结算对手及结算会员将在限制顺周期性措施以及保证金及流动性管理上受到更多监管审查。
- 在监管机构持续评估开放式投资基金流动性错配的系统性风险的同时，基金经理应确保及时应用现有流动性管理工具，并将在此领域持续接受监管审查。
- 监管机构及业界已在向无风险利率的过渡及银行同业拆借利率（IBOR）改革的运作上取得进展。在2021年末的截止日前，企业需继续关注过渡以及受LIBOR影响的投资组合的风险管理。
- 全球监管协作以及金融体系的全球改革有助吸收疫情对经济的冲击。持续的全球监管协作与配合是促进经济复苏的关键。



## 01. 套现离场：驱动因素及影响

随着疫情的完全影响已逐步明确，封锁措施的潜在经济影响也已显露，资产价格开始急剧下滑。Euro Stoxx 50指数录得创纪录的最快下滑；FTSE All-Share在3月12日跌幅超过10% — 自1987年以来的最大单日跌幅；道琼斯指数在3月16日创下有史以来的最大单日跌幅。投资者开始出售风险较高资产并买入更安全、流动性更好的资产，导致市场波动显著增大，程度更甚于2008年全球金融危机。

资产价格下跌导致机构投资者（如养老基金、保险公司及投资基金）持有的衍生产品仓位出现巨额保证金追加要求，迫使它们立即出售或回购（以资产换取现金，签订回购协议）流动资产（如债券）以筹集现金满足保证金要求。这反过来对债券价格构成更大压力，增加了回购交易的难度和成本，令投资者必须出售更多债券。与此同时，现金流受封锁措施影响的企业需赎回投资（包括货币市场基金和其它投资基金的投资），这些情况的叠加导致恶性的螺旋式下跌。

欧洲证券及市场管理局（ESMA）报告指出，三月下半月欧洲市场的结算失败达到2014年报告开始以来的最高水平，其中股票结算失败约占14%，政府及企业债券约占6%。但ESMA认为，多数结算失败是源于市场波动增大引起的高成交量所带来的运营挑战，因当时企业须为远程办公作出调整，而不是源于现金短缺。<sup>1</sup>

<sup>1</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma\\_50-165-1287\\_report\\_on\\_trends\\_risks\\_and\\_vulnerabilities\\_no.2\\_2020.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_50-165-1287_report_on_trends_risks_and_vulnerabilities_no.2_2020.pdf)

此外，另有证据显示，在2020年3月市场波动较高期间，交易商扩大了买卖差价，从而增加了交易成本。譬如，绩优投资的买卖差价约是正常水平的四倍，回购市场交易成本是如此高昂，以致交易几乎停滞。这些市场对流动性的循环十分重要。由于交易商不提供回购，投资者不得不出售资产或赎回货币市场基金，导致对现金的进一步渴求。监管机构将很可能对交易商行为的成因展开调查。未来，监管机构或会更为关注流动性供应商、交易商和高频交易企业的监管资本。

尽管遇上了极端严峻的市场环境，资产管理及投资基金业仍保持相当的韧性。与此同时，在赎回日益增加之际，一小部分开放式基金不得不暂停交易活动。货币市场基金和房地产基金在个别市场受到最为严重的冲击。交易暂停成为投资经理和监管机构的关注所在，因其会对相关基金投资者造成影响以及潜在的跟风效应风险。它们还重启了存在已久的有关资产管理人及投资基金活动会否导致系统性风险的辩论。

高杠杆基金也是政策制定者的其中一个关注领域。例如，国际清算银行和英格兰银行已表达了它们对高杠杆对冲基金的角色关注，这些基金利用衍生品价值以及作为该衍生品基础的现金工具的价值之间的差价进行套利交易。在“正常”市场环境中，此类交易一般被视为可稳定市场价格。然而，一系列压力因素—包括“投资者逃向安全资产”（flight to safety）推高债券期货价格，令有关仓位出现亏损、增加衍生品仓位的保证金要求以及部分基金不能转存资金—意味着这些基金不得不大量出售政府债券（2020年3月间近900亿美元<sup>2</sup>），导致债券价格的进一步下滑。

### 有关信贷紧缩的持续关注

随着经济冲击的不断变化，监管机构还关注“堕落天使”风险带来的系统性影响。“堕落天使”是指从投资级别（BBB及以上）下降至次级投资级别（亦称“垃圾债券”）的公司。随着经济冲击在实体经济中逐渐显现，预计将有更多公司被降级至投资级别以下。由于多数机构投资者受有关规例所限，不能持有高收益或次级债券，系统性影响由此产生。即使资产所有人并非被迫出售，持有基准指标以外的资产也可能会降低业绩或评级，并可能导致赎回及强制出售。

