推动银行间衍生品市场高质量发展

Promoting High-Quality Development of the Interbank Derivatives Market

○ 张 漪
中国外汇交易中心总裁

摘要

我国《期货和衍生品法》首次立法规范和促进衍生品市场健康发展。作为衍生品市场重要组成部分，近二十年来银行间衍生品市场规模与日俱增，交易品种日益丰富，交易机制持续优化，投资者队伍不断壮大。2009年中国银行间市场交易商协会发布《NAFMII主协议》，为建设更加规范、透明、高效、开放的银行间衍生品市场提供了制度保障。银行间衍生品市场发展坚持以服务实体经济为目标，积极为市场主体提供避险服务，降低避险成本，助力提升“风险中性”理念。未来银行间衍生品市场将开启高质量发展新征程。

关键词

银行间市场　衍生品　主协议　实体经济

Abstract: China's Futures and Derivatives Law was the first piece of legislation to regulate and promote the healthy development of the derivatives market. The interbank derivatives market is a critical component of the market that takes that legislation as its foundational framework. Over the years, the interbank derivatives market has grown in size, the variety of trading instruments has been enhanced, the trading mechanism optimized, and the investor pool expanded. The NAFMII Master Agreement, issued by NAFMII in 2009, provides institutional safeguards for a more regulated, transparent, efficient and open interbank derivatives market. The development of the market is aimed at serving the real economy, actively providing hedging services for market participants, reducing hedging costs and helping enhance the concept of "risk neutrality". In future, the interbank derivatives market will continue its efforts to contribute to the high-quality financial development.

Keywords: Interbank Market, Derivatives, Master Agreement, Real Economy

2022年8月《期货和衍生品法》正式实施，是我国期货和衍生品市场的里程碑事件。长期以来，银行间衍生品市场缺乏上位法支撑、标准不一等问题制约着市场发展。《期货和衍生品法》首次将期货以外的其他衍生品纳入立法范围，并设专节对衍生品交易进行规范，明确了单一主协议、终止净额结算等市场普遍关注的基础制度，有效填补了法律空白。经过近二十年的建设，银行间衍生品市场日臻成熟，成交规模从2005年400亿元增长至2021年160万亿元，服务于金融改革和实体经济发展质效显著提升。[①]回首过往，银行间衍生品市场的长足发展是国际经验与中国智慧的结合，饱含着市场主体的共同努力；展望未来，在《期货和衍生品法》顶层设计保驾护航之下，银行间衍生品市场将开启高质量发展新征程。

银行间衍生品市场从起步到成熟

银行间衍生品市场起步于2005年。2005年5月，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》，提出在银行间债券市场推出债券远期交易并通过全国银行间同业拆借中心（以下简称交易中心）交易系统进行，标志着我国银行间衍生品市场正式扬帆起航。2005年7月21日，新一轮人民币汇率形成机制改革启动，人民币汇率弹性增强，金融机构的汇率风险管理诉求随之提升，8月，人民币外汇远期应运而生，成为银行间市场第一个外汇衍生产品。

产品的推出只是一个开端，衍生品市场建设、规范发展需要配套以一系列基础性制度安排。由于金融衍生品交易要素繁多、术语复杂，有自成体系的一套交易规则和市场惯例，一般性的民商事合同无法体现其特殊性，实践中交易双方会选择使用一套规范、标准合同文本，以降低文本制作成本和法律风险。在银行间衍生品市场诞生后的一段时间里，市场呈现多个协议文本并存的局面。2009年，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布了《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》（以下简称《NAFMII主协议》），统一了我国场外金融衍生产品市场的标准协议文本，由此确立了场外金融衍生产品市场的“中国标准”。在金融衍生品市场刚刚起步阶段，法律法规缺位空白，《NAFMII主协议》大胆探索、先导性地引入了诸如单一协议、终止净额、履约保障等重要机制和概念，为银行间衍生品市场发展提供了重要保障。2009年，我国金融市场对外开放初露头角，尚

① 数据来源：中国外汇交易中心。

无境外机构参与银行间衍生品市场，而《NAFMII主协议》已前瞻性地与国际惯例接轨，为日后银行间衍生品市场对外开放打下了基础。可以说，《NAFMII主协议》对银行间衍生品市场发展具有极其重要的历史和现实意义。

