



中国场外金融衍生品市场发展报告 (2025 年度)

中国银行间市场交易商协会
中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心
银行间市场清算所股份有限公司
2026年9月

前言

2025 年是“十四五”收官之年，面对国内外形势深刻复杂变化，我国经济延续稳中有进发展态势，经济社会发展主要目标顺利实现，国内生产总值增长 5%。全年，金融市场平稳运行，银行间衍生品市场成交 258.4 万亿元，同比增长 9.8%，在支持货币政策调控、服务实体经济、防范金融风险等方面发挥重要作用。

在中国人民银行、国家外汇管理局的指导下，交易商协会、外汇交易中心和上海清算所持续推动银行间市场金融衍生品创新和机制优化，加强市场参与者培育，强化衍生品风险管理工具属性，增强市场弹性和韧性，推动建设更加安全、高效、包容的衍生品市场。

本报告聚焦 2025 年境内外场外金融衍生品市场建设、运行情况 and 主要政策动向。在外部环境变化影响加深、机构风险管理需求增加背景下，还对变动保证金实践、离岸衍生品市场发展、关税冲击对汇率衍生品市场影响、美国基准利率衍生品与浮息债联动发展等热点问题，以及套期会计、合约压缩、科创 CDS 指数等关注度较高的机制、产品进行专栏分析。此外，整理 2025 年度场外金融衍生品相关监管政策汇总和大事记，作为附录供读者参阅。

由于时间和能力所限，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（2025 年度）》编写组

2026 年 9 月

本书编写组

主 编：

王 蔚 董忆伟 黄 宁

编委会委员（按姓氏笔画排序）：

巨晓津 任东旭 朱 阳 刘 亮 牟 牧 李加生 张 昕 张 红 陈振宏
黄 轶 黄雷鸣 储国强 戴志英

编写分工及成员：

正文第一章

执笔人为潘佳琪、吴冠华。

正文第二章

利率、汇率衍生品市场部分的执笔人为蔡秋雨、吴昊、柴天仪、闫慧、叶珊、徐明晗；信用风险缓释工具、黄金及场外大宗商品衍生品部分的执笔人为潘佳琪、吴冠华、徐明晗、胡喆。

正文第三章

市场发展情况部分的执笔人为蔡得雨、马天来；主要监管政策动向部分的执笔人为李鑫杰、张畅。

正文第四章

执笔人为潘佳琪、吴冠华。

附录部分

附录一执笔人为宋菲菲、张红。

附录二由交易商协会牵头整理。

专题部分

专栏一执笔人为张畅。

专栏二执笔人为宋楚涵、陈博雅、时雨。

专栏三执笔人为李公辅。

专栏四执笔人为卜若男、薛清扬。

专栏五执笔人为苏丹婷、胡邦毅、洪曹斌、王皞、张泽昱。

专栏六执笔人为章啸圆、杨东晓。

专栏七执笔人为彭建恩。

统稿成员

董 静 吴冠华 潘佳琪



第一章 2025 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..... 5

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..... 12

四、黄金及场外大宗商品衍生品市场发展情况..... 14

（一）市场建设情况..... 14

（二）市场运行情况..... 15

第三章 国际场外金融衍生品市场发展情况..... 16

一、市场发展基本情况..... 16

（一）市场规模显著增长，结构保持相对稳定..... 16

(二) 市场参与者结构基本稳定	26
二、主要监管政策动向	29
(一) 非集中清算衍生品保证金	29
(二) 交易对手信用风险和交易行为管理	29
(三) 中央对手清算 (CCP)	30
(四) 交易报告与市场透明度	30

第四章 我国场外金融衍生品市场发展展望..... 32

专题一 变动保证金实践与实施展望.....	34
专题二 离岸人民币金融衍生品市场发展情况.....	37
专题三 关税冲击对汇率衍生品市场的影响.....	41
专题四 美国基准利率衍生品与浮息债市场联动发展实践.....	43
专题五 境内外市场衍生品合约压缩模式及效果.....	49
专题六 我国商业银行套期会计应用实践.....	54
专题七 科创信用违约互换指数交易应用.....	62
附录一 我国场外金融衍生品相关监管政策 (2025)	66
附录二 我国场外金融衍生品市场大事记 (2025)	67

第一章

2025 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

2025 年，银行间衍生品市场稳步发展，累计成交 258.4 万亿元，同比增长 9.8%，在支持防范金融风险、服务实体经济等方面作用显著。其中，利率衍生品市场快速发展，满足金融机构利率风险对冲需求；汇率衍生品平稳发展，有效服务跨境贸易和投融资活动；信用衍生品交易型需求增强，服务科创等实体经济质效不断提升。

（一）市场机构对冲利率风险需求大幅增长，带动利率衍生品增长超五成

近年来，市场机构主动管理利率风险的需求大幅增加，带动利率衍生品规模快速增长。2025 年，利率衍生品共成交 58.2 万亿元，同比增长 58%。主力品种利率互换（含标准利率互换）交易名义本金达 54.3 万亿元，同比增长 52%。其中，挂钩标的以 7 天回购定盘利率（FR007）和 3 个月上海银行间同业拆

放利率（SHIBOR 3M）为主，挂钩 FR007 占比达 97.9%，同比提高 1.7 个百分点。标准利率互换成交 10.2 万亿元，同比增长 232.7%。FR007 互换曲线走势呈现结构性变化，中长期品种上行幅度显著大于短期限品种，期限利差由负转正，曲线转为正常的短下长上形态。

（二）外汇衍生品平稳发展，人民币掉期曲线整体上移

2025 年，人民币对美元汇率历经承压震荡、震荡走强、强势升值三个阶段，市场运行从外部冲击下风险情绪主导转向中长期预期与内外宏观基本面相对变化所主导。全年外汇衍生品市场平稳运行，累计成交 27.9 万亿美元，折合 200.2 万亿元人民币，同比增长 0.9%。外汇掉期为主要交易品种，累计成交 169.1 万亿元人民币。外汇掉期点走势主要受中美利差收窄影响，全年人民币对美元掉期曲线呈现单边上行态势，长期限掉期点走升显著。

（三）信用衍生品交易型需求增强，服务科创持续发力

2025 年，信用风险缓释工具（CRM）成交名义本金 583.2 亿元，同比增长 6%。合约类产品占比六成，交易 369.4 亿元，帮助市场主体缓释授信额度及风险资本指标，推动交易型需求不断提升。凭证类产品占比四成，合计创设 213.8 亿元。随着债券市场“科技板”正式推出，CRM 与科技创新债券的融合不断加深，全年挂钩银行间市场科技创新债券的信用风险缓释凭证（CRMW）创设 31 笔、46.9 亿元，支持 19 家企业的 86.6 亿元科技创新债券成功发行，占同期 CRMW 创设金额的 53%。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”）、银行间市场清算所股份有限公司（以下简称“上海清算所”）、中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）联合发布科创信用违约互换（CDS）指数，满足市场机构对于科创主体的一揽子风险管理需求，带动 CDS 指数交易创新高。

二、境外场外金融衍生品市场发展概述

2025 年，国际经贸环境急剧变化，单边

主义和保护主义升级，市场预期受到频繁扰动。

在此背景下，国际场外金融衍生品名义本金、

总市值规模较 2024 年末显著上升。

（一）市场规模显著增长，产品结构相对稳定

截至 2025 年末，国际场外金融衍生品未到期合约名义本金总额为 844.6 万亿美元，同比增长 20.7%。未到期合约总市值为 22.8 万亿美元，同比增长 29.4%。产品结构保持相对稳定，利率衍生品占据绝对主导地位，占比 79.3%；其次是外汇衍生品，占比 17.6%；信用、权益和商品等其他衍生品占比较小。

（二）全球衍生品监管改革持续推进，聚焦保证金、交易对手信用风险和行为管理、中央对手方、交易报告等内容

保证金机制方面，巴塞尔委员会（BCBS）、支付与市场基础设施委员会（CPMI）与国际证监会组织（IOSCO）等国际组织持续推动完善变动保证金流程、强化初始保证金模型应用；美国扩充变动保证金合格担保品范围，欧盟推动提升保证金模型透明度。交易对手信用风险和交易行为管理方面，BCBS 优化交易对手风险计量模型，IOSCO 就预期性对冲行为提供指

导。美国商品期货交易委员会（CFTC）优化衍生品交易商业行为要求，减轻市场机构合规负担。**中央对手方（CCP）方面**，欧盟证券与市场管理局（ESMA）要求相关市场参与者需在欧盟 CCP 开设活跃账户，并为欧盟各成员国提供 CCP 处置相关指导。**交易报告方面**，IOSCO 建议各国 / 地区根据自身实际，对单名 CDS 市场实施交易报告机制，提升市场透明度。新加坡金融管理局（MAS）更新衍生品交易报告数据报送要求。

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 推动银行间衍生品市场对外开放

况

（一）市场建设情况

1. 丰富标准利率衍生品合约，拓展利率互换 30 年期集中清算期限，满足市场多元化利率风险需求

2025 年 2 月，经中国人民银行批准，外汇交易中心与上海清算所联合推出 3、7 年期国开债标准债券远期实物交割合约，支持现券承销、做市商精细化管理风险、拓展多元化交易策略。2025 年 4 月，挂钩 1 年期主要全国性银行同业存单发行利率 PrimeNCD 1Y 的标准利率互换合约上线，实现 1-2 年关键期限点覆盖，完善短端利率定价曲线，满足商业银行匹配存单资产久期、主动管理负债成本的核心需求。此外，利率互换集中清算合约期限拓展至 30 年，进一步便利市场超长期限利率风险管理。

2. 持续优化“互换通”业务机制，稳步

一是丰富“互换通”产品期限和类型。

2025 年 6 月，外汇交易中心、上海清算所和香港场外结算有限公司共同推出“互换通”优化措施，延长利率互换合约最长交易期限至 30 年，并于 2025 年 9 月联合境外电子交易平台新增以一年期贷款市场报价利率（LPR 1Y）为参考利率的利率互换合约，满足境外投资者利率风险管理需求。目前“互换通”已发展成为境外投资者利用金融衍生品管理人民币利率风险的主要途径。

二是建立“互换通”报价商动态调整机制。2025 年 9 月，外汇交易中心建立“互换通”报价商动态调整机制并扩充北向互换通报价商队伍；完善每日净限额动态评估机制，自 2025 年 10 月 13 日起，将北向互换通每日净限额从 200 亿元提高至 450 亿元，以提升市场活力，更好满足境外投资者管理人民币利率风险的需求。

（二）市场运行情况

2025 年，利率衍生品共成交 58.2 万亿元，其中利率互换（含标准利率互换）成交 54.3 万亿元，债券远期（含标准债券远期）成交 3.8 万亿元，利率期权成交 894.7 亿元。

1. 利率互换交易清算情况

2025 年，人民币普通利率互换成交 38.6 万笔，同比增长 17.0%；名义本金总额 44.1 万亿元，同比增长 35.0%。

参与机构以股份制商业银行、证券公司、大型商业银行和外资银行为主，四者交易量合计占比达 87.7%。另外，境外机构通过“互换通”逐步成为 IRS 市场重要参与机构，交易量同比增长 31.4%，2025 年“互换通”下累计清算 5.3 万亿元，同比增长 44.9%。

参考利率以 FR007 为主。以 FR007 为标的的利率互换成交 43.2 万亿元，占交易总量的

97.9%；以 SHIBOR、LPR1Y 和其他利率为标的的利率互换合计仅占交易总量的 2.1%。

交易集中于中短期品种。1 年及 1 年以下期限品种共成交 31.3 万亿元，占 IRS 交易总量的 70.9%；1-5 年期限品种共成交 3.9 万亿元，占 IRS 交易总量的 8.8%；5 年及以上期限品种共成交 8.9 万亿元，占 IRS 交易总量的 20.3%。

年内 IRS 曲线短端下移、长端上行，形态陡峭化。FR007_3M 收于 1.58%，较年初下行 12 个基点；FR007_5Y 和 FR007_10Y 年末分别收于 1.61% 和 1.79%，较年初分别上行 20 个和 27 个基点。FR007_5Y 与 FR007_1Y 利差由年初的 -6.3 个基点上行至年末的 11.3 个基点，Shibor3M_5Y 与 Shibor3M_1Y 利差由年初的 -5.1 个基点上行至年末的 14.0 个基点。

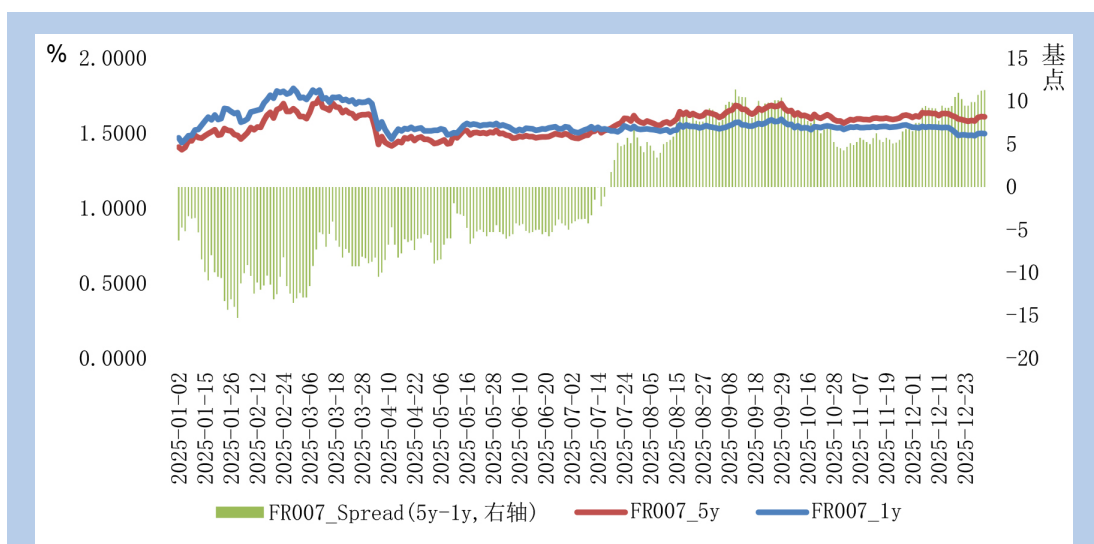


图 2-1：2025 年 FR007 互换曲线走势

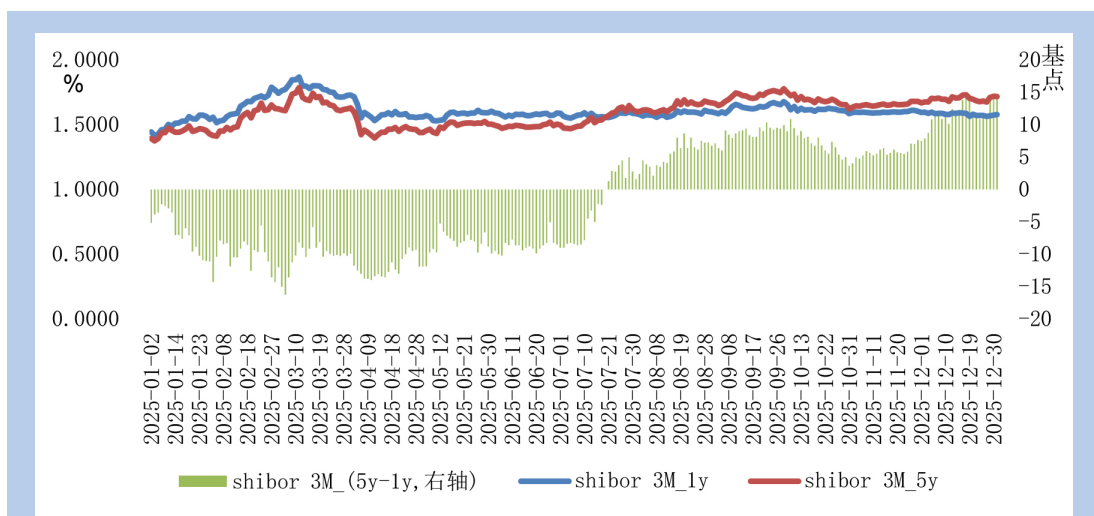


图 2-2：2025 年 Shibor_3M 互换曲线走势

2025 年，标准利率互换成交 1.4 万笔，名义本金总额 10.2 万亿元，同比增长 53.4%、37.9% 和 6.0%。PrimeNCD3M_2506¹、232.7%，日均单边净持仓 289 亿元。从期限结构看，PrimeNCD3M 合约量 7.2 万亿元，占比 70.9%；PrimeNCD1Y 合约量 3 万亿元，占比 29.1%。证券公司、股份制商业银行和城商行是主要参与机构，三类机构交易占比分别为 53.4%、37.9% 和 6.0%。PrimeNCD3M_2510 和 PrimeNCD3M_2606 是成交量排名前三的合约，交易量分别为 1.1 万亿元、7913.6 亿元和 7146.1 亿元，合计占全部标准利率互换合约成交量的 25.4%。

¹ 代表合约于 2025 年 6 月到期。

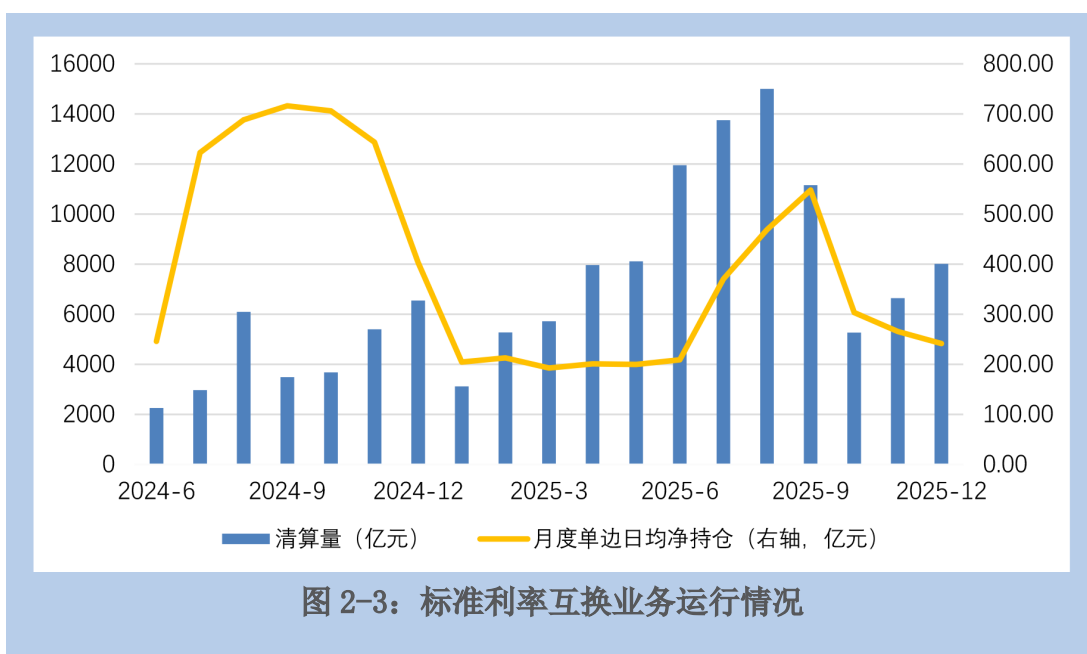


图 2-3：标准利率互换业务运行情况

2. 债券远期

2025 年，债券远期（含标准债券远期）成交 1.5 万笔，名义本金总额 3.8 万亿元，同比增长 248.3%。

标准债券远期是主力交易品种。标准债券远期成交名义本金 3.6 万亿元，同比增长 238.1%，成交占比达 95.6%。平均每日单边净持仓 77.47 亿元，同比增长 64%。

参与机构以证券公司、股份制银行和城商行为主，三类机构交易占比分别为 55.1%、33.6% 和 6.0%。

5 年期、7 年期和 10 年期合约是主力期限

品种，分别成交 1.6 万亿元、7329.6 亿元和 7083.3 亿元，各占标准债券远期交易总量的 44.0%、20.3% 和 19.6%，其中 7 年期合约占比较上年提升约 20 个百分点。

国开债和农发债占比均衡，实物交割占比提升。国开债清算量 1.9 万亿元，占比 52.8%；农发债清算量 1.7 万亿元，占比 47.2%。现金交割合约清算量 2.43 万亿元，占比 67.3%；实物交割合约清算量 1.18 万亿元，占比 32.7%。上线 3、7 年期国开标债实物交割合约后，实物交割合约交易占比显著提升。

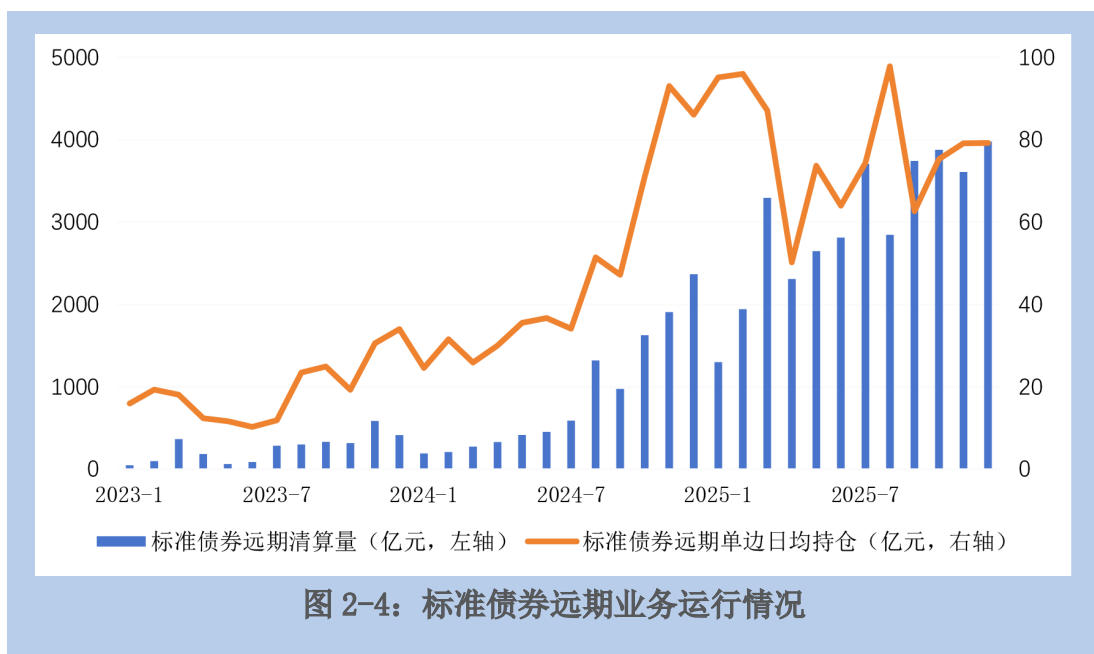


图 2-4：标准债券远期业务运行情况

二、人民币汇率衍生品市场发展情况

（一）市场建设情况

1. 《银行间外汇市场管理规定》发布

2025 年 12 月，中国人民银行发布《银行间外汇市场管理规定》（中国人民银行令〔2025〕第 13 号），自 2026 年 2 月 1 日起施行。新规立足我国银行间外汇市场发展变化和监管实践，统筹整合有关制度，形成系统性的监管框架和监管要求。主要包括：一是加强银行间外汇市场监管，实现业务监管全覆盖；二是维护市场稳健运行，厘清各类市场主体权责，保护参与者合法权益；三是推动银行间外汇市场高质量发展，支持外汇市场基础设施根据市

