

# 海外市场清算模式的演变历史与发展趋势

李路<sup>1</sup> 付迟<sup>2</sup>

(1.上海外国语大学国际金融贸易学院,, 上海 200000;; 2.中国金融期货交易所研发部,, 上海 200122)

**摘要:** 清算所与交易所的传统治理关系可以分为两种——垂直清算模式和水平清算模式, 分别是一家清算所为一家交易所或多家交易所进行清算。清算的可互操作性(interoperability)是指投资者基于某种产品的清算业务可以在不同的交易场所之间按照净头寸计算, 而无需在各个单独的交易场所分别计算。可互操作性相当于将市场竞争引入清算领域, 也带来了新的清算模式——联通清算模式, 即多家清算所为多家交易所进行清算, 中央对手方之间也形成了统一平台。联通清算模式使得投资者、清算所和交易所都从中受益、实现共赢, 或许会是清算市场未来的主流清算模式。2008年全球金融危机后, 场外市场场内化和《金融市场基础设施原则》的颁布使得清算体系建设更加注重防范系统性风险, 联通清算模式更能应对市场环境的改变, 清算行业也在市场竞争中找到公平与效率的新平衡点。

**关键词:** 清算所; 联通清算; 期货交易所; 清算模式

**Abstract:** The traditional relationship between clearing and exchange can be classified as two kinds: the vertical clearing mode and horizontal clearing mode, corresponding to one clearing company working for only one or several exchanges respectively. The interoperability of clearing means clearing services for one particular product can be conducted in different exchanged based on the net position, no need to do the clearing in each individual exchange. The interoperability introduces competition into the clearing business, meanwhile providing a new clearing mode: connected clearing, that is to say several clearing service companies working for multiple exchanges at the same time. This new connected clearing mode benefits investors, clearing companies and exchanges all, and it might be the main trend for the development of future clearing mode. After the financial crisis in 2008, the trend of bring OCT back inside and the new Financial Infrastructure Market Principles both emphasize on the control of systemic risks, and the connected clearing mode is more suitable for the change of the market environment. The clearing industry would get a new balance between fairness and efficiency under the market competition.

**Keywords:** clearing companies, connected clearing, futures exchange, clearing mode

**作者简介:** 李路, 中国金融期货交易所研发部研究员, 研究方向: 交易与清算。付迟, 女, 中国金融期货交易所研发部博士后, 研究方向: 交易与清算。

中图分类号: F830.9 文献标识码: A

清算(Clearing)是指介于交易(Trading, 即投资者同意开始交易)与结算(Settlement, 即投资者最终完成资金或实物划拨)之间、实时评估投资者持有头寸风险的中间阶段。选取什么样的清算模式将决定清算行业的市场结构与经营效率。

## 传统的清算模式

一、垂直清算模式——一家清算所为一家交易所进行清算

垂直清算模式是指清算所作为交易所的一个附属部门或控股子公司(全资或绝对控股), 从组织结构上看, 交易所垂直管理清算所, 是一家清算所为一家交易所进行清算的业务模式。在这种模式中, 交易所自身承担交易、清算和结算业务, 控制着金融产品交易的价值链。目前, 全球大部分交易所都是选择这样一体化的交易清算模式, 如美国芝加哥商业交易所集团(CME)<sup>1</sup>、欧洲期货交易所(Eurex)<sup>2</sup>、印度国家证券交易所(NSE)和香港交易及结算有限公司等。

垂直清算模式的优势在于能够提高交易所及清算所的经营效率，原因在于：第一，将交易所与清算所整合在一起可以统一协调交易、清算和结算的全过程；第二，便于交易所新产品设计与开发时清算环节的配合。

