



我国利率衍生品市场的发展与展望

Development and Prospects of China's Interest Rate Derivatives Market

薛宏立

摘要：本文就我国利率衍生品市场发展历程及阶段特征进行介绍，总结了近年来浦发银行积极参与利率衍生品市场建设的实践情况。在此基础上，结合当前市场发展经验，提出拓宽集中清算机制应用范围、债券抵押品管理服务向精细化发展、研究推出更多利率期权类型并丰富挂钩标的及深化利率衍生品境内外市场联通机制等政策建议。

关键词：利率衍生品市场 利率风险管理 金融基础设施 集中清算

Abstract: This paper introduces the development process and characteristics of China's interest rate derivatives market. It also summarizes the Shanghai Pudong Development Bank's active participation in the construction of the interest rate derivatives market. This paper puts forward some policy suggestions, such as broadening the application scope of centralized clearing, developing the management service of bond collateral, introducing more types of interest rate options, enriching the linked targets, and deepening the domestic and overseas market communication mechanism for interest rate derivatives.

Keywords: Interest Rate Derivatives Market, Interest Rate Risk Management, Financial Infrastructure, Centralized Clearing

利率衍生品是一类以挂钩利率标的为基础的金融衍生产品。我国利率衍生品市场虽起步晚于海外，但在十余年的发展历程中，从无到有，从有到精，产品种类与基准指标库不断丰富，监管政策与市场基础设施逐步完善，参与机构与交易规模持续增加。目前，我国利率衍生品市场已经从最初的交易规模较小、品种

薛宏立，上海浦东发展银行金融市场部总经理。本文系个人观点，与所在机构无关。



类单一、利率风险对冲有限的初期市场，发展成一个交易规模超过20万亿元，具有人民币利率互换、债券远期（标准债券远期）、远期利率协议、利率期权等丰富产品种类的成熟市场。随着国内利率市场化改革与对外开放进程的日益深化，利率衍生品业务在金融机构资产负债管理、满足实体经济避险需求和增强人民币市场定价能力中将扮演更为重要的角色。

我国利率衍生品市场发展历程

国内的场外衍生品业务始于20世纪90年代商业银行与国有企业之间开展的远期结售汇业务。由于当时国内商业银行缺乏相关专业人才，市场参与者多数为具有丰富经验和业务能力的外资银行，业务开展主要基于国际掉期与衍生工具协会（ISDA）发布的场外衍生品主协议。90年代中后期，外汇交易中心和全国银行间同业拆借中心相继成立，拉开了人民银行主导的银行间场外衍生品市场发展的全新篇章。

一是监管引导强化金融机构利率风险管理。2005年5月，人民银行制定并发布《全国银行间债券市场债券远期交易管理规定》，推出首个银行间利率衍生产品——人民币债券远期交易，标志着我国利率衍生产品市场迈开开创性一步。此后，人民银行开始逐步引导金融机构利用基础性衍生产品管理利率风险。2006年2月，人民银行发布《关于开展人民币利

率互换交易试点有关事宜的通知》，允许金融机构开展利率互换交易，进一步丰富利率风险管理工具，在改善商业银行资产负债管理方面意义重大。2007年9月，人民银行发布《远期利率协议业务管理规定》，11月，人民币远期利率协议业务正式开始交易。人民币远期利率协议可让投资者锁定未来某一时刻的利率水平，进而管理远期利率风险，进一步提升利率衍生品的价格发现功能。2009年3月，《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009年版）》（简称“NAFMII主协议”）公布，人民银行引导下的金融机构利率风险管理体系基本成型。

二是金融基础设施建设助力衍生品业务跨越式增长。金融衍生品特别是利率衍生品固有的复杂结构化特性，对市场中介机构清算服务的专业性要求较高。2014年7月，我国正式实行人民币利率互换强制集中清算。此举释放了各金融机构间占用的双边授信，降低了后台清算部门的双边清算工作量，为人民币利率互换交易量的跨越式增长奠定了基础。2014年12月，上海清算所和外汇交易中心共同上线X-Swap系统用于人民币利率互换交易。随着上海清算所集中清算和X-Swap电子化平台等基础设施的优化完善，衍生品交易价格更加透明，成交效率大幅提升，人民币利率互换名义本金规模从2013年的2.73万亿元提升至2015年的8.5万亿元，交易规模实现跨越式增长。



