



中国场外金融衍生品 市场发展报告

(2023年度)

中国银行间市场交易商协会
中国外汇交易中心
银行间市场清算所股份有限公司
2024年8月

中国场外金融衍生品市场发展报告 (2023 年度)

中国银行间市场交易商协会
中国外汇交易中心
银行间市场清算所股份有限公司
2024 年 8 月

前言

2023年，我国经济回升向好，全年国内生产总值（GDP）同比增长5.2%，货币信贷保持合理增长，信贷结构持续优化，社会融资成本稳中有降，人民币汇率保持基本稳定。金融市场整体平稳运行，银行间衍生品市场成交量保持增长，全年成交金额达196.8万亿元，同比增长18.2%，持续满足金融机构和实体企业风险管理需求，在支持货币政策调控、服务实体经济、维护金融稳定等方面发挥重要作用。

在中国人民银行、外汇局的指导下，交易商协会、外汇交易中心和上海清算所深入贯彻中央经济工作会议和中央金融工作会议决策部署，稳步推动场外衍生品的产品创新和机制优化，不断完善市场服务，保障基础设施高效稳健运行，推动市场高水平对外开放，以更好地满足市场主体风险管理的需求，不断提升服务实体经济质效。

本报告持续聚焦境内外场外衍生品市场建设及运行情况、立法及监管政策，邀请市场专家对“互换通”业务运行、硅谷银行破产经验教训、SOFR利率境外市场应用、商业银行资本新规影响等境内外市场热点问题和前沿领域进行专题分析，以期为专家学者和从业人员相关研究提供参考。此外，报告将2023年度我国场外金融衍生品相关监管政策和大事记作为附录，供读者参阅。

由于时间和精力所限，报告中难免存在差错和不完善之处，欢迎广大读者批评指正。

《中国场外金融衍生品市场发展报告（2023年度）》编写组

2024年8月

本书编写组

主 编

曹媛媛 崔 嵬 王维强

编委会委员（按姓氏笔画排序）

王庆玉 朱 红 许静怡 李 彪 张 红 张 昕 陈志明 陈振宏 罗云舟
庞 玫 郑乃全 赵弘宇 胡 炜 柴 非 徐苏江 翁露茜 黄 轶 黄雷鸣
储国强 薛宏立 戴志英

编写分工及成员

正文第一章

执笔人为夏露、吴冠华、潘佳琪、陆晨希、邵明、柴天仪、闫慧、郭炜、朱小川、蔡得雨。

正文第二章

“人民币利率衍生品市场”和“人民币汇率衍生品市场”执笔人为陆晨希、邵明、柴天仪、闫慧、郭炜；“信用风险缓释工具市场”执笔人为潘佳琪；“场外黄金及大宗商品衍生品市场”执笔人为夏露、吴冠华、胡喆。

正文第三章

“市场发展基本情况”执笔人为管婧；“国际碳衍生品市场发展情况”执笔人为蔡得雨；“主要监管政策动向”执笔人为朱小川。

正文第四章

执笔人为夏露、吴冠华、朱小川。

附录部分

附录一执笔人为李亦丹、谭舒予、张红、宋菲菲、蒋净宇。

附录二由交易商协会牵头整理。

专题部分

专题一执笔人为陈天翔、朱宇奇、彭建恩；专题二执笔人为施想、杨东晓、侯泽宇、李振翔、庞玫；专题三执笔人为陈光、贺嫣尔、周雅仪、阴珉杰、曹蒙蒙；专题四执笔人为房正阳、时雨、郑逸曦、张程翔、林子辰；专题五执笔人为葛琳、夏奕婧；专题六执笔人为安思婧、刘琢玮、马艺银、李川、史梁、王子奇；专题七执笔人为郭炜；专题八执笔人为崔崮东、王忆馨。

统稿成员

董 静 吴冠华 夏 露



| | |
|---|-----------|
| 前言..... | 1 |
| 第一章 2023 年境内外场外金融衍生品市场发展概述 | 1 |
| 一、境内场外金融衍生品市场发展概述 | 1 |
| 二、境外场外金融衍生品市场发展概述 | 2 |
| 第二章 我国场外金融衍生品市场发展情况..... | 4 |
| 一、人民币利率衍生品市场发展情况 | 4 |
| （一）市场建设情况 | 4 |
| （二）市场运行情况 | 4 |
| 二、人民币汇率衍生品市场发展情况 | 8 |
| （一）市场建设情况 | 8 |
| （二）市场运行情况 | 9 |
| 三、信用风险缓释工具市场发展情况 | 10 |
| （一）市场建设情况 | 10 |
| （二）市场运行情况 | 11 |
| 四、场外黄金及大宗商品衍生品市场发展情况 | 13 |
| （一）市场建设情况 | 13 |
| （二）市场运行情况 | 14 |
| 第三章 国际场外金融衍生品市场发展情况..... | 15 |
| 一、市场发展基本情况 | 15 |

| | |
|---------------------------|----|
| 二、国际碳衍生品市场发展情况 | 31 |
| 三、主要监管政策动向 | 36 |
| （一）场外衍生品市场改革的进程 | 36 |
| （二）国际行业协会及主要经济体监管动向 | 37 |

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 第四章 我国场外金融衍生品市场发展展望与建议..... | 40 |
|------------------------------------|-----------|

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 专题一 “互换通”业务运行情况及展望..... | 42 |
|--------------------------------|-----------|

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 专题二 衍生品在金融机构资产负债管理中的对冲作用..... | 46 |
|--------------------------------------|-----------|

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 专题三 SOFR 利率在国际衍生品市场中的应用 | 51 |
|--------------------------------------|-----------|

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 专题四 信用风险缓释工具信用事项决定机制简介及应用..... | 58 |
|---------------------------------------|-----------|

| | |
|--|-----------|
| 专题五 《商业银行资本管理办法》对衍生品业务影响浅析..... | 61 |
|--|-----------|

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 专题六 《中国碳衍生产品交易定义文件》简介..... | 66 |
|-----------------------------------|-----------|

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 专题七 标准利率互换交易清算服务优化..... | 71 |
|--------------------------------|-----------|

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 专题八 标准债券远期市场及交易策略浅析..... | 75 |
|---------------------------------|-----------|

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 附录一 我国场外金融衍生品相关监管政策（2023）..... | 79 |
|---------------------------------------|-----------|

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 附录二 我国场外金融衍生品市场大事记（2023）..... | 81 |
|--------------------------------------|-----------|

第一章

2023 年境内外场外金融衍生品市场发展概述

一、境内场外金融衍生品市场发展概述

近年来，我国场外金融衍生品市场持续发展完善，在强化风险管理、促进价格发现和服务实体经济等方面的作用日益突出。2023 年，银行间衍生品市场运行平稳，市场交易规模上升，全年成交 196.8 万亿元，同比增长 18.2%，各品种保持良好发展趋势，其中利率和汇率衍生品是主要品种，信用衍生品处于发展初期并保持快速增长。

（一）各品种交易规模保持增长，利率衍生品增幅最高

2023 年，利率衍生品的主力品种利率互换（IRS）交易名义本金达 31.5 万亿元，同比增长 50.2%。其中参考利率以 FR007 和 Shibor 等短期利率为主，以 FR007 为标的的 IRS 占比约 92.0%。汇率衍生品全年成交 21.8 万亿美元，同比增长 13.4%，外汇掉期是主要交易品种。信用风险缓释工具（CRM）延续近年快速增长势头，全年成交 658.1 亿元，同

比增长 24.0%，交易规模为 2018 年的 7.4 倍。

（二）“互换通”上线并运行平稳，对外开放持续推进

2023 年 5 月 15 日，“北向互换通”正式上线运行，全年共有 51 家境外机构参与、20 家境内“互换通”报价商提供报价，累计交易名义本金近 1 万亿元。“互换通”不改变境内机构交易习惯，有效遵从两地市场法律法规，支持交易双方更加便捷地开展交易和集中清算，更好满足境外投资者利率风险管理需求，并通过引入境外投资者实现差异化的交易需求，助力境内利率衍生品市场高质量发展。

（三）信用衍生品支持民企融资持续发力，监管制度和市场建设不断完善

2023 年，信用风险缓释凭证（CRMW）支持民企融资力度进一步提升，挂钩新发行民企债券的 CRMW 名义本金同比增长 139.0%，支持近 200 亿元民企债券发行，同比增长 82.0%，支持民企融资效果显著。国家金融监

督管理总局（以下简称“金融监管总局”）于同年11月发布《商业银行资本管理办法》（以下简称《资本新规》），在监管规则层面进一步明确信用衍生品的资本缓释和风险对冲作用。同时，CRM 信用事项决定机制正式落地，通过建立信用事件市场化判定机制，进一步强化信用衍生品风险对冲功能。

二、境外场外金融衍生品市场发展概述

2023 年，各国经济整体缓慢复苏。随着多国通胀水平逐步回落，全球主要经济体货币政策面临调整，美欧相继暂停加息，日本微调收益率曲线控制政策，新兴经济体政策和利率走势分化，金融市场发展水平差异持续存在。随着 2023 年加息步伐放缓，全球场外金融衍生品合约总市值有所回落，但各类衍生品市场结构整体保持稳定。

（一）国际场外衍生品市场监管改革持续推进

2023 年，国际场外衍生品市场平稳发展，监管改革有序推进。交易报告要求已基本覆盖全体金融稳定理事会（FSB）成员，中央对手方（CCP）抗风险能力和监管水平持续强化，

支付与市场基础设施委员会（CPMI）、国际证监会组织（IOSCO）持续推动完善中央对手方违约管理拍卖¹。伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）退出过渡期进入最后阶段，各国基准利率改革和相关过渡工作已基本完成。

（二）市场规模稳步增长，集中清算比例保持平稳

随着全球宏观经济增长放缓和不确定性增加，国际场外金融衍生品名义本金规模稳步增长。截至 2023 年末，国际场外金融衍生品未到期合约名义本金总额为 667.1 万亿美元，同比增长 8.0%。国际场外金融衍生品市场结构保持稳定，利率衍生品占据绝对主导地位，其次是汇率衍生品，信用、权益和商品等其他衍生品占比较小。

集中清算比例保持平稳，各品种集中清算趋势出现分化。其中，利率衍生品集中清算比例最高，集中清算比例近年来稳定在 76.0% 左右，汇率衍生品集中清算应用程度较低，集中清算比例仅为 4.7%，同比增加 0.3%，信用违约互换（CDS）集中清算比例有所下降，集中清算比例约 65.4%，同比下降 3.6%。

（三）碳市场交易规模持续提升，碳期

1 中央对手方违约管理拍卖是中央对手方将违约参与者的持仓转移到非违约参与者的工具之一，为保障拍卖的有序进行，需要明确拍卖程序、拍卖记录等。

货是主要交易品种

2023 年，全球碳排放权交易量为 12,563 吨，同比增长 0.3%，交易额为 8,812 亿欧元，同比增长 1.9%。碳衍生品类型进一步丰富，欧盟、英国、美国等碳市场均推出碳期货为

代表的场内衍生品，以及碳远期、碳期权、碳互换等场外衍生品。碳期货是碳衍生品主要品种，以全球最大市场欧盟为例，2023 年欧盟碳期货成交量 69.5 亿吨，占碳市场交易总量九成以上，远超同期碳现货成交量。

第二章

我国场外金融衍生品市场发展情况

一、人民币利率衍生品市场发展情况

（一）市场建设情况

1、“互换通”正式上线，稳步推进我国金融市场对外开放

2023年5月，“北向互换通”正式上线运行。境内外市场机构积极展业，市场反响热烈，显著提升境外机构参与意愿。“互换通”在坚持银行间市场发展道路的基础上，充分借鉴债券市场对外开放的成熟经验和整体框架，更为便捷地完成人民币 IRS 交易和集中清算，降低境内外投资者参与难度与复杂度，满足境内外投资者多元化的风险管理需求。

2、标准利率互换交易清算服务优化

2023年11月，中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心（以下简称“外汇交易中心”）和银行间市场清算所股份有限公司（以下简称“上海清算所”）优化标准利率互换交易集中清算服务，并自11月28日起，免收标准利率互换交易手续费和清算手续费。

标准利率互换挂钩3个月期主要全国性银行同业存单发行利率指标 PrimeNCD，采用 X-Swap 交易方式和实时承接的集中清算方式，适用现行中央对手清算协议，并采用现金交割的结算方式，便利市场机构更好地管理短端利率风险。截至2023年末，同业存单标准利率互换业务交易清算31.9亿元，入市机构数量达到22家。

（二）市场运行情况

1、利率互换

2023年，人民币 IRS 成交35.2万笔，同比增长44.0%；名义本金总额31.5万亿元，同比增长50.2%。

参与机构以股份制商业银行、证券公司和外资银行为主，三者占比达78.5%，同比下降1.0%。其他投资者类型中，境外投资者交投活跃度大幅提升，占比达3.3%，同比增长307.1%。

参考利率以 FR007 和 Shibor 为主。2023年，以 FR007 和 Shibor 为标的的 IRS 交易量

占 IRS 交易总量的 99.1%，其中，FR007 具备绝对优势，以其为标的的 IRS 成交 28.9 万亿元，占 IRS 交易总量的 91.7%；以 Shibor 为标的的 IRS 成交 2.3 万亿元，占 IRS 交易总量的 7.4%。

交易量集中于中短期品种。1 年及 1 年以下期限品种共成交 21.8 万亿元，占 IRS 交易总量的 69.0%；1-5 年期限品种共成交 2.5 万亿元，占 IRS 交易总量的 7.8%；5-10 年期限品种共成交 7.3 万亿元，占 IRS 交易总量的 23.1%。

集中清算业务集中于 FR007 标的的交易。2023 年，IRS 累计集中清算 35.0 万笔，名义本金 31.0 万亿元，同比增长 49.4%。其中，挂钩 FR007 共 32.6 万笔，清算金额为 28.6

万亿元；挂钩 Shibor_3M 共 2.4 万笔，清算金额为 2.3 万亿元；挂钩 LPR_1Y 共 608 笔，清算金额为 1192.6 亿元；挂钩 Shibor_0/N 共 53 笔，清算金额为 53.5 亿元。IRS 集中清算参与机构全年新增 44 家，截至 2023 年末，共有综合清算会员 9 家、普通清算会员 39 家、以及代理客户 333 家。

境外机构通过“北向互换通”逐步成为 IRS 市场重要参与机构。2023 年，境外机构清算量占 IRS 清算总量的 5.9%，同比增长近 340.0%。截至 2023 年末，“北向互换通”清算合约累计 2000 余笔，超过 9000 亿元，参与者包括 20 家境内报价商和 51 家境外投资者。

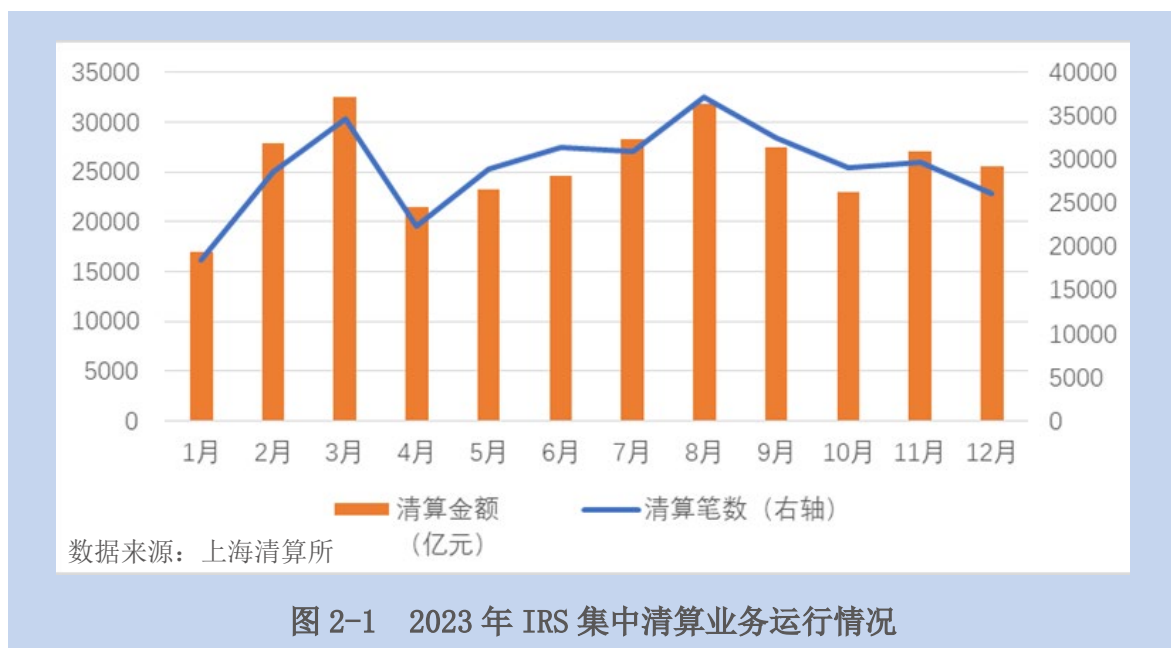


图 2-1 2023 年 IRS 集中清算业务运行情况

2023年，受经济基本面弱修复等因素影响，IRS曲线整体呈扁平化下行趋势，长端下行幅度较大。2023年末，FR007_10Y互换价格收于2.5%，较年初下行54个基点，FR007_5Y互换价格收于2.3%，较年初下行45个基点；FR007_3M和1Y互换价格分别收

于2.02%和1.99%，较年初分别下行3个基点和19个基点，FR007_5Y与1Y利差由年初的59.5个基点下行至年末的32.6个基点。Shibor3M_5Y与1Y利差由年初的70.5个基点下行至年末的29.9个基点，较年初分别下行26.9和40.6个基点。

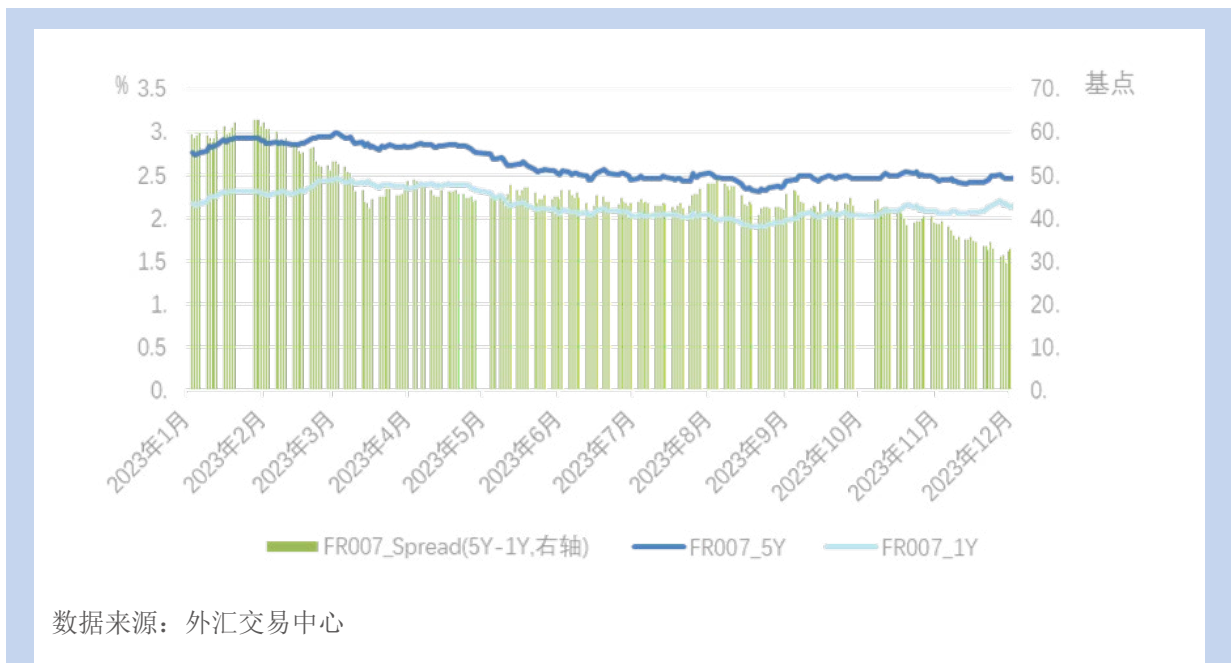


图 2-2 2023 年 FR007 互换曲线走势

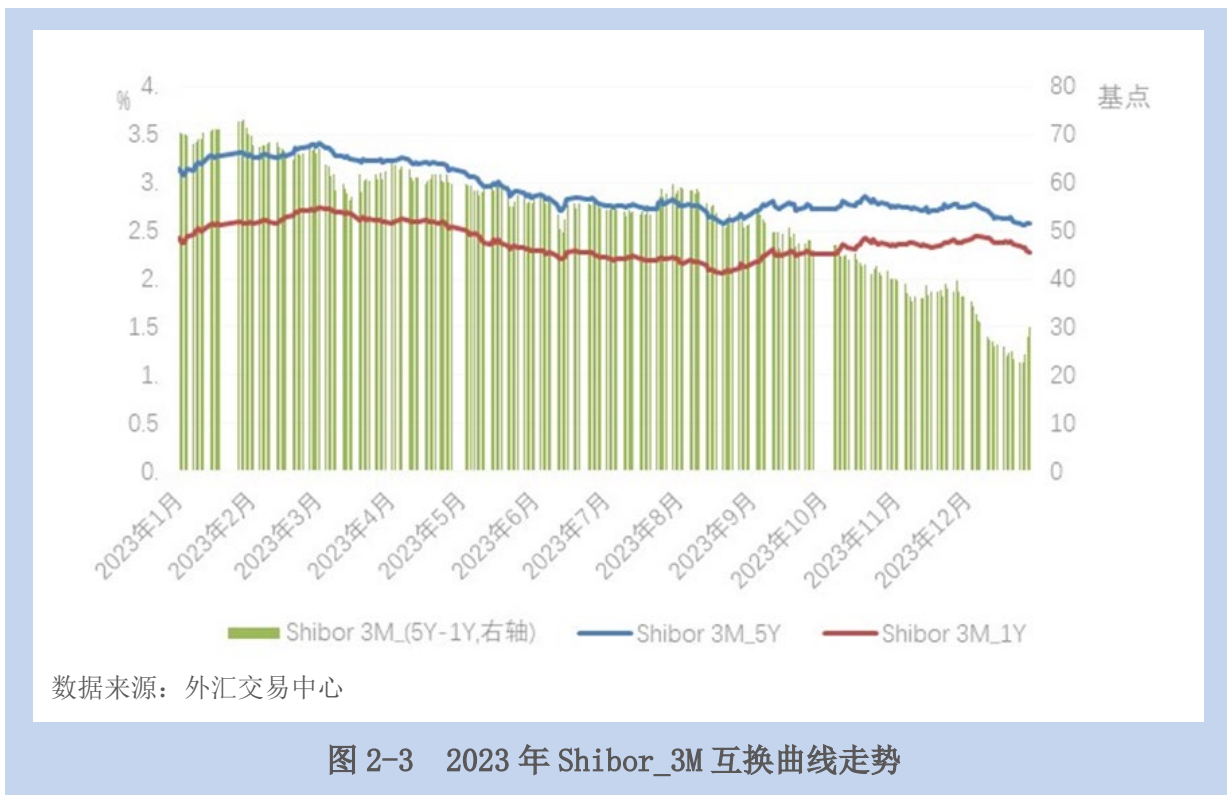


图 2-3 2023 年 Shibor_3M 互换曲线走势

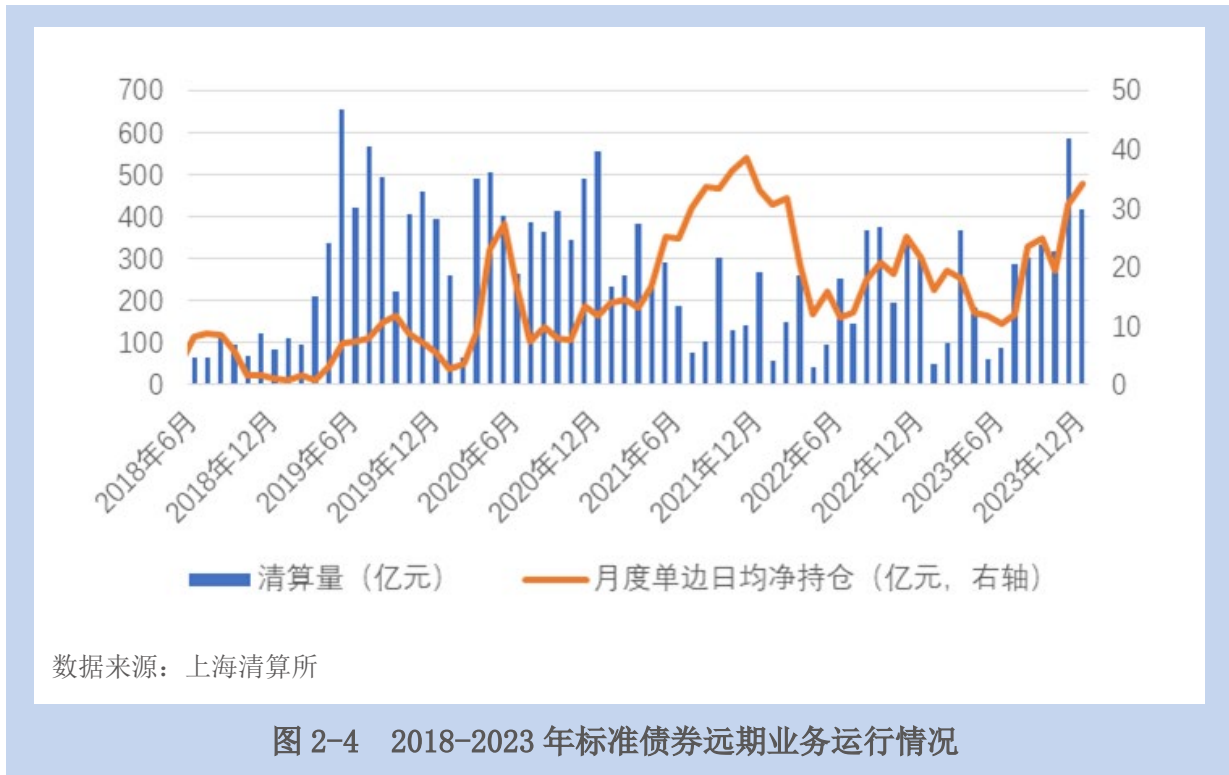
2、债券远期

2023 年，债券远期（含标准债券远期）成交 3856 笔，名义本金总额 3137.0 亿元，同比增长 20.7%。其中，标准债券远期成交名义本金 3088.2 亿元，同比增长 18.8%，是债券远期市场的主力交易品种，成交占比超过 98.0%。

5 年期合约依然为主力期限品种，但 10 年期合约占比上升明显，均以现金交割为主。2023 年，3 年期、5 年期和 10 年期等主要期限合约品种分别成交 288.3 亿元、1575.4 亿元和 1207.7 亿元，分别占债券远期交易总量的 9.3%、51.0% 和 39.1%，其中 10 年期合约

占比提升近 16.0%。现金交割合约交易清算 3071.4 亿元，其中中长期合约交易较为活跃。国开债标的合约和农发债标的合约交易清算分别为 1465.9 亿元和 1622.3 亿元，交易占比分布较为均衡。

证券公司、股份制商业银行和国有大型商业银行是主要参与机构，三类机构交易占比分别为 53.6%、30.7% 和 9.4%。2023 年 10 月，鼎亚资本（新加坡）私人有限公司旗下两只产品作为首批境外投资者，在银行间债券市场直投模式（CIBM Direct）下参与标准债券远期业务，银行间标准化利率衍生品市场对外开放稳步推进。



二、人民币汇率衍生品市场发展情况

（一）市场建设情况

1、提升境外投资者展业便利性，扩大高水平对外开放

2023 年 1 月，银行间人民币外汇市场交易时间从北京时间 23:30 延长至次日 3:00，覆盖亚洲、欧洲和北美市场更多交易时段。延长交易时间有助于拓展境内外汇市场深度和广度，促进在岸和离岸外汇市场协调发展。同年 4 月，为落实《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》（银发〔2022〕258 号）精神，外汇交易中心发布《关于落实

完善境外机构投资者等投资中国债券市场有关资金管理安排的公告》以及《银行间外汇市场主经纪业务指引（修订版）》，进一步明确境外机构投资者和央行类机构通过多级托管、结算代理等模式开展外汇交易相关安排。

2、完善外汇交易及清算结算机制，推动外汇市场发展

2023 年 1 月 9 日，为进一步提升外汇交易系统业务连续性水平，外汇交易中心在生产及同城两个数据中心同时提供货币掉期业务交易服务。交易环节上，推出外汇掉期回测仿真交易平台服务，支持参与机构进行外

汇掉期策略回测验证及调优；推出即期协商交易功能，满足多元化交易需求；推出期权点击成交业务、奇异期权新品种交易功能，支持自动行权、观察期设定、行权动态信息等。清算结算环节上，推出外币对交易中央对手清算，支持通过境内外币支付系统完成外币资金结算。

3、参与国际利率基准改革，健全我国利率基准体系

根据 LIBOR 退出有关安排，终止 LIBOR 作为银行间货币掉期等产品的浮动利率基准，调整公开报价品种的挂钩利率及货币掉期基准曲线类型。为帮助市场成员稳妥推进衍生品基准利率转换，外汇交易中心优化货币掉期等衍生品相关配套功能，交易商协会联合国际掉期与衍生工具协会（ISDA）发布了 IBOR 后备机制标准文本，截至 2023 年末已签署 41 份。

（二）市场运行情况

2023 年，汇率衍生品市场成交量稳步增长，累计成交 23.2 万亿美元，折人民币 164.7 万亿元，同比增长 13.4%。其中，人民币汇率衍生品成交 21.8 万亿美元，折人民币