由于基金持有的企业债券中约有50%是BBB级别，国际清算银行研究发现，如果降级水平达到2009年的程度，企业债券市场的单日成交额盈余部分将需进行强制投资组合再平衡。<sup>3</sup> ESRB、欧洲监管局以及欧洲央行正分析大规模降级对金融行业各个板块的影响，以降低实体经济将受到的负面影响。它们担心相关影响或包括投资者以市价计算的损失和企业更高的融资成本。英格兰银行还担心，大规模的投资组合再平衡可能会进一步抑制市场流动性并阻碍企业获取资金。

### 监管应对措施

监管机构正在集中及单独地评估市场导向金融或非银行金融中介（NBFII）的“关键点”或弱点。在二十国峰会于2020年11月召开前，FSB将全面审视今年三月的市场动荡，并描绘全球背景下传统银行业务及非银行板块之间的关键联系。这些工作将有助明确金融体系中的各个弱点以及风险扩大及传导途径。

某些区域市场对疫情带来的经济冲击的反应凸显了监管机构过去一直在关注的问题。它们拟对现行法规提出修订及制定新法规，主要涉及以下方面：

- 保证金追加要求的顺周期性（见第2章）
- 货币市场基金的弱点（见第3章）
- 其它开放式基金的流动性错配带来的风险以及流动性管理工具的应用（见第3章）

在其它领域，监管机构仍处于阐明顾虑和分析以下问题的初步阶段：

- 可能对交易商能力构成限制的因素
- 高杠杆非银行投资者的角色
- 企业债券或杠杆贷款大规模降级情况下信贷状况的加大紧缩

监管机构对上述领域的重点关注程度在金融稳定委员会与国际证监会组织已实施的监管措施中有所反映。它们将定期汇报观察结果，作为全球金融系统对疫情的响应的四个关键领域，即：

1. 金融系统对实体经济提供资金的能力
2. 市场参与者获取美元资金的能力，特别是对新兴市场而言
3. 金融中介在无需进行强制资产出售的情况下满足流动性需求的能力
4. 市场参与者有效管理交易对手风险的能力

2 <https://www.bis.org/publ/bisbull02.htm>

3 [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1903u.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1903u.htm)



## 02. 保证金追加要求的顺周期性

衍生品交易是企业抵御资产价格波动的有效保障。由于疫情到来，资产价格随之下降，衍生品交易的保证金（为防止潜在的交易对手信用违约的抵押）开始大幅上升。举例而言，就已结算衍生品交易而言，从2020年1月到3月末期间，欧盟及英国的四家最大中央结算对手的初始保证金从约3,000亿欧元上涨至约4,000亿欧元。<sup>4</sup> 一般而言，这些保证金追加要求似乎均能满足，整个体系亦如常运行，市场并未出现对违约交易对手风险敞口的大范围恐慌。就双边市场而言，交易对手之间的纠纷有所增多，但总额仍保持稳定。

然而，这些保证金追加要求对系统内的整体流动性构成压力，对政府债券及其它工具的价格造成连锁影响。同时，市场参与者（如投资基金、养老基金和保险公司）出售资产以满足保证金要求并赎回货币市场基金份额，导致价格的进一步下滑，最终引发央行干预。

2008年金融危机后，衍生品市场实施了若干重大改革。一个抵押不足及复杂的场外衍生品交易网已导致巨额风险敞口并加大市场压力。金融稳定委员会领导的改革为衍生品交易的保证金及抵押制定准则，要求对它们实行中央结算。中央结算使交易对手信用风险在一定程度上实现共担；由于中央结算对手能够将市场参与者之间的保证金流净值化，因此能提升效率并降低系统内的总资金流，但也导致了风险集中于中央结算对手。

<sup>4</sup>

[https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report200608\\_on\\_Liquidity\\_risks\\_arising\\_from\\_margin\\_calls\\_3-08542993cf.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report200608_on_Liquidity_risks_arising_from_margin_calls_3-08542993cf.en.pdf)



监管机构担心，由于数个大型结算成员之间的衍生品市场高度集中和相互关联，如果其中一名结算成员出现流动性受限（就现金及可用抵押而言），系统内可能会出现连锁影响。监管机构还担心，随着疫情影响更充分地在经济系统中体现，未来很可能出现更多信用评级下降以及更剧烈的市场波动，从而导致进一步巨额保证金追加要求。

