



中国场外金融衍生产品 市场发展报告

2020年度

中国银行间市场交易商协会

中国场外金融衍生产品市场发展报告 (2020 年度)

《中国场外金融衍生产品市场发展报告(2020年度)》编写组

2021 年 10 月

序

2020年，面对复杂严峻的国内外环境，特别是新冠肺炎疫情的严重冲击，我国上下齐心协力，统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大战略成果，经济运行稳步恢复，成为2020年全球唯一实现经济正增长的主要经济体。我国场外金融衍生产品市场继续平稳发展，各类场外衍生产品交易持续活跃，满足金融机构和实体企业风险管理的需求，在支持货币政策调控、维护金融稳定、服务实体经济等方面的作用越发显著。

中国银行间市场交易商协会作为银行间市场自律组织，在中国人民银行的正确指导下，持续推动衍生产品创新和机制优化，丰富衍生产品主协议文本序列，加强市场参与者培育，推动场外金融衍生产品市场健康规范发展，助力提升金融服务实体经济的能力和水平，为做好“六稳”工作、落实“六保”任务提供了有力支持。

2020年年度报告全面介绍了境内外场外金融衍生产品市场发展运行情况及特点，持续跟踪场外金融衍生产品市场监管改革最新进展，并以专栏形式介绍了“我国利率期权市场最新实践”、“挂钩资产证券化产品的信用衍生产品市场实践”、“国际信用联结票据产品介绍”、“美欧场外衍生产品市场CCP认证制度改革进展”、“有效处置机制与暂缓执行条款”、“国际基准利率转换背景、境内影响与进展”以及“推动我国场外金融衍生产品市场高质量发展有关建议”，以便读者更深入地了解场外金融衍生产品市场最新发展。

2021年是我国“十四五”规划的开启之年，我国场外金融衍生产品市场将持续规范健康发展：一是《期货和衍生品法》立法进程持续推进，市场顶层设计有望进一步完善；二是衍生品市场国际基准利率转换方案加快推进，帮助市场平稳做好LIBOR退出过渡工作；三是衍生品市场机制建设将持续完善，细分产品类型有望进一步丰富；四是场外碳衍生产品市场将逐步探索发展，助力实现“双碳”目标。

本书编委会

主 编 曹媛媛

编委会委员（按姓氏笔画排序）

王勤淮 乔宏军 孙鸿志 肖凤群 邹迎光 张 昕 陈振宏
罗云舟 赵弘宇 胡 炜 贾 蔚 柴 非 徐肇廷 黄雷鸣
储国强

撰写成员（按姓氏笔画排序）

王海波 东 旭 卢 鹏 史 梁 朴雨桐 朱 莉 刘全雷
刘 婷 李振翔 李晓斯 李鑫杰 吴 韵 宋夏阳 张奋飞
张逸人 张惠梓 陆晨希 林 艺 杭 荣 周晓蕾 骆兆华
原楚阳 柴天仪 徐 威 郭敬文 詹思宇 戴思宇

统稿成员

董 静 苟 宇 张 毓 吴冠华 潘佳琪



第一部分 中国场外金融衍生产品市场的发展

一、人民市场外利率衍生产品市场发展情况	7
(一) 人民币利率互换市场发展情况	7
(二) 其他场外利率衍生产品市场发展情况	12
专栏一：我国利率期权市场最新实践	13
二、场外汇率衍生产品市场发展情况	15
(一) 市场机制建设	15
(二) 市场运行情况	15
三、信用风险缓释工具市场发展情况	17
(一) 市场机制建设	17
(二) 市场运行情况	17
专栏二：挂钩资产证券化产品的信用衍生产品市场实践	20
专栏三：国际信用联结票据产品介绍	22
四、场外黄金衍生产品市场发展情况	25
(一) 市场机制建设	25
(二) 市场运行情况	25

第二部分 国际场外金融衍生产品市场的发展

一、国际场外金融衍生产品市场发展概况	26
(一) 市场规模持续增长，规模结构保持稳定	26
(二) 市场参与者结构基本稳定，集中清算持续扩大应用	36
二、美国及美元场外金融衍生产品市场发展概况	39

(一) 美国衍生产品市场规模小幅下降, 机构交易收入明显增长	39
(二) 美国衍生产品市场集中度高, 主要以双边清算为主	40
(三) 美元利率衍生产品占比略降, 美元汇率衍生产品占比稳定	41
(四) 信用衍生产品规模持续下降, 股票衍生产品位列全球首位	42
三、欧洲及欧元场外金融衍生产品市场发展概况	44
(一) 欧元利率衍生产品规模有所上升, 短期交易需求快速增长	44
(二) 欧元汇率衍生产品规模增长, 产品结构较为稳定	45
(三) 欧洲信用衍生产品交易规模靠前, 七年来实现首次增长	46
(四) 欧洲股票衍生产品交易规模排名靠前, 市场占比有所下降	47
四、日本与日元场外金融衍生产品市场发展概况	48
(一) 日元利率衍生产品规模小幅下降, 利率互换为主要品种	48
(二) 日元汇率衍生产品规模保持增长, 全球占比略有下降	48
五、场外金融衍生产品市场监管的最新动态与趋势	49
(一) 场外衍生产品市场改革进展	49
(二) 国际组织和主要国家监管动态	50
专栏四: 美欧场外衍生产品市场 CCP 认证制度改革进展	54
专栏五: 有效处置机制与暂缓执行条款	58
专栏六: 国际基准利率转换背景、境内影响与进展	60

第三部分 中国场外金融衍生产品市场展望

中国场外金融衍生产品市场展望	62
专栏七: 推动我国场外金融衍生产品市场高质量发展有关建议	64

第一部分

中国场外金融衍生产品市场的发展

一、人民币场外利率衍生产品市场发展情况

2020年,人民币利率衍生产品市场成交量稳步增长,产品体系更加完善,支持货币政策传导的功能增强,服务实体经济的能力进一步提升。

(一) 人民币利率互换市场发展情况

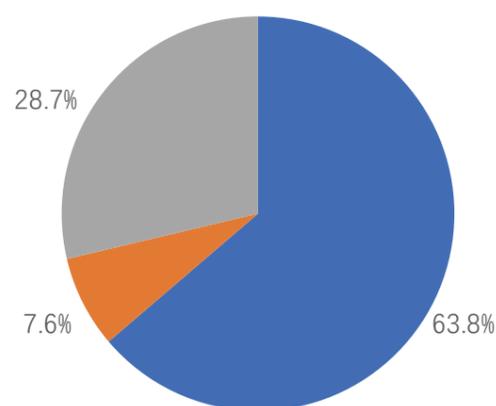
1、市场交易活跃,参与主体稳步增长

2020年,人民币利率互换交易活跃,共达成27.4万笔交易,同比增长15.3%,名义本金总额19.5万亿元,同比上升7.7%。参与者继续

扩容,截至2020年末已达613家,新增备案机构127家,机构类型涵盖商业银行、证券公司、基金及私募产品等各类资管产品。值得注意的是,伴随中国国债被纳入全球三大债券指数,越来越多的境外主体和产品投资中国债券市场,并应用利率互换对冲利率风险。

2、长期限产品占比小幅提升,挂钩FR007品种占据主导

从期限结构看,1年及以下品种成交量占比63.8%,较去年上升约2个百分点;1-5年品种成交量占比7.6%,较去年下降约6个百分点;5年及以上品种成交量占比28.6%,较去年上升约4个百分点。(见图1-1)

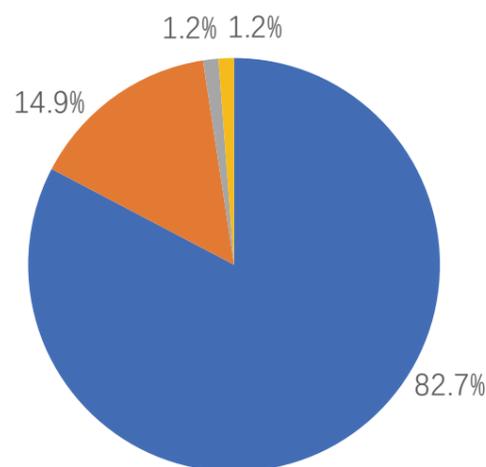


■ 1年及以下品种成交 ■ 1-5年品种成交 ■ 5年及以上品种成交

▲ 图 1-1: 利率互换期限结构成交量占比

数据来源: 中国外汇交易中心

从参考利率看, 以 FR007 为浮动端参考利率的交易占比 82.5%, 较上年上升约 11 个百分点; 以 LPR 为浮动端参考利率的交易占比 1.2%, 较上年下降约 12 个百分点; 以 Shibor 为浮动端参考利率的交易占比 14.9%, 较上年上升约 11 个百分点; 以 Shibor 为浮动端参考利率的交易占比 1.2%。(见图 1-2)



■ FR007 ■ Shibor ■ LPR ■ 其他

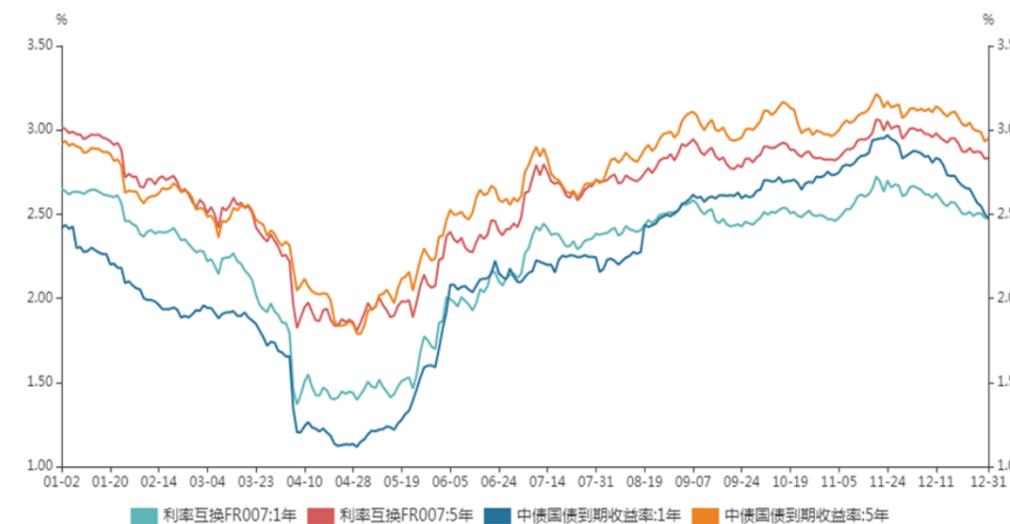
▲ 图 1-2: 利率互换各参考利率成交量占比

数据来源: 中国外汇交易中心

3、利率互换价格全年宽幅震荡, 总体呈现 V 型走势

2020 年, 利率互换价格总体呈现宽幅震荡的 V 型走势, 以 1 年期和 5 年期的 FR007 利率互换走势为例, 大体可分为三个阶段: 一是 1 月至 5 月下旬的下行阶段, 受新冠疫情冲击导致的避险情绪升温、全球央行货币政策全面放松、中国人民银行(以下简称“人民银行”)加大逆周期调节等因素影响, 利率大幅下行超过 120BP 后在低位震荡; 二是 5 月下旬至 11 月中旬的上升阶段, 其中, 5 月下旬至 7 月中旬阶段, 国内疫情有效控制, 复工复产稳步展

开, 利率债供给放量, 利率快速反弹, 升幅在 90-100BP; 7 月中旬至 11 月中旬阶段, 实体经济复苏持续, 政府债券密集发行, 叠加全球风险资产价格反弹, 股市高位震荡, 期间人民银行适时开展中期借贷便利操作, 利率震荡上行约 27-30BP; 三是在 11 月中旬至年终的小幅回调阶段, 市场避险情绪阶段性有所抬升, 国务院金融稳定发展委员会研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作, 中央经济工作会议提出政策“不急转弯”, 市场信心逐步稳定, 市场流动性重回宽裕, 利率小幅回落约 24BP。



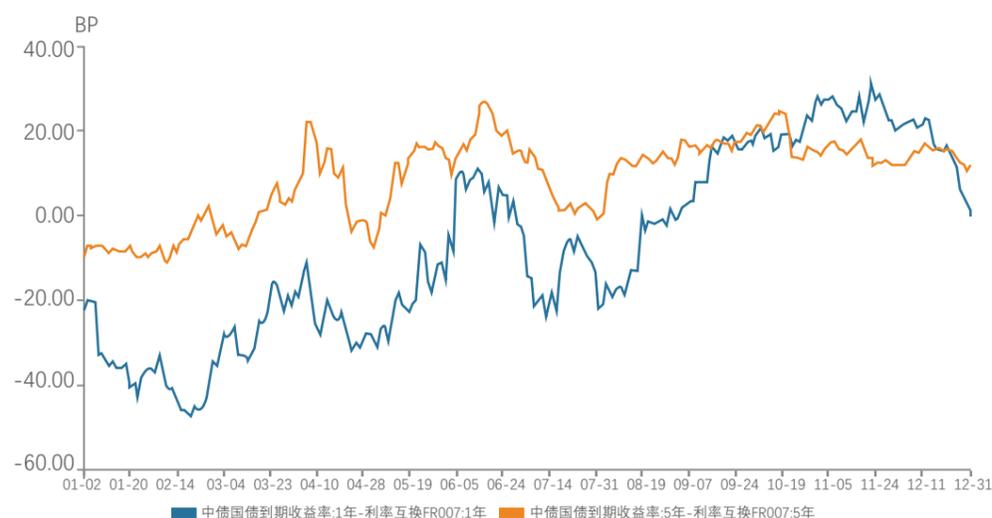
▲ 图 1-3: 2020 年债券收益率和利率互换利率走势

数据来源: wind

4、利率互换价格与国债收益率走势趋同，波动程度相对较小

2020年，利率互换价格与国债收益率均呈现“下行-上升-小幅微调”的走势（见图1-3），但两者波动程度不一。从同期限的国债收益率与FR007利率互换价差来看（见图1-4），1年期价差总体呈现出“前负-后正-中间震荡”的格局，1月-6月初，国债收益率基本低于利率

互换利率，价差在震荡中逐步收窄；6月-8月中旬，价差在-20BP至10BP区间内震荡；8月中旬至年底，国债收益率均高于利率互换利率，价差先走阔后收窄至0附近。5年期价差除在1月至3月下旬期间为负外，国债收益率基本高于利率互换利率，价差在0-20BP之间震荡。



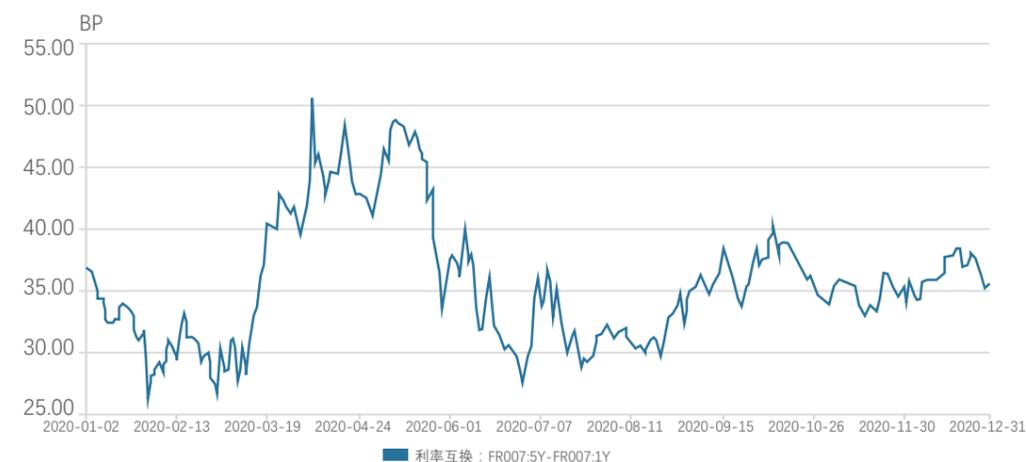
▲ 图 1-4：2020 年债券收益率与利率互换价差走势

数据来源：wind

5、期限价差走阔后回落，基差先缩窄后走阔

期限价差呈现出先走阔后回落的态势。以成交较为活跃的FR007的5年期与1年期的价差为例，随着3月中旬利率下行，带动FR007

的1年期利率下行幅度更大，期限价差从年初34BP走阔至4月的全年高点51BP。随着5月中旬利率回调，FR007的1年期利率上行幅度更大，期限价差回落至6月份的最低点27BP，随后维持在30-39BP之间震荡。



▲ 图 1-5：2020 年利率互换期限价差走势

数据来源：wind

基差走势呈现先缩窄再走阔的态势。以成交相对活跃的1年期Shibor3M与FR007互换基差为例，年初，受新冠疫情影响，各期限资金利率纷纷下行，资金利率曲线扁平化，Shibor3M下行幅度超过FR007，基差从年初的31BP缩窄至4月份最低10BP；随着5月份资金面转向收敛，长期负债承压，带动Shibor3M上行幅度更快，基差逐步回升，至11月份达到最高61BP。



▲ 图 1-6：2020 年基差走势

数据来源：wind

6、利率互换品种进一步丰富，请求报价交易功能上线

2020 年 11 月 16 日，银行间市场推出挂钩银银间隔夜回购定盘利率（FDR001）利率互换，进一步丰富利率互换交易品种，完善 FDR 利率体系，对培育存款类金融机构间债券回购利率作为市场基准利率具有重要意义。

2020 年 12 月 21 日，银行间本币交易平台上线利率互换请求报价（RFQ）交易功能，支持由请求方向多家机构请求报价，且请求方在报价机构回复后可选择成交的交易机制，进一步丰富询价渠道，提高报价和成交效率。

（二）其他场外利率衍生产品发展情况

1、标准债券远期市场运行平稳，标的债券进一步丰富

2020 年，标准债券远期成交 4532.3 亿元，同比增长 3.8%，其中标的为 3 年期、5 年期和 10 年期的合约占比分别为 33.0%、39.1% 和 27.9%；年末存续合约规模为 18.40 亿元，同比增长 318.2%。

2020 年 10 月 29 日，银行间市场推出农发债标准债券远期业务，初期推出期限为 5 年、10 年的农发债标准债券远期现金交割合约，分别覆盖待偿期在 3 至 5 年（债券发行期限在 5 年以内）、7 至 10 年（债券发行期限在 10 年以内）的农发债可交割券范围。截至 2020 年年末，共有 94 家金融机构积极参与交易。

2、LPR 利率期权业务上线，支持 LPR 机制改革

2020 年 3 月 23 日，银行间市场正式推出挂钩 LPR1Y 和 LPR5Y 的利率期权业务，市场主体踊跃参与，机构类型覆盖国有大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行、外资商业银行、证券公司等。截至 2020 年末，LPR 利率期权共计成交 484 笔，金额 907.5 亿元，其中 LPR 利率互换期权成交 126 笔，名义本金 143.5 亿元；LPR 利率上/下限期权成交 358 笔，名义本金 764 亿元。

除机构间交易外，部分金融机构同步向企业客户提供 LPR 利率期权交易服务，帮助企业应对存量或增量 LPR 贷款利率波动风险。同时，中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心（以下简称“中国外汇交易中心”）配套提供利率期权隐含波动率曲线、利率期权估值和风险参数计量、参考结算价估值相关服务。

专栏一：我国利率期权市场最新实践

利率期权是一种与利率变化挂钩的期权合约，到期时以现金或者与利率相关的合约进行结算。买方支付期权费后，在市场利率向对其不利方向变化时，可锁定其利率水平，在市场利率向对其有利方向变化时，可获得利率变化的收益。而卖方主要获得期权费，并承担相应义务。利率期权是规避短期利率风险的有效工具之一，作为非线性的衍生产品，能够进一步完善利率风险定价机制，帮助金融机构和实体经济平抑利率波动风险，并对提升利率互换市场活跃度有着积极作用。利率期权的主要类型包括利率互换期权、利率上限/下限期权等。从国际市场发展情况看，利率期权是最重要的期权品种，约占全球期权类衍生产品比例的八成以上。

一、我国利率期权市场发展情况

为更好发挥银行间利率衍生产品市场对实体经济支持作用，满足市场成员利率风险管理需求，完善利率风险定价机制，经人民银行批复同意，中国外汇交易中心于 2020 年 3 月 23 日起试点运行 LPR 利率期权业务。同时，为规范利率期权市场运行，中国外汇交易中心还制定发布了《银行间市场利率期权交易规则（试行）》，明确产品规范、市场准入、交易流程、交易后服务、风险管理和市场秩序等内容，提供报价交易、定价参考、行权交割、风险管理、盯市估值和波动率曲面发布等服务，并组织交易商开展利率期权波动率报价及双边报价机制。

在银行间衍生产品市场推出利率期权产品，一是有助于进一步丰富利率衍生产品产品序列，完善利率衍生产品价格发现功能，提高利率传导效率，进一步巩固我国利率市场化的市场基础；二是在当前金融改革和对外开放不断深入的背景下，帮助金融机构更好应对日趋复杂的市场环境，提高金融机构风险管理能力；三是发挥银行间市场服务实体经济作用，助力金融机构不断创新对企业的金融服务，帮助企业更好管理贷款成本、享受利率下行益处，引导银行向实体经济合理让利。

二、市场运行情况

目前，中国外汇交易中心推出的利率期权品种包括利率互换期权和利率上/下限期权两类，挂钩的基准利率包括 LPR1Y 和 LPR5Y，是我国首个集中交易的利率期权产品。截至 2020 年 12 月末，利率期权共计成交 484 笔，名义本金达到 907.5 亿元。其中，LPR 利率互换期权成交 126 笔、名义本金 143.5 亿元，占比 15.8%；LPR 利率上/下限期权成交 358 笔、名义本金 764 亿元，占比 84.2%。