154.7 万亿元，同比增长 12.1%。外汇掉期、货币掉期和期权成交折人民币分别为 146.2 万亿元、3689.5 亿元和 7.3 万亿元，分别同比增长 12.8%、150.8% 和 15.9%；人民币外汇远期全年成交折人民币 8457.8 亿元，同比下降 3.3%。

1、中美利差走宽，带动 1 年期掉期点创历史新低

2023 年，人民币对美元掉期曲线呈缓慢下行走势，1 年期掉期点下行较为明显。整体上，年内外汇掉期点走势仍主要受中美利差变化驱动。年中，10 年期美债收益率曲线最高上行至 4.95%，创 2008 年以来新高，叠加国内利率水平持续下探等因素，中美利差走宽。3 个月、6 个月、1 年期掉期点全年为负，3 个月、6 个月掉期点于 6 月末下探至年度低点，之后低位徘徊，1 年期掉期点于 10 月初下探至年度低点，之后开始修复回升。年末，3 个月掉期点收于 -635bp，同比下降 128bps；6 个月掉期点收于 -1262bp，同比下降 228bps；1 年期掉期点收于 -2415bp，同比下降 440bps。



2、期权隐含波动率曲线整体下行

2023 年，人民币对美元期权隐含波动率曲线在年内共有两轮回落，并在年末明显抬升。年末，1 周平价期权波动率收于 6.1%，同比下降 88bps，1 个月平价期权波动率收于 4.8%，同比下降 136bps，1 年平价期权波动率收于 4.7%，同比上升 13bps。

3、外汇清算业务清算量稳中有升，参与者数量保持增长

2023 年，人民币外汇交易中央对手清算量达 135.9 万亿元，同比增长 7.8%，保持稳定增长态势；外币对交易中央对手清算量达 1.7 万亿元；外汇交易双边集中清算量达 2.4

万亿元，同比增长 240.3%。参与者数量保持增长。人民币外汇交易中央对手清算业务、外币对交易中央对手清算业务和外汇交易双边集中清算业务参与者全年分别新增 9 家、8 家和 3 家，截至 2023 年末，累计业务参与者分别为 85 家、32 家和 11 家。

三、信用风险缓释工具市场发展情况

（一）市场建设情况

1、《资本新规》进一步拓展合格信用风险缓释工具种类

2023 年 11 月，金融监管总局发布《资本新规》，进一步明确合格信用衍生品范围包括单一名称 CDS（以下简称“单名 CDS”）、

CDS 指数、CRMW、信用风险缓释合约（CRMA）、信用保护合约、信用保护凭证等具有 CDS 功能的信用衍生品，推动信用衍生品的资本缓释功能落地，有利于拓展信用衍生品的应用场景，充分发挥信用风险分散分担功能。

2、信用事项决定机制落地实施

2023 年 2 月，交易商协会发布《中国银行间市场信用风险缓释工具交易信用事项决定规程》（以下简称《信用事项决定规程》），并推动组建第一届 CRM 信用事项决定小组和复议专家库，为信用衍生品涉及的支付违约、债务重组等信用事项提供判定服务。机制采用“决定小组+复议会议”的双层议事架构，通过建立市场专家对信用事项进行集体讨论、统一判断的市场化安排，推动信用事项决定的公正、透明和高效，提高结算效率，统一市场共识。

3、拓展多名信用违约互换业务，持续提升清算服务水平

2023 年，银行间市场首单挂钩绿色资产支持票据的多参考实体 CDS（以下简称“多名 CDS”）业务落地，作为对单名 CDS 的有力补充，

通过定制挂钩多个参考实体，满足市场机构个性化需求。同时，引入地方信用增进机构参与信用衍生品清算业务，持续拓展证券公司、商业银行等信用衍生品清算业务参与者数量。在信用衍生品逐笔清算基础上，上海清算所为市场机构提供双边履约保障品管理服务和 CRMA 合约估值服务，助力提升管理交易对手信用风险的效率。

（二）市场运行情况

2023 年，CRM 市场规模稳步增长，市场结构趋于稳定。CRM 市场成交 317 笔，名义本金为 658.1 亿元，同比增长 24.0%，其中，CRMW、CRMA、CDS 和信用联结票据（CLN）成交名义本金分别为 357.5 亿元、251.1 亿元、26.5 亿元和 23.0 亿元，纳入上海清算所清算合约类信用衍生品（含单名 CDS、CRMA 和 CDS 指数）共计 120.1 亿元。CRM 市场各品种存续名义本金为 972.8 亿元，同比增长 46.0%。CRMW 和 CRMA 为主力交易品种，存续名义本金分别为 609.8 亿元和 313.3 亿元，同比增长分别为 38.0% 和 72.0%，二者名义本金合计占比为 94.9%，其余品种占比较小。

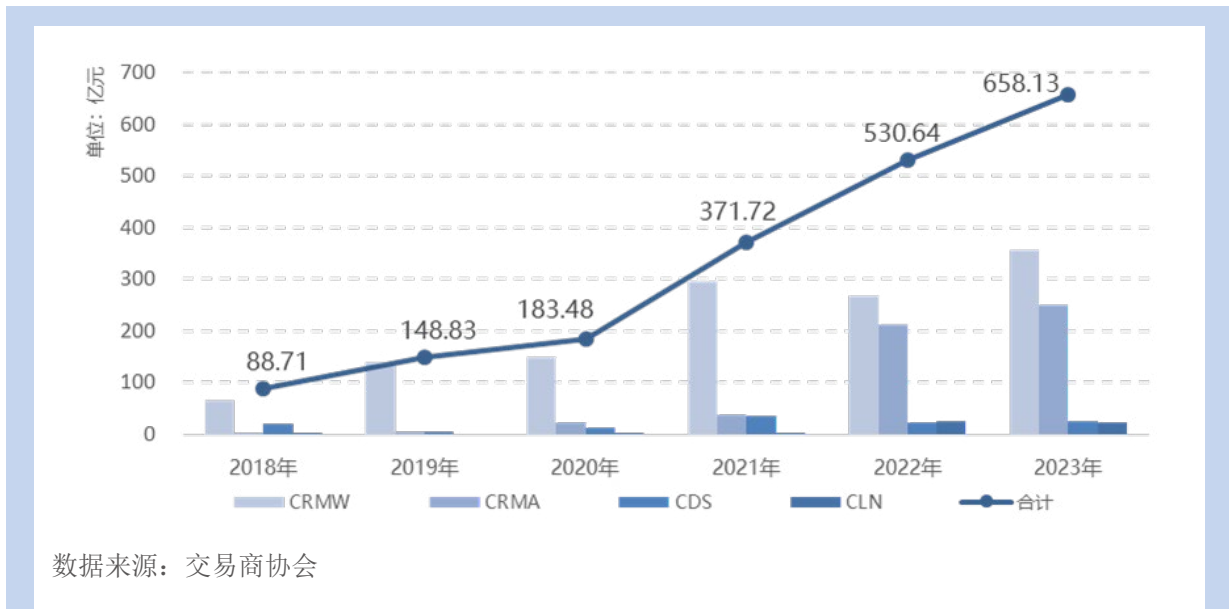


图 2-6: 近年 CRM 交易当年名义本金增长情况



图 2-7: 近年 CRM 交易存量名义本金增长情况

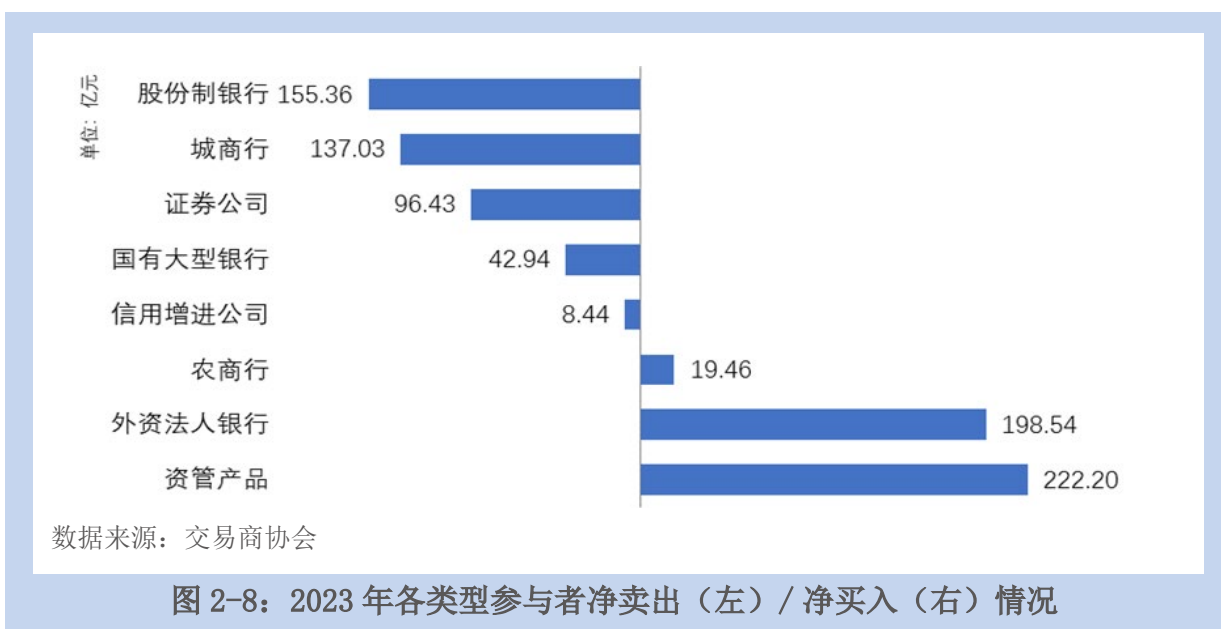
参与者队伍持续壮大，证券公司卖出保护量增长较多。截至 2023 年末，CRM 市场参与者合计 163 家，包括核心交易商 67 家，同比增加 2 家；一般交易商 96 家，同比增加 16 家。其中，资管产品管理人共 61 家（含 472 只产品），新增 11 家；非金融企业共 10 家，新增 4 家；金融机构共 25 家，新增 1 家。此外，清算参与者拓展至 44 家。2023 年，共有 40 家核心交易商和 39 家一般交易商参与 CRM 交易，展业机构数量创历史新高。其中，4 家核

心交易商和 16 家一般交易商为首次开展 CRM 业务。

核心交易商风险敞口整体为净卖出，一般交易商风险敞口整体为净买入。CRM 交易净卖出方主要为股份制银行、城商行、国有大行、

证券公司和信用增进公司。证券公司净卖出量增长较多，从 2022 年买卖均衡转为净卖出。

CRM 交易净买入方主要为资管产品、外资银行和农商行。资管产品中，公募基金、私募基金、证券公司资管、保险资管均有参与。



“第二支箭”带动作用成效显著，CRMW 支持民企发债规模大幅增长。2023 年，共有 24 家创设机构开展 CRMW 业务。“债券发行+CRMW 创设”模式仍为市场主流业务模式，全年共创设 146 笔、325.5 亿元，占全部 CRMW 创设量的 91.0%，支持 95 家企业发行债券 702.8 亿元，同比增长 21.0%。挂钩新发行民营企业债券的 CRMW 共 47 笔、117.1 亿元，同比增长 139.0%，支持 199.3 亿元民企债券发行，

同比增长 82.0%。其中，挂钩新发行民营房企债券的 CRMW 共 11 笔，支持美的置业集团有限公司、新希望五新实业集团有限公司等民营房企发债 31.0 亿元，持续发挥民营房企融资纾困的示范效应。

四、场外黄金及大宗商品衍生品市场发展情况²

（一）市场建设情况

1、持续优化黄金国际板结算账户体系

² 以上海黄金交易所询价市场和上海清算所大宗商品集中清算业务数据为例进行统计分析。

2023年10月，上海黄金交易所将境外机构在境内开立的人民币银行结算账户（NRA账户）纳入国际板结算体系，成为首家同时兼容自由贸易账户（FT账户）与NRA账户双结算体系的国际金融资产交易平台。同时，在国际板FT结算账户体系下新增数字钱包端口，实现数字人民币在金融要素市场资金跨境的首次应用，扩大数字人民币跨境应用场景。

2、建设大宗商品衍生品综合服务平台

2023年，为更好服务场外大宗商品衍生品市场参与者，满足其对交易效率以及信息透明度的要求，促进大宗商品衍生品中央对手清算业务可持续发展，上海清算所推进大宗商品衍生品综合服务平台建设，拟建设面向多类市场参与主体、集大宗商品衍生品经纪公司线上化操作、信息汇集与展示等功能为一体的线上化公共服务平台。

（二）市场运行情况

2023年，上海黄金交易所询价市场黄金品种成交金额14.2万亿元，同比增长27.7%。其中，Au99.99合约成交11.6万亿元，国际版iAu99.99合约成交2.0万亿元，Au99.95合约成交3190.3亿元，期权品种OAU99.99合约成交2179.8亿元，履约担保品种CAU99.99合约成交415.4亿元。

2023年，上海清算所大宗商品衍生品中央对手清算业务覆盖航运、黑色、有色、能源、化工、碳排放6大行业20项产品，全年清算量5.7万手，全年清算金额235亿元。其中，人民币对二甲苯掉期和甲醇掉期份额较大，分别清算93.1亿元和59.3亿元，占全年清算量的39.6%和25.2%。截止2023年末，上海清算所大宗商品衍生品中央对手清算业务共有综合清算会员7家、普通清算会员9家。

第三章

国际场外金融衍生品市场发展情况

一、市场发展基本情况

2023年，全球宏观经济呈弱复苏态势，在地缘政治冲突加剧、贸易保护主义抬头、高通胀高利率高债务等特征突出的背景下，全球经济面临多重挑战。随着全球宏观经济增长放缓和不确定性增加，场外金融衍生品未到期名义本金总额较2022年末有所上升，但受美元利率上升节奏放缓等因素影响，未到期总市值规模有所回落。

截至2023年末，场外金融衍生品名义本金总额和总市值规模涨跌互现。未到期合约名义本金总额为667.1万亿美元，同比增长7.9%。未到期合约总市值为18.1万亿美元，同比下降12.7%，主要是因为利率衍生品总市值的下跌。2022年美元利率大幅上升，利率衍生品市值达到新高，2023年美元利率上升节奏放缓，利率衍生品市值随之下跌。

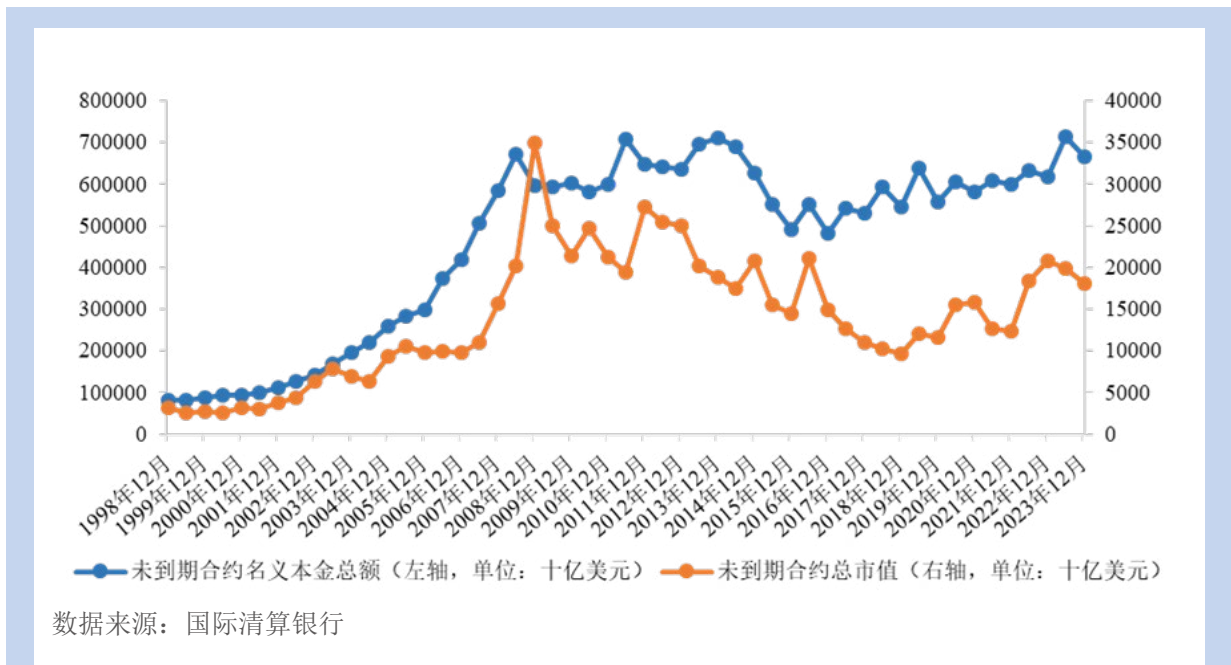
表 3-1 近年全球场外金融衍生品市场规模和总市值

单位：十亿美元

| 基础资产类别 / 工具 | 未到期合约名义本金总额 | | | | 未到期合约总市值 | | | |
|-------------|-------------|---------|---------|---------|----------|--------|--------|--------|
| | 2022年中 | 2022年末 | 2023年中 | 2023年末 | 2022年中 | 2022年末 | 2023年中 | 2023年末 |
| 合约总计 | 632,131 | 617,991 | 712,881 | 667,058 | 18,352 | 20,754 | 19,835 | 18,122 |
| 汇率类合约 | 109,585 | 107,579 | 118,467 | 118,004 | 4,727 | 4,846 | 4,310 | 4,197 |
| 远期和外汇掉期 | 66,327 | 62,849 | 69,701 | 67,797 | 2,620 | 2,560 | 2,325 | 2,196 |
| 货币互换 | 30,284 | 31,802 | 34,541 | 36,184 | 1,815 | 2,016 | 1,718 | 1,767 |
| 汇率期权 | 12,951 | 12,906 | 14,200 | 13,999 | 292 | 270 | 268 | 234 |
| 其他 | 22 | 22 | 25 | 24 | | | | |
| 利率类合约 | 502,462 | 490,634 | 573,587 | 529,813 | 11,805 | 14,635 | 14,389 | 12,783 |
| 远期利率协议 | 49,270 | 44,978 | 61,779 | 56,023 | 403 | 465 | 404 | 403 |
| 利率互换 | 414,195 | 405,546 | 465,814 | 425,277 | 10,623 | 13,249 | 13,163 | 11,682 |
| 利率期权 | 38,789 | 39,887 | 45,758 | 48,288 | 779 | 920 | 822 | 698 |
| 其他 | 209 | 223 | 236 | 224 | | | | |

| | | | | | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|------|------|
| 权益类合约 | 6,989 | 6,919 | 7,837 | 7,783 | 595 | 504 | 570 | 582 |
| 远期和互换 | 3,513 | 3,469 | 3,688 | 3,830 | 349 | 277 | 265 | 258 |
| 期权 | 3,477 | 3,449 | 4,149 | 3,954 | 245 | 227 | 305 | 324 |
| 商品类合约 | 2,979 | 2,357 | 2,277 | 2,203 | 924 | 525 | 305 | 301 |
| 黄金 | 820 | 700 | 823 | 791 | 26 | 27 | 25 | 26 |
| 其他贵金属 | 106 | 91 | 92 | 87 | 8 | 8 | 8 | 6 |
| 其他商品 | 2,053 | 1,566 | 1,362 | 1,325 | 891 | 489 | 272 | 268 |
| 远期和互换 | 2,351 | 1,824 | 1,743 | 1,647 | | | | |
| 期权 | 628 | 533 | 534 | 556 | | | | |
| 信用衍生品 | 9,542 | 9,941 | 10,120 | 8,709 | 247 | 186 | 203 | 209 |
| 其中：信用违约互换 | 9,316 | 9,728 | 9,900 | 8,547 | 211 | 146 | 168 | 177 |
| 单名 | 3,882 | 4,051 | 4,003 | 3,941 | 109 | 72 | 76 | 75 |
| 多名 | 5,434 | 5,677 | 5,897 | 4,606 | 103 | 74 | 92 | 102 |
| 其中：指数产品 | 5,160 | 5,156 | 5,618 | 4,304 | | | | |
| 未分类衍生品 | 574 | 561 | 592 | 546 | 53 | 58 | 58 | 50 |
| 总信用风险敞口 | 632,131 | 617,991 | 712,881 | 667,058 | 3,232 | 3,562 | 3535 | 3125 |

数据来源：国际清算银行



数据来源：国际清算银行

图 3-1：全球场外金融衍生品市场未到期名义本金总额和总市值

2023年，国际场外金融衍生品市场结构保持稳定，利率衍生品交易规模占据绝对主导地位，其次为汇率衍生品，信用、权益和商品等其他衍生品占比较小。

从名义本金占比来看，截至2023年末，利率衍生品占比保持不变，汇率衍生品占比有所上升，分别为79.4%和17.7%。

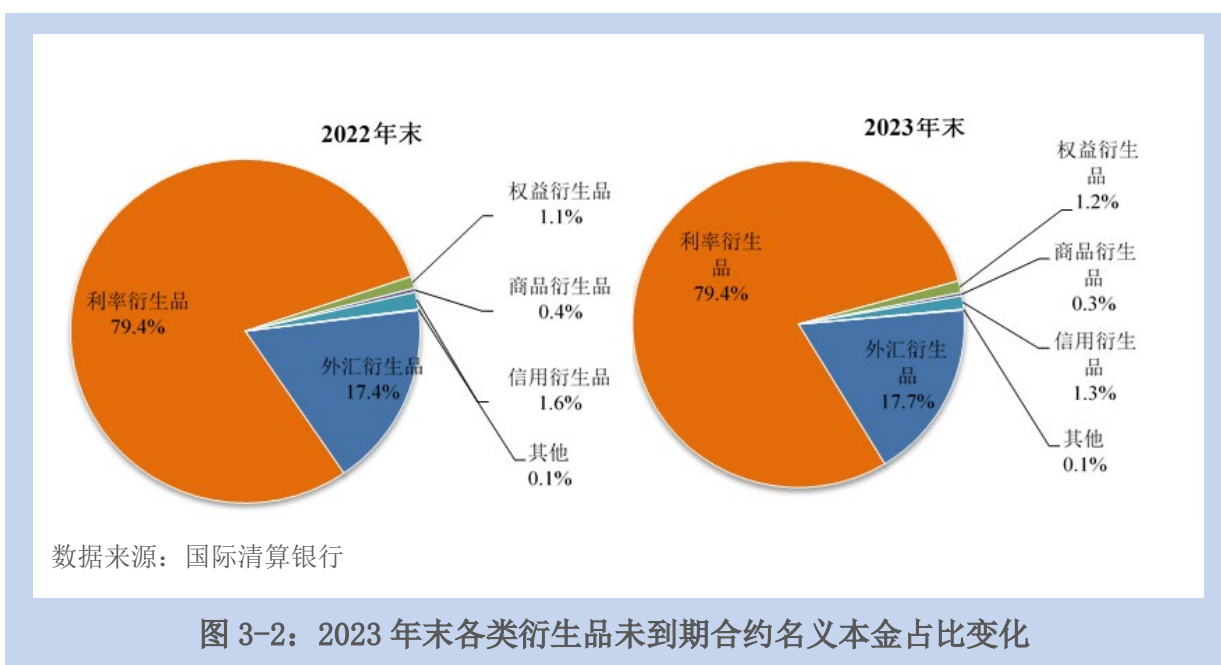


图 3-2：2023 年末各类衍生品未到期合约名义本金占比变化

从市值占比来看，商品、汇率衍生品占比略有下降，利率、权益、信用衍生品占比

略微上升。利率衍生品和汇率衍生品市值占比分别为70.5%和23.2%。

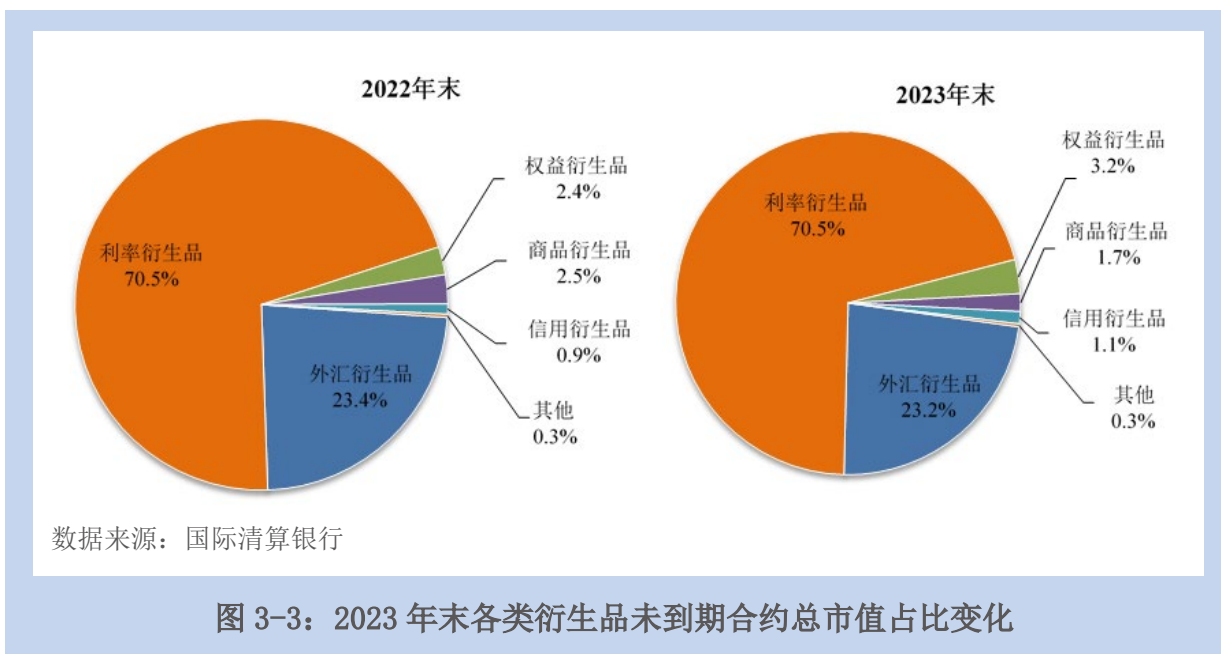


图 3-3：2023 年末各类衍生品未到期合约总市值占比变化

1、利率衍生品名义本金小幅增长，总市值有所回落

截至 2023 年末，利率衍生品未到期合约

名义本金总额为 529.8 万亿美元，同比增加 39.2 万亿美元。利率衍生品未到期合约总市值

下降至 12.8 万亿美元，同比下降 12.7%。

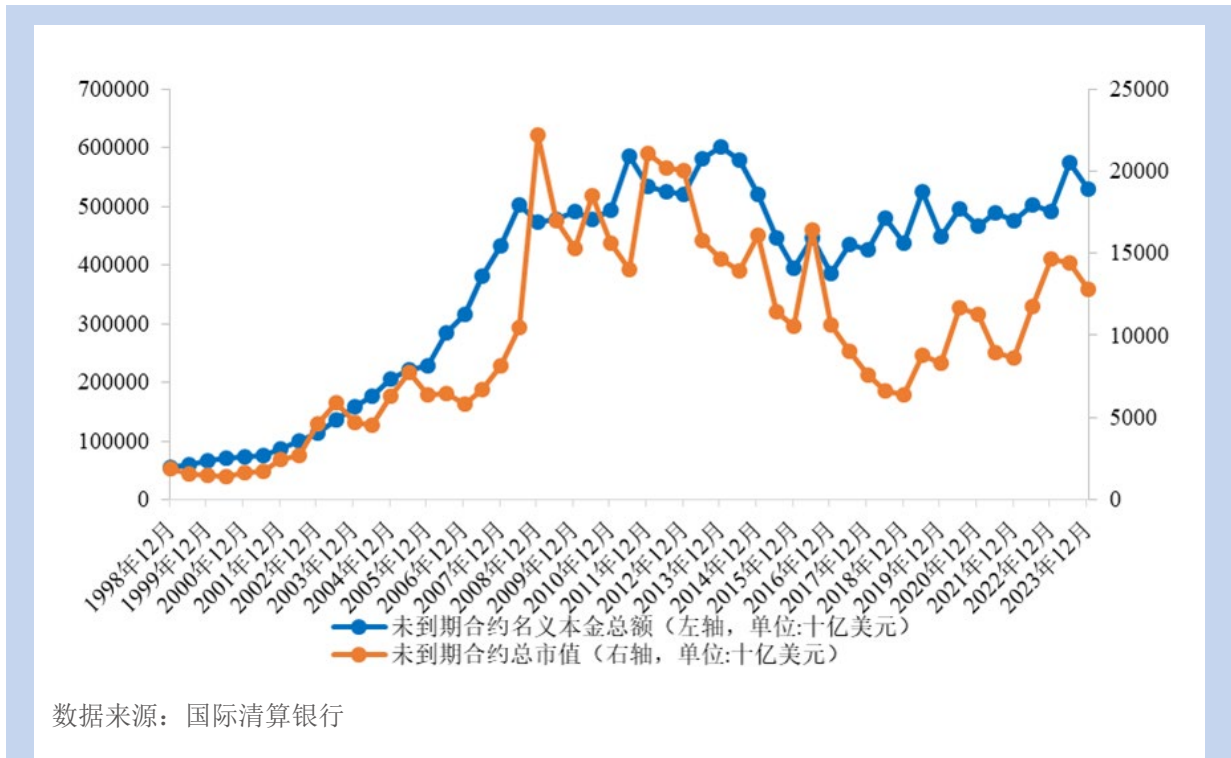


图 3-4：国际场外利率衍生品市场未到期名义本金总额和总市值

利率互换、远期利率协议和利率期权是利率衍生品主要产品类型，其中利率互换交易占主导地位。截至 2023 年末，利率互换未到期合约名义本金总额和总市值分别为 425.3 万亿美元和 11.7 万亿美元，分别同比增长 4.9% 和下降 11.8%，分别占利率衍生品未到期名义本金总额和总市值的 80.3% 和 91.4%。

