



我国衍生品市场加快发展正当时

China's Derivatives Market Development Accelerates

鲁政委

摘要：我国银行间市场从一开始就没有采取西方那种“场外模式”，而是采取了更为接近2008年金融危机加强监管改革之后的市场组织模式，这使我国银行间市场在衍生品发展上具有制度优势。随着我国金融市场化改革的推进，利率波动加大、信用打破刚兑，资产负债结构中有大量利率、信用等基础产品的商业银行和其他市场各方，对利率、信用等衍生品的需求不断增加，由此驱动近年来我国衍生品的深度与广度不断提高。

关键词：衍生品 利率期权 对冲工具 发展趋势

Abstract: China's interbank market has not adopted the Western style "OTC model" but has used a regulated market model similar to the OTC market since regulatory reforms were rolled out following the 2008 financial crisis. This has given China's interbank market an institutional advantage in developing a derivatives market. With the advancement of China's financial market reforms, interest rate volatility has increased, the rigid payment issue has been resolved, and commercial banks and other market parties with a large number of interest rate and credit-based products have increased their demand for interest rate and credit derivatives in order to hedge their risks. This in turn has expanded the depth and breadth of the derivatives market.

Keywords: Derivatives, Interest Rate Options, Hedging Instruments, Development Trends

国际衍生品市场发展现状

利率衍生品是国际衍生品市场中的最大品种

随着金融业的不断发展，各类投资者对于衍生品市场的需求也不断扩大。银行业的资产负债结构中有大量利率、信用、汇率产

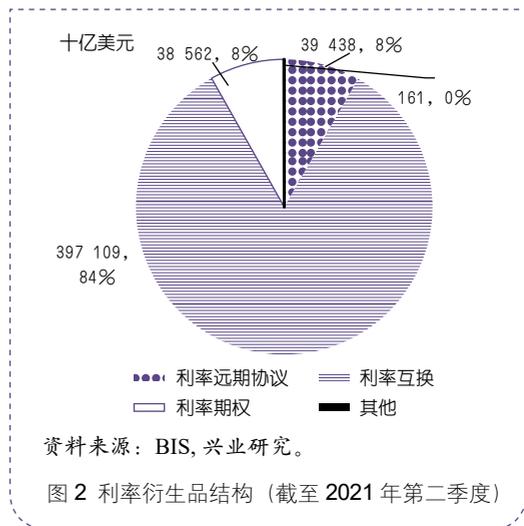
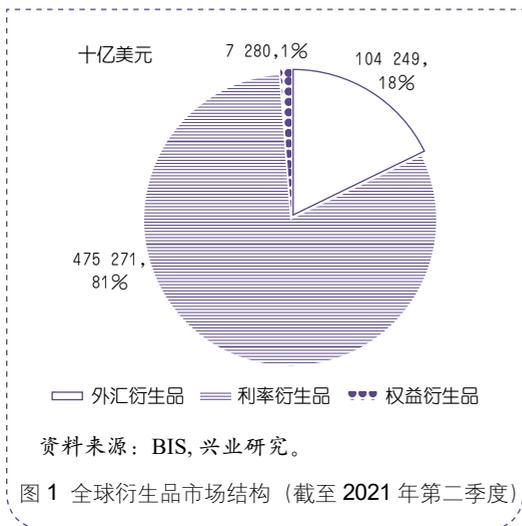
作者系兴业银行首席经济学家、华福证券首席经济学家、兴业研究公司副总裁。

品，这些产品均与利率密切相关，因而对利率衍生品的需求尤其大。据国际清算银行（BIS）统计，截至2021年第二季度，在全球三大类衍生品市场中，利率衍生品的名义本金金额为最大，达到475万亿美元，占所有衍生品市场中81%的份额，成为衍生品市场中的重要品种。

对于利率衍生品市场，其交易品种主要有利率远期协议、利率互换、利率期货和利率期权。从名义本金来看，2021年第二季度，全球利率互换名义本金达到397万亿美元，占整个利率衍生品名义本金的84%，成为最重要的利率衍生品品类；利率远期协议与利率期权体量较小，分别为38万亿、39万亿美元，占比均为8%。利率互换的优势在于合约期限可以很长，避免签署多个远期利率协议，且其流动性很好。