上述交易呈现出如下特点：一是交易以挂钩 LPR1Y 的品种为主。其中，挂钩 LPR1Y 的利率互换期权成交金额为 115.2 亿元，占比为 80.3%，挂钩 LPR1Y 的利率上/下限期权成交金额为 744.9 亿元，占比为 97.5%。二是合约期限以短期险为主。其中，利率上/下限期权交易以 6 个月和 9 个月期限为主，占比为 78%；

利率互换期权交易以 1 个月和 3 个月期限为主，占比为 72.5%。

截至 2020 年 12 月末，共有 121 家机构开展利率期权业务，机构类型覆盖各类商业银行、证券公司、私募基金等。其中，股份制商业银行和证券公司交易最为活跃，成交金额分别为 595 亿元和 877.2 亿元，合计成交金额占比 81.1%。

二、场外汇率衍生产品市场发展情况

2020 年，受新冠疫情影响，国际主要经济体实施极度宽松货币政策和大规模财政刺激计划，伴随我国金融市场持续开放，境内外资本市场联动增加。在此背景下，汇率衍生产品市场的交易机制优化、金融科技支持、产品序列完善等工作持续推进，市场交易量保持稳中有升，市场呈现健康发展态势。

（一）市场机制建设

1、顺应外币基准利率改革，推出相关汇率衍生产品

2020 年 4 月 20 日，为促进境内外币利率市场与国际新基准利率平稳衔接，中国外汇交易中心推出挂钩新外币浮动利率相关产品的交易服务。在货币掉期、外币利率互换中的外币端，增加美元担保隔夜融资利率（SOFR）、境内美元同业拆放参考利率（CIROR）、英镑隔夜指数平均值（SONIA）、欧元短期利率（ESTER）及东京隔夜平均利率（TONAR）等新的外币浮动基准利率，为机构管理外币利率风险提供有力支撑。

2、加强交易机制创新，引入外币对掉期撮合业务

2020 年 6 月 8 日，中国外汇交易中心在外币对市场推出掉期撮合业务，初期支持 EUR/USD、USD/JPY、USD/HKD 等三个货币对共 9 个期限掉期合约的交易，提高了外币对市场的价格透明度，进一步聚集境内外币交易流动性，满足境内金融机构和企业对境内外币对市场日

益增长的需求。

3、金融科技支持力度增强，提高外汇期权报价效率

2020 年 6 月 20 日，为提高期权报价效率，中国外汇交易中心推出人民币外汇期权和外币对期权报价接口服务。期权报价接口支持机构对各货币对标准期限、标准波动率品种持续双边买卖报价，交易应答方可通过接口响应交易发起方的询价请求，也可通过接口实行弃权操作。

（二）市场运行情况

1、交易规模同比小幅增长，参与主体持续扩展

2020 年，银行间汇率衍生产品市场全年累计成交 17.6 万亿美元，同比增长 1.3%，其中人民币汇率衍生产品成交 17.0 万亿美元，同比下降 0.3%，外币对衍生产品成交 5891 亿美元，同比大幅增长 92.3%，尤其是主力品种外币对掉期，日均成交量大幅增长了 95.3%。

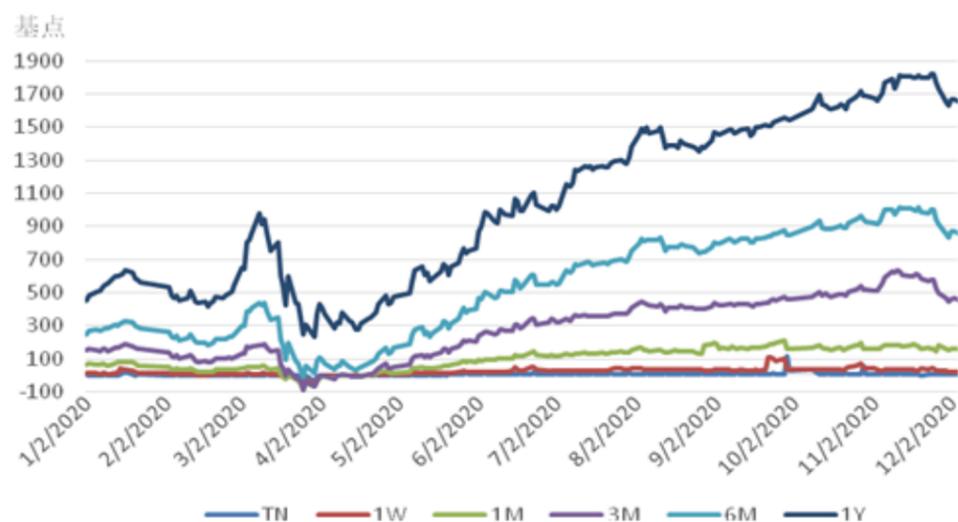
外汇市场交易主体持续扩展。2020 年末，银行间外汇市场远期、外汇掉期、货币掉期和期权会员分别为 266 家、259 家、213 家和 163 家，较上年末分别增加 21 家、20 家、16 家、17 家，远掉期市场做市商 27 家。

2、中美利差走阔，人民币对美元掉期价格震荡走高

人民币对美元掉期价格是境内汇率衍生产品市场最具代表性的价格，2020 年呈震荡走高态势：1-2 月，境内人民币流动性受缴税和专项债大量提前发行边际趋紧，新冠疫情蔓延令国

际市场对美联储降息预期升温，中美利差走阔，叠加长期外币债务对冲需求旺盛，人民币对美元汇掉期点震荡上行，1 年期掉期点走高至 1000BP 附近；3 月开始，新冠疫情持续发酵，全球市场风险资产价格大跌，市场全面追逐美元，尽管美联储紧急降息两次并宣布不限量购债，但短期美元流动性仍大幅收紧，中美利差明显收窄，人民币外汇掉期点回落，3 个月及以下期限的掉期点一度转为贴水；4 月之后，随着国内经济复苏，人民币利率水平逐步上行；

美联储宽松货币政策效果开始显现并持续强化“鸽派”立场，美元利率维持低位，中美利差持续扩大，推动人民币外汇掉期点持续上移；11 月底，1 年期掉期点最高触及 1820BP 水平；年底，人民银行适时开展中期借贷便利操作，人民币资金面整体宽松，中美利差及外汇掉期点有所回落。2020 年末人民币对美元 TN¹ 及 1 年期掉期点分别收于 4.8BP 及 1431BP，较年初分别上涨 1.75BP 和 973BP。



▲ 图 1-7：2020 年人民币对美元掉期点走势

数据来源：中国外汇交易中心

¹ 指次日起息的隔夜掉期点。

三、信用风险缓释工具市场发展情况

2020 年，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）进一步优化信用风险缓释工具（CRM）市场运行机制，激发市场活力，持续探索产品落地应用，支持实体经济债券融资。全年共达成 CRM 交易 104 笔，名义本金总计 183.5 亿元，同比增长 24.1%，有效支持了 364.2 亿元债券顺利发行。

（一）市场机制建设

1、优化 CRM 产品交易结算机制，提升市场流动性

2020 年，为进一步提升信用衍生产品市场流动性，交易商协会在坚持风险可控的原则下，持续优化 CRM 产品交易结算机制，支持信用保护买方在 CRMW 交易环节以及开展其他 CRM 产品交易时单独持有信用保护，促进 CRM 与标的债务分离交易，提升参考实体债券和 CRM 市场流动性，并配套现金结算等结算方式。

2、丰富信用风险缓释凭证（CRMW）挂钩标的，助力疫情防控和风险化解

2020 年，CRMW 挂钩标的债务范围进一步拓宽。全年市场共创设涵盖疫情防控债、不良资产支持证券和资产支持商业票据（ABCP）等标的的 CRMW 共计 22 只，名义本金合计 35.1 亿元，支持约 120 亿元债券发行，助力疫情防控政策落实和企业复工复产，帮助商业

银行盘活不良资产化解风险，促进金融更好响应国家政策和支撑实体经济发展。

3、创新信用联结票据（CLN）支持债券发行业务模式，有效支持民企融资

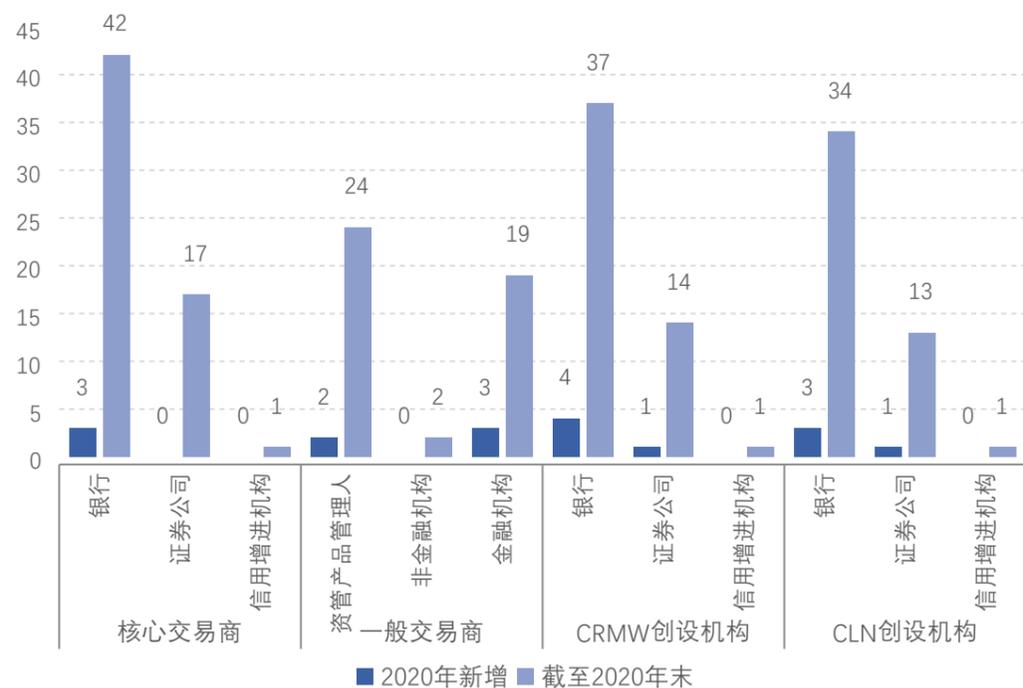
CLN 是一种预置现金作为履约保证品的产品，由 CLN 投资人出售信用保护，可帮助创设机构转移信用风险。2020 年 12 月，中国农业银行（以下简称“农业银行”）和中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）落地首笔“民营企业债券融资支持工具”项下 CLN 与债券联动发行业务，由农业银行同时创设 CRMW 和 CLN，中债增认购 CLN，为农业银行分担部分 CRMW 风险敞口。该笔交易中，农业银行同时创设了 2 亿元 CRMW 和 1 亿元 CLN，支持 5 亿元民企债券恒力集团有限公司 2020 年度第三期短期融资券顺利发行，切实发挥“几家抬”合力。

（二）市场运行情况

1、参与者数量持续增长，资管产品为新增主力

截至 2020 年末，银行间市场累计共有 CRM 核心交易商 60 家，一般交易商 45 家²，信用风险缓释凭证（CRMW）创设机构 52 家，信用联结票据（CLN）创设机构 48 家。2020 年共新增 CRM 核心交易商 3 家，一般交易商 5 家，CRMW 创设机构 5 家，CLN 创设机构 4 家。

² 注：按照 2021 年 4 月修订后的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》，资管产品以管理人作为备案主体，因此一般交易商统计数量由资管产品维度调整为管理人维度。



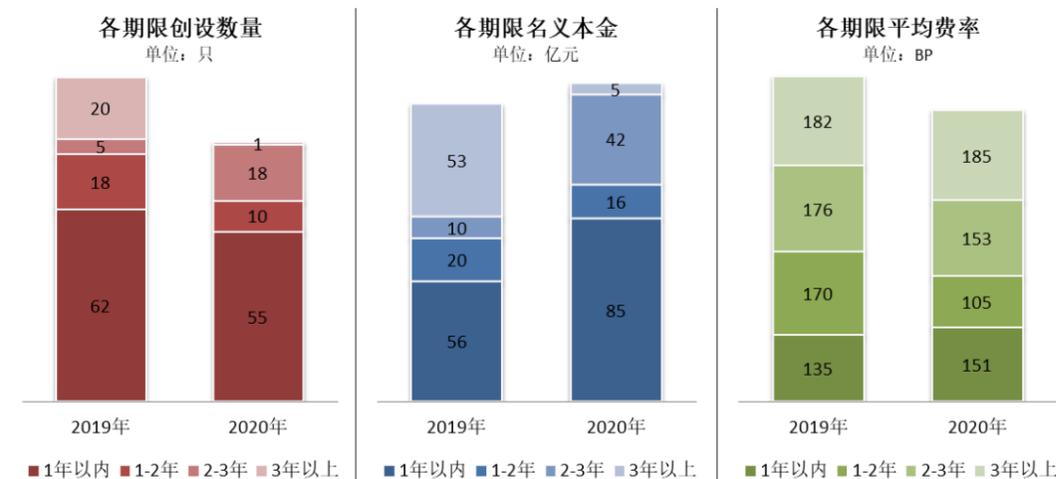
▲ 图 1-8: 2020 年 CRM 市场参与者情况

数据来源: 交易商协会

2、凭证类产品创设及交易规模稳中有升,持续支持实体企业债券发行

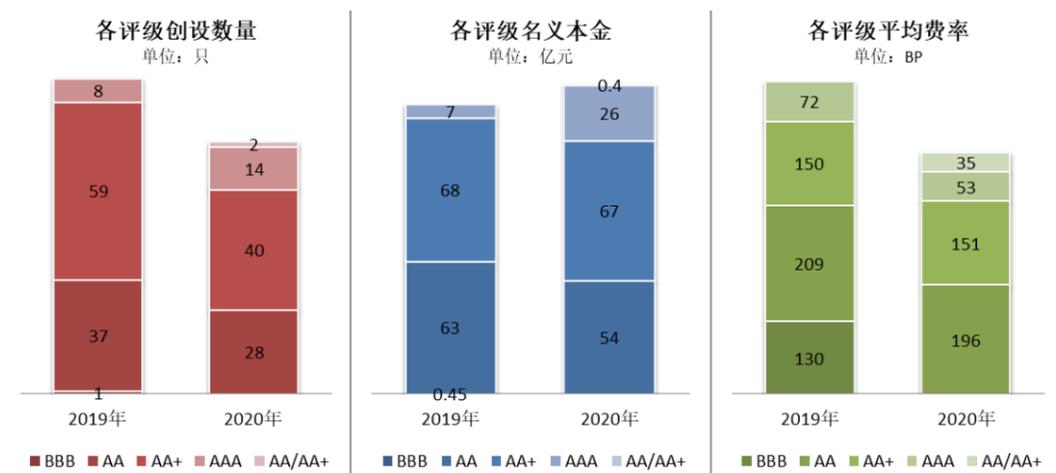
2020 年,市场共创设 85 只 CRMW 和 CLN 产品,名义本金合计 149.2 亿元,同比增长 7.7%,支持债券发行 364.2 亿元。其中,CRMW 共创设 84 只,名义本金 148.2 亿元;CLN 共创设 1 只,名义本金 1 亿元;以民企债券为标的的凭证类产品共创设 56 只,名义本金总计 78.9 亿元,支持债券发行 192.1 亿元,在支持实体经济方面继续发挥积极作用。CRMW 二级交易共成交 64 笔、25.01 亿,参与机构涵盖股份制商业银行、证券公司和基金产品等。

具体而言,2020 年 CRMW 创设呈现以下特点:一是创设期限以一年以内为主,期限 1 年以内共 55 只,名义本金合计 85.4 亿元,占比约为 57.6%。二是参考实体外部评级主要集中在 AA+ 级和 AA 级,挂钩 AA+ 和 AA 主体的 CRMW 共 68 只,名义本金总计 121.3 亿元,占比约为 81.8%。三是信用保护卖方中商业银行积极性较高,商业银行创设的 CRMW 共 68 只,名义本金合计 120.8 亿元,占比约为 81.5%。四是信用保护买方中资管产品认购较为活跃,资管产品认购的 CRMW 名义本金合计 67.7 亿元,占比约为 45.7%。



▲ 图 1-9: 2020 年 CRMW 期限情况

数据来源: 交易商协会



▲ 图 1-10: 2020 年 CRMW 参考实体评级情况

数据来源: 交易商协会

3、合约类产品规模大幅增长,证券公司为主要参与者

2020 年,信用风险缓释合约(CRMA)和信用违约互换(CDS)共达成交易 19 笔,名义本金合计 34.3 亿元,同比增长约 270%。其中,CRMA 达成 10 笔,名义本金 22.6 亿元;CDS 达成 9 笔,名义本金 11.7 亿元。交易呈现以下特点:一是交易以短期限为主,平均期限约为

1.2 年,期限 1 年以内和 1 年及以上的名义本金额基本持平;二是参考实体评级分布相对平均,其中 AAA 级最多,共 8 笔;三是证券公司参与积极性较高,作为信用保护卖方参与交易 13 笔,名义本金合计 24.2 亿元,占比超过 70%;作为信用保护买方参与交易 7 笔,名义本金合计 17.8 亿元,占比约 51.9%。

专栏二：挂钩资产证券化产品的信用衍生产品市场实践

自 2007 年试点以来，我国的资产证券化市场取得了长足发展，发行量快速增长，发行交易和产品设计等方面持续完善。国际实践中，信用衍生产品在对冲、缓释资产证券化产品（ABS）信用风险方面具有广泛的应用前景，标的债务类型涵盖 MBS、CDO、CMBS 指数等产品。目前，CRM 产品多数以债券类标的作为参考债务，境内挂钩 ABS 的 CRM 产品（以下简称“ABS-CRM”）仍处于探索阶段。

一、信用保护标的识别

根据《中国场外信用衍生产品交易基本术语与适用规则（2016 年版）》（以下简称《信用术语文件》），参考实体和参考债务具有如下作用：一是参考实体主要用于识别信用保护对象，构成可交付债务、承继债务等条款中的识别参照物，由交易双方的合意确定；二是参考实体和参考债务是信用风险的来源；三是参考债务项下的还款义务由参考实体负担。

目前，ABS-CRM 一般以证券化发行载体（SPV）作为参考实体。但从信用风险来源角度，有部分意见认为应以发起机构或资产服务机构作为参考实体，具体考虑因素包括：一是证券化项目中一般会委托发起机构作为 SPV 的资产服务机构，发起机构的管理标准与能力也可能对证券化现金流产生影响。二是对于存在外部

增信机构的 ABS 产品，外部增信机构的信用资质实际上将对产品的信用资质产生重大影响。因此，除将 SPV 作为参考实体外，交易双方可进一步考虑发起机构管理水平、外部增信等因素。

二、证券化摊还特征与支付违约信用事件

根据《信用术语文件》，支付违约信用事件指参考实体未按约定在一项或多项债务的支付日足额履行支付义务。由于 ABS 的现金流表现与普通债券不同，存续期间多次还本的安排较为常见，还可能存在根据现金流回收情况以不固定金额进行过手摊还的情形，在现金流分配过程中还可能存在现金流分配顺序递补³、储备、外部补充等机制。因此，ABS 的现金流摊还特征将影响支付违约信用事件的认定。

对此，由于 ABS 投资者需要依据现金流测算结果和相应的预期到期日进行投资决策，将预期到期日设定为支付违约事件的判断基准日存在一定商业基础。参考国际经验，无论是固定摊还型还是过手摊还型证券⁴，均可以法律上有强制力的还款时间和还款金额作为支付违约信用事件的标准。同时，交易双方可以各自对期间现金流的预期，对利息、期间本金还款等采用实时支付的现金流安排进行调整。

三、证券化摊还特征与保护费用及结算金额计算

根据 ABS 现金流期间摊还安排，ABS 的未偿本金金额和面值在证券存续期间将持续下降，信用保护卖方承担的信用风险敞口对应降低，信用保护卖方收取的信用保护费也应该同步降低。国际实践中，当参考债务产生期间摊还时，信用衍生产品的交易名义本金将相应减少，由于信用保护费按固定费率计算，在证券摊还导致交易名义本金减少时，信用保护费同步减少。

我国现有实践中，信用衍生产品交易名义本金在交易存续期间保持不变，市场机构通常约定信用保护费率根据参考债务未偿本金余额进行调整，且实物交割的债务未偿本金余额不得超过投资人持有的凭证名义本金总额。因此，未来针对摊还型参考债务可考虑参考国际经验，支持本金摊还后缩减名义本金，促进信用衍生产品进一步标准化。

四、证券化期限特征与信用保护期限

信用衍生产品的保护期限一般与其挂钩标的存续的期限一致。实践中，ABS 存续期自信托生效日始，到信托终止日终止。信托终止日可能是法定到期日，或委托人或监管机构决定的其他日期。在信托终止日届至后，发行载体应进行清算，法定到期日届至后本金仍未偿还完毕则视为违约事件。但从 ABS 现金流的角度，更为重要的时间节点是预期到期日，市场普遍预期是在 ABS 预期到期日或之前偿还 ABS。

对此，挂钩 ABS 的信用衍生产品在期限设计上需要进行特殊考虑。现有 ABS-CRM 市场实践是将预期到期日作为信用保护期届满日，符合 ABS 和 CRM 市场实践。但在国际实践中，交易双方还可以选择将 ABS 的法定到期日作为最后终止日：如果在此之前发生信用事件，则信用保护合约进入结算并终止，如果信用事件不发生，则信用保护合约期限持续至该最后终止日，此时由于 ABS 已经偿付完毕，信用保护卖方亦需支付的结算金额为零。该模式为信用保护卖方提供了一定的弹性，也更加接近 ABS 资产融资业务的本源，具有一定借鉴意义。

