

# 中国场外金融衍生品市场发展报告

## （2021年度）

中国银行间市场交易商协会  
中国外汇交易中心  
银行间市场清算所股份有限公司  
2022年10月

# 序

2021年，中国场外金融衍生品市场平稳发展，各类场外衍生品交易持续活跃，不断满足金融机构和实体企业风险管理需求，持续在支持货币政策调控、维护金融稳定、服务实体经济等方面发挥重要作用。

在人民银行、外汇局的指导下，交易商协会、外汇交易中心和上海清算所持续推动场外金融衍生品创新和机制优化，完善衍生品主协议文本序列，夯实配套基础设施建设，加强市场参与者培育，不断推动市场健康规范发展，为支持经济社会高质量发展提供了强劲动力。

《中国场外金融衍生品市场发展报告（2021年度）》聚焦介绍场外金融衍生品市场建设、运行情况 and 主要立法及监管政策动向，持续跟踪国际场外金融衍生品市场运行及监管改革最新进展，并邀请市场机构围绕标债远期实物交割、CDS指数发展、终止净额结算、大宗商品衍生品中央清算业务、宏观对冲基金交易策略、国际基准利率变革、转让式履约保障的法律性质以及欧盟碳衍生品交易等境内外衍生品关注领域进行了专栏介绍。此外，增加本年度场外金融衍生品相关监管政策汇总和大事记作为附录供读者参阅。

由于时间和能力所限，报告中难免存在差错和不完善之处，欢迎广大读者批评指正。

《中国场外金融衍生品市场发展报告（2021年度）》编写组

2022年10月

# 本书编委会

**主 编：**曹媛媛 崔 崑 王维强

**编委会委员（按姓氏笔画排序）：**

王庆玉 王焕舟 王勤淮 王 群 朱 红 乔宏军 刘 彦 许静怡  
邹迎光 张 红 张 昕 陈振宏 罗云舟 庞 玫 郑乃全 赵弘宇  
胡 炜 柴 非 贾 蔚 翁露茜 储国强 薛宏立 戴志英

**编写分工及成员：**

正文第一章执笔人为张毓。

正文第二章，“场外利率衍生品市场”和“人民币场外汇率衍生品市场”部分的执笔人为陆晨希、邵明、柴天仪、朱迪恺、汪希阳、李鑫杰；“信用风险缓释工具市场”和“中国场外金融衍生品市场主要法律及监管政策动态”部分的执笔人为潘佳琪、汪希阳、李鑫杰。

正文第三章，“国际场外金融衍生品市场发展概况”部分的执笔人为朱小川、闫丽琼、臧嘉雯；“国际场外金融衍生品市场监管的最新动态与趋势”部分的执笔人为李亦丹、谭舒予。

正文第四章执笔人为张毓。

附录部分，附录一执笔人为朱莉、李晓斯、李亦丹、谭舒予和张红；附录二由交易商协会牵头整理。

专栏部分，专栏一执笔人为汪希阳、邵明、朱迪恺；专栏二执笔人为闫丽琼、

臧嘉雯、颜欢、董悠盈、王家庆；专栏三执笔人为郭远、葛琳、王冬、李扬舟、房正阳、彭建恩；专栏四执笔人为陈光、时雨、崔崮东、顾淑霏、李爱萍；专栏五执笔人为陈宇翔；专栏六执笔人为李季、李川、刘嘉、刘亮、许启琪、谢鹏飞；专栏七执笔人为陈天翔、林艺、陈小伟、谷艳玲、李昌芬；专栏八执笔人为李季、李川、张放、朱莉、李晓斯；专栏九执笔人为张毓。

### 统稿成员：

董 静 张 毓 潘佳琪 吴冠华 杭 鑫



## 第一章 境内外场外金融衍生品市场发展概述

境内外场外金融衍生品市场发展概述 .....	7
------------------------	---

## 第二章 中国场外金融衍生品市场发展情况

一、中国场外金融衍生品市场建设及运行情况 .....	9
(一) 场外利率衍生品市场 .....	9
专栏一：标准债券远期实物交割业务 .....	13
(二) 人民币场外汇率衍生品市场 .....	15
(三) 信用风险缓释工具市场 .....	17
专栏二：银行间市场 CDS 指数发展现状及展望 .....	21
二、中国场外金融衍生品市场主要法律及监管政策动态 .....	25
(一) 《期货和衍生品法》公开征求意见 .....	25
(二) 起草《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见》 .....	25
(三) 明确衍生工具交易对手违约风险资产计量规则 .....	25
(四) 进一步加强中央企业金融衍生业务管理 .....	26
(五) 修订银行间外汇市场做市商指引 .....	26
(六) 支持市场主体外汇风险管理 .....	26
专栏三：《关于衍生工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知》对终止净额结算机制的积极影响 .....	27
专栏四：场外衍生品在企业避险中的应用 .....	30
专栏五：中国场外大宗商品衍生品中央对手清算业务简介 .....	33