对于信用衍生品市场，主要分为四类交易品种：一是传统的信用违约产品，包括信用违约互换（Credit Default Swap, CDS）、信用联结票据（Credit-Linked Note）、信用违约期权（Credit Default Option）、CDS指数；二是信用利差期权（Credit Spread Option）；三是总收益互换（Total Return Swap）；四是合成担保债务凭证（Collateralized Debt Obligation）。2021年第二季度，全球信用衍生品市场名义本金规模为9.06万亿美元，其中CDS规模为8.8万亿美元，为信用衍生品市场的绝对主要品种。

全球利率衍生品以名义本金计的交易量自2010年起稳步提升，特别是2016年后交易量迅速增加，2019年当年，全球衍生品交易量达到6.5万亿美元。





国际场外衍生品的监管趋势

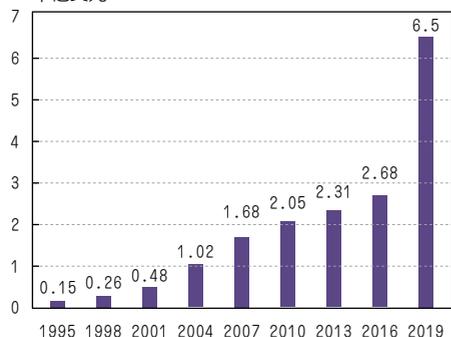
2008年国际金融危机之后，国际监管组织和各国监管部门开始通过多方面改革加强场外衍生品的监管，从而在缓释场外衍生品可能风险的同时，确保场外衍生品能发挥好风险规避、价值发现等一系列市场功能，促进场外衍生品市场的行稳致远。

一是场外和场内交易的边界逐步模糊，部分传统意义上不属于场内的场外交易机制也被纳入了严格监管的范畴。以欧洲为例，根据欧洲议会通过的《金融工具市场指令II》（MIFID II），在被认定为场内规范化市场（Regulated

Market, RM) 的基础上，将三种场外交易场所（Trading Venue）——多边交易设施（Multilateral Trading Facility, MTF）、有组织交易设施（Organized Trading Facility, OTF）和内化交易系统（Systematic Internaliser, SI）。纳入严格监管的范畴^①。根据MIFID II的要求，MTF、OTF与SI需要对外保持不同程度的透明度，且其运营商需要向监管机构及时报告衍生品交易情况。

二是大量场外衍生品被纳入集中清算。由于中央对手方交易机制对于风险的“防火墙”作用，机构间衍生品交易的传染风险得到较好的隔离。2008年国际金融危机过程中，由于伦敦清算所等中央对手方清算机构（CCP）在雷曼兄弟破产过程中高效、有序地化解了其集中清算的场外衍生品头寸风险暴露，集中清算交易机制受到国际监管组织的关注。2008年金融危机后，二十国集团（G20）在匹兹堡峰会上提出将可标准化的场外衍生品纳入集中清算的倡议。此后在金融稳定理事会（FSB）和各国监管机构的努力下，越来越多的可以被标准化的场外衍生品被纳入集中清算的范畴之内。到2019年末，集中清算的场外衍生品名义

十亿美元



资料来源：BIS, 兴业研究。

图3 海外市场利率衍生品交易统计

① MTF是指投资公司或市场运营者运作的多边系统，该系统将多个第三方的买卖双方价格聚集在系统中，让订单依据一定的规则进行交易从而成交。OTF是指非场内交易所或MTF的集合第三方机构并达成交易的系统或设施。SI则指的是类似做市商的交易系统，在该系统内，单个交易平台可直接将其所属客户的交易指令进行匹配和撮合，而不需要将这些客户的交易指令和交易意向发送至集中交易场所。

本金已达351.7万亿美元，占全球场外衍生品名义本金比重达63%，其中场外利率衍生品集中清算比重最高，达76.6%，场外信用衍生品次之，达55.9%。除了少部分场外衍生品由于条款特殊、交易量较少等原因未能纳入集中清算的场外衍生品外，绝大多数场外衍生品都纳入了集中清算体系。