³ 指 ABS 业务中按一定顺序依次进行现金流分配的情形，仅有上一顺序事项得到足额分配后方进入下一顺序分配。

⁴ 固定摊还指各档证券本金有明确的偿付计划，SPV 会在约定的日期向投资者偿付约定比例的本金；过手摊还指各档证券本金没有明确的偿付计划，在现金流支付完预期收益后，SPV 会将剩余现金流按顺序偿付各档证券的本金。

专栏三：国际信用联结票据产品介绍

CLN 是一种内嵌 CDS 的付息票据，首单产品于 1997 年在美国发行，经过二十多年发展，在国际市场演化出各类结构，也经历了次贷危机前的繁荣与危机后的违约潮冲击。2008 年金融危机后，在主要金融市场加强监管的环境下，CLN 进入平稳有序发展阶段。

一、CLN 产品属性、基本结构及形态

传统 CLN 是一种不保本的投资产品，在混业经营的金融市场，CLN 是一种灵活的发行工具，可以在本息上挂钩一类或多种资产及市场指数，各类合格机构⁵（包括特定目的载体）均可发行并面向机构及个人投资者进行销售，并支持二级市场转让、发行人回购及经投资人同意的结构变更等。国际市场 CLN 均视作投资产品进行设计、管理与监管，而与狭义的衍生产品有所区分。

CLN 是普通的固定收益证券与 CDS 相结合的产品，具有信用保护卖方预置现金作为履约保障品的特点，其本质是由 CLN 投资人出售信用保护，通过信用保护费提高产品收益。若未发生信用事件，则 CLN 创设方将在到期后全额返还本金并定期支付票息。若发生信用事件，则 CLN 提前终止，且 CLN 创设方无需支付剩余票息，并仅按照参考债务可回收率返还本金。在极端情况下，可回收比率为零，则投资人可能损失全部本金。

在传统的 CLN 基础上，市场上出现了杠杆信用联结票据、挂钩多个参考实体的 CLN，挂钩 CDS 指数的 CLN、混合结构 CLN 等变种。为了追求更高的收益率，在上述产品中，一般会加入杠杆、指数分层、结构化票息等设计。

产品名称	票息	挂钩资产	何时发生信用事件	发生信用事件后的赎回金额
信用联结票据 CLN	固定利率	单个参考实体	参考实体违约	参考实体的可回收比率
杠杆信用联结票据	固定利率	单个参考实体	参考实体违约	参考实体的可回收比率
首个违约 CLN	固定利率	一篮子参考实体	任一参考实体违约，即发生信用事件	发生违约的参考实体的可回收比率

⁵ 各地监管机构要求不同，以中国香港为例：中国香港进行混业经营，向公司或个人专业投资者出售票据的，必须取得第 1 类受规管业务的牌照。但如果该票据由一个拥有第 1 类牌照的机构作为交易商，则发行人可以根据《证券及期货条例》中的豁免条款免除牌照要求。以特定目的载体作为票据发行人时，一般通过该途径豁免牌照要求。

指数分层 CLN (以 4 到 8 为例)	固定利率	CDS 指数 (50 个名字)	到期观察 50 个名字中达到或超过 4 个违约发生则构成信用事件	截止到期，超过 3 个名字违约，则每一个违约造成 20% 的本金损失；违约达到或超过 8 个，投资人损失全部本金。
Range Accrual CLN (Hybrid)	区间累计，根据挂钩利率落在区间内的天数计算	票息挂钩美元利率 本金挂钩参考实体	参考实体违约	参考实体的可回收比率

二、CLN 发展历程及重要事件

随着国际市场上违约事件持续增多，以及巴塞尔协议明确了 CDS 的资本缓释功能，购买信用保护的需求持续旺盛，存在供给不足的情况。在此背景下，通过创设 CLN，商业银行得以向投资者购入信用保护，实现商业银行信用风险出表，CLN 的市场规模因此激增，大量信用风险转移到 CLN 投资者，包括个人投资者。

其中最为人所知的就是雷曼兄弟销售“迷你债券”。自 2002 年起，雷曼兄弟亚洲金融市场销售一种结构复杂的迷你债券，其实质是挂钩多个参考实体的首个违约 CLN。该高风险产品通过多家当地金融机构面向零售客户大规模销售，仅中国香港地区的销售总量就达 127 亿港元。由于营销时风险披露不足，零售客户将其当作具有超额收益银行存款替代品，以至于雷曼兄弟破产后，迷你债券的赔付问题引发了大量申诉及抗议示威。需要明确的是，在大多数迷你债券结构中，雷曼兄弟既不是发行人，也不是参考实体之一。按照产品设计，雷曼兄弟破产事件并不触发迷你债券的信用事件和违约赔付。由于雷曼兄弟负责 CLN 的发行人的实际运营，不可避免地造成了迷你债不能偿付。

由于其结构复杂，且涉及多个地区的法律框架，雷曼兄弟破产后清偿过程引发了持续争论。中国香港立法会对迷你债券介入调查，处理过程持续数年。最终在监管的干预下，大部分投资者接受和解，并获得了超过投资本金 85% 的赎回金额。

三、监管改革与市场反思

雷曼兄弟破产引发“迷你债券”偿付危机，引发了监管机构及市场对于金融机构面向零售客户推销、分销或出售投资产品行为反思，陆续出台了相关制度政策，主要围绕加强投资者适当性管理、限制向零售客户推销、分销或出售高风险产品、加强信息披露要求等。对于 CLN 这类投资型产品，投资人希望在承担有限风险的前提下争取本金保值与高于市场无风险利率的预期收益，产品的风险主要由产品设计决定，主要视其挂钩的参考主体信用风险而异。因此对于此类产品，各地监管并未因噎废食完全限制向个人投资人销售，而主要采取以下举措：一是加强投资者适当性管理。例如中国香港区分专业投资人（PI）与非专业投资人，仅具有较强风险承受能力和产品理解能力的专业投资人才可进行一定门槛以上的风险投资；二

是加强信息披露要求，例如欧盟要求所有产品均需要在发行前制作关键信息文件，在产品存续期间持续更新维护，及时向投资者提供，提高投资产品的透明度和规范性。

与此同时，市场的 CLN 产品设计也出现了自发的创新与改良。例如，针对风险承受能力有限的投资者，市场上陆续推出了部分保本 CLN、全部本金保障仅收益部分承担信用风险的 CLN、挂钩 CDS 指数的平层 CLN 等品种。而风险承受能力较好的机构投资者，如金融机构的资金管理部门、基金等，也越来越多的将 CLN 产品纳入投资的范围。

国际 CLN 市场近二十多年来的发展，是市场需求与监管规范相互作用的成果。纵观金融产品交易与创新活跃的金融市场，虽则上位法律框架有异，监管法规也各不相同，但一般都为灵活的产品设计与创新提供了便利。如此一来，产品种类便能依据市场需求迅速发展与丰富，而各种创新经过市场检验，最终得以留存的，便是一方金融市场的沉淀与底蕴。信用市场的发展是一个长期的过程，只有通过监管机构、金融机构及投资者在观念与行动上的一致努力，才能推动市场平稳、有序、健康的发展壮大。

四、场外黄金衍生产品市场发展情况

中国场外黄金衍生产品市场主要包括上海黄金交易所询价交易产品和中国外汇交易中心银行间询价交易产品，并统一通过上海黄金交易所集中清算。经过多年的发展，逐步推出了远期、掉期和期权三类业务品种，产品类型不断丰富，市场层次日益完善。

（一）市场机制建设

1、业务模式和交易品种不断丰富

我国场外黄金衍生产品市场早期业务模式为以套期保值为目的开展黄金远期交易。随着近年来黄金价格波动率的不断上升，国内黄金衍生产品市场交易模式日趋丰富，逐渐发展出以库存管理及资金运用为目的掉期交易和期权结构化产品。同时交易品种也日趋多样化，目前上海黄金交易所逐步形成了询价 Au99.99、询价 iAu99.99、询价 OAu99.99、询价 Au99.95 及询价 PAg99.99 等多个交易品种。

2、市场定价基准日趋丰富有效

我国场外黄金衍生产品市场定价基准日趋多样化，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产品交易日益增多，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。

（二）市场运行情况

2020 年，受新冠疫情防控态势和全球宽松的货币政策预期影响，国际金价呈现先抑后扬再回调的大幅波动走势，在每盎司 1451 美元至 2075 美元区间波动，振幅达到 41.1%，年末收官在 1900 美元附近，较年初上涨约 25.1%。在此背景下，上海黄金交易所 2020 年共集中清算黄金询价掉期交易约 3.1 万吨，黄金期权交易量 384.8 吨，其中询价 Au99.99 的交易占比达到近 80%。

截至 2020 年末，银行间黄金询价做市商增长至 11 家，尝试做市商增长至 6 家，询价远掉期业务准入机构增长至 78 家，场外黄金衍生产品市场参与队伍不断壮大。我国场外黄金衍生产品交易市场最早的参与机构以国有大型商业银行及部分大型矿企为主，目前参与主体已逐步扩展至股份制商业银行、外资商业银行、城市商业银行、证券公司、私募基金、冶炼企业及首饰零售商等多种类型。

第二部分

国际场外金融衍生产品市场的发展

一、国际场外金融衍生产品市场发展概况

(一) 市场规模持续增长，规模结构保持稳定

2020年，国际市场受新冠疫情影响，各国普遍采取宽松货币政策，美元汇率的大幅变动，推动了全球衍生产品市场规模持续增长，总市

值增长显著，规模结构保持稳定，市值结构小幅调整，市场参与者结构基本稳定，集中清算持续扩大应用。

截至2020年12月末，未到期合约名义本金总额为582.1万亿美元，较2019年末增长4.2%。未到期合约总市值为15.8万亿美元，较2019年年末大幅增长36.1%（见图2-1）。

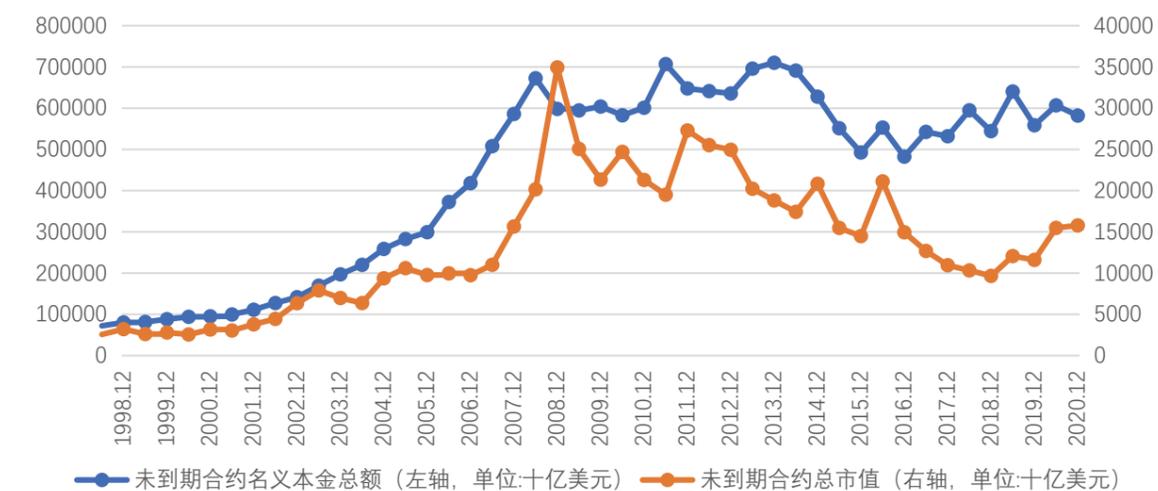
表 2-1 近年全球场外金融衍生产品市场规模和总市值

单位：十亿美元

基础资产类别 / 工具	未到期合约名义本金总额				未到期合约总市值			
	2019年中	2019年末	2020年中	2020年末	2019年中	2019年末	2020年中	2020年末
合约总计	640351	558511	606810	582058	12061	11598	15481	15783
汇率类合约	98560	92177	93801	97552	2229	2230	2628	3176
远期和外汇掉期	59359	54647	55688	58031	1046	1111	1208	1645
货币互换	26443	26288	26236	27810	1008	956	1211	1308
汇率期权	12716	11205	11818	11672	176	163	209	222
其他	43	38	59	40				
利率类合约	523960	448966	495140	466494	8806	8352	11718	11319
远期利率协议	88984	67431	92970	72927	232	204	312	285
利率互换	389337	341292	363554	355791	7793	7463	10348	10162

利率期权	45298	39916	38298	37471	782	685	1058	872
其他	340	326	319	305				
股票类合约	7046	6874	6457	7084	579	583	659	840
远期和互换	3142	3199	2923	3643	223	221	282	321
期权	3904	3675	3534	3441	356	362	377	519
商品类合约	2114	2129	2099	2051	198	197	261	216
黄金	757	734	867	834	31	30	48	33
其他贵金属	73	101	82	95	4	5	6	8
其他商品	1285	1294	1150	1122	163	162	207	174
远期和互换	1506	1520	1494	1452				
期权	609	610	605	598				
信用衍生产品	8418	8119	9050	8649	235	222	200	219
其中：信用违约互换	7809	7578	8809	8359	214	199	185	202
单一名称工具	3579	3480	3617	3484	101	99	92	77
组合名称工具	4229	4098	5192	4876	112	101	93	125
其中：指数产品	3888	3803	4806	4529				
未分类衍生产品	253	246	262	227	14	15	16	13
总信用风险敞口	640351	558511	606810	582,058	2662	2360	3204	3367

数据来源：国际清算银行

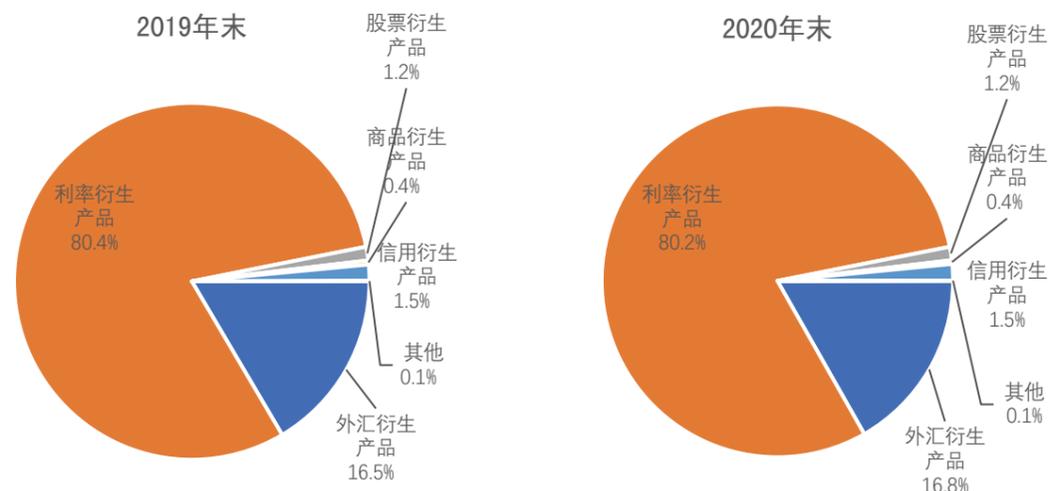


▲ 图 2-1：全球场外金融衍生产品市场未到期合约名义本金总额和总市值

数据来源：国际清算银行

2020年国际场外金融衍生产品市场结构相对稳定，利率衍生产品占据绝对主导地位，其次是汇率衍生产品，信用、股票和商品等其他衍生产品占比较小。从名义本金占比来看，

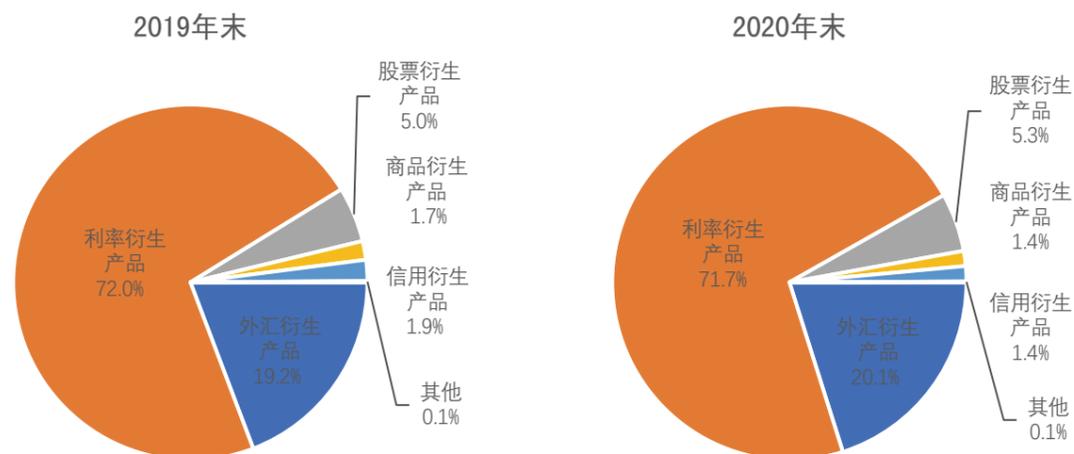
截至2020年12月末，利率衍生产品和汇率衍生产品占比分别保持不变，分别为80.2%和16.8%（见图2-2）



▲ 图 2-2: 2020 年末各类衍生产品名义本金占比变化

数据来源: 国际清算银行

从市值占比来看，利率、商品、信用衍生产品占比略有下降，汇率、股票衍生产品占比略微上升（见图 2-3）。利率衍生产品和汇率衍生产品市值占比分别为 71.7% 和 20.1%。



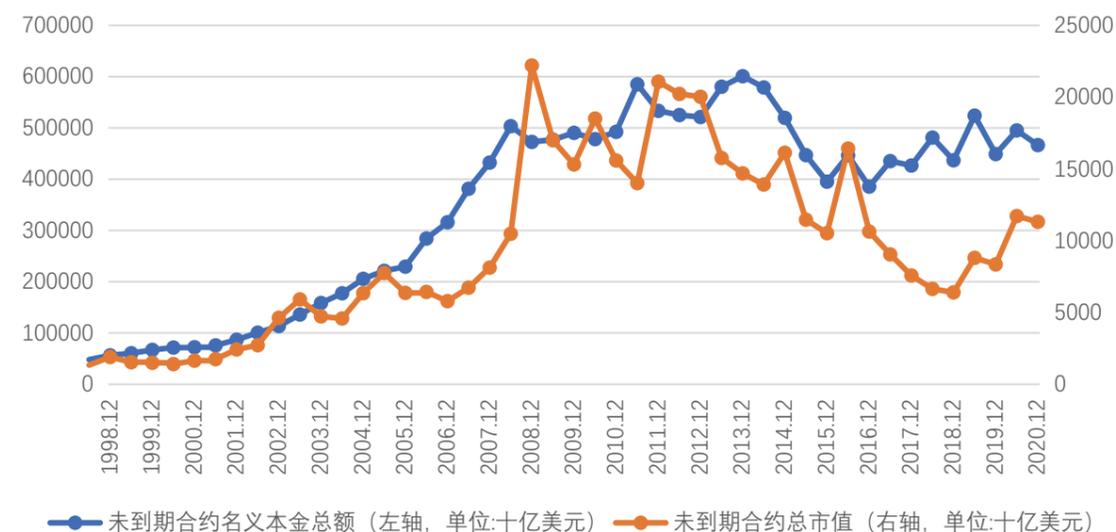
▲ 图 2-3: 2020 年末各类衍生产品总市值占比变化

数据来源: 国际清算银行

1、利率衍生产品

2020年，为应对新冠疫情冲击，主要国家央行普遍采取宽松货币政策，特别是美联储在短短几个月降息到零，并叠加量化宽松政策。截至2020年12月末，利率衍生产品未到期合约名义本金达到为466.5万亿美元，较2019年

增加17.5万亿美元。受全球资金面宽松影响，利率衍生产品的总市值继2019年转向增长后大幅上行，截至2020年12月末升至11.3万亿美元，同比增长35.5%，是2016年末以来最高水平（见图2-4）。

