



# 价格发现与风险中性： 发展衍生品市场服务实体经济

## Price Discovery and Risk Neutrality: Developing Derivatives Markets to Serve the Real Economy

储国强 刘亮

**摘要：**场外金融衍生品市场具有促进价格发现、帮助实体企业规避风险的作用。交易商协会成立15年以来，我国场外衍生品市场有了长足发展。本文回顾了我国场外衍生品市场的发展历程和市场基础设施建设取得的主要成就，并结合业务实践对金融机构和实体企业在交易经验、配套制度、专业人才等方面面临的堵点难点提出相关建议，以期我国场外衍生品市场能够持续提升市场广度与深度，进一步增强服务实体经济的能力。

**关键词：**场外衍生品市场 价格发现 风险中性 履约保障制度 市场深度

**Abstract:** The over-the-counter (OTC) financial derivatives market can promote price discovery and help enterprises avoid risks. Since the establishment of NAFMII 15 years ago, China's OTC derivatives market has made significant progress. This paper reviews the history of China's OTC derivatives market and the main achievements in market infrastructure construction. It puts forward relevant suggestions on the difficulties faced by financial institutions and enterprises in terms of trading experience, support systems and the supply of professional talent, in order to continue to improve the breadth and depth of China's OTC derivatives market and enhance the market's ability to serve the real economy.

**Keywords:** OTC Derivatives Market, Price Discovery, Risk-Neutral, Performance Guarantee System, Market Depth

储国强，中国农业银行金融市场部副总经理；刘亮，中国农业银行金融市场部专家。

2022年是中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）成立15周年。15年来，我国场外衍生品市场快速发展，市场化、专业化、法治化水平不断提升。交易商协会推动产品创新、建立健全市场机制，为场外衍生品市场的长足发展做出了卓越贡献。本文将对场外衍生品市场发展历程作简单回顾，并对未来市场发展方向提出相关建议。

## 发展场外金融衍生品市场的意义

### 有效促进价格发现，优化资源配置

发展场外金融衍生品市场可以有效促进基础资产的价格发现，优化资源配置。当前我国正处于重要战略机遇期，金融市场基础设施建设面临重大机遇和挑战。金融市场化改革持续推进，价格工具日益成为货币政策调控的主要手段。与此同时，外汇、债券以及商品交易市场活跃度的提升，为场外衍生品市场发展创造了条件。场外衍生品市场体系的不断完善、深化和发展，也促进了基础资产市场加速形成价格发现机制，提升资源配置效率。

总体来看，我国场外衍生品市场近年来快速发展，交易品种逐渐丰富，市场规模和交易量稳步提升，参与机构不断增多。丰富的产品体系为市场参与者进行风险管理、价格发现、资产配置提供了多元化手段，为我国金融市场对外开放提供了有力支撑。

### 助力实体规避金融风险，聚焦主业

当今国际政治经济格局深刻调整，叠加新冠疫情对全球市场形成剧烈冲击，金融市场不确定性显著增加。在此背景下，实体企业在生产经营过程中，面临的汇率、利率、大宗商品价格风险也在不断显现。企业合理使用金融衍生工具进行套期保值，可以有效降低金融市场价格波动对企业运行带来的不利影响，对企业聚焦主业发展显得愈发重要。

我们在大力发展场外衍生品市场的过程中，始终把服务实体经济的宗旨摆在首位。监管部门和行业自律机制建章立制，不断规范市场主体行为，提升市场参与者水平，倡导企业树立“风险中性”理念。

## 我国场外金融衍生品市场发展历程与成就

我国场外衍生品根据基础资产主要分为利率衍生品、外汇衍生品、信用衍生品、商品衍生品等四大类。近年来各市场均经历了品种不断扩充、规模不断扩大、参与机构不断增加的发展历程。

### 利率衍生品市场发展不断完善

自2005年推出债券远期交易开始，经过17年的发展，我国利率衍生品市场形成了包括债券远期、远期利率协议、利率互换和利率期权的完备市场体系。17年间，集中清算、集中冲销等市场基础设施建设亦有序推进。总体来看，利率衍生品市场产品序列持