然而，垂直清算模式存在着一定缺陷：第一，交易所形成了集交易、清算和结算于一体的网络组织，加之当某些金融产品(例如衍生品)自身的替代性较弱时，清算业务封闭形成了自然垄断，进而影响整个衍生品清算行业的竞争效率；第二，由于清算所隶属于交易所，清算环节出现问题，特别是出现重大违约事件时，由交易所承担风险会影响到交易安全，清算风险因此放大；第三，交易所对保证金和风险准备金等制度的限制会降低会员的资金使用效率。

二、水平清算模式——一家清算所为多家交易所进行清算

水平清算模式分开了交易与清算，将清算业务外包给专门的清算所，清算所与交易所之间呈水平关系，是一家清算所为多家交易所进行清算的业务模式。采取独立经营的清算所一般不从属于任何一家交易所，有自己独立的经营目标，所有权与治理结构都与交易所独立；尽管交易所常常会拥有清算所的部分股权，但没有一家交易所在清算所的发起者、所有者、管理者或者使用者中占有支配地位；对于独立的清算所来说，它们通常拥有许多清算会员单位，同时为多家交易所提供清算服务。例如：美国的诸多期权交易所都通过期权清算公司(OCC)进行清算。

水平清算模式的优势在于：第一，独立的清算所以有效制约交易所因扩大成交量而降低风险控制标准的行为；第二，减少保证金和资金划转等业务，投资者因此会降低财务成本，提高资金使用效率。

然而，水平清算模式的问题在于：第一，由于独立清算所数目有限，不仅没有在清算行业真正实现市场竞争，反而形成寡头竞争的市场格局，这在一定程度上有损清算行业的市场效率；第二，不利于交易所产品设计与创新中清算环节的配合。

## 我国现行清算机构及其业务范围

我国目前两家证券交易所内部不设立结算部门，统一由中国证券登记结算公司负责证券交易的登记、存管和结算。在业务范围上，按照《证券法》关于证券登记结算集

中统一运营的要求，从2001年10月1日起，中国结算承接了原来隶属于上海和深圳证券交易所的全部登记结算业务，其下属的上海、深圳两家分公司分别为上海证券交易所和深圳证券交易所的各类证券交易提供清算交收服务。我国证券清算行业采取全国集中统一的组织架构。

我国目前四家期货交易所的交易标的及组织形式有所不同，但在清算机构设置上则基本统一，即都在交易所内部设立结算部门，以便管理保证金等风险管理所需资金。交易所结算部负责交易所与结算会员之间的清算和结算工作。三家商品期货交易所采取全员结算制度；中金所采取分级结算制度，即结算会员的结算部门负责该结算会员与交易所、客户、交易会员之间的结算工作，交易会员的结算部门负责该交易会员和结算会员、客户之间的结算工作。在业务范围上，目前国内四家期货交易所结算部仅为在本交易所进行交易的期货合约提供清算和结算服务，属于典型的垂直清算模式。这种内设结算部的模式在期货衍生品市场发展早期有利于新合约上市和开发，促进了期货交易所的发展。

## 国外清算行业结构变化和发展趋势

导致行业结构变化的原因主要包括以下几个方面。第一，当前全球化趋势愈发显著，金融市场向纵深方向发展，金融机构越来越趋向于国际化，很多大型银行和交易商进行跨市场运营，导致证券、衍生品和外汇的跨境交易、清算和结算需要多种货币。为应对这种变化，中央对手方提供清算的产品类型日趋丰富，中央对手方之间互有合并，以应对新环境下的竞争形势。第二，为促进夸市场统一，放宽准入限制，各国金融监管机构共同协商公共政策，旨在加强监管环境的统一。2004年支付与结算系统和国际证券委员会组织(CPSS-IOSCO)发布中央对手方的推荐规范(Recommendations for Central Counterparties, RCCPs)，以协助统一对中央对手方的监管要求，并增强中央对手方之间的跨境竞争能力。随着欧元的引入和金融服务市场的趋同，欧洲地区交易所和清算机构大规模合并；而在欧洲以外，如亚洲地区的日本、印度等国家，央行政策是统一监管环境的主导因素。第三，技术进步导致建设提供金融服务的基础设施的固定成本降低，这些高昂的固定成本以前一直是新进入者的门槛，并保护已有清算机构免于竞争。新的科技富于弹性，具备普遍的技术标准(如统一交流协议)，使得市