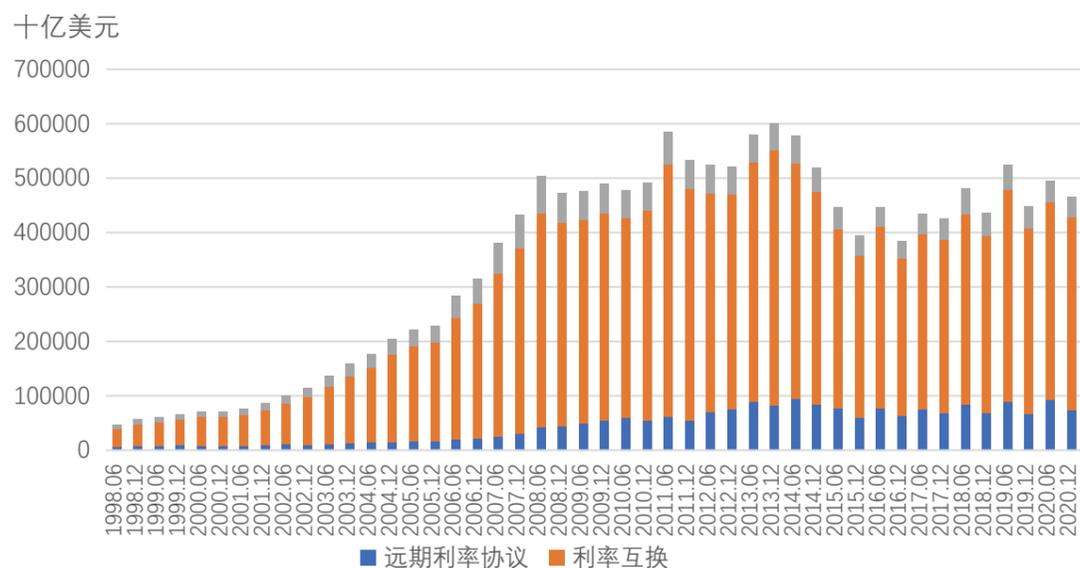


▲ 图 2-4: 国际场外利率衍生产品市场历年未到期合约名义本金总额和总市值

数据来源: 国际清算银行

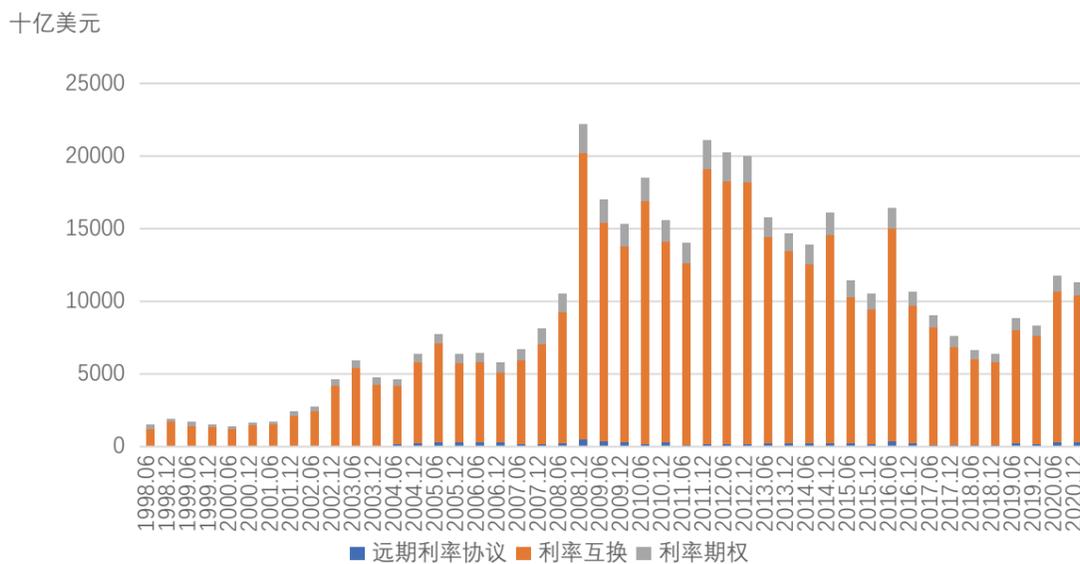
利率互换、远期利率协议和利率期权是利率衍生产品主要产品类型，其中利率互换交易占主导地位（见图 2-5 和图 2-6）。截至2020年12月末，利率互换未到期合约名义本金和总市值分别为355.8万亿美元和10.2万亿美元，同比增长4.2%和36.2%，分别占利率衍生产品未到期名义本金总额和总市值的76.3%和89.8%。

截至2020年12月末，远期利率协议的未到期名义本金总额约72.9万亿美元，占利率衍生产品总规模的15.6%，比重低于利率互换、高于利率期权，但在合约市值方面，远期利率协议总市值约2850亿美元，占利率衍生产品总市值的比例最低，仅有2.5%，利率期权市值约8720亿美元，占比为9.0%。



▲ 图 2-5: 各利率衍生产品名义本金总额历年变化

数据来源: 国际清算银行



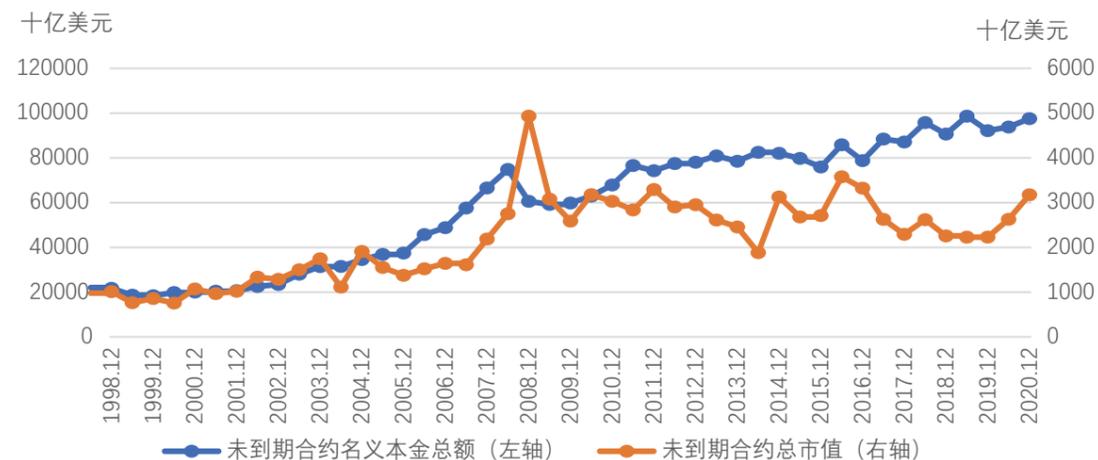
▲ 图 2-6: 各利率衍生产品总市值历年变化

数据来源: 国际清算银行

2、汇率衍生产品

2020年，由于美元汇率大幅变动，汇率衍生产品交易活跃。截至2020年12月末，汇率

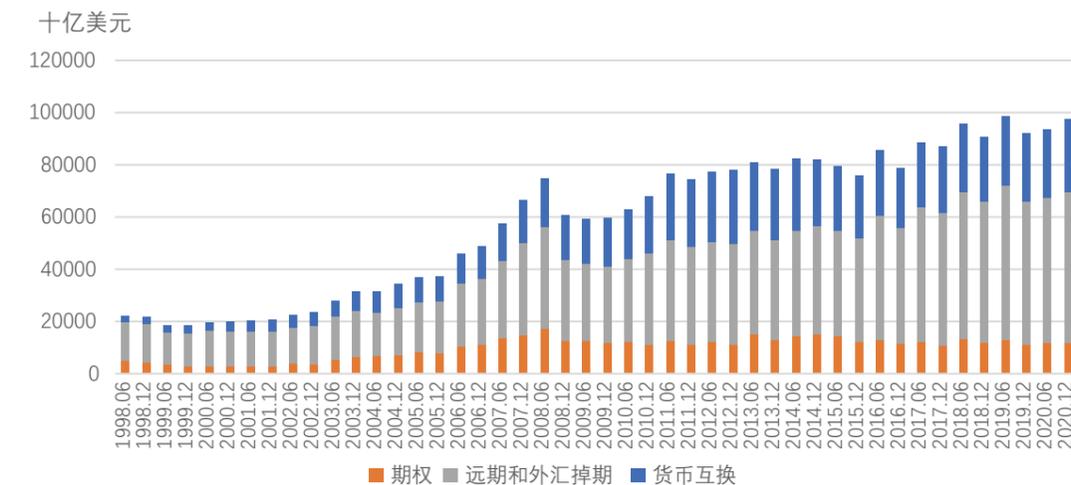
衍生产品未到期合约名义本金总额为97.6万亿美元，同比增长5.8%；总市值为3.2万亿美元，同比增长42.4%（见图2-7）。



▲ 图 2-7: 国际场外汇率衍生产品市场未到期合约名义本金总额和总市值

数据来源: 国际清算银行

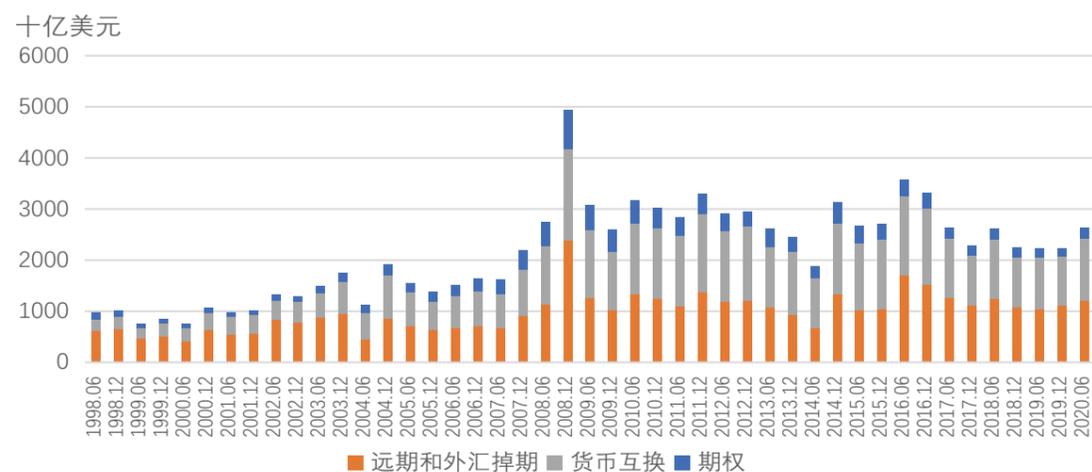
远期和外汇掉期⁶、货币互换和期权是汇率衍生产品的主要品种。截至2020年12月末，从未到期合约名义本金占比来看，远期和外汇掉期占比最大，为59.5%，货币互换占比次之，为28.5%，期权占比最小，为12.0%；从合约市值来看，远期和外汇掉期、货币互换的占比较大，分别为51.8%和41.2%，期权市值仅占比7.0%。



▲ 图 2-8: 各汇率衍生产品名义本金总额历年变化

数据来源: 国际清算银行

⁶ 国际清算银行的统计口径中，将远期和外汇掉期合并统计。



▲ 图 2-9：各汇率衍生产品总市值历年变化

数据来源：国际清算银行

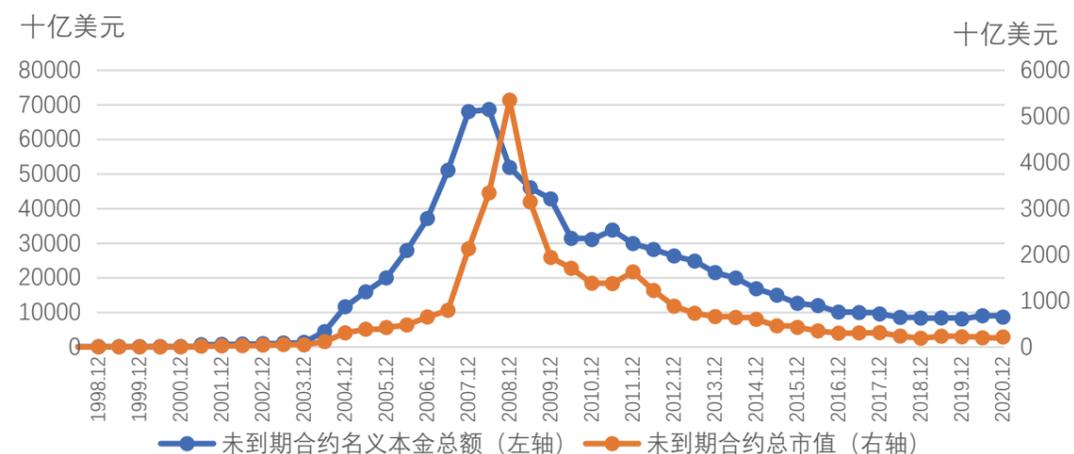
3、信用衍生产品

2020年，信用衍生产品市场走势总体平稳。

截至2020年12月末，未到期合约名义本金约

为8.6万亿美元，同比增长6.5%；未到期总市值

为2190亿美元（见图2-10），同比微降1.4%。



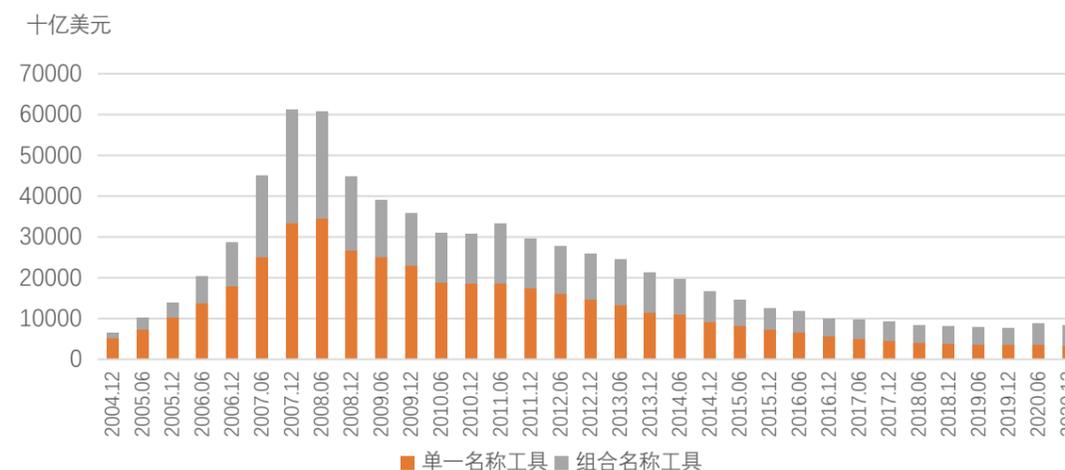
▲ 图 2-10：国际场外信用衍生产品市场未到期合约名义本金总额和总市值

数据来源：国际清算银行

CDS是主流的信用衍生产品，市场规模占比96.6%，主要分为单一名称工具和组合名称工具，分别占CDS市场规模的41.7%和58.3%。从未到期合约名义本金来看，截至

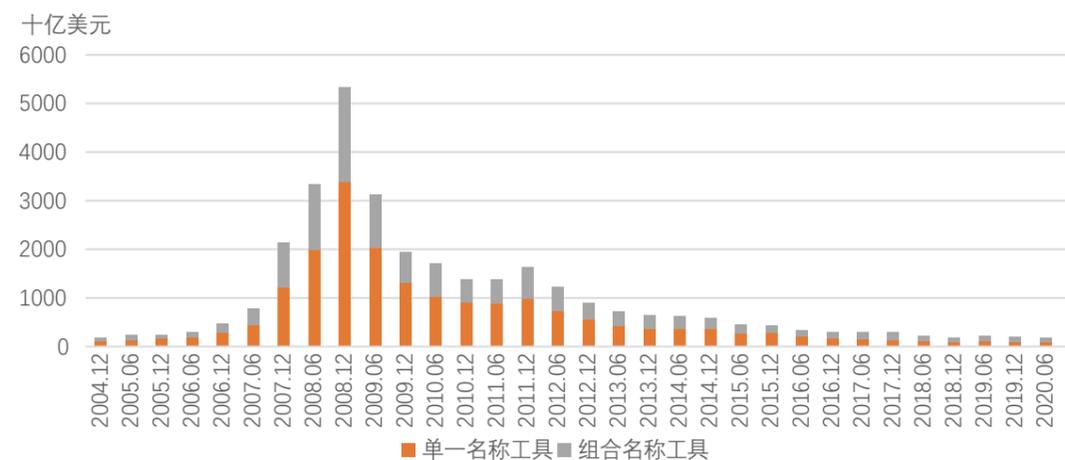
2020年12月末，单一名称工具为3.5万亿美元，与去年基本持平；组合名称工具为4.9万亿美元，同比上涨19.0%，其中指数产品占组合名称工具的比重达92.9%。从合约市值看，截至2020

年12月末，单一名称工具总市值约为770亿美元，同比下降22.2%；组合名称工具总市值约为1250亿美元，同比上涨23.8%。（见图2-11）



▲ 图 2-11：各信用违约互换产品名义本金总额历年变化

数据来源：国际清算银行



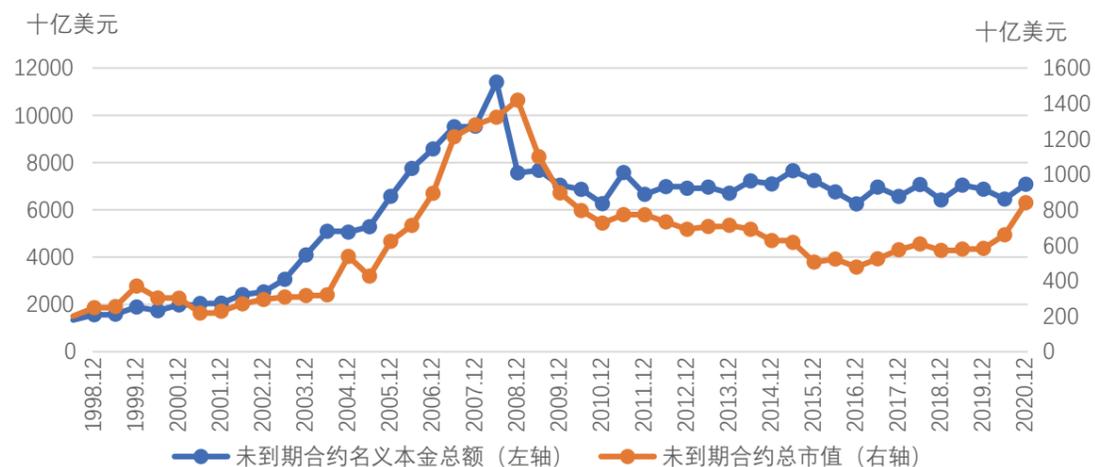
▲ 图 2-12：各信用违约互换产品总市值历年变化

数据来源：国际清算银行

4、股票衍生产品

2020年，股票衍生产品市场交易规模保持增长，且合约市值大幅增长。截至2020年12月末，场外股票衍生产品未到期合约名义本金

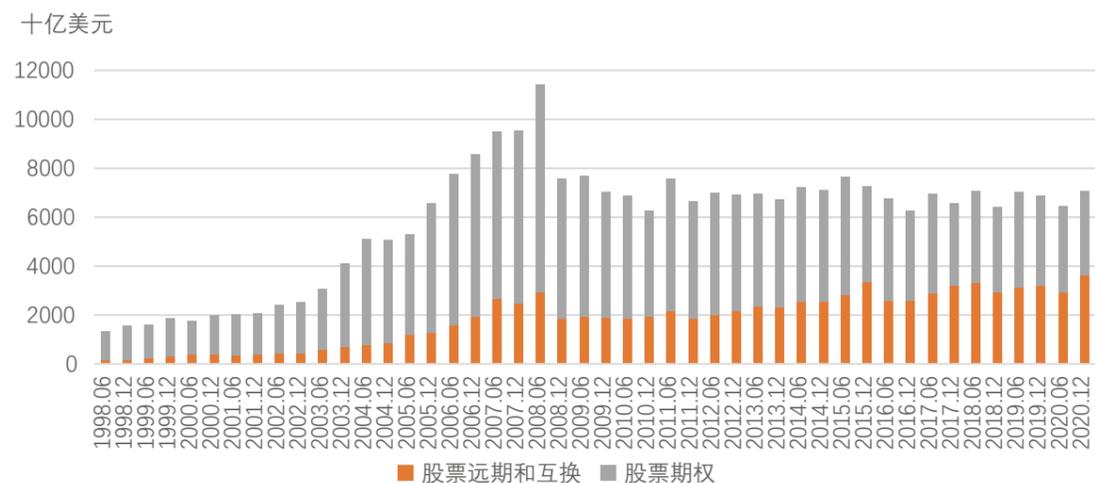
总额为7.1万亿美元，同比上涨3.1%；合约市值为约0.8万亿美元，同比大幅上涨44.1%，是2010年以来的最高水平（见图2-13）。



▲ 图 2-13: 国际场外股票衍生产品未到期合约名义本金总额和总市值

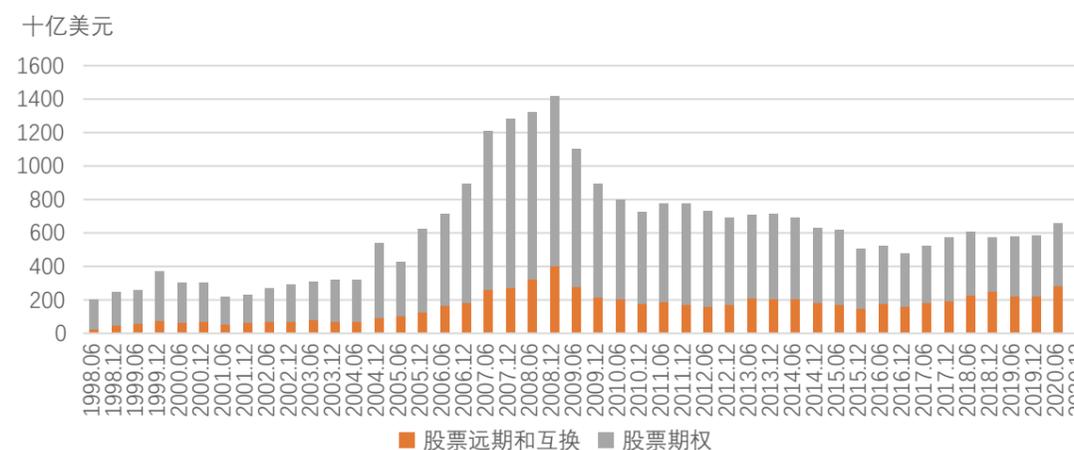
数据来源: 国际清算银行

股票衍生产品包括远期和互换以及期权，截至 2020 年 12 月末，未到期名义本金总额分别为 3.6 万亿美元和 3.4 万亿美元，占股票衍生产品市场规模 51.4% 和 48.6% (见图 2-14)；合约市值分别为 0.3 万亿美元，和 0.5 万亿美元，占股票衍生产品市值的 38.5% 和 61.5% (见图 2-15)。此外，股票衍生产品短期产品占比较大，1 年及以下产品名义本金总额为 4.7 万亿美元，市场规模占比为 67%。