### 进一步调查及监管领域

监管机构尤其关注困境中初始保证金追加要求的顺周期性。其中，在市场压力增大时，能否找到任何方法可在无损保证金追加要求为市场稳定带来好处的同时降低其带来的压力？《欧盟市场基础设施监管条例》（EMIR）要求欧盟的中央结算对手采取相关措施降低顺周期性。问题由此而来：正常时期的更高初始保证金会否有助降低杠杆的逐渐增加，从而减少压力时期顺周期追加保证金的需求。但这应就对冲衍生品交易的成本增加作出平衡。

监管机构希望获得有关中央结算对手、结算成员及其客户之间的风险关联性的分析，这些客户一般在非银行部门。结算成员在保证金收取的方式及时间（即它们对客户风险敞口的风险管理模式）上保有一定的决定权。

虽然中央结算对手与结算成员之间的保证金设定透明度上有相关的国际准则及法规（如EMIR的《修订》），但结算成员与其

- 中央结算对手能否采取更多渐进及细分措施以下调信用评级，从而降低“悬崖”效应？
- 结算成员能否以类似方式将变更传导至其客户？
- 中央结算对手能否改进保证金追加模型（特别是初始保证金和盈亏保证金的分离）以降低其成员的流动性压力？
- 结算成员能否帮助非银行客户更好地预估保证金追加要求？
- 将中央结算范围扩大至更多市场和交易对手能否提升非银行系统应对流动性风险的韧性？

客户之间却缺乏此方面的准则或法规（如适用于客户结算服务（中央结算及非中央结算）提供的最低风险管理要求）。此领域的法规有望陆续出台。

另一个预期的评估领域将是中央结算对手的运作以及它们是否通过提出巨额单日保证金追加要求来降低市场流动性，以抵销市场波动，而对应的盈亏保证金支付通常在次日早上进行。同样，结算成员与其客户在转移保证金时产生的运营现金流也可能会套住流动性。欧洲系统性风险委员会（ESRB）正考虑应否提出在第一或第二层级法例中修订EMIR以要求中央结算对手加快单日盈亏保证金的转移。

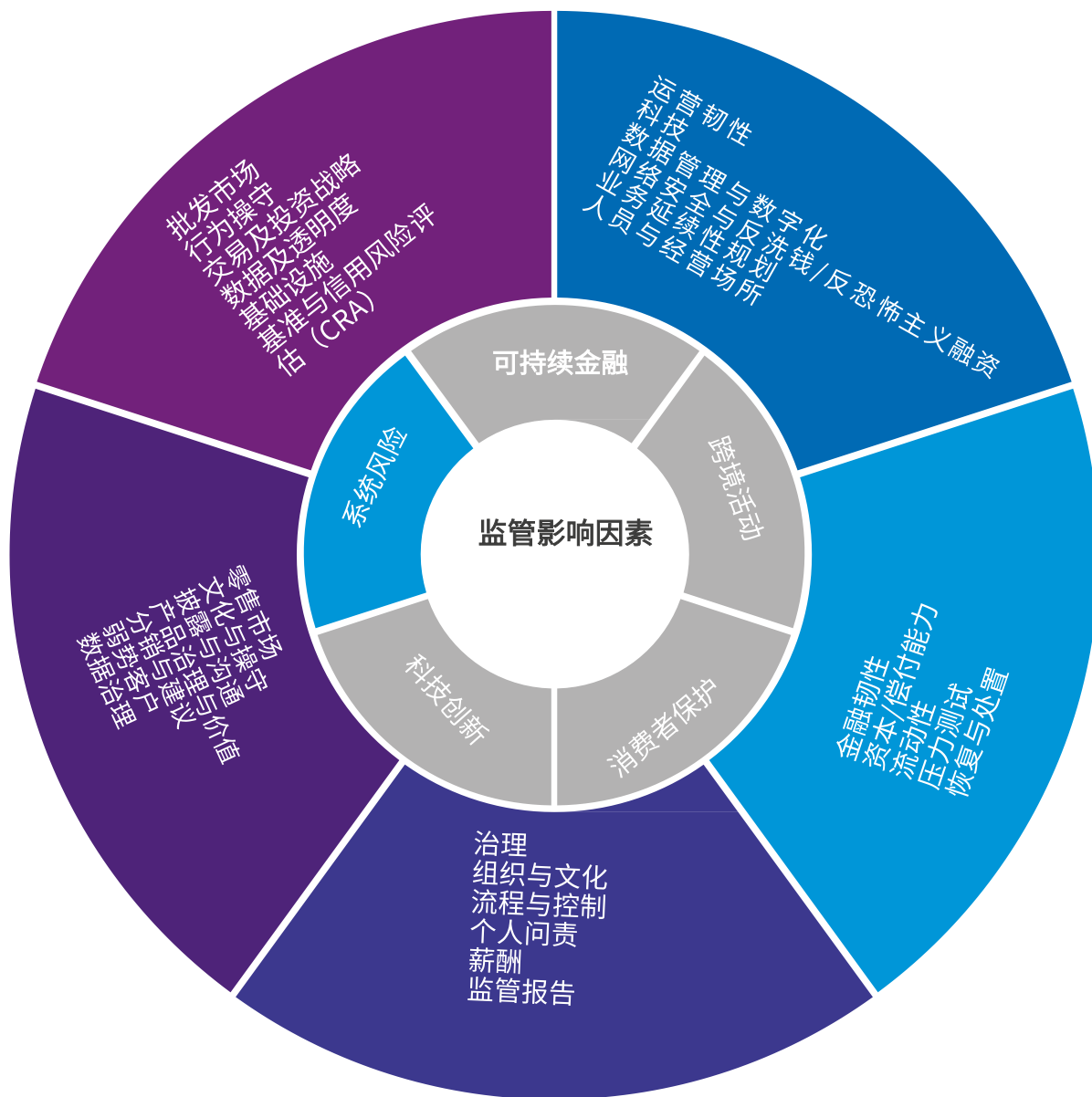
部分人士担心，能对中央结算对手的流动性构成最大影响的可能是正在向中央结算对手提供服务的某个实体，如投资或回购交易对手、支付代理、托管或流动性供应商—而不是结算成员。在EMIR下，压力测试仅包含两名结算成员的违约。因此，监管机构正在考虑未来的中央结算对手压力测试应否包含任意两个对中央结算对手的流动性造成最大影响的实体，而不是仅限于结算成员。然而，当计划如何在此情境下补充流动性短缺时，中央结算对手应从其它市场源头获取流动性，因在市场压力增大期间，依靠结算成员提供资金会对它们带来额外负担，并助长顺周期性。