三是对于未被纳入集中清算的场外衍生品，往往也被施加了严格的保证金互换和交易报告要求，从而缓释了潜在的对手方风险。2013年9月2日，巴塞尔银行监管委员会等国际监管组织出台《非集中清算衍生品保证金要求》，要求全球主要司法辖区监管机构，自2016年开始逐步强制要求未进行集中清算的场外衍生品交易双方互相缴纳保证金，相关保证金不仅包括初始保证金，还包括盯市保证金，从而能降低金融机构潜在的风险敞口。总体来看，非集中清算场外衍生品的保证金要求高于集中清算所需缴纳的保证金，这一方面能为场外衍生品集中清算提供更大的激励，另一方面，通过充足的保证金交换，即使在交易对手方出现信用风险时，金融机构也可以运用其收集的保证金覆盖潜在的交易对手方信用风险敞口。虽然此后对于相关要求执行的时间表略有推迟，但是目前世界上主要经济体的监管机构均已落地相关要求。

从实际效果上来看，通过多种形式的监管限制和加强，国际上场外衍生品市场在保持较好的风险规避、价值寻找功能的基础上，实现了风险的相对可控，基本解决了场外衍生品此前的缺陷。即使是在2020年3月金融市场动荡的时候，境外金融市场的风险也并非由场外衍生品引发，且在其他市场动荡时，场外衍生品市场也保持了一定的韧性。根据FSB等国际监管组织对于2020年3月金融市场动荡原因等的事后评估，确认2008年金融危机后对于场外衍生品市场的改革取得了显著的成果。我国银行间市场其实一开始就并没有采取西方那种“场外模式”，而是采取了更加接近场内、接近危机之后西方加强监管之后的市场组织模式，具有制度上的前瞻性优势。

我国衍生品市场发展仍不均衡

我国利率互换市场各类品种体量悬殊

银行间市场是国内利率衍生品主要的交易场所。2005年6月，人民银行推出了银行间市场第一个利率衍生产品——人民币债券远期交易。2006年起，我国银行间市场开始推出挂钩定存的利率互换，随后逐渐扩展到挂钩质押式回购利率、Shibor、LPR等品种，品种不断丰富，存续合约规模也不断扩大。2007年11月，人民币远期利率协议业务推出。2018年3月，外汇交易中心会同上海清算所优化推



出标准债券远期。

国内目前体量最大的利率衍生品仍是利率互换。2019年，我国利率互换市场存续合约规模突破20万亿元大关，2020年达到峰值25万亿元，近两年规模呈下降趋势，2022年5月存续规模约为22.8万亿元。

从利率互换的挂钩标的来看，挂钩FR007的利率互换存续规模占比最高，为利率互换市场中最受欢迎的品种，当前规模约为200104亿元，占比88%；之后的是挂钩SHIBOR 3M的利率互换，当前规模约为27522亿元，占比12%；挂钩LPR 1Y、5Y的利率互换近年来随着贷款利率市场化改革的推进，体量有所提升，但是眼下规模仍然较小，以1年期LPR为浮动端挂钩利率的合约有409亿元，占比仅为0.18%；剩余的各类如挂钩10年期国债、政策性金融债、CFETS碳中和债券指数的利率互换体量更小。总体来看，国内利率互换市场各类品种体量悬殊，但发展潜力较大。

信用衍生品方面，国内信用衍生品品种较少。中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）于2010年推出信用风险缓释工具——信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW），于2016年推出信用违约互换（CDS）和信用联结票据（CLN）。在国家宣布创设民企债券融资支持工具后，

CRMW获得市场青睐，创设规模从2010年的6.9亿元跃升至2021年的239亿元，但CDS发展缓慢，2020年名义本金仅有12亿元。这种状态令我国的信用衍生品市场结构与国外存在较大差异。

CRMW由独立于标的实体外的第三方创设，属于标准化程度较高的信用衍生产品，可以在二级市场流通，其为凭证买方提供针对标的资产的信用风险保护；而CDS的标的为债务发行主体，属于非标准化产品，不可在二级市场转让流通。

国内的信用衍生品更注重提供信用保护实质，与国外信用衍生品相比减少了投机属性。这体现在若标的实体破产，国外主要采用现金交割；而我国的交易规则虽然同时允许现金交割和实物交割，但实际发行的CRMW以实物交割为主、现金交割较少，即违约时仍需用持有的标的债券进