场需求不断丰富交易和清算品种、币种、方式等，便利金融机构为客户提供外汇服务，更好服务实体经济及对外开放战略。

2. 银行间外汇市场交易确认系列金融行业标准发布

2025 年 10 月，中国人民银行发布四项金融行业标准，包括《银行间外汇市场交易确认业务规范第 1 部分：集中确认》《银行间外汇市场交易确认业务规范第 2 部分：非集中清算标准结算指令》《银行间外汇市场交易确认技术规范》和《银行间外汇市场交易确认相关数据规范》。该系列标准是银行间外汇市场交易确认领域的首批金融行业标准，为外汇市场各类参与者提供交易确认业务的通用性指导原则

和最佳实践操作规范，有效提高银行间外汇市场业务高效性、准确性，助力外汇市场专业、稳健运行。

3. 全面升级外汇期权做市点击成交业务

2025 年 2 月，外汇交易中心升级外汇期权做市点击成交业务，重点优化行情展示与报价功能。行情展示方面，支持市场参与者同步查看不同期限最优报价，提升交易效率与透明度；做市机构可一键过滤本方报价，便于快速研判市场；信息展示界面快速显示报价机构与报价量，信息获取更透明高效。报价方面，优化未成交处理功能，若未全量匹配的交易订单与做市报价将自动返还，无需重报，报价管理更便捷。

4. 实现自贸区和跨境人民币外汇交易全流程一站式直通处理和本外币同步交收

2025 年 10 月，外汇交易中心与跨境清算公司共同推进基础设施互联，通过连通交易系统、交易后系统和人民币跨境支付系统(CIPS)，实现自贸区和跨境人民币外汇交易从交易达成、交易确认、利息计算及确认到支付结算的全流程一站式直通处理和本外币同步交收，有效提升服务质效，切实防范化解外汇交易结算

风险。

5. 完善外汇清算结算机制，推动外汇市场发展

2025 年，上海清算所落地以科创债为抵押品的外币回购清算，支持科技创新的金融生态体系持续完善。进一步完善外汇中央对手清算业务机制，实现外汇中央对手清算业务港币、澳元、英镑、欧元和日元资金结算接入境内外币支付系统，拓宽外币结算渠道，防范结算风险。阶段性免除金融机构服务中小微企业人民币外汇衍生品交易相关的外汇中央对手清算业务清算费。

(二) 市场运行情况

1. 外汇衍生品市场平稳运行

2025 年，外汇衍生品市场平稳运行，累计成交 27.9 万亿美元，折合人民币 200.2 万亿元，同比增长 0.9%。

其中，人民币外汇衍生品市场成交 25.4 万亿美元，折合人民币 182.6 万亿元，同比下降近 1%。人民币外汇掉期成交折合人民币 169.1 万亿元，同比下降 3.4%；远期、货币掉期和期权成交折合人民币分别为 1.4 万亿元、0.8 万亿元和 11.4 万亿元，同比分别增长 3.7%、

2.8% 和 56.4%。

2. 境内人民币掉期曲线整体上移

2025 年，外汇掉期点走势主要受中美利差收窄影响，全年人民币对美元掉期曲线呈现单边上行态势，长期限掉期点走升尤为显著。年内，美元利率水平从阶段性高点持续回落，带动中美利差不断缩小。尤其在三季度美联储正式降息后，10 年期美债收益率下行，跌破 4% 关口，触及年内新低；而国内利率水平整体维持平稳，中美利差缩窄推动 1Y 期限掉期点持续走升，最高触及 -1101BP，创下 2022 年 9 月以来新高。

3. 期权波动率高位回落后低位运行

年初，受国际经济贸易政策预期扰动，平价期权隐含波动率区间震荡，4 月初美国对等关税政策落地，平价期权隐含波动率阶段性冲高，1M ATM（1 个月平值期权，1-Month At The Money）隐含波动率短线跳升至 5.9%。下半年，人民币汇率进入温和升值通道，实际波动率走低带动短期限隐含波动率连续回落并维持低位运行，1M ATM 隐含波动率一度跌至 1.9%，触及近十年来低位，长端隐含波动率同步下跌，隐含波动率中枢下移。

4. 外汇清算业务清算量稳步增长，集中清算覆盖率创新高

2025 年，上海清算所外汇清算业务规模达 186.8 万亿元。其中，人民币外汇交易中央对手清算量达 176.0 万亿元，同比增长 12.9%，保持稳定增长态势，占银行间人民币外汇市场交易量超 68%，清算覆盖率较 2024 年整体提升近 6 个百分点，创历年新高；外币对交易中央对手清算量达 3.9 万亿元，同比增长 16.4%；外汇交易双边集中清算量达 2.7 万亿元，同比增长 0.8%。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 6 家、4 家和 1 家，截至 2025 年末，累计业务参与者分别为 93 家、41 家和 14 家。

三、信用风险缓释工具市场发展情况

（一）市场建设情况

1. 完善 CRMW 制度体系，便利市场机构规范展业

2025 年 6 月，交易商协会修订《信用风险缓释凭证业务指引》，配套发布信息披露、

创设定价和持有人会议三项关键流程的操作规范，并更新 CRMW 创设说明书示范文本，形成覆盖 CRMW 业务全环链的制度体系和标准文本，便利机构规范展业，进一步激发市场活力。修订内容包括：一是创设机构备案要求与核心交易商解绑，简化备案流程，推动更多金融机构、信用增进机构参与创设。同时，挂钩标的从单一债项拓展至参考实体，进一步释放产品活力。二是结合 CRMW 特点优化创设流程，如基于创设机构以金融机构为主的特点简化信息披露要求，允许挂钩存续期债券的定向产品采用询价方式创设等。三是强化自律管理要求，对未按规定信息披露、破坏市场秩序等作出禁止性规定。

2. 优化 CDS 信息服务，促进市场价格发现

2025 年 8 月，交易商协会发布《关于完善银行间市场信用违约互换信息服务有关事项的通知》，促进完善 CDS 市场价格发现机制。通知结合国内外市场发展趋势和市场成员实际需求，将真实成交价格 and 报价机制优化相结合，一是发布合约类信用风险缓释工具成交价格信息，增设可转化为真实成交的意向型报价，培

养市场定价能力；二是明确报价机构权利义务，丰富业务信息便利，强化自律管理要求，提升报价质量；三是优化曲线生成方法，提高报价曲线质量；四是聚焦实际需要，减轻报价机构负担，通过系统便利报价操作。

3. 上线信用衍生品交易商备案和双边清算线上化入市服务，进一步提升参与者入市效率

2025 年 11 月，交易商协会上线投资者备案服务系统 CRM 备案功能，支持各类 CRM 核心交易商、一般交易商及创设机构线上备案，并支持相关市场参与者根据自身情况选择不同类型备案操作、自动整理备案信息以及实时查询备案进度。2025 年 7 月，上海清算所推出信用衍生品双边清算线上化入市服务，实现信用衍生品双边清算全周期一站式线上化管理，提升市场机构业务参与便利度、降低操作风险，推动业务发展提质增效。

4. 32 家新质生产力企业纳入中央对手清算范围

2025 年 3 月，上海清算所将高端制造、信息技术、绿色环保等新质生产力行业的 32 家非金融企业纳入信用衍生品中央对手清算范

围，进一步拓展中央对手清算参考实体至 145 家非金融企业。通过中央对手清算机制，显著降低信用衍生品交易对手方信用风险、释放授信占用、提高清结算效率，强化金融基础设施服务功能，更好服务经济社会高质量发展。

（二）市场运行情况

2025 年，信用风险缓释工具市场平稳发展，累计交易 427 笔，名义本金 583.2 亿元，年末各品种存续名义本金 776.9 亿元，参与者数量有序扩容，交易型需求持续提升，支持民企、科创金融服务质效显著增强。

1. 四类信用衍生品均衡发展，业务模式各有特色

合约类产品交易灵活便捷，可帮助市场主

体缓释授信额度及风险资本指标，2025 年此类交易性需求持续提升，合约类产品合计交易 232 笔、369.4 亿元，同比增长 15%，占比达 63%。其中，信用风险缓释合约（CRMA）为最活跃 CRM 品种，交易 149 笔、291.5 亿元，同比增长 4%，占比 50%；CDS 增速最快，交易 83 笔、77.9 亿元，同比增长 92%，占比 13%。凭证类产品发挥标准化产品优势，合计创设 195 笔、213.8 亿元。其中，CRMW 充分发挥支持债券发行效果，共创设 90 笔、128.7 亿元，占比 22%；信用联结票据（CLN）挂钩标的持续丰富，拓展至境内债券、贷款等，满足市场多元化投资需求，共创设 105 笔、85.1 亿元，占比 15%。

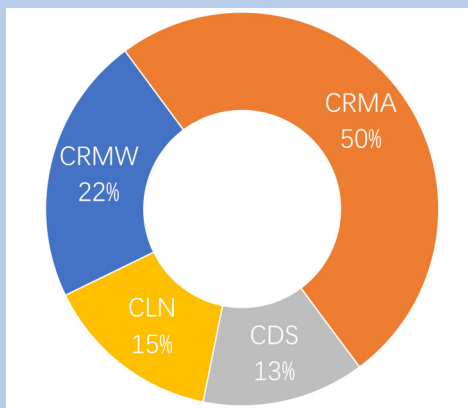


图 2-5：2025 年 CRM 各品种交易占比情况

2. 参与者有序扩容，多家地方信用增进机构成为 CRMW 创设机构

截至 2025 年末，CRM 市场参与者合计 257 家，较 2024 年末新增 15 家。其中，一般交易商 204 家，较去年末新增 21 家；核心交易商 53 家，较去年末减少 6 家。从实际参与交

易情况看，证券公司、股份行、外资行是前三大参与主体，交易占比分别为 47%、20% 和 13%。6 月，交易商协会精简 CRMW 创设机构备案要求后，CRMW 创设机构新增 4 家地方信用增进机构和 2 家城商行，备案机构数达 61 家。

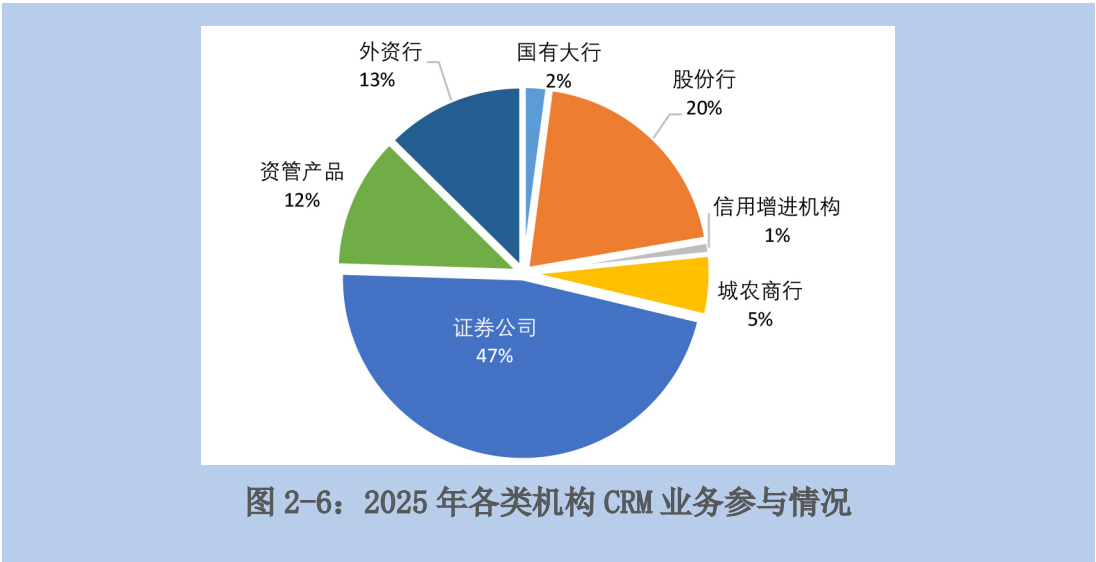


图 2-6：2025 年各类机构 CRM 业务参与情况

3. CRMW 持续提升民企、科技服务质效，助力金融“五篇大文章”

2025 年，挂钩民企 CRMW 合计创设 70 笔、107.6 亿元，支持民企融资 210.81 亿元，CRMW 挂钩民企占比达到 78%。随着债券市场“科技板”正式推出，挂钩银行间市场科技创新债券的 CRMW 共创设 31 笔、46.9 亿元，支持 86.6 亿元科技创新债券成功发行，占同期 CRMW 创设金额的 53%。其中，中债增进发挥政

策工具带动作用，首次将“债务重组”引入科创 CRMW 信用事件范畴，增强投资人信心。

4. 科创 CDS 指数发布，带动 CDS 指数交易创新高

2025 年 CDS 指数交易合计 32 笔、19.4 亿元，创历年交易量最高。其中，外汇交易中心、上海清算所、中债资信联合发布“CFETS-SHCH-CBR 科创 CDS 指数”并上市交易清算，满足市场机构对于科创主体的一揽子风险管理

需求，12家商业银行和证券公司开展首批交易，金额合计15亿元，占全年交易的77%。目前，银行间市场已发布高等级、民企、长三角区域和科创4类主题的CDS指数，持续丰富机构信用风险管理工具箱。

5. CRM集中清算量稳步增长，清算参与者、清算标的持续扩容

2025年，通过上海清算所进行清算的合约类产品交易达352.1亿元，同比增长87%，占合约类产品交易总规模的95%，其中，中央对手（CCP）清算量23.8亿元，双边清算量328.3亿元。新增清算参与者7家，总数拓展至74家，其中双边清算46家、CCP清算28家。全年，上海清算所不断丰富清算标的，为挂钩科创债、碳中和债、浮息债、TLAC非资本债等标的的信用衍生品交易提供清算服务，名义本金达47.3亿元，助力金融资源精准流向“五篇大文章”重点领域。

四、黄金及场外大宗商品衍生品市场发展情况

（一）市场建设情况

1. 上海黄金交易所在中国香港启用首个离岸黄金交割仓库

2025年6月，为落实《上海国际金融中心进一步提升跨境金融服务便利化行动方案》，上海黄金交易所正式启用在香港设立的国际板指定仓库，并上线在香港交割的黄金交易合约，首日多家中外机构顺利达成交易。该指定仓库旨在吸引更多国际投资者参与交易，增加香港黄金储量，推动相关服务发展，支持香港建设国际黄金交易中心，助力提升人民币计价黄金国际影响力。

2. 人民币铁矿石掉期中央对手清算业务优化上线

2025年11月，为顺应铁矿石市场变化趋势，满足实体企业需求，上海清算所对人民币铁矿石掉期中央对手清算业务的协议要素完成优化上线。铁矿石是支撑国民经济发展的重要战略性大宗商品，该业务优化上线后能够实现铁矿石海漂货、港口现货的风险管理需求形成全链条、全场景覆盖，同时深化市场价格发现功能，扩大本土现货价格指数的影响力，促进我国铁矿石现货和衍生品市场共同高质量发展。另外，为填补国内相关衍生品空白，上海清算所稳步推进人民币汽油、柴油掉期中央对手清算业务研发，2025年底已完成系统上线。

(二) 市场运行情况

2025 年，黄金市场走出牛市行情，规模快速增长。受地缘政治风险加剧与全球经济不确定性上升影响，黄金作为避险资产，交易价格持续快速上升，从 619 元 / 克增长至 1008 元 / 克。上海黄金交易所场外黄金询价

品种成交金额 35.9 万亿元，同比增长 31%。其中，PAu99.99 合约成交 27.9 万亿元，国际板 iPAu99.99 合约成交 5.5 万亿元，PAu99.95 合约成交 2.3 万亿元，期权品种 OAu99.99 合约成交 586 亿元，履约担保品种 CAu99.99 合约成交 922 亿元。



2025 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、碳排放六大行业 20 项产品，全年清算量 6.6 万手，清算金额 241.5 亿元、同比增长

63.4%。截至 2025 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 12 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