续丰富，交易品种不断健全，市场服务水平持续提升，结算交割机制逐渐完善。

从交易品种看，形成了以利率互换为主、标准远期和利率期权为补充的场外利率衍生品市场。2021年，利率衍生品市场整体成交21.4万亿元，其中利率互换成交21.1万亿元，成交量占整个市场的98.6%。标准债券远期成交2 614.9亿元，利率期权仅成交756.2亿元。从参考利率看，FR007是市场主流，并逐步扩展到Shibor、Depo、LPR等标的。2021年，以FR007为参考利率的交易占比达66.77%，以3M Shibor为参考利率的交易占比仅为14.72%，其余产品总共占比不足20%。从期限结构看，我国利率衍生品期限大多集中在1年以内。2021年1年期及以下品种成交占比72.6%，5年及以上品种成交占比22.0%。从参与者看，参与机构类型主要为商业银行、证券公司等大型金融机构，企业参与程度相对较低。近年来农业银行深入研究利率衍生品在资管产品发行、企业发债、客户债务管理等方面的应用，持续探索利率衍生品市场的发展道路<sup>①</sup>。

### 外汇衍生品市场开放程度持续提升

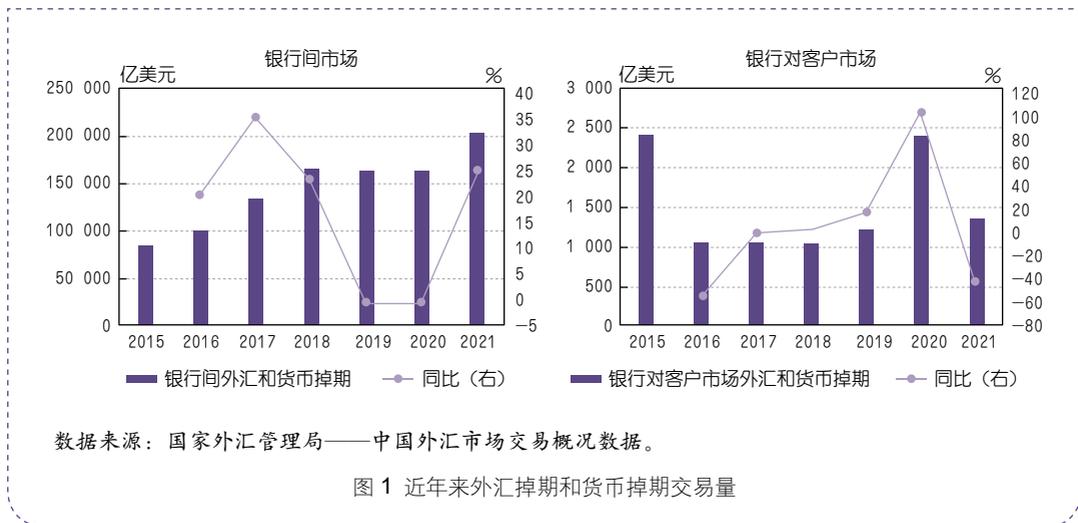
2005年我国开启人民币汇率改革，按照“远期-掉期-期权”的路径，分步建立起外汇衍生品市场体系。目前，我国已形成包括远期、外汇掉期、货币掉期、期权等产品在内的完备的市场体系，可以有效满足市场各类汇率避险需求。

近年来随着我国资本市场对外开放稳步推进，外汇衍生品市场加大对外开放力度，2016年以来中国债券市场开放过程中，人民银行、外汇局推出一系列政策措施，便利境外机构管理债券投资产生的汇率风险，进一步促进了境内外汇衍生品市场的发展。银行间外汇、货币掉期交易量于2016年首度突破10万亿美元，后续一直高位运行。

在人民币国际化进程中，国内企业结合实际需求对于外汇衍生品的运用不断扩展，可用衍生工具从基础的远期、掉期扩展到无本金交割远期和各类期权；监管层也不断放宽外汇衍生品运用条件，套保情形从经常项目拓展到资本项目。在此过程中，农业银行深入挖掘企业客户需求，持续提升对客服务水平<sup>②</sup>。