资料来源：Wind, 兴业研究。

图4 历年 CRMW 创设金额

行交割，这要求CRMW的投资者需要将主体债券和CRMW同时买入，并且信用保护工具规模比债券发行规模小，很大程度上限制了CRMW的投机行为。因为单一名称的CDS侧重主体，很难有跟主体完全对应的标的资产，而CRMW则完全匹配标的债务，这也是为何国内CRMW比CDS规模更大的原因。

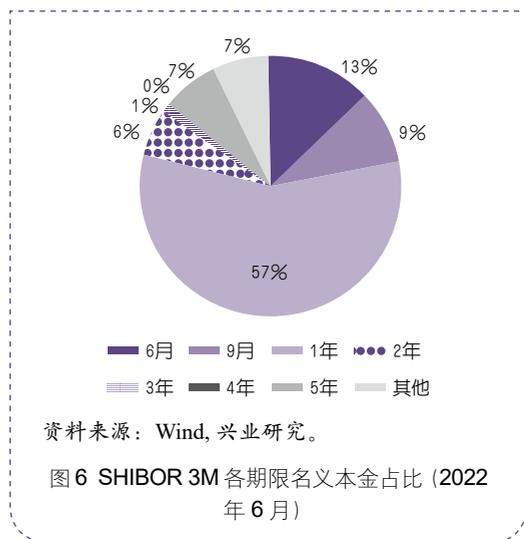
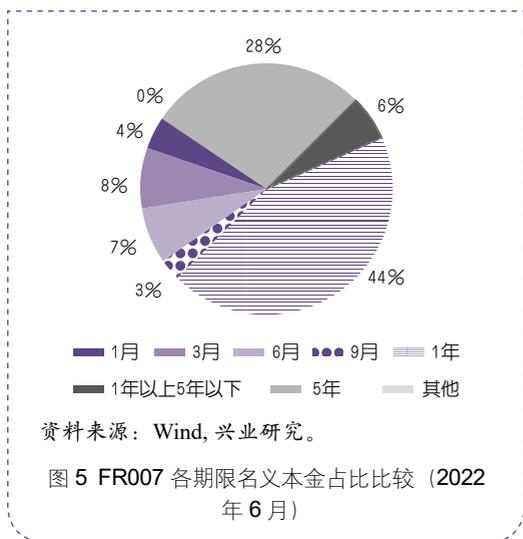
我国信用衍生品交易活跃度较低

在利率衍生品方面，以2022年6月最新的交易数据来看，对于挂钩FR007的利率互换来说，1年期与5年期的月交易名义本金总额较大，分别为5494.15亿元、3521.14亿元，两者加起来占比超过该品种名义本金的72%；此外，一年以下的期限体量也较大，6月期、3月期、1月期名义本金总额分别为894亿元、911亿元、

478亿元；1年期至5年期之间的其他期限、5年以上期限体量都较小。对于挂钩SHIBOR 3M的利率互换来说，1年及1年以下的期限名义本金总额较大，其中1年、9个月、6个月名义本金总额分别为1036亿元、158亿元、238亿元，总共占比超过84%，5年期名义本金总额为135亿元，占比8%；对于挂钩LPR1Y的利率互换来说，交易名义本金总量仍然较小，约为110亿元，其中1年期名义本金较大，为36.5亿元，占比33%。

综上所述，FR007、SHIBOR 3M均是1年及1年以下品种、5年期品种活跃度较高，流动性较好，能较充分地反映市场的预期。

信用衍生品方面，信用风险缓释工具交易一直很不活跃，直到2021年末，随着





信用衍生品存量规模的扩大，交易活跃度稍有起色，其中2021年12月、2022年1月成交规模都突破了25亿元。

近年来我国衍生品市场创新加快

挂钩CFETS银行间碳中和债券指数互换

CFETS银行间碳中和债券指数，样本债券选取剩余期限在1个月及以上、在银行间市场上市交易的“碳中和债券”，包括债券融资工具、中期票据、超短期融资券等在银行间市场上市交易的债券类型，不包含资产支持证券和资产支持票据。