此外，亦有人士建议，鉴于流动性服务供应商供应的高度集中以及中央结算对手之间的全球关联性，监管机构应在统筹下进行流动性压力测试演练。

监管机构认识到，由于衍生品市场的全球属性，此次政策的分析和制定应在全球层面进行。

法规的改变或制定可能还需要一段时间。但中央结算对手以及结算成员将会看到更多有关顺周期性限制措施以及保证金和流动性运营管理上的监管审查活动。中央结算对手亦很可能需继续通过限制股息支付、向母公司作出的利润分配以及可变薪酬以保持充足的自筹资源或资本。

系统性风险：影响监管要务的主要因素



影响监管重点的**五大动力**。消费者保护和金融稳定是金融服务监管的堡垒，但疫情及因此而实施的封城措施暴露了更多问题。

资本市场的波动使人们再度将目光转移到与保证金、电脑主导买卖策略及特定类型基金相关的系统性风险。此外，疫情还加快了科技应用及可持续金融需求的趋势，而跨境交易将面临新的挑战。这三大趋势目前是对监管重点有同样重要影响的动力。

## 03. 投资基金的潜在系统性风险

在市场压力剧增时期，对被广泛持有的开放式投资基金而言，如果其基础投资不能随时以接近估值的价格出售，当赎回突然增加时，它们将会陷入困境。自动化资产估值流程需要人工干预；资产估值的突然变动可导致风险限额的“被动”违反。监管机构关注因基金的流动性错配产生的潜在系统性风险以及它们是否有效地获取及使用流动性管理工具。投资公司债、房地产和货币市场基金的基金受到重点关注。

2020年春季，由于赎回请求剧增以及难以在剧烈波动、急剧下滑的市场中出售资产，部分基金不得不暂缓交易。此类基金的数目占总体市场的较小比率—ESMA将此数字与2020年3月总值约为1,000亿欧元的欧洲基金对比。从那时起，有报告显示资金开始重新流入投资基金。然而，任何基金交易暂停均会对投资者产生重大影响，资产管理人与监管机构从投资者保护角度对此十分关注。

监管机构还担心潜在的系统性风险，即基金交易暂停或会对其它基金及更广泛的市场带来连锁影响。由于市场的剧烈波动，以及人们对固定收益市场的持续关注，监管机构更频繁地要求基金经理提供有关基金流动性状况的信息。多数监管机构已根据IOSCO的2018年建议评估它们的流动性管理要求或正在进行该项评估。压力测试情景已加入优先考虑事项清单，未来将更为严格。2020年5月<sup>5</sup>，ESRB号召ESMA与各国监管机构合作开展一次监管演练，并在2020年10月底前就**对企业债及房地产资产存在巨大风险敞口的基金**作出汇报，以评估它们对潜在未来负面冲击的准备程度，其中包括任何重大赎回的恢复及/或估值不确定性增加。