党的十八大以来，在人民银行的正确领导下，交易中心会同市场各方，砥砺奋进，守正创新，助力银行间衍生品市场迈上发展“快车道”。

交易品种日益丰富。自2005年银行间市场推出利率衍生品、外汇衍生品后，2010年10月首次推出信用风险缓释工具（CRM），标志着银行间信用衍生品市场的诞生，2016年后新增信用违约互换（CDS）和信用联结票据（CLN）品种。在外汇衍生品市场，为支持市场主体更好管理汇率风险，2006年银行间市场推出外汇掉期，2007年推出货币掉期，2011年推出普通欧式期权，外汇衍生品产品序列基本完备。在此基础上，2016年增加风险逆转、蝶式等常用期权组合，2022年新增美式期权、亚式期权等。在利率衍生品市场，2019年8月贷款市场报价利率（LPR）改革后，同步新增挂钩LPR的利率互换品种，2020年3月推出挂钩LPR的利率互换期权、利率上/下限期权。此外，为提升场外衍生品交易的标准化和电子化水平，自2014年起交易中心相继推出标准利率互换、标准债券远期、标准外汇掉期、标准外汇远期等要素相对标准化产品。经过十几年的建设，银行间衍生品市场建立起涵盖外汇、利率、信用三大类别的衍生产品序列。

市场规模与日俱增。2005年银行间衍生品市场交易量仅为395亿元人民币，2010年突破10万亿元，2017年突破100万亿元，2021年达167.2万亿元。2021年，银行间外汇衍生品成交22.6万亿美元（折合145.8万亿元人民币），其中最为活跃的外汇掉期占比95%，外汇期权占比4%。银行间利率衍生品成交21.4万亿元，其中利率互换为最活跃品种，成交占比达98%。2021年交易中心系统达成的信用衍生品交易近100亿元。[①]

投资者队伍不断壮大。截至2022年上半年末，银行间衍生品市场共有287家外汇衍生品会员，共有697家利率互换市场成员，134家信用衍生品市场成员。十几年间，市场成员机构类型从以商业银行为主，扩展至银行、证券公司、基金、保险以及各类资管产品等境内外合格机构投资者。2016年起，银行间衍生品市场对外开放步伐加快，越来越多的境外机构进入银

① 数据来源：中国外汇交易中心。

行间衍生品市场。截至2022年上半年末，有115家境外机构进入银行间外汇衍生品市场，有18家机构进入利率衍生品市场。2022年7月，“互换通”合作框架出台，进一步便利境外机构投资者参与银行间利率衍生品市场。

交易机制持续优化。银行间衍生品市场成立之初，采用以电子交易平台为载体的传统询价模式。2014年起交易中心率先在利率互换市场推出基于双边授信的匿名点击成交交易机制（X-Swap）。在此基础上，2015年、2016年分别推出外汇掉期撮合交易模式（C-Swap）、外汇远期撮合交易模式（C-Forward）。该交易机制有效集中了市场流动性，2021年X系列、C系列等创新授信撮合机制的相关市场份额达60%以上。截至2022年上半年末，银行间衍生品市场已包括询价、点击成交、请求报价、双边授信撮合和集中授信撮合等多种交易方式，既满足交易机构的个性化交易需求，又能够促进价格发现、提升市场流动性水平。

交易生态体系逐步建立。为释放衍生品市场参与者授信额度，降低资本占用和杠杆率水平，自2012年起交易中心推出利率互换冲销业务并扩展至外汇掉期、外汇期权市场，累计提前终止衍生品名义本金23.8万亿元人民币。仅2021年终止利率互换合约6.9万亿元，占同期交易额36%，显著降低了衍生品市场的整体信用风险。[①]自2014年起，上海清算所为利率互换市场提供集中清算服务。该举措可有效管理对手方信用风险，提高清算效率，促进市场流动性提升。2019年，交易中心与上海清算所合作推出利率互换实时承接业务模式，进一步提高了交易结算效率。2021年实时承接利率互换合约交易量占X-Swap利率互换成交量的比重达12%。银行间衍生品市场覆盖交易前风险管理、交易、交易后处理等各环节的全流程服务体系正在不断完善。