2021年7月26日，银行间市场达成了首笔挂钩“CFETS银行间碳中和债券指数”的互换交易，根据交易中心披露的7月利率互换数据，该笔互换名义本金为1000万元。严格意义上来说，该笔交易应该被归为总收益互换^①。通过这样的结构，投资了“碳中和债券”指数的机构可以进入总收益互换固定利率的收取方来对冲系统性的利率风险、信用风险，仅仅需要承担对手方的信用风险，增加

了机构投资“碳中和债券”的积极性；而碳中和债券指数收益的收取方可以在不改变资产负债表的情况下投资“碳中和债券”，增加自己的信用风险敞口获得收益。

利率期权

2020年3月23日，全国银行间同业拆借中心开启试运行交易品种为挂钩LPR1Y/LPR5Y的利率互换期权、利率上/下限期权，标志着国内利率期权市场的开启。随后在2021年3月19日，全国银行间同业拆借中心新增了挂钩FDR001、FDR007的利率互换期权、利率上/下限期权，进一步丰富了利率期权的种类。

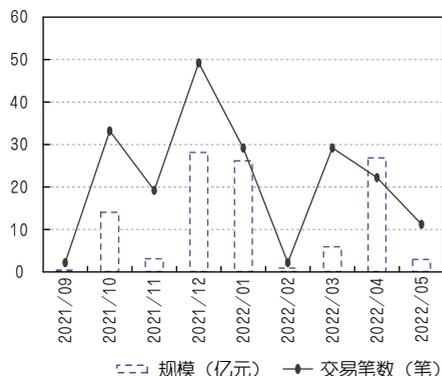
对于融入资金的机构如企业而言，运用利率期权可以降低其融资成本，若企业现在有一笔固定利率的贷款，企业可以通过买入利率下限期权实现贷款利率由固定利率向浮动利率的转化，在利率下行期间可以实现降低融资成本^②。

若企业的贷款为浮动利率贷款，其可以通过买入利率上限期权锁定融资成本上限，同时在利率下行期间，浮动利率的贷

① 所谓的总收益互换即为一方支付固定或浮动利率换取另一方支付的标的资产的收益（包括其产生的现金流以及资本利得损益），通常这样的标的为权益指数、债券指数或是一篮子的贷款。

② 例如，企业有剩余期限为1年的4.5%的固定利率贷款，贷款为每季付息，企业买入LPR1Y的1年期利率下限期权，执行利率为3.7%，计息期为3个月，期权费为0.02%，该组合实现了固定利率贷款向浮动利率贷款的转变，当前LPR1Y利率为3.7%，企业可能的收益如下：

若LPR1Y在第一季度后下调5bps，随后维持不变，利率期权的年化回报为 $0.05\% \times 0.75$ （剩余三个季度），期权费为0.02%，企业融资成本为 4.48% （ $4.5\% + 0.02\% - 0.05\% \times 0.75$ ），较不进行保护的情形融资成本降低2bps。



资料来源：上清所，兴业研究。

图7 信用风险缓释工具交易情况

期权获得利率上行期间的收益，当利率下行时选择不行权，固息贷款本身即适合利率下行的环境。对于已有的浮息贷款，银行可以通过买入利率下限期权锁定利率下行期间的利息收入，利率上行期间选择不行权，浮息贷款本身即适合利率上行的环境，此外银行还可以通过构建领式期权来减少对冲成本，即买入利率下限期权，卖出利率上限期权，卖出上限期权的收益可以去弥补买入下限期权的成本，这样可以在得到利息保护的同时减少对冲成本，甚至可以实现“无成本”对冲。

款将带来融资成本下降^①。

企业也可以利用利率互换期权锁定未来利率互换的利率，规避利率风险^②。

对于融出资金的机构如银行而言，其持有了大量的债券和贷款，运用利率期权可以帮助银行管理利率风险。对于已有的固息贷款，银行可以通过买入利率上限

对交易者而言，当其对利率有方向性的判断，可以进入相对应的期权方向，即在判断利率将上行时可以直接买入利率上限期权，买入利率互换看涨期权；在判断利率将下行时可以买入利率下限期权，买入利率互换看跌期权；当其对利率方向没有判断，但是对波动有判断，则可以构建