场参与者在不同市场基础设施之间转换的成本极低。

当前清算行业处于竞争与合作阶段，已有清算机构逐步扩大清算产品类型，彼此之间互有合并；市场准入门槛的降低使得新成立的清算机构能够获得现有清算网络的利益；此外，通过连接中央对手方的清算系统，使得市场参与者既能保持单一对手方的成本和风险管理优势，又能通过获得规模经济降低清算所成本。

## 可互操作性与新的清算模式——联通清算模式

近些年来，清算的可互操作性(interoperability)以及由其带来的联通清算模式正在改变着传统清算行业的市场格局，第一次形成了多家清算所为多家交易所进行清算的市场结构，中央对手方之间也形成了统一平台，继而真正为清算行业带来了市场竞争。这种通过竞争在市场效率与安全之间寻找到新的平衡点的思路正在清算行业成为现实。

### 一、可互操作性使得联通清算模式成为可能

可互操作性(interoperability)是指投资者基于某种产品的清算业务可以在不同的交易场所之间按照净头寸计算，而无需在各个单独的交易场所分别计算，这种清算的可互操作性可以提高市场效率、降低交易后成本和风险、加强市场竞争和提供新的商业机会。

在目前的股权类产品市场中，投资者可以通过不同的交易平台交易同一种股权类产品，每种产品都与各自的中央对手方清算。随着股权类合约可互换性(fungibility)的发展，即投资者可以在某一个交易场所开启头寸，而在另一个交易场所关闭头寸，股权类产品的市场竞争愈演愈烈，然而，投资者依然需要在上述两个交易场所都交纳清算费用，这不仅花费昂贵，更会带来额外的操作风险(多个中央对手方)和流动性风险(更多的清算费用)。交易场所出于自身利益考虑，希望投资者可以选择某家中央对手方并实现集中清算，而交易对手方之间往往希望能够根据自己的意愿选择不同的中央对手方，双方(交易场所与投资者)之间的分歧由此产生。

引入清算的可互操作性后可以降低操作风险，即投资者可以基于同一种产品的净头寸减少中央对手方的个数，又可以降低清算费用，即投资者可以基于同一种产品的净头寸交纳清算费用，无需在每个持有头寸上都交纳清算费用，从而降低流动性风险。对于投资者而言，多元化的清算选择可以满足不同的交易清算需求。对于交易场所

而言，一方面，清算领域市场开放后会导致原先部分垄断利润的消失，但另一方面，引入市场竞争后的清算领域也可以为交易场所参与更多的清算业务提供可能与机会，有效缓解交易场所与投资者之间的矛盾。对于清算所而言，无论是垂直清算模式还是水平清算模式，都是一家清算所为一家交易所或多家交易所进行清算，而清算的可互操作性将实现多家清算所为多家交易所进行清算的新业务模式——联通清算模式，中央对手方之间形成了统一平台，清算所之间的竞争由此展开，这将带来清算所自身专业能力的提高，长远来看有利于清算行业的整体发展。

尽管将可互操作性引入清算领域早已是行业内共识，但监管机构一直担心清算可互操作性后相当于联通了多个交易清算场所，这是否会触动系统性风险，仍然是一个未知的问题，所以改革进展十分缓慢。由于清算的可互操作性将使得清算领域形成激烈竞争的市场格局，诸多传统交易所和清算所也对此保持谨慎态度，目前，只有新兴交易系统(MTF)在欧洲的现金股权类交易市场和集中清算的、标准化的OTC市场朝着清算可互操作性的方向发展。衍生品市场的清算可互操作性尚在讨论之中，目前仍然维持现状。从长远来看，在竞争中寻找效率与安全平衡点的思路将使得投资者、清算所和交易所实现合作共赢的局面。