① 2013年，农业银行成交首笔基于货币市场基准的代客利率互换交易，将客户的长期固定融资成本转化为7天回购利率加固定点差的形式，为客户降低融资成本约30bps，同时也促进了利率衍生品市场参与者的多元化。

② 某出口企业客户从事办公用品出口业务，单笔订单金额小，收汇日分布较为分散。结合企业实际情况，农业银行建议企业根据销售订单、出货情况等估算出一篮子订单金额，平均账期为3个月，对一篮子订单金额的一定比例（例如70%）进行套保，套保产品选择远期结汇差额交割，期限为3个月。与传统的远期结汇全额交割相比，企业可以更加灵活地调剂资金头寸，大幅减少提前履约、反向平仓和展期比例，减轻财务人员逐笔操作的工作压力，降低企业财务管理难度。



### 信用衍生品市场初具规模

2010年交易商协会发布信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW），标志着我国信用衍生品市场开始发展。2016年交易商协会推出信用违约互换（CDS）和信用联结票据（CLN），分别为盯住实体的合约类和凭证类产品。2021年交易商协会正式推出挂钩一篮子信用实体的CDS指数，填补了我国信用衍生品市场空白。

近年来，我国债券市场信用风险持续暴露，信用分化加剧，债券市场对信用衍生品的需求更加迫切。农业银行近年来一

直积极探索信用衍生品在服务实体经济方面的应用，通过信用衍生品降低实体融资成本和信用风险<sup>①</sup>。

### 商品衍生品市场影响力不断扩大

黄金衍生品是我国最重要的商品衍生品之一。早期主要是以套期保值为目的开展的黄金远期交易，随着金价波动加大，出现了以库存管理和资金运营为目的的掉期交易和期权交易。目前，我国黄金衍生品业务覆盖远期、掉期、期权三大类品种，交易平台包括上海黄金交易所和外汇交易中心。

我国场外黄金衍生品市场定价基准日

<sup>①</sup> 2018年农业银行作为主承销商，中债信用增进投资股份有限公司作为信用风险缓释凭证（CRMW）创设人的“18奥克斯CP002”成功发行，其票面利率及认购情况均明显优于无创设信用风险缓释凭证的民营企业同类债券发行情况。该项目也是2018年国务院常务会议决定设立支持工具后，国有大型银行落地的首批“债券融资支持工具”之一。



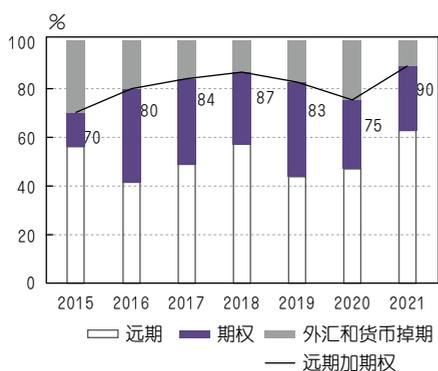
趋多元化，除传统基于国内竞价市场黄金价格的定价基准外，近年来以上海金集中定价、离岸市场现货黄金价格和伦敦市场国际黄金价格为定价基准的场外黄金衍生品交易日益增多，并已初步形成较为有效的黄金远期、期权定价曲线，市场定价有效性逐步提高。

除黄金衍生品市场以外，上海清算所自2013年起逐步推出场外大宗商品衍生品中央对手清算业务，持续创新和完善场外大宗商品衍生品市场。现已推出覆盖航运、黑色、有色、能源、化工、碳排放等行业的多项产品，黑色、化工掉期已成为行业实体企业风险管理和价格发现的重要工具。这对于推动形成大宗商品人民币定价基准，培育我国大宗商品实体企业交易报价能力具有重要意义。