① 例如，企业有剩余期限为1年的LPR1Y+80bps的浮动利率贷款，贷款为每季付息，企业买入LPR1Y的1年期利率上限期权，执行利率为3.7%，计息期为3个月，期权费为0.02%，当前LPR1Y利率为3.7%，该企业可能的收益如下：

若LPR1Y在第一季度后下调或不变，企业选择不行权，期权费为0.02%，则企业融资成本为LPR1Y+82bps (LPR1Y+80bps+0.02%)。

若LPR1Y在第一季度后上调5bps，随后保持不变，企业将选择行权，利率期权的年化回报为0.05%×0.75，期权费为0.02%，则企业的融资成本为LPR1Y+76bps (LPR1Y+80bps+0.02%−0.05%×0.75)，较不进行保护的情形融资成本降低4bps。

② 假设企业需要在6个月后与银行签订一份挂钩LPR1Y的3年期利率互换合约，将固息换成付息，企业担心6个月后利率大幅上行，此时可以签订一份期权到期日为6个月后的挂钩LPR1Y的3年期利率互换期权，若6个月后挂钩LPR1Y的3年期利率互换的报价小于执行价格（执行利率）K，企业可以选择不行权，按照市场价进入一个LPR1Y的3年期利率互换；若6个月后挂钩LPR1Y的3年期利率互换的报价大于执行价格K，企业选择行权，与期权卖方签订一个支付执行价格（执行利率）K，收取LPR1Y的利率互换。



一个跨式期权，若判断利率在一个区间震荡，可以通过卖出两个到期日相同的利率互换看涨期权与利率互换看跌期权，或者卖出两个到期日相同的利率上限期权以及利率下限期权，其中利率下限期权的执行价格（执行利率）小于利率上限期权的执行价格（执行利率），相当于判断利率的震荡幅度位于两个执行价格之间。若判断利率将有较大波动，可以通过买入两个到期日相同的利率互换看涨期权与利率互换看跌期权，或者买入两个到期日相同的利率上限期权以及利率下限期权，其中利率下限期权的执行价格（执行利率）小于利率上限期权的执行价格（执行利率），相当于判断利率的震荡幅度将突破两个执行价格。

利率期权的优势。对于利率互换、国债期货等线性结构衍生品来说，市场参与者只能对如方向、曲线形态的判断；而对于非线性结构的利率期权来说，市场参与者还可以通过调节期权要素对波动率做出判断，在参与者没有方向判断的情况下丰富避险套利组合。

利率期权可以避免交割，国债期货可以在合约结束前平仓，虽然引入了最廉可交割债券的概念，但还是可能存在换月价格波动较大的问题。利率互换可以通过进入一个相反方向、相同执行价格、相同付息日期的利率互换进行平仓，但在外汇交易中心定期组织交易冲销前，两笔合同同时都要占用保证金。而利率期权可以在期

权到期日选择不行权，即使选择行权也可以进行现金结算，避免进入交割环节。

利率期权的杠杆比例更加灵活，交易无需保证金。利率互换、国债期货的保证金均为恒定比例，意味着杠杆比例也是固定的，且保证金可能会出现余额不足而需要追加的情形。利率期权只有期权费的概念，期权费为一次性支付，无需保证金交易，且期权的杠杆比例随着到期时间、资产价格、波动率等产生变动。

利率期权具有保险的性质，若投资者持有债券头寸，运用利率期权保护头寸，其最大的损失是期权费，而如果用国债期货进行保护，可能存在基差异常走阔或者收窄的情况，用利率互换进行保护头寸，可能存在利率互换与现券走势不一致的情况，两者造成的最大亏损都是不确定，而利率期权的最大损失是确定的。

利率期权组合更加丰富，可以通过组合不同要素如执行价格、看涨看跌等的期权构建出丰富的投资组合，如鲨鱼鳍、蝶式、跨式，满足不同市场参与者的需求，而国债期货、利率互换不具备如此多的要素，因此无法满足更细化的投资需求。

CRMW与CDS指数

从信用衍生品市场的发展来看，在试点阶段之后，信用衍生品市场的规则不断完善。2021年4月，交易商协会对《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》及配套文件进行了修订，明确了资管产品