截至 2023 年末，远期利率协议的未到期名义本金总额约为 56.0 万亿美元，占利率衍生品未到期合约名义本金总额的 10.6%，占比低于利率互换、高于利率期权。远期利率协议总市值约为 0.4 万亿美元，占利率衍生品总市值的比例最低，仅为 3.2%，利率期权总市值约 0.7 万亿美元，占比为 5.5%。

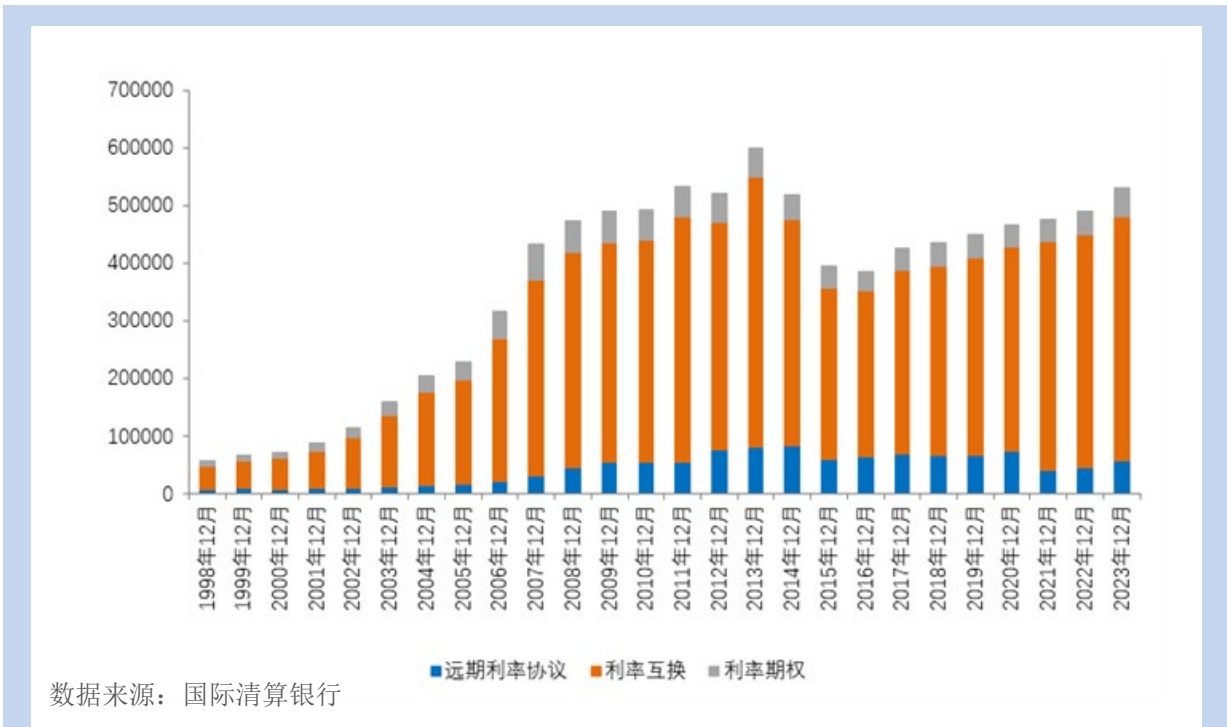


图 3-5：各利率衍生品未到期合约名义本金总额历年变化



图 3-6：各利率衍生品未到期合约总市值历年变化

2、汇率衍生品名义本金保持增长，总市值有所回落

截至 2023 年末，汇率衍生品未到期合

约名义本金总额为 118.0 万亿美元，同比增长 9.7%；总市值为 4.2 万亿美元，同比下降

13.4%。

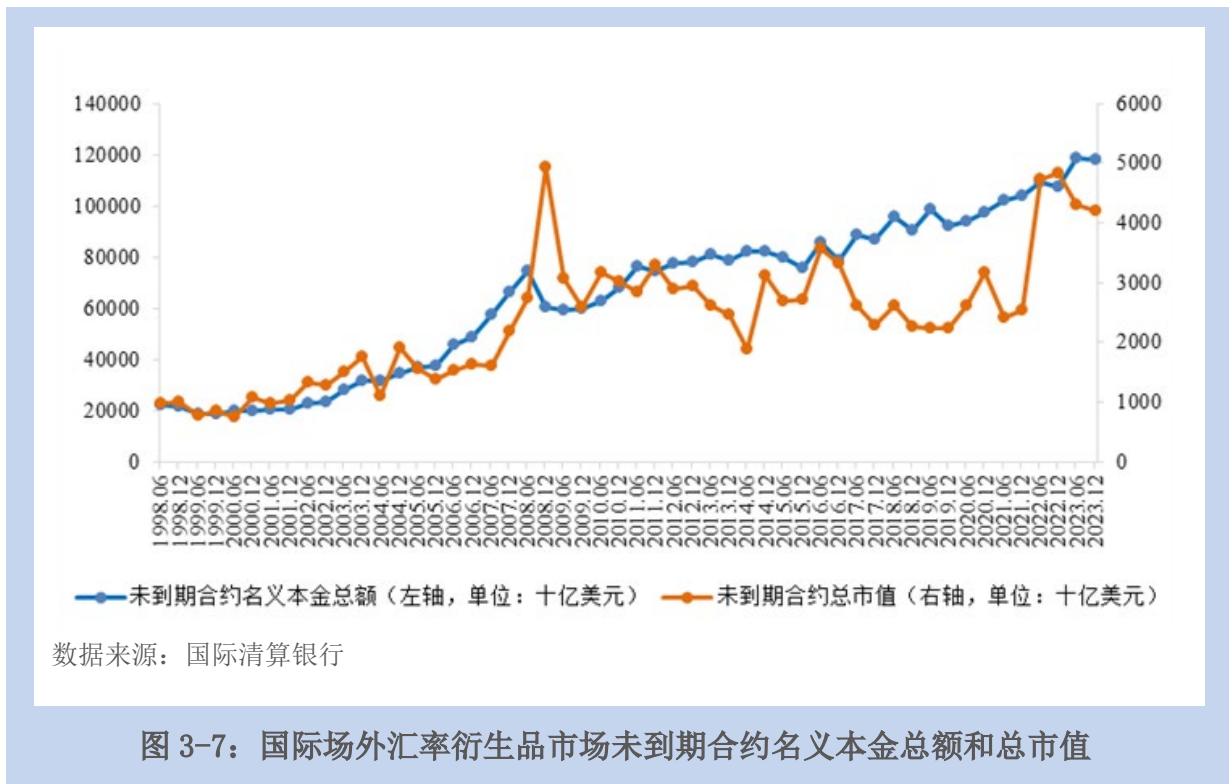


图 3-7：国际场外汇率衍生品市场未到期合约名义本金总额和总市值

远期和外汇掉期³、货币互换和期权是汇率衍生品的主要品种。截至 2023 年末，从未到期合约名义本金占比来看，远期和外汇掉期占比最大，为 57.5%；货币互换占比次之，

为 30.7%；期权占比最小，为 11.9%；从合约市值来看，远期和外汇掉期、货币互换的占比较大，分别为 52.3% 和 42.1%，期权市值仅占比 5.6%。

³ 国际清算银行的统计口径中，将远期和外汇掉期合并统计。

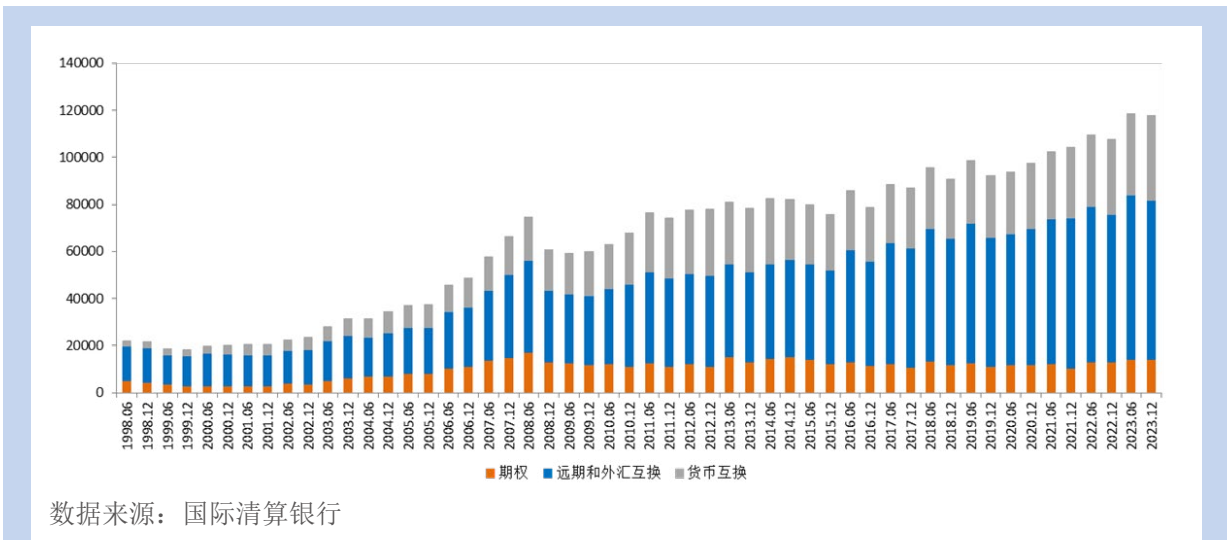


图 3-8：各汇率衍生品未到期合约名义本金总额历年变化

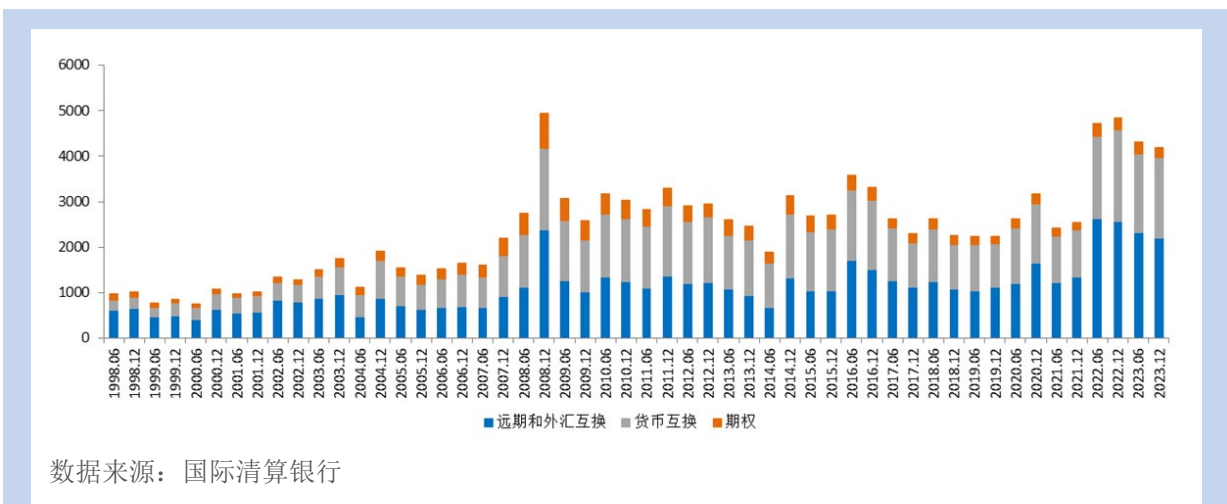


图 3-9：各汇率衍生品未到期合约总市值历年变化

3、信用衍生品市场走势总体平稳

2023年，信用衍生品市场走势总体平稳。

截至2023年末，未到期合约名义本金总额约

为8.7万亿美元，同比下降12.4%；未到期合

约总市值为0.2万亿美元，同比增长12.4%。

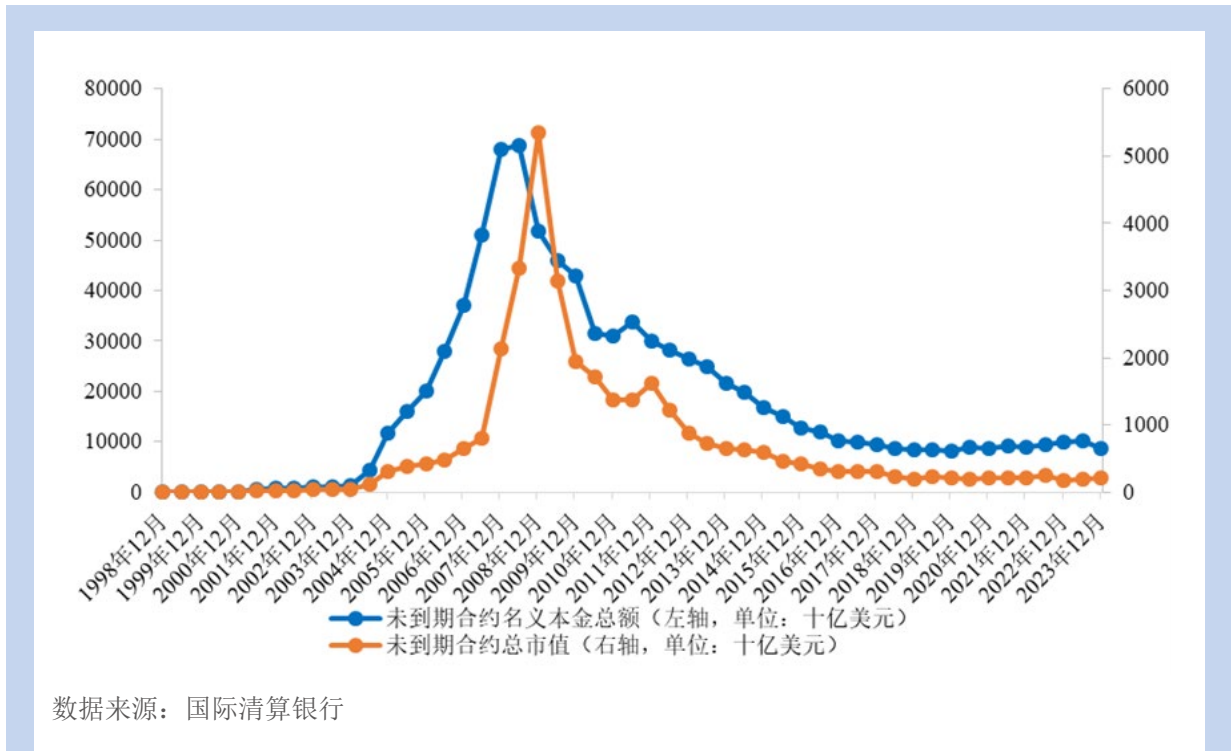
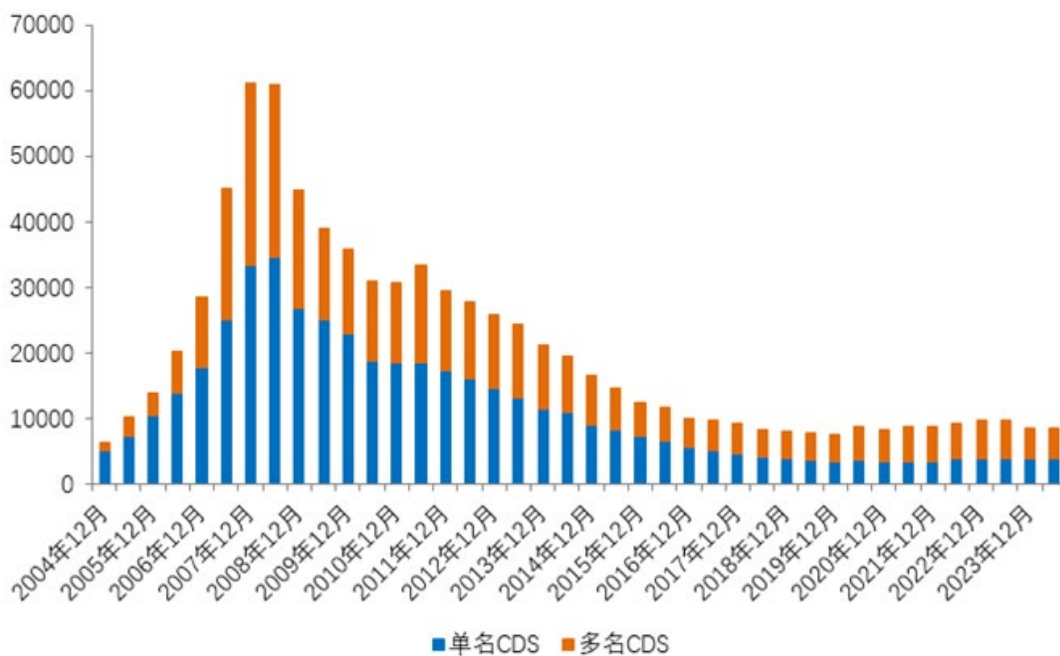


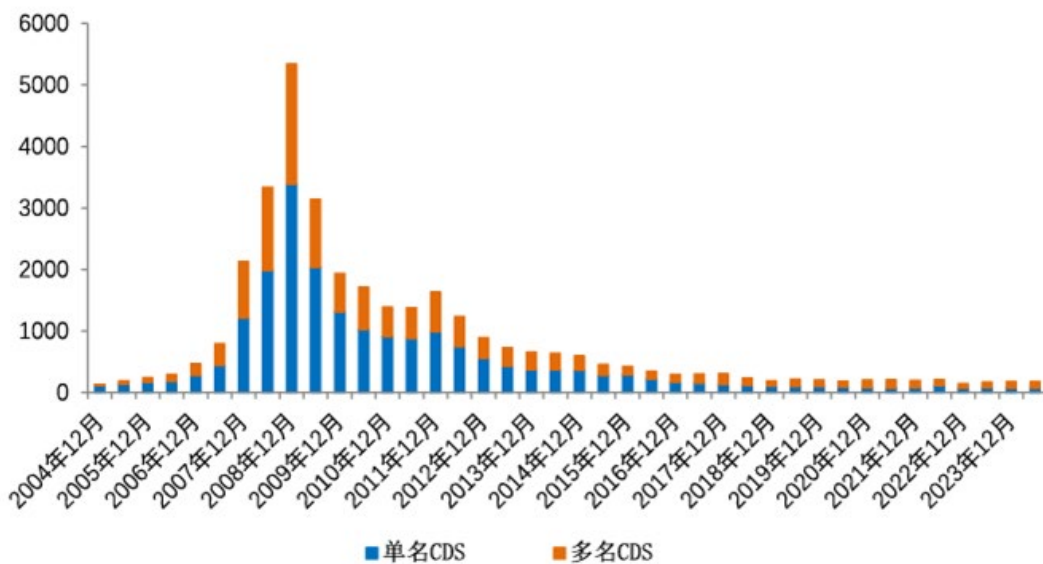
图 3-10：国际场外信用衍生品市场未到期合约名义本金总额和总市值

CDS 是主流的信用衍生品，市场规模占比 84.7%，主要分为单名 CDS 和多名 CDS，分别占 CDS 市场规模的 42.4% 和 57.6%。从未到期合约名义本金来看，截至 2023 年末，单名 CDS 为 3.9 万亿美元，同比下降 2.7%；多名 CDS 为 4.6 万亿美元，同比下降 18.9%。从合约市值看，截至 2023 年末，单名 CDS 总市值约为 0.08 万亿美元，同比增长 4.2%；多名 CDS 总市值约为 0.10 万亿美元，同比增长 37.8%。



数据来源：国际清算银行

图 3-11: CDS 未到期合约名义本金总额历年变化



数据来源：国际清算银行

图 3-12: CDS 未到期合约总市值历年变化

4、权益衍生品市场规模保持增长

截至 2023 年末，权益衍生品未到期合约名义本金总额和总市值同比均略有上升。其

中，未到期合约名义本金总额约为 7.8 万亿美元，同比增长 12.5%；总市值约 0.6 万亿美元，同比增长 15.6%。

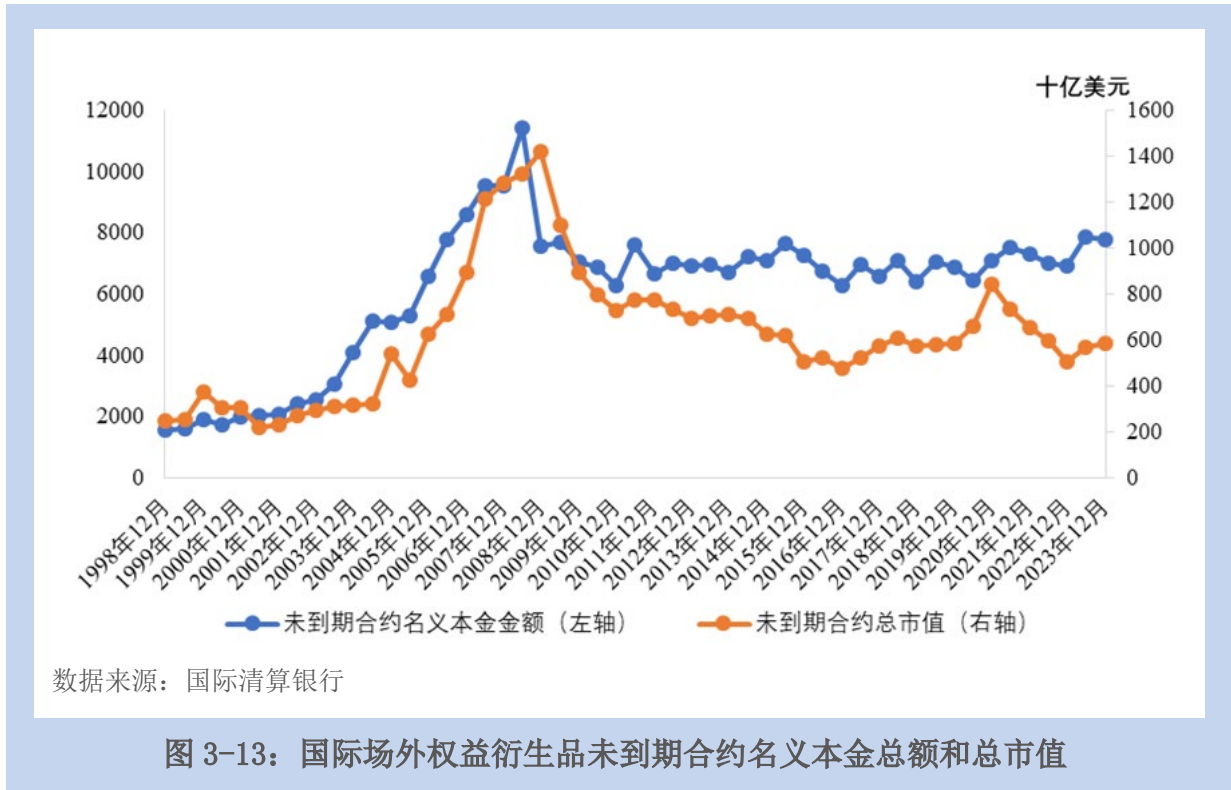
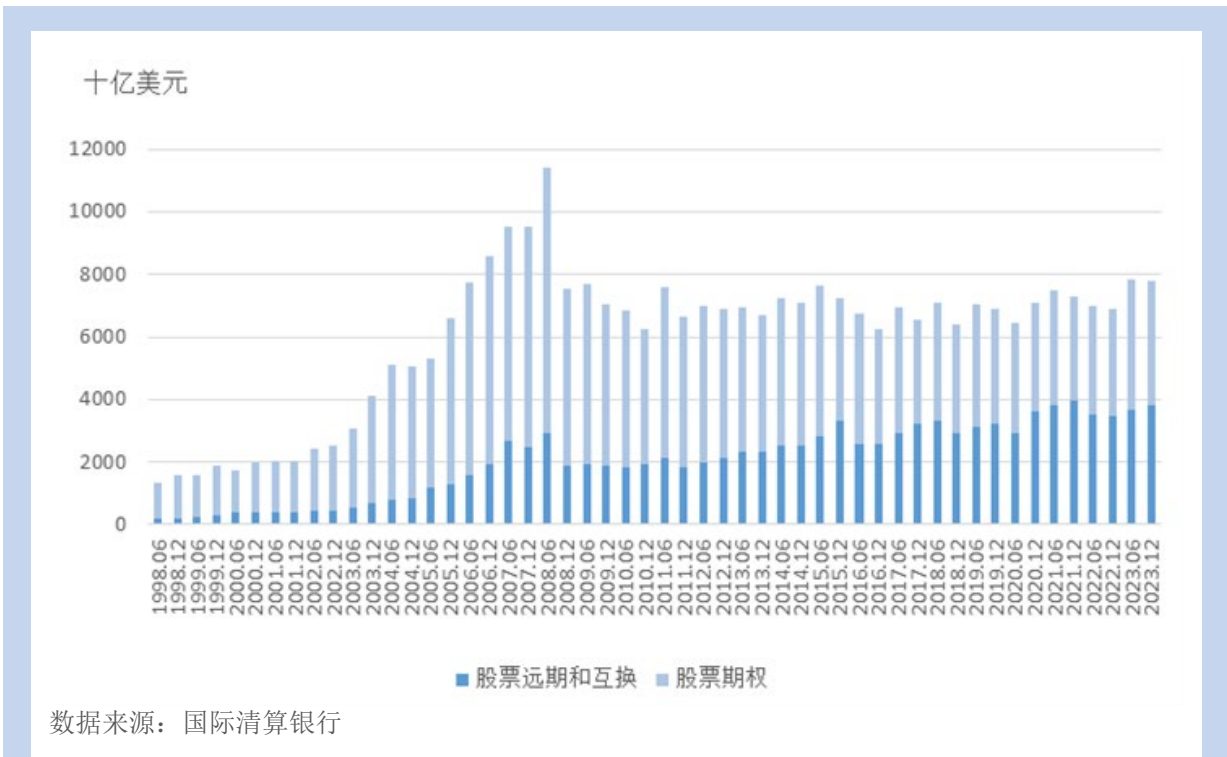


图 3-13: 国际场外权益衍生品未到期合约名义本金总额和总市值

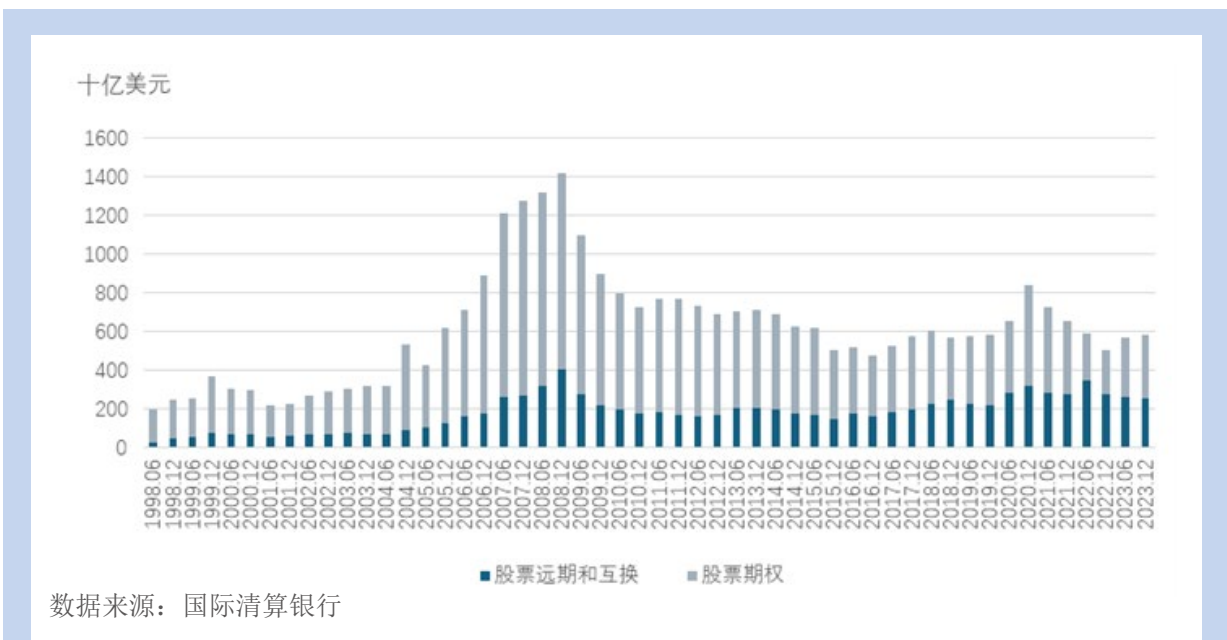
权益衍生品以股票远期和互换以及股票期权为主，两者未到期名义本金总额分别为 3.8 万亿美元和 4.0 万亿美元，占权益衍生品市场规模的 49.2% 和 50.8%；总市值均约为 0.3