### 货币市场市场弱点

广泛投资者—从非金融机构、政府机构及金融实体到个人—均使用货币市场基金作为银行存款的替代或补充。在某些市场（如欧洲），货币市场基金一般作为机构投资工具，并设有较高的最低认购额。在其它市场，如美国，货币市场基金一般由个人储蓄者持有。

在疫情早期，由于投资者偏好更安全、更像现金的产品进行避险，部分货币市场基金出现资金流入。但当市场环境恶化，投资者需要更多现金，货币市场基金出现巨额资金流出。某些基金资产（如商业票据）不能在受压市场环境出售，导致流动性错配。

一旦流动性缓冲跌至某个阈值之下，相关法规允许基金经理暂停或限制赎回，或收取流动性费用。交易暂停预期或会刺激投资者提前赎回，从而带来进一步流动性压力。

鉴于货币市场基金对实体经济以及金融稳定的重要性，政策制定者支持对货币市场基金的弱点作出评估，作为金融稳定委员会的疫情中市场导向金融评估的一部分。政策复核将很可能评估此领域的后金融危机改革的效力，以及变革中的某些方面是否产生了不利的激励。譬如，打破流动性阈值与基金管理人应用流动性工具（包括交易暂停）的能力之间的联系，或有助货币市场基金管理市场受压下的巨额赎回。鉴于投资者期望货币市场基金单元是类似现金，并且一般可按需赎回，央行还对某些货币市场基金投资的流动性状况进行质询。

此类分析将需考虑表面类似的基金在不同辖区的差别、基金管理人需遵循的不同法规、可用工具、投资者类型以及监管对投资者行为的影响。

近期事件也显示了严格压力测试的重要性。ESMA已确认，**《货币市场基金规例》下有关压力测试情景的2019年指引将在2020年更新**，以修订相关风险指标以反映近期有关新冠疫情的最新市场发展。

<sup>5</sup>  
[https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200514\\_ESRB\\_on\\_liquidity\\_risks\\_in\\_investment\\_funds-4a3972a25d.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200514_ESRB_on_liquidity_risks_in_investment_funds-4a3972a25d.en.pdf)

## 04. 向无风险利率过渡

未来18个月内资本市场须面对的其中一项最重要事件是伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）的终结。从全球金融危机以来，为应对主要银行同业拆借利率（IBOR）的企图操纵以及相关无抵押融资市场的流动性下滑，金融稳定委员会已在全球层面开展合作，以增强现有基准的稳健和可靠性，并推进基于交易数据的无风险利率基准的制定及应用。

英国金融行为监管局（FCA）的2017年7月公告表示，在2021年后，其将不再要求银行提交LIBOR数据。该公告为监管机构和金融业制定及执行无风险利率过渡方案提出了最后期限。涵盖不同币种、总值约400万亿美元的金融合同参考LIBOR。

### 向无风险利率过渡：从何开始？



#### 初步影响评估

所有业务单元就运营风险、法律风险和道德风险；功能、经济及客户影响；及区域时间进行建模及系统分析。



#### 战略规划

根据当前投资组合所受经济影响以及潜在业务机遇；建立客户沟通及协商流程；审核合同架构；并评估盈利能力、现金流与套期风险。



#### 治理与客户联系

制定内部治理流程以审批对政策、系统、流程和控制作出的变更；指导需与客户接触的员工如何在整个流程中透明、公允地引导客户。



#### 合同识别

尽可能地应用科技、识别所有产品与业务线，包括预期退回以及可能发生的范围内双边协商。



#### IBOR 风险敞口及风险管理

按2021年后到期计量风险敞口，以基金、投资组合及交易对手分组。

## 有助过渡的基础工作

在过去一年，数项基础工作业已完成，这应有助实现向无风险利率的平稳过渡。在美国与英国，监管机构及市场参与者的工作组已就各项不同类别的金融产品制定暂定期限。香港及其它亚洲地区也在发布暂定期限。监管者将根据这些期限跟进企业的工作进展。

市场设施供应商正更新自身软件以处理新的无风险利率；越来越多产品也开始应用新的无风险利率。

由于多数衍生工具交易在国际掉期与衍生工具协会（ISDA）的主协议下执行，因此，在过去数年，人们已进行多项工作以就ISDA的《IBOR替代协议》的措施达成一致。这将使数以百万计的衍生工具交易安全、一致地从IBOR基准过渡到其它基准。预计该协议将在短期内发布，但监管机构鼓励受监管实体和衍生工具风险敞口巨大的市场参与者签订及执行该“等待履行”的协议，以推动金融市场参与者及时应用该协议。