### 配套法律及交易规则逐步成熟

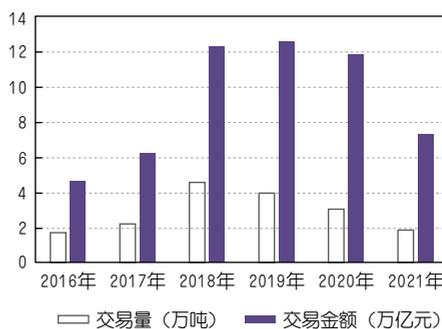
在我国场外衍生品市场发展初期，与之配套的基础设施建设还不完善，市场参与者通常自行拟定协议文本或使用国际掉期与衍生品协会（ISDA）制定的示范合同文本模板，即ISDA主协议。由于中英版本翻译差异、在中国法下的效力问题，以及配套信用支持文件法律效力问题等因素，将ISDA主协议直接应用在境内场外衍生品交易存在明显的法律障碍。

2005—2007年，监管层根据境内业务实践，采用“一类产品、一个主协议”的文本模式陆续制定了多项衍生品交易业务协议。其中最重要的是外汇交易中心发布的《全国银行间外汇市场人民币外汇衍生产品主协议》，以及交易商协会发布的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》（2007年版）。2009年交易商协会将



数据来源：国家外汇管理局——中国外汇市场交易概况数据。

图2 银行对客户外汇衍生品构成



数据来源：上海黄金交易所市场报告（2016—2021年）。

图3 上海黄金交易所询价交易量、交易金额（2016—2021年）

两份主协议进行合并，发布《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009年版）》，在我国开创了以NAFMII主协议为交易框架文本的市场格局。

随着金融对外开放步伐不断加大，场外衍生品市场规则的国际化趋势也进一步加强。在监管层和交易商协会等自律组织的大力推动下，我国场外衍生品交易相关法律和规则不断完善，国际认可度不断提升，为国内金融机构“走出去”以及境外投资者深度参与国内市场起到了积极作用。最新推出的NAFMII主协议（跨境版本）为中资机构与境外机构在跨境交易过程中提供了更为丰富的选择。与此同时，2022年通过并施行的《期货和衍生品法》成为我国金融衍生品发展领域的一个重要里程碑，其中对于跨境衍生品交易监管、终止净额结算机制认定等问题的规范，对于推动中国衍生品市场对外开放与健康发展具有重大意义。

#### 清算及履约保障制度安排持续完善

目前国内银行间衍生品清算方式分为集中清算和双边清算。集中清算具有统一规范的法规制度约束、专门的交易平台、安全且标准化的资金清算流程，从而大幅降低了交易参与方的风险敞口。双边清算目前尚缺乏相应标准化制度约束，信用风险相对较高，依赖传统授信管理，交易双方可能需要缴纳一定比例的保证金进行增信。

银行对客衍生品业务以双边清算为主，业务开展模式依赖传统授信机制进行管理，由于市场参与方盯市估值能力普遍不足，同时采用抵押品来加强对客业务的信用风险管理。

近年来，随着我国清算基础设施建设不断完善，双边清算制度安排也逐渐成熟。2020年上海清算所成为境内第一家通过认证的SIMM（Standard Initial Margin Model）保证金管理服务机构，可为境内机构提供双边清算保证金服务，降低单纯占用授信带来的信用风险。2022年，在交易商协会和上海清算所的推动下，国内数家大型金融机构联合成立了双边清算保证金标准工作委员会。委员会的工作致力于研究、制定和推广双边清算保证金计量与管理的行业标准和最佳实践，使其既满足国际国内监管要求、又符合我国金融市场实际情况，保障金融市场安全平稳运行和高质量发展。2022年7月，委员会召开成立大会暨第一次工作会议，审议通过了《双边清算变动保证金计量与管理实务指南》和《双边清算保证金标准工作委员会工作规划》，为后续我国双边清算制度的发展奠定了良好的基础。

#### 场外金融衍生品市场进一步发展面临的短板

在监管部门和交易商协会以及市场参与者的共同努力下，中国场外衍生品市场



的发展成就令人瞩目。国内场外衍生品市场起步虽然较晚，但也吸取了国际衍生品市场发展过程中的经验和教训。在资本市场双向开放进程中，场外金融衍生品市场进一步深化发展需要立足中国金融市场实际，借鉴国际经验补足短板。