2015年4月，外汇交易中心和上海清算所正式为市场成员提供人民币标准债券远期的交易和集中清算服务，并于同年11月起提供基于X-Swap系统的标准债券远期交易服务。2021年11月，标准债券远期实物交割机制正式上线，提升了标准债券远期交易的套期保值效率，增强了交易策略稳定性，更好地满足了市场机构交易需求。

三是衍生品市场利率定价和避险功能持续完善。随着人民币利率市场化改革进程的不断加快，国内实体经济对人民币利率衍生工具的需求也在不断增加。2019年8月，人民银行公布关于贷款市场报价利率（LPR）的一系列改革政策，LPR对贷款利率的引导作用凸显。2020年3月，外汇交易中心推出挂钩LPR的利率期权产品，品种涵盖上限期权、下限期权和利率互换期权。利率期权的推出，标志着我国场外利率衍生品市场的基础产品序列与国际市场完全接轨，构建了利率期限曲线和波动率曲面的全面定价体系，满足利率风险多样化的交易和避险需求。

浦发银行积极参与利率衍生品市场建设实践

一直以来，浦发银行致力于利率衍生品业务领域的探索与创新。截至2022年7月1日，浦发银行已与210家金融机构签署NAFMII主协议，全力支持银行间利率衍生品市场高质量发展。

一是积极担当做市职责，提升市场流动性。浦发银行坚持科技引领，服务国家重大战略，认真履行人民币利率互换报价行和核心交易商职责，为衍生品市场流动性管理做出积极贡献。一方面，作为首批利率期权报价团成员之一，主动提供最优报价的买卖点差，满足市场交易对手的多元化需求，为市场提供全品种活跃报价，持续提升市场流动性。另一方面，积极助力LPR利率衍生品发展，银行间定制化LPR利率互换成交规模居市场前列，积极参与LPR利率期权业务创新，落地全市场首笔经纪成交的利率互换期权交易。后续，浦发银行将继续践行做市商使命，为市场提供更多流动性以及更为灵活的定制化双边报价服务，推动突显利率衍生品的价格发现功能，促进国内衍生品市场全面深化发展。

二是前瞻性布局程序化交易，科技引领创新实践。早在2018年，浦发银行即布局启动本币市场程序化交易系统研发，先后完成市场数据、基础数据、成交数据等各类交易接口建设，并通过几年的建设和迭代，逐步实现债券、利率互换、标准债券远期等各类利率产品的全面程序化报价交易。通过程序化交易平台，交易员根据利率衍生品的日内波动进行点差调节、价格偏移、价格阈值、报价量等参数设置，平台实时接收全市场报价并运算出最优报价后迅速撮合成交。利用程序化交易平



台，浦发银行实现了对利率衍生品报价交易从人工到程序化的革新，报价量和交易量显著增长，程序化报价和成交水平均处于全市场领先地位。此外浦发银行还开发了现券、利率互换和标准债券远期品种之间的联动交易策略，程序化地实现了跨品种、跨期限之间的策略性交易。

三是坚持金融服务实体，打造“浦银避险”品牌。近年来，浦发银行坚持金融服务实体经济原则，加快从“产品输出”向“策略输出”的转型步伐。目前，浦发银行正积极践行“三步走”战略，加大力度投入利率避险衍生品创新，完善利率衍生品代客业务，持续护航实体经济发展：第一步，组织分支行全面普及利率衍生品知识，协助分行完成制度建设，实现交易落地；第二步，总行协同分行服务辖区内企业、同业，培育分行交易管理经验；第三步，总分联动，以定制化、产品组合为特色满足实体企业和金融同业的利率避险需求。

对我国利率衍生品市场的思考

历经十余年发展，利率衍生品业务在我国金融市场中的重要性不断提升。一是近些年来新冠疫情肆虐全球，地缘政治冲突屡见不鲜，发达经济体为抗击通胀持续收紧货币政策，利率市场波动性不断放大，金融机构与实体企业针对利率的风险对冲和套期保值需求日益增长。二是国