▲ 图 2-14: 各股票衍生产品名义本金总额历年变化

数据来源: 国际清算银行



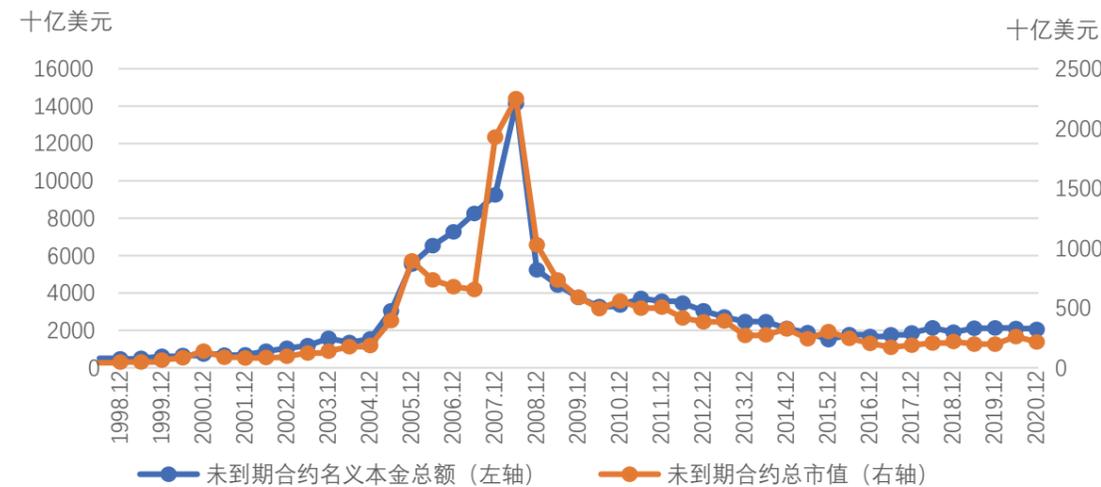
▲ 图 2-15: 各股票衍生产品总市值历年变化

数据来源: 国际清算银行

5、商品衍生产品

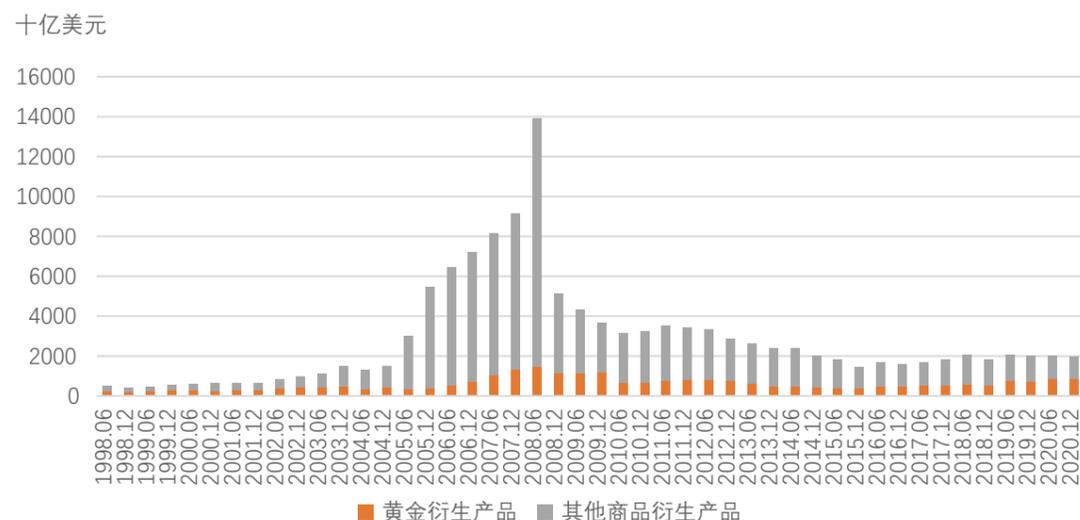
金融危机之后，商品衍生产品市场规模持续下降，并保持市场低位徘徊 (见图 2-16)。2020 年，在国际场外衍生产品市场占比为 1.37%，主要分为黄金衍生产品和其他商品衍生产品。截至 2020 年 12 月末，黄金衍生产品未

到期名义本金总额分别为 0.8 万亿美元，同比增长 13.1%，其他商品衍生产品未到期本金总额为 1.1 万亿美元，同比减少 13.1% (见图 2-17)。2020 年末，黄金衍生产品总市值为 329 亿美元，其他商品衍生产品总市值为 1744 亿美元，分别减少 8.8% 和 7.1% (见图 2-18)。



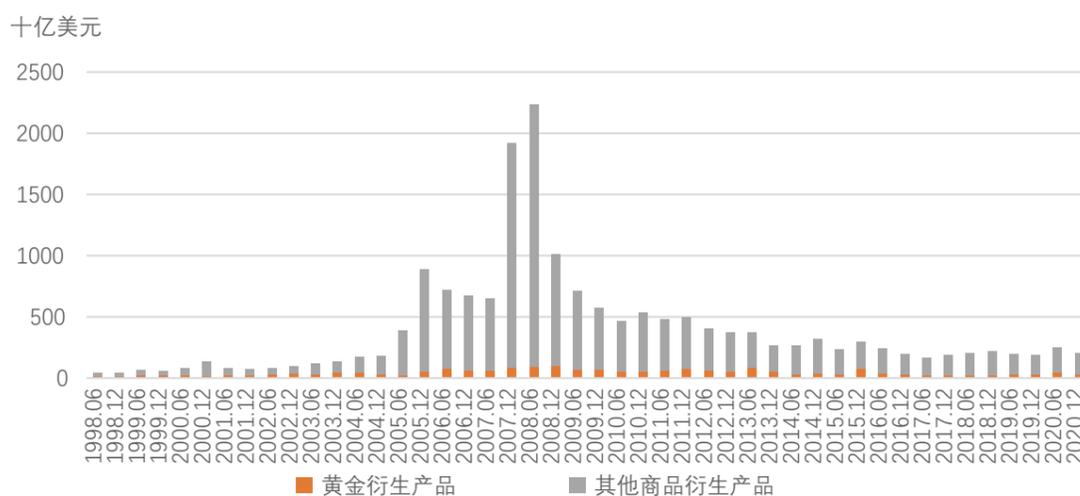
▲ 图 2-16: 国际场外商品衍生产品市场未到期合约名义本金总额和总市值

数据来源: 国际清算银行



▲ 图 2-17: 各商品衍生产品名义本金总额历年变化

数据来源: 国际清算银行



▲ 图 2-18: 各商品衍生产品总市值历年变化

数据来源: 国际清算银行

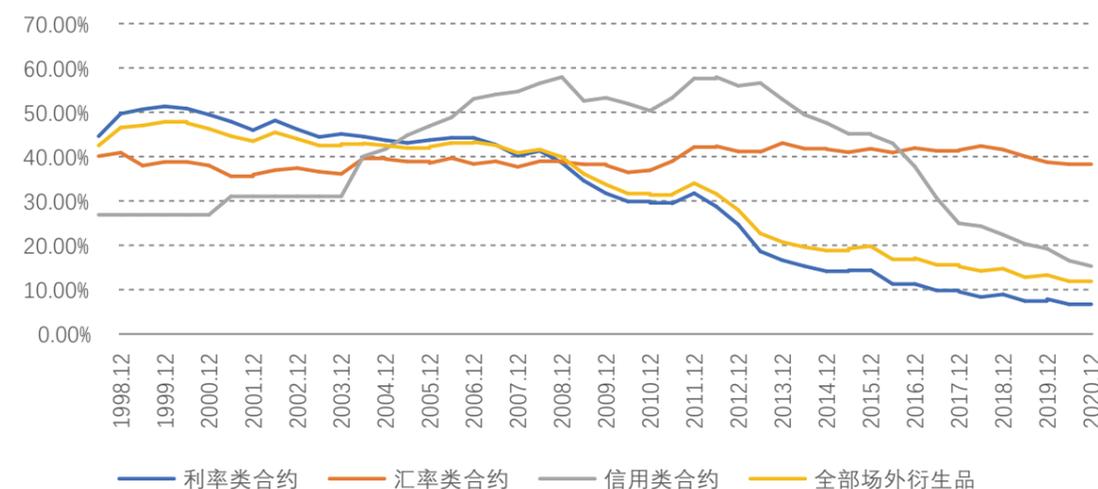
(二) 市场参与者结构基本稳定, 集中清算持续扩大应用

根据国际清算银行的统计方法, 场外金融衍生产品市场参与者分为三类, 分别是报告交

易商 (Reporting Dealers)、其他金融机构 (Other Financial Institutions) 和非金融机构 (Non-Financial Customers)。报告交易商是总部在 12 个报告国家⁷ 的商业银行和证券公司, 并包括

部分活跃的交易商实体。其他金融机构是未被归类为报告交易商的金融机构, 除商业银行、非金融机构终端用户 (如共同基金、退休基金、对冲基金、外汇基金、货币市场基金、建房互助协会、租赁公司和保险公司等) 外, 还包括中央对手方 (CCP) 和中央银行。非金融机构主要包括企业、高净值个人以及非金融政府机构。2020 年上述三类参与者参与情况具有以下特点:

一是报告交易商是场外衍生产品市场的重要力量, 但近年来交易名义本金占比不断下降。截至 2020 年 12 月末, 报告交易商持有的名义本金合计为 71.2 万亿美元, 在全部衍生产品名义本金占比为 12.2%, 较 2019 年下降约 1%。其中, 报告交易商在信用衍生产品和利率衍生产品的交易中延续了长期下滑的趋势, 2020 年已分别降至不足 16% 和 7%, 在汇率衍生产品占比基本保持在 38% 左右 (见图 2-19)。



▲ 图 2-19: 报告交易商在各类衍生产品名义本金的占比

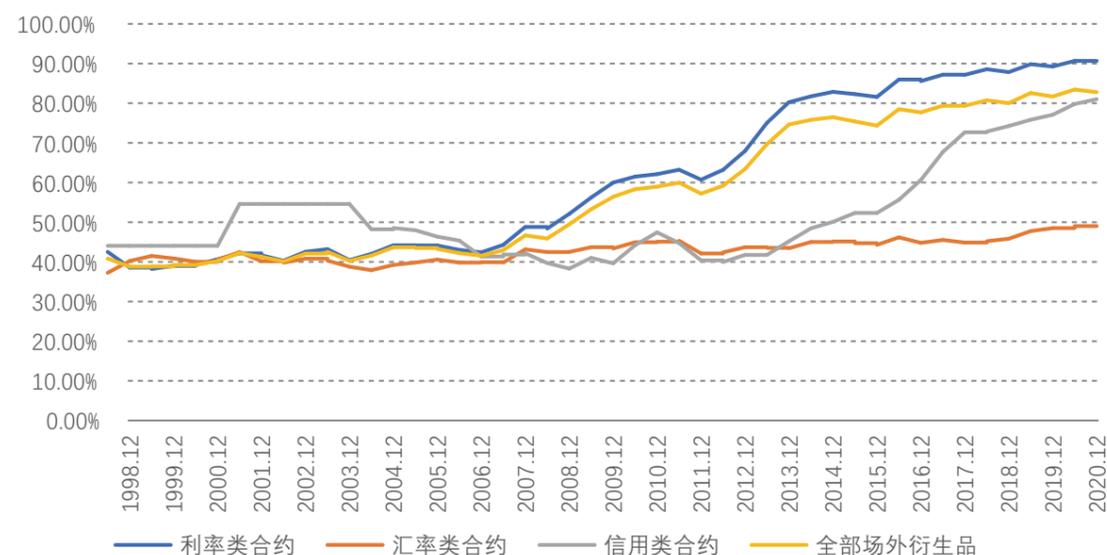
数据来源: 国际清算银行

二是其他金融机构类别占比持续上升主要源于中央对手方清算的普遍应用。截至 2020 年 12 月末, 其他金融机构持有的各类金融衍生产品名义本金占比从 82.2% 微升至 82.8%, 其中 CCP 占比 63.9%, 体现出近年来场外衍生产品集中清算模式的推广成效。

其他金融机构在信用衍生产品持有的名义本金占比超过 80%, 其中 CCP 占比约 61.8%, 较 2019 年末提升 5.8%, 得益于组合名称工具的集中清算比例从 2019 年的 60% 增长至 68%; 其他金融机构在汇率衍生产品持有的名义本金占比相对较低, 约为 49.1%, 其中 CCP 占比仅为 3.9%, 与 2019 年基本持平, 集中清算应用程度较低 (见图 2-20 和图 2-21)。

从细分品种占比看, 其他金融机构在利率衍生产品持有的名义本金占比已超过 90%, 其中 CCP 占比约 77.7%, 较 2019 年末微升 1.1%。

⁷BIS 的报告国家包括: 美国、澳大利亚、加拿大、法国、德国、意大利、日本、荷兰、西班牙、瑞典、瑞士和英国。



▲ 图 2-20: 其他金融机构在各类衍生产品名义本金的占比

数据来源: 国际清算银行



▲ 图 2-21: CCP 在各类衍生产品名义本金的占比

数据来源: 国际清算银行

三是非金融机构持仓较小且相对稳定。截至 2020 年 12 月末，非金融机构持有场外金融衍生产品名义本金占比为 4.6%，与 2019 年基

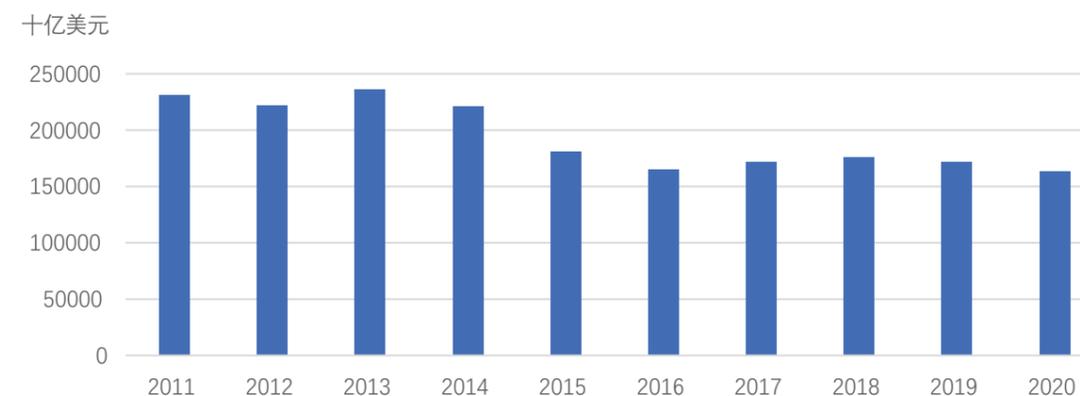
本持平。其中汇率类占比 12.8%，利率类占比 2.7%，信用类占比 3.7%。

二、美国及美元场外金融衍生产品市场发展概况

(一) 美国衍生产品市场规模小幅下降，机构交易收入明显增长

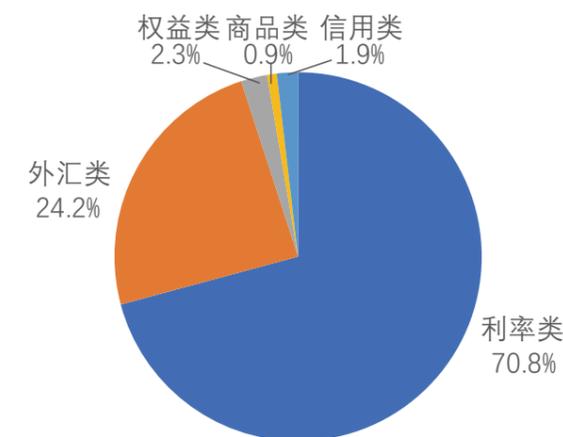
根据美国货币监理署 (OCC) 的统计⁸，美国商业银行和存款类机构衍生产品业务规模

总体小幅下降，截至 2020 年 12 月末，未到期衍生产品合约名义本金为 163.8 万亿美元，较 2019 年末下降了 4.5% (见图 2-22)，利率、汇率、股票和信用衍生产品名义本金占比分别为 70.8%、24.2%、2.3% 和 1.9% (见图 2-23)，较 2019 年末同比变动分别为 -7.2%、6.5%、-0.6%、-23.1%。



▲ 图 2-22: 美国商业银行与存款机构衍生产品未到期合约名义本金总额

数据来源: 美国货币监理署



▲ 图 2-23: 2020 年美国各类衍生产品未到期名义本金占比

数据来源: 美国货币监理署

⁸ 本部分主要来自美国货币监理署发布的《Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities》其中主要包括美国商业银行和存款类机构相关情况，未考虑其他类型的市场参与者情况。

2020 年，美国商业银行和存款类机构的衍生产品市场收入显著提升（见图 2-24），其中股票类产品和利率类衍生产品对收入增长贡献较大。2020 年，美国商业银行和存款类机构的衍生产品交易收入 366.0 亿美元，较 2019 年上涨 12.7%，第二季度新冠情爆发期间，美国衍生产品



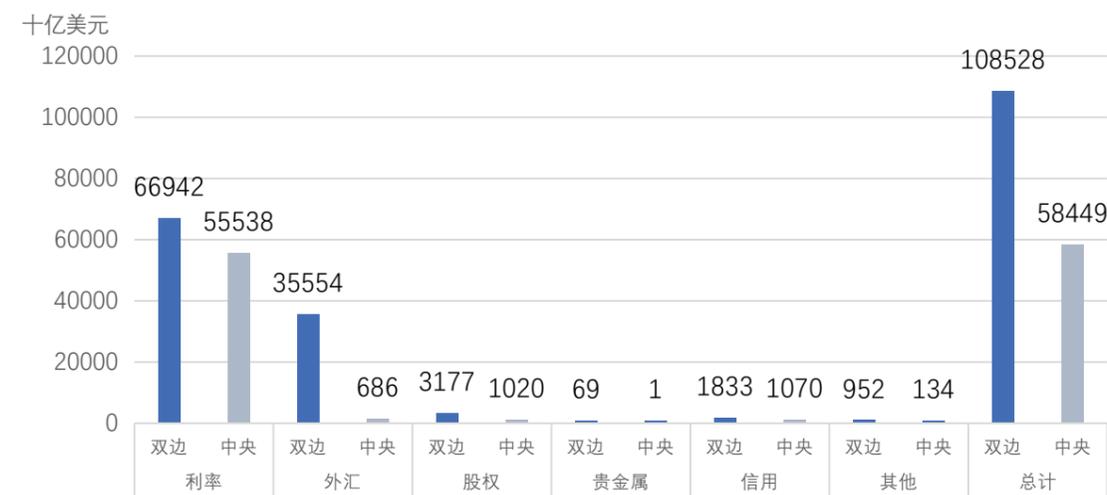
▲ 图 2-24：美国商业银行与存款机构衍生产品交易收入

数据来源：美国货币监理署

（二）美国衍生产品市场集中度高，主要以双边清算为主

美国衍生产品市场集中度高。根据 OCC 的统计，摩根大通、花旗、高盛和美国银行四家机构持续在美国商业银行的衍生产品交易中占据主导地位。截至 2020 年 12 月末，上述四家机构的未到期合约名义本金占比达到 88.4%。

美国衍生产品交易采取双边清算和集中清算两种方式，其中双边清算为主要形式。截至 2020 年 12 月末，双边清算名义本金规模 108.53 万亿美元，占比 65.0%，集中清算的衍生产品名义本金规模为 58.5 万亿美元，占比 35.0%。（见图 2-25）。

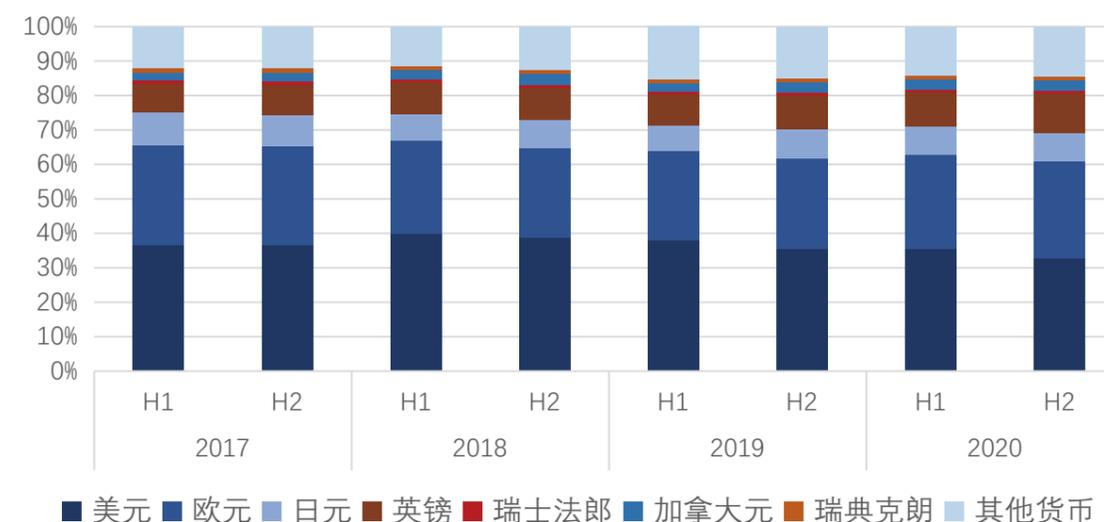


▲ 图 2-25：2020 年末美国双边清算和中央对手方集中清算名义本金

数据来源：美国货币监理署

（三）美元利率衍生产品占比略降，美元汇率衍生产品占比稳定

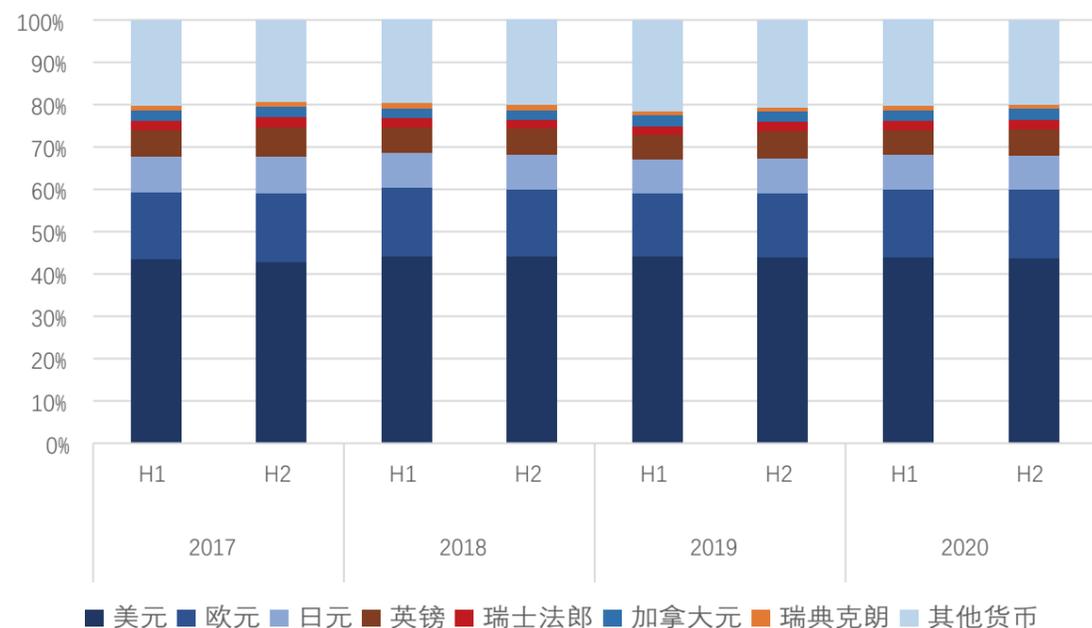
截至 2020 年 12 月末，以美元计价的利率衍生产品（以下简称美元利率衍生产品）未到期合约名义本金为 152.1 万亿美元，在全球利率衍生产品市场占比为 32.6%，较 2019 年末的 35.5% 的占比略有下滑。



