



# 我国场外衍生品市场发展、挑战与策略

## Development, Challenges and Strategies of the OTC Derivatives Market in China

王庆玉 陈小龙

**摘要：**本文通过回顾我国场外衍生品二十余年的发展历史，结合国际经验和我国金融市场特点，从法律保障和支持实体经济两个方面提出问题，并在扩大参与者范围、利率与信用风险对冲、银行资产负债管理和扩展代理清算业务等几方面提出深化发展的改革策略建议。

**关键词：**场外衍生品 利率互换 信用违约互换 风险中性

**Abstract:** This paper reviews the development history of OTC derivatives in China over the past two decades and examines the international experience and the current characteristics of China's financial market. The paper also identifies two problem areas: legal protections in the market and support for the real economy. It puts forward some reform strategies and makes suggestions for deepening the market's development in terms of expanding the range of participants, hedging interest rates and credit risks, improving bank asset and liability management, and expanding agency clearing business.

**Keywords:** OTC Derivatives, Interest Rate Swap, Credit Default Swap, Risk Neutrality

王庆玉，中国民生银行金融市场部副总经理；陈小龙，中国民生银行金融市场部债券交易员。本文系个人观点，与所在机构无关。



## 场外衍生产品的诞生与发展

1997年首笔远期结售汇业务的办理，标志着我国场外衍生品业务的正式开始，随后人民币利率互换、外汇远期及掉期等产品陆续推出。经过多年发展，目前我国衍生品市场根据交易对象主要分为利率衍生品、外汇衍生品、信用衍生品、黄金衍生品等四类，它们都经历了品种不断扩充、规模不断拓展、参与机构不断增加的发展历程。

截至2021年底<sup>①</sup>，利率衍生品市场成交21.4万亿元，同比增长6.3%。普通利率互换成交21.1万亿元，标准债券远期成交2 614.9亿元，利率期权市场共成交756.2亿元。同时，参与者继续扩容，2021年新增参与机构95家。共有综合清算会员9家，普通清算会员40家，客户340家，市场参与机构总计389家，涵盖银行、证券公司、保险公司、财务公司和资管产品等。

汇率衍生品市场累计成交22.6万亿美元，同比增长28.3%。其中，人民币汇率衍生品成交21.3万亿美元，同比增加25.4%；外币对衍生品成交1.3万亿美元，同比增长112.7%。

信用衍生品方面，信用风险缓释工具（CRM）各品种共达成交易235笔，名义本金总计366.7亿元，同比增长100.0%。

其中，凭证类产品共150笔，名义本金合计297.7亿元，同比增长99.6%；合约类产品共85笔，名义本金合计69.1亿元，同比增长101.2%。截至2021年末，CRM各品种存续200笔，名义本金总计422.4亿元，同比增长89.7%。其中，凭证类产品存续165笔，名义本金总计370.9亿元，同比增长90.6%；合约类产品存续35笔，名义本金总计51.6亿元，同比增长83.4%。

## 场外衍生品市场发展中的挑战与应对

成就并非一朝一夕达成，在场外衍生品近二十年的发展中，市场参与者与监管部门都遇到了不同的挑战，结合国内金融市场的地位，这些挑战也都迎刃而解。

### NAFMII主协议为国内衍生品履约保障提供法律基础

不同于标准场内衍生品，场外衍生品多由一对一谈判方式达成，对履约品的交割要素也没有统一标准。在引入场外衍生品初期，我国主要是参考国际掉期与衍生工具协会主协议（ISDA主协议）。由于受法律制度差异与配套信用支持的限制，参考国外履约保障协议虽然在短期内可以让金融机构参与衍生品交易，但长期来看，这些问题都限制了场外衍生品做强做大。

① 2021年，民生银行荣获外汇交易中心颁布的优秀衍生品市场交易商奖项，全年利率类衍生品成交量4 821亿元，标债远期成交量43亿元，外汇掉期成交量1.3万亿美元，汇率期权成交量1 824亿美元。