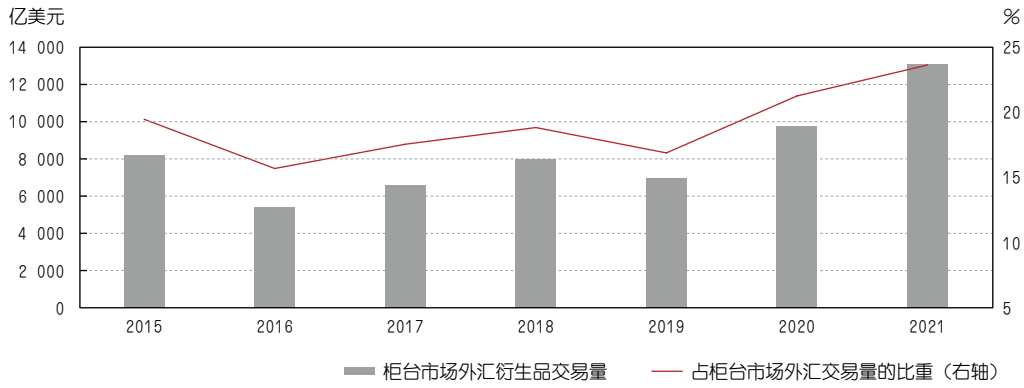
以服务实体经济为目标发展银行间衍生品市场

我国加速推进的金融领域改革与实体经济的风险管理需求，是银行间衍生品市场发展壮大的内在驱动力。过去十几年，随着我国人民币汇率市场化形成机制不断完善、利率市场化改革不断深化，金融市场发现价格、调整价格的能力提升，市场主体所面临的汇率、利率波动幅度也在加大。虽然银行间衍生品市场是金融机构对资产负债头寸进行风险管理的重要场所，但追本溯源可以发现，金融机构所服务的实体经济风险管理需

① 数据来源：中国外汇交易中心。

求是驱动银行间衍生品市场发展的根本动力。鉴于金融机构具备较强的专业经验与风险管理意识，通常金融机构之间的衍生品交易领先于金融机构对客户的柜台市场，而且规模是后者的数倍，但衍生品市场能发展到何种程度取决于实体经济的风险管理需求。银行间衍生品市场的发展格局恰恰印证了这一点。

我国对外贸易高速增长、资本项目双向开放以及人民币汇率弹性增强，大幅提升了市场主体的外汇衍生品需求。2015年以来，人民币汇率双向波动特征增强，人民币对美元即期汇率年化波动率从2012—2014年平均1.5%左右上升至2015—2021年平均3.5%左右。自2014年起，银行间外汇衍生品市场交易量开始超过即期交易量，2021年外汇衍生品交易量占外汇市场交易量的比重达68.7%，2022年上半年达73.3%。[①]随着人民币汇率双向波动加剧以及企业“汇率风险中性”理念强化，涉外企业通过外汇远期、掉期、期权等外汇衍生品管理汇率风险规模快速增加，尤其是近两年柜台市场外汇衍生品交易量增速已经超过银行间市场。2015—2021年柜台市场外汇衍生品交易量从8 000亿美元增长至2021年1.3万亿美元，占柜台市场外汇交易量的比重从19.4%增长至23.6%，2022年上半年进一步增长至28%（图1）。交易活跃、具有深度广度的银行间外汇衍生品市场为金融机构柜台交易提供了便捷的平盘渠道，反过来柜台交易也为银