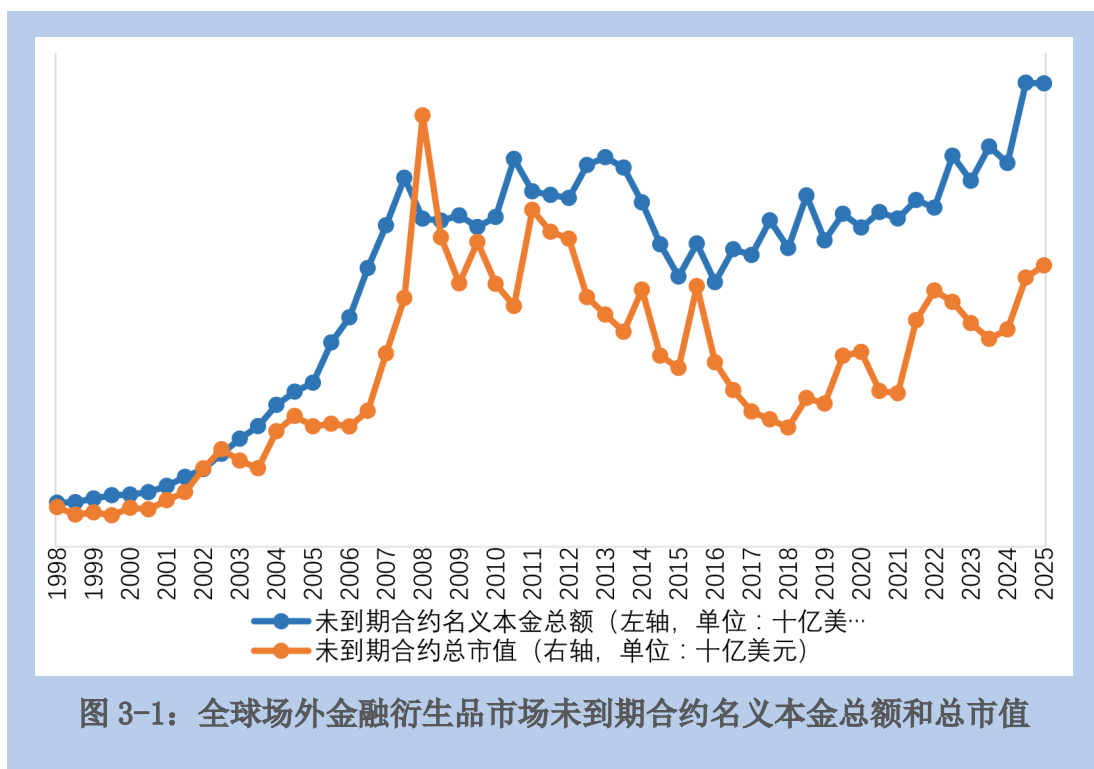
外金融衍生品总市值规模较 2024 年末显著上

（一）市场规模显著增长，结构保持相对
稳定

升。截至 2025 年末，未到期合约名义本金总
额为 844.6 万亿美元²，同比增长 20.7%。未

2025 年，全球经济展现出一定韧性，单
边主义和保护主义升级，市场预期受到频繁扰
动，不确定性因素有所增多。在此背景下，场

到期合约总市值为 22.8 万亿美元，同比增长
29.4%（见图 3-1）。



2 本章数据来源均来自国际清算银行。

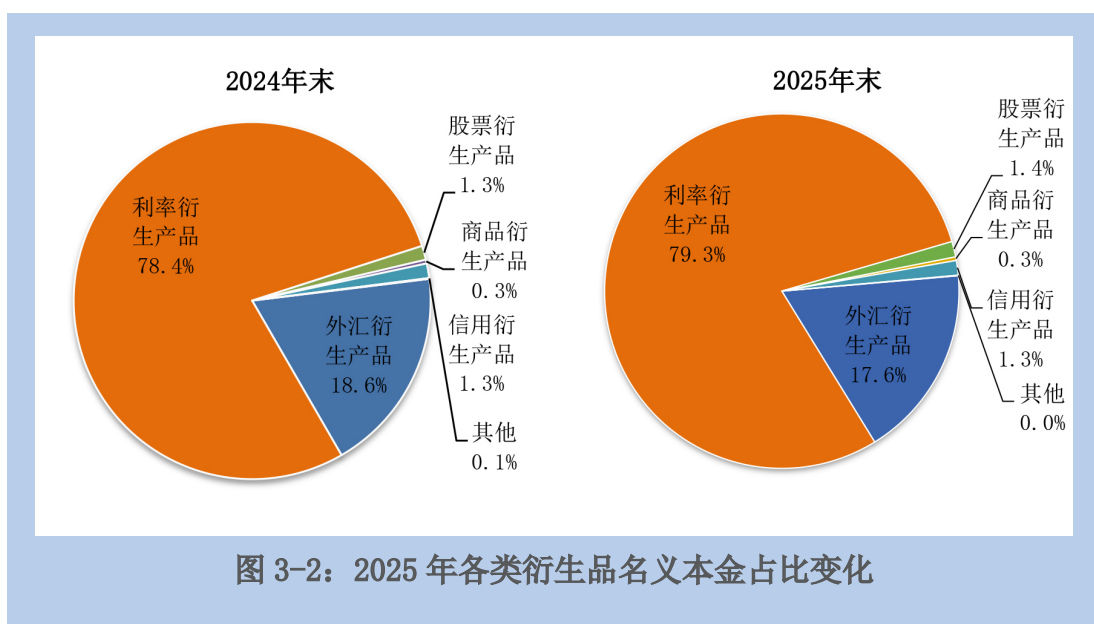
表 3-1：近年全球场外金融衍生品市场规模和总市值

单位：十亿美元

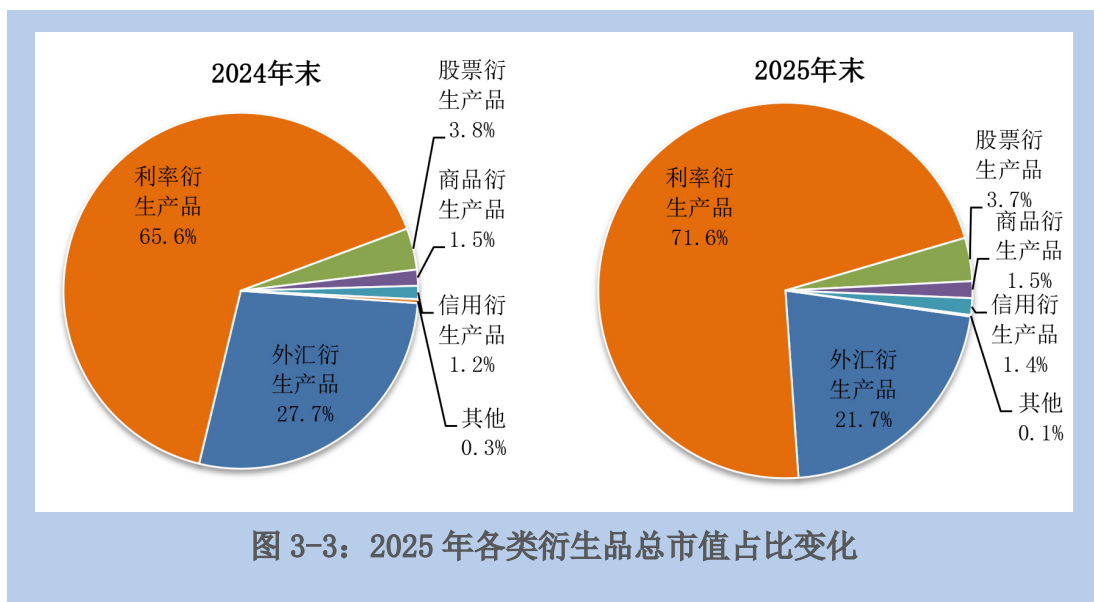
基础资产类别 / 工具	未到期合约名义本金总额				未到期合约总市值			
	2024 年中	2024 年末	2025 年中	2025 年末	2024 年中	2024 年末	2025 年中	2025 年末
合约总计	729, 535	699, 476	845, 690	844, 578	16, 845	17, 615	21, 810	22, 802
外汇类合约	129, 885	130, 093	155, 173	148, 654	3, 668	4, 874	5, 351	4, 939
远期和外汇掉期	74, 538	72, 827	85, 445	83, 303	1, 876	2, 557	3, 087	2, 865
货币互换	38, 005	38, 071	44, 509	45, 999	1, 526	1, 993	1, 750	1, 641
外汇期权	17, 317	19, 171	25, 213	19, 346	266	324	514	433
其他	24	24	5	6				
利率类合约	578, 805	548, 341	665, 808	669, 545	11, 985	11, 547	15, 038	16, 326
远期利率协议	62, 804	55, 105	75, 206	71, 469	328	367	628	621
利率互换	469, 173	446, 875	539, 068	545, 020	10, 996	10, 581	13, 811	15, 093
利率期权	46, 602	46, 156	51, 409	52, 856	661	600	599	612
其他	226	205	125	200				
股票类合约	8, 686	8, 901	10, 398	11, 933	673	662	822	849
远期和互换	4, 335	4, 674	5, 284	6, 297	261	280	389	354
期权	4, 351	4, 226	5, 114	5, 635	412	382	433	495
商品类合约	2, 446	2, 408	2, 623	2, 787	254	257	251	331
黄金	1, 025	1, 025	993	1, 137	35	43	77	111
其他贵金属	118	103	152	231	8	8	11	40
其他商品	1, 303	1, 280	1, 478	1, 419	211	206	163	180
远期和互换	1, 849	1, 824	1, 856	2, 076				
期权	597	583	767	711				
信用衍生品	9, 196	9, 229	11, 302	11, 272	201	213	301	329
其中：信用违约互换	9, 012	9, 045	11, 052	11, 005	171	182	252	274
单一名称工具	4, 020	3, 886	4, 467	4, 588	77	81	125	133
组合名称工具	4, 993	5, 158	6, 585	6, 417	94	101	127	141
其中：指数产品	4, 630	4, 683	5, 747	5, 536				
未分类衍生品	518	505	386	387	64	61	47	28

市场结构保持相对稳定。利率衍生品占据绝对主导地位，其次是外汇衍生品，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 2025 年末，利率衍生品占比提升至 79.3%，外汇衍生品占比降低 1 个百分点至 17.6%（见图 3-2）。



从市值占比来看，利率衍生品占比上升、商品衍生品和外汇衍生品市值占比分别为 71.6% 和 21.7%。外汇衍生品占比下降，商品、权益、信用衍生品占比小幅波动（见图 3-3）。2025 年利率衍



1. 利率衍生品

截至 2025 年末，利率衍生品未到期合约名义本金达到 669.5 万亿美元，同比增长 22.1%，2025 年，全球利率衍生品市场大幅增长。总市值达到 16.3 万亿美元，同比增长 41.4%（见图 3-4）。

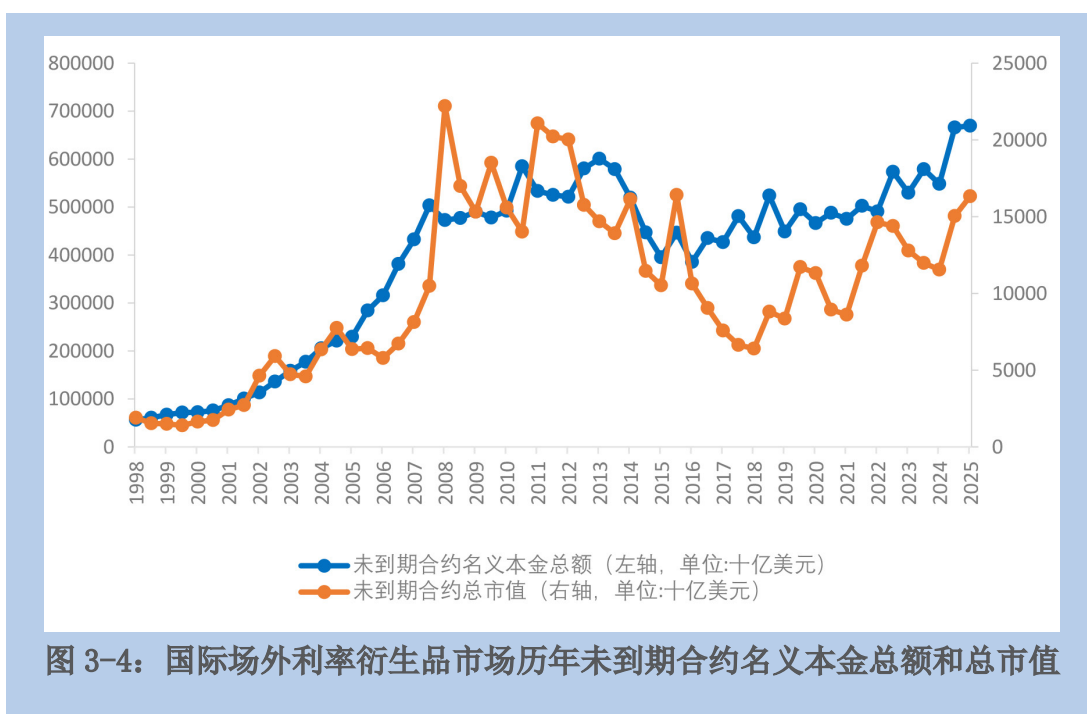


图 3-4：国际场外利率衍生品市场历年未到期合约名义本金总额和总市值

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（见图 3-5 和图 3-6）。截至 2025 年末，利率互换未到期合约名义本金和总市值分别为 545 万亿美元和 15.1 万亿美元，同比分别增长 22% 和 42.6%，分别占利率衍生品未到期名义本金总额和总市值的 81.4% 和 92.4%。

截至 2025 年末，远期利率协议的未到期

名义本金总额约 71.5 万亿美元，占利率衍生品总规模的 10.7%，总市值约 0.6 万亿美元，占利率衍生品总市值的 3.8%，总体看远期利率协议的占比低于利率互换、高于利率期权。利率期权未到期名义本金 52.9 万亿美元，名义本金占利率衍生品名义本金总额的 7.9%；总市值约 0.6 万亿美元，占利率衍生品总市值的 3.7%。

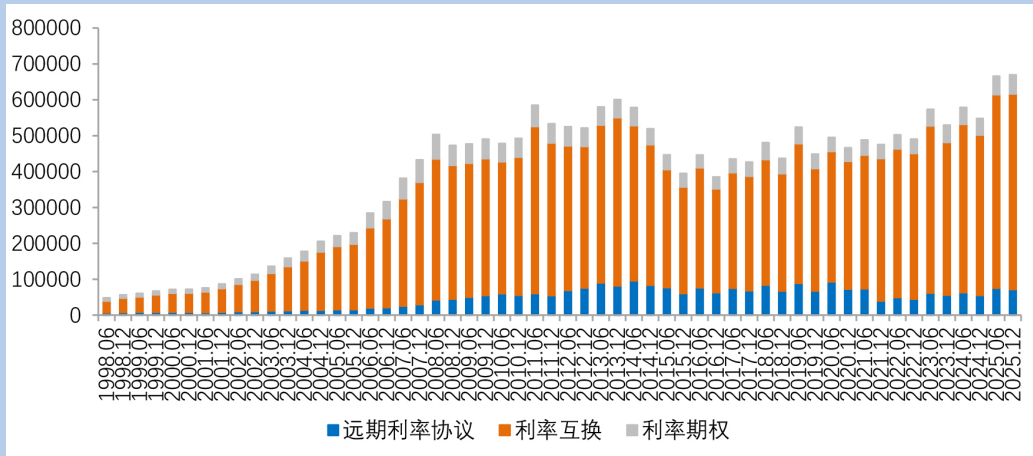


图 3-5：各利率衍生品名义本金总额历年变化（单位：十亿美元）

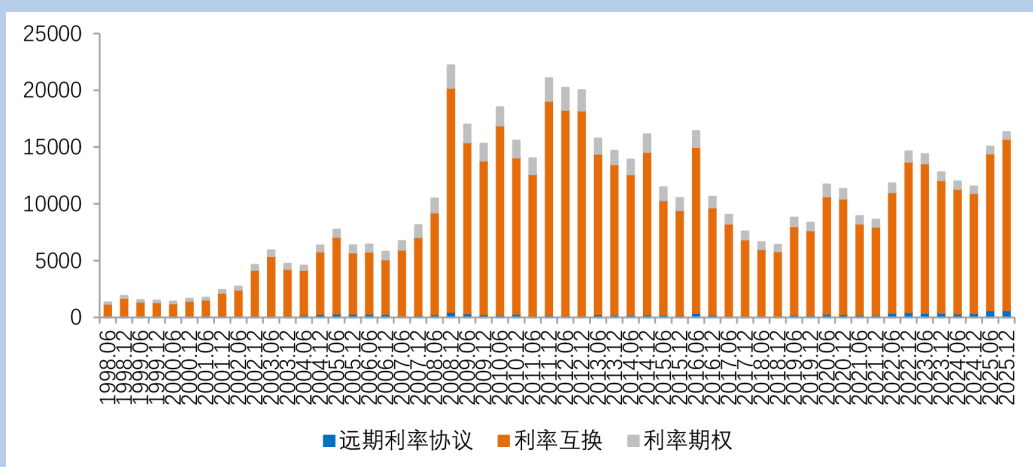


图 3-6：各利率衍生品总市值历年变化（单位：十亿美元）

2. 外汇衍生品

约名义本金总额为 148.7 万亿美元，同比增长

2025 年，全球外汇衍生品市场保持增长

14.3%，总市值为 4.9 万亿美元，同比增长 1.3%

态势。截至 2025 年末，外汇衍生品未到期合

（见图 3-7）。

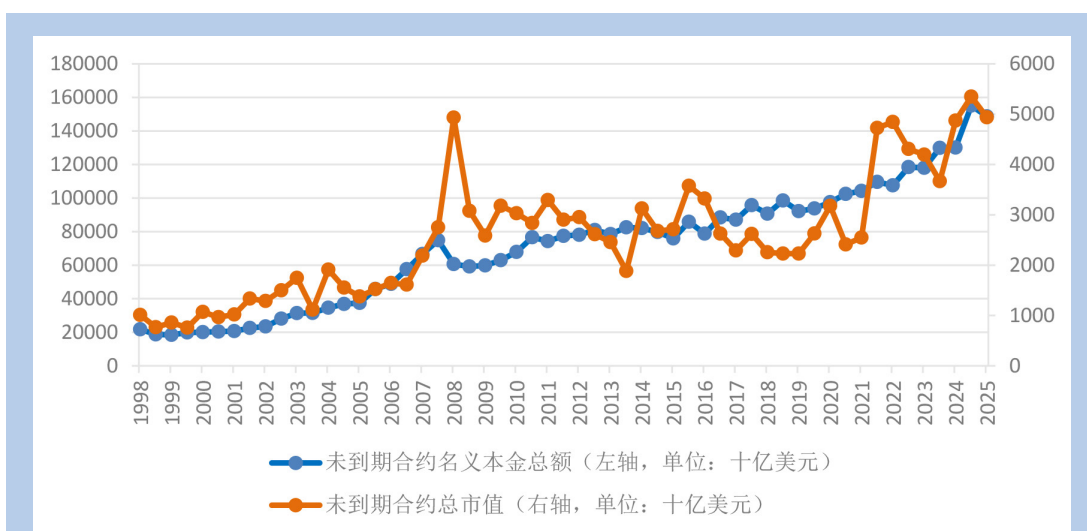


图 3-7：国际场外外汇衍生品市场未到期合约名义本金总额和总市值

远期和外汇掉期³、货币互换和期权是外汇衍生品的主要品种。截至2025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56.0%，货币互换占比次之，为30.9%，期权占比最小，为13.0%；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58.0%和33.2%，期权市值仅占比8.8%。

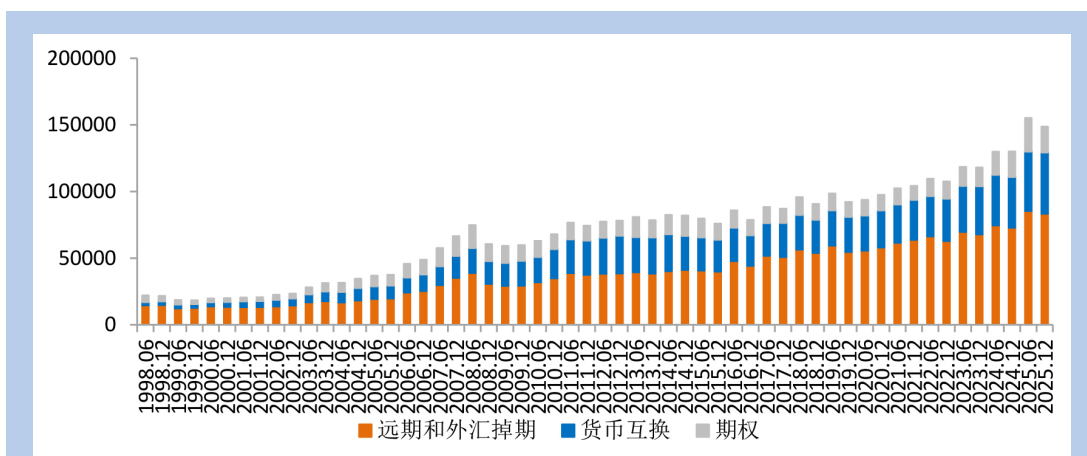


图 3-8：各外汇衍生品名义本金总额历年变化（单位：十亿美元）

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。

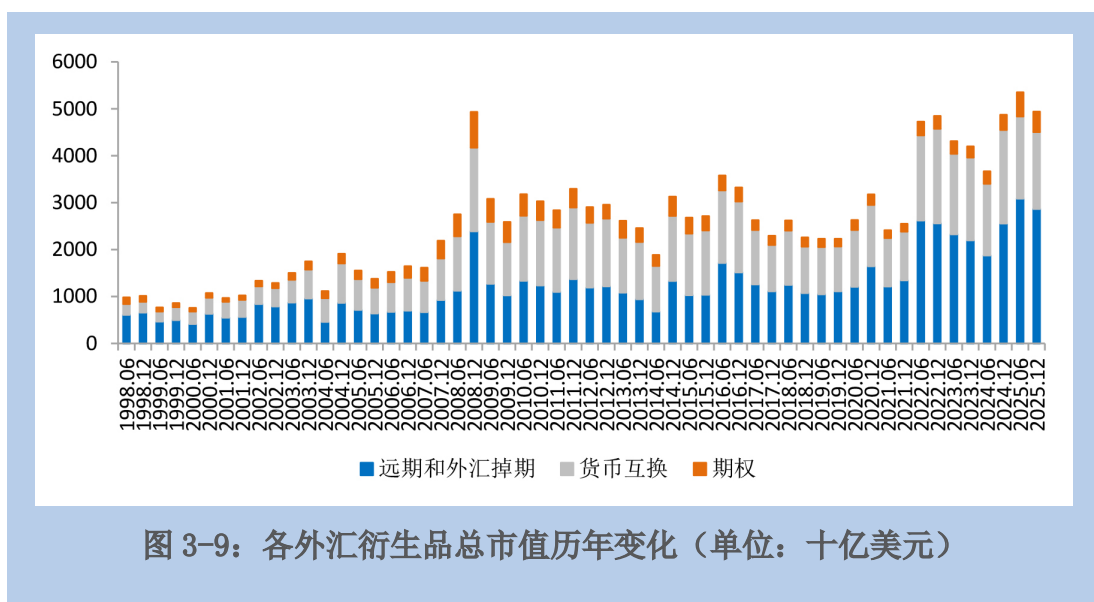


图 3-9：各外汇衍生品总市值历年变化（单位：十亿美元）

3. 信用衍生品

11.3 万亿美元，同比增长 22.1%，未到期总市

2025 年，全球信用衍生品市场稳中有增。 值为 0.3 万亿美元，同比增长 54.5%。

截至 2025 年末，未到期合约名义本金约为

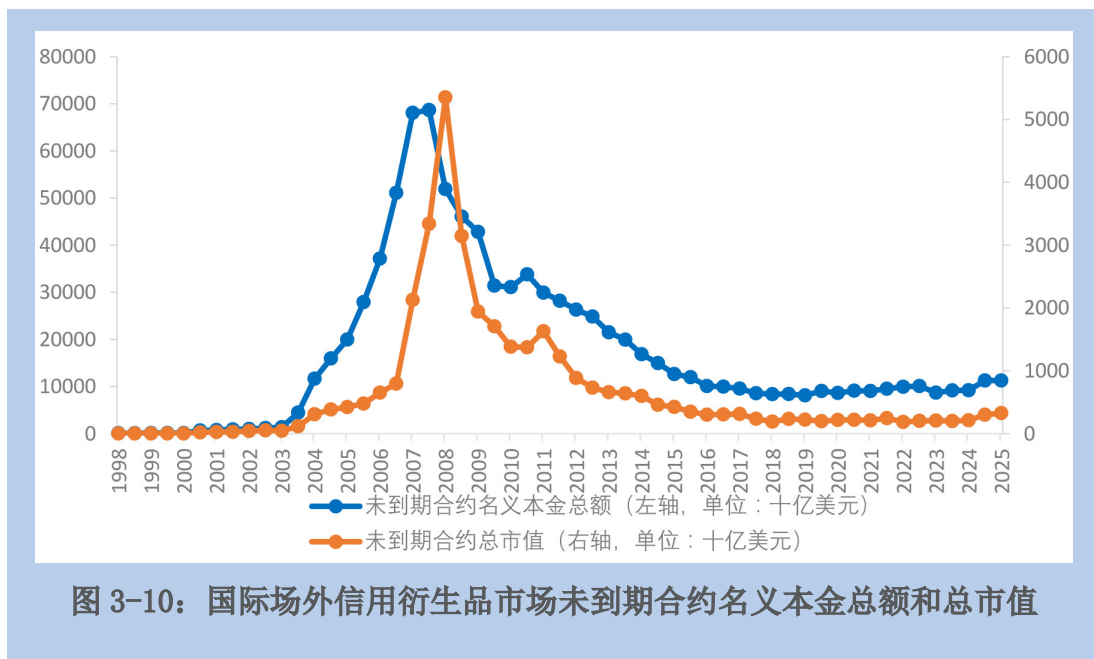


图 3-10：国际场外信用衍生品市场未到期合约名义本金总额和总市值

CDS 是信用衍生品的主力品种，市场规模 规模的 48.4% 和 51.6%。从未到期合约名义本（总市值）占比 83.3%，单名（Singlename） 金来看，截至 2025 年末，单名 CDS 为 4.6 万 CDS 和多名（Multiname）CDS 分别占 CDS 市场 亿美元，同比增长 18.1%；多名 CDS 为 6.4 万