可参与业务，拓宽了CDS挂钩标的范围；此外，支持不持有标的债务的参与者购买信用保护，并配套现金结算安排。近年来，CRMW的创设和交易规模上升，CDS指数产品不断丰富。

从CRMW的发展来看，企业违约步入常态化，为CRMW的发展创造了良好的契机。CRMW早在2010年10月便已推出，但一直不温不火，直到2018年，在支持民企融资发债的大背景下，创设金额开始迅速提升；2021年以来，城投融资缓解收紧，为支持城投融资，约60亿元创设金额为城投标的；2022年5月26日，为解决房企融资困难，上海银行、中债增信共创设1.3亿元，期限2年的CRMW支持新城控股发行10亿元的中期票据22新城控股MTN001，标志着首单房企CRMW落地。

通过购买“CRMW+债券”的组合，对于投资者来说，由于信用风险转移到了创设机构，考虑信用风险时直接参考创设机构的信用风险，对于22上海银行CRMW001（22新城控股MTN001）来说，其收益为22新城控股MTN001收益率—CRMW创设价格（ $6.5\% - 3.2\% = 3.3\%$ ），高于同期限上海银行的金融债21上海银行2.62%的收益率近60bps，但是需要注意的是创设价格需要在创设时支付，而债券的利息则在1年后支付，实际的收益率之差可能略小于60bps。当前针对房企的信用工具仍然较少，CRMW是一种较好的支持房

企融资的方式，但是CRMW对于创设机构来说风险仍然较大，未来可以考虑编制房企CDS指数进行交易对冲。

从CDS指数的发展来看，指数的品种和交易标的不断丰富。2021年4月，外汇交易中心、上海清算所联合发布了《银行间市场信用违约互换指数交易清算指引（试行）》，鼓励交易商创设CDS指数产品。目前，银行间已经创设了3只CDS指数产品。

一是CFETS-SHCH-GTJA高等级CDS指数，主要挂钩高评级主体。2019年12月27日，外汇交易中心（CFETS）、上海清算所和国泰君安证券联合发布了境内首个CDS指数——“CFETS-SHCH-GTJA高等级CDS指数”，该指数包含40个高信用等级实体，成分债券发行存量约占银行间市场信用债总存量的15%，交易量约占22%，各机构对0.25年、0.5年、1年、2年、3年、4年和5年全期限进行报价。

二是CFETS-SHCH民企CDS指数，其特点是挂钩民营企业。2021年4月，外汇交易中心、上海清算所推出了“CFETS-SHCH民企CDS指数”，该指数的标的是包括按照一定规则筛选出的一篮子具有较好流动性的民营企业参考实体的集合，标的企业评级在AA及以上，且根据托管量、二级流动性和企业财务指标打分靠前，目前共有25家企业，分别赋予4%的权重。

三是CFETS-SHCH-CBR长三角区域CDS指数，聚焦长三角区域的企业。2021



年9月30日，外汇交易中心、上海清算所、中债资信评估有限责任公司联合发布“CFETS-SHCH-CBR长三角区域CDS指数”。该指数是按照一定规则筛选出的一篮子具有较好流动性的长三角区域中高等级CDS参考实体的集合，当前总共有25家企业，分别赋予4%的等权重，反映长三角地区整体风险水平，上市交易首日，共达成交易10笔，名义本金4亿元，期限集中在1M~3M，成交价格集中在30bps至50bps区间内。

CDS指数可为市场在开展信用相关业务和管理信用风险时作为市场整体信用风险的参照，同时，CDS指数交易可以有效解决单名CDS实体风险集中、定价困难的问题。2021年，CDS指数累计达成交易40笔，名义本金合计7.95亿元，占全年CDS交易金额的21.9%。国际上，CDS指数已是较为成熟的信用衍生品，在经济转型过程中，国内市场信用风险暴露值得关注，这也使发展信用相关的衍生品成为未来趋势之一。

我国衍生品市场发展仍需完善

银行间市场长久期对冲工具缺乏

从金融机构中长期贷款余额占比来看，贷款久期正在不断拉长。特别是2015年以来至今，该指标自55%稳步上升，2021年创下历史新高的67%，未来金融机构的中长期贷款可能仍然会保持较高规模。