▲ 图 2-26：不同币种的利率衍生产品未到期合约名义本金

数据来源：国际清算银行

截至 2020 年 12 月末，美元汇率衍生产品⁹ 基本持平。其中，外汇远期、互换和期权的占未到期合约名义本金为 85.4 万亿美元，在全球 占比分别为 59%、29% 和 12%（见图 2-27）。汇率衍生产品市场占比为 43.7%，与 2019 年末



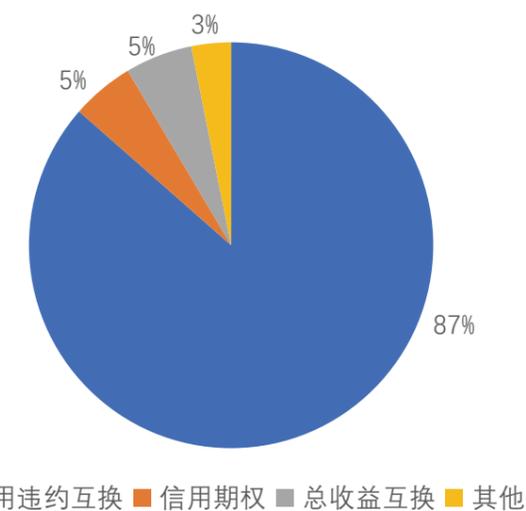
▲ 图 2-27: 不同币种的汇率衍生产品未到期合约名义本金

数据来源: 国际清算银行

（四）信用衍生产品规模持续下降，股票衍生产品位列全球首位

美国商业银行和存款类机构的信用衍生产品业务规模持续下降。截至 2020 年 12 月末，未到期合约名义本金 3.0 万亿美元，同比减少 0.9 万亿，其中主要品种 CDS 交易规模的占比为 87%，并以投资级企业为参考标的 1-5 年的合约为主（见图 2-28）。

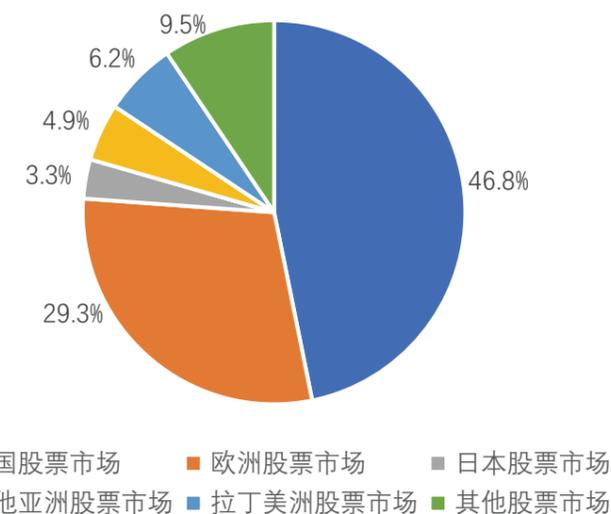
⁹ 美元汇率类衍生产品口径为挂钩货币中对包含美元的场外衍生产品，包括但不限于在美国境内交易的美元衍生品数据，欧元和日元汇率衍生品口径亦相同



▲ 图 2-28: 2020 年末美国信用衍生产品类型及占比

数据来源: 美国货币监理署

截至 2020 年 12 月末，美国股票相关的衍生品衍生产品市场的占比升至 46.8%，位列第一。生产品的名义金额为 3.3 万亿美元，在全球股票（见图 2-29）。



▲ 图 2-29: 2020 年主要地区股票衍生产品未到期合约名义本金规模占比

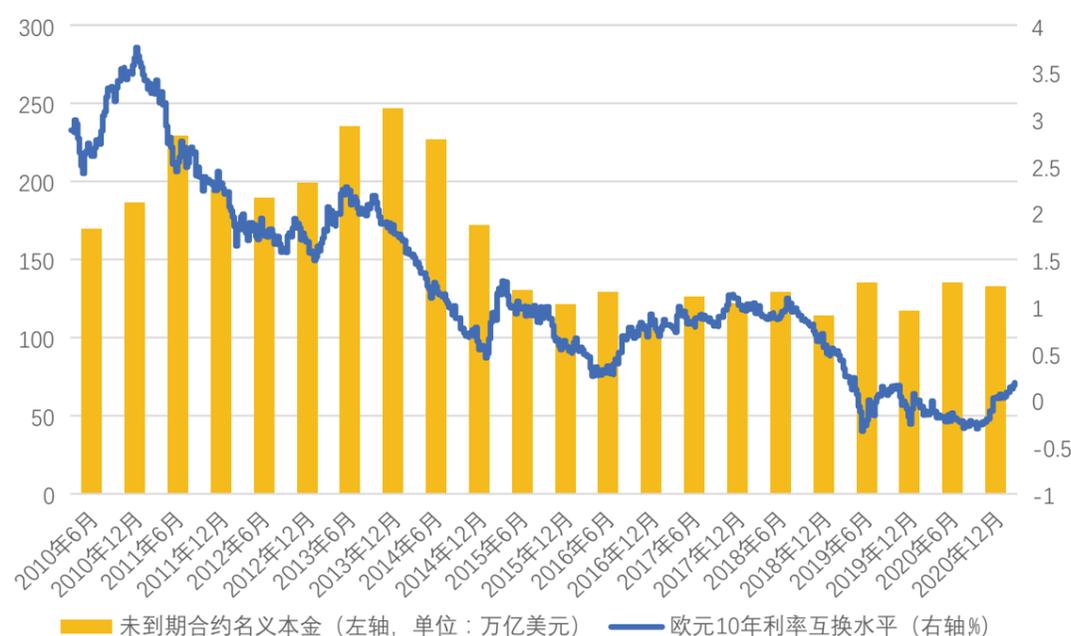
数据来源: 国际清算银行

三、欧洲及欧元场外金融衍生品市场发展概况¹⁰

(一) 欧元利率衍生产品规模有所上升，短期交易需求快速增长

在欧元长期低利率环境下，利率水平与波

动性双低，市场规模仍处于2013年以来的较低水平。截至2020年12月末，欧元利率衍生产品未到期合约名义本金132.6万亿美元，在全球利率衍生产品市场的占比为28%，仅次于美元利率衍生产品规模，较2019年末上升13.2%（见图2-30）。

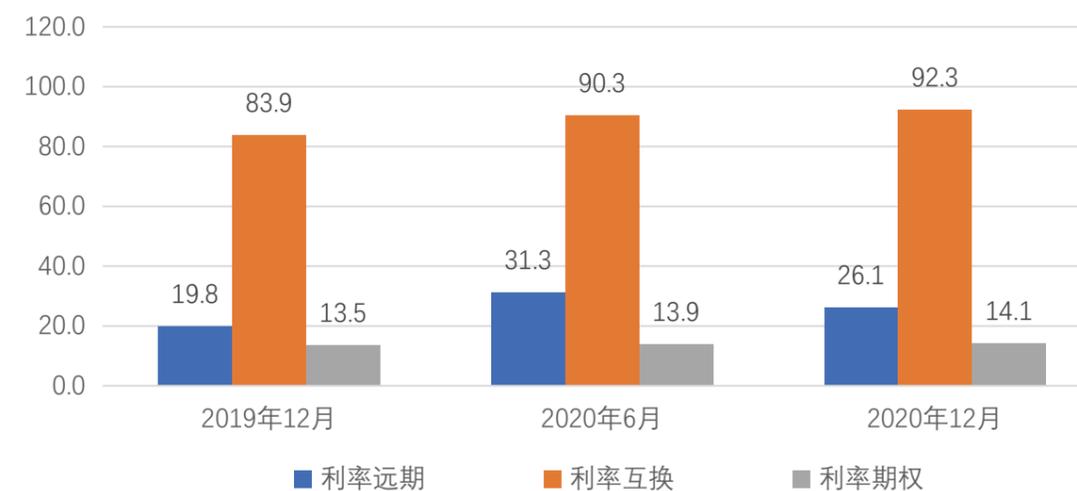


▲ 图 2-30：欧元利率衍生产品未到期合约名义本金与欧元利率

数据来源：国际清算银行

从产品类型看，利率互换和利率远期分别对应长期与短期的利率交易需求。截至2020年12月末，利率互换和利率远期规模分别同比上升10%和32.3%，占比分别为69.6%和

19.7%，体现出市场长期交易需求是主导性需求，短期交易对冲需求则增长较快。此外，利率期权规模同比上升4.3%。（见图2-31）



▲ 图 2-31：欧元利率衍生产品产品类型及规模（未到期合约本金，单位：万亿美元）

数据来源：国际清算银行

(二) 欧元汇率衍生产品规模增长，产品结构较为稳定

截至2020年12月末，欧元汇率衍生产品未到期合约名义本金总额为31.8万亿美元，在

全球汇率衍生产品市场的占比为16.3%，相较于2019年12月末提升1.1%，规模同比增加12.9%，延续了波动上升的趋势（见图2-32）。

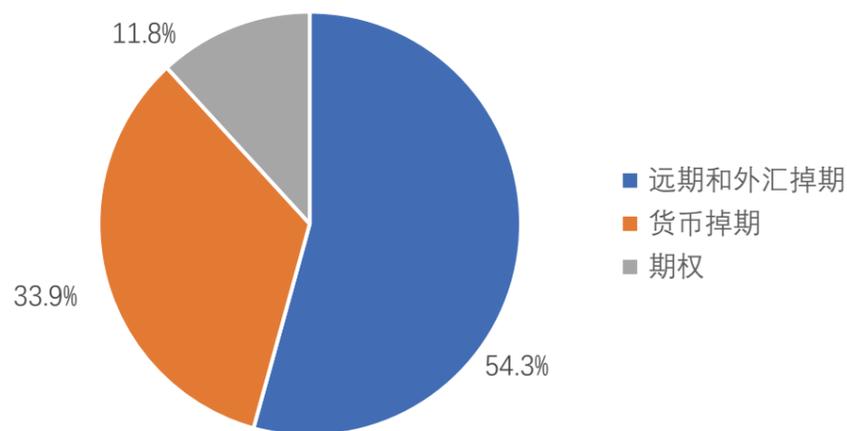


▲ 图 2-32：2010-2020年欧元汇率衍生产品未到期合约名义本金（单位：万亿美元）

数据来源：国际清算银行

¹⁰ 鉴于欧元是欧洲流通量最大的货币，规模远超其余欧洲流通货币，故本部分内容分析中，利率与汇率衍生产品的口径均为欧元产品。

从产品类型看，截至2020年12月，远期和外汇掉期、货币掉期和期权¹¹分别占欧元汇率衍生产品市场规模的54.3%、33.9%和11.8%，结构较为稳定，三类产品规模同比均小幅上升（见图2-33）。



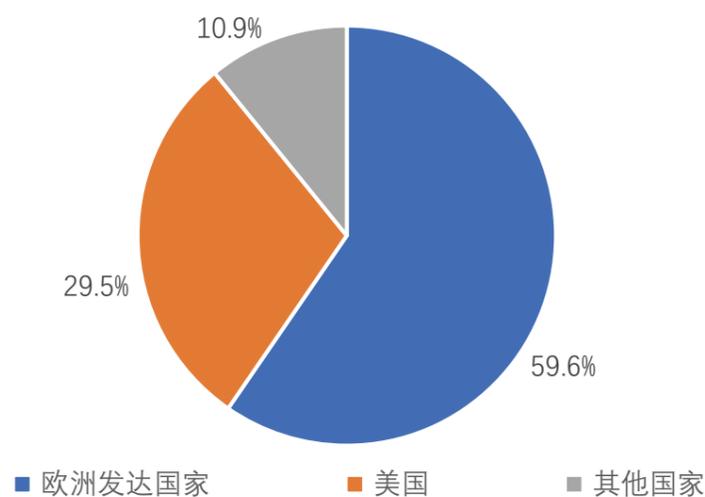
▲ 图 2-33: 2020 年末欧元汇率衍生产品未到期合约名义本金占比

数据来源: 国际清算银行

（三）欧洲信用衍生产品交易规模靠前，七年来实现首次增长

欧洲信用衍生产品市场是国际上交易规模最大的信用衍生产品交易市场。截至2020年

12月末，欧洲信用衍生产品市场的未到期合约名义本金为3.7万亿美元，在全球信用衍生产品市场的占比为59.6%（见图2-34）。



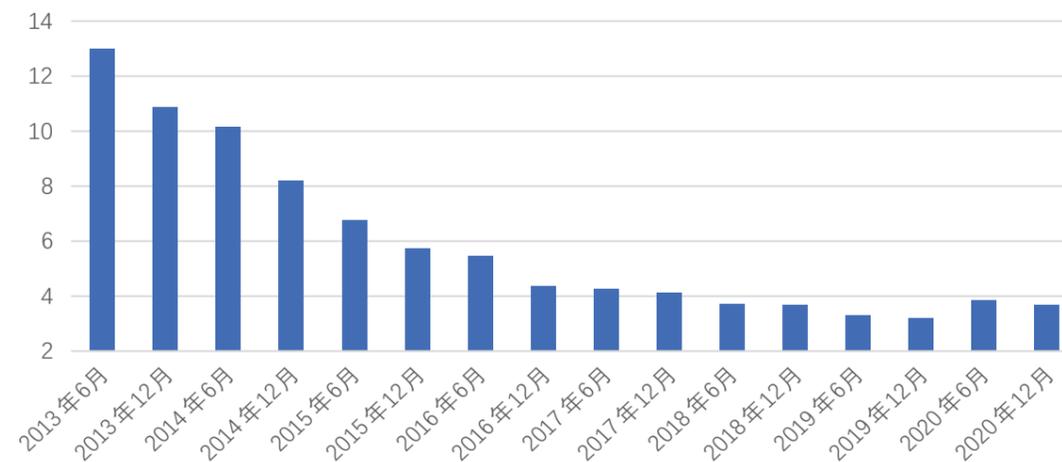
▲ 图 2-34: 主要国家信用衍生产品规模占比

数据来源: 国际清算银行

¹¹ 国际清算银行的统计口径中，将远期和外汇掉期合并统计。

在全球信用利差压缩、监管加强等因素影响下，近年来欧洲信用衍生产品市场规模呈现逐年下降趋势，较2013年已锐减超过四分之三。但2020年实现了自2013年来的首次增长，

2020年12月末市场规模同比提升15.1%，体现了疫情冲击下市场对信用风险缓释的需求（见图2-35）。



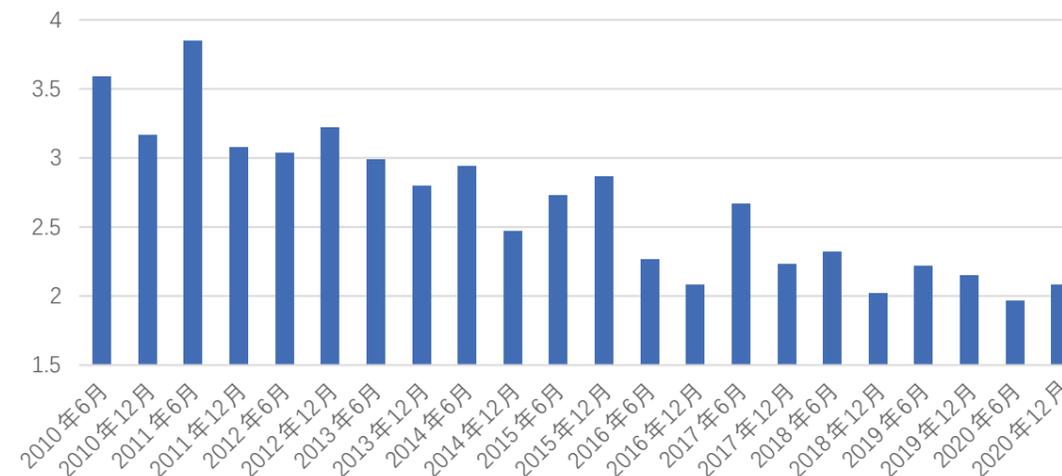
▲ 图 2-35: 2013-2020 年欧洲信用衍生产品未到期合约名义本金（单位：万亿美元）

数据来源: 国际清算银行

（四）欧洲股票衍生产品交易规模排名靠前，市场占比有所下降

挂钩欧洲股票的衍生产品市场尽管位居全球第二，但近十年来基本呈收缩态势。截至

2020年12月，未到期合约名义本金规模为2万亿美元，同比下降3.5%，市场占比29.3%，较2019年末的31.3%进一步下滑。



▲ 图 2-36: 挂钩欧洲股票衍生产品未到期合约本金（单位：万亿美元）

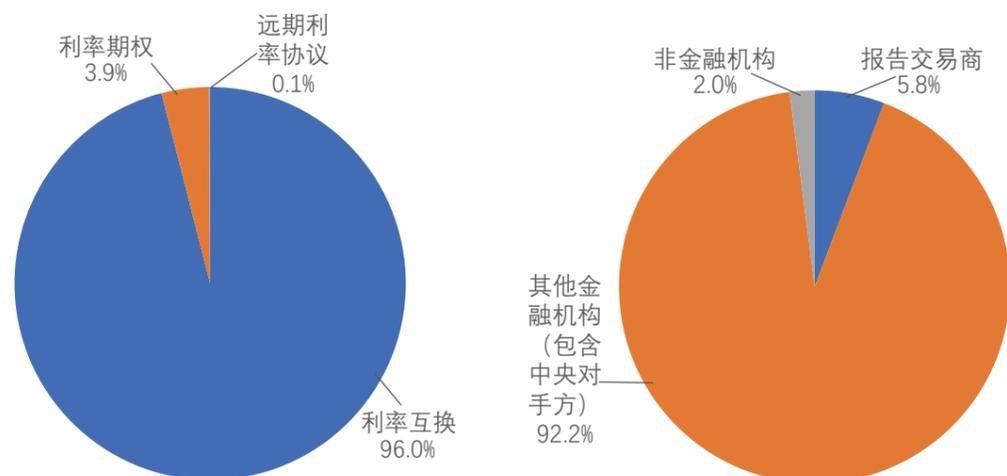
数据来源: 国际清算银行

四、日本与日元场外金融衍生产品市场发展概况

(一) 日元利率衍生产品规模小幅下降，利率互换为主要品种

截至 2020 年 12 月末，以日元计价的场外利率衍生产品市场名义本金总额约为 37.1 万亿美元，较 2019 年下降 1.9%，在全球利率衍生

产品市场的占比为 8.0%，较 2019 年末的 8.4% 略有下降。其他金融机构（含 CCP）是主要参与者，占比为 92%，报告交易商和非金融机构占比分别为 6% 和 2%。利率互换是成交最活跃、持仓量最大的品种，占比约为 96%，利率期权占比约为 3.9%，远期利率协议占比较小（见图 2-37）。



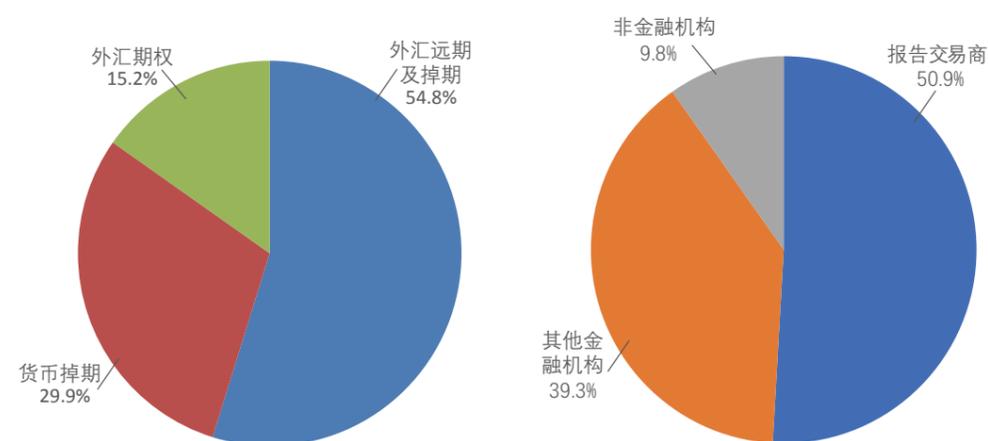
▲ 图 2-37：日元场外利率衍生产品产品结构和参与者结构（按未到期合约名义本金统计）