亿美元，同比增长 24.4%（见图 3-11）。从 名 CDS 总市值约为 0.14 万亿美元，同比增长 39.7%（见图 3-12）。

值约为 0.13 万亿美元，同比增长 63.7%；多

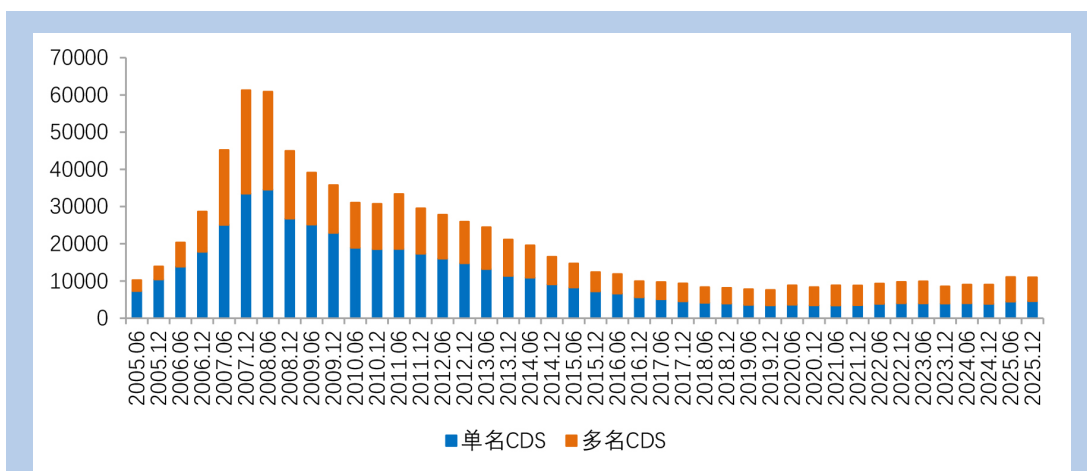


图 3-11：各信用违约互换产品名义本金总额历年变化（单位：十亿美元）

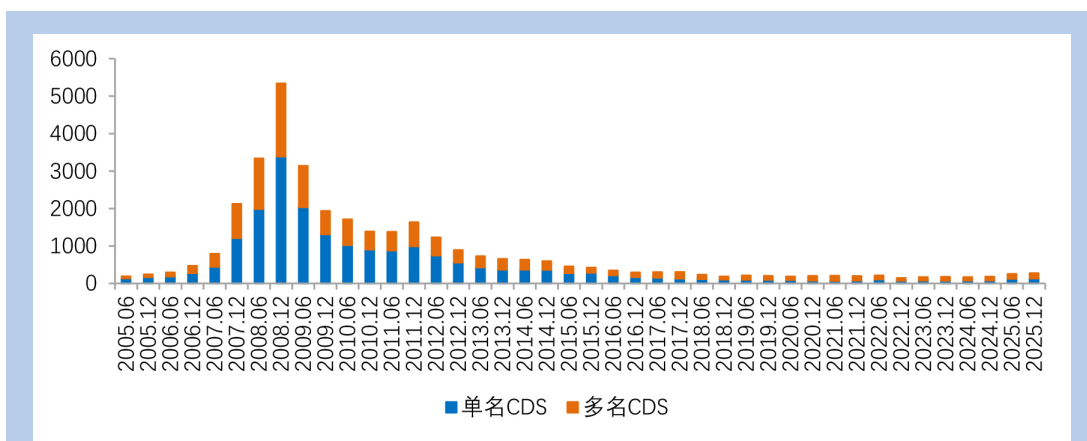


图 3-12：各信用违约互换产品总市值历年变化（单位：十亿美元）

4. 权益衍生品

为 11.9 万亿美元，同比增长 34.1%，总市值

2025 年，权益衍生品市场规模有所上升。约 0.8 万亿美元，同比增长 28.2%。

截至 2025 年末，未到期合约名义本金总额约

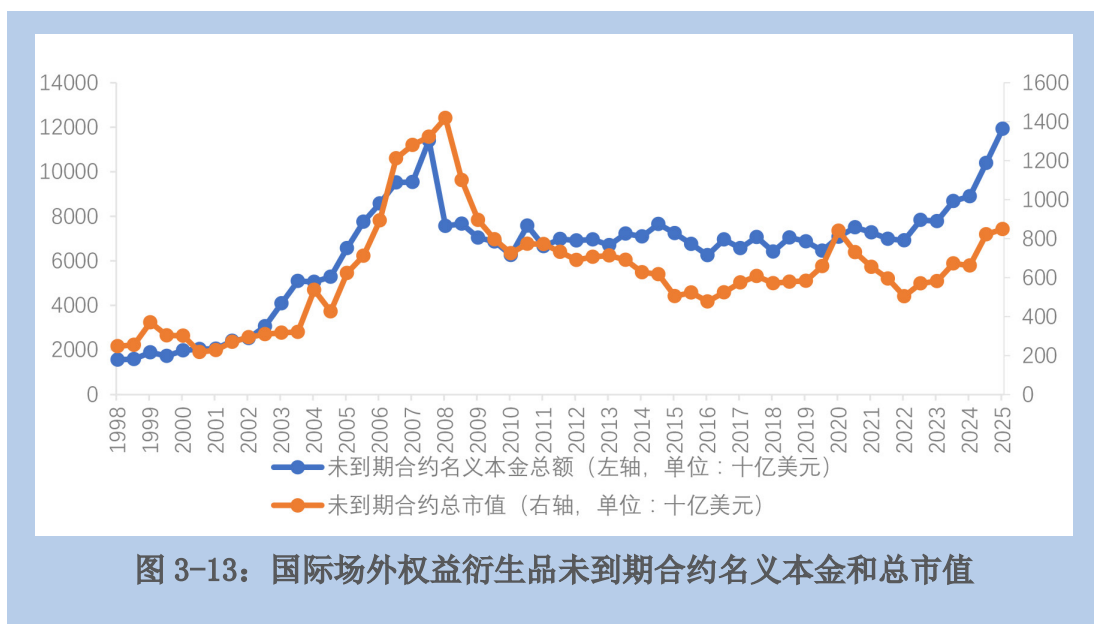


图 3-13：国际场外权益衍生品未到期合约名义本金和总市值

从品种上看，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 6.3 万亿美元和 5.6 万亿美元，占权益衍生品市场规模 52.8% 和 47.2%，总市值分别为 0.4 万亿美元和 0.5 万亿美元，分别占权

益衍生品市值的 41.7% 和 58.3%。从期限上看，权益衍生品短期产品占比较大，1 年期以下产品名义本金总额为 6.8 万亿美元，在权益衍生品名义本金总额中占比 57.1%。

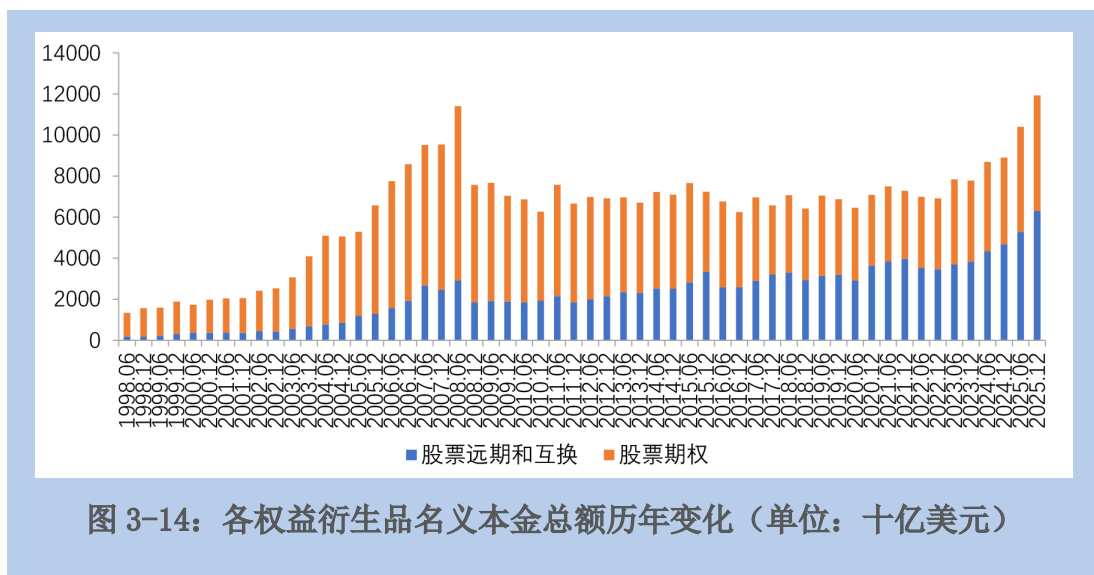
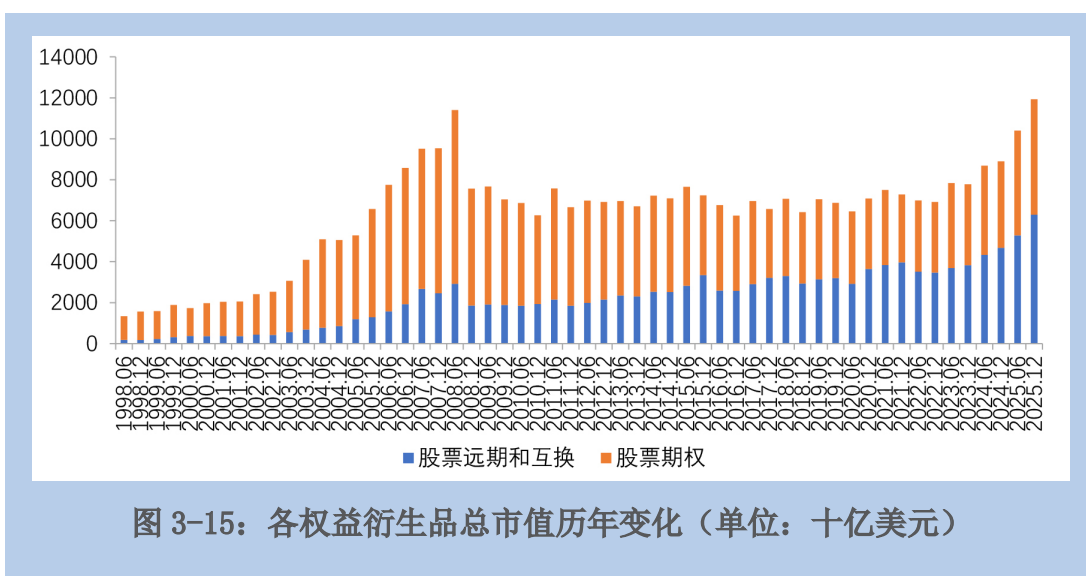
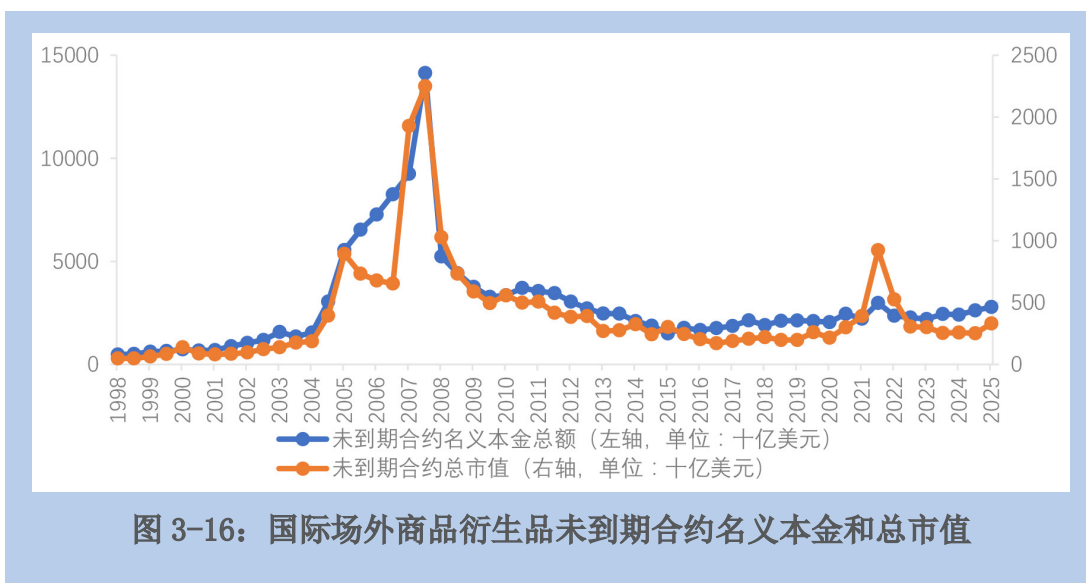


图 3-14：各权益衍生品名义本金总额历年变化（单位：十亿美元）



5. 商品衍生品

截至 2025 年末，商品场外衍生品未到期名义本金总额及总市值同比均有所上涨。其中，未到期名义本金总额 2.8 万亿美元，同比增长 15.7%，总市值约 0.3 万亿美元，同比增长 28.8%。



场外商品衍生品主要分为黄金衍生品、贵金属衍生品未到期名义本金总额为 0.2 万亿美元，同比增长 124.6%；其他商品衍生品未到期名义本金总额为 1.4 万亿美元，同比增长 10.8%。截至 2025 年末，黄金衍生品、其他

贵金属衍生品总市值分别为 1111.3 亿美元、其他商品衍生品总市值 1800 亿美元，同比降低 399.8 亿美元，同比增长 158.4% 和 399.7%；低 12.6%。

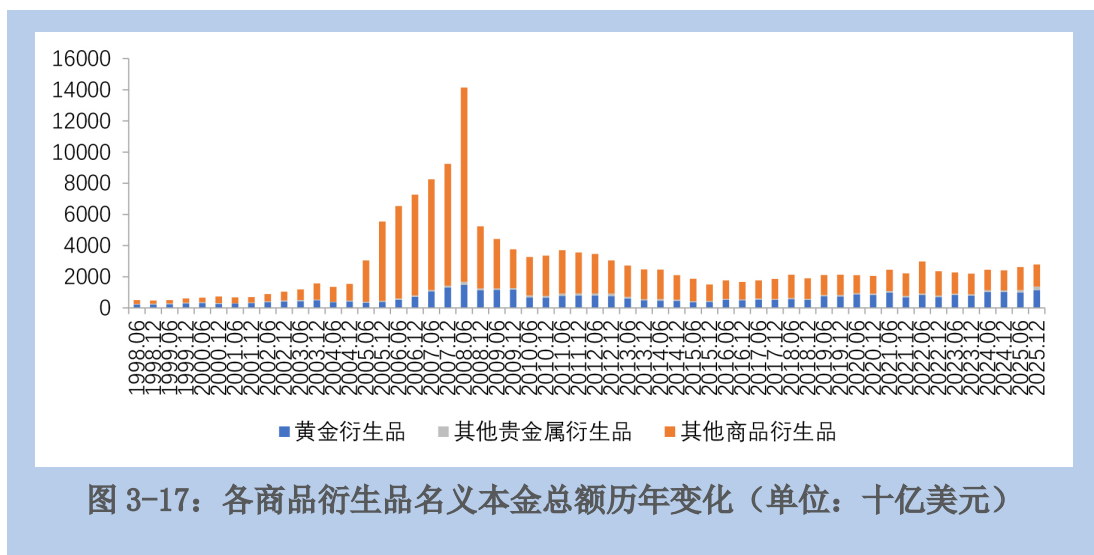


图 3-17：各商品衍生品名义本金总额历年变化（单位：十亿美元）

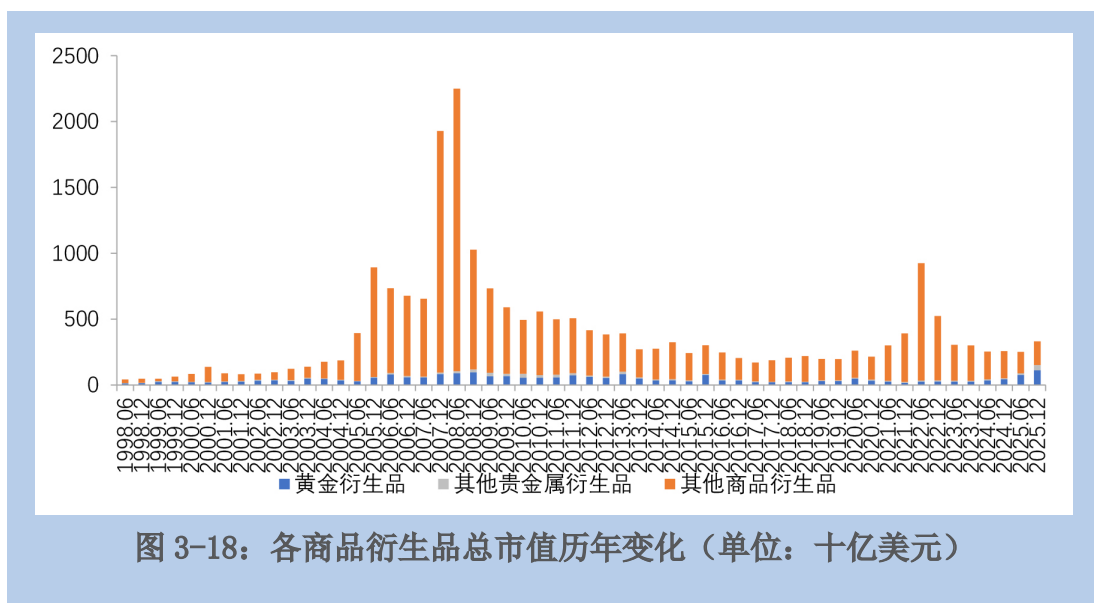


图 3-18：各商品衍生品总市值历年变化（单位：十亿美元）

（二）市场参与者结构基本稳定

国际清算银行（BIS）将场外金融衍生品市场参与者分为三大类，分别是报告交易商、其他金融机构和非金融机构客户。报告交易商是总部在 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。

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、视作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），中央对手方和中央银行也在此类。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。截至 2025 年末，上述三类参与者参与情况如下：

一是其他金融机构交易名义本金占比保持高位，其中中央对手方在多数类型衍生品交易中占比较高。截至 2025 年末，其他金融机构持有的各类场外金融衍生品名义本金占比为 84.7%，同比增长 0.8 个百分点。其中，中央

对手方的名义本金占比达到 64.4%。从细分市场占比看，其他金融机构持有的利率衍生品名义本金占比为 92.2%，其中，中央对手方占比达到 78.8%；其他金融机构持有的外汇衍生品名义本金占比为 52.9%，其中，中央对手方占比仅为 6.0%；其他金融机构持有的信用衍生品名义本金占比为 88.9%，其中中央对手方占比为 69.9%。

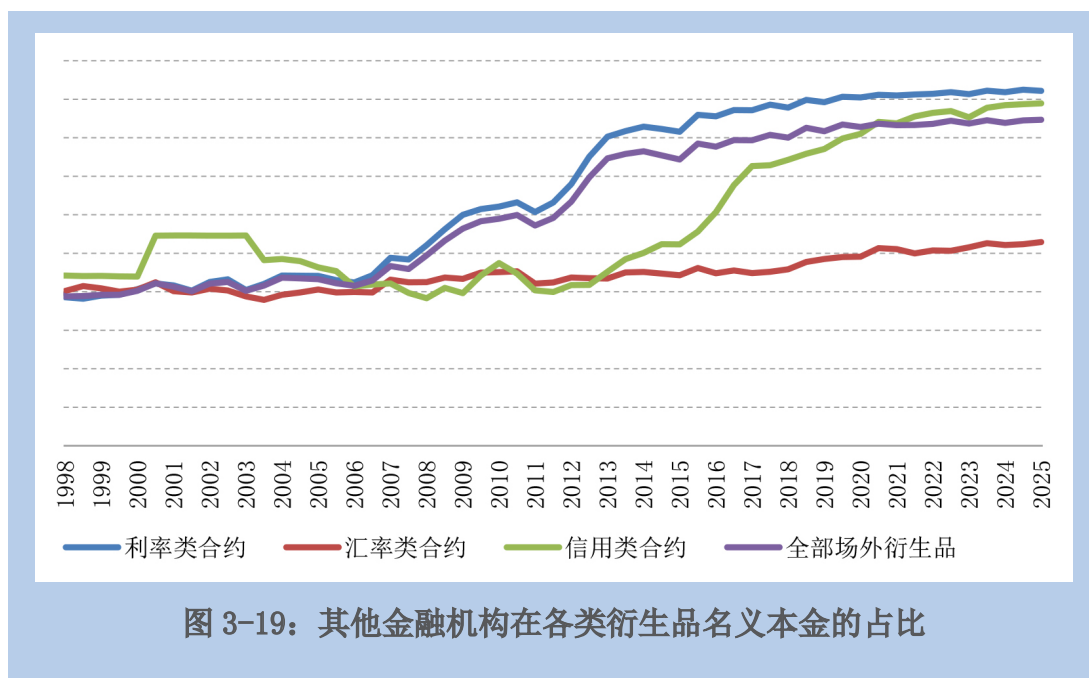
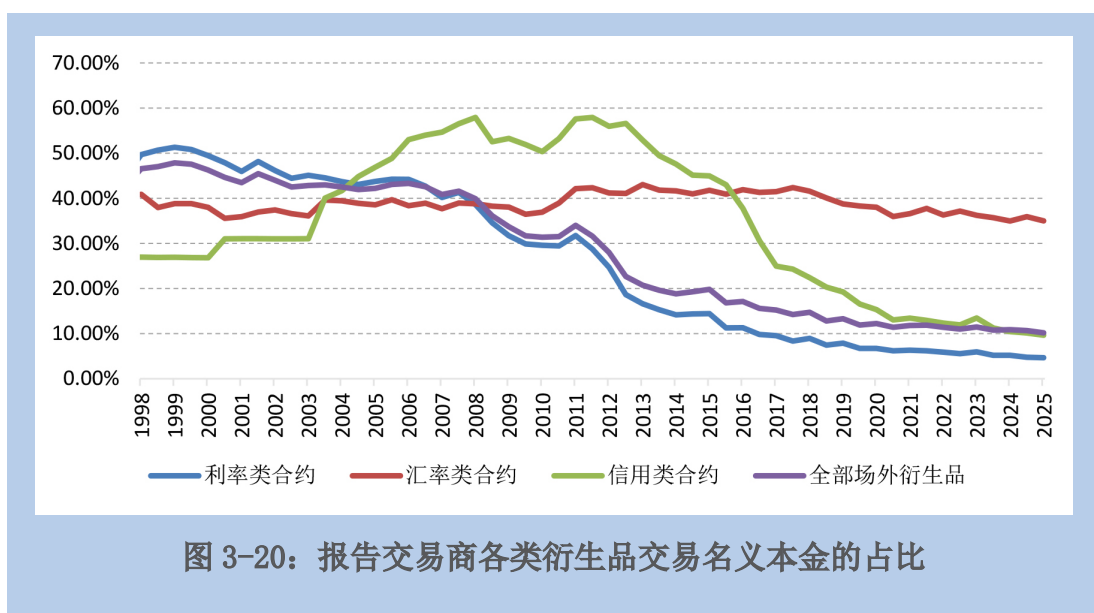