内利率衍生品种类不断丰富，覆盖的定价基准利率更加全面，市场基础设施持续完善，基于金融机构利率风险管理和多样性交易需求的市场规模将进一步增加。三是随着金融市场开放力度加大，我国利率衍生品市场双向开放更加深化，以利率互换市场互联互通合作（简称“互换通”）为代表的互联互通合作将有效满足境外投资者对人民币利率衍生品的配置需求，同时为境内金融机构带来更多境外机构的客盘报价，形成市场流动性提升的良性循环。基于商业银行视角，结合当前市场发展经验，对下阶段我国利率衍生品市场的发展提出几点建议。

一是拓宽集中清算机制的应用范围。落地人民币利率互换集中清算，有利于该清算机制在场外利率衍生产品全市场范围的推广使用。现阶段，FR007、Shibor 3M、Shibor O/N和LPR1Y等品种已纳入上海清算所集中清算机制。未来，拓展集中清算在人民币利率互换全品种的应用，并覆盖至人民币利率互换期权和利率上/下限期权等品种，对于提升利率衍生品市场活跃度具有较强的现实意义。

二是债券抵押品管理服务向精细化发展。目前，金融机构降低集中清算会员交易成本的主要方式，是通过合格保证券冲抵人民币利率互换集中清算业务的保证金。但该模式下保证券可冲抵比例仅有



50%。建议以强化风险管理为前提,对参与集中清算业务的清算会员适当提高保证金可冲抵保证金的比例,提供更加精细化的保证券抵押品管理服务,有利于清算会员减少在人民币利率互换过程中支付的交易成本,从而提升商业银行开展人民币利率互换业务的积极性。

三是研究推出更多利率期权类型并丰富挂钩标的。我国银行间利率衍生品市场以利率互换交易最为活跃,利率互换属于线性产品,可以线性地构建出人民币利率期限曲线。但现有利率曲线不够全面,仍需相应利率波动率曲面进行补充,利率期权等非线性产品便能够满足利率风险多样化的交易和避险需求,有效对冲二阶风险。目前推出的利率期权类型包括利率上限、利率下限和利率互换期权,为适应人民币利率市场化和国际化的步伐,建议研究推出更多的利率期权类型,例如接触式利率期权、数字利率期权和障碍利率期权(敲入敲出期权)等,并将Shibor3M和ShiborO/N纳入利率期权,进一步丰富利率期权的挂

钩标的。

四是深化利率衍生品境内外市场联通机制。2022年7月,人民银行、香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局发布联合公告,同意内地基础设施机构和香港基础设施机构开展香港与内地“互换通”。一方面为境外机构提供更为便利的利率风险管理渠道,利用利率互换对冲利率风险敞口,降低利率波动对债券价值带来的不利影响,有利于实现跨境资金流动的稳定性,进而助力人民币国际化进程。另一方面借助境外新增需求推动境内利率衍生品市场发展。当前利率互换市场参与方主要以境内机构为主,且多为银行类机构,“互换通”的应用可以为境外机构发掘差异化需求,增加互换市场深度,提升市场流动性。“互换通”建设的尽快实施落地,有利于深化利率衍生品境内外市场联通机制,体现我国始终坚定支持债券市场对外开放的理念,进一步呵护市场主体尤其是境外机构投资者的信心。^[N]

学术编辑:卢超群

参考文献:

- [1]姜春兰.人民币利率互换市场发展中的问题及对策建议[J].全国商情(经济理论研究),2015(11):23-25.
- [2]刘安然.国内人民币利率互换市场发展相关问题浅析[J].债券,2015(08):67-70.
- [3]罗鹏宇,陈阳.国际化下的我国人民币利率衍生产品创新[J].国际金融,2011(06):51-54.
- [4]谢伟.完善人民币利率互换集中清算机制[J].中国金融,2019(21):19-20.
- [5]朱广娇.“互换通”将加快促进我国金融业双向开放[J].金融博览,2022(08):39-43.