数据来源：国际清算银行

(二) 日元汇率衍生产品规模保持增长，全球占比略有下降

截至 2020 年 12 月末，以日元计价的场外汇率衍生产品名义本金总额约为 15.5 万亿美元，较 2019 年增长 3.8%，占全球汇率衍生产品市场名义本金的 7.9%，较 2019 年末的 8.1%

略有下降。报告交易商为主要参与者，占比 50.9%，其他金融机构和非金融机构占比分别为 39.3% 和 9.8%。外汇远期及掉期是主要品种，占比约为 55.9%，外汇期权和货币掉期占比分别为 13.7% 和 30.4%（见图 2-38）。



▲ 图 2-38：日元场外汇率衍生产品结构和参与者结构（按未到期合约名义本金统计）

数据来源：国际清算银行

五、场外金融衍生产品市场监管的最新动态与趋势

(一) 场外衍生产品市场改革进展

1、交易报告

金融稳定理事会（FSB）的 24 个司法管辖区中，已有 23 个建立了全面报告要求，80% 以上的新增交易需要向交易报告库（TR）或类 TR 实体报告。为提高交易报告库数据质量，国际组织持续推动交易报告中 UTI、UPI 和 CDE 等¹²数据标准化工作：一是进一步授权全球法人识别编码监督管理委员会（LEI ROC）为 UTI、UPI 和 CDE 的国际治理机构，负责所有与衍生产品识别码和数据要素有关的治理和监督；二是 FSB 指定国际标准化组织（ISO）负

责 UPI 及其相关数据元素的标准化工作，相关工作已于 2020 年 6 月开始，目标是在 2022 年初发布最终 ISO 标准。此外，澳大利亚、欧盟、日本和美国已分步骤将 UTI、UPI 和 CDE 应用于交易报告。

2、集中清算

2020 年 6 月 25 日，国际清算银行支付与市场基础设施委员会（CPMI）和国际证监会组织（IOSCO）发布报告《CCP 违约管理拍卖—需考虑的问题》，对 CCP 提高违约拍卖成功率指导如下：一是针对违约拍卖规则设计及执行，应考虑拟拍卖资产组合、拍卖形式、拍卖参与者范围、投标时点、投标激励机制等因素，权衡灵活性和可预测性。二是针对日常运营，应

¹²UTI 全称为 Unique Transaction Identifier（唯一交易标识），旨在识别向 TR 报告的场外金融衍生产品交易；UPI 指 Unique Product Identifier（唯一产品标识），旨在识别向 TR 报告场外金融衍生产品交易的产品；CDE 指 Critical Data Elements, excluding UTI and UPI（UTI 及 UPI 以外的其他关键数据元素）。

加强拍卖规则的培训宣传、维护潜在拍卖参与者名单、加强拍卖前和拍卖过程信息沟通，开展与违约管理拍卖有关的测试。

2020 年 11 月 16 日，FSB 发布《关于支持 CCP 处置的财务资源以及在 CCP 处置过程中权益处理方法的指引》，主要包括两方面内容：一是评估 CCP 财务资源是否足以覆盖损失和处置成本的五个步骤，包括鉴别可能导致 CCP 处置的场景或组合场景、对 CCP 处置资源和工具进行定性和量化评估、评估潜在的处置成本、比较可用资源工具和处置成本的差距及解决方案。二是明确 CCP 处置过程中的权益处理问题，包括对权益处理产生的影响、处理机制和权益处理政策的落实。此外，FSB、CPMI 和 IOSCO 将就 CCP 的财务资源问题进行合作，适时制定关于恢复和处置财务资源的政策。

3、非集中清算衍生产品的保证金制度

2020 年 4 月，鉴于新冠疫情带来的重大挑战，巴塞尔委员会（BCBS）和国际证监会组织（IOSCO）同意将非集中清算衍生产品保证金要求的最后两个实施阶段的截止日期延长一年。这一延长将为市场机构提供额外的经营能力，以应对疫情的直接影响，同时促使覆盖实体经济积极采取措施，以便在调整后的最后期限到来前遵守要求。

延期后，最终实施阶段将于 2022 年 9 月 1 日启动，届时非集中清算衍生产品交易总平均名义金额（AANA）超过 80 亿欧元的实体应执行有关要求。作为过渡，从 2021 年 9 月 1 日起，非集中清算衍生产品交易的 AANA 超过 500 亿欧元的实体应执行有关要求。

（二）国际组织和主要国家监管动态

1、国际掉期与衍生工具协会（ISDA）

（1）发布《双边保证金规则检查清单》

2020 年 2 月 7 日，ISDA 发布《双边保证金规则检查清单》，为市场机构遵守双边保证金规则提供指引。该检查清单列明了市场机构在执行双边保证金规则时的注意事项，涉及初始保证金计算、抵押品管理、风险和争议管理、信息报送等内容。

（2）就美国、欧盟及日本的非集中清算衍生产品保证金规则的跨境适用发布指引

非集中清算衍生产品保证金要求全面实施后，将有大量市场参与者就其非集中清算的衍生产品缴纳初始保证金。但是各国监管主体要求不尽相同，对保证金规则跨境适用以及衍生产品跨境交易造成一定障碍。对此，ISDA 于 2020 年 1 月发布指引，介绍美国、欧盟及日本的保证金规则跨境适用及相应的替代规则，降低其合规成本。

（3）发布 IBOR 后备机制补充协议及议定书

在伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）退出的过渡中，市场广泛关注存量衍生产品的交易头寸的处理问题。为防止基准利率转换对市场形成冲击，ISDA 于 2020 年 10 月 23 日发布银行间同业拆借利率（IBOR）后备机制 2006 年定义文件补充文件以及 IBOR 后备机制议定书。其中，IBOR 后备机制 2006 年定义文件补充文件修订了 ISDA 利率衍生产品的部分标准

定义，纳入与特定 IBOR 挂钩的后备机制，并于 2021 年 1 月 25 日生效。IBOR 后备机制议定书支持签署该议定书的双方将上述修订适用于双方存量衍生产品交易。IBOR 后备机制针对不同币种选择了不同的无风险利率作为替代利率。当某一 IBOR 不再可得时，参考利率将被相应货币的无风险利率的调整利率所替代。

2、美国

（1）美国证监会（SEC）放松对基金开展衍生产品的投资限制

SEC 于 2020 年 10 月 28 日发布注册投资公司衍生产品投资新规，放松对共同基金（货币市场基金除外）、交易所交易基金（ETF）、封闭式基金等注册投资公司开展衍生产品交易的限制。原有规则下，上述基金仅能开展未来产生支付义务的衍生产品交易，而新规取消上述限制，基金可在建立完备风控机制、遵守杠杆率限制等条件下更为灵活地开展衍生产品交易。

（2）美国商品期货交易委员会（CFTC）发布美国境外衍生产品清算组织（DCO）豁免注册规则

CFTC 于 2020 年 11 月 18 日通过美国境外 DCO 豁免注册的最终规则，明确美国境外 CCP 可采用替代合规模式注册成为 DCO，具体条件包括：一是母国监管制度与美国 DCO 核心监管原则相符；二是该 CCP 在母国处于良好合规状况；三是引入该 CCP 不对美国金融系统产生重大风险；四是母国监管机构与 CFTC 达成谅解备忘录。境外 CCP 注册成为 DCO 后，可为美国法人提供清算服务，也可通过在美国注册的

FCM 为美国客户提供代理清算。境外 CCP 除主要遵守母国监管要求外，还需要遵守美国关于管辖权、客户账户隔离、客户资产的存放、数据记录和报送等方面的规定。

3、欧盟

（1）监管认证及合作

欧洲证券与市场监管局（ESMA）公布交易达成后透明度评估名单。2020 年 6 月 3 日，ESMA 公布《欧盟金融工具市场指令》（MiFID）下关于第三国交易场所在交易达成后的透明度要求，并公布相关评估名单。该名单中第三国交易所符合或部分符合 MiFID 关于交易达成后的透明度要求，欧盟投资者在名单中交易所达成的交易无需履行 MiFID 交易信息报送要求。

欧盟与英国达成脱欧后的 CCP 监管合作安排。2020 年 9 月 21 日，欧盟委员会宣布允许英国 CCP 从 2021 年 1 月起继续为欧盟客户服务 18 个月，给予市场成员适当期限来降低对英国 CCP 的敞口，并明确对英国 CCP 监管框架的替代合规有效期为 2021 年 1 月 1 日至 2022 年 6 月 30 日。此外，英格兰银行和 ESMA 于 2020 年 9 月 28 日宣布达成新的谅解备忘录，确立了双方在 EMIR 框架下认证和监管英国 CCP 的合作安排。

（2）风险管理规定或建议

2020 年 3 月 27 日，欧盟委员会发布放松特定衍生产品交易清算及保证金要求的授权条例，具体内容包括：一是当资产担保债券实体或资产证券化的 SPV 满足特定条件时，可视其不存在场外衍生产品交易对手方信用风险，免

除该交易在 EMIR 下的清算义务；二是若资产证券化关联的证券化资产简单、透明且标准化，且该 SPV 的衍生产品交易以风险对冲为目的，在满足一定要求后，不再对其非集中清算衍生产品交易收取保证金。

欧洲系统风险理事会（ESRB）提出应对保证金追缴可能引发流动性风险问题的建议。2020 年 5 月 27 日，为应对新冠疫情对欧盟金融系统的冲击，预防流动性压力导致的系统性抛售，ESRB 召开特别会议，提出了四方面建议：一是防范集中清算和双边清算中抵押品要求的“悬崖效应”，精细化信用评分模型，渐进调整保证金要求、严格遵守顺周期性监管要求，特别考虑信用评级降低的情形；要求 CCP 在出现减少合格抵押品范围、大幅调整抵押品折扣率、以及大幅降低集中度限制时立即报告等。二是要求 CCP 增加压力测试方案，要求 CCP 确保拥有获取流动性的替代来源，明确监管机构可联合第三国监管机构开展联合的流动性压力测试演练。三是对保证金追缴操作的约束，包括 CCP 在每日追加保证金时，应明确告知用于覆盖市场波动风险的比重，除非清算会员自愿追加，否则 CCP 应优先使用参与者缴纳超额保证金而不是额外追缴。四是建议欧盟相关机构积极参与国际标准制定，推动解决顺周期性等问题。

欧洲中央银行（ECB）就银行交易对手信

用风险的计算方法发布指引。ECB 于 2020 年 9 月 18 日就其用于评估欧元区银行计算交易对手风险（CCR）和信用估值调整风险（CVA）的方式，发布了相关指引。在欧盟法下，银行可以使用其内部模型计算 CCR 和 CVA，但该模型必须符合监管要求，ECB 会对模型进行审查。

欧洲监管当局（ESAs）¹³ 建议调整部分双边保证金规则推行时间表。2020 年 11 月 23 日，ESAs 发布监管技术标准报告，建议对调整非集中清算场外衍生产品的双边保证金义务实施时间：一是建议对于集团内部场外衍生产品交易，双边保证金义务的临时豁免期延长 18 个月。二是建议单一股票期权或指数期权（含股票期权）交易的双边保证金义务的临时豁免期延长 3 年。三是为应对英国脱欧，允许在衍生产品交易中将位于英国的交易对手替换为欧盟境内的交易对手，并在特定条件下不触发双边保证金义务要求。

4、亚洲国家和地区

（1）印尼央行拟推动立法明确终止净额结算有效性

2020 年，印度尼西亚央行推动明确衍生产品终止净额结算机制的有效性确认。根据印尼现有《破产和中止偿还债务法》规定，破产人的资产的管理权由交易方转移至指定的管理人，由管理人而非交易双方来决定交易轧差事项，存在终止净额结算的不确定性。对此，印尼央

行牵头、印尼金融服务局和财政部共同参与，组建了跨机构工作组，推动有关破产法修订事宜。

（2）中国香港发布《银行业（资本）规则（2020 修订版）》

香港金融监管局于 2020 年 4 月 24 日将《银行业（资本）规则（2020 修订版）》刊宪，该规则于 4 月 29 日通过立法会审议，并于 2021 年 6 月 30 日起生效。该规则主要是为实施巴塞尔协议 III 中交易对手方信用风险承担标准算法（SA-CCR）及银行对 CCP 风险承担的资本要求，以处理银行衍生产品交易产生的交易对手方信用风险。

¹³ 欧洲银行业监管局、欧洲证券和市场监管局与欧洲保险和养老金监管局三家机构，统称为欧洲监管当局（ESAs）。

专栏四：美欧场外衍生产品市场 CCP 认证制度改革进展

CCP 是集中清算机制的重要实施主体，也是场外衍生产品市场推行集中清算的基础。2008 年金融危机后，国际主要司法辖区初步建立了对 CCP、尤其是服务场外衍生产品市场的 CCP 进行监管的法律和监管制度体系。2010 年，美国通过《多德 - 弗兰克法案》，明确了对 CCP 的监管要求。2012 年，欧盟颁发《欧洲市场基础设施条例》（EMIR），其中对 CCP 提出了准入、持续合规、信息报送、监督管理等多方面的规则。随着国际形势的持续变化，欧美于 2020 年分别完成了对原 CCP 监管制度的更新。

一、欧盟场外衍生产品市场 CCP 认证制度改革进展

2019 年 12 月 12 日，欧洲议会和理事会正式颁布《欧洲市场基础设施监管条例》修订版（以下简称《EMIR 2.2》），对欧盟认证和监管第三国中央对手方（TC-CCP）的程序、模式和监管职权等进行了重大调整，于 2020 年 1 月 1 日起正式生效。修订内容主要涉及对境外 CCP 的认证和监管，以及 ESMA 的监管职权。

2020 年 7 月 14 日，欧盟委员会基于《EMIR 2.2》框架，发布三份关于 TC-CCP 的细化条例，对《EMIR 2.2》做进一步明确和细化，主要涉及 TC-CCP 的收费要求、系统重要性判定、认定替代合规的基本要素。

（一）关于 TC-CCP 监管制度的更新

欧盟对于处于欧盟境外的 TC-CCP，引入

分层监管模式，非系统重要性的 TC-CCP 为一级 CCP，具有系统重要性或可能变得具有系统重要性的 TC-CCP 为二级 CCP。一级 CCP 主要依赖母国的等效监管。二级 CCP 面临更严格的准入和监管要求。

系统重要性由 ESMA 征求欧洲系统性风险理事会（ESRB）意见以及其与相关各成员国央行达成一致后的意见确定，主要考虑因素包括五方面：一是 CCP 业务的性质、规模和复杂性，及其业务对欧盟或其成员国可能具有的系统性影响。二是 CCP 的倒闭或运行中断对金融市场流动性、金融机构稳健性、金融体系乃至欧盟各国金融整体稳定性的影响。三是 CCP 的清算会员结构，包括其在欧盟建立的清算会员和间接客户网络。四是 CCP 的可替代性。五是 CCP 与其他金融市场基础设施、其他金融机构和金融体系之间相互依存度。

除上述定性标准外，细化条例还明确了四条定量标准，并要求二级 CCP 的判定应至少满足以下一条，具体为：一是由 CCP 清算、以欧盟货币计价的证券或场内衍生产品交易的未平仓头寸，在一年内的峰值超过 1 万亿欧元。二是由 CCP 清算、以欧盟货币计价的场外衍生产品交易的存续期名义本金，在一年内的峰值超过 1 万亿欧元。三是欧盟清算会员在 CCP 账户中的保证金和清算基金总额，在两年内的均值超过 250 亿欧元。四是在极端但合理的市场条件下，由 CCP 至少两家最大清算会员违约产生、

预计由欧盟清算会员承担的付款义务，在一年内的峰值超过 30 亿欧元。

（二）监管手段与方式

在组织架构上，ESMA 组建 TC-CCP 监管专家组，由 ESMA 内设部门 CCP 监督委员会主席担任组长，ESRB 和其他欧盟成员国金融市场基础设施的监管机构等派员参加，旨在促进欧盟监管机构间信息共享，专门负责研讨 TC-CCP 相关议题。

一级 CCP 和二级 CCP 具备不同的监管方式。一级 CCP 的监管手段主要包括：认证制度、审查和评估、挂钩营业额的费用收取、向 TC-CCP 索取资料、罚款及撤销认证等处罚措施。二级 CCP 的监管手段除执行一级 CCP 适用的所有监管手段外，还包括每年一次的更高审查频率，接受 ESMA 认为必要的调查检查，以及更严格的罚款处罚措施。

（三）监管职权

为更好地履行对 CCP 的监管职责，《EMIR 2.2》加强了 ESMA 的权力，具体内容包括：一是在原有受理认证申请、咨询各监管机构、颁发监管认证方面职权以外，赋予 ESMA 调查和监督系统重要性 TC-CCP 的权力，具体包括：持续监督二级 CCP 遵守准入要求；要求 TC-CCP 提供所需信息；对 CCP 参数和模型重大调整进行审批确认；对二级 CCP 进行一般性调查、现场调查、或必要时雇佣独立调查人员对二级 CCP 的违规行为进行调查；对于二级 CCP 的违规行为采取要求终止违规行为、发布行政通告、处以罚款、取消 TC-CCP 资格等监管措施。二是由 ESMA 成立 CCP 监督委员会，处理授权

欧盟内 CCP 和认证境外 TC-CCP 事宜。三是强化了 ESMA 在成员国监管机构以及各监管专家组间的协调角色，不再仅作为监管专家组成员参与决策。

二、美国场外衍生产品市场 CCP 认证制度改革进展

CFTC 于 2020 年 1 月颁布《CFTC 条例》第 39 部衍生产品清算组织（DCO）修订版，于 2020 年 2 月 26 日正式生效，更新 DCO 的监管要求，又先后于 2020 年 9 月和 11 月进一步修订，正式引入替代合规的 DCO 注册模式，以及确定注册豁免认证模式规则。

（一）更为严格的 DCO 监管要求

风险管理方面，一是修订风险管理框架要求，要求 DCO 具有成文的风险管理规则，而不能只是过程稿；明确 DCO 应每年对其风险管理模型进行独立验证；折扣率的评估频率由每季度一次变为每月一次。二是修订金融风险管理方面要求，明确“完全抵押头寸”不会引起相关信用风险和流动性风险；明确用于覆盖清算会员违约给 DCO 带来最大金融风险敞口的金融资源中，不包含保证金；明确阐明在覆盖每日结算义务时，不包含初始保证金的追加金额，但允许使用承诺信用额度或类似授信安排；进一步明确对具有系统重要性的 DCO 的相关要求等。三是加强法律风险管理，规定在美国境外提供清算服务的 DCO 应在申请时向 CFTC 提供法律备忘录，分析申请人所在司法管辖区的破产问题，并在获准注册后持续更新相关法律备忘录，并在出现重大变更时报告 CFTC。四是加强 DCO 公司治理，完善关于首席合规官年度

报告、企业风险主管、董事会纳入市场参与者代表的规定。五是完善 DCO 准入和退出流程，简化注册流程，提高了流程清晰度，并进一步明确对 DCO 注销请求相关的要求。

信息报送及披露方面，一是要求 DCO 每季度报送自身而非母公司财务报表。二是调整每日报送信息。三是新增特定事件和重大变化报告要求。四是制定并向 CFTC 报告恢复与关闭计划。五是尽快在清算会员违约发生后发布公告。六是明确列出 DCO 应在网站上公开披露的信息。

（二）新增替代合规注册模式

替代合规模式允许在美国境外成立的 CCP，在不对美国金融体系构成重大风险的前提下，申请注册为 DCO。CFTC 通过“20+20”原则判定 DCO 是否“对美国金融体系构成重大风险”：首先，该 CCP 要求美国清算会员缴纳的初始保证金数额，占所有获注册和豁免 DCO 要求美国清算会员缴纳初始保证金总额的比例超过 20%；其次，美国清算会员被要求向该 CCP 缴纳的初始保证金，占该 CCP 要求缴纳初始保证金总额的比例超过 20%。同时满足上述两项条件的，则该 CCP 不能申请替代合规模式下注册，而应申请“注册 DCO”；在任一比例接近 20% 时，CFTC 可自由裁决该 CCP 是否对美国市场具有重大风险，此时 CFTC 可能会考虑其他反映该 DCO 对美国金融体系风险的指标。替代合规模式下注册的非美国 DCO，可为美国实体提供自营业务清算，也可通过 FCM 为美国客户提供代理清算。

（三）确定“注册豁免”模式最终规

则

2020 年 11 月 18 日，CFTC 通过 DCO 注册豁免的最终规则（以下简称“最终规则”），为美国境外清算机构申请 DCO 注册豁免的要求、流程等建立了规范化的制度要求。根据最终规则新增条款内容，境外 CCP 的注册豁免需要符合豁免资格要求，遵守 CFTC 提出的注册豁免申请条件，并履行数据报送义务。

关于申请豁免资格，境外 CCP 需满足两方面的要求：一是受到母国监管机构可比的、全面的监管。二是 CFTC 与 CCP 母国监管机构签订的谅解备忘录或类似安排已生效。

关于注册豁免条件，包括：一是 CCP 应制定规则明确仅为美国实体或 FCM 自营账户提供清算。二是 CCP 应对所有交易对手制定经济等价和非歧视性的清算规则。三是 CCP 应同意美国具有管辖权，指定和告知 CFTC 其在美国的代理人。四是 CCP 应遵守所有的豁免条件，并向 CFTC 证明。五是 CCP 需要接受 CFTC 查阅和复制账簿和记录。六是遵守金融市场基础设施原则（PFMI），并在财政年度结束后 60 日内向 CFTC 提供持续遵守 PFMI 的证明。七是需具有良好的监管合规情况，在每个财政年度结束后的 60 天内，其母国监管机构应向 CFTC 递交证明该 CCP 监管合规的书面声明。