对可能存在的法律及履约风险，国内监管部门采取两步走的方式，统一规范了场外衍生品的法律协议文本。在2005—2007年，通过“一类产品、一个主协议”的模式逐步制定了衍生品交易业务协议，在2007年后，由于外汇交易中心和NAFMII主协议同时存在，参与衍生品交易需要签署两份主协议，从而导致交易的繁琐，甚至争议。在这一时期，虽然我国逐渐针对各衍生产品推出了本土化的履约保障协议，但双份协议本身就存在着法律上的协同性，制约了我国进一步发展场外衍生品。

2009年，中国银行间市场交易商协会（简称“交易商协会”）发布《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》（NAFMII主协议），真正采取了类似ISDA主协议的“全部产品，一个主协议”的文本模式，这标志着我国场外衍生品基础性制度的建立。NAFMII主协议的颁布实施，为中外机构在我国开展衍生品交易提供了标准协议文本，构建了我国场外衍生品的交易规则，对促进我国金融衍生品市场发展、加强金融衍生品市场自律具有里程碑意义。

### 场外衍生品已成为服务实体经济的重要手段

十九大以来，我国对金融行业提出了“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”三项任务，核心是让金融行业回归本源，发展壮大我国衍生品市场恰恰是

积极落实十九大精神的具体表现。

企业在经营过程中普遍面临利率风险，外贸企业还会面临汇率风险。近年来，人民币双向波动成为常态，外贸企业由于缺乏风险中性意识，长期承受汇率风险。在解决企业的利率和汇率风险过程中，监管部门在已有外汇衍生品市场的基础上，向企业宣传风险中性观念，鼓励企业以“保值”而非“增值”为核心开展汇率风险管理，聚焦主业，降低汇率波动对主营业务的负面影响。在利率风险问题上，2021年LPR1Y利率互换品种正式纳入集中清算，此举为满足市场对利率风险管理需求提供了切实有效的手段，截至2021年末，共清算LPR1Y利率互换164笔，名义本金132亿元。LPR利率互换作为全球首家贷款清算品种，在我国利率市场化改革道路上持续推动了市场的健康发展。

此外，基于国内金融市场持续开放和“碳达峰、碳中和”的大背景，企业客户走出去的需求也逐日增加，传统的利率和汇率风险未来将无法满足企业对于供应链上下游的风险管理。目前我国已推出涵盖航运、黑色、有色、能源等20项的场外衍生产品，2021年交易商协会已对全球碳交易市场经验和我国开展碳交易可行性进行了有益探讨，这为尽快建立场外碳交易市场营造了有利条件。

### 场外衍生品市场深化发展的策略

面对中国特色社会主义市场经济纵深



发展和对外开放的需要，对标国际衍生品市场的发达水平，我们认为我国场外衍生品市场的发展今后仍会面临以下挑战，对此我们提出以下建议。

首先，从交易规模和占比看，相比利率衍生品2021年全年21万亿元的成交规模，挂钩LPR1Y的利率互换在2021年的成交名义本金只有132亿元，占全部成交量的不到0.1%，而挂钩FR007和SHIBOR3M的利率互换占总成交量的99.2%，从结果看，利率互换对金融机构的作用主要是对冲银行间利率风险，对冲贷款利率波动的需求较低。其次，在交易主体方面，各金融机构参与程度不同且差异显著，商业银行作为最早开展场外衍生品交易的主体，目前是市场最大的参与方，交易量占全部交易量的90%以上，剩余交易量主要由券商自营部门贡献，理财子公司、保险资管和基金产品由于交易对手管理模式的限制，很难参与场外衍生品交易。最后，目前金融机构对信用类衍生品尝试报价存在明显套利空间，报价机构对信用风险的管理差别较大，信用衍生品难以体现发现价

格功能，且目前我国CDS指数产品仅有三只，难以满足不同投资人对信用风险管理要求，市场上存在对细分产品的创新需求。

针对LPR利率互换成交量较低的问题，首先应明确LPR利率主要面对居民端和企业端，应该参考近年来人民银行对汇率相关风险宣传，加强企业对利率风险的教育，引导客户根据自身条件，合理对冲利率波动风险<sup>①</sup>。对商业银行本身，应充分运用利率衍生品完善资产负债管理手段。截至2019年底，新发贷款中运用LPR定价占比已超90%，远期利率波动带来的估值变动将是资产负债管理重点，在LPR1Y利率互换支持集中清算的基础上，科学使用LPR挂钩衍生产品将有效降低由利率变化带来的估值波动压力。就以上两点而言，商业银行可根据自己负债结构特点与客户询价兴趣，主动匹配交易以实现双方的利率风险中性化<sup>②</sup>。