万亿美元，分别占权益衍生品总市值的 44.4% 和 55.6%；权益衍生品短期合约占比较高，1 年期以下合约名义本金总额为 5.0 万亿美元，占比 64.8%。



数据来源：国际清算银行

图 3-14：权益衍生品未到期合约名义本金总额历年变化



数据来源：国际清算银行

图 3-15：权益衍生品未到期合约总市值历年变化

5、商品衍生品市场规模有所回落

截至 2023 年末，商品衍生品未到期名义本金总额和总市值同比均有所下降。商品衍

生品未到期合约名义本金总额为 2.2 万亿美元，同比下降 3.3%；未到期合约总市值约 0.3 万亿美元，同比下降 1.2%。

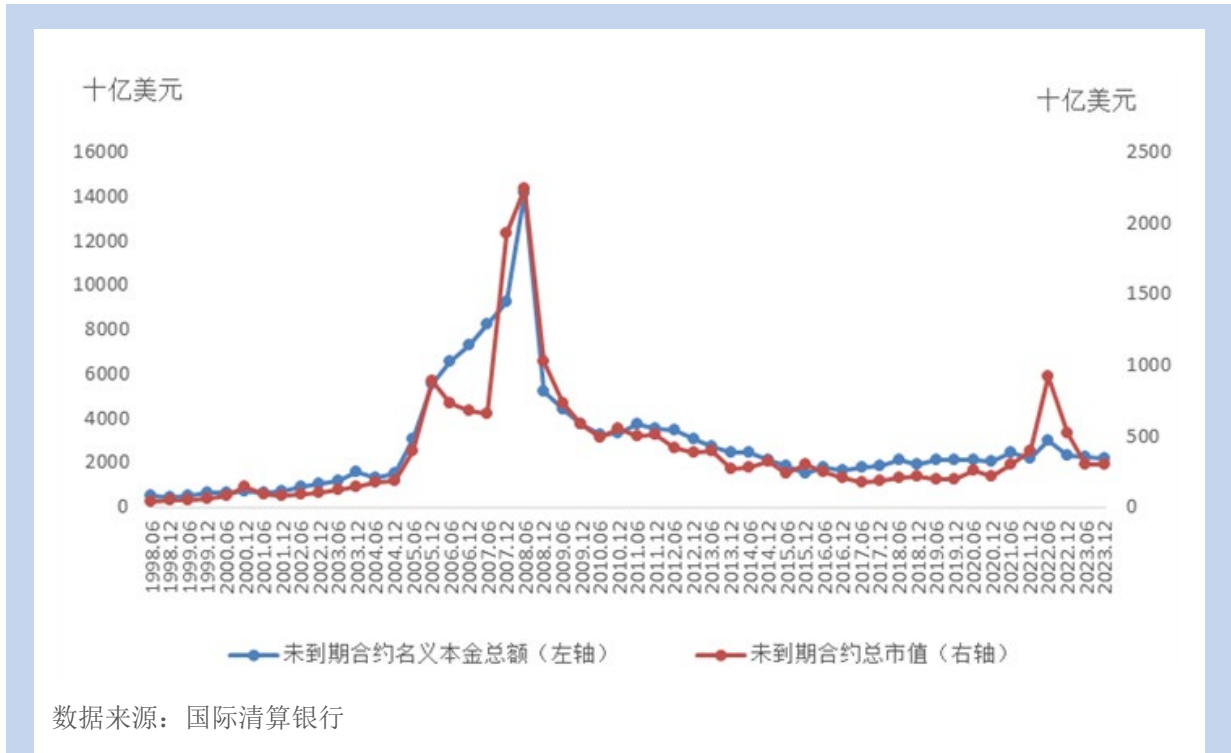


图 3-16：国际场外商品衍生品未到期合约名义本金总额和总市值

商品衍生品主要包括黄金衍生品、其他贵金属衍生品和其他商品衍生品三大类。截至 2023 年末，黄金衍生品未到期合约名义本金总额为 0.8 万亿美元，同比下降 3.9%；其他贵金属衍生品未到期合约名义本金总额为 0.1 万亿美元，同比下降 5.5%；其他商品衍

生品未到期合约名义本金总额为 1.3 万亿美元，同比下降 2.8%。黄金衍生品、其他贵金属衍生品、其他商品衍生品未到期合约总市值分别为 263.6 亿美元、63.2 亿美元、2,684.9 亿美元，同比分别增长 5.9%、下降 20.5%、下降 1.3%。

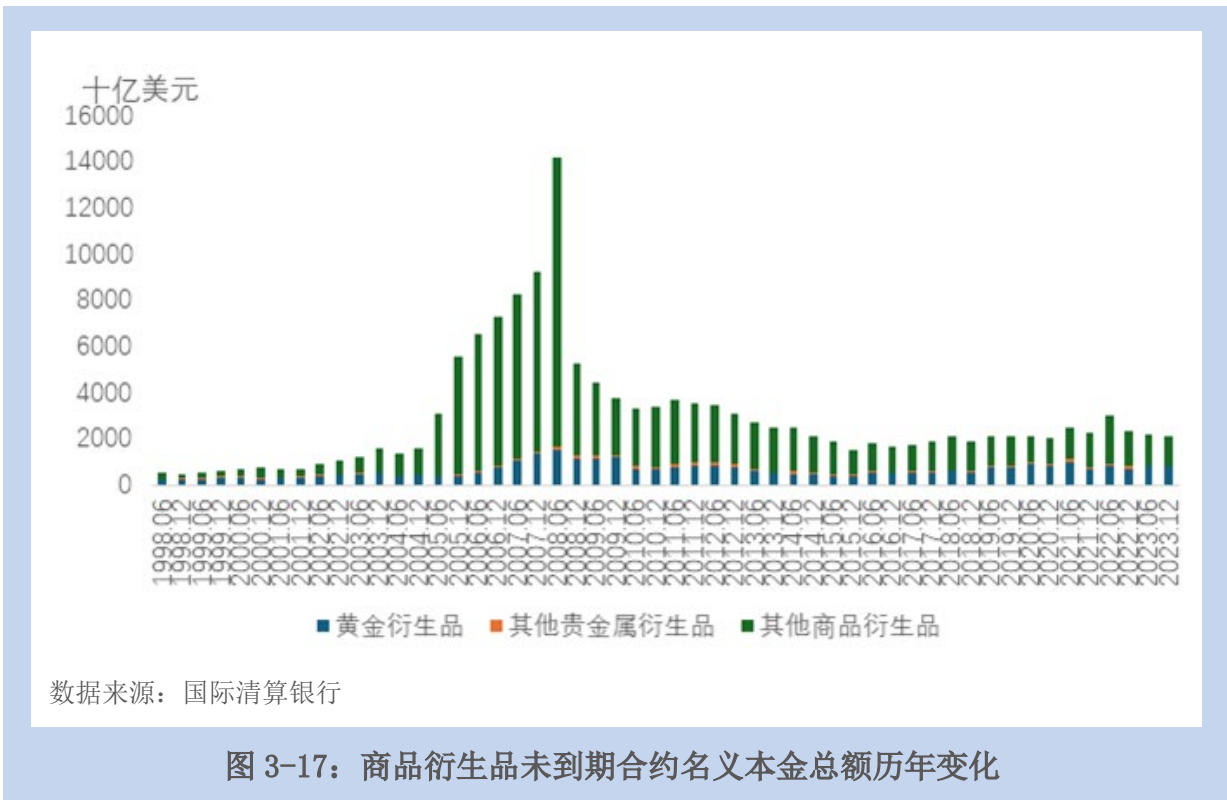


图 3-17：商品衍生品未到期合约名义本金总额历年变化

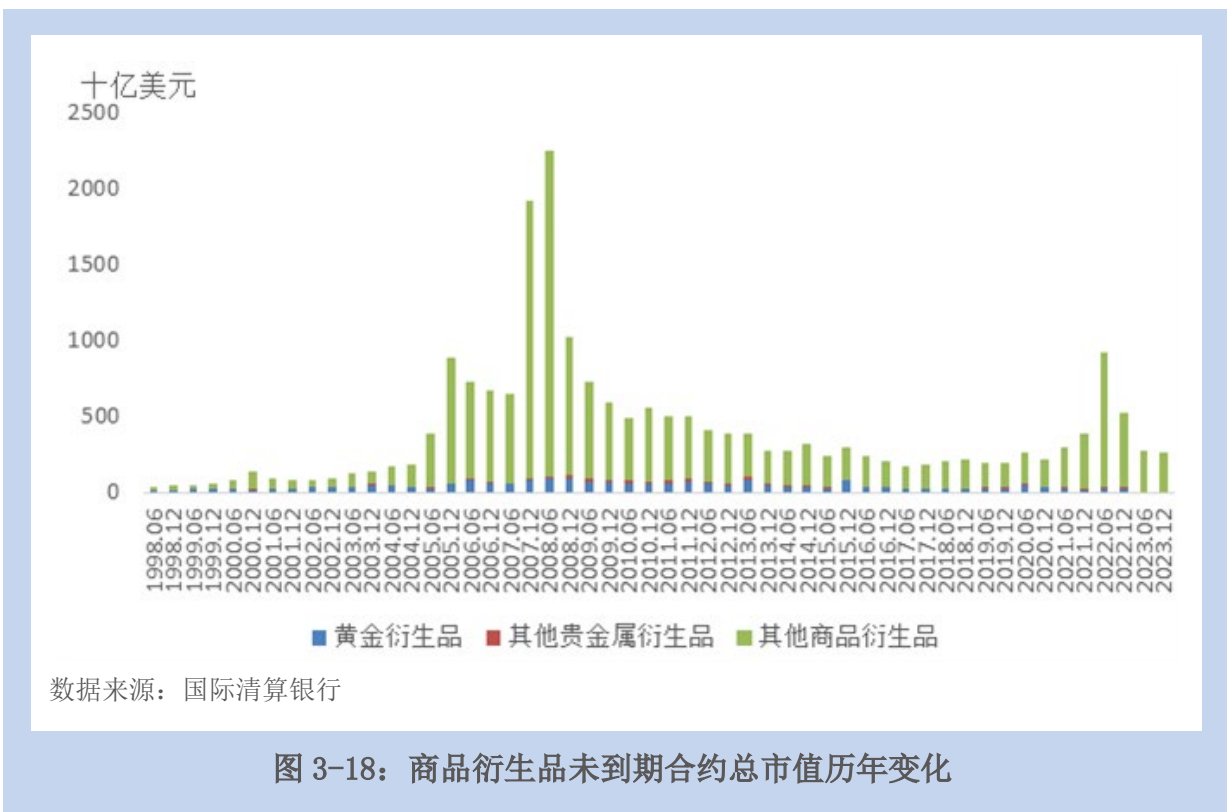


图 3-18：商品衍生品未到期合约总市值历年变化

（二）市场参与者结构变化不大，集中清算比例保持稳定

国际清算银行（BIS）将全球场外金融衍生品市场参与者分为三类，分别是报告交易商⁴、其他金融机构⁵和非金融机构客户⁶。2023年，各类市场参与者在场外金融衍生品市场参与情况如下：

一是报告交易商交易名义本金在场外衍

衍生品名义本金占比近两年保持平稳，2023年整体呈窄幅波动趋势。截至2023年末，报告交易商交易名义本金合计为76.5万亿美元，在利率、汇率、信用和权益四类衍生品⁷合计名义本金中占比为11.5%，同比增长0.1%。其中，报告交易商在信用和利率衍生品的占比呈上升趋势，分别上升至13.1%、5.9%，汇率衍生品交易占比则下降至36.2%。

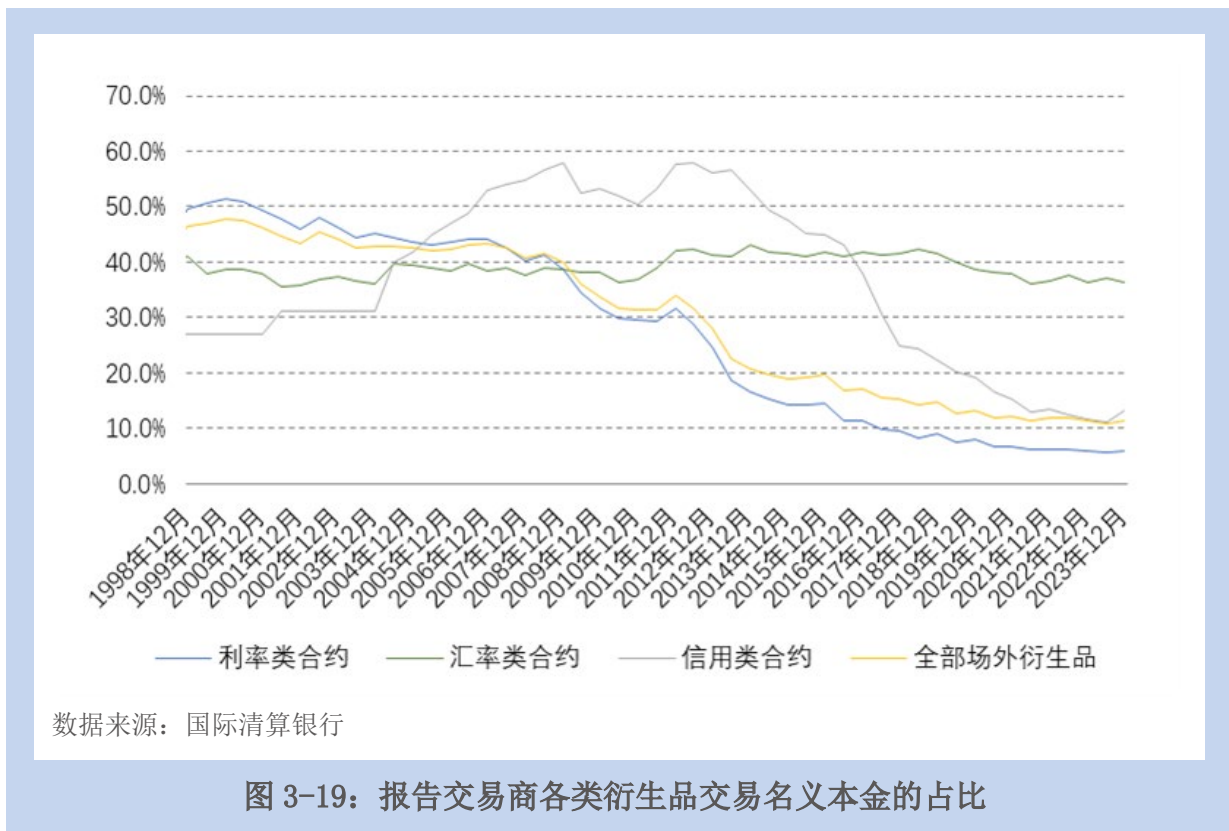


图 3-19：报告交易商各类衍生品交易名义本金的占比

4 报告交易商是总部位于 12 个报告国家的商业银行、投资银行和证券公司，并包括部分活跃的交易商实体。

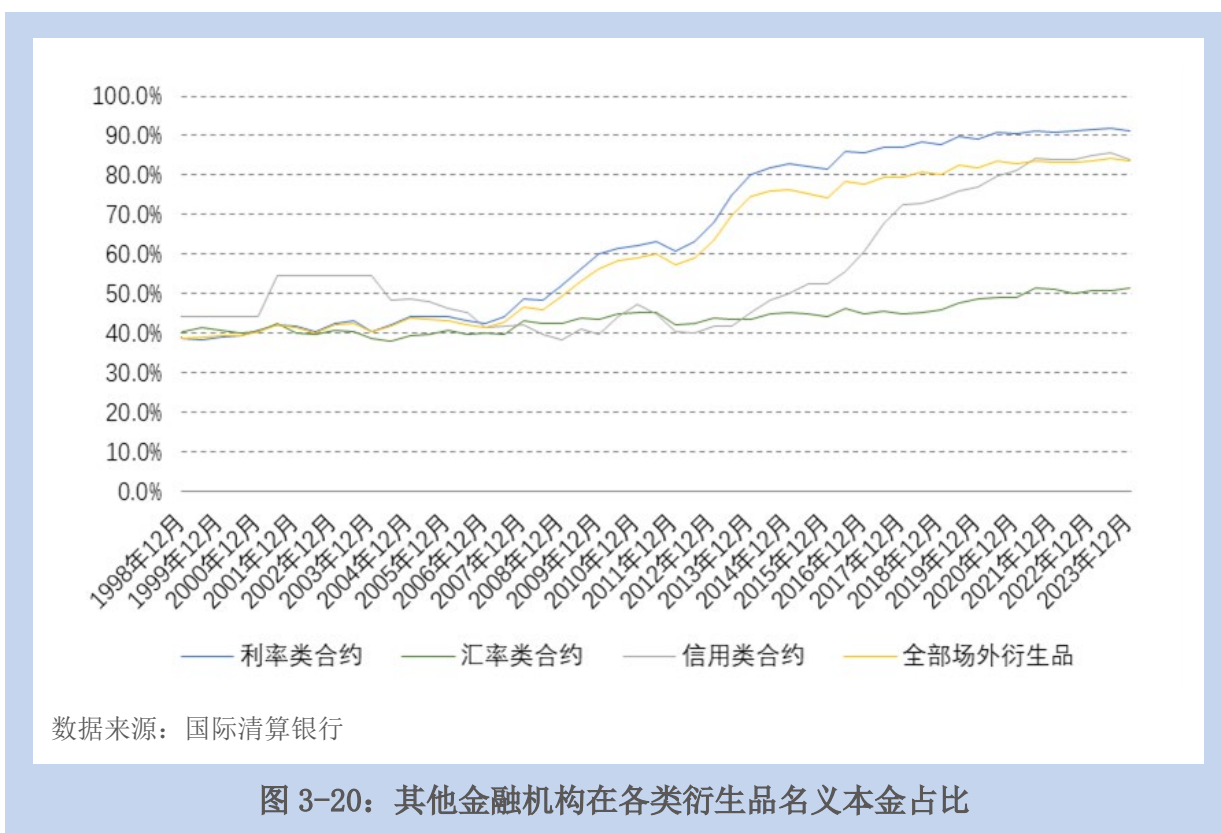
5 其他金融机构是未被归类为报告交易商的金融机构，包括银行、视为终端用户的非银行金融机构客户（如共同基金、退休基金、对冲基金、外汇基金、货币市场基金、建房互助协会、租赁公司和保险公司等），中央对手方和各中央银行也在此类。

6 非金融机构主要包括企业、高净值个人以及非金融政府机构。

7 BIS 关于市场参与者结构的数据中仅包括汇率、利率、信用、权益衍生品数据。

二是以中央对手方为代表的其他金融机构名义本金占比超八成，且近年来保持稳定。随着集中清算作为场外衍生品监管改革举措不断推进，涵盖中央对手方在内的其他金融机构交易占比持续增长，截至2023年末，其他金融机构交易名义本金占比保持在83.7%左右。其他金融机构交易利率、汇率、

信用衍生品名义本金分别在各类衍生品市场占比为91.3%、51.6%和85.7%。利率衍生品集中清算比例稳定在76.0%上下；汇率衍生品集中清算比例相对较低，仅为4.7%，同比增长0.3%；信用衍生品集中清算比例约为65.4%，同比下降3.6%。



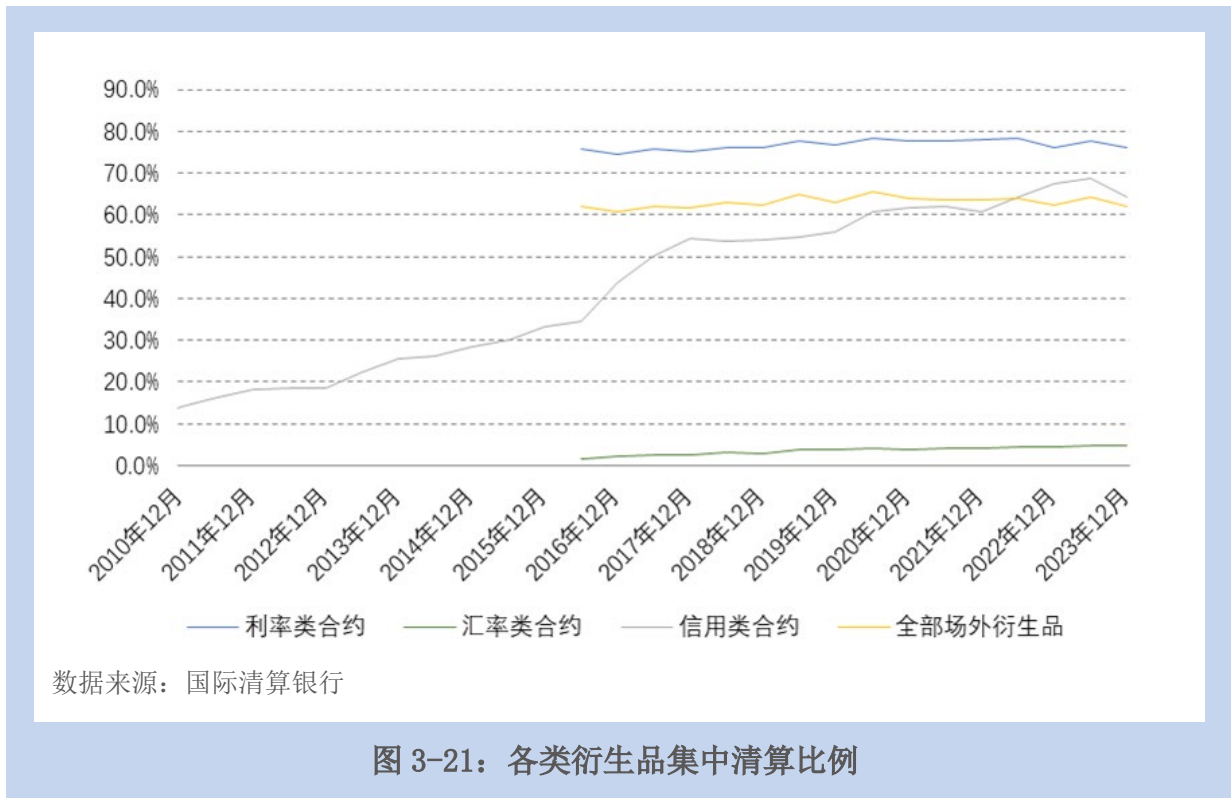
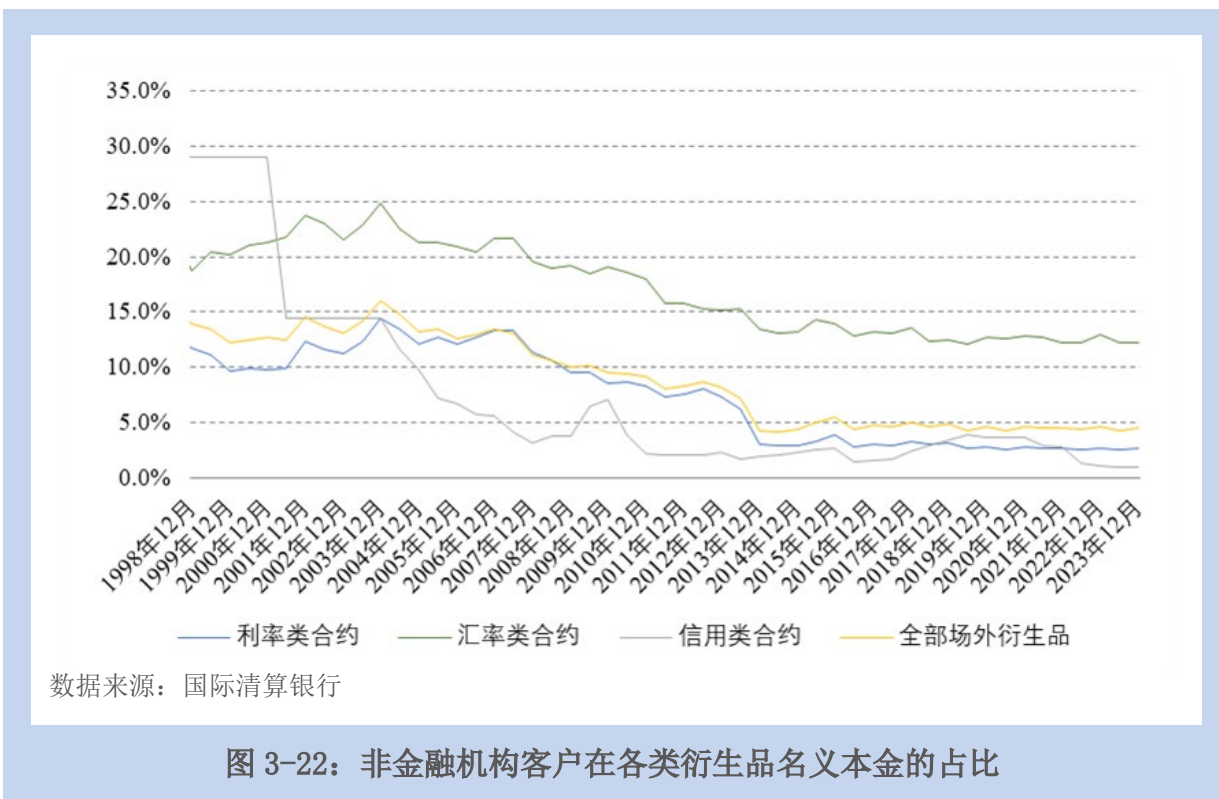


图 3-21：各类衍生品集中清算比例

三是非金融机构持仓较小且近年来相对稳定，汇率衍生品占比相对较高。截至 2023 年末，非金融机构名义本金在场外金额衍生品市场占比约为 4.5%，同比下降 0.1%。其中，

非金融机构汇率衍生品名义本金在该类衍生品市场占比为 12.2%，利率衍生品名义本金占比为 2.7%，信用衍生品名义本金占比为 1.0%。



二、国际碳衍生品市场发展情况

自 2005 年欧盟碳排放交易体系设立后，碳市场在全球范围广泛推行。碳金融衍生品是建立在碳排放权交易的基础上，挂钩碳配额、碳信用等标的的衍生品，提高了碳市场流动性和市场化程度，促使碳交易机制更加透明。

1、全球碳市场交易金额再创新高

2023 年，受全球经济增长放缓、地缘政治矛盾、天然气价格震荡回落等因素影响，全球多数地区碳价呈下跌态势，但碳交易额再创新高。全年全球碳排放权交易量为 12,563 吨，同比增长 0.3%，交易额为 8,812 亿欧元，同比增长 1.9%。

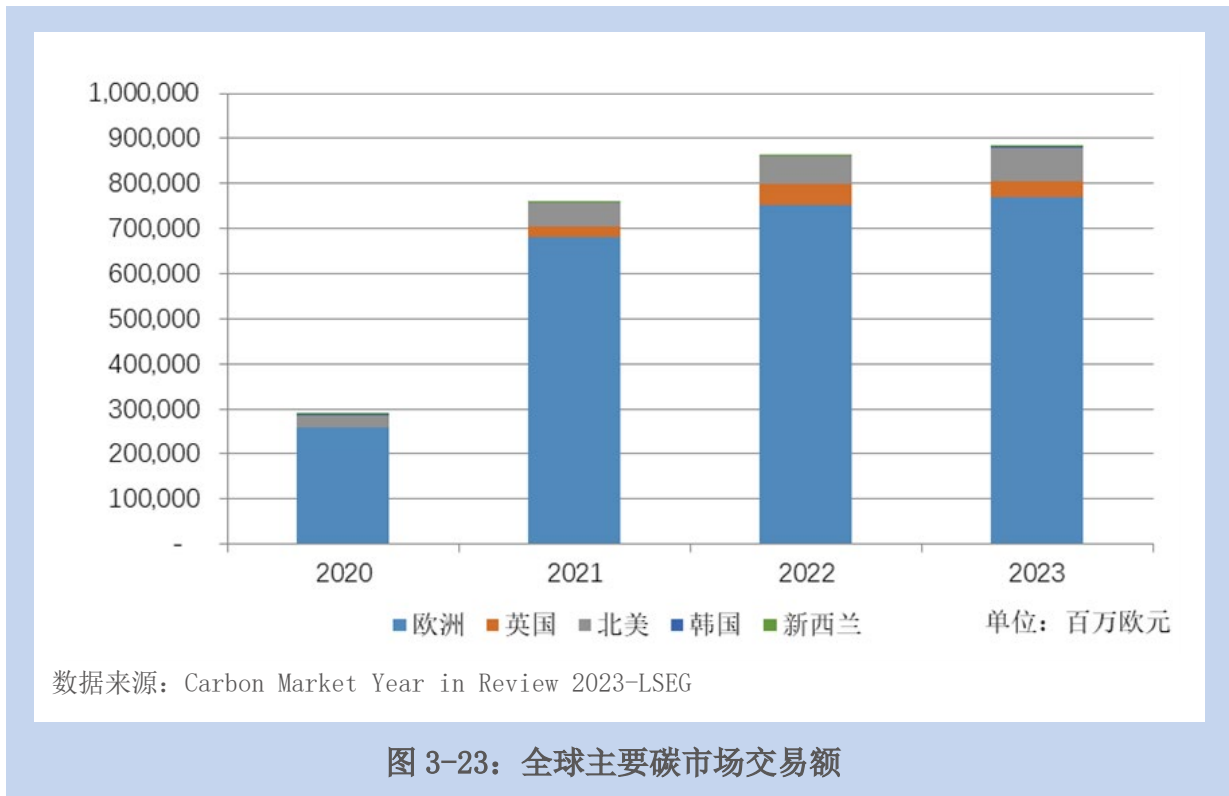


图 3-23: 全球主要碳市场交易额

(1) 欧盟地区

2023年欧盟排放交易体系交易量约9,105万吨,同比下降1.9%,交易额约7,699亿欧元,同比增长2.5%,交易额在全球总量中占比达87.4%,是全球交易体量最大的碳市场。2023年10月1日起,欧盟碳边境调整机制(CBAM),即碳边境税,正式进入过渡期。CBAM计划于2026年开始征税,按欧盟碳排放交易体系提高进口门槛,届时出口欧盟的产品将面临碳排放税。

(2) 英国地区

英国脱欧以来,英国碳排放交易体系出现流动性困难,更多的市场参与者选择参与

更具流动性的欧盟市场对冲远期碳风险敞口。

2023年,英国排放交易体系交易量约607万吨,同比增长18.6%,但受碳价影响交易额同比下降22.0%。

(3) 北美地区

北美地区主要包括区域温室气体减排行动(RGGI)和西部气候倡议(WCI)两个碳市场。RGGI作为完全有偿拍卖分配的碳市场,为企业碳排放设定了最低成本,避免碳市场价格为零的市场失灵现象。WCI是美国与加拿大部分地区签订的联合气候协议,是一个多行业、跨区域的综合性碳市场,但因跨区域连接存在较多困难,目前仅美国加州碳市场与加拿

大魁北克碳市场仍维持连接。2023年北美市场碳交易量2,428吨,同比下降2.4%;但受碳价整体上涨至新高影响,碳交易额为713.6亿欧元,同比增长14.3%。

(4) 亚太地区

2023年,作为亚太成熟市场代表的韩

国和新西兰市场碳价格均有所下跌。韩国市场上,2023年交易量大幅增长128.2%,交易金额同比小幅提升3.4%。新西兰碳排放交易体系改革受到政策影响,碳交易量和交易额大幅下降,2023年分别同比下降71.7%和79.1%。