### 二、联通清算模式的案例

除了传统的、受监管的交易所(Regulated Market)，金融市场上出现了多边交易设施(Multilateral Trading Facilities，简称MTF)——由投资公司或市场经营者运行的多边交易系统，汇集了多方在该系统根据一定规则进行金融工具交易。MTF作为交易领域的新兴交易系统，是金融交易电子化、网络化的产物，与此同时，MTF在清算领域可互操作性方面同样走在最前端，其中的BATS和Chi-X Europe正是其中的典型代表。

BATS全球市场公司(BATS Global Markets，简称BATS)是一家全球金融市场技术公司，总部位于密苏里州堪萨斯城地区，在纽约和伦敦设有办事处。BATS成立于2005年6月，在美国运营着两家证券交易所(BZX Exchange和BYX Exchange)和一个美国股票期权市场BATS Options；并在欧洲运营着一个获得英国金融服务管理局(FSA)授权的多边交易设施(MTF)——BATS Europe。2011年第四季度，BATS Europe的交易额高达1403亿欧元，约占泛欧证券交易额的6.4%。



Chi-X Europe 成立于2007年3月，是一家得到英国金融服务管理局(FSA)授权的多边交易设施(MTF)，提供如下诸多交易服务：24种指数和15个主要欧洲市场的1300多种流动性较高的证券，以及可见的买卖盘纪录和Chi-Delta非显示买卖盘纪录中的ETF(交易所交易基金)、ETC(交易所交易商品)和IDR(国际寄存单据)。Chi-X Europe在2010年成为欧洲第二大股票交易所，其第四季度的交易额更是高达3680亿欧元。

BATS与Chi-X Europe都是泛欧交易场所，其共同点在于实行低成本的精简操作模式，旨在帮助投资者实现超低的执行以及交易和清算成本。2011年第二季度，BATS Europe与Chi-X Europe就价格变动单位、符号、市场数据和清算等主要市场结构问题进行了紧密合作，以减少欧洲金融市场交易环境中长期存在的障碍。最终，两家新兴交易系统完成了兼并收购，合并后的新公司即是BATS Chi-X Europe。

2006年起，EACHA(European Automated Clearing House Association)就一直致力于建立清算领域可操作性互换的框架。2011年7月29日，经过长时间的争论，BATS Chi-X Europe终于成为了第一家引入清算可互操作性的交易平台(除了西班牙市场)，初期有三家清算所可供投资者自由选择，他们分别是：EuroCCP、SIX x-clear和LCH.Clearnet。随后，2012年1月1日起，EMCF成为了第四家参与可互操作性的清算所，且四家清算所会将各自的技术系统相联。

金融市场对清算的可互操作性尝试给出了积极评价，联通清算模式实现了清算所之间互通、多家清算所为多家交易所进行清算的市场结构，这也为清算行业带来了真正的市场竞争，投资者因此降低了清算等交易后成本，金融市场也更加有效与安全。

## 三、联通清算模式的特点

从经济学原理上而言，清算为交易服务，清算基础设施的容量需要能够应对预期巨大的交易量，清算数量越多平均成本越低，联通清算模式相当于将多个中央对手方置于统一平台，可以通过规模经济降低清算所成本，同时为客户减少接口以降低其清算成本。

从组织结构上而言，联通清算模式的最大的特点是使得中央对手方有效地整合其系统并提供了统一的清算平台。中央对手方之间也互为中央对手关系，这就使得所有的风险管理是通过连接中央对手方的统一系统实现，违约、保证金