图 3-19：其他金融机构在各类衍生品名义本金的占比

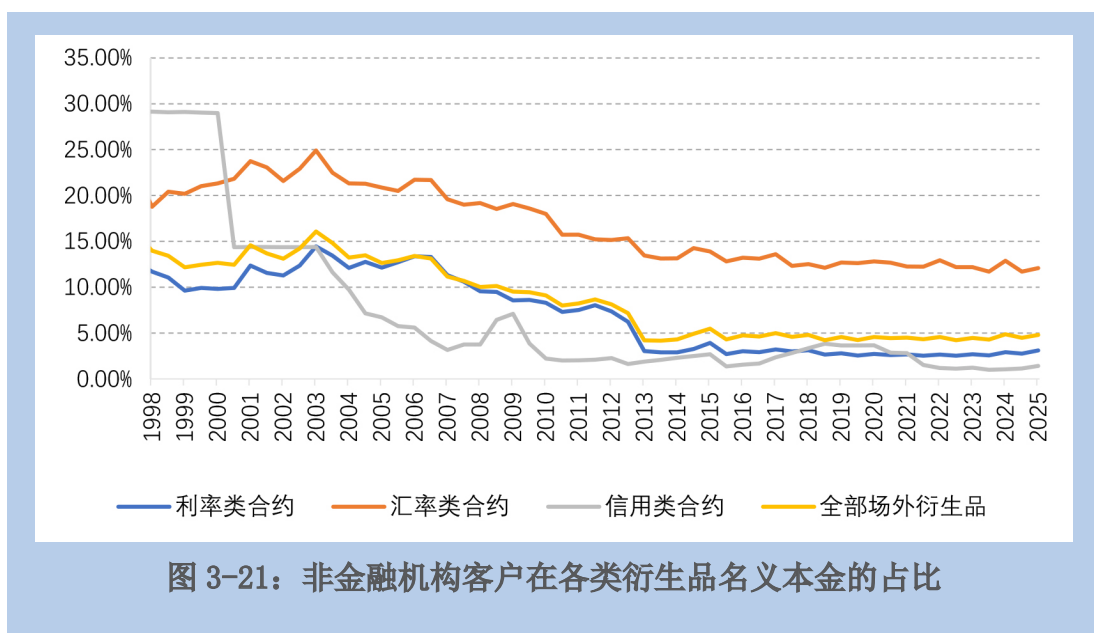
二是报告交易商交易名义本金占比小幅下降。截至 2025 年末，报告交易商交易名义本金占比为 10.2%，同比小幅下降 0.7 个百分点。其中，报告交易商利率衍生品、信用衍生品交

易名义本金占比分别为 4.7% 和 9.6%，同比分别小幅下降 0.5 与 0.9 个百分点，外汇衍生品交易名义本金占比 35.0%，与 2024 年末持平。



三是非金融机构交易名义本金占比稳中有降，主要因外汇衍生品占比下降所致。截至2025年末，非金融机构交易场外金融衍生品名义本金占比为4.8%，同比下降0.1个百分点。其中，非金融机构外汇衍生品交易名义本金占

比为12.1%，同比下降0.8个百分点；利率衍生品交易名义本金占比上升0.2个百分点至3.1%，信用衍生品交易名义本金占比上升0.4个百分点至1.4%。



二、主要监管政策动向

（一）非集中清算衍生品保证金

1. 部分国际组织建议进一步完善变动保证金操作、强化初始保证金模型应用。

BCBS、CPMI、IOSCO 联合发布《在非集中清算市场优化变动保证金流程与初始保证金模型响应能力》（Streamlining variation margin processes and initial margin responsiveness of margin models in non-centrally cleared markets）最终报告，主要内容包括：一是建议完善变动保证金操作。变动保证金在压力时期可能在结算时效、估值一致性、自动化水平、流动性准备等方面存在短板，建议市场参与者在监管允许范围内双边灵活设置各类合格担保品，以应对现金挤兑风险。重视变动保证金交换操作中的标准化和自动化问题，评估通过第三方服务减少沟通摩擦与操作失误。二是优化初始保证金模型应用。建议市场参与者定期对 SIMM 模型进行回测，防范保证金不足风险，并加强运营和流动性管理，为保证金不足、逆周期情况、模型校准等情况做好准备。

2. CFTC 扩充变动保证金合格担保品范围。

CFTC 发布 CFTC Letter No.25-11，明确特定美国国债交易所交易基金可作为非集中清算衍生品交易项下的合格担保品，用于互换交易商（SD）和主要互换参与者（MSP）与交易对手之间的保证金要求，提升担保品管理的灵活性。

3. ESMA 推动提升保证金模型的透明度。

ESMA 发布《EMIR 3 保证金透明度要求草案监管技术标准咨询文件》（Consultation on EMIR 3 draft RTS on Margin Transparency requirements），明确符合条件的清算服务提供者（CSP）应向其客户提供符合监管要求的欧盟中央对手方（CCP）保证金模型信息及模拟场景。欧盟 CCP 还需提供清算会员要求的相关信息，提升保证金计算、追加的透明度和可预测性。

（二）交易对手信用风险和交易行为管理

1. BCBS 就非集中清算衍生品的交易对手信用风险（CCR）计量模型进行优化。

BCBS 发布《交易对手信用风险管理指引》（Guidelines for counterparty credit risk management），拟于 2026 年起分阶段在全球落地实施，内容涵盖：调整违约概率（PD）、违约损失率（LGD）的参数校准要求，简化中

小银行适用的标准法计量流程，并强化对衍生品交叉违约条款、净额结算协议的法律有效性审查要求。

2. IOSCO 就预期性对冲行为提供指导。

IOSCO 发布《预期性对冲》（Pre-hedging）最终报告，就交易商在客户最终确认成交或接受报价之前就建立对冲交易头寸的行为进行指导，包括预对冲的行事标准、信息披露要求、内部合规与监控措施等风险管理标准、信息隔离和留痕机制。

3. CFTC 优化互换交易商业行为要求，

减轻市场机构合规负担。CFTC 发布《关于互换交易商和主要互换参与者业务行为操守及互换交易文件要求的修订规则》（Revisions to Business Conduct and Swap Documentation Requirements for Swap Dealers and Major Swap Participants），取消互换交易商（SD）和主要互换参与者（MSP）在交易前需额外向特定对手方披露市场中间价的强制要求；针对符合条件的待清算衍生品交易，豁免部分外部业务行为及交易记录留存要求；针对合格主经纪商安排（Qualified Prime Broker Arrangement）中的交易行为，豁免部分信息

披露义务。

（三）中央对手清算（CCP）

1. ESMA 要求相关市场参与者需在欧盟 CCP

开设活跃账户。ESMA 发布《EMIR 3 活跃账户要求监管技术标准最终报告》（Final Report on EMIR 3 RTS on Conditions of the Active Account requirement），明确相关市场参与者在欧盟境内 CCP 需开设活跃账户，活跃账户需满足一定的业务运营及代表性要求，此举可进一步压实市场参与者的属地清算运营义务。

2. ESMA 为欧盟各成员国提供 CCP 处置相

关指导。ESMA 发布中央对手方处置指导文件（CCP resolution briefing），为欧盟各成员国处置机构在 CCP 处置中使用“现金追缴”（Cash Call Mechanism）工具提供指导。“现金追缴”是指在 CCP 面临重大财务危机时，如果违约清算会员缴纳的保证金、违约基金等自身资源无法覆盖损失，成员国处置机关可以授权 CCP 向没有违约的清算会员追缴资金。

（四）交易报告与市场透明度

1. IOSCO 建议单名 CDS 市场实施交易报告

机制。IOSCO 发布《单名信用违约互换市场》

最终报告，对单名 CDS 市场透明度不足、流动性偏低等问题进行了评估，认为单名 CDS 交易报告要求有利于降低信息不对称、促进价格发现、以及提升市场参与度。建议各监管当局结合本地产品流动性、做市及风险对冲需求等情况，提升单名 CDS 市场交易后透明度。

2. MAS 更新衍生品交易报告数据报送要求。MAS 发布《证券期货衍生品交易合约报告修订条例》（Securities and Futures

（Reporting of Derivatives Contracts）（Amendment）Regulations），更新衍生品交易报告要求，以匹配 CPMI-IOSCO 国际技术指引关于交易报告采用唯一交易识别码（UTI）、唯一产品识别码（UPI）、其他关键数据要素（CDE）等要求，以及相应的报告内容、数据格式等。新加坡衍生品交易存储库已开始按照要求发布相关数据。

第四章

我国场外金融衍生品市场发展展望

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》明确提出，要稳步发展期货和衍生品市场。衍生品具有实现风险对冲、稳定净值、增厚收益、头寸管理等广泛应用场景，是我国金融市场重要组成部分。展望2026年，我国场外金融衍生品市场建设持续推进，在顺应国际监管趋势并结合我国市场实践基础上，在交易报告、保证金等机制建设，以及对外开放、风险管理、参与者拓展等方面有望取得积极进展，进一步提升防范金融风险水平和服务实体经济质效。

场外衍生品交易报告机制进一步完善。

2008年金融危机反映出场外衍生品市场不透明是系统性风险爆发的重要原因。经多年发展，我国场外衍生品市场已形成一定规模，在金融市场对外开放背景下，市场透明度有望进一步提升。随着银行间市场数据报告库（上海）股份有限公司成立，有望全面收集在金融基础设施之外达成交易的各类场外衍生品数据，持续

规范场外衍生品数据报送相关工作，实现既“放得开”又“管得住”，进一步强化市场风险防控。

非集中清算衍生品保证金机制有序落地。

非集中清算衍生品保证金要求在国内进入逐步落地阶段，我国场外衍生品市场将在风险管理、估值与担保品调拨、通知确认和争议解决等方面迎来更加系统的机制性安排。其中，变动保证金于2026年9月1日起执行，初始保证金要求最早将于2027年9月1日执行，市场参与者对相关法律文本需求更为迫切。交易商协会已于2025年底发布变动保证金履约保障文本，2026年将加强市场宣介，推动市场机构有序签署。同时，研究起草初始保证金相关文本，因地制宜推动我国保证金机制有序落地。

衍生品参与者和应用场景持续拓展，更好

满足各类机构风险管理需求。随着利率衍生品交易清算服务供给持续丰富，机构展业便利度进一步提升，有更多中长期保险资金和银行理财有望参与利率衍生品业务。同时，外汇衍生

品引入更多外资机构，支持人民币外汇衍生品业务创新，企业汇率风险管理服务持续完善。

信用衍生品参与群体持续扩容，产品标准化程度不断提升，交易型需求带动流动性进一步增强，更好服务实体经济。

基础设施和标准文本服务持续优化，更好助力对外开放。“互换通”参与者稳步扩容，产品谱系与机制安排持续完善，离岸人民币衍生品供给不断丰富，可持续便利境外投资者对冲人民币资产风险。同时，通过研究优化衍生品主协议文本及配套文件，与国际市场标准文

本进一步接轨，便利境内外投资者开展跨境交易。

市场参与者衍生品业务内部管理机制不断完善。随着衍生品业务精细度和复杂程度持续提升，市场机构需持续完善自身风险管理体系，全面梳理和细化内部风险管理要求，健全内控机制，着力强化交易对手风险管理、套期会计运用等内部机制建设，持续提升风险管理能力与业务精细化水平，在保障交易灵活性的同时实现风险总体可控，推动衍生品业务稳健合规发展。

专题一 变动保证金实践与实施展望

变动保证金（VM）用于缓释存量场外衍生品交易净额结算组合的当前风险暴露，该暴露取决于每日盯市产生的价值变动。初始保证金（IM）用于缓释场外衍生品交易对手发生违约后，潜在风险暴露进一步扩大的风险。二者共同构成场外衍生品市场的强制保证金体系。2024年12月，国家金融监督管理总局（以下简称“金监总局”）印发《金融机构非集中清算衍生品交易保证金管理办法》（以下简称《办法》），旨在防范金融机构场外衍生品交易对手信用风险，推动境内场外衍生品交易对手信用风险管理逐步由授信模式为主转变为强制保证金交换模式为主，与国际上监管要求接轨。

一、国际变动保证金实践主要进展

国际组织评估重点由变动保证金监管框架搭建转向持续优化。BCBS、CPMI与IOSCO等国际组织总体上认可现行国际监管框架的总体有效性，但监管的评估重点已由前期的变动保证金框架搭建转向流程优化，进一步提升变动保证金的可操作性、流程效率以及抗压程度。同时，境外司法辖区持续完善变动保证金配套

机制。欧盟、美国及亚太地区等境外司法辖区重点推动保证金交收的标准化和透明度建设，推动变动保证金计算、担保品管理等流程在国际上形成一致标准。

二、变动保证金制度安排

《办法》主要适用于金监总局及其派出机构所监管的金融机构及其发行的资产管理产品（以下简称“资管产品”），主要包括：一是对合格担保品范围、折扣系数、再质押或再使用安排、外汇风险、集中度风险以及错向风险控制等担保品管理安排作出规定，与国际标准接轨的同时，鼓励使用人民币资产作为保证金。二是设置非金融机构套期保值豁免、企业集团财务公司豁免等安排，兼顾实体企业套期保值与经营风险对冲的需求。三是提出替代合规机制，允许符合条件的跨境交易适用等效或更审慎的境外保证金要求，减少合规冲突。

三、变动保证金准备工作

一是推进制度内化和流程梳理。金融机构应建立完善的保证金管理政策和程序，明确部门间职责分工，并配备相匹配的专职人员。

变动保证金要求先行实施，意味着市场机构需要将《办法》要求转化为内部制度、业务流程和职责分工，围绕估值参数、通知确认、担保品管理、争议处理、流动性安排和跨境合规等关键环节，明确前中后台职责边界，将变动保证金管理要求全面纳入风险管理与操作管理框架。

二是提升担保品日常管理能力。变动保证金需要每日计算，随后完成通知、交收等流程，并约定保证金争议解决程序。金融机构还应采取措施防范担保品的外汇风险、集中度风险和错向风险。因此，变动保证金要求的实施将带来的一定的担保品调拨和流动性管理压力，对日常运营能力提出更高要求。因此，市场机构应结合自身交易结构、客户类型和担保品储备情况，评估高质量流动性资产（HQLA）和可用担保品的配置安排，建立担保品管理和流动性应急机制。

三是积极推进履约保障协议修订。为落实变动保证金要求，交易商协会发布了《中国银行间市场金融衍生产品交易转让式履约保障文件（变动保证金-2025年版）》，细化变动保证金计算机制、监管合规、管辖法等内容，引

入结算完成日、履约保障品合格条件等条款。市场机构需要尽早与交易对手签署相关履约保障协议，减少生效前后的操作摩擦，为制度平稳实施创造更好条件。

四、变动保证金落地影响

一是有助于完善境内担保品管理机制。长期以来，境内非集中清算衍生品交易对手信用风险管理更多依赖授信管理和资本约束，交易双方对盯市结果、担保品调拨和争议处理的日常机制化经验与安排相对有限。随着变动保证金要求实施，市场机构将同步规范相关估值口径、通知流程、担保品管理和争议处理等配套机制，减少无担保风险敞口在市场波动时的累积和传导。

二是提升境内资产的流动性和使用效率。国际变动保证金安排多采取所有权转让制，《办法》允许变动保证金再质押再使用，支持转让式交收安排在我国落地。当合格担保品为债券等非现金资产时，转让式安排有助于缓解质押带来的资产闲置问题，促进债券交易流通。

三是一定程度上增加衍生品运行成本。变动保证金交收存在一定的资金和操作成本，特别是对于中小金融机构而言，其内部配套机



制尚不健全，每日估值和交收的带来的运营压力可能影响其衍生品业务积极性。同时，对于CRMW 等我国特有的“一对多”产品，双边保证金要求较难执行，将对相关市场产生深远影响。



专题二

离岸人民币金融衍生品市场发展情况

离岸人民币衍生品作为离岸金融市场与人民币国际化进程的重要组成部分，在全球跨境贸易投资中发挥着对冲汇率利率风险、提升离岸人民币流动性、完善价格发现机制的重要作用。回顾离岸人民币衍生品市场的发展历程与当前格局，有助于为我国进一步推进人民币国际化、完善离岸金融市场建设、提升市场风险防控能力提供借鉴。

一、离岸人民币衍生品发展历程

上世纪 90 年代，随着中国市场的逐渐开放和外商投资的需求增长，在中国香港、新加坡等地出现最早的离岸人民币外汇衍生品市场，产品以人民币无本金交割远期为主，为境外企业和投资者提供了对冲人民币汇率风险的工具。2007 年 10 月 9 日，花旗银行和汇丰银行在海外市场成交了首笔以 3 个月 Shibor 为浮动基准的 3×6（即 3 个月后期、6 个月后期，期限 3 个月）远期利率协议，离岸人民币远期利率协议开始进入市场，但由于缺乏具有公信力的浮动基准利率，市场规模始终有限。

2010 年 7 月，中国人民银行与香港人民

币业务清算行签署新修订的《香港银行人民币业务的清算协议》，允许中国香港的银行为金融机构开设人民币账户和提供各类服务，离岸人民币市场正式形成，可交割的离岸人民币远期、掉期等产品逐步出现。2013 年 6 月，香港财资市场公会（TMA）正式推出离岸人民币香港银行同业拆息（CNH HIBOR），标志着离岸人民币拥有了独立的定价基准。CNH HIBOR 涵盖隔夜至 1 年期等多个期限品种，为离岸人民币债券、贷款等金融产品提供了定价锚。在此基础上，以中国香港市场为代表的场外利率互换和货币掉期交易开始活跃，基于隔夜 CNH HIBOR 的隔夜利率互换开始在银行间市场出现。此后，离岸人民币衍生品市场迅速发展，根据国际清算银行统计数据，2025 年 4 月离岸人民币外汇衍生品日均交易规模达 4130 亿美元，较 2013 年同期增长 4.7 倍，离岸人民币利率衍生品日均交易规模达 385 亿美元，较 2013 年同期增长 18.1 倍。

二、离岸人民币衍生品市场现状

（一）离岸人民币外汇衍生品

从产品种类来看，离岸人民币外汇衍生品主要包括远期、外汇掉期、货币掉期、期权等，以场外交易为主。外汇掉期是最活跃品种，期权市场份额相对稳定，远期市场份额逐年萎缩，货币掉期规模较小。根据国际清算银行统计数

据，2025 年 4 月离岸人民币外汇掉期市场日均成交 2552 亿美元，占比 62%；远期市场日均成交 809 亿美元，占比 20%；期权市场日均成交 717 亿美元，占比 17%。

专题二 表 1：2025 年 4 月离岸人民币外汇衍生品日均交易量⁴

离岸市场	外汇掉期	远期	货币掉期	期权	合计
中国香港	2147.06	170.86	25.02	147.21	2490.14
英国	532.76	486.75	26.88	365.91	1412.31
新加坡	746.69	131.44	8.67	207.58	1094.38

从地域分布来看，近年来离岸人民币外汇衍生品交易高度集中于中国香港、英国伦敦和新加坡三大外汇交易中心（见表 1）。其中，中国香港依托和内地的紧密贸易联系，以及“债券通”“互换通”等互联互通机制，成为全球最大的离岸人民币外汇衍生品交易中心，2025 年 4 月中国香港离岸人民币外汇衍生品日均交易量 2490 亿美元，规模超过在岸市场，以外汇掉期交易为主。英国伦敦作为全球最大外汇交易中心，近年来超越新加坡成为全球第二大离岸人民币外汇衍生品交易中心，2025 年 4 月英国伦敦离岸人民币外汇衍生品日均交易量 1412 亿美元，其远期交易量在离岸市场中排

名第一。新加坡地处东南亚核心枢纽区位，服务《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）及共建“一带一路”项下贸易结算业务，是全球第三大离岸人民币外汇衍生品交易中心，2025 年 4 月新加坡离岸人民币外汇衍生品日均交易量 1094 亿美元，离岸人民币与东盟货币对交易活跃。除此之外，包括日本、瑞士、阿联酋等在内的全球 46 个国家和地区均有离岸人民币外汇衍生品交易，覆盖全球主要大洲。

（二）离岸人民币利率衍生品

从产品种类来看，离岸人民币利率衍生品以利率互换为主导，隔夜指数掉期、利率期权、远期利率协议的规模相对较小。根据国际

4 数据来源：国际清算银行 2025 年三年期中央银行调查（未剔除跨境交易重复计算部分），单位：亿美元，下同。

清算银行数据，2025 年 4 月离岸人民币利率互换日均成交额 351.7 亿美元，占比 91.4%，主要包括以 CNH HIBOR 等基准利率为定价基础的各类利率互换。隔夜指数掉期日均成交额为 32.0 亿美元，占比 8.3%；远期利率协议日均成交额 0.3 亿美元，利率期权日均成交额 0.6

亿美元。但从国际利率衍生品市场前五大币种（即欧元、美元、英镑、日元、澳元）市场来看，隔夜指数掉期产品均为成交额占比最大的品种，日成交额占比分别为 42%、88%、95%、94%、54%。

专题二 表 2：2025 年 4 月离岸人民币利率衍生品日均交易量					
离岸市场	远期利率协议	隔夜指数掉期	利率互换	利率期权	合计
中国香港	0.01	2.17	242.65	0.45	245.27
新加坡	-	0.92	79.10	0.26	80.28

从地域分布来看，经过近二十年的发展，中国香港与新加坡已成为离岸人民币利率衍生品最为活跃的两个市场。尽管两地在市场基础、监管政策和产品结构上存在差异，但均在全球人民币国际化进程中扮演着不可或缺的角色。根据国际清算银行统计数据，香港离岸人民币利率衍生品市场交易规模领先，人民币市场外利率衍生品日均成交金额由 2022 年 4 月的 147 亿美元增长至 2025 年 4 月的 245 亿美元，继续维持全球最大离岸人民币场外利率衍生品中心的地位。其中，香港离岸人民币利率互换日均交易量是新加坡的 3 倍以上，这与香港作为连接内地与全球资本市场的重要门户高度相关。大量境外投资者持有在岸人民币债券后，