表 3-2 近年来全球主要地区碳交易量及交易金额

| 区域 | 2021年 | | 2022年 | | 2023年 | | 交易量变化(2022-2023) | 交易额变化(2022-2023) | 交易额占比(2023) |
|---------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|------------------|------------------|-------------|
| | 吨(Mt) | 百万欧元 | 吨(Mt) | 百万欧元 | 吨(Mt) | 百万欧元 | | | |
| 欧盟(EUAs) | 12,214 | 682,501 | 9,277 | 751,459 | 9,105 | 769,903 | -1.9% | 2.5% | 87.4% |
| 英国排放交易体系 | 335 | 22,847 | 512 | 46,626 | 607 | 36,353 | 18.6% | -22.0% | 4.1% |
| 北美(WCI, RGGI) | 2,680 | 51,736 | 2,488 | 62,441 | 2,428 | 71,359 | -2.4% | 14.3% | 8.1% |
| 韩国 | 51 | 798 | 39 | 618 | 89 | 639 | 128.2% | 3.4% | 0.1% |
| 新西兰 | 81 | 2,505 | 60 | 2,845 | 17 | 596 | -71.7% | -79.1% | 0.1% |
| 总计 | 15,811 | 761,827 | 12,531 | 864,913 | 12,563 | 881,158 | 0.3% | 1.9% | - |

数据来源: Carbon Market Year in Review 2023-LSEG

2、不同区域碳配额交易价格有所分化

碳配额作为碳衍生品的主要交易标的。国际上共有34个正在实施中的碳交易体系,2023年,欧盟和北美碳配额价格呈上升趋势,而英国、韩国、新西兰等其他地区碳配额价格则大幅走低。以欧盟为例,2023年欧盟碳

配额价格震荡起伏较大,交易均价同比小幅增长,2月曾达100欧元/吨的高点,随后维持80欧元/吨左右,四季度受天然气市场疲软和经济下行压力影响,碳配额交易价格急剧下跌。

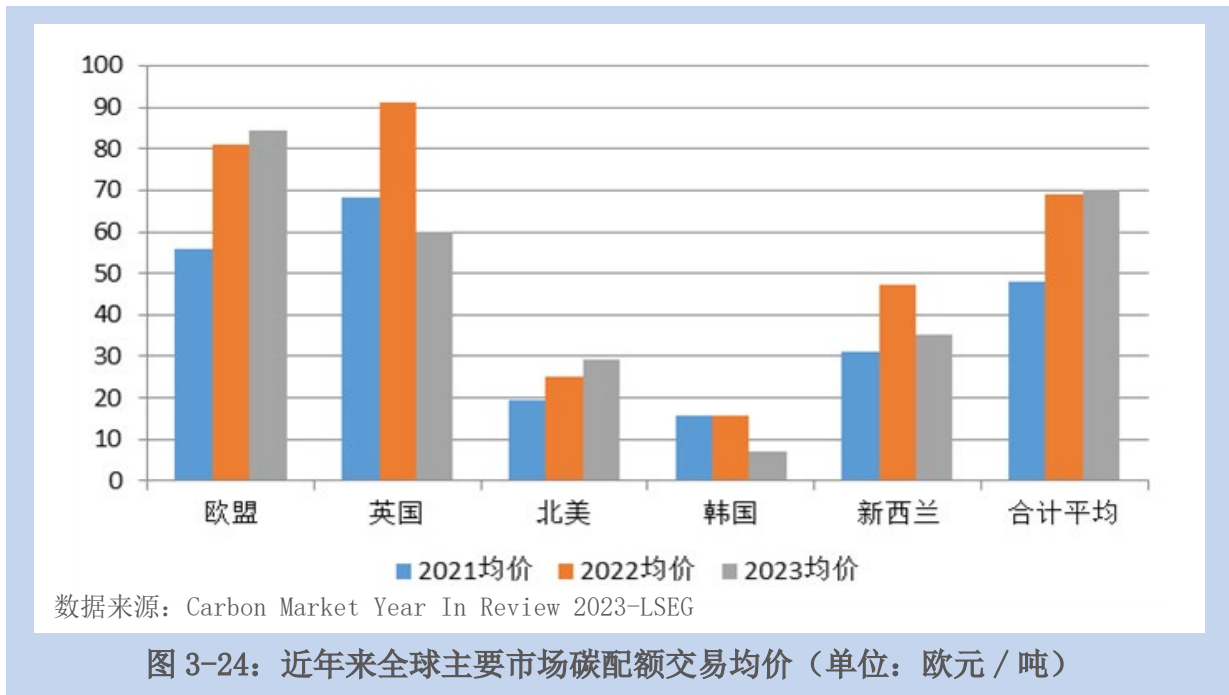


图 3-24: 近年来全球主要市场碳配额交易均价 (单位: 欧元 / 吨)

3、碳衍生品交易活跃度提升

从全球碳市场发展经验来看，碳衍生品市场与现货市场发展相辅相成，共同构成完整的碳市场。发达经济体的碳市场金融化程度较高，欧盟、英国、美国均推出碳期货等场内品种，以及碳远期、碳期权、碳互换等

场外品种。

(1) 欧盟碳市场

欧盟碳市场期货交易量在欧盟碳衍生品市场占比达 90% 以上，2023 年，欧盟碳期货交易量 69.5 亿吨，远超同期的碳现货交易量。

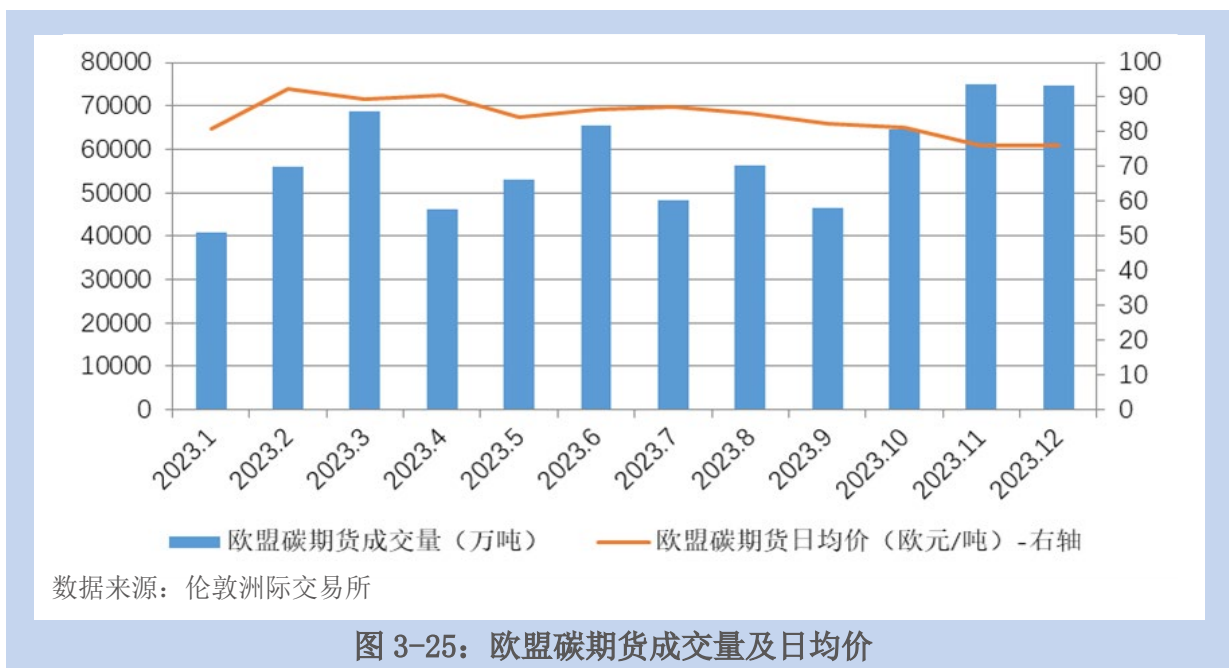


图 3-25: 欧盟碳期货成交量及日均价

(2) 北美加州 - 魁北克碳现货市场

北美加州 - 魁北克碳市场的初始配额发放以拍卖为主，每个季度举行一次拍卖。2023 年第四季度，拍卖总成交量为 6,372 万

吨，成交比例达 100%，成交均价为 38.6 美元 / 吨，较三季度增长 10.0%，创近年新高。其中，2023 年，远期产品拍卖成交量为 3032 吨，同比略有下降。

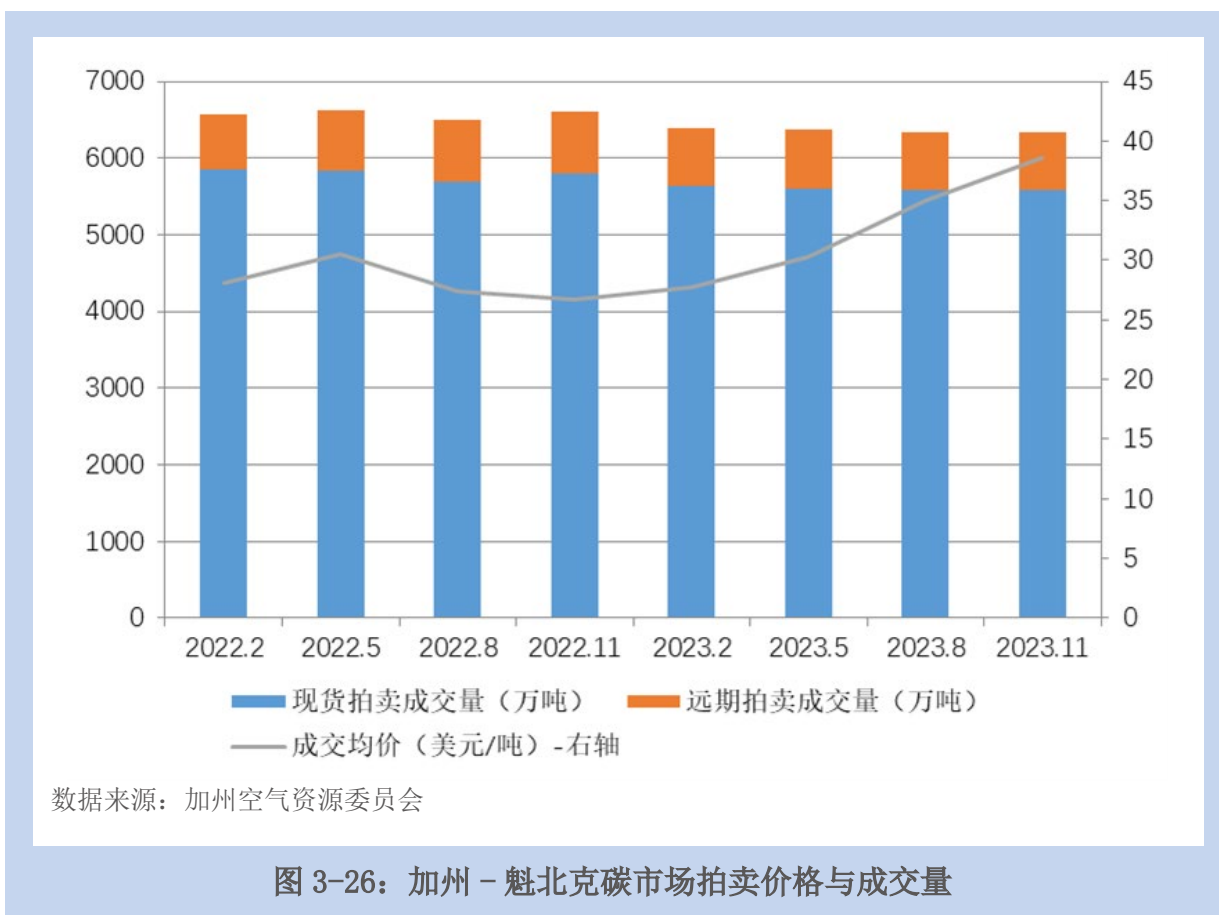


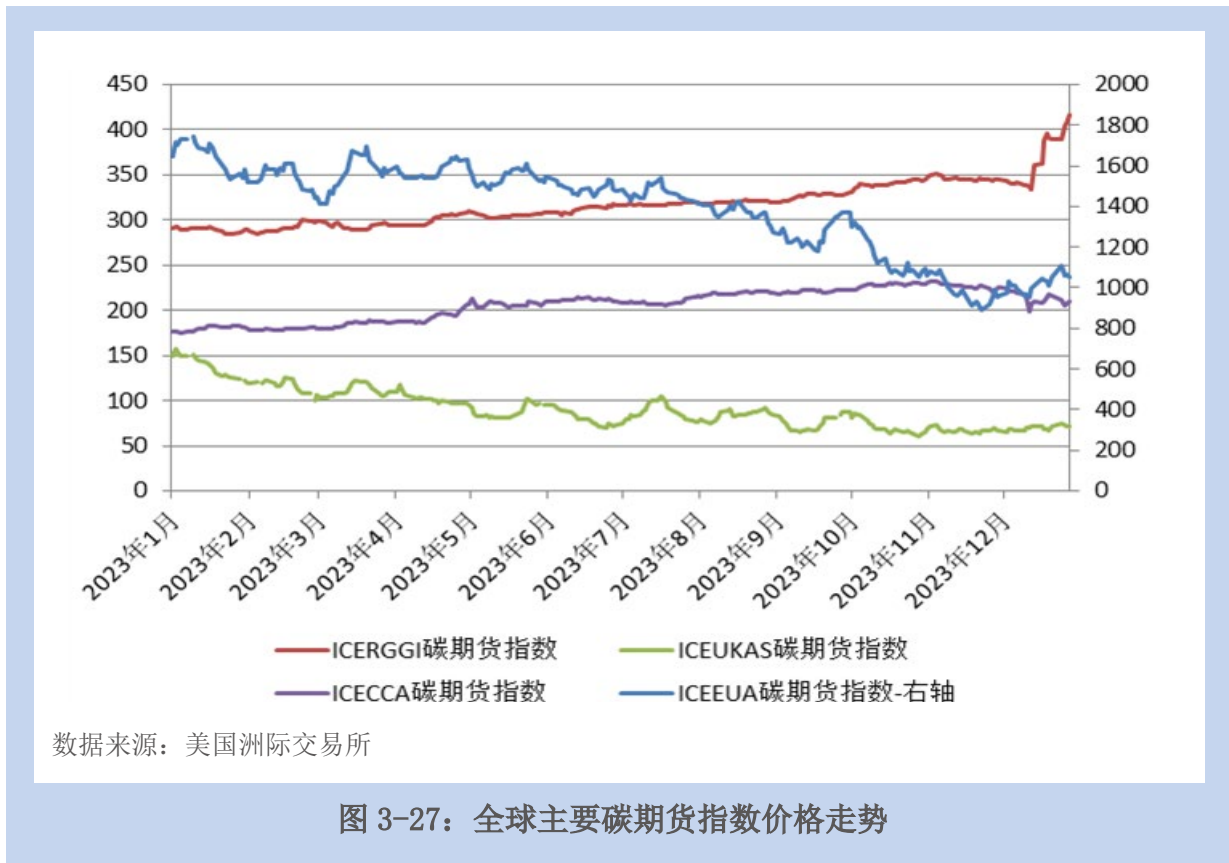
图 3-26: 加州 - 魁北克碳市场拍卖价格与成交量

(3) 碳期货指数

目前，欧盟碳排放权指数（EUA）、RGGI 碳期货指数、加州碳配额期货指数（CCA）和

英国碳期货指数（UKAs）是主流的碳期货指数。

2023 年，RGGI 和 CCA 的碳期货指数持续走强，EUA 及 UKAs 的期货指数出现明显下跌。



三、主要监管政策动向

持续强化

（一）场外衍生品市场改革的进程

1、场外衍生品市场改革总体进展良好

FSB 成员中实施全面交易报告的数量保持稳定，2023 年要求实施集中清算或平台交易框架的成员数量增加了 1 个。18 个 FSB 成员对非集中清算衍生交易实施了最终的资本约束要求，数量与上一年度持平。尚未实施改革的成员在全球场外衍生品市场的份额中占比极低。

2、中央对手方的抗风险能力和监管水平

2023 年，中央对手方违约管理拍卖持续优化。2 月，CPMI 与 IOSCO 联合发布关于中央对手方违约管理拍卖进展的评估报告，指出中央对手方违约管理拍卖对前期存在的操作性问题、尚存分歧的问题和新兴问题均有积极响应，操作性问题已基本取得广泛共识，如拍卖术语、拍卖流程等；尚存分歧的问题正在稳步推进，但仍需进一步讨论，如中央对手方违约管理的治理、在违约管理小组中引入交易员、以及客户在拍卖中的参与范围

等；部分新兴问题还需行业持续交流研究，如一家大型清算会员违约时多个中央对手方共同协调违约管理等。

3、LIBOR 退出进入最终阶段

作为国际基准利率改革的重要里程碑事件，隔夜和 12 个月美元 LIBOR 已永久停止，美元 LIBOR 小组已于 2023 年 6 月 30 日结束运作，仅 3 个美元 LIBOR 将以合成形式继续运行至 2024 年 9 月末，其他基准利率改革和相关过渡工作也相继进入尾声。

（二）国际行业协会及主要经济体监管动向

1、国际掉期与衍生工具协会（ISDA）监管动向

一是发布公共领域模型更新版本。2023 年 11 月，ISDA 与金融科技开源基金会（FINOS）、国际资本市场协会（ICMA）和国际证券借贷协会（ISLA）合作，发布公共领域模型（CDM）5.0 版，对同义词映射等问题进行技术改进。CDM 旨在通过开发单一语言或代码，统一衍生品相关事项、生命周期事件和产品定义，为 ISDA、ICMA、ISLA 成员和更广泛的群体提供服务。

二是发布数字衍生品交易的新标准。ISDA 发布数字资产衍生品交易的新标准文件。ISDA 数字资产衍生品定义最初涵盖了比特币、以太币的无本金交割远期和期权，未来可能扩展到其他产品类型，包括在分布式账本技术上执行的代币化证券和其他数字资产。相关定义使用受控语言结构起草，便于与公共领域模型集成，实现智能合约的自动化生成。

2、美国监管动向

一是美国商品期货交易委员会（CFTC）修改衍生品清算机构治理要求。CFTC 要求衍生品清算机构成立风险管理委员会（RMC）和风险咨询工作组（RWG），并规定其相关职责。

二是 CFTC 修订衍生品清算机构信息报送和风险管理的相关规则。2023 年 7 月，CFTC 修订《CFTC 监管条例》衍生品清算机构部分，涉及每日数据报告、变更情况报告、混合资金账户、完全担保头寸清算等内容，更新了客户资金与期货及互换头寸混合于同一账户的信息报送要求，以及部分日常和特定事件的报告要求，并在附录中列明衍生品清算机构应每日报送的信息类型。

三是美国证券交易委员会（SEC）起草加

强清算机构的风险管理能力相关制度草案，要求有关清算机构建立基于风险的保证金制度，持续监控日内风险敞口，在风险阈值超限或清算产品出现较高波动时，加强日内追加保证金通知。

3、欧盟及英国监管动向

一是欧盟形成《欧洲市场基础设施条例》修订提案（EMIR 3.0），拟提高欧盟中央对手方的吸引力，鼓励参与者在欧盟进行清算。引入活跃账户要求，要求受欧盟管辖的参与者在欧盟中央对手方中持有账户，并通过该账户清算特定欧元计价的工具，包括以欧元或波兰兹罗提计价的利率衍生品、以欧元计价的短期利率衍生品等。

二是欧盟发布两项关于《中央对手方恢复与处置监管条例》（CCPRR）的监管技术标准，要求中央对手方对非违约清算服务用户在恢复与处置中承担的损失进行补偿，并对处置计划中关于中央对手方资产和负债价值评估的要点进行详细规定。

三是将网络风险等事项作为新的战略性监管重点。欧盟证券与市场管理局（ESMA）将网络风险、数字韧性以及 ESG 披露等事项

确定为新的欧盟战略性监管重点事项（USSP），取代此前的市场数据质量。

四是继续加强对中央对手方的监管。ESMA 发布《中央对手方处置计划摘要部分的指导纲要最终报告》，为中央对手方处置提供了处置计划摘要部分需包含的信息与相应摘要编写模板；发布《处置委员会职能书面协议模板和议事流程的指导纲要》，确定处置委员会职能的书面协议模板。ESMA 还启动第 5 次中央对手方压力测试演练，与其他欧盟和非欧盟监管机构、行业协会共同组织大部分欧盟中央对手方参加为期 1 周的全球演练。

五是英格兰银行与 CFTC 发布跨境监管合作联合声明。双方表示将进一步加强在中央对手方跨境监管方面的合作，英格兰银行与 CFTC 的监管合作关系通过了英国一级“知情信任评估”。

4、亚太地区监管动向

一是日本金融厅（FSA）公布场外衍生品管理条例相关修正案。FSA 修改了关于场外衍生品交易信息的生产、保存及报告方面的要求。

二是日本东京银行同业拆借利率管理局建议停用欧元日元东京银行同业拆借利率（TIBOR），并停止建立以 TIBOR 为基准的新合约产品。

三是澳大利亚证券与投资委员会（ASIC）完善衍生品交易报告有关事项，发布衍生品

交易报告指引，修订 2023 年公司法关于衍生品的决定、2023/679 号 ASIC 衍生品交易规则有关报告的决定等。同年，ASIC 发布 2023 年版衍生品交易报告库规则，允许交易报告库在特定的情况下自行维护数据。

第四章

我国场外金融衍生品市场发展展望与建议

场外金融衍生品市场是我国金融市场的重要组成部分。中央金融工作会议强调，要着力打造现代金融机构和市场体系，维护金融市场稳健运行。《中华人民共和国期货和衍生品法》搭建了场外衍生品市场基本法律框架，随着市场建设与改革持续深化，对外开放有序推进，市场活跃度持续提升。展望2024年，场外金融衍生品市场建设将持续推进，在制度体系建设、机制体制优化、对外开放发展等方面有望取得积极进展，不断增强金融服务实体经济的能力。

履约保障机制持续健全。随着强制保证金在全球范围内进入全面实施阶段，跨境交易中面临更多保证金监管要求，需要有序推动交易对手方风险管理由传统授信向履约保障转变，实现交易灵活和风险可控的平衡，适时更新衍生品交易履约保障文件，提高交易对手方风险管理水平，满足跨境交易保证金合规要求，助力推动人民币国际化。

“互换通”交易清算及文本服务不断丰

富。推出以国际货币市场（IMM）结算日为支付周期的利率互换合约，与国际主流交易品种接轨，满足境内外投资者多样化风险管理需求。推出合约压缩服务及配套支持的历史起息合约，便利参与机构管理存续期合约业务规模，降低资本占用，活跃市场交易。此外，推出《内地与香港利率互换市场互联互通合作清算衍生品协议》，降低参与者法律成本，支持市场持续扩容。

外汇市场业务创新有序推动。积极引入境外做市商，丰富境内外币对流动性来源，人民币外汇交易中央对手清算业务期限进一步延长，外汇交易双边集中清算业务持续拓展，满足清算参与者加强风险管理、活跃交易和提高效率的需求。进一步提升跨境外汇服务能力，提高跨境人民币结算便利性，助力强化外汇市场“宏观审慎+微观监管”框架，保障外汇市场有序开放。

信用衍生品市场制度持续完善。参与者准入管理进一步优化，在吸引银行、券商、

基金等各类型市场参与者的同时，强化核心交易商事中事后管理和能力建设，实现“有进有出”的动态管理。健全凭证类产品业务流程和配套机制，便利市场业务操作。发挥信用事项决定机制引导作用，统一市场对信用事件的认知，提高风险处置效率。持续优化CDS报价机制，提升报价质量，促进报价向可成交转化，积极培育市场定价能力。

碳衍生品市场服务优化。党的二十大报告提出要健全碳排放权市场交易制度。《碳

排放权交易管理暂行条例》明确，国务院生态环境主管部门会同国务院市场监督管理部门、中国人民银行和国务院银行业监督管理机构，对全国碳排放权注册登记机构和交易机构进行监督管理，将进一步提升碳市场定价合理性和市场流动性。在此背景下，市场有望对碳衍生品进行探索，助力碳市场平稳健康发展。

专题一 “互换通”业务运行情况及展望

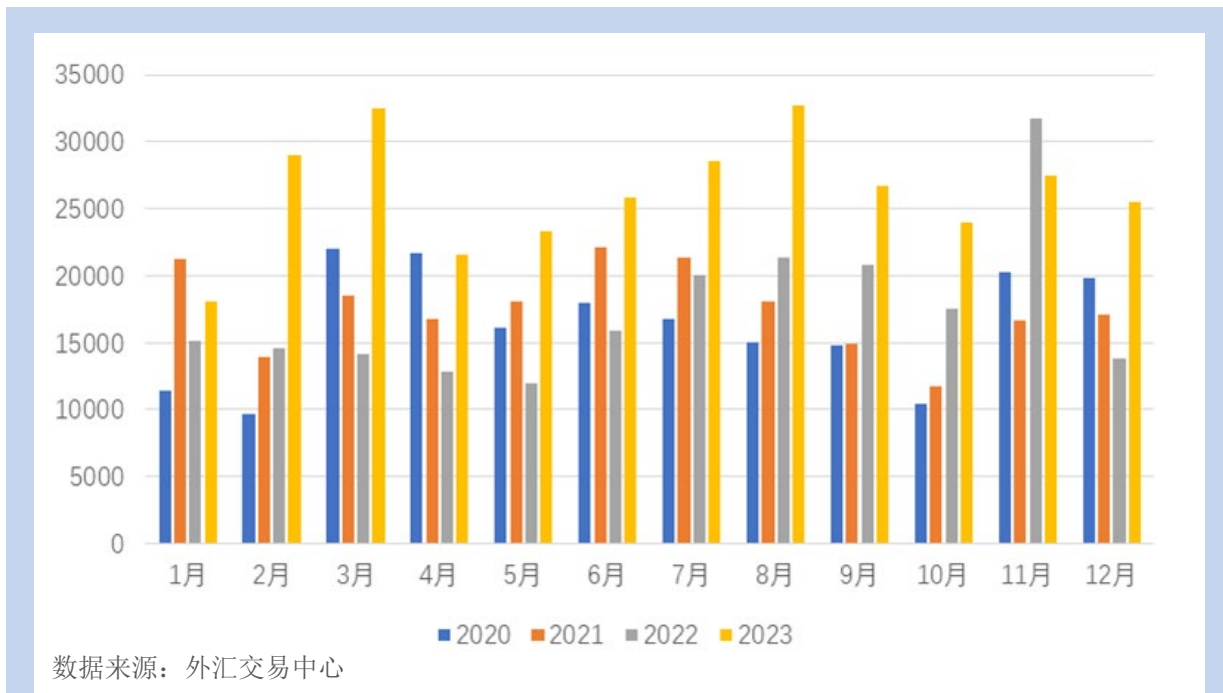
2023年5月，“互换通”正式上线，吸引了众多境外投资者进入境内银行间IRS市场，全年交易名义本金9405.4亿元，共有20家境内报价商和51家境外投资者开展交易，覆盖银行、券商、资管产品等各类型投资者。

一、“互换通”对境内外市场的积极影响

（一）提高境内IRS市场活跃度，助力基准利率曲线构建

近年来，境内IRS市场快速发展，市场参与者以境内金融机构为主。“互换通”通过引入境外投资者，带来差异化的交易需求，

助力境内IRS市场高质量发展。一是提升了市场整体活跃度。2023年，银行间市场IRS交易名义本金总额为31.5万亿元，同比增长50.2%，“互换通”对提升IRS交易活跃度发挥了重要作用。二是长期限IRS活跃度提升明显，境外投资者的境内债券持仓以1年以下和7-10年期债券为主，具备一定的长期限利率对冲需求。境内报价商积极提供长期限IRS优质报价，挂钩FR007和Shibor_3M标的的7年和10年期IRS成交名义本金总额同比增长超过3倍，长期限IRS合约增长显著。

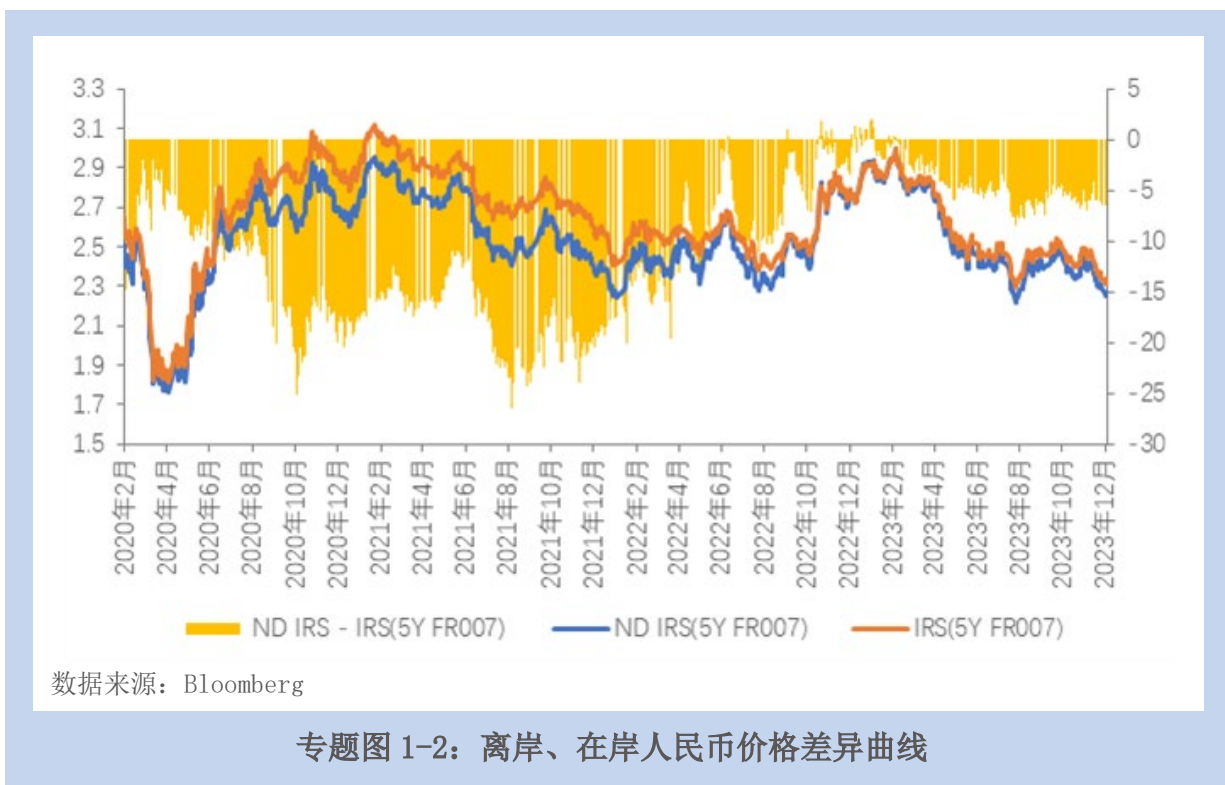


专题图 1-1：2020-2023 年各季度 IRS 交易名义本金（亿元）

（二）增强境内外市场联动，提升市场定价效率和稳定性

“互换通”推出前，境外投资者主要通过离岸不交割人民币利率互换（NDIRS）对冲人民币债券利率风险。但受结算币种、市场参与者类型等因素影响，NDIRS 与境内 IRS 存在一定价差，且价差波动较为剧烈。“互换通”推出后，境外投资者可同时参与在岸、离岸