## 第三章 国际场外金融衍生品市场发展情况

一、国际场外金融衍生品市场发展概况 .....	36
(一) 名义本金规模平稳增长，总市值有所下降 .....	36
(二) 规模结构保持稳定，市值结构小幅调整 .....	38

(三) 市场参与者结构变化不大, 集中清算比例保持稳定 .....	46
专栏六: 宏观对冲基金外汇衍生品交易策略简介 .....	50
二、国际场外金融衍生品市场监管的最新动态与趋势 .....	54
(一) 场外衍生品市场改革进展 .....	54
(二) 国际组织和主要国家监管动态 .....	55
专栏七: LIBOR 退场: 国际基准利率的改革及借鉴 .....	58
专栏八: 转让式履约保障机制的法律认定探析及国际实践的启示 .....	62

#### 第四章 中国场外金融衍生品市场发展展望

中国场外金融衍生品市场发展展望 .....	67
专栏九: 欧盟碳金融衍生品市场发展概况 .....	69
附录一: 2021 年中国场外金融衍生品市场相关立法及规章制度 .....	74
附录二: 2021 年中国场外金融衍生品市场大事记 .....	79

## 第一章

## 境内外场外金融衍生品市场发展概述

2021年，面对百年变局、世纪疫情和纷繁复杂的国内国际形势，我国投资消费稳步恢复，进出口增长较快，国际收支保持平衡，高质量发展取得新成效。稳健的货币政策坚持灵活适度，保持流动性合理充裕，综合融资成本稳中有降，同时利率市场化改革深化，人民币汇率市场化形成机制不断完善。

在此背景下，中国场外金融衍生品市场稳健发展，利率、汇率、信用、商品等衍生品市场规模均保持增长，市场结构保持稳定，产品序列不断丰富，管理运行机制更加完善，交易服务水平持续提升。2021年，银行间市场利率衍生品交易21.4万亿元，同比增长6.3%；银行间市场人民币汇率衍生品交易22.6万亿美元（以人民币计价146.04万亿元），同比增长28.3%；银行间市场信用风险缓释工具交易366.7亿元，同比增长99.9%。

2021年，衍生品立法取得重大进展，全国人大常委会就《期货和衍生品法（草案）》两次向全社会征求意见，纳入了单一协议、终止净额结算、交易报告、集中清算等衍生品市场

基础机制重要条款。同时，银保监会发布《关于衍生工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知》，对终止净额结算持支持态度。此外，人民银行会同银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》，强化机构内控管理要求、加强投资者保护，以期促进衍生品业务规范健康发展。

与2020年相比，2021年全球宏观经济不确定性有所降低，经济在疫情反复冲击下艰难复苏，全球通胀高企，主要央行货币政策转向，新兴经济体加息潮蔓延。在此背景下，全球场外衍生品未到期名义本金合约规模为598.4万亿美元，同比增长2.8%，总市值规模12.4万亿美元，同比下降21.2%，逐步降回疫情爆发前水平，大类衍生品规模占比基本稳定，其中利率和汇率衍生品占比分别为79.4%和17.4%。

2021年，国际金融组织和主要经济体监管机构不断推动场外衍生品市场改革和规范，扩大交易报告库等监管改革要求覆盖范围，推动数据标准化，加强中央对手方（CCP）监管合作，



优化集中清算模式，进一步明确非集中清算衍生品保证金实施时间和要求，配合基准利率改革推出衍生品交易的后备机制等。

展望未来，在世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定，

我国场外金融衍生品市场发展将坚持稳中求进工作总基调，进一步推动夯实法律基础，推动高水平对外开放，持续拓展产品序列和应用场景，完善配套市场机制建设，更好发挥对实体经济的支持作用，助力新发展格局的构建。

