

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，下称“测试案例”或“本案”），汇丰银行（中国）有限公司金融衍生品法律团队阅看了相关材料，经与外汇交易团队讨论研究并征询其交易专家意见，就有关交易策略、价格、询价次数和成交时间等交易技术层面问题，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. 上海清算所就对冲交易所采取的交易策略是否合理

总体而言，我们认为上海清算所在本测试案例的违约处置过程中采用的对冲策略具有合理性。

1.1. 采用即期加掉期交易进行对冲的策略是否合理

在本案中，上海清算所的对冲策略为使用即期加掉期交易对原始交

易进行平仓，而非直接通过远期交易对冲待平仓头寸。由于在银行间交易市场人民币外汇交易中的掉期交易量远大于远期交易量，远期交易效率不及即期与掉期交易，我们认为该策略具有合理性。

1.2. 关于对冲交易中掉期交易与待平仓头寸的远端清算日期及头寸金额不匹配的问题

关于申请人主张五笔原始交易中仅有一笔交易的远端清算日及头寸能够完全匹配对冲交易，其余交易的远端清算日均有偏离而导致申请人面临头寸差及时间差的损失问题，我们认为：对冲交易的远端清算日和原始交易的远端清算日在最理想的情况下应当完全匹配，但出于对银行间市场流动性等其他因素的考量，用日期接近的流动性较好的标准期限交易进行平仓亦是较为合理有效的做法。主要原因在于非标准期限交易的流动性不及标准期限交易，从而可能影响平仓价格。但第五组交易的期限及头寸错配相对偏离度较大，可以考虑由上海清算所对于错配期限的定价模型和头寸差提供进一步说明。

序号	掉期交易的远端清算日	待平仓头寸的远端清算日
1	22年10月24日（买入1亿美元）	22年10月28日（卖出1亿美元）
2	22年11月23日（买入4亿美元）	22年11月18日（卖出4亿美元）
3	22年12月23日（买入4.5亿美元）	22年12月23日（卖出4.5亿美元）
4	23年6月26日（卖出1.5亿美元）	23年6月22日（买入1.5亿美元）
5	23年9月25日（买入2.6亿美元）	23年8月24日（卖出2.8亿美元）

2. 对冲交易中的即期交易是否未能按照当日带量行情图的最优价格成交

我们认为对冲交易中即期交易的最终成交价格并没有明显偏离一

般情况下的合理流动性溢价。

2.1. 头寸分割是否合理

申请人认为上海清算所将案涉名义本金头寸拆分为5.8亿美元及5亿美元两笔大额交易导致实际成交价格偏离同时段市场最优报价。我们认为需要结合当时市场的具体情况来判断。境内银行间人民币外汇即期交易单笔成交量多集中在一百万至一千万美元之间，大型做市商银行的报价一般可成交一千万美元。因此，成交价格的好坏需要由上海清算所结合当时具体的市场流动性情况进行判断。除价格因素的影响之外，时间因素也需要考虑。如头寸可以被拆分成较小金额多笔成交，会导致成交时间跨度变长，从而可能带来额外的价格变动风险。

2.2. 实际价格与最优价的偏离值是否过大

关于申请人提出的最终实际成交价格明显偏离市场最优价是否有合理依据的问题，可能需要结合成交时的具体流动性和价格波动性等更多数据来进行综合判断。总体而言，根据机构A提供的带量行情截图，我们认为最终实际成交价格并没有明显偏离一般情况下的合理流动性溢价。同时，也不能排除上海清算所如可通过与规模较大、口碑较好的做市商银行进行事前沟通而获得更优价格的可能性。

3. 上海清算所就对冲交易中的即期交易进行询价的次数是否合理

申请人提出上海清算所就对冲交易中的即期交易询价三次的做法不符合行业惯例操作。我们认为，不能仅因询价次数而认定上海清算所的做法存在瑕疵。首先，市场对于进行几家询价较为合理并没有普适标准或市场惯例。其次，询价次数更多可能未必会对成交结果更有利。试

想，如果市场上多家机构都得知机构A需要买入10亿美元头寸，可能会对市场参与机构的交易心理和交易行为产生影响，进而对价格产生额外影响。

4. 对冲交易的成交时点是否合理

申请人认为对冲交易方案从作出到实施的间隔时间长，导致方案丧失时效性。我们认为，以交易品种举例而言，若为即期交易，则一小时的即期价格存在波动较大的可能性；如果为掉期交易，则价格波动可能比即期交易价格小，仅就一小时的时间跨度而言可能价格差别不会太大。因此对冲成交时点是否合理以及是否实际对对冲交易的价格以及平盘损失造成影响，还需根据当时的市场状况由上海清算所综合判断。

此致

上海金融法院



意见提供人：汇丰银行（中国）有限公司金融衍生品法律团队

日期：二〇二二年十二月七日