IRS 市场，增强两个市场之间的联动，缩小在岸、离岸 IRS 价差，提升市场的定价效率和稳定性，进一步增强 IRS 的价格发现功能。2021 年挂钩 FR007 的 5 年期 IRS 的 NDD 均值（NDIRS 与境内 IRS 利差）为 -13BPs，与之相比，2023 年同期 NDD 均值收窄为 -4BPs，且 NDD 未突破 -10BPs，在岸、离岸 IRS 价差稳定性明显提升。

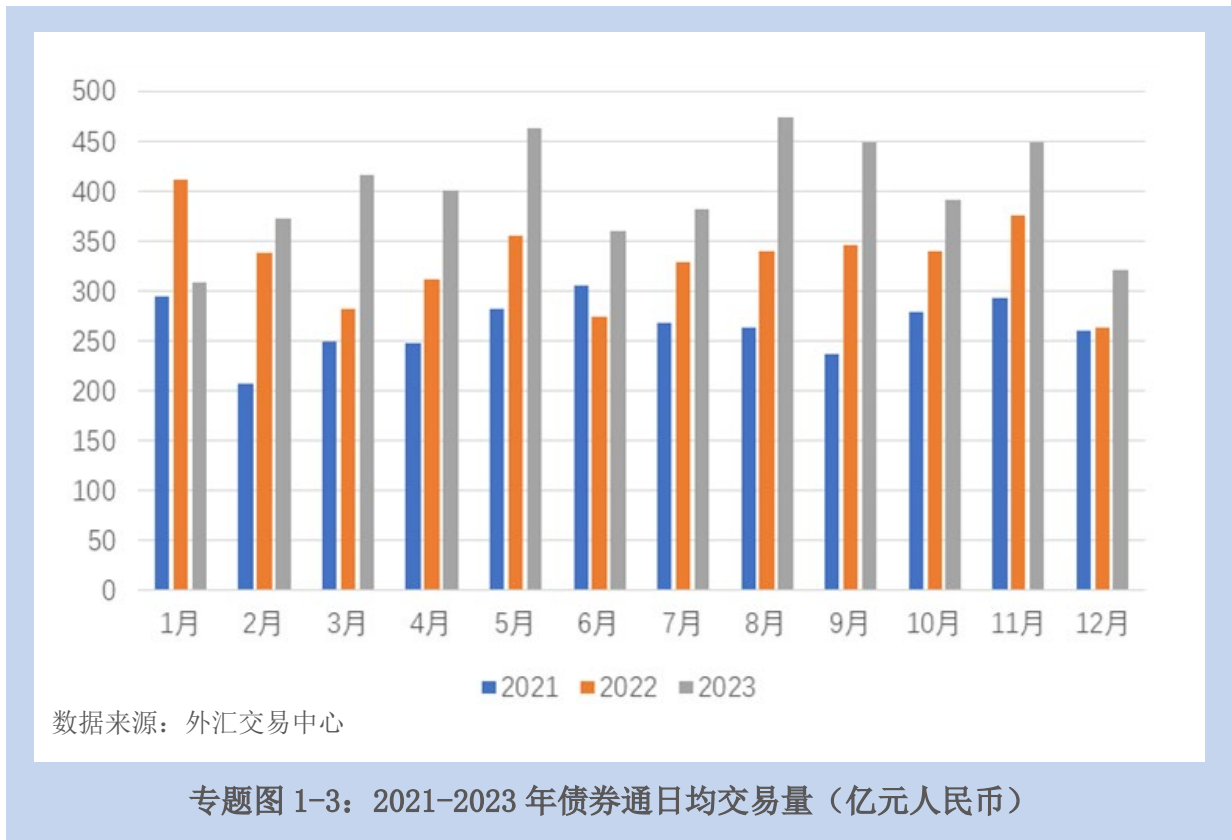


（三）提升境外投资者持债意愿，推动金融市场高质量对外开放

近年来，境外投资者通过“债券通”持有人民币债券规模持续提升，2023 年“北向通”成交 9.97 万亿元人民币，同比增长 24.0%。“互

换通”帮助境外投资者对冲持仓人民币债券的利率风险，丰富其投资策略，进一步提升其配置人民币债券意愿。截至 2023 年末，境外投资者持有的银行间市场债券规模较 2023 年 4 月末增加 16%，实现“互换通”与“债券通”

相互促进，助力银行间市场高质量对外开放。



专题图 1-3：2021-2023 年债券通日均交易量（亿元人民币）

二、“互换通”发展存在的问题

“互换通”业务上线以来，境内外投资者积极踊跃参与，业务量持续上升，有效提升银行间衍生品市场对外开放水平，但因境内外市场在交易机制、基础设施和产品类型等方面仍存差异，“互换通”业务还有待完善。

一是“互换通”下境外投资者需反向交易才能实现冲销。相较于现券和期货的空/平仓操作，利率互换交易存续期较长，如需平仓只能通过反向交易。通常情况下，方向相反的两笔利率互换交易会占用双倍的资本

金额度。境外投资者出于减少资本金占用和降低存续期交易操作风险等因素，对终止和压缩存量利率互换交易具有较高的需求。

二是“互换通”下浮动基准和询价方式较少。目前，互换通项下挂钩浮动利率基准仅包括FR007、SHIBOR Shibor3M和Shibor0/N，较难满足境外投资者多元化的风险管理需求。另外，相较于境外市场多种询价方式，“互换通”下询价方式仅以单边询价为主，方式较为单一，后续可增加期差（Spread）和基差（Basis）询价方式。

三是“互换通”下短期限品种的名义本金上限有待提高。通常在同等金额下，短期限品种的基点价值⁸（PVBP）较长期限品种要小，需通过提高交易名义本金规模以获取相同水平的PVBP。一笔PVBP为1万美元的3个月挂钩浮动基准为FR007的交易，对应的名义本金为4亿美元，约为28亿人民币⁹。目前，“互换通”全期限产品的单笔交易上限均为10亿，境外投资者对短期限（1年以下）品种需求较为集中，需通过拆分询价的方式避免超过名义本金上限，但拆分询价的方式会增加境外投资者控制成本和管理交易的难度。

三、进一步完善“互换通”业务的发展建议

为更好满足境外投资者在“互换通”项

下交易需求，提升境外投资者服务水平，建议进一步完善“互换通”业务配套服务，不断优化互联互通机制安排。一方面，建议推出“互换通”合约终止和压缩服务¹⁰。境外NDIRS市场上，投资者可以通过合约压缩或将合约转移给其他做市商来提前终止交易。建议可参考境外主流清算机构合约压缩相关实践，推出“互换通”合约转移和压缩服务。另一方面，建议进一步丰富询价方式，完善交易规模设置。探索支持Spread和Basis的直接询价方式。同时，为满足境外客户单笔大额交易需求和提高境外报价商平盘效率，建议进一步提升境内IRS市场X-Swap等交易机制下单笔交易名义本金上限，并考虑视需求情况增加分仓功能。

8 基点价值 (price value of a basis point, PVBP) 是一个在实践中广泛使用的衡量债券价格弹性的指标，也称为基点美元值 (dollar value of all 01, DV01)，其含义是相对于初始价格，如果市场要求收益率上、下波动1个基点时，债券价格的变动值。

9 按照7:1的人民币兑美元汇率进行估算。

10 2024年5月，中国人民银行、香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局支持“互换通”机制安排进一步优化，推出以国际货币市场结算日为支付周期的利率互换合约，以及合约压缩服务及配套支持的历史起息合约等多项优化举措。

专题二 衍生品在金融机构资产负债管理中的对冲作用 ——硅谷银行破产的经验教训

2023年3月，美国加州金融保护和创新局以流动性不足和资不抵债为由，关闭硅谷银行，并指定美国联邦存款保险公司接管。硅谷银行曾获高科技商业银行、创新经济银行等称号，2022年仍被评为美国最佳银行之一。深入研究硅谷银行破产的原因，有助于国内金融机构吸取经验教训，助力我国金融行业高质量发展。

一、硅谷银行破产基本情况

20世纪60年代，硅谷成为全球科技公司的创业热土。与传统行业公司相比，初创科技公司的资产多为知识产权等无形资产，较难通过抵押运营资产的方式从商业银行获得贷款。1983年，为更好支持科技公司发展，硅谷银行应运而生，其客户群结构以科技公司为主，提供初创期风险投资、发展期信贷融资、扩张期上市融资、成熟期私人银行等服务。

（一）负债端稳定性弱，资产端以证券投资、长久期为主

硅谷银行的资产负债结构存在以下特点：一是负债端存款规模增速快，但波动较大。2019年至2021年，硅谷银行存款规模从617.6亿美元快速扩张3倍至1892亿美元，但2022年又降至1731.1亿美元。二是资产端贷款增长乏力，以证券投资为主。2019至2022年，硅谷银行贷款占比由46.7%逐步降至35.1%，但证券资产占比由39.2%持续提升至56.7%。三是长久期资产占比较高。根据美国会计制度，银行投资的证券根据持有目的不同分为可供出售（AFS）和持有到期（HTM）两类，前者允许银行在到期前卖出，后者持有到期获得票面利息。2022年硅谷银行AFS资产260.7亿，其中5年及以上期限占比39.1%；HTM资产913.2亿，其中10年及以上期限占比高达94.2%。硅谷银行在低利率环境下，通过大幅增持长久期资产提高收益。

（二）流动性不足导致资不抵债，逐步陷入破产危机

2023年3月8日硅谷银行公告其因出售

210 亿美元的证券资产亏损 18 亿美元，拟实施股权融资弥补亏损。该公告将硅谷银行的经营缺陷置于聚光灯下，即硅谷银行 HTM 科目中估值损失已近 150 亿美元，同时其补充资本金的需求表明其资本充足率可能存在问题，引起存款人普遍担忧，进而引发严重的存款挤兑。3 月 9 日，储户一天内提现 420 亿美元，硅谷银行现金余额转为 -9.8 亿美元。为避免危机蔓延，3 月 10 日美国加州金融保护与创新局宣布关闭硅谷银行并指定美国联邦存款保险公司接管。

二、硅谷银行破产原因分析

在美联储快速加息背景下，硅谷银行资产负债期限结构严重错配，且未充分运用衍生品工具对冲，导致利率风险集中暴露，引发流动性危机，具体分析如下：

（一）资产负债期限结构错配

2020 年下半年，美联储为应对新冠疫情冲击，快速降息至零利率并启动非常规量化宽松措施，充足的流动性推动科技公司获得大量投资。硅谷银行以科技公司为主要客户，吸收了大量低成本存款，同时大量配置中长期美债和 MBS 资产。截至 2022 年末，硅谷银

行持有约 1200 亿美元的证券投资，80% 的剩余期限在 10 年及以上。严重错配的资产负债期限结构为高利率环境下流动性危机埋下隐患。

美联储启动加息周期，硅谷银行资产端受损且负债端不稳定性增加。美联储加息叠加俄乌冲突，导致全球能源和粮食供应紧张，美国 CPI 由 2021 年 3 月的 1.7% 持续上行至 2022 年 7 月的 9.1%。同年 3 月，美联储开启强力加息进程，当年共加息 7 次，累计加息 425 个 BPs。一方面，硅谷银行负债端受较大冲击。2021 年至 2022 年，美元利率提升导致硅谷银行存款规模下降，由 1892 亿美元下降至 1731.1 亿美元，而有息存款大幅上升，由 633.5 亿美元增加至 923.6 亿美元，显著提升存款成本由 0.04% 上升到 1.2%。另一方面，监管指标的滞后反应，使得监管部门未能及时发现硅谷银行资产端受损严重的事实。2022 年，硅谷银行 AFS 证券未实现损失高达约 25 亿美元，所有证券投资未实现损失高达 175 亿美元，远超 163 亿美元的资本权益。但按照当时美国资本监管规则和会计准则，部分中小银行的金融投资账户（含 AFS 和 HTM）

持有证券资产的未实现损益仅在资产出售或转让时才体现在资本净额中。截至 2022 年末，硅谷银行核心一级资本充足率 12.1%，一级资本充足率 13.9%，总资本充足率 14.7%，符合监管要求。但若考虑 AFS 豁免的 18 亿美元浮亏，其核心一级资本充足率降至 10.4%；若再考虑 HTM151.6 亿美元浮亏，其核心一级资本充足率仅为 -2.9%，远低于 4.5% 的监管红线。

（二）利率风险对冲工具运用不足

国际利率衍生品市场活跃，主要包括利率互换等场外品种和利率期货两大类。近年来，全球场外利率衍生品和利率期货规模均保持增长态势。利率上行周期中，海外大型银行通常应用利率衍生品对冲资产端损益，发挥平滑财务收益、稳定资本充足率的作用。以花旗银行为例，其近两年以套保为目的的利率衍生品交易量约为总资产的十分之一。

反观硅谷银行，其对衍生品的运用存在明显不足。利率互换套保敞口由 2021 年末的 107 亿美元降至 2022 年末的 5.5 亿美元，相关敞口较其资产规模甚至可忽略不计，导致其在加息周期无法对冲资产端的损失。美联储在《关于对硅谷银行监督和监管的审查报

告》中指出，硅谷银行管理利率风险的侧重点是避免短期利润受利率下降的影响，而非管理长期风险和利率上升风险，因而放弃了利率风险对冲。

三、对我国金融机构资产负债管理的启示

（一）降低资产负债期限错配风险，关注资产负债结构稳定性

商业银行的资产负债适度错配是经营常态。随着国内经济回升向好，稳健的货币政策精准有力，带动贷款市场报价（LPR）等市场利率下行，叠加债券市场平均发行期限拉长，商业银行资产端久期被动增加，资产负债净久期缺口不断扩大，EVE 指标¹¹持续承压。商业银行需要以合理策略管理资产负债：资产端需要合理控制久期，加强流动性安排，根据负债增长及波动合理把握贷款、债券等资产投放规模与节奏，关注资产类别集中度，以及资产内久期分布集中度；负债端需要结合自身负债来源特点，运用压力测试等风险管理手段，在负债来源稳定性、结构多样性、成本适当性等方面加强监测管理，充分考虑各类风险情景，做好极端情况的应对预案，

11 EVE 是 Economical Value of Equity 的缩写，是监管规定的六种利率变动压力情景下，权益经济价值最大损失占一级资本净额比例。

使自身风险管理能力与资产负债结构相匹配。

与商业银行面临的经营环境类似，保险机构资产负债久期缺口持续存在，且潜在的利差风险日益加大。保险机构具有“收入在前，成本在后”的经营特点，属于特殊的负债型金融机构。当前保险机构“长钱短配”的总体特征未明显变化。在资产端，保险公司需要保持合理的资产配置结构，满足保单对安全性、流动性和收益性要求，积极开发债权、基金、证券化等金融资产，保证投资收益和现金流；在负债端，承保业务计划需要与市场可提供的现金流、收益等状态相契合，提高非利率敏感型、低预定利率产品比重，以多元化产品促进负债种类的多样性。

（二）金融机构需要加强应用衍生品对冲风险

在我国债券市场逐步向纵深发展过程中，利率风险管理重要性不断显著。一是利率中枢逐步下移，波动区间显著收窄。名义利率的长期走势与名义经济增速有关，在我国经济目标由“量”向“质”转变过程中，近期以十年期国债为代表的中长期利率中枢震荡下移。二是债市收益率呈现“牛长熊短，缓

下快上”特征。随着市场参与机构持续多元，理财子公司净值化转型，公募基金规模稳步增加，传统配置型需求占比下降，对机构投资者的久期、杠杆、持仓等交易行为影响不断增强。从实践来看，投资者看多债市时逐步买入，看空债市时易出现集中卖出的交易踩踏。因此，市场普遍需要利率衍生品等工具对冲利率风险。

近年来，利率衍生产品序列不断完善，挂钩FR007、SHIBOR_3M等产品持续满足市场主流对冲需求。同时，市场成员也积极结合自身需求探索丰富场外交易品种，如近期落地的挂钩10年期国债到期收益率的二元期权和区间累计产品，在债券收益率处于相对低位时控制利率风险、平滑组合收益。在利率市场化的大背景下，利率双向波动成为常态，对金融机构资产负债管理模式提出更高要求。金融机构需要不断加大利率衍生品应用力度，着力提升估值定价能力，加快健全利率风险管理体系，提升金融服务实体经济能力，切实助力经济高质量发展。

对此，需要结合实需大力推动利率衍生品市场发展，提高机构投资者抵御风险的能

力。对于以套期保值和风险对冲为目的的衍生品交易，进一步优化各类主体参与衍生品业务的准入标准。同时，丰富长期限标的衍生品种类，着力提升市场流动性，鼓励和培育更多机构投资者使用对冲工具，加强市场成员能力建设，增强市场应对风险的韧性，切实防范系统性风险。

专题三

SOFR利率在国际衍生品市场中的应用

2008年金融危机以来，美国货币市场发生深刻转变，回购市场交易规模显著超越拆借市场交易规模。为推动国际基准利率改革，美联储成立替代基准利率委员会（ARRC），于2018年4月正式推出基于隔夜国债回购交易生成的隔夜融资利率（Secured Overnight Financing Rate, SOFR），推动美元基准利率由LIBOR向SOFR转换。2023年6月30日，美元LIBOR正式退出，SOFR作为新的美元基准利率，对美元金融产品交易和资产定价发挥重要作用。

一、SOFR基本情况

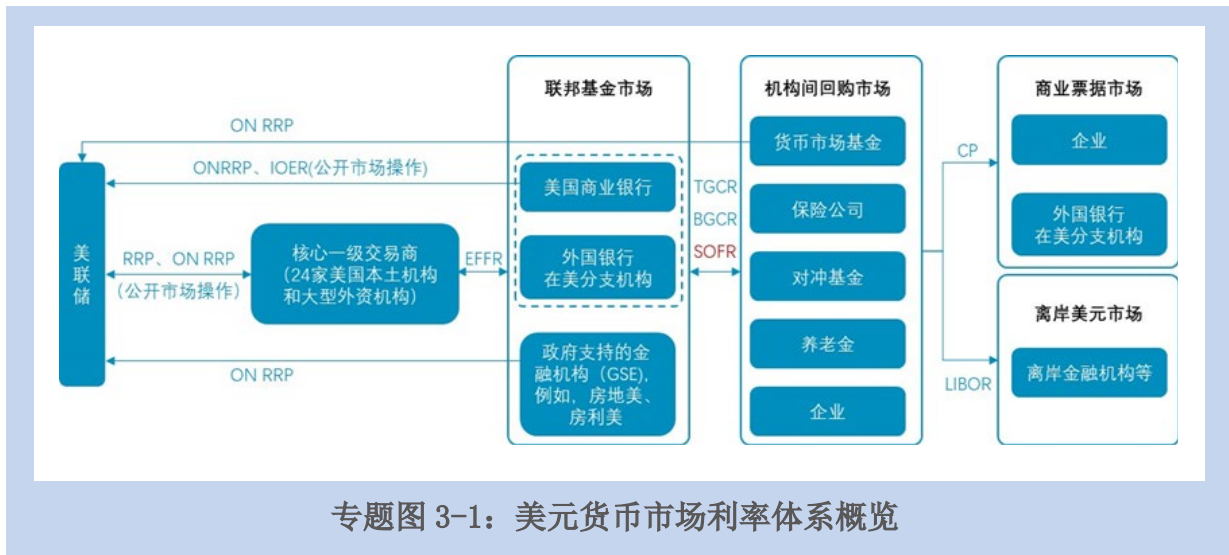
SOFR是美国货币市场上使用美国国债作

为抵押品的隔夜现金借贷成本，是一种无风险利率。SOFR在每个交易日的美国东部时间8:30由纽约联邦储备银行（以下简称“纽联储”）发布，反映前一个交易日以成交量加权的隔夜回购利率中位数。

SOFR具有三个特点：一是基于回购市场真实成交数据，可操纵性低；二是美国国债回购市场交易活跃，稳健性好，SOFR计算范围涵盖了纽联储可获得的美国国债回购利率的最大范围¹²；三是其它与货币市场利率指标¹³高度相关，能够全面反映资金市场利率水平。

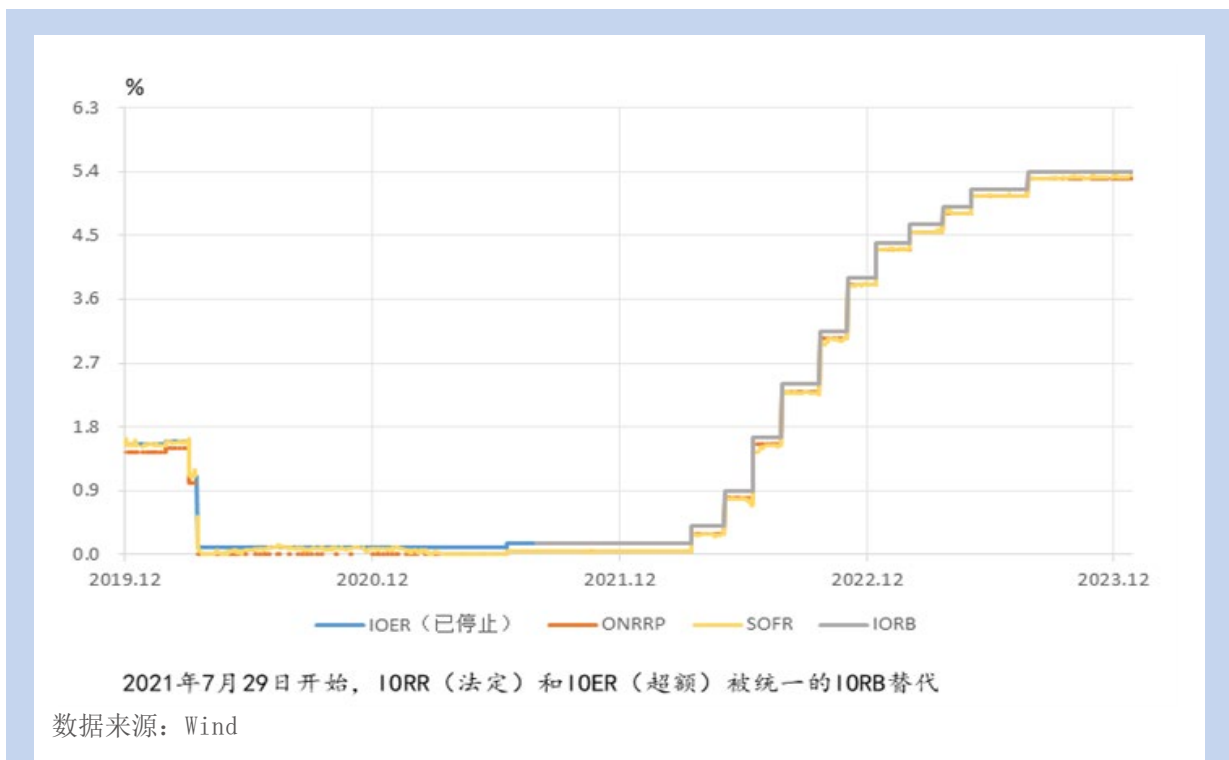
¹² SOFR是按照美国货币市场三类回购交易利率的交易量加权计算的中位数，覆盖了纽约梅隆银行的传统三方回购，以固定收益清算公司（FICC）为中央对手方的一般抵押品三方回购，以及通过FICC清算的券款兑付（DVP）双边回购。

¹³ 其它货币市场利率包括：ON RRP为隔夜逆回购利率，是美联储向美国货币市场提供的隔夜资金配置渠道，在美国货币市场起到利率走廊底部的作用；IOER为超额存款准备金利率，是美联储对存款机构在其账户上存放的超出准备金部分支付的隔夜利率，一般作为货币市场利率走廊的顶部；EFFR为联邦基金有效利率，反映美国银行同业拆借市场的融资成本。美联储通过调节联邦基金利率传导至回购利率，进而传导至各期限国债利率，影响个人及企业融资成本；TGCR为三方一般担保利率，是传统三方回购市场的隔夜交易利率，不包括一般担保品回购市场；BGCR为广义一般担保利率，包括传统三方回购市场和一般担保品回购市场的隔夜交易利率。



专题图 3-1: 美元货币市场利率体系概览

美联储通过设定隔夜逆回购利率 (Overnight Reverse Repurchase, ON RRP) 及超额准备金利率 (Interest on Excess Reserves, IOER), 控制政策利率的目标区间。2021 年美联储设立常备回购便利工具 (Standing Repurchase Agreement Facility, SRF), 对联邦基金市场利率进行上限引导。在美元流动性整体充裕的环境下, SOFR 基本在 ON RRP 和 IOER 所框定的利率走廊内波动。



专题图 3-2: SOFR 与 IOER、ON RRP 的近年走势

为更好地传导货币政策、完善短期限 SOFR 利率曲线，芝加哥商品交易所（CME）于 2018 年 5 月推出了 1 个月和 3 个月期限的 SOFR 期货合约。随后，为满足市场对美元不同期限利率的使用需求，ARRC 于 2021 年 7 月推荐将 CME 计算并发布的 CME SOFR 期限利率（Term SOFR）¹⁴ 作为美元期限利率基准，可应用于美元存贷款产品及其配套的衍生品。Term SOFR 是 SOFR 的前瞻性期限利率，代表了市场对未来一段时期 SOFR 平均水平的预期，包含 1M、3M、6M、12M 四个期限，主要运用于美元现金类产品，是存贷款业务的利率基准¹⁵。

二、挂钩 SOFR 衍生品市场现状

SOFR 已成为衍生品市场主要的美元利率互换和期货的基准利率，广泛应用于各类现金产品和场内外衍生品交易。2022 年开始，基于 SOFR 的浮动利率票据（FRN）发行和银团贷款的占比均超过 90%，2023 年前 5 个月累计金额分别超过 7000 亿美元和 8000 亿美元¹⁶。

（一）交易概况¹⁷

2023 年，欧洲及美国市场以美元计价的利率衍生品交易金额达到 168.4 万亿美元，较上年度 171.7 万亿美元小幅下跌 1.9%。其中，美国市场交易量占比达到 80.5%，英国和欧盟市场分别为 16.9% 和 2.7%。具体来看，欧洲市场美元计价的利率衍生品交易总额有所下滑，2023 年为 32.9 万亿美元，同比减少 1.4 万亿美元，其中，英国市场和欧盟市场交易总额分别为 28.4 万亿美元和 4.5 万亿美元，同比减少 0.7 万亿美元和 0.6 万亿美元。

全球利率衍生品交易中，隔夜利率互换交易（SOFR 为主要挂钩标的）占比 61.8%，且在全球交易总额下滑背景下，交易金额呈上升趋势。2023 年英国及欧盟市场中，隔夜利率互换交易总额同比上涨 37.9%，达到 117.9 万亿美元。

（二）SOFR 衍生品分产品市场交易情况

1、SOFR 隔夜利率互换交易

境外市场主要资产和负债的利息均为参考特定基准利率的浮动利息，利率互换是最主要的衍生品种，广泛用作风险对冲工具。美元 LIBOR 退出后，SOFR 成为主要的美元基

14 CME SOFR 期限利率每日由 CME 计算，由公布日的前一个伦敦或纽约银行工作日的 SOFR 期货成交价通过模型计算形成。一般起息日为公布日后的第二个工作日，到期日由 Modified Following 规则确定，公布时间为美国中部标准时间每天早上 5:00。

