

上海金融法院 金融市场案例测试机制

第三方意见书

上海金融法院：

贵院正在审理的申请人机构 A 与被申请人银行间市场清算所股份有限公司（下称“上海清算所”）关于中央对手清算业务违约处置的测试案例（案号：（2022）沪 74 测试 1 号），本人阅看了相关材料，依据《上海金融法院关于金融市场案例测试机制的规定》（试行）第十五条之规定，特此提出第三方意见，供贵院在审理过程中予以参考，并授权贵院在互联网平台公布本意见。

1. 关于对冲交易中的即期交易成交价格严重偏离市场最优价的意见

- 1.1 根据本案事实，违约机构原始交易的净头寸为卖出 10.8 亿美元，根据违约处置专家组在交易策略，拟在违约处置程序中达成两笔买入美元的即期交易。2022 年 9 月 21 日 14:02:49，第一笔交易以 5.8 亿美元作为名义本金，以美元兑人民币汇率 6.4606 成交。同日 14:04:40，第二笔交易以 5 亿美元作为名义本金，以美元兑人民币汇率 6.4626 成交。
- 1.2 根据 ODM 提供的美元兑人民币即期交易即时价格走势图中，违约处置当日 14:02 与 14:04 两个时间点上，美元兑人民币的最优报价分别为 6.4546 与 6.4560，与上海交易所代为平仓的成交价分别相差 66pips 与 60pips。
- 1.3 根据外汇市场交易经验，通常在流动性充足且市场稳定的情况下，单笔交易成交价格与同时段市场最优价的偏离值一般在 5pips 到 20pips 之间。在中国外汇交易中心外汇交易平台上美元兑人民币的即期交易是流动性最

为活跃的品种，在 2022 年 9 月单月总成交金额（人民币 5 万 7 千亿元/月）及成交笔数（超过 8000 笔/天）。当然也不排除某些突发情况（如疫情爆发市场遭遇恐慌情绪），天灾人祸不可抗力因素等会给外汇市场带来影响，共同造成汇率在短时间内的短暂剧烈波动，极端情况下偏离值可能超出正常区间。但是此次对冲交易的执行并未遭遇突发情况发生，且当时市场流动性稳定，所以连续两笔约 5 亿美元的即期交易不会对市场产生明显冲击，价格应不会出现明显波动。

2. 关于对冲交易中的掉期交易的远端清算日及头寸金额与原始交易不匹配的意见

2.1 根据本案事实，由于平仓合约的近端现金流已支付，平仓收付金额计算只需考虑远端现金流收付的情况。违约处置中将原交易 1 笔外汇掉期（名义本金为 4.5 亿美元），4 笔外汇远期（名义本金为 6.3 亿美元）分为 7 笔交易进行对冲，除上述 2 笔即期交易（名义本金为 10.8 亿美元）外，还达成了 5 笔掉期（名义本金为 10.6 亿美元）交易。该对冲交易策略可以对冲原交易的头寸，但 5 笔掉期交易的远端头寸金额未能与原始交易完全匹配，导致还有一部分头寸仍然存在。上海清算所违约处置专家组应对其平仓策略进行说明及解释，以避免不必要的分歧。

2.2 对冲交易的目的，系为了在最短时间内以最快最有效的交易消除风险、锁定损失。上海清算所违约处置专家所进行的平仓策略有其合理性，本案中上海清算所确定了三个询价交易对手，并以最优报价成交，从交易询价角度具有合理性，但就三个询价对手是否为市场中提供流动性的大做市商，所报价格是否属于市场最优价，存有争议。实操层面未达到市场最优结果，必定会对平仓所造成的损失引发与机构之间的争议。另外对冲交易与原始交易头寸金额不匹配，则相应头寸仍将遭受市场变动的风险。

2.3 若违约处置以消除风险锁定亏损为先，则应当将掉期交易与原始交易能够完全匹配。汇掉期交易的价格波动相比即期交易价格波动相对较小，应有足够的时间进行充分的询价，客观上可以达到完全匹配的结果。反之，若违约处置以高效率为先，则应通过加权计算出最优的单笔交易头寸及远端清算日，只进行一笔对冲掉期交易，一次成交。拆分成5笔单独的掉期交易，时间上和操作上都不及一笔交易来的有效。

2.4 但本案中的交易方案与上述两种方案均有出入，需要进一步斟酌。

3. 关于违约处置流程的建议

3.1 在价格偏离市场幅度较大时（比如 60pips），会对违约机构造成一定的损失，是否需要征得违约机构意见值得进一步讨论，交易执行策略可适当优化以使违约机构损失降至最小。

3.2 另建议在确定实质永久性违约情况下，可以事先告知违约机构即将进行强制平盘，并且允许违约机构在规定的时间内自行平盘，这样可以减少因平盘价格而产生的分歧。如果违约机构未能在规定的时间内完成所需的平仓交易，那么可以再由上海清算所介入执行强制平仓。

此致

上海金融法院

意见提供人： 杨红

日期：二〇二二年十二月八日

意见提供人简介：

顾红，现就职于德国商业银行股份有限公司上海分行资金部中国区负责人。从业 28 年，系国内首批外资银行从业人员。于 1994 年取得中国外汇交易中心第一批交易员证书，见证了中国衍生品市场的开放和发展。