面对中小金融机构场外衍生品参与程度较低的局面，建议积极发展代理清算业务<sup>③</sup>。中小金融机构可通过追加保证金的形式，以实现增信。对于增信后的机构客户，

① 民生银行在2019年已经成功完成首单民营企业LPR代客利率互换，将利率下行有效传导至企业客户，从而实现融资成本的降低。

② 在业务发展方面，民生银行将重点发力代客与做市业务，作为首批LPR利率互换产品交易的参与者，民生银行将继续为深化利率市场化改革，贯彻金融服务实体经济和防控金融风险做出贡献。

③ 民生银行作为上海清算所A类清算会员，可参与人民币利率互换、标准债券远期、信用违约互换和外汇远掉期及期权的集中清算业务。

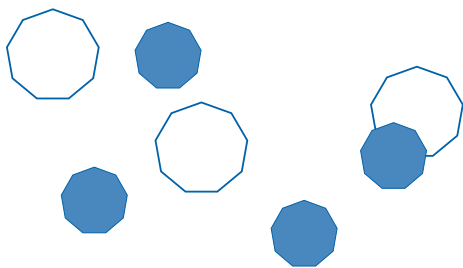


代理清算服务机构可通过收窄报价点差来体现客户的增信价值。代理清算业务满足了中小金融机构和非法人产品通过衍生品对冲各类风险的需求,降低了中小金融机构的风险暴露。对市场而言,以代理清算方式的交易降低了交易对手风险,维护了市场的平稳运行。其次,非法人产品参与场外衍生品的主要障碍来自产品账户的关闭和未到期衍生品存在的潜在冲突,从历史冲销的效果来看,冲销所花费的沟通成本较高且不能保证所有存续交易都能被成功冲销。代理清算机构可通过双边清算的方式为非法人产品提供冲销服务,从而提高非法人产品参与场外衍生品交易程度。代理清算业务对代理清算机构提出了更高的要求,代理清算机构须有对客户信用风险和履约保障评价的能力,在日常对客户进行管理,也应及时处理客户潜在违约可能带来的风险蔓延效应。同时,场外衍生品的风险计量和模型建立较场内衍生品更加复杂,中小机构和非法人产品的风险管理由于资源的限制无法满足交易需求,建

议代理清算机构在为客户提供代理清算服务时一并提供风险管理的服务,加强客户自身对风险的识别。

在信用衍生品交易方面,从产品编制的角度来讲,建议积极探索相关指数、主体和个券,还可考虑从行业、地域等维度发挥产品功能,更充分满足不同投资人对风险管理的要求,推进交易落地。从优化报价机制方面来看,目前各报价机构对信用衍生品的定价模型<sup>①</sup>存在较大差别,报价与曲线不能真实反映机构成交意愿,未来建议进一步优化报价机制并完善价格曲线,体现信用风险价格水平,提高衍生品定价效率,促进价格发现作用。<sup>[N]</sup>

学术编辑: 卢超群



① 民生银行金融市场部已牵头成立独立的量化小组,结合行内科技部自有知识产权的信息源,重新建立信用类衍生品定价模型,力争做到精确定价、全面覆盖。

参考文献:

[1]胡潇予.中国外汇衍生品市场现状、问题及发展建议[J].西南金融,2018(09):65-70.

[2]华泰证券课题组,王翀.场外衍生品业务风险管理难点及对策[J].金融纵横,2020(05):11-19.

[3]罗剑,宋斌.全球主要衍生品交易所场外业务的发展、启示及可行方案[J].中国证券期货,2019(01):41-49.

[4]孙璐璐,马卫锋.中国场外衍生品市场发展状况分析[J].中国证券期货,2019(03):49-59.

[5]中国外汇交易中心统计月报[EB/OL].<https://www.chinamoney.com.cn/chinese/mtmonejgl/>.