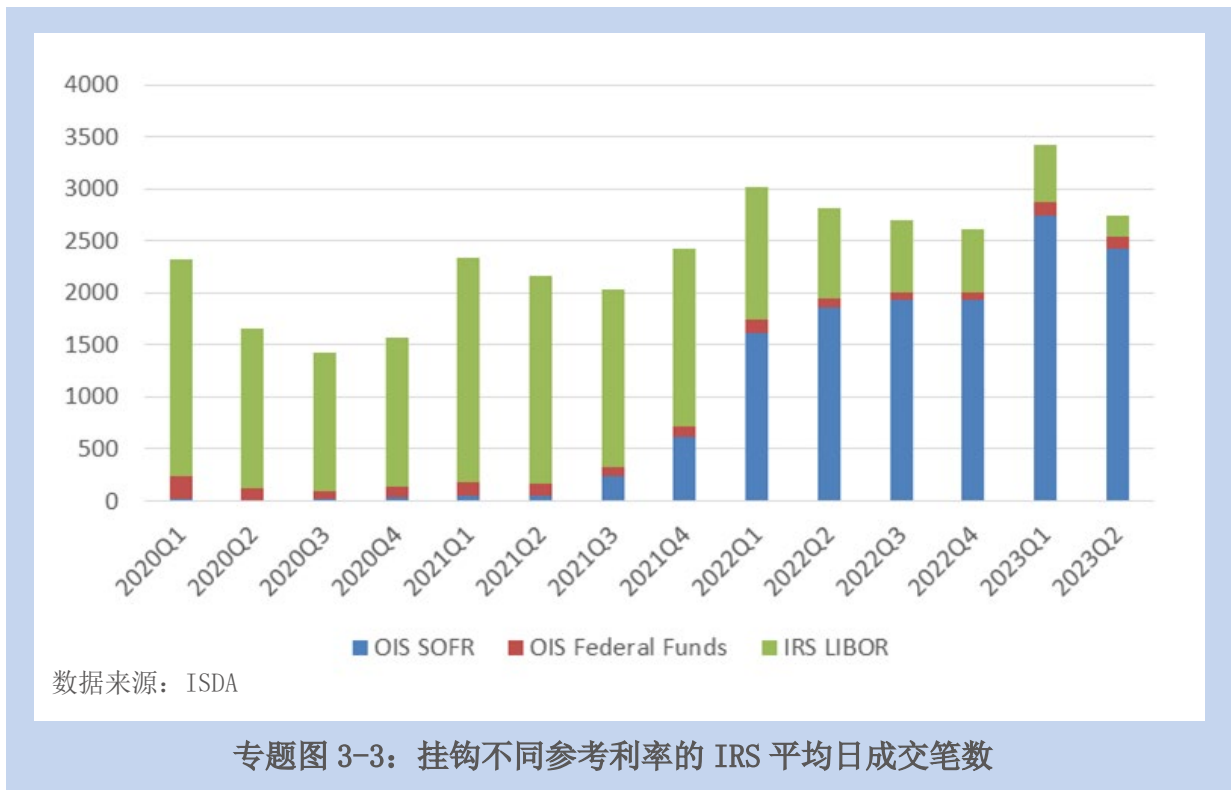
15 据了解，目前新发的美元付息债券挂钩的利率基准为 SOFR 或 SOFR Index。

16 ARRC June 22 Meeting Readout

17 ISDA 研究报告：Interest Rate Derivatives Trading Activity Reported in EU, UK and US Markets: Full Year 2023 and the Forth Quarter of 2023

准利率之一，其相关的隔夜利率互换交易量不断上升，逐步成为市场主流的美元利率互换产品。相关数据显示¹⁸，2023年上半年，SOFR隔夜利率互换交易总额为27.8万亿美元，同比增长58.4%；SOFR隔夜利率互换的

平均日成交笔数远高于其他美元基准利率。同时，挂钩美元LIBOR利率互换的交易总额大幅下滑，由2022年上半年的30.5万亿美元降至8.3万亿美元，降幅高达72.7%。

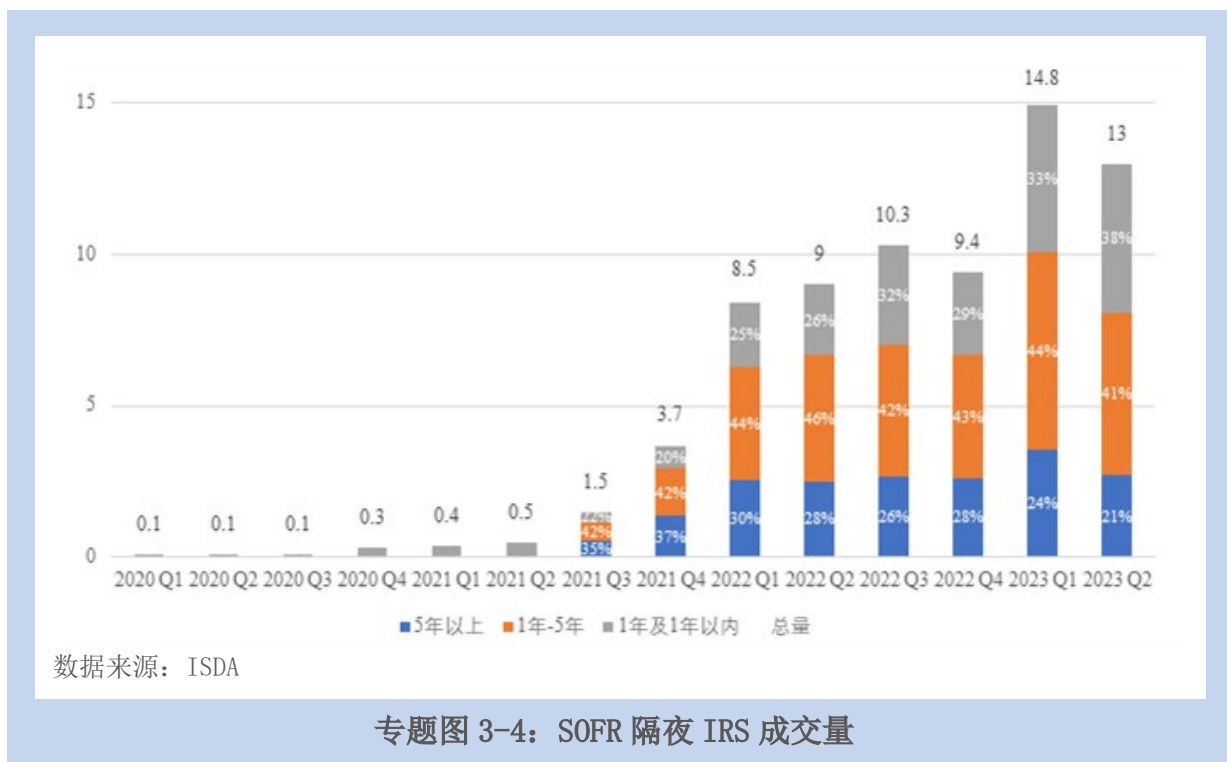


专题图 3-3: 挂钩不同参考利率的 IRS 平均日成交笔数

相较于以联邦基金利率挂钩的隔夜 IRS 交易期限集中于 1 年以下（含 1 年），SOFR 隔夜 IRS 的交易期限涵盖了不同期限。以 2023 年二季度数据为例，SOFR 隔夜 IRS 交易总额为 13 万亿美元，交易期限包括 1 年

以下（含 1 年）、1-5 年（含 5 年）、5 年以上，交易金额分别为 4.9 万亿美元（占比 37.6%）、5.3 万亿美元（占比 41.1%）和 2.8 万亿美元（占比 21.3%）。

18 ISDA 研究报告：Examining IRD Trading Activity in Response to Rising Interest Rates and RFR Transition, Oct 2023



2、SOFR 期货合约与 TERM SOFR

SOFR 等无风险替代利率（RFR）降低了市场参与者使用远期利率协议（FRA）的需求。FRA 买方支付以固定利率计算的利息，卖方支付以参考利率计算的利息。挂钩 RFR 的 IRS 通常是每日计息并计算复利，降低了定盘价风险，使市场参与者使用 FRA 规避定盘价风险的需求下降，美元 FRA 成交量的参考意义较小¹⁹。2018 年，CME 推出 SOFR 期货合约，在美元利率期限结构上成为 FRA 的有效补充。目前活跃的交易品种包括 1M、3M、6M 及 12M 期限的期货合约，其交易量随着 SOFR 相关利

率风险对冲需求不断提升。

随着 CME 推出 SOFR 期货合约，TERM SOFR 成为受到纽联储和 ARRC 认可的前瞻性利率。TERM SOFR 计算数据来源于对应期限的 SOFR 期货合约交易数据，其利息计算方法与同为前瞻性利率的 LIBOR 类似，在计息期开始时便可获得该计息周期的应计利率和利息。ISDA 支持使用 TERM SOFR 的衍生品交易，但 TERM SOFR 是基于逐日 SOFR 衍生品交易价格拟合计算得出的利率，如果衍生品交易大量使用 TERM SOFR，则可用于计算 TERM SOFR 的底层 SOFR 衍生品交易量会减少，影响 TERM

19 ISDA 研究报告：Examining IRD Trading Activity in Response to Rising Interest Rates and RFR Transition, Oct 2023

SOFR 价格计算的公允性和代表性。

3、SOFR 相关其他衍生品及其运用

其他 SOFR 衍生品主要包括利率上 / 下限期权 (Caps/Floors) 和利率互换期权 (Swaption)。其中, 在 Caps 中, 若参考利率在约定条件下高于执行利率, 则期权卖方向买方支付超出部分的利息; 在 Floors 中, 若参考利率在约定条件下低于执行利率, 则期权卖方向买方支付不足部分的利息。Swaption 分为固定利率支付方和收取方两种, 前者为看涨期权, 指期权买方有权在约定时间按照执行利率进入一个本方支付固定利率、收取浮动利率的 IRS 合约; 后者为看跌期权, 指期权买方有权在约定时间按照执行利率进入一个本方支付浮动利率、收取固定利率的 IRS 合约。

Caps/Floors 和 Swaption 一般配合使用, 以降低风险对冲成本或提供额外保护, 主要在场外衍生品交易中出现。同时, Caps/Floors 和 Swaption 也可嵌入投资类结构性产品中, 提高产品收益。其中, Swaption 通常嵌入可提前赎回票据 (Callable Notes) 等更为复杂的结构性产品。

境外投资类产品市场中, 票据类产品 (Notes) 是主要品种, 零售或机构客户均可通过投资 Notes 获取对应收益。当前, 主要的美元类 Notes 大部分挂钩 SOFR 报价, 即 Notes 收益率为对应期限的 SOFR 加减点的收益率报价模式: 如票据期限为 5 年, 收益率报价为 SOFR+1.5%, 票据到期时, 客户持有票据的到期收益率为对应期限的 SOFR 复合收益率加上 1.5%。若客户希望得到固定收益率, 则 Notes 发行人可以通过内嵌 SOFR 利率互换的方式, 将前述浮动利率转化为固定利率进行报价。如果客户希望在利率上行或下行的过程中获取保护, 发行人可通过在结构性票据中嵌入 Caps/Floors, 提供对应的保护。在可提前赎回产品中, 内嵌由投资者向 Notes 发行人卖出的 Swaption 来提高收益率, 同时 Notes 发行人拥有在到期日之前固定时点提前赎回的权利。如一款可提前赎回票据期限为 5 年, 不可提前赎回期限为 2 年, 则 Notes 发行人在发行后 2 年内不可提前赎回, 发行 2 年后的任意固定提前赎回日均可赎回。Notes 投资人在赎回时拿回投资本金及对应期限的利率。在此类结构性票据中, Notes 投资人通

过卖出 Swaption 提高收益率的同时，也将面临提前赎回后再投资的风险。

三、SOFR 作为基准利率给金融市场带来的挑战

随着 SOFR 作为基准利率在衍生品市场广泛应用，参与者面临技术及基础设施改进、存续合约转化、参与者行为转变等挑战。一是需要调整定价技术和配套系统。SOFR 和 LIBOR 在金融产品定价和利息计算方式上存在较大不同，参与者需要对其计算模型及系统进行升级改造。二是需平稳转化存续合约。对现有合约的转换，参与者需要调整相应合同条款，明确约定利率调整机制及计算方法，避免合同纠纷和法律风险。在人民银行指导下，交易商协会联合 ISDA 发布 NAFMII 主协议 IBOR 后备机制标准文本，帮助市场成员积

极稳妥推进衍生品市场基准利率转换工作。

三是参与者需要转变交易行为。SOFR 是美国国债隔夜回购市场利率，意味着美元资产定价权由欧洲美元市场回归美国在岸市场。美联储通过公开市场操作等机制调控联邦基金市场和回购市场，将更加直接地影响全球美元资产价格。此外，出于美元利率风险对冲需要，以 SOFR 为基准利率的金融产品将与美国国债隔夜回购市场互相影响，需要参与者对原有风控模型、业务策略作出相应调整。

总体来看，SOFR 通过基于实际交易数据的计算方法，减少了操纵风险和不确定性，挂钩 SOFR 衍生品交易规模不断扩大，种类日益丰富，可为我国利率衍生品市场建设提供参考。

专题四 信用风险缓释工具信用事项决定机制简介及应用

2023年2月，交易商协会制定并发布《信用事项决定规程》，以“市场事、市场议、市场决”为原则，建立“决定小组+复议专家”的双层议事机制，为市场提供CRM信用事项公共判定服务。

一、背景情况

近年来，国内公司信用债券违约及展期事件持续出现，如何妥善管理信用风险成为市场机构普遍关心的重要问题。信用衍生品作为管理和对冲信用风险的有效手段，为维护市场稳定、分散分担信用风险提供了重要支持。随着债券违约情形不断涌现，参与者对违约情形及其与信用事件定义的适配存在潜在争议，可能在未来实际触发信用事件时影响结算效率。因此，市场机构普遍呼吁建立一套市场化、快速高效的信用事项决定机制。2023年2月，交易商协会组织市场成员，在立足市场实践、借鉴国际经验的基础上制定了《信用事项决定规程》，并于同年12月推动组建第一届CRM信用事项决定小组和复议专家库，标志着CRM信用事项决定机制顺

利落地。

二、机制内容

信用事项决定机制是在仲裁、诉讼等争议解决渠道之外，依托自律组织搭建、由市场机构组成的决定委员会，对信用衍生品交易中涉及的信用事件、承继事件等事项进行集体讨论、统一判断的市场化安排。相比于仲裁和诉讼，信用事项决定机制更为高效，能更好地满足金融市场的时效性要求。目前可审议的信用事项包括信用事件、拍卖结算、承继事件、替代参考债务等《中国场外信用衍生产品交易基本术语与适用规则》已定义的事项类型。

组织结构方面，机制采用“决定小组+复议会议”的双层议事架构。第一届决定小组按照近两年CRM交易情况、专业能力以及机构类型代表性进行选取，由12家核心交易商和6家一般交易商组成。复议专家库经市场机构推荐，由19位在金融、法律、会计等领域的资深专家组成，均具备较高专业水平和市场认可度。决定小组任职机构任期2年，

可以连任。

运行流程方面，具有 CRM 相关交易头寸的核心交易商、一般交易商可以向秘书机构提交加盖公章的书面提议，申请启动决定小组工作机制。机制以绝大多数投票通过为决策规则，决定小组对信用事项在有序、充分的讨论的基础上作出独立投票，针对信用事件、承继事件等关键事项需经 80% 及以上机构表决通过。对于首轮投票未达 80% 的关键事项，提交复议会议进行终审。复议会议由复议专家库中随机抽取的 5 名个人专家组成，需充分听取决定小组不同立场的辩论后独立投票形成最终结论，复议决议秉持“不轻易推翻初审多数立场”的设计思路，对于首轮得票较少的选项，需全部复议专家支持方可为最终结果。

决议效力方面，对于交易双方在交易有效约定或相关补充协议中选择接受信用事项决定机制决议结果的交易，决议具有约束力。但是，即使《信用事项决定规程》明确其决定对上述交易双方具有约束力，交易一方或双方对决议结果持不同观点的，仍然有权在该决定小组的决定不服时将有关争议提交

法院或仲裁庭进行解决。

三、应用场景

国际市场上信用事项的实践相对丰富。2009 年，ISDA 公布《信用衍生品决定委员会规则》（Credit Derivatives Determinations Committees Rules），在国际市场上建立了信用事项决定机制。根据市场交易习惯和法律体系的差异，ISDA 在全球分别设立了欧洲-中东非洲、美洲、日本、除日本外的亚洲地区、澳大利亚-新西兰 5 个区域的信用事项决定委员会，负责处理本区域内参考实体涉及的信用事项决定事宜。根据 ISDA 信用衍生品决定委员会公布信息，目前已有超过 570 个公开案例，判定的事项涵盖了破产（Bankruptcy）、支付违约（Failure to Pay）、债务重组（Restructuring）、政府干预（Government Intervention）等信用事件是否发生；承继事件是否发生；如何决定相关承继主体以及各承继主体承继债务的比例等。这些案例不仅有助于当事各方的争议解决，公布决议有助于增强市场参与者对信用事件的认知，促进市场形成共识。

银行间市场信用衍生品尚未出现触发信

用事件的真实案例。当前，境内信用债违约情形复杂，除到期未足额支付的常见情形外，还出现了技术性违约、债务展期、场外兑付等情形，交易双方对于信用事件触发与可能理解不同，市场统一认知尚在建构过程中。以债务展期为例，不同市场参与者对债务展期行为是否触发支付违约或债务重组的信用事件可能存在不同理解。若交易双方对相关条款理解存在分歧，即可启动信用事项决定机制，借助机制对信用事件的决议判断作为化解分歧的依据，更好发挥信用衍生品对冲功能。

四、优势与意义

信用事项决定机制在原有交易争议解决框架下，为相关方提供了新型解决方式。相比于传统仲裁及司法诉讼决定机制，具备如下优势：

一是流程便捷，决议过程更迅速。国际市场上，2023年信用事件争议中超过80%在两个月内完成决议，处理效率较高。境内银行间市场虽未进行决议实践，但与国际市场决议机制接轨，至多进行两轮投票，流程清

晰简洁。相比仲裁和诉讼流程，信用事项决定机制耗时更短，便于相关方及时处理和解决争议事项。

二是成员专业水平和市场认可度高，增强决议结果公允性。金融市场业务复杂性强，市场环境快速变化。有别于一般的争议解决对象，信用事件与金融市场发展水平高度关联，公允的决议需要专业性强且熟悉金融市场及相关规则的专家参与。信用事项决定小组由CRM业务中活跃的核心交易商和一般交易商构成，充分考虑机构多样性；复议专家库的组建重点考察专业水平和市场认可度，由法律、会计和金融等领域具有相关经验的专家构成，可更加灵活地适应市场变化，按照公正、独立、客观的原则作出决议。

三是决议结果及时公布，推动信用衍生品市场发展完善。信用事项的定性往往是市场参与者关心的核心问题，当新的信用事项发生时，既有决议结果具有重要参考价值和指导意义，有助于市场参与者形成共识，减少潜在争议和损失，更好发挥信用衍生品管理信用风险、服务实体经济的效能。

专题五 商业银行资本新规对衍生品业务影响浅析

2023年11月1日，金融监管总局正式发布《资本新规》，于2024年1月1日开始实施。相较于2012年6月发布的《商业银行资本管理办法（试行）》，《资本新规》围绕构建差异化资本监管体系，修订第一支柱下风险加权资产计量规则，完善调整第二支柱监督检查规定，全面提升第三支柱信息披露标准和内容。《资本新规》将促进商业银行风险管理体系持续优化，衍生品作为其中重要组成部分，将进一步提升商业银行资本管理效能。

一、《资本新规》中衍生品相关内容

衍生品作为风险对冲工具，具备挂钩特定资产、合约本身价值随市场变化等特点，在资本计量中涉及范围较广。随着《资本新规》全面提升资本计量和风险管理的精细程度，对衍生品的资本计量主要体现在市场风险、交易对手信用风险、信用风险等方面。

（一）市场风险相关内容

《资本新规》更新了市场风险资本计量

方法和管理要求，强化商业银行衍生品业务的市场风险管理：一是计量方法方面，《资本新规》在原标准法、内部模型法（以下简称“内模法”）的基础上，将市场风险计量方法扩展为简化标准法、标准法和内模法三种方法，并大幅调整标准法和内模法的计量规则。二是管理要求方面，《资本新规》要求市场风险管理更加全面、精确，包括制定更加严格的账簿分类与划转要求、界定清晰的内部风险转移认定与计量标准以及进一步明确结构性敞口认定标准等。

1、简化标准法

由于各商业银行的交易业务规模和复杂性存在一定差异，《资本新规》设置了差异化的监管安排，对于市场风险资本和衍生品规模均较小、且非全球或我国系统重要性银行的商业银行，可使用简化标准法，减少实施难度，目前大部分中小型银行可使用简化标准法。简化标准法延续了原标准法下市场风险资本计量逻辑，同时考虑原标准法风险敏感度相对不足的问题，对原标准法下相应

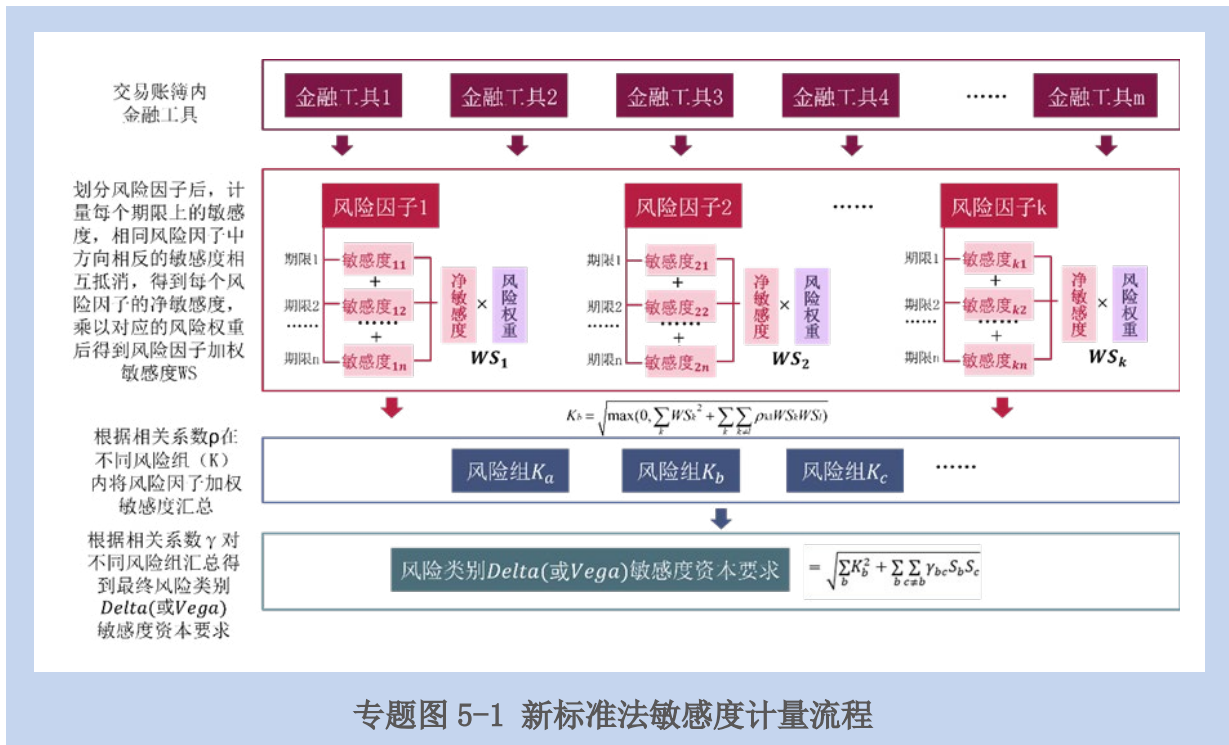
类别的计量结果进行不同的乘数调整。

2、标准法

相较于原标准法下基于头寸计量的方法，新标准法调整为将风险因子的敏感度指标作为市场风险资本计量的基础，提升了对市场风险计量的精细化程度。具体来看，新标准法将市场风险资本分为敏感度资本、违约风险资本和剩余风险附加资本三项：

敏感度资本按风险因子进行划分，将交易组合风险敞口的由头寸转换为德尔塔

(Delta)、维伽 (Vega)、曲度 (Curvature) 三种敏感度指标。其中，所有交易账簿金融工具均需计量德尔塔敏感度；期权、可分拆嵌入衍生品、划入交易账簿的含权类金融工具等现金流与基础资产价格为非线性关系的工具，需计量维伽和曲度两项敏感度。然后，再按照一般利率风险、信用利差风险、汇率风险、商品风险和股票风险对市场风险类别进行划分，分别计算每种风险类别的敏感度并依据风险类别间相关性加总得出计量结果。



违约风险资本主要针对敏感度资本没有覆盖到的信用违约风险，其计算方法与信用风险权重法的计量方法类似，通过本金、损

益和违约损失率 (LGD) 计算得出违约风险头寸，再乘以评级对应的风险权重得出。违约风险资本作为敏感度资本的补充，避免相同

的风险暴露因账簿划分差异形成资本计量套利。

剩余风险资本用于覆盖敏感度资本和违约风险资本难以计量的风险，主要针对标的为奇异性资产和其他复杂的金融工具。

3、内模法

《资本新规》重构了市场风险新内模法，允许有条件的商业银行以交易台为单位，向金融监管总局申请使用内模法计量市场风险资本要求。

新内模法在计量方法上使用预期尾部损失（Expected Shortfall, ES）模型取代原内模法的风险价值²⁰（VAR）模型。ES是指在损失超过VAR的条件下，对尾部所有损失进行加权的平均损失，可以更为准确地捕捉市场波动的肥尾风险，即发生概率相对较高的罕见风险。同时，新内模法针对风险因子引入合格性检验机制，以检验代表风险因子的真实价格数量是否充足。只有通过合格性检验且符合建模原则的风险因子，才可作为可建模风险因子，纳入预期尾部损失模型计量。未通过合格性检验的风险因子作为不可建模

风险因子，按照不可建模风险因子的资本要求进行计量，该资本要求由压力情景确定。

（二）交易对手信用风险相关内容

根据《资本新规》有关要求，并表口径衍生品名义本金达到5000亿元（含）或占总资产比例超过30%（含）的银行，使用交易对手信用风险（CCR）中交易对手信用风险标准法（SA-CCR）替代前期的现期暴露法²¹和标准方法，并进一步优化了中央对手方、信用估值调整（CVA）等计量规则。同时，《资本新规》对商业银行交易对手信用风险的治理架构、管理流程、资本管理和信息系统等提出了更高要求，进一步影响未来业务资源的配置方向。具体而言，衍生品业务相关的交易对手信用风险加权资产计量包括：

一是与非中央对手方的衍生品交易形成的交易对手信用风险，计量方法的核心是根据《资本新规》设定的一系列参数、波动率等监管指标，预估衍生品因市场价格波动带来的潜在风险，结合具体风险暴露情况，计算交易对手违约风险暴露。计量分为交易层级、抵消组合、资产类别、净额组合和交易

²⁰ 风险价值（VAR）是指在一定概率（置信水平下），交易组合在一段时间内可能遭受的最大损失。

²¹ 并表口径衍生品名义本金未达到5000亿元且占总资产比例在30%以下银行机构仍采用现期暴露法。

对手五个层级，可以实现资本计量的层级拆分，呈现各维度中间结果，提升资本精细化管理程度。

二是与中央对手方交易形成的信用风险。中央对手方信用风险加权资产为交易风险暴露与违约基金风险暴露的风险加权资产之和。合格中央对手方大幅降低了交易对手信用风险，有助于引导交易前台从节约资本占用的角度进行业务规划。

三是与非中央对手方和非合格中央对手方开展衍生品交易的，应计量CVA风险资本要求。CVA主要计量交易对手违约风险部分。非合格中央对手方衍生品名义本金合计小于或等于8000亿元的，使用简化方法，即以交易对手违约风险资本要求作为CVA风险资本要求。非合格中央对手方衍生品名义本金合计大于8000亿元的，适用简化版规则，核心计算逻辑是将衍生品已计算的风险暴露，根据不同的风险暴露类型进行调整，乘以对应的风险权重后得到信用估值调整风险加权资产。

（三）信用风险相关内容

《资本新规》进一步明确了信用衍生品

的资本缓释和风险对冲作用，有利于拓展后续信用衍生品的应用场景。一是在信用风险权重法下，新增信用衍生品作为合格缓释工具，有望推动实现商业银行应用信用衍生品缓释资本。二是合格信用风险缓释工具种类的丰富，在原有种类基础上，进一步明确CRM项下的CRMA、CRMW，以及证券期货市场的信用保护合约、信用保护凭证均属于合格信用衍生品，便利市场成员使用上述产品缓释资本。

三、相关影响及建议

（一）进一步提升商业银行精细化管理水平

《资本新规》要求商业银行全方位加强管理，计量方法更为精细，对银行现有业务运营、风控和数据管理提出新的要求。为确保计量的准确性和可靠性，建议商业银行在业务发展、资金投向、资本配置和考核中做出整体规划与安排，不断完善相关管理机制和业务流程，提升精细化管理水平，最大化资产配置效益。

（二）发展轻资本业务，充分利用各类风险缓释工具

一是发展交易、做市及代客业务等轻资本金融市场业务，走资本节约型发展道路。二是拓展自身信用衍生品业务。《资本新规》首次将信用衍生品纳入权重法下合格信用风险缓释工具，商业银行可利用信用衍生品来降低自身信用风险敞口，缓释资本占用。三是积极应用衍生品净额结算，发挥净额结算的风险管理和资本节约优势。四是引导交易前台开展集中清算业务，降低资本占用。

（三）夯实数据治理基础，提高信息系

统建设水平

《资本新规》实施的核心环节在于数据管理，需要高质量、细颗粒度、多维度的数据支撑。除资本计量系统外，还涉及前台交易、中后台管理、客户管理、押品、数据仓库和数据集市等各类信息系统，需要将分散于行内各不同部门的信息系统、数据管理、管理流程进行整合，进一步统一数据标准，构建参数管理体系，提高计量透明度和规范性。

专题六 《中国碳衍生产品交易定义文件》简介

2023年12月13日，交易商协会发布《中国碳衍生产品交易定义文件》（以下简称《碳定义文件》），立足我国市场发展需要，充分借鉴国际经验，明确了碳衍生品及其基础资产有关定义、基础碳衍生品类型、参考价格来源等基本交易要素，以及清算结算方式、干扰事件和机制中断事件及处理等事项，有助于规范市场行为，提高交易效率，降低交易成本，具备广泛的适用范围，进一步促进国内碳市场发展。