然而，市场参与者仍需进行大量工作才能满足2021年底这个过渡期限，尤其是对非衍生工具市场而言。在疫情开始时，部分市场参与者预期监管机构将延迟过渡期限，正如它们进行其他监管变更一样。但各国监管机构均强调，继续使用LIBOR的风险太高，因此不适宜推迟过渡期限，虽然它们修订了暂定期限。在疫情开始时，无风险利率与央行利率一同下滑；但LIBOR没有下降。企业需考虑应用一个未包含信贷因素的利率的影响。

## “顽固旧有”产品

监管机构承认，某些所谓的“顽固旧有”产品（tough legacy product）几乎不可能过渡到IBOR以外的基准。在应用LIBOR的主要辖区，管理此类产品风险的方案已陆续出台。

六月，英国政府公布了其修订英国版《欧盟基准条例》的计划。<sup>6</sup>这将赋予FCA更多权力以指导LIBOR管理人修改用以计算该基准的方法，前提是这样做将保护消费者及市场完整性。这可提供一个LIBOR利率发布机制，在报价银行停用此基准时发挥作用。此合成LIBOR计算概念可在2021年后应用，以避免现有的LIBOR合同失效。

## “企业应重点推进自身LIBOR合同的主动过渡。”

但在公告中，英国财政部及FCA均明确表示，改变LIBOR方案的监管行动或不能在所有情况下可行—如在相关货币下选用备选方案所必须的输入值缺失时。进一步而言，即使改变方案的监管行动（通过立法执行）是可行的，行动的经济条件对各相关方而言亦可能不是最有利的。因此，企业应继续重点推进自身LIBOR合同的主动过渡。

本年后期，法规将被修订，作为《金融服务法案》的一部分。FCA将就其如何使用新权力发表政策声明，并就潜在新方案进行咨询。

欧盟委员会也提议对欧盟版的《基准法规》进行修订。<sup>7</sup>与英国采用的方案略微不同，欧盟版《基准法规》的修订使欧盟委员会有权在某个关键基准（如LIBOR）不再发布，并可能对欧盟金融市场带来重大干扰时指定一个替代基准，以代替所有金融交易对该关键基准的参照。法定替代利率仅可用于某个关键基准不再发布时对其进行参照的金融合同。

美国替代参考利率委员会（ARRC）已提议纽约州立法应对顽固旧有事项，因大量的美元LIBOR合同受纽约法律规限。<sup>8</sup>拟定法例将适用于某些在LIBOR停用前已执行的基于LIBOR的金融合同，并通过法律实施对其修订，以纳入ARRC的建议替代利率并附加差价调整。

目前尚未明确这些解决方案将如何应用，或它们会对单独合同产生怎样的经济影响。所有这些方案亦要求获得司法审批，而在目前，立法者很可能正忙于处理应对疫情或国内最新发展的有关措施。因此，**业界有必要继续着力于制定有助过渡的解决方案；并且，企业应尽量实现自身IBOR相关风险敞口的过渡。随着2021年末的最后期限迫近，预计监管审查将逐渐增多。**