要求、财务资源和操作要求等也趋于统一。联通清算模式连接了不同的清算所，使得清算所在产品范围以及区域上实现了多样性，从而增加了清算所的规模及范围，增加其网络优势的同时将现有的基础优势放大，并可以继续提供为区域市场和不同监管环境中特别需求量身定做的个性化服务。Hasenpusch(2013)以发放问卷的方式完成了原创实证研究，论证了多个竞争性、又互联的联通清算模式会比单一清算中心更有优势，同时也优于交叉保证金协议和并购；具体而言：清算互联能够给清算会员带来效率提升，交叉保证金协议是中性或非常小，并购和单一中央对手方则使得效率受损。

然而，场外集中清算过程中可能出现逆向选择和道德风险。如果中央对手方对所有的清算会员都设定同样的保证金要求，信用等级更高的机构可能会因此不进行集中清算，进而导致清算会员多为信用等级较低的机构；而机构在成为中央对手方清算会员之后，由于中央对手方的担保作用不再寻找信用等级较高的交易对手。故集中清算更易引发系统性风险。联通清算模式使得各中央对手方都处于同一平台，上述问题更为强化。在全球化背景下清算的可互操作性将原本相对独立的金融市场主体紧密连结在一起，一方面分担了交易各方的特质性风险，另一方面连接多家清算所也带来潜在的系统性风险，一家清算所破产将迅速影响其他清算所。清算的可互操作性将使得清算领域形成激烈竞争的市场格局，诸多传统交易所和清算所对此保持谨慎态度；同时，监管机构一直担心清算可互操作性是否会触动系统性风险，所以改革进展十分缓慢。

## 四、联通清算模式对衍生品市场清算的影响

在欧洲，尽管以BATS Chi-X Europe为代表的新兴交易系统开始将清算的可互操作性引入了股权类的现货市场，但在欧盟《金融工具市场指令》(MiFID)实施之前，衍生品的清算大多由附属于交易所的清算部门完成，缺少清算业务的可互操作性，自然，清算部门之间没有竞争，投资者无法自主选择清算场所，不得不接受交易所对清算场所的垄断性安排。

追溯欧洲衍生品清算领域缺少竞争的根源，部分在于欧洲的衍生品合约不具有交易的可互换性(fungibility)，即同一衍生品的合约无法在不同交易场所交易，在某一交易场所买进的衍生品无法在另一交易场所卖出。然而，随着美国金融市场关于衍生品合约可互换性的讨论，欧洲金融

市场衍生品交易具有可互换性或许也将成型。与美国股权类现货市场合约交易具有可互换性相比较,传统的衍生品市场由于合约不具有可互换性,清算可互操作性尚在讨论中,目前市场格局仍然维持现状。

#### 五、监管机构对联通清算模式考虑

欧洲的政策制定者正面临是否支持交易所衍生产品具备可互换性的决策。

支持者认为期货交易所应该在价格上竞争,与股票和期权交易所类似。如果交易所试图推销类似的衍生产品将产生套利机会,对所有的市场参与者都有利,包括潜在的价格套利机会以及新的交易机会。然而,垂直清算模式下,在交易所交易的产品合约直接在交易所所有的清算所进行交易后处理,这实质上将投资者锁定在了合约进行上市交易的期货交易所,导致交易所之间缺乏竞争,形成垄断。因此市场参与者<sup>3</sup>广泛支持开放准入(open access)。为了鼓励竞争,监管者显然希望清算所能够为多家交易场所清算。

反对者主要担心开放衍生品市场清算接口会影响金融市场稳定性。投资者想要衍生品头寸轧差的收益,这样可以为它们提供流动性,但是连接两家清算所也带来潜在的系统性风险,一家清算所破产将迅速影响其他清算所。此外,开放准入也可能造成欧洲监管政策的不一致。ESMA(the European Securities and Markets Authority,目前制定MiFID 2细则的机构)对于清算的可互操作性将规定交易所允许客户接入未平仓头寸,客户可以在一家清算所对某一互换合约开仓,而在另一家清算所将其平仓。然而,ESMA将竞争和接口限于非上市衍生产品,这需要与MiFID 2的规定进行调和。相比于美国的Dodd-Frank法案对场外衍生品进行强制规定,欧洲的监管政策行之更远。