数据报送要求方面，包含“一般报告要求”和“互换数据报送要求”两项内容。“一般报告要求”规定，注册豁免 DCO 除了提供 CFTC 认为必要的资料和通知外，还需在 T+1 日的上午 10 点前（美国中部时间）向 CFTC 报送关于每个美国实体的初始保证金要求、初始保证金

存款、变动保证金等数据，以及在财政季度结束的 17 个工作日内报送包括财政季度内美国实体清算总量、未平仓合约头寸均值等数据。此外，注册豁免 DCO 在任何清算会员违约时，均需要报送违约方的负债金额；如果违约方是美国清算会员，还应报送违约方的名称及其头寸。“互换数据报送要求”规定，注册豁免 DCO 应向互换数据库报送因原互换的合约替代而产生的两笔互换的数据，并向原互换报送的互换数据库报送原互换的终止情况。

总体而言，美欧 CCP 监管规则的修订细化，体现了国际场外衍生产品市场监管要求日趋细化、风险管理要求更加审慎的趋势。在监管模式方面，欧美均引入了分层监管的思路，根据 CCP 的系统重要性进行区分，差异化地设置准入要求和持续性合规管理；在跨境监管方面，欧美共性地提出了对具有系统重要性的境外 CCP 应严格监管，反之则尊重母国监管的思路，引导了国际场外衍生产品市场跨境合作的主流模式。

专栏五：有效处置机制与暂缓执行条款

2008 年金融危机后，“大到不能倒”问题成为世界各国监管关注的重点。FSB 于 2011 年出台《金融机构有效处置核心要素》，指导各国监管出台建立有效处置机制（Effective Resolution Regime）。目前，美国、英国、瑞士等监管机构陆续出台暂缓执行条款（Resolution Stay）等规则，保障金融机构发生破产违约事件后，监管处置措施不受协议约定的有关权利¹⁴的影响。境内金融机构为配合境外交易对手落实强制法规要求，近年来也面临着落实境外有效处置机制的问题。

一、有效处置机制基本内容

根据《金融机构有效处置核心要素》的要求，各国制定有效处置机制时至少应包括受监管实体范围、有权机构、处置权利、抵销/净额/担保/客户资产隔离、保护措施、处置融资、跨境法律框架的协调、危机管理工作组、跨境机构协商协议、处置评估、处置计划及信息披露 12 个核心要素，确定受监管实体，明确有权机构的职责和权利范围，明晰有效处置的基本原则及处理流程等。

（一）有效处置机制的受监管实体

有效处置机制受监管主体主要为全球系统重要性金融机构，但根据《金融机构有效处置

核心要素》的指导意见，各国监管机构有权将受监管主体的范围扩展至该机构的境外分支机构、集团总部，甚至是对业务产生重要影响的其他集团外实体。

由于各国落实有效处置机制时均对受监管实体的范围进行了不同程度的扩大，我国金融机构在与境外交易对手及其关联机构开展业务合作时，需知晓交易对手所面临的有效处置机制监管规则，并配合交易对手修订相关金融市场业务协议，保障交易合规性。

（二）有权机构可采取的措施

为保护金融系统的稳定性，实现金融服务的可持续性，避免非必要的金融系统干预及破坏，《金融机构有效处置核心要素》对有权机构可采取的风险处置措施进行了框架性的规定，各国监管机构依此结合本国情况予以完善和落实。

根据《金融机构有效处置核心要素》的具体措施要求，有权机构应尽力在金融机构资不抵债前介入，采取相对灵活的资产处置及保护举措，最大程度的实现债权人利益，例如可替换、指定金融机构的管理人员、建立临时处置机构或独立的资产管理部门、出售转让有关财产或权利义务等。

二、暂缓执行条款内涵及影响

有效处置机制的核心在于制定具有可执行性的风险处置措施，以实现所有债权人利益最大化，需要在适度的时间范围内不受其他因素干扰，为监管机构争取宝贵的时间空档，以有序行使金融机构风险处置权力，降低系统性风险。因此暂缓执行条款是该机制运转的关键。

考虑到《ISDA 主协议》、《GMRA 主协议》等国际主流金融市场业务协议均允许守约方在交易对手发生破产违约事件时立即终止协议。各国制定的有效处置机制时均参照《金融机构有效处置核心要素》的指导意见制定了暂缓执行条款，其具体要点包括：一是有权机构拥有暂缓执行条款的权利，可暂停协议约定的提前终止的权利；二是禁止守约方在交易对手破产违约事件发生后的 2 个工作日内行使终止协议的权利、抵销权、担保品优先受偿权、交易头寸的移仓等有关权利

上述权利被暂缓的 48 小时内，所有存量交易因无法被提前终止，将承受市场波动风险。但监管介入可保证机构有序破产，避免系统性风险，一定程度上有益于风险防控。此外，根据 FSB 的指导思想，有权机构采取风险处置措施的目标并非是在金融机构破产程序之外另行设置一个长期、复杂程序，其首要目标是要能够迅速指定适格实体，以最大可能地保护存量交易、减少对金融市场各交易对手的冲击。因此，协议执行暂缓期结束后受监管实体与其交易对手之间的各项权利义务将由上述适格实体承担。

三、暂缓执行条款的落实

风险处置过程中，各国立法的暂缓执行条款需要通过修订金融市场业务协议的方式落实，市场实践中采取的具体形式不尽相同。

一是签署标准议定书及各国模板。ISDA 于 2015 年发布《暂缓执行标准议定书》，明确在协议中纳入暂缓执行的基本框架。同时，各国制定符合本国监管要求的国别特别条款（Jurisdictional Module）。签署机构需要同时签署标准议定书和相应的国别特别条款以纳入暂缓执行。目前，英国、德国、日本等 G20 集团多数成员均采取此种方式落实暂缓执行。

二是签署可直接执行的议定书。ISDA 根据美国有效处置机制发布《ISDA 2018 美国暂缓执行议定书》，以相对简单的方法一揽子达成合规要求，议定书采用多边方式签署生效。

三是以立法形式直接纳入协议。瑞士对于暂缓执行的法律规定可直接适用于以本国法为准据法的协议。对于协议双方约定的管辖法律及争议解决方式不是本国法及本国法院的情形，需对已签署协议进行修改。

综上，有效处置机制作为 FSB 推进的一系列全球金融改革措施中的重要部分，多个国家正在有序推行监管规则落地。我国金融机构为配合境外交易对手，需以配合方的身份对交易对手提出的协议修改要求予以协助和善意履行。随着我国金融市场基础设施建设的不断完善，建议市场参与者持续密切关注相关监管规则的发展变化，提前做好应对准备。

¹⁴ 包括任何终止协议的权利、抵销权、担保品优先受偿权等

专栏六：国际基准利率转换背景、境内影响与进展

作为全球最重要的基准利率，LIBOR 将于 2021 年底后逐步退出市场，将影响全球数百万亿美元的金融合约，对于各机构合约估值、内部定价、合约转换、风险管理等多方面带来较大的挑战。

一、LIBOR 转换背景

LIBOR 代表伦敦银行间无担保资金拆借的利率水平，由选定银行向 LIBOR 管理机构 - 纽约泛欧交易所集团基准管理部门 (IBA) 提供不同币种的资金成本报价。IBA 对所有报价进行排名，剔除 25% 最高和最低报价，剩余数据取均值得出 LIBOR。它是全球最主要定价基准利率，反映市场流动性与风险状况的重要指标，部分央行货币政策制定重要参考。

但 LIBOR 形成机制存在一定固有缺陷：一是缺乏标准化报价形成方法与信息来源，虽然具有一定的灵活性，但也为操纵报价留下了空间；二是报价行存在主观臆断成分，LIBOR 涵盖币种与期限较多，某些报价难以参考真实交易情况，需要通过主观推断。

2012 年曝光了多家报价行利用上述漏洞通过操作 LIBOR 攫取不当利润，损害了 LIBOR 的公信力与市场地位。事件发生后，相关监管机构开始寻求改革。2017 年 7 月，英国金融行为监管局 (FCA) 表示从 2021 年年底起不再强制要求 LIBOR 报价行开展报价。随后，美国、

欧元区、日本、瑞士等也研究退出 LIBOR 并培育替代基准利率¹⁵。

二、LIBOR 转换的境内影响

LIBOR 基准利率转换涉及多个市场多种业务，对于金融机构现有的资金定价、合约估值、内部管理等多方面影响较大，同时增加了实体企业合约转换及风险管理成本。

(一) 对境内金融机构的影响

1. 影响外币资金内部定价

以 LIBOR 为基准计量外币资金成本的金融机构需调整定价机制。部分金融机构内部如美元、欧元等外币债券、存贷款等业务的内部资金成本定价挂钩 LIBOR。LIBOR 基准利率转换后，相应内部资金成本计量的基准、逻辑及资金成本均可能发生变化。内部定价如何调整以避免资金价格大幅波动，同时达到对各业务及分支机构资金合理调配是各金融机构的重要课题。

2. 影响外币衍生产品估值

由于转换标准不同、期限结构差异、利差调整等原因，LIBOR 转换对金融衍生合约估值定价存在多方面影响。一是面临不同的转换标准。随着市场分割化趋势明显，各国都在寻找无风险利率 (RFR) 作为替代基准利率，LIBOR 转换面临不同的标准。二是需构建 RFR 利率期限结构。不同于使用 LIBOR 时在计息期重置日

即可获知该期浮动利息，RFR 是由市场交易得到的隔夜利率，无法直接用作 3 个月、6 个月等期限的重置利率，需要交易者按照逐日复利的方法构建利率期限结构。三是需进行利差调整。LIBOR 等于 RFR 加风险溢价，在市场未就期限构建方法、利差转换标准等达成一致前，基准利率转换将对金融机构现有外币衍生产品合约估值及定价等方面形成挑战。

3. 对金融机构内部管理提出更高要求

LIBOR 转换对于金融机构内部管理的影响包含文本制度、风险管理、系统优化、财会优化等。针对 LIBOR 转换对内部流程的影响，各机构需修订相关业务制度规范，确保制度文本匹配业务实际，同时需校准估值模型及估值曲线，以准确计量风险敞口。优化系统以支持挂钩新基准利率产品的交易达成、定价、估值、清算及报表统计等功能。另外，新基准转换涉及的套期保值及资产会计分类上的变化也需进一步评估并明确。

(二) 对实体经济的影响

1. 增加实体企业合约转换成本

部分实体企业尤其是中小企业对金融工具研究较少，LIBOR 转换增加了其合约转换的成本。目前各金融机构与企业客户签署的协议文本几乎没有针对 LIBOR 停用场景规定替代利率适用路径。存量业务 LIBOR 转换涉及较为复杂的合约修订，包括后备利率、溢价调整、转换时点等，增加了企业的沟通学习成本。此外，实体企业也需根据业务情况，调整优化内部制度及系统以适用新的业务规则，变相增加了企业办理贷款套保等相关业务的成本。

2. 提高实体企业风险管理难度

LIBOR 转换涉及诸多细节条款，提高实体企业整体的风险管理难度。对于存量业务而言，如匹配贷款或债券等办理的利率衍生产品业务，企业首先需确定负债端的转换标的、转换时点等，后再进行对应的套保条款变更，期间可能出现转换时间以及转换标的不统一等问题。对于新增业务，企业需重新评估转换后的利率与其业务匹配程度，如企业现金流与新基准利率期限频率等不一致的情况。

三、境内市场基准利率转换工作进展

目前主要发达经济体已基本完成替代利率基准遴选，正推动新基准利率的应用及新旧基准利率的转换，境内监管机构、自律组织及市场机构正积极参与 LIBOR 转换，探索转换方案。一是监管机构方面，根据人民银行《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书，人民银行已指导市场利率定价自律机制成立了专门工作组，制定境内基准转换的路线图和时间表，指导新基准利率设计运用、推进新签合同基准利率转换、探索存量合约基准转换方案等。二是自律组织方面，在人民银行的指导下，交易商协会联合 ISDA，组织市场成员和法律专家起草了《NAFMII 主协议》IBOR 后备机制标准文本，帮助市场参与者做好 LIBOR 退出市场后的基准利率转换工作。三是金融机构及实体企业方面，各金融机构实体企业正积极参与基准利率转换工作，并根据自身业务情况，主动研究转换方案、密切关注风险敞口、并探索系统改造相关工作。

¹⁵ 美国、英国、瑞士等分别推出无风险基准利率 SOFR (Secured Overnight Financing rate)、SONIA (Sterling Over Night Index Average)、SARON (Swiss Average Overnight Rate) 等。

第三部分

中国场外金融衍生产品市场展望

场外金融衍生产品市场是金融市场的重要组成部分之一。随着近年来我国金融市场市场化改革和对外开放的深入，推动场外金融衍生产品市场健康有序的发展有助于维护金融系统稳定和促进实体经济发展。展望 2021 年，预计市场在顶层设计、机制优化、产品创新、国际市场接轨和碳衍生产品发展等方面开展探索和取得一定进展。

一是我国场外金融衍生产品制度体系的顶层设计有望通过衍生产品立法进一步完善。从当前我国衍生产品市场发展来看，需要通过立法将衍生产品发展与宏观调控紧密联系，重点对国际衍生产品市场监管经验和国内行之有效的实践进行总结确认，明确重要的监管理念。随着《期货和衍生产品法》立法进程的持续推进，支持衍生产品市场发展的民商事法律安排有望得以确立下来，例如单一协议、终止净额结算、中央对手方清算的法律地位等，从而发挥对市场发展的保障和促进作用。

二是履约保障安排等重要市场机制有望进一步与国际实践接轨。金融危机后，主要金融

国际及地区的监管当局逐步明确了双边清算模式下场外衍生产品履约保证金的具体要求及推进时间表。目前，我国金融机构在场外衍生产品交易下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，有必要适时研究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。对于信用衍生产品而言，信用事件确定和拍卖结算机制是统一信用事件认定和组织结算定价的有效机制安排，在当前我国信用违约事件常态化发展的背景下，可借鉴国际经验，结合我国市场发展实际确定信用事件具体运作机制和拍卖结算机制，为信用事件提供公共判定服务，减少交易双边认定下的分歧摩擦。

三是信用违约互换指数等细分产品类型将进一步丰富。随着场外金融衍生产品市场向纵深发展，在现有利率、汇率、信用、黄金衍生产品等基础产品序列下，市场逐步产生了对细分产品的创新需求。以 CDS 指数为例，其作为参考一篮子信用实体的信用衍生产品，是国际市场主流 CDS 交易品种，可用于市场成员对冲

参考实体信用风险、管理信用利差波动风险、开发交易套利策略等场景。随着国内首只 CDS 指数编制发布，可进一步规范 CDS 指数编制行为，鼓励市场探索编制指数产品，推动指数交易与应用落地，激发潜在的信用保护卖方、聚合流动性以及提高风险对冲效率，促进我国信用衍生产品市场规范有序发展。

四是衍生产品市场基准利率转换工作将平稳有序推进。随着 LIBOR 退出市场时间的日益临近，境内外金融市场关于基准利率转换工作均有序开展。在协议文本准备方面，交易商协会会同有关各方起草 IBOR 后备机制标准文本，立足我国衍生产品市场实际，借鉴近年来国际基准利率改革中的最佳实践，进一步明确 LIBOR 利率的后备利率及其触发事件、生效时点等要点，有望帮助市场成员积极稳妥推进衍生产品市场基准利率转换工作。

五是场外碳衍生产品市场有望在“双碳”目标下逐步探索和发展。碳排放权市场交易机制包括碳配额的拍卖机制、二级碳现货和金融衍生产品交易。从全球最大的碳交易市场欧盟的发展经验看，碳衍生产品市场交易规模是现货交易的十倍至三十倍，呈现出以场内期货为主、场外市场并行发展的格局，对提升流动性，促进价格发现，满足风险管理需求发挥了重要作用，而其中金融机构市场扮演着活跃市场的主要角色。2021 年，全国碳配额现货市场将进入实质性运作，参考国际经验和我国市场发展特点，依托金融机构定价和风险控制能力，有望在银行间市场探索试点场外碳衍生产品交易。

专栏七：推动我国场外金融衍生产品市场高质量发展有关建议

我国各类场外金融衍生产品业务发展已初具规模，在利率、汇率、信用等多个品类均已建立监管与业务框架。随着利率期权的推出，利率衍生产品已形成较为完整的产品序列，为利率市场化改革和市场成员市场风险管理提供支持。在人民币国际化和市场对外开放的背景下，汇率衍生产品平稳发展，交易机制不断丰富。信用衍生产品交易规模稳步增长，在支持债券发行方面持续发力，挂钩标的类型不断丰富。但总体而言，我国场外衍生产品市场仍存在较大发展空间，与现货市场联动性有待加强，需要进一步优化和完善场外衍生产品市场的机制建设，发挥衍生产品风险对冲、价格发现等功能。

一、进一步丰富场外衍生产品的交易品种

一是进一步丰富利率衍生产品挂钩利率品种，拓展集中清算覆盖品种并完善标债远期结算机制。目前，利率互换主要集中在挂钩 FR007、SHIBOR_3M 和 LPR1Y 的品种上，其他品种成交活跃度较低，建议推出更多满足金融机构和企业需求的利率互换和利率期权品种，并适时推出更多集中清算品种，释放交易双方授信占用，支持市场成员拓展业务。同时，适时推出标准债券远期实物交割制度，方便参与者灵活配置资产，对冲投资风险和丰富投资策略，进一步提高参与者的交易积极性。二是持续拓展汇率衍生产品集中清算覆盖范围。探索将部分小币种、外币对询价、货币掉期、美元利率互换纳入集中清算。三是进一步完善信用衍生产品交易机制和丰富应用场景。现有信用

衍生产品主要业务模式为支持企业债券融资，交易品种以 CRMW 为主，且多数机构以持有到期为主，建议持续完善信用衍生产品交易配套机制，推动资本缓释功能落地，进一步扩大衍生产品挂钩品种范围，丰富 CDS 指数类型，提高二级市场的流动性。四是探索发展场外碳金融衍生产品市场。建议鼓励开展碳场外衍生产品探索和市场设计，健全碳交易市场体系，充分发挥碳衍生产品的风险对冲和价格发现的作用。

二、持续加强参与者队伍建设

一是进一步完善市场分层结构。在风险可控的前提下，加强投资者适当性管理，既满足套期保值需求，也允许一定程度的套利交易，避免形成单一交易方向，丰富市场参与者类型，提升市场流动性，推动市场向纵深发展。二是优化场外衍生产品业务的监管准入政策。不同类型的机构开展场外衍生产品业务的参与度有所区别，目前银行和证券公司是主要的参与者，保险、公募和私募基金等具有差异化期限和风险偏好的主体类型参与度不足，市场参与者结构不尽合理，建议简化准入流程，允许更多具备风险管理能力的机构入市开展业务。建立以净风险头寸为主的监管指标要求，避免因交易需求占用额外的监管资本，便利衍生产品做市业务的开展。

三、完善市场运行机制建设

一是促进衍生产品与现货市场联动发展。高效的现券市场与衍生产品市场对冲机制是实现风险定价的根基。当前衍生产品交易主要被

定位于套期保值，制约着市场参与者进行跨市场风险对冲和套利，建议积极推动标准债券远期、债券借贷、买断式回购等业务发展，畅通跨市场风险对冲和套利机制，加强场外金融衍生产品市场与现货市场有机联动，为市场参与者利用场外金融衍生产品进行风险对冲提供良好市场环境。二是推进场外金融衍生产品估值体系建设。加强对数据的积累和收集以及估值模型的开发运用，推动第三方估值机构在现券估值业务基础上进一步丰富衍生产品估值服务。三是深化集中清算机制应用。目前，仅人民币利率互换产品具备强制集中清算要求，覆盖细分品种相对有限，建议进一步拓展集中清算覆盖品种范围，逐步探索将标准化程度高、发展成熟、流动性好的场外衍生产品纳入集中清算。四是加强基础设施互联互通。进一步完善托管清算等基础设施的互联互通机制，实现投资人资产的跨托管机构转托管和风险计量等。五是进一步完善金融衍生产品的套保会计政策及税收政策，推动场外金融衍生产品业务的深入发展。

四、加快场外金融衍生产品市场对外开放

随着“债券通”等多项对外开放措施不断深入，境外机构在银行间债券市场的参与度和影响力日益增强。建议推动境外投资者积极参与衍生产品交易，便利境外投资者进行风险对冲。一是丰富境外机构开展场外衍生产品的业

务渠道。支持境外机构通过结算代理、直连系统或第三方平台等多渠道参与银行间场外衍生产品市场，提高交易可得性和便利性。二是适当放开“套期保值”的约束，允许境外机构根据自身需求合理开展交易，相关基础设施机构可做好监测工作。三是促进制度建设向国际标准接轨，持续推进和完善交易平台、中央对手方、交易报告库等基础设施建设，加强非集中清算交易管理，逐步改善非集中清算交易仅基于授信进行风险管理的现状，满足境外机构有关合规要求。四是丰富和完善跨境资金监管及风险防控手段，做好事前、事中、事后的风险预警和管控，避免将套保资金用于投机套利，维护金融市场平稳运行。

五、推动衍生产品市场法律和监管制度建设

一是推动衍生产品市场法律制度和机制建设。持续推动衍生产品相关立法工作，逐步解决如单一协议、终止净额结算等合同安排的立法确认问题，明确合格信用衍生工具缓释资本的具体操作要求，允许采用权重法的银行使用信用衍生产品缓释资本。二是构建衍生产品市场监管体系。加强衍生产品市场宏观审慎监管，完善市场准入标准，通过信息报备、投资者适当性、资本金要求、内部风险控制要求等市场化、法治化手段控制系统性风险，保持政策的连续性，推进监管科技建设，加强国际监管合作，加强监管机构跨市场信息共享。