### 金融机构综合化衍生交易能力有待提升

金融机构是场外衍生品市场的定价商和流动性提供者，在满足自身风险对冲需求的基础上，是联通衍生品市场其他参与者的重要中介。金融机构需要认清短板，不断提升综合化衍生交易能力。一是复杂产品定价及管理能力不足。目前境内金融机构对于复杂衍生品主要采用背对背平盘的风险管理策略，自身的定价和做市能力尚显不足。二是科技支撑相对滞后。场外衍生品要素较多且灵活多变。境内机构在交易簿记、风险管理的系统支持方面，通常只考虑到标准情形，系统适应性较差，改造周期长，已成为业务发展的制约因素。三是法律支持有待提升。在境外机构参加境内金融市场交易的过程中，存在着国内制度与ISDA协议文本的衔接问题，通常双方谈判周期较长，影响了衍生品业务的拓展。四是专业人才存在缺口。场外衍生品交易门槛相对较高，面对市场需求的提高，相关机构专职人员配备不足，且流动性强，不利于专业能力提升和经验的沉淀。

### 企业运用衍生工具存在堵点难点

为企业提供避险工具，推动企业聚焦主业，是金融服务实体和发展场外衍生品市场的应有之义。从实践来看，企业在运用衍生工具对冲风险过程中还存在不少堵点，这反过来也制约了场外衍生品市场的发展。一是企业风险中性意识有待加强。部分企业，尤其中小企业的风险管理意识不足，对于汇率、利率以及原材料价格成本等风险未进行主动管理。二是企业套期保值制度不完善。部分企业开展了对冲操作，但未建立相关制度，容易受市场变化影响而呈现顺周期性，或受企业负责人个人观点影响而呈现主观随机特征，影响套保的效果和可持续性。三是会计核算机制不合理。不少企业未能建立科学的会计核算体系，往往以盈亏来评判套期保值效果，甚至给财务管理团队下达盈利指标，导致衍生品对冲操作背离风险管理初衷。四是衍生交易能力和经验不足。场外衍生品交易相对复杂，相关金融从业人员尚显不足，实体企业中具备相关知识和经验的人员更加缺乏，影响了套期保值操作的落地。

### 进一步发展场外金融衍生品市场的若干建议

#### 丰富参与主体，提升市场广度和深度

目前利率和汇率衍生品市场参与者以

商业银行为主，业务模式和风险偏好同质性强，市场波动加大时往往出现对手盘不足的问题。从国际实践来看，保险公司与养老金是长期利率互换、外汇和货币掉期市场的重要参与者，未来应当鼓励此类机构更多参与市场。此外，国际投资级企业债在一级市场通常以利率互换为基准利率加点定价发行，发行后企业可根据业务经营情况通过利率和货币互换灵活调整负债久期和币种结构。随着我国利率和汇率市场化程度的提高，也可鼓励企业信用债发行定价逐步采用利率互换基准定价，运用外汇和货币互换管理汇率风险，提升企业对利率和汇率衍生品市场的参与度，进一步降低融资成本。

信用衍生品方面，目前我国信用风险缓释工具的主要参与者是银行和券商，其风险偏好相对保守，为市场提供信用风险保护的力度不足，一定程度上也阻碍了保险公司、对冲基金等类型机构的参与，难以较好满足市场各类需求。后续可考虑适当增加信用风险缓释工具的参与机构范围，从而进一步提升产品流动性和市场活跃度。

#### 支持客户业务，持续提升服务能力

未来金融机构应该在监管层和自律机制的指导下，持续推动企业树立“风险中性”理念，帮助企业加强汇率、利率、商品价格等风险管理，聚焦主业发展，提升财务稳健性。

制度安排方面，监管层、交易商协会及上海清算所等保证金管理的专业市场基础设施机构，可以出台对客衍生品履约保障标准的指导意见，为市场参与者提供指导性方向，防范系统性风险。在交易主协议签署方面，建议推出统一对客版本的NAFMII主协议，形成较为统一的行业规范。

产品服务方面，应持续为客户提供更加丰富的产品和更加优质的金融服务。例如，2022年外汇局推出的人民币对外汇美式、亚式期权在价格选定、收益结算、行权方式等方面都更为灵活，为企业套期保值拓展了新的场景，也为银行开展汇率避险方案创新提供了便利。