### 海外市场监管变革对清算模式的影响

一、海外OTC市场监管改革为清算所带来新的业务机会  
一般而言,海外OTC衍生品市场通过几个不同的层次组织起来,第一层称之为传统的交易商市场,第二层称之为电子经纪商市场,第三层称为自营的交易平台,第四层称为期货交易所组织的场外交易平台。

在欧盟,MiFID2草案致力于改变先前对OTC市场中类似于场内交易部分的监管疏忽,重新定义一种新型交易场所——OTF(Organized trading facility,简称OTF),并将其

纳入与场内交易场所相同的监管范畴。OTF的涵盖范围很广,包括投资机构之间的交易平台(Crossing network)、OTC市场中标准化衍生品的交易平台,系统化内部撮合商等等都在其中,只有基于特殊目的的股票、债券交易和非标准化的衍生品交易会放在不受监管的OTC市场。MiFID2草案要求所有符合结算要求并有足够流动性的衍生品必须在受监管市场、MTF或者OTF上交易,而与之相应的集中清算业务有着广阔的市场需求。

除了MiFID2草案,欧盟还出台了其他对OTC市场的监管法案。2009年2月,欧盟宣布要推动设立欧洲信用违约互换中央清算所,寻求为该工具设立一个中央清算和信息存管机构,该机构能够在信用衍生交易后获得经过确认的信息,创造一个保持这些交易信息的“黄金记录副本”(gold copy)。2010年9月,欧盟委员会发布了《欧洲市场基础设施条例》(European Market Infrastructure Regulation,简称EMIR)的立法建议,计划于2012年实施。EMIR以增强市场透明度和安全性,减少对手方信用风险和操作风险为目标,以所有OTC衍生产品为监管对象,引入OTC衍生品的报告义务、合格OTC衍生品的清算义务、双边清算的OTC衍生品的对手方信用与操作风险的减缓措施、以及对中央对手方和交易登记机构的一般性规定等制度安排,以加强对市场的有效监管,维护金融市场稳定。

在英国,财政部和金融管理局(FSA)也颁布措施加强对OTC市场中衍生品交易的监管,具体包括:(1)OTC市场中衍生品合约更加标准化;(2)更加稳健的对手方风险管理;(3)对于中央对手方的持续和高标准要求;(4)达成产品具备清算资格的国际协议;(5)通过巴塞尔协议,提高没有中央对手方交易的资本金要求,以降低其对金融系统风险的影响;(6)将OTC市场中的衍生品交易记录并形成信息存储库;(7)提高OTC市场中交易的透明度。

在美国,OTC市场监管变化主要集中于——2010年7月21日的《多得-弗兰克华尔街改革与金融消费者保护法》,其首要目标是提高场外衍生市场的透明度和效率,降低对手方风险和系统性风险,改革的主要对象就是直接导致危机发生的各种互换工具。合约标准化、中央清算和中央信息存管成为美国改革场外OTC衍生品交易监管三根支柱。CME集团积极响应政府改革号召,已经推出为OTC衍生品市场服务的清算系统。CFTC也要求互换交易商披

露头寸情况，提高市场的透明度。

海外OTC市场的监管变革使得传统场内市场与OTC市场的融合趋势进一步加剧，形成OTC市场中标准化产品的集中清算模式。面对新的清算业务盈利机会，市场或许将形成清算所之间激烈的竞争，这种清算业务竞争不再局限于传统场内市场份额的争夺，而将发生于OTC市场份额的争夺，这会更有利于联通清算模式发挥作用。

二、《金融市场基础设施原则》使得清算体系建设更加注重防范系统性风险

全球金融危机后，国际清算银行支付系统委员会和证监会国际组织技术委员会研究制订了支付结算体系核心原则——《金融市场基础设施原则》，旨在加强国际合作，增强结算支付系统等市场基础设施的稳健性和风险管理能力，强调了央行和监管部门的责任，提高全球金融体系稳定性，重点关注信用风险、流动性风险、一般业务风险、历史回复性测试和压力测试、资金交收等方面的风险管理议题，尤其关注系统性金融风险，要求支付结算机构建立全面的风险管理框架。