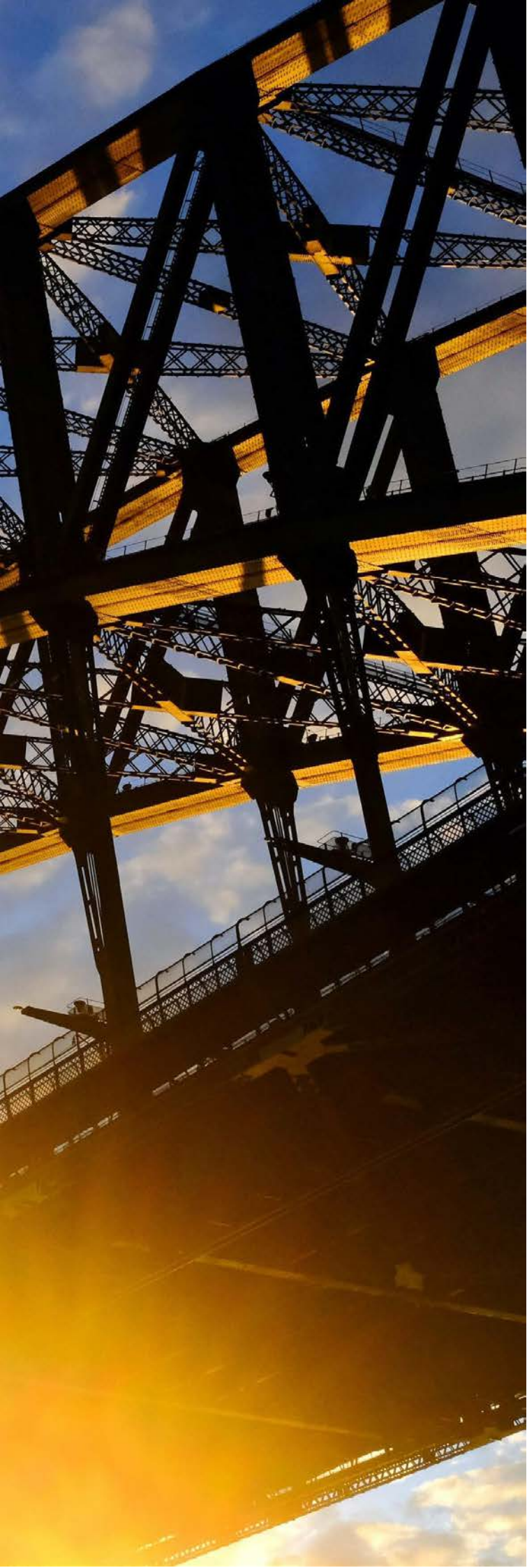
如需进一步详情及定期更新，请参阅毕马威演变中的LIBOR系列刊物。

<sup>6</sup> <https://www.parliament.uk/business/publications/written-questions-answers-statements/written-statement/Commons/2020-06-23/HCWS307/>

<sup>7</sup> [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_20\\_1376](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_1376)

<sup>8</sup> [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC\\_Press\\_Release\\_Proposed\\_Legislative\\_Solution.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC_Press_Release_Proposed_Legislative_Solution.pdf)

© 2020 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所 — 澳门合伙制事务所及毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所，均是与英国私营担保有限公司 — 毕马威国际有限公司(“毕马威国际”)相关联的独立成员所全球性组织中的成员。版权所有，不得转载。



## 05. 全球合作的重要性

哪种资本市场能达到最佳运作状态（最高效、有效及安全）—开放式还是封闭式？—是久已存在的政策争论。市场在疫情扩散之初出现的剧烈波动使该讨论的热度再次升高。随着经济在困境中缓慢复苏，政策制定者或会面对一种诱惑，即暂停国际交易，将本土市场封闭起来以确保本国企业免受竞争冲击。我们认为，就资本市场而言，此做法不可取：疫情已凸显全球监管合作的重要性。

疫情的完全经济影响尚未被完整了解，但可以肯定的是，所有类型的企业均需面对前所未见的大规模债务负担。通过此次危机，我们看到了所有行业板块均跨境深度互联，所有类型及规模的经济体均是脆弱的。融资渠道—尤其是资本市场—需反映此现实以更好地支持经济复苏。若要实现环境及社会方面的可持续目标，企业将需获取额外及高水平的私人资金。

在如此不寻常的境况下，我们理解政府需推出某些暂时性措施以保护资本市场及主权债务。但措施应是暂时性的。政府务必避免为保护自身经济体而建立更长期的保护性壁垒，包括限制对本国金融市场的进入。历史经验显示，封闭的资本市场反而会损害政府想要保护的经济体。因此，讨论的重点不应是资本市场应是开放式还是封闭式，而是什么能让市场以最安全、最高效的方式运行，市场准入应否以任何方式予以限制以及最理想的监管水平。

对零售市场而言，更高水平的监管保护是可理解及必要的。对批发资本市场而言，消费者保护固然重要，**但关注焦点应是金融稳定性、市场完整性、公平竞争以及防止监管套利行为**。为此，各国应长期致力于建立不同监管机构之间的深入、有建设性的关系，包括就提升监管及协作展开对话。

初步迹象是积极的：在金融稳定委员会的支持下并在四月的首次经济冲击后，政府机构同意，它们“的行动将与通用的国际准则保持一致，前提是相关准则能够提供所需的韧性以持续向实体经济提供资金以及维持一个公平的国际竞争环境。这些行动将不会使监管变革倒退或损害现行国际准则的基础目标。”<sup>9</sup>

如第2章所述，中央结算与相应的保证金要求等方面是全球性问题，也是资本市场金融稳定性的关键。有关结算机构恢复及处置的法规正在制定中。法规制定的目的是让所有市场参与者为结算机构的经营困境或倒闭作好准备，并了解如何应对此类状况。监管机构应通过监管学院及危机管理小组等方式，共享信息及维护稳健体系，在结算机构监管中保持紧密合作。紧密的监管合作是必要的。为确保真正有效，双方均须确立互信。

欧盟市场准入一般遵循均等条款。由于英国在脱欧过程中将大部分欧盟金融法规沿用至本国，因此至少在不远的未来，英国市场准入仍将遵循均等条款。均等过程是以结果为导向的：评估结果不但根据法规的内容而定，还需考虑监管及执法的手段。对第三国法规的逐条分析无助于抓住要领，还可能阻碍市场准入，并对经济、企业及市民带来不利影响。