一、国内碳市场发展情况

目前，我国已建立全国统一碳市场和地方试点碳市场，形成配额市场和自愿减排市场、碳普惠市场并存的多层次碳交易机制。自2011年起，我国启动区域碳交易试点工作，陆续在深圳、上海、北京等8个省市开展碳排放交易试点。2021年7月16日，全国碳排放权交易市场（简称“全国碳市场”）正式上线交易，首批纳入发电行业重点排放单位2,162家，约发放配额45亿吨/年，成为全球排放量规模最大的市场，未来将稳步拓展

其他行业纳入全国碳市场。2023年10月，为规范全国温室气体自愿减排交易及相关活动，生态环境部、市场监管总局联合发布《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》，并于2024年1月在北京启动全国温室气体自愿减排交易市场。2024年2月，国务院公布《碳排放权交易管理暂行条例》，以行政法规的形式明确了碳排放权市场交易制度，具有里程碑式意义。

二、碳衍生品介绍

《碳定义文件》对常见的三种碳衍生品交易相关的术语进行定义，包括碳远期交易、碳互换交易和碳期权交易。

（一）碳远期交易

碳远期是指交易双方约定未来某一时刻以确定的价格，买入或者卖出相应的碳标的的交易合约。通过碳远期交易，控排企业可以提前锁定未来履约期所需碳排放配额或者自愿减排量的价格，防范市场价格大幅波动对企业控排成本和生产经营活动带来的不确定性，实现套期保值来规避风险。

2016年，我国上海、湖北和广东三个地方碳市场分别推出以各试点碳市场碳排放配额或全国温室气体核证自愿减排量（CCER）为标的物的远期交易产品。例如，上海环境能源交易所提供的远期合约以上海碳排放配额为标的，合约要素标准化，由上海清算所提供中央对手清算服务，进行合约替代并承担担保履约责任。截至2023年末，上海碳市场碳配额远期产品已累计成交438万吨。

（二）碳互换交易

碳互换交易是指交易双方以碳标的为基础，在未来的一定时期内交换现金流或现金流与碳标的的合约，包括但不限于碳价格互换、碳期限互换、碳排放产品置换。国内碳互换交易实践较少，仍处于探索发展初期。

碳价格互换中，交易一方向另一方支付挂钩基础资产（碳标的）在特定期限内表现的现金流，收到另一方支付的、在特定期限内与碳标的无关的固定或者浮动现金流。市场参与者通过参与碳价格互换可以获得碳排放产品或相关指数等碳标的在交易期间的表现，满足自身风险管理等需求。例如，某控排企业担心所持有的碳排放产品价格下跌将

对报表产生不利影响，该企业可以进行挂钩该碳排放产品的空头方向的碳价格互换交易，从而对冲碳标的价格下跌对报表产生的负面影响。

碳期限互换是指交易双方在前后两个不同的日期进行方向相反的两次资金和碳标的交割的交易合约。在碳期限互换交易中，近端价格指交易双方约定的第一次碳标的交割所适用的价格，远端价格指交易双方约定的第二次碳标的交割或现金结算所适用的价格。碳期限互换交易可帮助企业盘活存量碳资产，降低资产价格波动风险。例如，某控排企业达成一笔碳期限互换交易，在合约中约定好近端及远端交易价格，该企业在期初以近端价格卖出持有的碳配额以换取现金流，未来有履约需求时再按照约定好的远端价格购回该碳配额，实现碳资产管理与履约目标的灵活调控。

碳排放产品置换是指交易双方在约定日期相互交付指定品种的碳标的及其差价的交易合约。出于交易资质限制、境内外市场联动等原因，控排企业通过碳排放产品置换交易能够实现跨市场、跨品种的碳标的的交换，

并通过一笔交易达成先卖、再买两笔交易的目的，提升交易效率，更为灵活地使用持有的碳资产、实现履约目的。例如，壳牌能源与华能国际于2015年达成碳排放产品置换交易，华能国际出让部分配额给壳牌，交换对方的核证减排量等碳资产。

（三）碳期权交易

碳期权交易指期权买方在未来某一日期有权以约定条件向期权卖方卖出或买入碳标的，或者要求期权卖方支付期权现金结算金额的交易合约。期权买方以支付期权费的方式拥有按约定价格卖出或者买入碳标的的权利，期权卖方收取期权费并在期权买方选择行权时履行义务。

碳期权交易为市场参与者提供了提前锁定交易价格、防范价格波动风险、开展套期保值的工具。相比远期、掉期等线性结构交易，期权的收益结构具有非线性特征，期权的买方既能够规避价格不利变动的风险，也能保留价格有利变动的收益，因此期权可以帮助交易者实现更为定制化的风险管理目的。

三、碳衍生品文本国际经验

与其他大类资产相比，碳市场发展具备

现货和衍生品同步发展的特点，境外碳排放权交易市场发展初期设置了远期、期权等碳衍生品种，并在不同的碳排放权市场产生了不同的文本体系。国际上，碳衍生品文件分为两类，一是“独立协议”模式，以国际排放交易协会（IETA）发布的《国际排放权交易主协议》（International Emissions Trading Master Agreement）为代表，交易双方的所有碳交易权利义务均在主协议中约定，关于期权等碳衍生品的交易规范构成主协议的一部分，交易双方仅需签署一份协议即可达成碳现货及衍生品交易。该模式下交易文本较为完整，但也存在谈判成本较高、对灵活结构交易适应性较弱、交易品种较为单一等特点。二是“定义文件”模式，以ISDA发布的碳衍生品交易体系²²为代表。该模式的优点在于交易双方谈判成本较低，但也存在交易文件层级繁多、品种受限等特点。

四、《碳定义文件》核心条款

为稳步推进我国碳衍生品市场发展，《碳定义文件》起草过程中前瞻地考虑境内外碳市场交易实践，形成了一份接轨国际、符合我国市场实际的文本。文件体系方面，《碳

²² ISDA 碳衍生品交易文件体系由《ISDA 衍生品交易主协议》《2005 年商品衍生品定义文件》（2005 ISDA Commodity Definitions）《2005 年商品衍生品定义文件二级附件 H》（Sub-Annex H To The 2005 ISDA Commodity Definitions）以及《2022 年 ISDA 核证碳信用交易定义文件》（2022 ISDA Verified Carbon Credit Transactions Definitions）和对应的交易确认书共同构成。

定义文件》采用“定义文件”模式，整体构成《NAFMII 主协议》交易有效约定的一部分，同时较其他配套定义文本的使用范围更为广泛，可以在其他协议中予以引用。标的体系方面，《碳定义文件》充分考虑我国碳市场的现状和发展前景，“碳衍生产品交易”术语既包括了碳远期交易，也包括了碳期权、碳互换及其组合交易，还通过开放式定义预留了其他衍生品种的交易空间；“碳标的”术语既包括了碳排放配额，也包括了碳信用；既包括了全国碳市场资产，也包括了各地方碳市场的碳配额和碳信用资产；既包括了市场现行交易的碳标的，也允许市场参与者对《碳定义文件》进行修改或补充，以适应其他特定资产。《碳定义文件》核心条款主要包括以下内容：

一是明确碳标的定义及相关概念。碳衍生品的基础资产是碳标的，《碳定义文件》采取了分层定义的方式。第一层明确碳衍生品基础资产为碳标的，包括碳资产及相关指数，为现货市场推出碳资产指数留出接口，第二层将碳资产划分为碳排放配额和自愿减排量，并引入强制减排机制、自愿减排机制、

抵销机制等相关概念。

二是对自愿减排交易进行定义。随着《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》发布，全国温室气体自愿减排交易市场正式启动。《碳定义文件》现阶段仅对必要的基础概念进行定义，后续将随市场实践不断深入，进一步调整和细化。

三是明确参考价格及其来源。相较于利率、汇率等衍生品，碳衍生品的现货市场更为复杂，为便于碳市场参与者确定和计算碳衍生品交易价格，参考境内外市场规则和相关协议文本，对碳衍生品交易参考价格、参考价格源、定价方式等相关术语进行定义。

四是明确碳衍生品基础产品类型。按照《中华人民共和国期货和衍生品法》以及相关境内外市场实践，明确了远期、互换、期权等基础场外衍生品的品种类型，并明确细分产品类型和必要的产品交易要素。

五是干扰事件和机制中断事件。碳现货市场可能因发生突发事件影响碳衍生品交易，如现货市场价格受到干扰或者交易机制废止，导致价格暂时或者永久不可获得。考虑到相关事件的出现将会影响交易的持续以及结算，

需要将市场干扰事件、实物结算干扰事件和机制中断事件进行定义，在遇到上述突发事件时，交易双方可以以事前约定的方式解决争议。

《碳定义文件》的发布和实施，对促进

中国碳市场的规范发展具有积极的市场影响，有望推动碳市场向更加成熟和完善的方向发展，更好地服务于实现我国的“双碳”目标。

专题七 标准利率互换交易清算服务优化

为更好地满足市场机构利率风险管理需求，促进利率衍生品市场高质量发展，2023年11月28日，外汇交易中心与上海清算所联合优化标准利率互换交易清算服务，推出挂钩3个月期主要全国性银行同业存单发行利率指标 PrimeNCD 的标准利率互换合约（以下简称“同业存单标准利率互换”），并免收交易手续费和清算手续费，便利市场机构更好地管理短端利率风险，进一步健全完善利率衍生品曲线结构。

一、业务基本情况

近年来，同业存单市场快速发展，商业银行负债端市场化程度逐步提高。目前，同业存单发行银行超300家，余额近15万亿，已融入银行负债管理体系。同业存单的高度市场化提升了商业银行负债端的利率敏感度，且当前市场缺少精准对冲同业存单利率波动

风险的衍生品。为此，外汇交易中心与上海清算所联合优化标准利率互换交易清算服务，推出同业存单标准利率互换合约并纳入中央对手清算。

同业存单标准利率互换采用 X-Swap 交易方式和实时承接的中央对手清算方式，并采用现金交割的结算方式，具有远起息、固定到期日、合约要素标准化等特点和优势，为市场机构提供了管理同业存单利率风险、精准对冲短期利率变动引起的资产负债价值变化的衍生品，大幅提升交易清算效率和市场活跃度。同业存单标准利率互换的推出不仅对金融机构主动负债管理、稳健经营、增强服务实体经济可持续性具有重要作用，也对银行间市场持续探索标准化利率衍生品具有重要意义。

专题表 7-1 同业存单标准利率互换合约要素

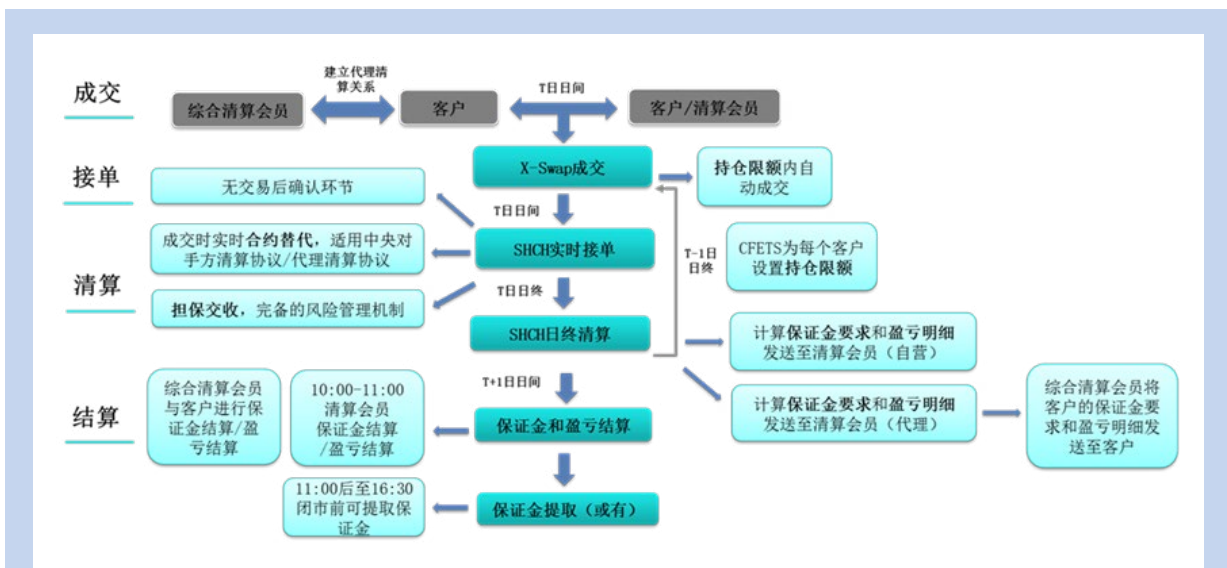
| 合约要素 | 同业存单标准利率互换 |
|------|---|
| 合约月份 | 用以确定合约到期的年份和月份，最近4个季月合约和不在季月循环里的最近2个日历月合约 |

| | |
|-------------------|---|
| 合约代码 | 由合约标的和合约月份组成。如 PrimeNCD3M_2406，表示 2024 年 6 月份到期的 3 个月同业存单标准利率互换 |
| 到期结算日 | 合约到期后，交易双方结算日期，简称 D 日，为到期月份的第三个周三 |
| 最后交易日 / 到期结算利率确定日 | 合约可以在市场上最后交易的日期，为到期结算日前一个营业日（即 D-1 日） |
| 新合约上市日 | 前一合约最后交易日的下一个营业日，即 D 日 |
| 计息期 | 计息期首日为到期结算日的下一个营业日；计息期尾日为计息期首日往后 3M 对应的日历月，如遇节假日则调整为下一个营业日 |
| 计息方式 / 基准 | 单利，A/A-Bond |
| 结算方式 | 现金结算 |
| 报价方式 / 最小报价单位 | 收益率报价，代表预期的最后交易日 PrimeNCD3M 的数值（年化利率），单位 %，最小报价单位 0.0001%（0.01bp） |
| 涨跌幅 | 50bp，交易系统设定合约的价格较上一日结算利率（新合约上市首日为挂牌基准利率）的波动幅度 |

二、业务流程介绍

同业存单标准利率互换采用集中交易、分层清算机制。市场机构在外汇交易中心 X-Swap 系统，采用匿名报价、点击成交的方式达成交易。清算环节，上海清算所与综合清算会员、普通清算会员进行直接清算，非清算会员通过综合清算会员代理的方式参与清算。以非清算会员参与业务为例，非清算会员需与一家同业存单标准利率互换综合清算会员建立代理清算关系，签署代理清算协议，在交易前申请清算限额，并根据清算限额缴纳最低保证金。交易环节，市场参与者

在 X-Swap 系统进行交易，上海清算所每日日终向外汇交易中心发送每家参与者的持仓限额，在持仓限额内的交易即可成交。交易达成后，上海清算所即作为中央对手方完成合约替代与实时承接，无需交易后确认。交易达成当日（T 日）日终，上海清算所计算参与者保证金要求和盈亏情况，非清算会员的保证金要求和盈亏情况由综合清算会员发送。T+1 日，上海清算所进行 T 日的保证金与盈亏结算，上海清算所与综合清算会员完成结算，综合清算会员与非清算会员完成结算。



专题图 7-1 同业存单标准利率互换业务流程

三、业务优势与参与方式

同业存单标准利率互换具有合约要素标准化、交易清算一体化、应用场景多样化等优势，并采用分层清算机制。

一是合约要素标准化，标准利率互换是在银行间市场交易的参考利率、到期日、期限等产品要素标准化的利率互换合约，标准化的合约要素设置有利于市场机构便捷地通过反向交易了结头寸。此外，同业存单标准利率互换可交易至交易日的 16:30，且采用 T+1 日结算机制，与银行间债券市场交易习惯更为匹配。

二是交易清算一体化，前台交易达成与后台清算结算无缝衔接，无交易后确认等环节，交易对手方为上海清算所，显著提高了

交易清算效率。

三是应用场景多样化，在负债端，为市场机构提供了精准对冲同业存单利率波动、开展主动负债管理、锁定成本的有效工具；在资产端，各类银行、券商、资管产品以同业存单作为短期限资产、以长期利率债作为长期资产，同业存单标准利率互换有助于市场机构优化资产端久期分布，对冲同业存单资产利率上行风险。

此外，同业存单标准利率互换采用分层清算机制，相对大型的银行、券商作为上海清算所清算会员，直接与上海清算所开展清算结算；类型更加多元的中小金融机构，以及私募基金、银行理财等各类资管产品则通过综合清算会员代理的方式参与，分层清算

机制有助于引入多元化参与机构，拓宽业务辐射范围。同业存单标准利率互换参与者范围为银行间市场成员，沿用利率互换中央对手清算的分层清算体系。对于已进入利率互换市场且已开展人民币利率互换中央对手清算业务的市场成员，可直接开展同业存单标

准利率互换交易和中央对手清算；其他已进入利率互换市场的市场成员，可通过综合清算会员代理的方式参与同业存单标准利率互换中央对手清算业务。对于尚未进入利率互换市场的银行间市场成员，可根据相关规定完成入市。

专题八 标准债券远期市场及交易策略浅析

标准债券远期自 2015 年在银行间市场推出以来，在合约设计、交易及清算机制安排上持续优化创新，为市场参与者提供了有效的利率风险管理手段，支持多元化的投资交易策略，促进银行间市场工具创新和机制优化。

一、标准债券远期市场基本情况

（一）发展历程

标准债券远期是一种以特定票面利率、按年付息的政金债虚拟券为标的的远期合约。2005 年 5 月，中国人民银行发布《全国银行间债券市场债券远期交易管理规定》，标志着我国首个银行间市场衍生品的诞生。随着利率市场化改革的深入推进，机构投资者对于多样化衍生品的需求日益旺盛，2015 年 4 月，外汇交易中心联合上海清算所推出标准债券远期业务，以高流动性政金债为标的，对标的债券、交割日、交割方式等合约要素进行标准化处理。2018 年和 2020 年，外汇交易中心先后两次优化调整标准债券远期现金交割机制，将可交割债券范围由新近发行的 5

只债券调整为上市前 21 个营业日内成交最活跃的 2 只债券，将合约到期交割价由最后交易日成交价中位数的加权平均数调整为最后交易日可交割券的平均中债到期收益率，将每个品种的季月合约数量由 4 个缩减成 2 个，取消可交割券的切换机制，并启动了报价机构的双边报价机制，极大提升了标准债券远期市场的深度和运行效率。2020 年 10 月，标准债券远期标的由国开债拓展至农发债，进一步丰富了合约期限品种。2021 年 11 月，外汇交易中心会同上海清算所推出了标准债券远期实物交割合约，更好地满足了市场参与者策略交易多元化、风险对冲精准化的需求，促进远期市场和现券市场的价格收敛。

（二）交易和清算机制

为提高交易效率、降低结算风险，标准债券远期采用集中交易、分层清算的方式。市场参与者通过外汇交易中心 X-Swap 标准债券远期交易模块提交匿名订单，系统在交易前机构总持仓限额控制的基础上匹配成交。交易达成后，上海清算所作为中央对手方实

时进行合约替代，提供集中清算服务。综合清算会员和普通清算会员可以直接参与集中清算，非清算会员则需通过综合清算会员代理清算。

上海清算所为每个清算会员设置了清算限额和容忍度，并采取保证金制度管理业务风险。清算会员根据业务开展情况自行上报

清算限额，并据此缴纳最低保证金；上海清算所参考会员的资信情况、历史持仓水平等因素核定个性化容忍度，即日间实时保证金缺口的最大容忍度；清算会员于 T+1 日终根据上海清算所计算的保证金要求和盈亏明细完成保证金追加和盈亏结算。



专题图 8-1: 业务流程图

(三) 市场概况

近年来，标准债券远期市场参与机构逐渐多元，交易规模稳步扩张。一是参与机构类型涵盖各类型投资者，以证券公司、股份制商业银行和城商行为主要参与主体。分层清算机制为众多不具备清算资格的中小机构和资管产品提供了便捷的入市途径，便利其

参与标准债券远期业务，银行间债券市场参与者中具备衍生品交易资质的机构均可参与标准债券远期交易。截至 2023 年末，共有 85 家机构进入标准债券远期市场，其中 39 家为上海清算所清算会员，46 家为通过综合清算会员间接参与的代理客户，代理清算规模占比从 2020 年末的 0.08% 逐年上升至 2023 年

末的 4.1%；二是标准债券远期市场成交量稳步上升。2021 年推出实物交割合约以来，特别自 2023 年下半年外汇交易中心优化报价机构考核机制后，双边报价价差大幅收窄，市场流动性明显增强，月均交易规模基本稳定在 200 亿元以上。三是标准债券远期分为现金交割和实物交割两类，现金交割合约仍是主要交易品种。现金交割合约以 3 年期、5 年期、10 年期国开债为标的，实物交割合约以 2 年期国开绿债和 2 年期、7 年期农发债为标的。目前，现金交割合约仍是主要交易品种，占总交易量的 99%；现金交割合约中，5 年期和 10 年期合约是主力期限品种，交易量占比分别达到 51% 和 39%。

（四）套保应用

标准债券远期合约直接挂钩政金债，对冲政金债现券的价格波动风险是其主要应用场景之一。2023 年下半年，债市受地产政策调整、政府债供给放量等因素影响，收益率震荡回调，10 年国开活跃券 230210 收益率最低达到 2.7%，最高为 2.8%，回调幅度达到 16Bps，期间投资者可以利用标准债券远期合约对冲政金债持仓波动。相较于国债期货和利率互换，标准债券远期合约与政金债走势

的联动性更强。同时，以现金方式交割的标准债券远期合约保证金率位于 0.9% 至 1.8% 之间，低于 10 年期国债期货 2% 的保证金率要求，为交易机构节约资金占用。

二、标准债券远期交易策略

（一）方向型策略

相较于现券交易，标准债券远期合约由于采取保证金交易的方式，具备杠杆交易的优势，且允许现金交割，建仓速度快，交割风险低。当市场利率下行时，持有标准债券远期多头可以获得与现券持仓相似的收益，但其实际资金占用远小于现券交易。当市场利率上行时，投资者可以通过标准债券远期合约快速建立空头头寸，并最大程度规避现券交割的风险。

（二）套利策略

1、曲线套利策略

与现券交易类似，标准债券远期合约也可应用于曲线利差策略，通过构建看平、看陡、蝶式等不同策略组合，表达对政金债收益率曲线形态变化的观点来博取收益。例如，2023 年 12 月上旬，债市受短端资金面的压力影响，曲线极度平坦化，中下旬随着资金面预期逐渐改善，互换及同业存单利率率先开

启下行，希望做陡曲线的投资者可以通过持有3年期国开债现券并卖出10年期国开债标准债券远期合约的组合得以实现。

2、新老券套利策略

对于流动性和交易属性较高的10年期国开债活跃券，新老券利差交易是市场典型策略之一。由于利率债采用多次分期续发的模式，新券随着发行量的不断累积，流动性逐渐超越老券，流动性溢价相对老券被不断压缩，收益率相对老券下行，故新老券之间的利差快速展宽。此时，买入新券、卖出老券的套利策略胜率将大幅增加。投资者可以通过卖出挂钩政金债老券的标准债券远期合约，并持有新券多头，达到新老券利差交易的目的。

3、跨品种套利策略

通常情况下，利率债走势整体保持一致，但由于税收、投资者结构差异等因素影响，不同品种的利率债之间存在利差大幅波动的可能。投资者不仅可以利用标准债券远期合

约对冲国债持仓的市场波动，也可以通过构建国债-国开债、国开债-农发债等组合交易捕捉跨品种的套利机会。

4、正向 / 反向套利策略

标准债券远期可以通过对比合约现价与可交割券价格隐含的回购收益率与实际资金成本之间的差异，捕捉合约与可交割券之间的套利关系。当隐含回购利率显著大于资金成本时，投资者可以通过买入可交割券、卖出标债合约建立正向套利组合。反之，可以通过买入标债合约、卖出可交割券建立反向套利组合。

总体来看，标准债券远期市场虽然起步较晚、市场深度尚有待发展，但该产品进一步拓宽了利率风险管理工具的选择范围。随着市场不断完善成熟，多元化的参与主体将为市场带来更加充足的流动性，有效降低交易成本，提升市场的定价能力，使更多的交易机会和组合策略成为可能，推动市场持续健康发展。

附录一

我国场外金融衍生品相关监管政策（2023）

国务院

| 制定名称 | 主要内容 |
|---------------------------------|---|
| 《关于推动外贸稳规模优结构的意见》（国办发〔2023〕10号） | 《意见》鼓励金融机构创新完善外汇衍生品和跨境人民币业务，进一步扩大跨境贸易人民币结算规模，更好满足外贸企业汇率避险和跨境人民币结算需求。支持各地方加强政策宣介、优化公共服务，推动银企精准对接、企业充分享惠。 |

中国人民银行

| 制度名称 | 主要内容 |
|--|--|
| 《内地与香港利率互换市场互联互通合作管理暂行办法》（中国人民银行公告〔2023〕第8号） | 《办法》规定了“互换通”的定义与“北向互换通”的投资范围，明确“北向互换通”初期可交易标的为利率互换产品，报价、交易及结算币种为人民币；设定了境内外投资者准入要求，“北向互换通”境外投资者应符合中国人民银行要求并完成银行间债券市场入市备案，境内投资者应签署互换报价商协议；制定了相关基础设施交易清算安排，境内外电子交易平台和清算机构共同向境内外投资者提供交易清算服务，境内外清算机构通过建立特殊风险准备资源和相应违约处置安排控制溢出风险；明确了责任主体义务和职能，境内外投资者和相关金融市场基础设施应履行交易报告义务，有汇报责任的机构应进行跨境人民币收支信息报送和国际收支统计申报，相关基础设施应履行交易、清算监测职能；完善了汇兑管理安排，使用外汇参与“北向互换通”交易和清算的境外投资者，可在一家香港结算行开立人民币资金账户，用于办理资金汇兑和结算业务，相关资金兑换纳入人民币购售业务管理；制定了监管规则和行政处罚，中国人民银行依法对“北向互换通”进行监督管理，并与相关监管部门建立监管合作安排，防范违法违规活动，维护投资者合法权益。 |

| 国家金融监督管理总局 | |
|--|---|
| 制度名称 | 主要内容 |
| 《非银行金融机构行政许可事项实施办法》（国家金融监督管理总局令2023年第3号） | 《办法》对非银行金融机构衍生产品交易业务资格作出更为具体明确的规定。基础类资格只能从事套期保值类衍生产品交易，即非银行金融机构主动发起，为规避自有资产、负债的信用风险、市场风险或流动性风险而进行的衍生产品交易；普通类资格除基础类资格可以从事的衍生产品交易之外，还可以从事由客户发起，非银行金融机构为满足客户需求提供的代客交易和非银行金融机构为对冲前述交易相关风险而进行的交易。此外，非银行金融机构申请衍生产品交易业务资格的条件新增了一项，要求其具有一定规模的衍生品交易真实需求背景，确有开办此项业务的需求。 |
| 《商业银行资本管理办法》（国家金融监督管理总局令2023年第4号） | 《办法》由正文和25个附件组成，围绕构建差异化资本监管体系，修订重构第一支柱下风险加权资产计量规则、完善调整第二支柱监督检查规定，全面提升第三支柱信息披露标准和内容。其中，涉及衍生品的部分修订内容包括：一是关于商业银行调整后表内外资产余额的计算公式及方法，明确了衍生工具资产余额的计算；二是商业银行采用权重法或内部评级法计量信用风险加权资产时，可按照规定考虑信用衍生品的资本缓释作用；三是明确关于中央对手方风险暴露的信用风险加权资产的计量办法。 |
| 中国证券监督管理委员会 | |
| 制度名称 | 主要内容 |
| 《期货市场持仓管理暂行规定》（中国证券监督管理委员会公告〔2023〕49号） | 《暂行规定》授权期货交易所可以要求交易者报送参与境外期货市场、场外衍生品市场和现货市场的情况，以更加全面掌握交易者信息，提升监管有效性。 |

附录二

我国场外金融衍生品市场大事记（2023）

2月22日，上海金融法院公开宣告以上海清算所中央对手清算业务违约处置为核心的全国首例金融测试案例司法意见。

2月24日，交易商协会发布《关于发布〈中国银行间市场信用风险缓释工具交易信用事项决定规程〉的公告》及相关业务问答，进一步完善信用风险缓释工具配套机制，促进信用风险缓释工具市场持续健康发展。

3月20日，上海清算所推出外币对交易中央对手清算业务。

4月28日，中国人民银行发布《内地与香港利率互换市场互联互通合作管理暂行办法》（中国人民银行公告〔2023〕第8号）。

5月5日，上海清算所获得香港“自动交易服务-中央对手方”（ATS-CCP）认证。

5月15日，外汇交易中心、上海清算所、香港场外结算公司共同推出的“北向互换通”业务正式上线运行。

6月5日，上海清算所支持使用境内外币

支付系统进行外汇交易双边清算业务美元资金结算。

7月17日，上海清算所推出利率互换合约移仓业务，衍生品存续期管理模式迈入新阶段。

8月9日，上海清算所成功落地国内电力行业首单实物交割的上海碳配额远期中央对手清算业务。

9月12日，上海清算所风险试算平台接入彭博终端，为全球投资者提供人民币利率互换风险试算服务。

9月，银行间市场首单挂钩绿色资产支持票据的多名CDS业务落地。

10月10日，首批境外投资者参与标准债券远期业务，银行间衍生品市场对外开放稳步推进。

10月30日，上海清算所支持使用境内外币支付系统进行人民币外汇交易中央对手清算业务美元资金结算。

11月28日，外汇交易中心与上海清算所联合优化标准利率互换交易清算服务，推出挂钩3个月期主要全国性银行同业存单发行利率指标PrimeNCD的标准利率互换合约。

11月27日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、全国工商联等八部门联合印发《关于强化金融支持举

措 助力民营经济发展壮大的通知》，提出充分发挥民营企业债券融资支持工具作用等支持民营经济的25条具体举措。

12月13日，交易商协会发布《中国碳衍生产品交易定义文件（2023年版）》，供市场参与者在碳衍生产品交易中自主选择使用，进一步促进碳衍生产品业务规范健康发展。