金融市场基础设施是指为了完成金融交易后的支付、清算和交收为目的的金融机构间的多边安排，其组织形式可以是法定结算机构、存管机构、金融机构间协会、银行或非银行清算公司等各种形式。国际监管机构首次将提供支付、清算服务的系统性重要的机构作为一个系统整体来考虑，以应对在全球化背景下支付、清算活动已经将原本相对独立的金融市场主体紧密连结在一起，导致系统性风险增加。

《金融市场基础设施原则》有三个具体目标：一是提高现行标准对金融支付结算系统的监管标准和风险管理要求，即所谓“Raise the Bar”；二是吸取金融危机的教训，反映后金融危机时代金融市场安全与稳定发展的变化和对交易结算体系的新要求；三是对场外衍生品市场引入的中央对手方、交易登记机构等基础设施提出风险管理指引，反映这些基础设施在场外衍生品市场中的职能和风险管理要求等。这些要求都使得联通清算模式在发展过程中更加需要加强应对系统性风险。

## 积极应对清算行业的市场竞争

无论是欧洲的MiFID还是美国的Dodd-Frank法案，其颁布与实施都对欧洲和美国的金融市场结构带来了深远的影响，而其核心理念都在于通过引入竞争保护投资者利益，在公平和效率之间寻求新的平衡。从最初在交易场所之间的交易领域引入竞争，到将市场竞争进一步引入交易后服务领域(如结算、清算等)，这些市场结构发展趋势都会导致交易、结算、清算等业务手续费占比越来越低，这就使得传统交易所主要依赖的交易与清算收费受到了冲击，寻找到新的利润增长点，如接入交易平台收费、数据服务等新业务愈加重要。

就清算领域的市场竞争而言，传统场内市场与OTC市场的融合趋势进一步加剧，市场或许将形成清算所之间激烈的竞争，这既发生于场内市场份额的争夺，又发生于OTC市场份额的争夺。清算的可互操作性(interoperability)使得投资者基于某种金融产品的清算业务可以在不同的交易场所之间按照净头寸计算，而无需在各个单独的交易场所分别计算，真正将竞争引入了清算领域，实现多家清算所为多家交易所进行清算的联通清算模式，将中央对手方也置于统一平台。投资者可以获得更低成本、更多样化的清算服务，清算所尽管失去了垄断地位，但也赢得了更广阔的业务机会，交易所在不依赖清算收费后可以更加专注于交易后的其他服务，从长远看也将赢得更多的利润。2008年全球金融危机后，场外市场场内化和《金融市场基础设施原则》的颁布使得清算体系建设更加注重防范系统性风险，同时也带来了新的业务机会，联通清算模式更能应对市场环境的改变。

就清算行业的市场监管而言，为防范系统性风险，在维持分散的多清算中心格局下，监管机构应与各方参与者进行充分讨论，了解市场需求，形成系统研究，制定行为规范并行使监管职能。各中央对手方，包括交易所和清算所，需要合理选择组织形式并加强治理，管理和控制自身风险，平衡系统对抗总体风险的能力与承担特质风险的程度，在竞争中寻找效率与安全平衡点，从而使得投资者、清算所和交易所实现合作共赢的局面。

## 注释

1. CME内设清算部门CME Clearing Division。
2. Eurex控股清算子公司Eurex Clearing AG。
3. 在2013年9月写给欧盟理事会、议会和委员会的信中支持接口共享

的签名机构包括Allianz Global Investors, APG, State Street Global Investors, the Association for Financial Markets in Europe, 以及the London Stock Exchange Group，开放准入是其拥有的清算所LCH.Clearnet的运行原则。