## 第二章

## 中国场外金融衍生品市场发展情况

## 一、中国场外金融衍生品市场建设及运行情况

## (一) 场外利率衍生品市场

## 1、市场建设情况

一是丰富利率期权标的基准利率。2021年3月19日，外汇交易中心新增以FDR001、FDR007等基准利率为参考利率的利率期权产品，包括利率互换期权和利率上下限期权，进一步丰富利率衍生品序列，拓展基准利率运用，为市场机构提供多元化利率风险管理工具，同时进一步完善了利率期权的行权交割、定价估值、风险管理等配套服务。

二是推出标准债券远期实物交割机制。2021年11月24日，外汇交易中心、上海清算所联合推出标准债券远期实物交割机制，增强现货和远期市场联动，提升标准债券远期市场的套期保值效率和有效性。首批实物交割合约品种为2年期国开绿债标准债券远期实物交割合约、2年期农发债标准债券远期实物交割合约和7年期农发债标准债券远期实物交割合约。其中，国开绿债标准债券远期实物交割合约，

是国内首个绿债实物交割衍生品合约。

三是拓展利率互换集中清算品种。2021年11月8日，上海清算所将期限在3年及以内的LPR1Y利率互换交易纳入集中清算，同时支持存量交易清算方式从双边清算变更为集中清算。利率互换交易品种的拓展将进一步活跃LPR相关资产交易，进而发挥衍生品价格发现作用，提高货币政策传导效率，更好促进LPR在市场资源配置中的引导作用，同时有助于提高利率衍生品市场透明度，加强衍生品交易风险监控，有效降低参与者成本，提高保证金使用效率。

四是探索碳中和债券指数互换。2021年7月26日，国泰君安证券与中金公司完成银行间市场首笔挂钩“CFETS碳中和指数”的互换交易，其中交易一方支付固定利率，对手方支付CFETS碳中和指数在合约存续期内的总价值变化。“碳中和债券指数互换”可成为市场成员管理碳中和债券风险的工具，助力机构参与碳中和金融工具交易，优化碳中和债券二级市场定价。

五是优化新一代本币交易平台衍生品交易

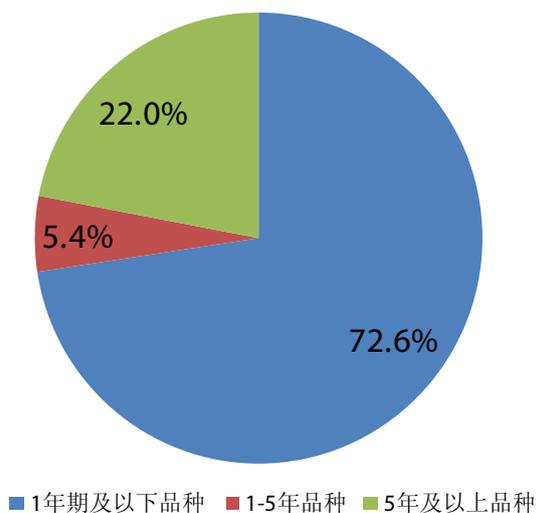
服务。2021 年，外汇交易中心持续优化衍生品交易服务，实现新一代本币交易平台衍生品交易服务全覆盖，增加自定义展示、内嵌价格计算等功能；优化了利率互换逐笔行情，并上线利率期权市场参考利率功能，上线平安银行、国泰君安旗舰店，提供“跨品种利差报价”服务，加强现货及衍生品的联动。

## 2、市场运行情况

一是利率互换带动利率衍生品交易稳步增长，参与者队伍进一步扩展。2021 年，利率衍生品市场成交 25.7 万笔，名义本金总额 21.4 万亿元，金额同比增长 6.3%，其中主导品种利率互换共成交 25.2 万笔，名义本金总额 21.1 万亿元，金额同比增长 8.0%；债券远期（含标准债券远期）共成交 4405 笔，名义本金总额 2614.9 亿元；利率期权共成交 390 笔，名义本金总额 756.2 亿元。参与者队伍进一步扩展，截至