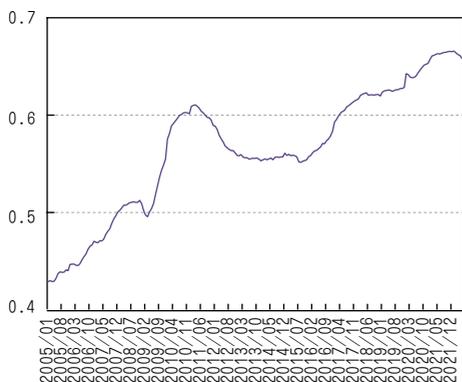
从新发行债券的久期来看，5年以上特别是10年以上的超长久期债券发行占比正在逐年提升。5年以上债券发行占比由2017年的15.52%上升至2022年的23.43%，10年以上的超长久期债券则从2017年的1.41%上升至2022年的8.67%，低利率环境下，债券发行久期可能会继续拉长。而商业银行是我国债券市场最重要的投资者。

银行两类重要的资产贷款与债券的久期均在不断拉长，由此，银行长久期资产所面临的利率风险不可忽视，而当前银行间长久期的对冲工具中仅有5年期FR007利率互换较为活跃，且与5年期国债并非完全对冲。因此，建议未来允许银行进入国债期货市场，或者在银行间市场发展长久期的利率期权、互换与远期协议市场。

同时，在目前规定银行贷款产品挂钩LPR的背景下，LPR挂钩的利率互换交易却不活跃，这是由于LPR当前报价形式为MLF加点形成，而MLF是一个不连续波动且波动性不足的基准利率，这大大限制了挂钩LPR的相关衍生品交易的活跃度和流动性，使得银行不能有效对冲贷款产品利率风险。建议未来改革LPR报价方式，参考10年期国债利率，使其更能反映市场利率水平。

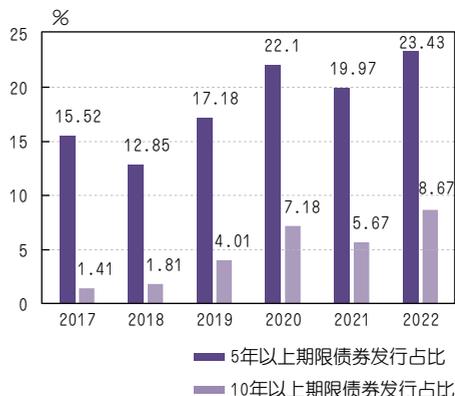
信用衍生品无法抵减风险加权资产

无论是《巴塞尔协议II》还是《巴塞尔协议III》，均明确允许使用权重法计量资本的银行，即可以通过持有信用衍生



资料来源：Wind, 兴业研究。

图 8 金融机构中长期贷款余额占比



资料来源：Wind, 兴业研究。

图 9 5年期以上及10年以上债券发行占比

工具的方式，抵消对应资产的风险加权资产。然而，在2012年我国发布的《商业银行资本管理办法（试行）》中，在其信用风险权重法计算过程中，合格信用风险缓释工具仅包括质物和保证，并不涵盖各类信用风险缓释工具。当前，我国仅有工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、招商银行等6家银行可以使用信用风险计算高级法。这意味着，大量采用权重法的商业银行无法通过购买信用衍

生品的方式减少风险资本占用，从而降低了银行购买信用衍生品的动力。因此，建议未来在《商业银行资本管理办法（试行）》的修订过程中，及时参照《巴塞尔协议III》的统一标准，将信用衍生品纳入权重法计算中的合格信用风险缓释工具之中，允许其抵减相应资产的风险加权资产，提升银行参与信用衍生品市场动力，激活信用衍生品市场。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献：

- [1]彼得·诺曼.全球风控家——中央对手方清算[M].北京:中国金融出版社,2013.
- [2]杨军.风险管理与巴塞尔协议十八讲[M].北京:中国金融出版社,2013.
- [3]喻心.人民币利率互换市场现状、问题及发展契机[J].中国货币市场,2018(2).
- [4]BCBS, IOSCO.Margin requirements for non-centrally cleared derivatives[R].September 2013.
- [5]European Parliament.Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU[Z].May 2014.