### 建立资本市场壁垒将减少企业的流动性获取通道及选项，并可能导致更高的融资成本，为整个金融体系带来负担。

在2020年六月有关“尊重”的报告中，<sup>10</sup> IOSCO 指出了下列良好实务：

- **以结果为导向**：在投资者保护、市场完整性及系统性风险降低上，评估另一国法律体系旨在实现的结果是否与本国监管机构希望实现的结果大致相同。
- **对风险敏感**：譬如，评估范围或会因应国内市场参与者面对的风险水平而作出调整，或如果某家企业的活动不超过某个预设阈值，其它国家的企业可被赋予准入权。
- **透明**：在赋予及撤销尊重的流程及标准上保持透明。
- **协作**：得到政府机构之间强力、持续的监管及执法合作支持。
- **足够灵活**：允许辖区在不引起尊重被撤销的情况下对法规作出变更，前提是法规旨在实现的结果不变。

在美国，我们看到业界更能接受其它监管机构的框架及监管。譬如，商品期货交易委员会（CFTC）近期公布了<sup>11</sup>其2013年跨境指引的方案修订，并以全新跨境规例，提出范围更广、更全面的方法以确定外国规则的可比性（根据整体结果，而不是看各项要求是否相同）。

上文凸显了监管对话及协作的重要性。重点是，我们需要建立一个架构以强化赋予及撤销欧盟市场准入及其内部权利的流程。该架构应能确保更大的法律及监管确定性，同时能保护监管自主性。同时，央行和银行业监管机构也必须保持协作，以避免无意中损害了具有系统重要性的全球金融市场基础设施。



本领先思维刊物系列的其他文章和报告将进一步探讨相关主题，请密切关注。

9 <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P150420.pdf#page=4> 10

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD659.pdf>

11 <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8211-20>

# 联系方式

## Francisco Uria Fernandez

EMA 金融服务、银行与资本市场主管合伙人  
毕马威国际

电话: +34 9145 13067

电邮: [furia@kpmg.es](mailto:furia@kpmg.es)

## Dr Kay Swinburne

EMA 金融服务风险与监管洞察中心主席  
毕马威国际

电话: +44 207 311 2588

电邮: [kay.swinburne@kpmg.co.uk](mailto:kay.swinburne@kpmg.co.uk)

## Michelle Adcock

EMA 金融服务风险与监管洞察中心  
毕马威国际

电话: +44 20 3306 4621

电邮: [michelle.adcock@kpmg.co.uk](mailto:michelle.adcock@kpmg.co.uk)

## Philip Deeks

EMA 金融服务风险与监管洞察中心  
毕马威国际

电话: +44 20 7694 8545

电邮: [philip.deeks@kpmg.co.uk](mailto:philip.deeks@kpmg.co.uk)

## Karim Haji

英国金融服务主管合伙人  
毕马威英国

电话: +44 20 73111718

电邮:

[karim.haji@kpmg.co.uk](mailto:karim.haji@kpmg.co.uk)

## James Lewis

EMA 金融服务风险与监管洞察中心主管  
毕马威国际

电话: +44 20 7311 4028

电邮: [james.lewis@kpmg.co.uk](mailto:james.lewis@kpmg.co.uk)

## Kate Dawson

EMA 金融服务风险与监管洞察中心  
毕马威国际

电话: +44 20 7311 8596

电邮: [kate.dawson@kpmg.co.uk](mailto:kate.dawson@kpmg.co.uk)

## Julie Patterson

EMA 金融服务风险与监管洞察中心  
毕马威国际

电话: +44 20 7311 2201

电邮: [julie.patterson@kpmg.co.uk](mailto:julie.patterson@kpmg.co.uk)

## [kpmg.com/cn/socialmedia](https://home.kpmg.com/cn/socialmedia)



如需获取毕马威中国各办公室信息, 请扫描二维码或登陆我们的网站:  
<https://home.kpmg.com/cn/en/home/about/offices.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用, 并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料, 但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

本刊物经毕马威国际授权翻译, 已获得原作者授权。

本刊物为毕马威国际发布的英文原文“Ensuring stable capital markets”(“原文刊物”)的中文译本。如本中文译本的字词含义与其原文刊物不一致, 应以原文刊物为准。

©2020 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所, 毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司, 毕马威会计师事务所 — 澳门合伙制事务所及毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所, 均是与英国私营担保有限公司 — 毕马威国际有限公司(“毕马威国际”)相关联的独立成员所全球性组织中的成员。版权所有, 不得转载。

毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的注册商标。