需要通过利率互换对冲久期和利率风险，形成了坚实的现货需求支撑，“互换通”上线进一步便利境外投资者参与在岸利率互换市场，也促进了香港场外利率互换交易的活跃。

三、离岸人民币衍生品市场展望

（一）互联互通持续深化

中国香港已成为全球规模最大、最具影响力的人民币离岸业务枢纽，随着内地与香港金融市场互联互通持续推进，“债券通”“互换通”等机制安排不断完善，利率汇率等衍生工具不断丰富，境外投资者流动性管理和风险对冲也将更加便利，并由此推动香港离岸人民币市场的深度和韧性将进一步提升，人民币资产在全球投资组合中的可配置性也有望继续增强。

（二）产品体系进一步丰富

随着香港正式推出 5 年期人民币国债期货品种，可以进一步满足境外投资者日益增长的利率风险管理及交易需求。此外，挂钩“一带一路”沿线国家货币的衍生品、离岸人民币信用衍生品等创新产品也有望逐步丰富，满足市场多元化需求。

（三）基础设施服务不断完善

2025 年 1 月，香港场外结算有限公司接受境外投资者通过“债券通”持有的在岸国债和政策性金融债（CGB）作为“北向互换通”

业务的履约抵押品，有效缓解离岸人民币流动性季节性紧张的痛点，投资者无需为对冲利率风险而额外准备现金，极大提升持有我国固定收益资产的综合收益。未来，离岸人民币衍生品市场基础设施将持续优化升级，为市场高效运行筑牢根基。

随着境内外市场的互联互通和产品互补发展，离岸人民币衍生品市场将向更加开放、更加高效的方向演进，为全球投资者提供更为完善的风险管理工具箱。

专题三

关税冲击对汇率衍生品市场的影响

2025 年，单边主义和保护主义升级，市场预期不断调整。汇率衍生品市场充分体现出关税冲击对金融市场的深刻影响，通过风险情绪、中美利差、贸易盈余等多条路径，向衍生品市场充分传导了政策预期与风险溢价。

一、2025 年汇率衍生品市场回顾

（一）关税冲击初期掉期上行，波动率处于区间低位。2 月起，美国对加拿大、墨西哥、中国相继开始加征关税。这一阶段美元偏弱，欧元从 1.02 附近低位反弹至 1.08，人民币汇率从 7.30 向 7.22 小幅回落，在岸人民币掉期曲线震荡上行，1 年期掉期点从 -2300 点上行至 -1950 点。主要发达国家币种外汇期权波动率（反映市场对未来汇率波动幅度预期）整体处于区间低位，如欧元在 7% 附近，澳元在 8% 附近，离岸人民币在 5% 附近，低于年初水平。

（二）关税全面升级，掉期点高位震荡，波动率大幅跳升。4 月，美国对所有贸易伙伴加征 10% 基准关税，对贸易逆差大国加征更高关税，对华关税高达 145%。受此影响，离岸人民币价格一度越过 7.42 创历史高位，在岸

亦触及 7.35，1 年期掉期点在 -1900 点高位震荡。G7 货币、人民币、新兴市场货币各期限波动率均陡然抬升，短期幅度高于长期，其中澳元 1 个月隐含波动率超过 16%，离岸人民币 1 个月隐含波动率一度接近 7.5%，期权 3 个月 25Delta 的风险逆转（Risk Reversal）波动率从年初 -0.25% 左右上涨至最高 1.2%。

（三）缓和阶段掉期点继续上行，波动率快速回落。随着市场恐慌逐渐消退，叠加中美贸易顺差仍处高位、美联储降息预期和中美利差进一步收窄等因素，1 年期掉期点恢复上行趋势，由 -1900 点上行至 -1200 点。波动率则快速回落，主要货币的期权波动率回落至 2025 年 2-3 月的水平。

（四）消退阶段波动率持续下行，在岸和离岸掉期点趋于一致。中美经贸高层磋商取得实质性成果后，汇市走势维持窄幅区间波动，隐含波动率持续下行，创近年来新低。人民币 1Y 期限以内的风险逆转期权报价由正转负，市场交易动机由规避贬值风险向规避升值风险转变，汇率波动尾部风险预期降低。此外，

在岸离岸波动率持续收窄，创下 10 年来波动率价差最窄水平，1 年价差一度跌至 0.1% 以内。在岸离岸人民币掉期点趋于一致，点位也从 -2000 点持续单边回升至 -1200 附近。

二、影响汇率衍生品市场的因素

（一）市场避险情绪是基础因素。关税事件发酵初期，尽管市场保持警惕，但整体情绪相对稳定，外汇期权整体波动率甚至略有回落。但随局势持续升级，避险情绪成为市场主导因素，对风险和大宗商品价格敏感的高息货币遭到重挫，市场紧急对冲人民币贬值风险，导致离岸外汇市场波动明显高于在岸。从历史情况看，**市场风险情绪的关键在于知悉风险的边界，而不完全是事件在当下的烈度。**随着市场预期逐渐稳定，风险情绪迅速好转，最终外汇市场趋于稳定，主要货币逐渐恢复低波动状态。

（二）关税冲击强化中美利差收窄预期，是掉期点大幅上行趋势的底层逻辑。市场认为关税骤升可能大幅推升美国通胀，并强化美联储降息预期，进而推动美元走弱，中美利差收窄。年初，美联储降息预期叠加人民币利率阶段性反弹，推动 1 年期美元和人民币利差急剧收窄，缓解人民币走弱压力。缓和阶段，市场

对美联储降息的预期逐步强化，美元相对于其它货币的利差优势不断收窄，推动外汇掉期点快速上行。但也导致货币市场上美元流动性紧张，机构只能更多通过外汇掉期获取美元，抬升了美元对其它货币的掉期成本。

（三）贸易盈余变化也可能影响汇率衍生品市场。我国贸易盈余作为汇率压舱石，在关税冲击最为激烈的阶段，离岸人民币走弱承压，并在期权市场避险。四季度，我国贸易盈余不降反升，结汇压力促使人民币于四季度升值，促进期权、掉期市场的重新定价。

三、总结

回顾 2025 年，汇率衍生品市场实质上开展了一场压力测试，对复杂局势下市场逻辑逻辑的演变进行了验证。同时，汇率衍生品市场大幅波动，让更多实体企业认识到汇率中性的重要性。市场震荡还提供了充分的交易机会，更好实现机构保值目标。以期权市场为例，截至 2025 年末，人民币外汇期权市场客盘交易量约 0.6 万亿美元，同比增长约 30%，保值需求显著上升。银行间人民币外汇期权交易量约 1.6 万亿美元，同比增长约 56%，市场流动性大幅改善。



专题四

美国基准利率衍生品与浮息债市场联动发展实践

20 世纪 70 年代，受布雷顿森林体系瓦解、两次石油危机接连冲击等多重因素叠加影响，全球利率大幅波动，市场迫切需要能对冲利率风险的新工具，直接推动美国基准利率衍生品市场与浮息债市场相继诞生。经过长期演进与持续完善，美国两大市场协同迭代、深度融合，现已成为全球范围内基准利率衍生品与浮息债联动发展的典范。

一、美国基准利率衍生品与浮息债市场的联动发展

（一）美国建立了以 SOFR 为核心基准利率的衍生品市场，支撑其发展出全球规模最大的浮息债市场

美国基准利率衍生品市场是全球规模最大、最为成熟的利率风险管理市场。过去十余年间，美国基准利率经历了由伦敦银行间同

业拆借利率（LIBOR）向有担保隔夜融资利率（SOFR）转化的深刻变革。与 LIBOR 通过报价计算不同，SOFR 基于真实交易生成，抗操纵性强，且有美国国债作为担保，被视为“近乎无风险”的利率。这一改革重塑了美国利率衍生品市场结构，构建出以 SOFR 为核心的利率衍生品市场体系，覆盖场内期货、期权和场外互换、结构性衍生品等各类品种。其中，隔夜指数掉期（OIS）作为主流利率对冲工具和曲线构建基础，在其金融市场中发挥着重要的利率管理和价格发现功能。根据国际掉期与衍生工具协会（ISDA）于 2026 年初发布的《2025 全年美国场外利率衍生品交易报告》显示，2025 年美国场外利率衍生品交易名义额达到 536.5 万亿美元，OIS 以 368.6 万亿美元的名义额占据绝对主导地位。

专题四 表 1：SOFR 主要衍生品一览表

分类	产品名称	用途
场内（CME）	1 个月 SOFR 期货	隔夜 / 短端资金、回购利率对冲。
	3 个月 SOFR 期货	美联储政策博弈、短端利率主力对冲。
	SOFR 期权	提供波动率交易和利率上限 / 下限的保护。
场外（OTC）	隔夜指数掉期（OIS）	核心利率对冲工具。 构建 SOFR 收益率曲线的基础。
	SOFR 基差互换	基准切换、跨利率品种套利对冲。
	SOFR 上限 / 下限 / 双限期权	浮动利率负债成本锁定。 对冲加息 / 降息风险。

美国活跃的利率衍生品市场助力其浮息债市场成为全球规模最大、体系最成熟的浮动利率债券市场。截至 2026 年 3 月末，美国浮息债市场存量规模达到约 4 万亿美元⁵，主要由通胀保值债券（TIPS）和浮动利率票据（FRN）两类产品构成。**通胀保值债券（TIPS）**是美国财政部发行的、本金随消费者物价指数（CPI）动态调整、用于对冲通胀风险的可交易国债。**浮动利率票据（FRN）**是一种票面利率随市场基准利率定期重置的债券，其核心定价公式为“票面利率 = 基准利率 + 固定利差”，随着 LIBOR 于 2023 年退出，FRN 逐步从挂钩 LIBOR 向挂钩 SOFR 转型。截至 2026 年 3 月末，TIPS 和 FRN 存量规模分别为 2.09 万亿美元和 0.70

万亿美元，合计约占美元国债规模的 9.06%。

（二）利率衍生品在浮息债估值中发挥重

要作用

浮息债的票面利率重置机制因未来现金流的不确定性面临复杂的估值难题，而利率衍生品在此过程中发挥着关键作用，我们通过两种常见的估值方法进行说明。

一是现金流折现法。美国市场多年实践中演化出使用远期利率曲线计算的现金流折现模型，该模型在定价过程中使用远期基准利率曲线预测债券的未来现金流和贴现率，进而计算出贴现利差以反映债券的市场化定价水平。公式简化如下：

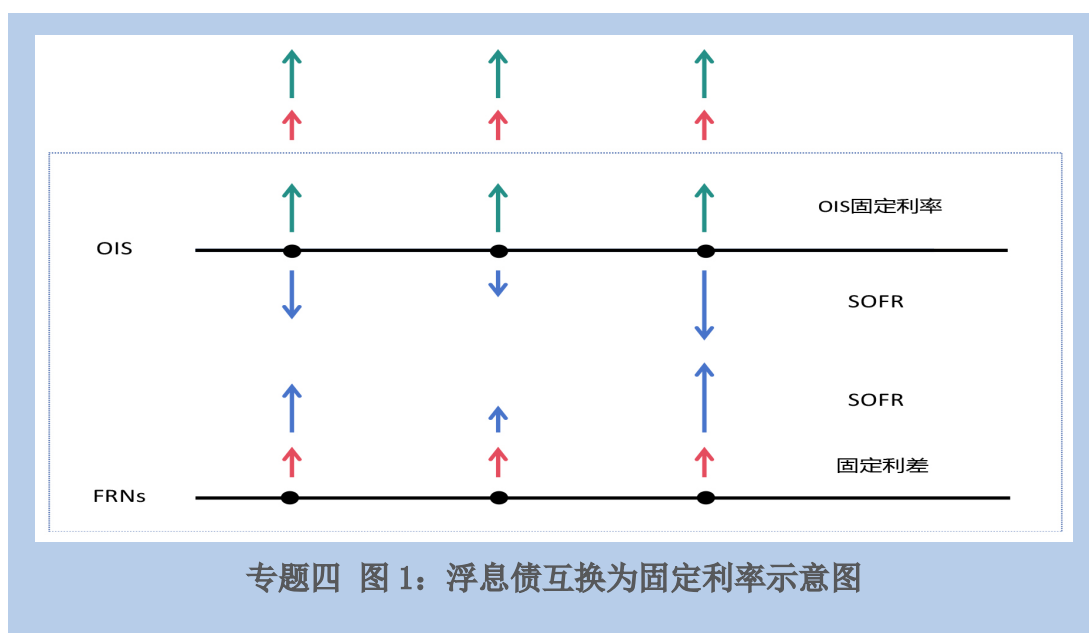
$$\text{价格} = \sum_{t=1}^n \frac{(\text{远期基准利率}_t + \text{固定利差}) \times \text{面值}}{(1 + \text{远期基准利率}_t + \text{贴现利差})^t} + \frac{\text{面值}}{(1 + \text{远期基准利率}_n + \text{贴现利差})^n}$$

5 根据彭博和美国《月度公共债务报表》数据估算。

公式中需要使用的远期基准利率正是来源于依托 OIS 等利率衍生品而构建出的一条完整的 SOFR 远期利率曲线。

二是利率互换定价法。该方法基于无套利原理，利用利率互换将浮息债转化为固定收益

资产进行比价，日常交易中常用于快速判断浮息债价格。具体思路是使用同期限、同信用级别的固息债收益率减去同基准、同期限 OIS 固定利率，直接算出浮息债固定利差。



如图所示，投资者买入一只浮息债，获得“SOFR+固定利差”；同时签订 OIS，支付 SOFR，收取 OIS 固定利率，浮动基准 SOFR 被完全冲抵后，该组合整体获得“固定利差+OIS 固定利率”的固定现金流。此时，按照无套利定价原理，同期限、同信用级别的固息债收益率应等于该“固定利差+OIS 固定利率”，进而通过固息债收益率减去 OIS 固定利率算得浮息债利差价格。值得注意的是，该方法需要

基于活跃的 OIS 市场和可比固息债，否则难以构建关键信息相匹配的无套利组合。

（三）利率互换定价方法进一步完善了浮息债定价逻辑，促进浮息债的价格发现

在利率互换定价法基础上，结合美国市场真实交易数据开展的研究验证了 FRN 定价中所隐含的稳定性溢价，完善了浮息债定价逻辑与理论体系。

一方面，Fleckenstein, M. 与 Longstaff, F.

A. (2020)⁶ 将美国财政部发行的 FRN 通过利率互换转换合成固定利率债券，同拥有相同现金流的美国短期国库券（T-Bill）或中期国债（T-Note）组合进行比价，论证了美国浮息国债价格相对于固息国债价格存在显著溢价。经过与已知的流动性、安全性、最新券等溢价进行对比，排除利率互换定价影响，发现该溢价是对 FRN 独特的价格稳定性补偿。平均而言，相对于 T-Bill，FRN 的溢价为 5.92 个基点；相对于 T-Note，FRN 的溢价为 9.82 个基点，相当于 FRN 市场的估值增加了数亿至近十亿美元，故美国财政部可通过发行浮息债降低其债务融资成本。

另一方面，在经历了基准利率由 LIBOR 向 SOFR 转化的变革后，Klingler, S. 和 Syrstad, O (2025)⁷ 发现发行挂钩 SOFR 的 FRN，其支付的利差要显著低于发行挂钩 LIBOR 的 FRN。研究表明，产生该利差的原因是 SOFR 挂钩的 FRN 具有更高的价格稳定性，与 LIBOR 可能因市场压力而剧烈波动不同，SOFR 基于庞大、活跃的美国国债回购市场真实交易，波动性更低。也正是由于两种基准利

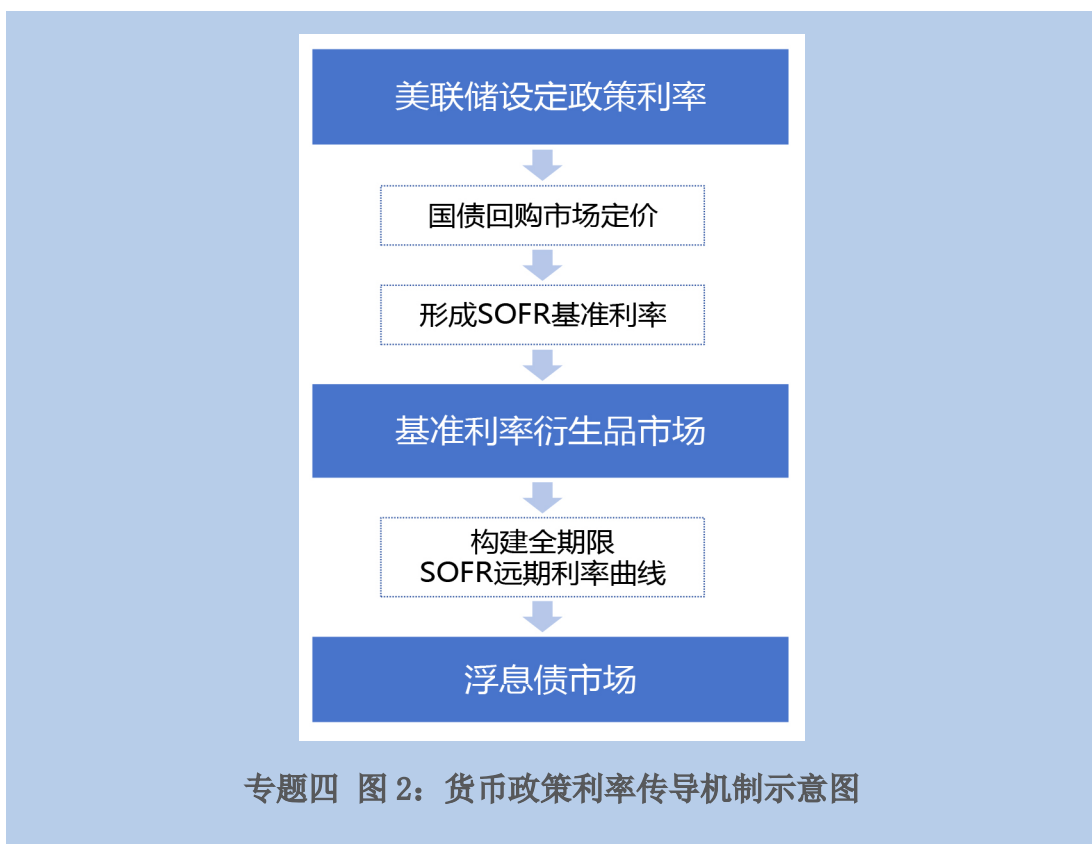
率存在特性差异，研究过程中无法直接对利差进行比较，故分别使用 LIBOR 互换和 SOFR 互换将其转化为等价的固定现金流以消除基准利率差异。根据样本数据，发行人仅在 LIBOR 向 SOFR 转换的过渡期内就可累计节省利息约 6.69 亿美元，证明基准利率改革具备积极效果。

（四）利率衍生品是货币政策向浮息债市场传导落地的核心枢纽

美联储依托联邦基金利率、准备金利率与隔夜逆回购利率搭建成熟的利率走廊，以此引导美国国债回购市场定价，形成以真实交易为支撑、贴近市场实际的无风险基准利率 SOFR。SOFR 作为核心定价基准，直接挂钩并影响各类以其为基准的利率衍生品，进一步通过 OIS 等利率衍生品交易，构建起覆盖完整期限结构的利率远期曲线。在此机制下，浮息债票息和价格随 SOFR 远期利率曲线动态重置，推动政策利率高效、透明地传导至企业融资端，实现货币政策从利率基准、衍生品定价到实体融资的高效传导，形成顺畅完整的货币政策利率传导体系。

⁶ Fleckenstein, M., & Longstaff, F. A. (2020). The US Treasury floating rate note puzzle: Is there a premium for mark-to-market stability? *Journal of Financial Economics*, 137(3), 637-658.

⁷ Klingler, S., & Syrstad, O. (2025). The SOFR discount. *Journal of Financial Economics*, 138(2), 103989.