#### 法律法规及清算安排等市场机制应进一步与国际实践接轨

在我国场外衍生品交易法律和规则快速发展的同时，我们也应认识到，相比国际市场成熟实践，国内市场还存在较大提升空间。一方面，我国衍生品市场的监管仍以基础资产或参与主体进行划分，部分领域的监管难以形成有效合力。另一方面，境外机构对于国内部分法律和规则还存在一定顾虑。例如目前境外机构参与国内相关市场时仍偏好签署ISDA协议，国内推出的NAFMII主协议（跨境版本）使用机构相对较少；国际投资者对《期货和衍生品法》项下终止净额结算机制的具体适用仍处于观望状态，需要监管层出台实施



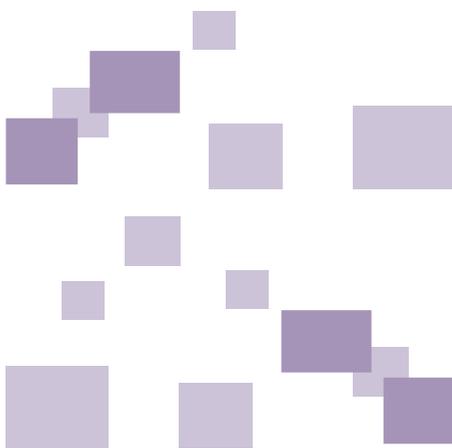
细则加以指导。此外，我国衍生品市场的托管、清算、估值等配套设施和系统化水平相较国际最佳实践还存在一定差距<sup>①</sup>。

### 加大专业人才培养力度，引导金融从业人员支持实体经济

场外衍生品交易门槛较高，专业人才的不足不仅制约着金融服务实体经济能力的提高，也导致实体经济开展场外衍生品套保的需求无法真正落地。为此，应采取措施加大人才培养力度，引导专业人员加大对实体企业支持力度，促进场外衍生品市场深入发展。一是构建行业统一的场外衍生品业务培训和考试标准。可考虑由行业自律机制牵头，联合金融机构构建针对中国市场的场外衍生品培训和考试标准，对金融机构从业人员和企业财务人员开放，持续提升相关从业人员的专业水平。二是引导专业人员在金融机构与实体

企业之间合理流动。场外衍生品市场的发展离不开金融机构与实体企业之间的良性互动，可建立金融机构与企业人员的双向交流机制，金融机构可协助企业建立和完善套保机制，并深入了解企业实际需求。企业也可派员赴金融机构了解市场运作机理，协助金融机构改进金融服务。[N]

学术编辑：卢超群



① 双边清算保证金制度方面，目前G20多数国家已逐步明确相关具体要求及推进时间表。而我国场外衍生品交易的履约保障机制尚处于起步阶段，市场长期存在基于授信额度而非担保品支持的交易传统。后续在双边清算保证金标准工作委员会的推动下，应适时试行履约保障相关机制安排，培育市场使用履约保障品的理念。同时，积极推动相关国际标准优化完善，为人民币衍生品和我国金融机构创造公平的市场竞争环境，助力人民币国际化和金融市场对外开放。

参考文献：

- [1]国际掉期与衍生工具协会.发展安全、稳健、高效的中国衍生品市场[R].2021-12.
- [2]国际清算银行.场外衍生品统计数据[R].2022.
- [3]国家外汇管理局企业汇率风险管理服务小组.企业汇率风险管理指引[R].2022-06.
- [4]贾宁.持续推动外汇市场深化发展[J].中国外汇,2021(13):36-39.
- [5]交易商协会.场外金融衍生品履约保障机制研究[R].交易商协会课题组研究报告,2021.
- [6]交易商协会.中国场外金融衍生品市场发展报告(2021年版)[R].交易商协会,2022.
- [7]马绍基,等.未来已来:《中华人民共和国期货和衍生品法》的历史性颁布[R].金杜研究院,2022-4-23.
- [8]赵英敏.金融衍生品法律与实务[M].北京:中国法制出版社,2020.