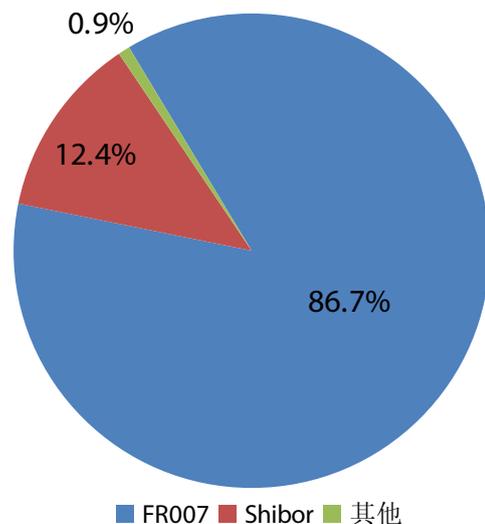
2021 年末，上海清算所利率互换和标准债券远期的集中清算业务参与者分别为 389 家和 83 家，其中利率互换集中清算业务新增参与者 95 家。股份制商业银行、证券公司和外资银行表现活跃，在利率互换中交易占比 76.8%。

二是利率互换交易期限进一步集中于 1 年及 1 年以下，参考利率以 FR007 为主。从期限结构看，1 年及 1 年以下品种成交占比 72.6%，较去年上升 8.8 个百分点；1-5 年品种成交占比 5.4%，较去年下降 2.2 个百分点；5 年及以上品种成交占比 22.0%，较去年下降 6.6 个百分点。从参考利率看，以 FR007 为浮动端参考利率的交易占比 86.8%，较去年上升 4.0 个百分点；以 Shibor 为浮动端参考利率的交易占比 12.4%，较去年下降 2.5 个百分点；以 LPR 为标的的利率互换全年成交 919 笔，名义本金 1098.3 亿元。



▲ 图 2-1：利率互换期限结构成交量占比

数据来源：外汇交易中心

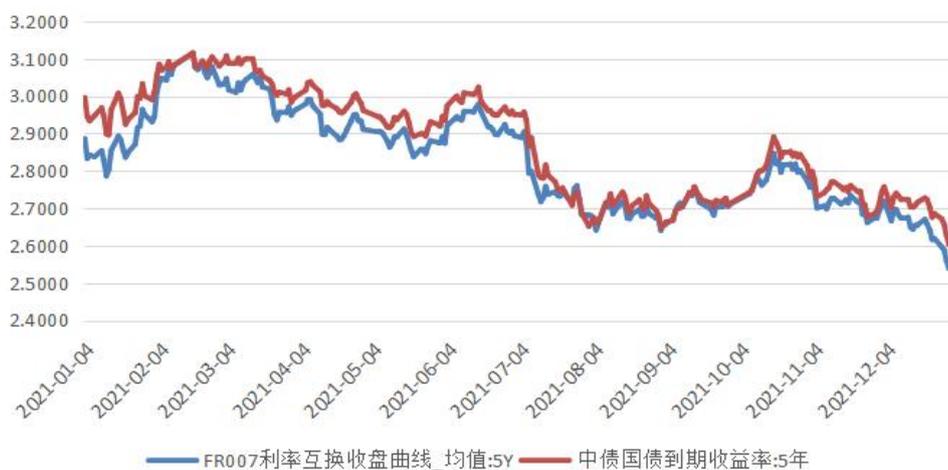


▲ 图 2-2：利率互换各参考利率成交量占比

数据来源：外汇交易中心

三是利率互换利率年初冲高后震荡下行，风险对冲效果增强。2021年初货币市场资金面偏紧，1年期FR007互换利率升至全年最高值2.7%，较2020年年末上升21个BP；1年期Shibor3M升至3.2%，较上年末上升22个BP。随着流动性压力逐步缓解，特别是7月初人民银行全面降准，期间虽受到PPI的扰动影响，互换利率仍保持震荡下行态势。2021年末，1年、

5年期FR007互换利率收于2.2%和2.6%，较上年末分别下行30个和33个BP，1年、5年期Shibor3M互换利率收于2.5%和3.0%，较上年末分别下行46个和47个BP。总体来看，互换利率与现券利率表现出同步走势，基差走势相对平稳，以5年期国债与5年期FR007互换利率间的基差为例，2021年最大基差为12BP，为近三年最低，显示出较好对冲效果。