二、中国基准利率衍生品与浮息债发展展望

美国利率衍生品与浮息债市场经过长期耦合演进，形成成熟完备的协同运行体系，为利率市场化深化、货币政策高效传导与利率风险管理提供了坚实支撑，具有较强的参考意义。

2020年8月，中国人民银行发布《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书，提出要重点培育存款类金融机构间的债券回购利率（DR），鼓励发行挂钩DR的浮息债并发展以DR定盘利率（FDR）为基准的利

率互换。因此，可考虑以债券回购利率为核心基准，通过浮息债发行和利率衍生品交易同时推进形成的一个从短端到长端、从现货到衍生品的完整利率产品生态。

但是，从利率衍生品市场现状来看，利率互换等核心产品的市场结构仍存短板，产品期限集中于短期品种，长期限利率衍生品供给不足，难以满足跨周期利率对冲需求，制约了全期限利率曲线构建与市场化定价能力提升。我国浮息债市场自1995年起步后虽经历三轮规模化增长，但整体发展较为缓慢。近年来，为

满足市场主体对利率风险管理和负债成本优化需求，在历经阶段性沉寂后，2025 年重启扩容，本次浮息债扩容挂钩标的高度集中于 DR007，成为金融机构管理利率风险的重要工具。

展望未来，可进一步借鉴成熟市场发展经验，以完善基准利率体系为核心抓手，丰富长

续推动浮息债市场常态化扩容与机制优化，健全市场化估值定价体系。强化各市场间协同联动，推动利率衍生品、浮息债市场一体化、耦合化发展，进而畅通货币政策利率传导机制，提升金融市场利率风险管理能力，助力实体经济高质量发展。

专题五

境内外市场衍生品合约压缩模式及效果

近年来，衍生品市场由高度分散的双边交易网络逐步走向标准化和集中化发展，业务规模随之井喷。交易量方面，以利率互换为例，2025 年伦敦清算所参与清算的利率互换合约名义本金已达 1941 万亿美元，上海清算所清算的利率互换合约名义本金也超过 54 万亿元。市场交易量不断扩大的同时，存续合约持续累积，带来资本占用增加、信用额度消耗加快、逐笔确认与对账工作繁重等问题。2008 年金融危机后，巴塞尔委员会相继出台巴塞尔 III 及后续框架，将衍生品名义本金纳入杠杆率风险敞口度量口径，大幅提升了持有衍生品合约的监管成本。在此背景下，合约压缩作为系统性削减冗余合约、优化存续组合结构的制度安排，逐渐发展为境内外衍生品市场的重要机制。

一、境内外市场合约压缩模式发展情况

从广义角度来看，合约压缩是指在不改变或少改变参与主体净市场风险敞口的前提下，减少衍生品投资组合中存续合约的数量及名义本金总额的过程，其核心效果在于净额化。随

着境内外市场从双边交易逐步走向集中交易、集中清算，合约压缩模式也随之不断演进。

（一）早期双边模式

集中清算普及之前，合约终止主要依赖双方协商按现值结算损益，效率较低且易因估值分歧而难以推进。市场参与者也可通过反向替代交易对冲原有风险敞口，但此举并未消除原合约，而是形成“一买一卖”两笔并存交易，继续占用不同交易对手的授信额度并增加估值、对账、结算等运营复杂度，难以从根本上压缩组合规模。

（二）集中交易与清算基础上的模式探索

1. 境外模式演进

第一类是多边压缩。2003 年，场外衍生品服务提供商 TriOptima 推出 TriReduce 服务，为参与机构自行提交的衍生品合约提供压缩服务。随着标准化场外衍生品逐步纳入集中清算，2009 年伦敦清算所与 TriOptima 合作推出集中清算合约的 TriReduce 服务，五年内累计压缩超过 100 万亿美元名义本金。2013 年伦敦清算所向美国商品期货交易委员会（CFTC）备

案，确立了由经核准压缩服务商（ACSP）为清算会员提供多边压缩的制度框架。多边压缩的核心不在于逐笔冲抵，而是在风险变动幅度内以组合优化为思路，在多家机构之间重新配置和轧差现金流，实现更大规模压降。

第二类是单一压缩。2011年起伦敦清算所提供此服务，针对同一参与者组合内利率特征和现金流日期相同的合约进行轧差；2014年芝加哥商品交易所率先推出混合利率压缩服务，伦敦清算所紧随其后，将压缩范围扩展至日期相同但利率不同的合约族，压缩机制从简单轧差演变为组合重构和替代合约生成。

2. 境内市场探索

境内市场起步较晚，但结合本土特点形成了中国特色路径。一是外汇交易中心自2012年起发布利率互换冲销规则，提供双边和多边冲销服务，引入基础设施作为第三方统一组织流程，降低市场参与者逐笔协商成本。二是上

海清算所2014年推出利率互换集中清算后，2017年进一步建立单一合约压缩机制，针对清算存续合约在不改变风险敞口前提下减少名义本金、释放授信和资本空间；2024年5月其会同外汇交易中心、香港场外结算有限公司在北向互换通业务中新增压缩功能，提升了境外投资者参与便利性。三是多边合约压缩正在研究推进中，境内市场正由“冲销-单一压缩”向“集中优化式多边压缩”演进，未来有望形成与国际市场衔接且符合本土特点的完整压缩体系。

总体看，境内外已形成双边提前终止、冲销、单一压缩、多边压缩和混合利率压缩等多层次合约压缩模式。不同模式在参与者数量、是否改变风险敞口、是否生成替代合约和是否依赖第三方优化等方面各有特点，反映出合约压缩已从零散实践发展为市场基础设施深度参与的制度性安排。

专题五 表：境内外市场衍生品合约压缩模式及特征									
特征	境外市场				境内市场				
模式	双边提前终止	多边压缩	单一压缩	单一混合利率压缩	双边提前终止	双边冲销	多边冲销	单一合约压缩	多边合约压缩（推进中）
业务提供方	交易双方	伦清所、ACSP	伦清所	芝商所、伦清所	交易双方	外汇交易中心	外汇交易中心	上海清算所	外汇交易中心、上海清算所
是否需提前报名参加周期性服务	否	是	否	否	否	否	是	否	是
压缩前的合约清算方式	双边	集中	集中	集中	双边	集中	集中	集中	集中
是否可能改变组合风险敞口	是	是	否	否	是	是	是	否	是
是否可能生成替代合约	否	是	是	是	否	否	否	是	是
交易记录是否与原对手解绑	否	是	是	是	否	否	否	是	是
是否由交易双方外第三方判断并生成压缩结果	否	是	是	是	否	否	是	是	是
压缩后现金流清算方式	双边	集中	无	无	双边	双边	双边	无	集中
参与的投资者数量	2	≥ 2	1	1	2	2	≥ 2	1	≥ 2

二、合约压缩的效果

通过梳理境内外市场合约压缩模式的演进历程，结合近年来全球主要中央对手方和监管机构的公开数据，可以从以下多个维度系统评估合约压缩的综合效果。

（一）持续消化冗余合约

合约压缩的首要直观效果体现为存量名义本金的系统性削减，而不同压缩模式因机制设计差异，可分别适配不同业务场景，在压缩

规模上呈现出各自特点。其中，多边压缩汇集多家机构的存续合约进行网络轧差，境外实践为每周一个周期，压缩效率突出。单一压缩侧重于同一参与者组合内冗余消除，单次规模有限但灵活性强，投资者可在日常运营中每日自主参与。ISDA 专题报告指出，两种压缩方式的压缩规模大致相当。根据伦敦清算所数据，其 2019 年提供的合约压缩规模高达 920 万亿美元，可推算多边压缩和单一压缩规模分别约

460 万亿美元，均成为市场机构不可或缺的压缩模式。

在持续的压缩消化背景下，全球场外衍生品名义本金总额从 2008 年的 684 万亿美元增长到 2025 年 6 月末的 846 万亿美元，平均每年增长不到 10 万亿美元。考虑到近年来年均千万亿美元量级的新增交易，存量保持相对稳定的事实充分表明压缩机制在持续消化冗余合约方面发挥了关键作用。

（二）实质性节约监管资本

一是对于银行而言，合约压缩可实现标准法对手方信用风险（SA-CCR）框架下的风险加权资产优化及杠杆率优化。巴塞尔 III 杠杆率框架要求银行维持一级资本与风险敞口量度之比不低于 3%，全球系统重要性银行适用额外 1% 附加要求。合约压缩通过减少合约笔数压低重置成本的计量基础，改善潜在未来风险敞口的计量，从而节约 SA-CCR 框架下计算的风险加权资产，放松杠杆率的分母端制约。二是对于证券公司而言，合约压缩是证券公司主动管理监管资本的有效手段。利率互换存续名义本金规模涉及占用证券公司的流动性覆盖率（LCR）、净稳定资金比例（NSFR）及净资本额度等多项

风险指标。通过合约压缩，证券公司可在不改变原有风险敞口的前提下，显著降低名义本金规模，有效释放被占用的监管指标空间，优化资本使用效率，保障业务可持续稳健运行。

（三）全面提升运营效率

合约压缩对机构运营效率的改善贯穿前台至后台全链条。合约笔数减少直接降低组合管理复杂度，交易确认、保证金催缴和逐日对账工作量同步减少，对应人力成本、系统负荷和操作差错风险同步下降，从而每年为机构节省可观的运营成本。同时，根据相关压缩数据推算，因压缩服务推广而减少的 DTCC 等全球交易报告库报送条目累计已达数千万笔，有助于提高市场透明度和数据治理质量。

（四）释放市场流动性潜力

在监管趋严、资本约束增强的背景下，如缺乏合约压缩机制，市场参与者可能因资本占用过快上升而被迫压缩真实交易需求。合约压缩通过释放资本和信用额度，为机构开展增量交易创造空间。据国际清算银行三年期调查，2022 年 4 月利率互换日均成交量约 5.2 万亿美元，较 2019 年增长约 10%，同期清算会员平均杠杆率指标未显著恶化，表明压缩机制为

市场持续扩容提供了有效缓冲。

三、小结与展望

衍生品合约压缩是金融市场基础设施应对监管约束、提升效率的制度性创新。从早期双边提前终止的零散实践，到集中清算框架下多边压缩与单一压缩服务的规模化运作，再到境内市场立足本土条件的特色化路径探索，这一演进历程折射出监管趋严、技术进步与市场需求共同塑造。

展望未来，境内多边压缩服务的推进落地、跨境互联互通机制的深化以及优化算法与大规模并行计算能力的引入，将推动压缩服务体系进一步升级、覆盖范围进一步扩容。随着人民币国际化深入推进和境内市场开放程度持续提升，合约压缩必将在优化资本配置、提升市场韧性和促进衍生品市场高质量发展方面发挥更重要作用。



专题六

我国商业银行套期会计应用实践

一、公允价值套期开展背景

近年来，我国债券市场蓬勃发展，截至2025年末存量突破196万亿元，其中银行间市场占比近九成。债券已成为商业银行配置的核心资产类别，而海外金融市场频发的“黑天鹅”事件，也在不断警示并推动我国商业银行债券利率风险管理的范式转换，即运用衍生品开展利率风险管理已从战术创新转变为战略刚需。

债券价格与市场利率呈现反向波动关系，当市场利率剧烈震荡时，金融机构持有的大量债券资产将承受剧烈估值波动，进而对经营造成显著影响。近年来美国硅谷银行、日本农林中央金库等机构的危机事件，正是利率风险管理不当的典型案列，这些机构在低利率环境中通过“短债长投”策略博取期限利差收益，却在利率逆转周期中遭遇资产亏损扩大与负债成本攀升的“双重挤压”，暴露出其依赖传统手段管理债券投资利率风险的短板。

传统债券利率风险管理主要通过现券买卖调节风险敞口，在实际操作中存在局限。一方

面，容易引发市场踩踏负反馈。现券交易大多采取全额结算，对金融机构资金头寸占用影响较大；大规模债券抛售可能引发市场踩踏，特别是在流动性不足的细分品种上，急于平仓反而加剧估值损益波动。另一方面，操作弹性不高，在实际执行中面临多重约束。在“规模、质量、效益、结构”均衡发展的多目标约束下，现券买卖牵一发而动全身，如仅为了防范短期波动进行“止盈”或者“止损”，将对银行关键时点的规模管理以及净息差管理产生较大扰动，往往造成因噎废食的效果。

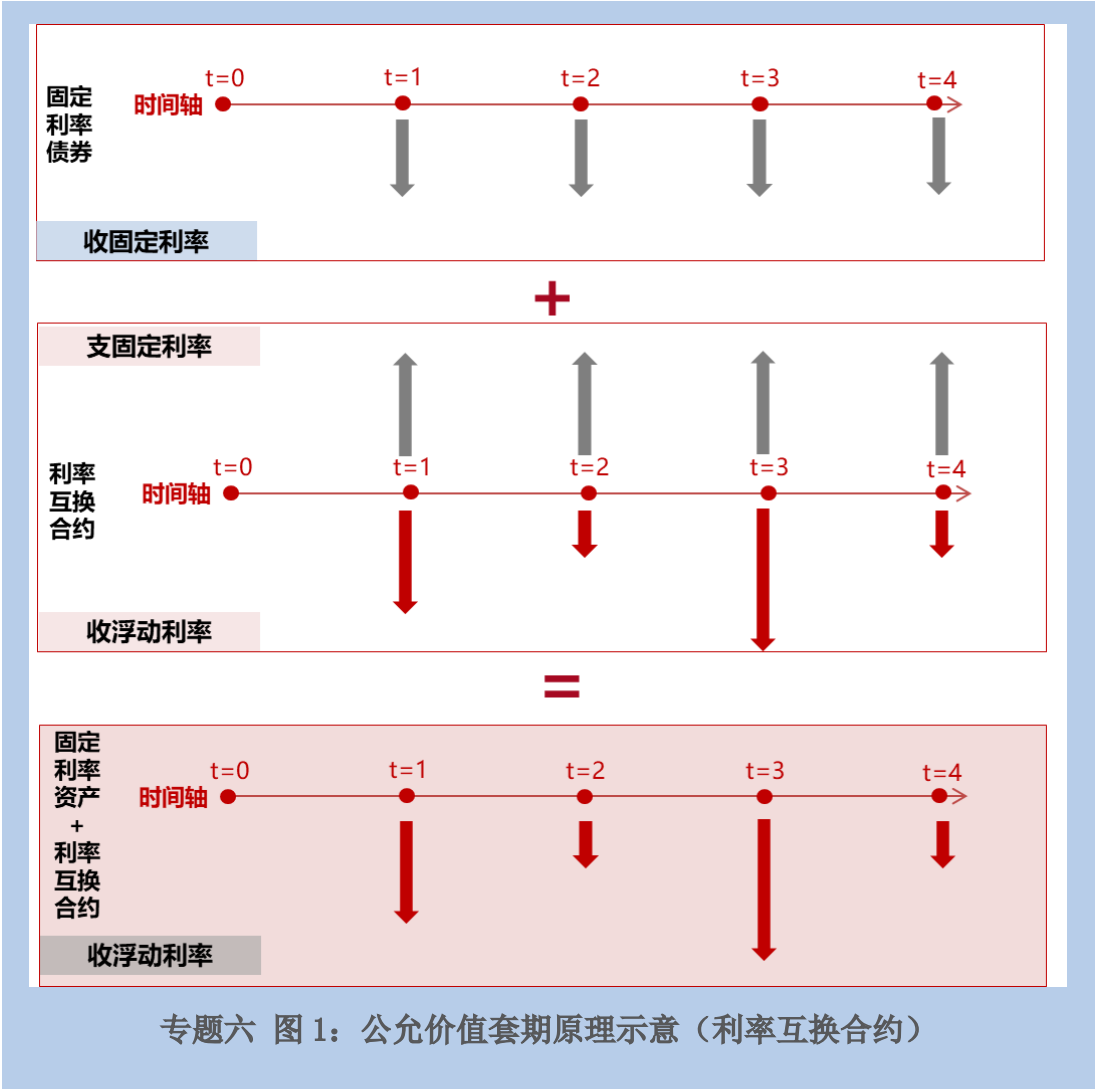
与传统风险管理手段相比，利率衍生品为利率常态化波动的市场环境提供了更高效、弹性的风险管控工具。通过运用利率衍生品冲减债券风险敞口的风险对冲管理行为，称为公允价值套期。一方面，公允价值套期能够在不改变实际持仓以及表内资产规模的情况下，快速、高效调整利率风险敞口。另一方面，衍生品交易主要以集中清算的方式进行净额清算，在清算效率和资金占用上具有明显优势。

二、公允价值套期原理及相关会计机制

(一) 公允价值套期原理

债券投资利率风险公允价值套期是指：指
定利率衍生品为套期工具，通过构造一个与持
仓债券（被套期项目）利率风险敞口相反的头
寸，以使套期工具的公允价值预期抵消被套期

项目全部或部分公允价值变动。常见的利率风
险套期工具便是利率互换（IRS），商业银行
可以通过买入利率互换合约，即通过收浮息付
固息的利息现金流交换，将被套期债券的固定
利息转换为能及时随市场利率重定价的浮动利
息，降低公允价值变动风险。



专题六 图 1：公允价值套期原理示意（利率互换合约）

（二）套期会计原理及机制

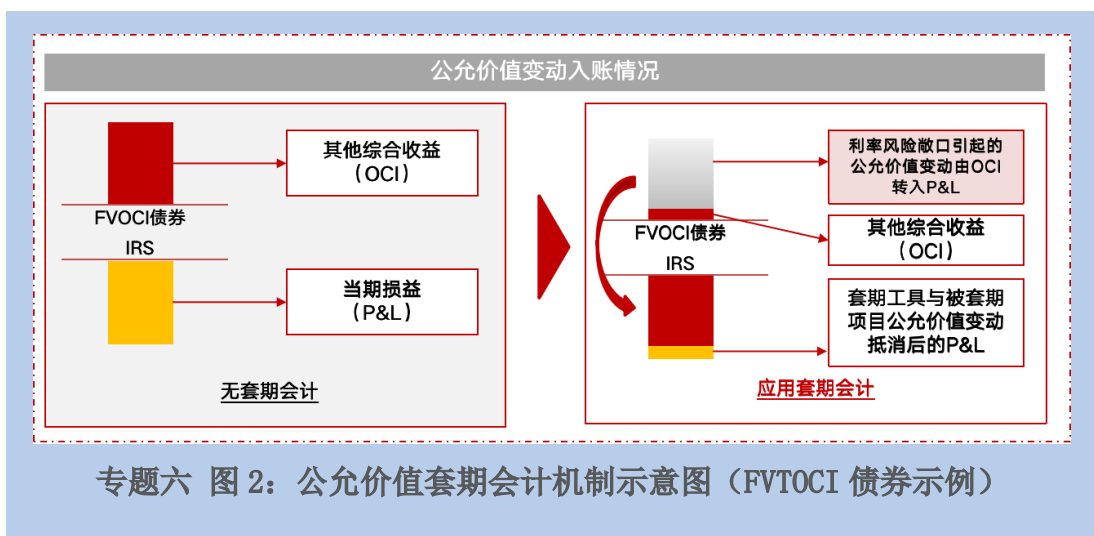
我国商业银行债券投资目的主要以持有至到期及可供出售为主，根据企业会计准则规定，会计核算方式分别为“以摊余成本计量（AC）”及“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVTOCI）”，风险账簿划分归属于银行账簿⁸管理范畴；而作为套期工具的利率衍生品的会计核算方式为“以公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）”，根据《银行业金融机构衍生产品交易业务管理办法》，套期保值目的的衍生品交易需符合套期会计规定，并划入银行账簿管理。

尽管通过套期工具构建了与被套期项目相反的风险敞口并有效实现风险对冲，但由于上述“会计错配”的存在，套期交易反而会导致财务报表上表现出“风险扩大”的特征。在套期关系存续期间所涵盖的各个会计报告期间内，被套期项目因利率风险导致的公允价值变

动不体现或者在其他综合收益中体现，对商业银行利润表不直接造成影响；而套期工具因利率风险而导致的公允价值变动则计入当期损益，会导致商业银行利润表产生波动。因此，需要专门的套期会计方法，处理被套期项目和套期工具在确认和计量方面存在的上述差异。

我国《企业会计准则第24号——套期会计》允许企业运用公允价值套期会计的方法，将套期工具和被套期项目产生的利得或损失在相同会计期间计入当期损益以反映风险管理活动的影响。套期工具会计核算方式不变，其产生的利得或损失计入当期损益；被套期项目因被套期风险敞口形成的利得或损失应当计入当期损益，同时调整未以公允价值计量的已确认被套期项目的账面价值。上述对被套期项目会计处理，能够在账务上实现套期工具与被套期项目公允价值变动的相互抵消，进而降低财务报表波动。

8 交易账簿包括为交易目的或对冲交易账簿其它项目的风险而持有的金融工具、外汇和商品头寸及经国家金融监督管理总局认定的其他工具，银行账簿记录的是商业银行未划入交易账簿的相关表内外业务。

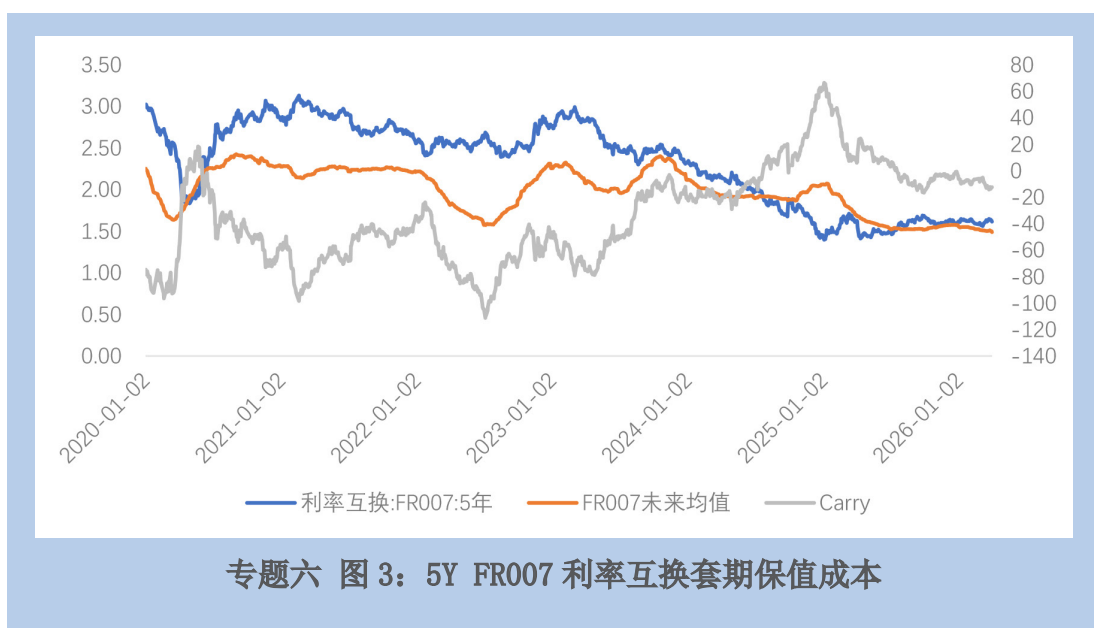


三、公允价值套期实践及成本分析

（一）衍生品对冲交易实践

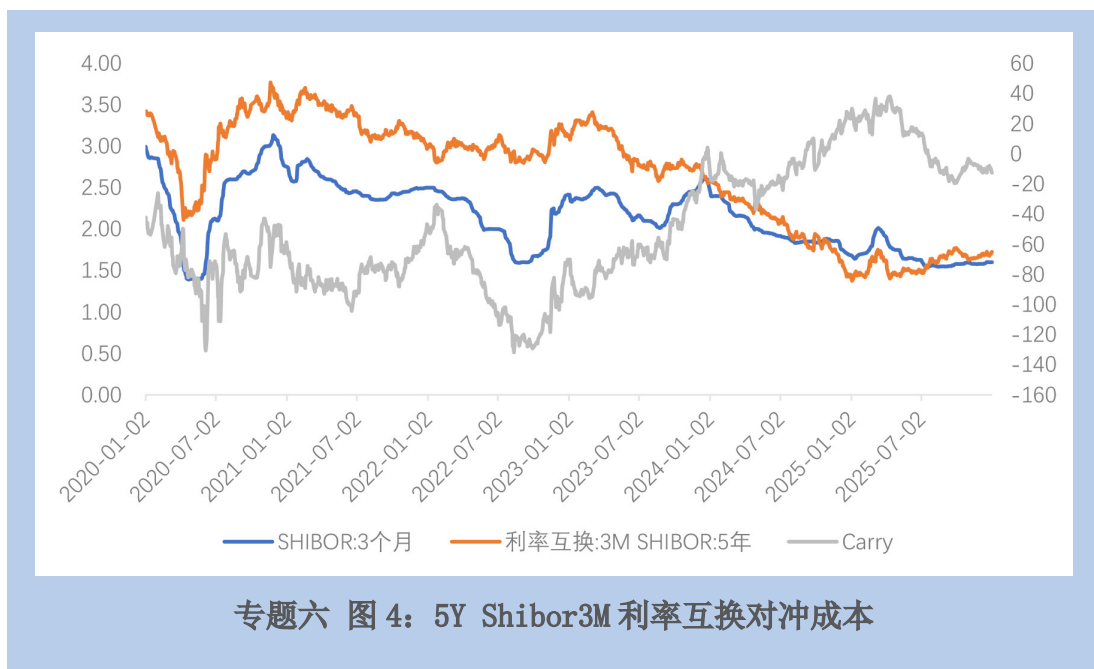
随着利率市场化改革的深入推进，中国的基准利率体系正在不断健全。在中国人民银行指导下，外汇交易中心于2006年3月开始发布银行间回购定盘利率（FR），为回购等资金交易提供重要的定价参考，也被广泛运用于利率互换、远期利率协议等衍生品市场，其中以FR007最为活跃，市场深度充足。2021年以来，FR007品种利率互换成交量占比从2021年的90%左右增加到2025年的98%左右，是银行间市场利率互换的主要交易品种。此外，市场成交量占比约5%，流动性较好的SHIBOR 3M利率互换品种也作为备选。