数据来源：国家外汇管理局。

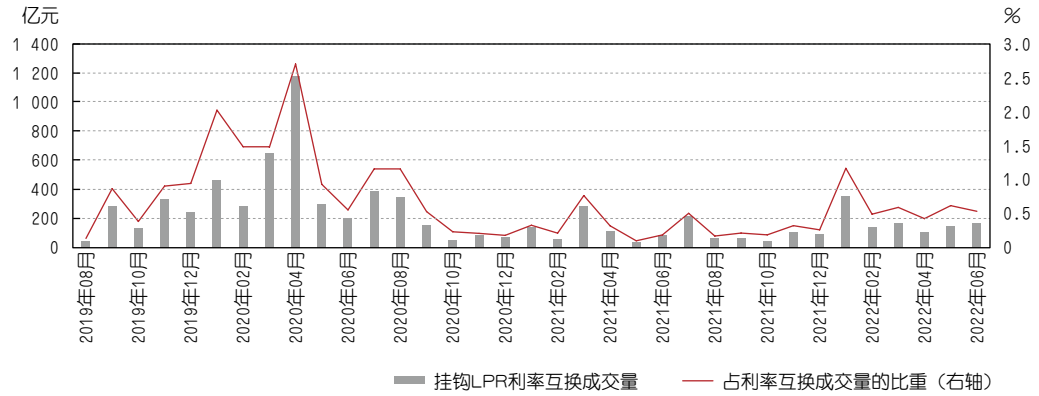
图 1　柜台市场外汇衍生品交易量及占比

① 数据来源：中国外汇交易中心。

行间外汇衍生品市场提供流动性，两者形成良性互动。

在人民银行、国家外汇管理局指导下，交易中心积极为金融机构和实体企业提供汇率避险服务。一是深化外汇市场自律机制秘书处工作，持续引导金融机构和企业树立“汇率风险中性”理念，推动银行创新完善汇率避险产品服务，提升对客服务水平。二是丰富银行间外汇衍生品类型，拓宽市场交易范围，提高企业外汇衍生品交易在银行间外汇市场平盘的时效性、可得性和便利性。三是完善银企外汇交易平台服务。2020年交易中心推出银企外汇交易平台服务，帮助企业开展电子化多银行询价、交易和全流程管理，方便企业获取最优交易价格。四是减免中小微企业外汇衍生品交易相关的银行间外汇市场交易手续费，降低企业避险成本。2022年进一步加大费用减免力度，从2021年的减半收取调整为全额免除，预计全年对中小微企业套保相关交易免收1 100多万元手续费。

随着利率市场化改革的深化，金融机构与实体企业以浮动利率计价的资产负债比例会上升，利率风险管理的必要性增强。然而，相较于企业的汇率风险管理需求，当前企业的利率风险管理需求还有待激发。2022年上半年末我国浮息债规模1.3万亿元，占我国债券市场总规模的1%；企业浮息债规模更小，仅为412亿元，占企业债券余额的0.14%。[①]在企业贷款融资



数据来源：中国外汇交易中心。

图 2　挂钩 LPR 利率互换成交量及占比

① 数据来源： Wind。

中，2019年8月LPR改革后，企业对挂钩LPR的衍生品需求快速提升，但总体规模较小。自2019年8月至2022年上半年末，银行间市场挂钩LPR的利率衍生品占利率衍生品交易量的比重不足1%（图2）。随着未来实体企业以浮动利率计价的资产负债比重提高，以及对利率衍生品套保功能的全面认识加强，来自实体经济的利率衍生品需求将会在银行间市场有充分展现。

推进银行间衍生品市场发展的思考

2008年国际金融危机后，全球出现了反思金融衍生品市场过度发展的思潮，主要国家和地区的金融监管机构不同程度加强了对衍生品市场的监管与规范。展望未来，如何更好地建设银行间衍生品市场，提出一些设想。

一是银行间衍生品市场的可持续发展要始终坚持服务实体经济。无论是国际金融危机教训还是国内衍生品市场发展经验，都无一例外地证明脱离实体经济、囿于金融投机的“脱实向虚”式金融衍生品市场将是无本之木、难以为继。金融衍生品市场发展的首要原则是发挥其风险分散和管理功能，形成与实体经济的良性互动，促进实体经济新兴产业、栋梁行业的繁荣。

二是持续强化企业“风险中性”理念。根据国际清算银行（BIS）2019年统计，非金融企业外汇衍生品交易量占其外汇交易量的比重为66.4%，而同期我国非金融企业该比重仅为16.9%。近年来人民银行、国家外汇管理局多措并举引导企业树立“汇率风险中性”理念，2022年上半年该比重已经上升至30%左右，但仍有较大提升空间。

三是多措并举降低避险成本。避险成本是企业决定是否开展套保的重要因素，包括价格成本、时间成本、操作成本等。一方面，银行间衍生品市场要创新多层次交易机制，丰富多元化市场主体，促进价格发现功能提升并及时有效地向柜台市场传导；另一方面，进一步优化企业套保操作流程，提高衍生产品办理流程的时效性、灵活性和便利性，使避险服务“触手可及”，不再“耗时耗力”。

四是完善金融基础设施的配套支持。目前银行间衍生品市场的金融基础设施框架已经建立，但仍有优化空间。包括交易中心在内的基础设施提供者应当进一步以市场需求为导向、以服务实体经济为要义畅通银行间衍生品交易、交易后处理等各个环节，完善金融衍生品全生命周期服务，推动衍生品市场健康发展，市场功能不断优化提升。N

学术编辑：曾一巳