套期成本方面，在利率互换套期保值头寸建立期间，需要套期保值方支付固定利率，收取浮动利率。由于支付的固定利率往往大于收取的浮动利率，因此存在套期成本，市场通常称为负Carry。因此，可根据市场行情进行利率互换合约冲销或者反向平仓，即所谓“提前解套”。以5年期FR007品种为例，假设某日建立利率互换合约，固定端价格为 T ，套保期限为3个月，计算未来3个月的FR007利率均值 T^* ，则 T^*-T 利差即可近似作为利率互换套期保值的负Carry成本。2020年以来，用上述规则计算5年期FR007利率互换套期保值的成本如图表3所示。



类似地，对于 5Y SHIBOR-3M 品种利率互换，约成交时的即期 3 个月 Shibor 作比较即可，互换，也可以计算其成本。不同的是，5Y 无需考虑未来 Shibor 均值，套期保值成本如 SHIBOR-3M 品种利率互换重置频率为 3 个月，图 4 所示。

期间单利计算，因此 Carry 计算时只需要和合



进一步将上述时间序列按照年度来统计，可以看到各个年份对冲成本有所不同。2022年以来，5Y Repo 利率互换平均年化成本约为 -34.4bp，5Y Shibor3M 利率互换平均年化成本约为 -49.7bp。

专题六 表 1：利率互换对冲成本					
对冲成本 (CARRY, bp)	2022	2023	2024	2025	平均
5Y Repo 利率互换	-67.4	-42.7	0.8	7.6	-34.4
5Y Shibor3M 利率互换	-90.1	-60.9	-7.6	4.0	-49.7

（二）套期关系解除难点及应对方案

受外部形势以及内部风险结构变化影响，公允价值套期的策略并非一成不变，衍生品交易需要灵活的退出机制以支持交易策略与风险管理策略的变动。通过叙做一笔与原交易方向相反的新利率互换交易通常无法精准抵消原交易的现金流，也与银行账簿衍生品交易需满足套期会计的要求相矛盾，因此实操中只能通过提前终止原交易合约才能精准平盘。若要提前终止合约，目前则要依赖合约压缩或者直接找到原始交易对手方，对存量利率互换合约完成冲销。

（三）公允价值套期会计应用方案

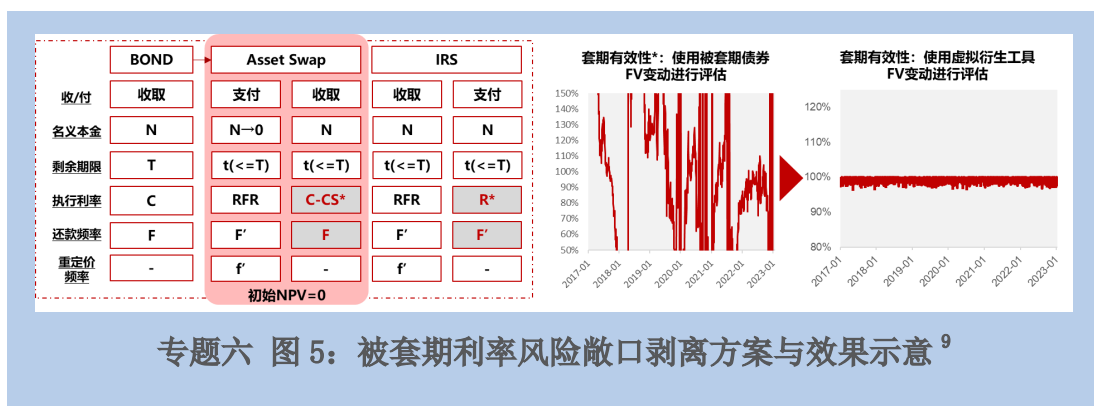
如前文所述，《企业会计准则第 24 号——套期会计》明确要识别被套期项目因利率风险敞口形成的利得或损失并计入当期损益，但在

实际账务处理中，因利率风险敞口形成估值变动难以直接识别并计量，而若直接将被套期债券公允价值变动计入当期损益，由于套期工具与被套期债券在公允价值计量模型以及公允价值影响因素方面的差异，套期工具与被套期工具的公允价值变动往往难以完全对冲，进而对当期损益造成扰动，将违背应用套期会计降低损益波动的初衷。具体来看，在估值模型方面，被套期债券一般采用盯市估值法进行估值；套期工具一般采用模型估值法进行估值；在公允价值变动影响因素方面：被套期债券公允价值变动由利率风险以及信用风险变动造成，难以从估值变动中剥离出利率风险因素。而衍生品交易对手信用风险整体较为稳定，估值变动主要由利率风险因素造成。

实践中，部分银行探索基于每笔被套期项

目的利率风险特征，通过构建虚拟衍生品的的手段将被套期风险敞口进行“抽象”并单独估值，以此计算套期期间由利率风险产生的损益并进行套期有效性评价及会计入账。在具体实务操作中，通过一笔初始净现值（NPV）为 0 的资产互换（Asset Swap）将被套期项目的利率风险敞口进行抽象剥离，该资产互换“收固息付浮息”，面值与被套期项目本金一致，其支付端利率基准及相关现金流与套期工具一致，收

入端利息现金流要素与被套期债券一致，并基于 NPV 为 0 的目标，反向求解出对应的收入端的固定利率。以该“假定衍生品”的估值作为被套期利率风险敞口估值，进而计算后续被套期风险敞口的累计公允价值变动。通过对利率风险敞口进行单独估值并用于套期有效性评价，更真实地反映风险对冲成果，同时也有效降低账务波动。



专题六 图 5：被套期利率风险敞口剥离方案与效果示意⁹

四、公允价值套期的意义

公允价值套期可丰富商业银行利率风险管理的手段。在不同利率周期下，商业银行可结合自身利率风险敞口调整的需要灵活运用公允价值套期，实现利率风险表外对冲管理。除此之外，公允价值套期还有如下意义：

开展公允价值套期可有效对冲债市调整风险，将公允价值变动控制在一定范围之内。此外，公允价值套期支持商业银行将利率前瞻研判能力落地为切实的投资收益，可以帮助商业银行更有效且灵活地平衡风险与收益。

（一）降低债券利率风险并提高投资收益

（二）稳定资产负债表

公允价值套期通过表外衍生品进行利率

9 1. CS 为债券的信用利差，通过将 Asset Swap NPV 设定为 0 倒算而出，即 (C-CS) 等于基于 BOND 期限以及 RFR 计算的即期收益率（零息利率）。在确定 CS 后，将支付端名义本金赋值为 0。
2. 套期有效性 = 套期工具公允价值变动 / 被套期项目公允价值变动，套期无效性主要来自于 BOND 的付款频率与 IRS 的付款频率不一致，以及 C-CS 与 R* 的不一致。

风险对冲，商业银行可以不再仅依赖于债券买卖行为进行风险控制，降低风险控制行为或者止盈行为对资产负债规模的扰动以及净息的扰动。

（三）丰富资本管理手段

由于 OCI 估值变动将直接影响资本净额，公允价值套期能够帮助商业银行实现对 OCI 账户估值的主动管理，进而实现对资本净额的主动管理，一定程度突破“限额管控→收缩资产规模→盈利能力下降”的被动局面，有助

于提升资本内生能力，将资本充足率维持在合意水平。

（四）助力人民币利率市场化进程

当前我国商业银行公允价值套期主要围绕外币业务开展，针对人民币债券开展套期的规模较低，通过开展债券相关公允价值套期，有助于活跃人民币利率衍生品市场，激发行业对人民币债券的套期需求，提升人民币利率的市场化水平。

专题七 科创信用违约互换指数交易应用

2025 年 12 月 11 日，外汇交易中心、上海清算所和中债资信评估有限责任公司联合发布 CFETS-SHCH-CBR 科创信用违约互换（CDS）指数，并于 2025 年 12 月 23 日上市交易。多家金融机构从上市首日起对科创信用违约互换指数开展交易及报价。

一、科创 CDS 指数简介

科创 CDS 指数是我国首个科技创新 CDS 指数产品，是银行间市场继高等级、民企和长三角区域 CDS 指数后的再度扩容。作为标准化信用衍生品，它具备风险分散、透明度高、交易便捷等特点，为市场机构提供科创企业信用风险对冲与定价工具，助力提升科创债配置效率，引导金融资源流向科技创新领域。

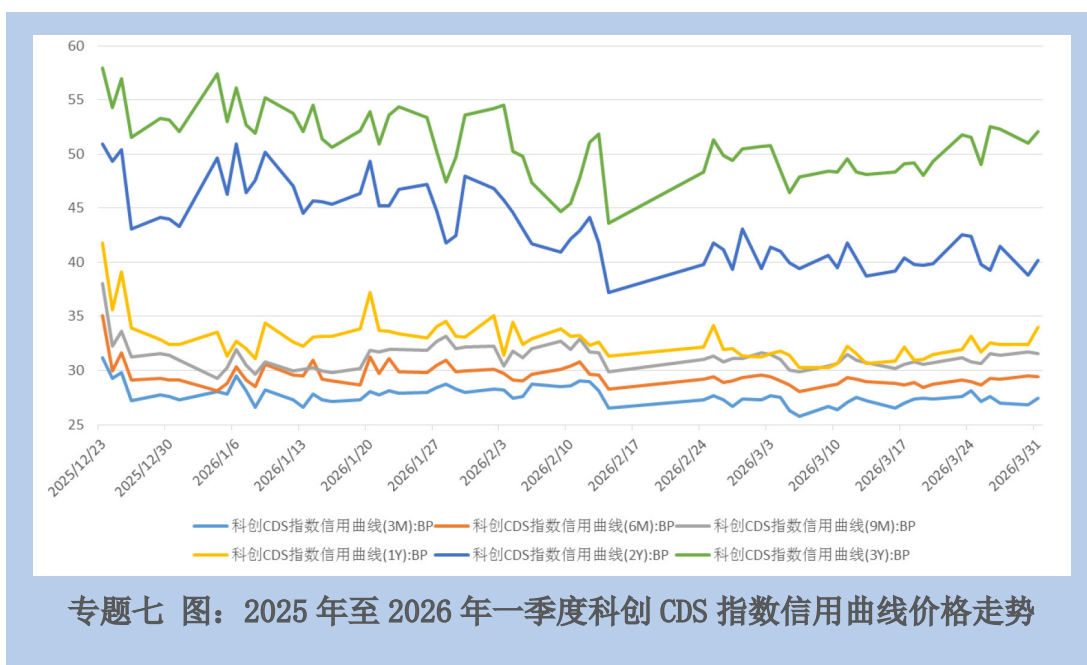
指数编制方面，科创 CDS 指数由 25 个中债资信主体评级 A+ 级以上、在银行间市场发行科创票据或科技创新债券的高信用等级、高流动性、高存量科创债规模的非金融企业构成，

每个参考实体权重为 4%。科创 CDS 指数成分实体筛选时，优先覆盖新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业的相关主体。

交易清算机制方面，外汇交易中心为 CDS 指数报价及交易提供系统服务，市场机构通过本币交易平台交易 CDS 指数，报价机构通过双向报价对指数同时报出买价和卖价。上海清算所为 CDS 指数交易提供双边清算服务，实现交易清算一体化、清结算流程无感化、存续期管理全覆盖的一站式线上化处理。

此外，外汇交易中心与上海清算所基于报价机构对指数的双向报价，计算关键期限点的 CDS 指数价格并形成信用曲线，每日通过本币交易系统、中国货币网和上海清算所官网向市场发布，为科创债定价提供参考。

二、科创 CDS 指数价格走势



科创 CDS 指数上市以来，多家金融机构每日对其开展报价，构建了覆盖 3 个月到 5 年期、较为完整的科创 CDS 指数信用曲线。2025 年至 2026 年一季度，科创 CDS 指数信用曲线运行稳健，报价整体呈现先下后上的走势。

2025 年 12 月 23 日至 2026 年 2 月 14 日，科创 CDS 指数信用曲线整体呈现下行走势，曲线 3 年期报价下行 14BPs，同时期 3 年期中债 AAA 等级中短期票据与国债的信用利差收窄 6BPs；2026 年 2 月 14 日至 2026 年 3 月 31 日，科创 CDS 指数信用曲线整体呈现上行走势，曲线 3 年期报价上行 9BPs，同时期 3 年期中债 AAA 等级中短期票据与国债的信用利差走扩

2BPs。由此可见，科创 CDS 指数信用曲线的变动与信用债的信用利差走势方向基本一致，有效反映科创信用债信用风险的变化。

三、科创 CDS 指数交易应用

（一）投资组合信用风险管理

2025 年，债券市场“科技板”设立，科创债市场迎来跨越式发展，发行规模显著增长，覆盖了大量民营科技企业与股权投资机构。由于科创企业普遍具有轻资产、高研发投入、盈利波动性大的特征，即便投资组合通过多主体配置分散了单一违约风险，仍会面临行业政策调整、技术迭代、整体信用利差波动等系统性信用风险，而传统单名 CDS 对冲需逐一匹配标

的，操作繁琐且成本较高。投资者可依据科创债组合的持仓规模和久期结构，精准匹配对应期限的科创 CDS 指数，通过买入指数信用合约，构建“科创债现货+CDS 指数”的投资组合，单笔交易即可实现对一篮子科创主体信用风险的批量覆盖，既能有效对冲成分实体违约引发的实际损失，也能抵御市场信用利差走阔带来的组合市值回撤。该模式大幅提升了风险管理效率，降低交易成本与操作复杂度，在有效对冲信用风险的同时保留组合的票息收益与单券阿尔法机会，成为科创债投资机构优化风险收益结构、稳健参与科创资产配置的关键工具。

（二）丰富信用利差交易策略

依托科创 CDS 指数对科创板整体信用风险的精准表征，投资者可基于对科创企业整体信用环境的预判，通过买卖科创 CDS 指数获取利差变动收益，无需直接持有底层科创债现货。当投资者判断宏观经济企稳、科创政策利好落地、企业研发转化与盈利水平提升，科创板整体信用风险将下降、信用利差趋于收窄时，可卖出科创 CDS 指数合约赚取收益，并享受利差收敛带来的合约估值增值；若预期经济下行压力加大、技术迭代风险上升、行业景气度回

落，科创信用风险将加剧、利差持续走阔，则买入指数合约，通过利差上行实现交易盈利。该策略凭借产品标准化、交易效率高、风险敞口灵活可调的优势，既能开展趋势性波段交易，也可低成本获取科创信用敞口，独立赚取信用维度收益。信用利差交易有效丰富了信用市场投资策略，为投资者提供了单独博弈信用利差的衍生品，有助于提升科创债市场的价格发现功能与交易活跃度。

（三）助力科创企业融资支持工具提质增效

科创 CDS 指数可有效配合传统信用衍生品服务科创融资，助力科创企业融资支持工具提质增效。金融机构在创设 CRMW 等服务科创企业的过程中，针对可能出现的风险敞口集中、资本占用较高、风险管理效率不足等问题，可运用科创 CDS 指数交易实现对单名信用衍生品累积风险的批量对冲与分散，帮助金融机构优化风险资产结构、释放资本占用，从而提升持续为科创企业提供信用保护与融资支持的能力，最终通过信用风险缓释工具的提质升级，引导更多金融资源精准流向科创领域，为科创企业高质量发展提供稳定高效的金融支撑。

（四）成为科创企业信用风险定价风向标

科创 CDS 指数为市场精准提供了科技创新型企业这一特定类型实体的信用风险价格风向标，有效补充了科创领域专属信用定价基准，通过遴选科技属性鲜明、行业代表性强的科创发债主体作为指数成分，基于市场机构对科创 CDS 指数关键期限点报价与交易，每日编制并发布信用曲线，为科创债定价提供有效参考。指数可直观揭示科创行业信用风险的边际变化，既为一级市场科创债发行定价提供核心参考，帮助发行人与承销商合理确定发行利率，也为二级市场科创债估值、投资决策与风险监测提供锚定标准。同时，监管机构、研究机构与市场参与者可通过跟踪指数利差的走势与波动，前瞻性判断科创领域信用环境冷暖，识别行业系统性风险拐点。

展望未来，科创 CDS 指数具备广阔的发展

空间与重要的应用价值。在政策支持与科创金融深化发展的背景下，科创债市场持续扩容，为指数发展筑牢了底层资产基础。随着市场参与者对信用风险管理工具的认知不断加深，机构配置需求持续释放，科创 CDS 指数的交易活跃度与市场流动性将稳步提升。依托成熟的编制规则与市场化运行机制，该指数将进一步发挥定价基准、风险对冲、融资支持等核心功能，持续优化科创领域信用风险定价效率。未来，随着产品体系不断丰富、应用场景持续拓展，科创 CDS 指数将有效连接信用衍生品市场与科创实体经济，完善科创金融风险分担体系，降低科创企业融资成本。作为服务科技创新的重要金融工具，科创 CDS 指数将在助力科技企业成长、畅通直接融资渠道、推动科创产业高质量发展等方面发挥愈加关键的作用。

附录一

我国场外金融衍生品相关监管政策（2025）

中国人民银行	
制度名称	主要内容
《银行间外汇市场管理规定》（中国人民银行令〔2025〕第13号）	《规定》要求金融机构在开展银行间人民币外汇衍生品交易时，应当与交易对手签署衍生品交易主协议；境内货币经纪公司可为交易提供经纪服务，金融机构经其协商达成的交易意向，须通过外汇交易中心确认后方可达成交易。
国家金融监督管理总局	
制度名称	主要内容
《国家金融监督管理总局关于印发〈政策性金融机构行政许可工作规程〉的通知》（金规〔2025〕2号）	《工作规程》明确政策性银行衍生品资格分为基础类和普通类，基础类资格只能从事套期保值类衍生产品交易；普通类资格除基础类资格可以从事的衍生产品交易之外，还可以从事非套期保值类衍生产品交易。此外，《工作规程》规定了政策性银行开办衍生品交易业务应当符合的具体条件及申请材料要求。
《国家金融监督管理总局关于印发〈商业银行市场风险管理办法〉的通知》（金规〔2025〕15号）	《通知》要求商业银行应当对不同类别的市场风险和不同业务种类（如衍生品交易）的市场风险制定更详细和有针对性的风险管理政策或者程序，并对从事交易和非交易业务的岗位及其职责严格划分。
关于印发《金融机构非集中清算衍生品交易保证金管理办法》制度问答的通知（金法规函〔2025〕351号）	《通知》就《金融机构非集中清算衍生品交易保证金管理办法》的适用范围、纳入场内管理的非集中清算品种豁免、集团交易豁免、不承担交易对手风险情形、合格第三方托管机构范围、非重大修订含义等事项进行了补充说明。

附录二

我国场外金融衍生品市场大事记（2025）

2月24日，外汇交易中心和上海清算所联合推出3年期、7年期国开债标准债券远期实物交割合约，并同步提供交易清算服务。

3月11日，外汇交易中心发布《关于减免银行间外汇市场长期限衍生品交易手续费的通知》，明确自4月1日起全额免除2年期及以上人民币外汇衍生品（远期、掉期、货币掉期、期权）的交易手续费，暂免3年。

4月7日，挂钩1年期主要全国性银行同业存单发行利率（PrimeNCD 1Y）的标准利率互换合约正式上线，外汇交易中心与上海清算所提供交易清算服务，满足市场机构对更长期限的利率风险管理需求。

6月26日，外汇交易中心、上海清算所与香港场外结算有限公司联合境外电子交易平台，将“北向互换通”下利率互换合约期限延长至30年，进一步拓展利率衍生品市场互联互通的广度和深度。

6月27日，交易商协会修订《信用风险

缓释凭证业务指引》，并配套发布信息披露、创设定价、持有人会议等关键流程的操作细则，细化CRMW各项业务要求，促进市场规范发展。

8月14日，交易商协会发布《关于完善银行间市场信用违约互换信息服务有关事项的通知》，完善CDS报价服务，促进市场价格发现。

9月22日，外汇交易中心、上海清算所、香港场外结算有限公司联合境外电子交易平台，在“北向互换通”下增加以1年期贷款市场报价利率（LPR 1Y）为参考利率的利率互换合约，丰富境内外利率风险管理工具。

10月31日，交易商协会修订发布《信用风险缓释凭证创设说明书示范文本（2025年版）》，进一步衔接最新业务指引要求，为市场成员提供规范清晰的创设要素参考。

12月11日，外汇交易中心、上海清算所、中债资信联合发布“CFETS-SHCH-CBR 科创CDS指数”并上市交易清算，满足市场机构对于科创主体的一揽子风险管理需求。

12月16日，中国人民银行发布《银行间市场金融衍生产品交易转让式履约保障文件（变动保证金-2025年版）》，作为NAFMII主协议配套文本，为市场机构实施变动保证金

间外汇市场管理规定》（中国人民银行令（2025）第13号），自2026年2月1日起施行。

12月30日，交易商协会发布《中国银行间市场金融衍生产品交易转让式履约保障文件（变动保证金-2025年版）》，为市场机构实施变动保证金提供清晰实用的标准文本。