▲ 图 2-3: 2021 年 5 年期利率互换利率与国债到期收益率走势

数据来源：外汇交易中心

四是标准债券远期成交量下降，日均持仓量增长。2021年，标准债券远期成交4404笔，交易金额2614.8亿元，同比下降42.3%，其中国开债现金交割合约主要交易品种中，3年期、5年期和10年期国开债合约品种分别成交610.6亿元、626亿元和270.6亿元；农发债现金交割合约主要交易品种中，5年期和10年期农发债合约品种分别成交785.9亿元和287.7亿元。2021年，标准债券远期市场日均持仓52.5亿元，其中国开债标的合约日均持仓39.4亿元，农发债标的合约日均持仓13.1亿元，较2020年均均有大幅增长。

五是利率衍生品集中清算占比高，规模稳

步提升。2021年利率互换集中清算25.1万笔，清算金额20.8万亿元，同比增加9.6%，占利率互换交易总额的比重为98.6%，按参考利率分类，FR007标的交易清算22.5万笔，清算金额18.2万亿元；SHIBOR\_3M标的交易清算2.5万笔，清算金额2.5万亿元；SHIBOR\_O/N标的交易清算300笔，清算金额514亿元；LPR1Y标的交易清算164笔，清算金额132.8亿元。2021年标准债券远期集中清算4404笔，清算金额2614.8亿元；其中现金交割合约4279笔，清算金额2580.8亿元，实物交割合约125笔，清算金额34亿元。



▲ 图 2-4: 2021 年各月利率互换集中清算业务运行情况

数据来源: 上海清算所



▲ 图 2-5: 2021 年标准债券远期清算量及净持仓情况

数据来源: 上海清算所

## 专栏一：标准债券远期实物交割业务

标准债券远期是在银行间市场交易的，标的债券、交割日等产品要素标准化的债券远期合约。2021年11月24日，外汇交易中心与上海清算所联合推出标准债券远期实物交割机制，首批实物交割合约品种包括2年期国开绿债标准债券远期实物交割合约、2年期农发债标准债券远期实物交割合约和7年期农发债标准债券远期实物交割合约。标准债券远期实物交割机制是银行间利率衍生品市场不断优化产品体系的又一创新举措。

标准债券远期实物交割，是标准债券远期合约进入交割月份后，持有合约头寸的市场机构根据外汇交易中心和上海清算所发布的规则和流程转移合约标的物所有权，了结未平仓合约的方式。作为标准债券远期品种的交易平台，外汇交易中心提供匿名点击的交易服务和交割月的交割申报服务；作为标准债券远期中央对手方和标的债券登记托管机构，上海清算所以集中清算系统和债券托管系统为载体，提供交割配对、交割确认、券款对付（DVP）、交割失败处理等全周期一站式交割结算服务。

标准债券远期实物交割采用滚动交割机制，分为滚动交割阶段和集中交割阶段。滚动交割阶段为自合约进入交割月份后第一个工作日至合约最后交易日前一工作日。最后交易日交易

闭市后，全市场未平仓头寸进入最后一轮集中交割阶段。每轮交割分为申报日和交割日两日完成：申报日，付款方和付券方可在规定的申报时间内通过外汇交易中心本币交易平台提交申报意向；申报日日终，上海清算所按照最少配对数原则进行交割配对，生成交割配对信息；交割日，机构根据上海清算所的交割指令，完成DVP形式的资金划付与债券交收。

标准债券远期实物交割机制的推出对债券现货和远期市场发展都具有积极作用：一是有利于提升参与者套保套利效率，助力搭建多样化的交易策略。例如在交割月，做市商可使用实物交割合约对冲其政策性金融债做市交易头寸，提高做市头寸风险管理的有效性，承销商也可使用实物交割合约对其承销的政策性金融债进行对冲，锁定债券上市前风险。二是有利于完善现货和远期市场价格收敛机制，促使远期市场充分发挥价格晴雨表的作用。实物交割机制下，当IRR与预期资金成本出现显著差异时，期现套利策略需求增加，从而使得合约价格与最廉券价格趋于收敛。三是有利于提高标准债券远期交易活跃度和现券流动性，增强远期交易的价格发现能力。

以ADBC2\_2203P合约为例，合约包括3只可交割券，分别为“21农发清发101”“21农



发清发 02” “21 农发清发 03”，其中最廉券为“21 农发清发 02”，即 ADBC2\_2203P 合约价格与现券“21 农发清发 02”收敛，通过卖出 ADBC2\_2203P 合约对冲现券“21 农发清发 02”利率波动的基差风险较小，套期保值有效性提升。

随着中国利率市场化进程的推进，市场参与者管理利率风险、丰富交易策略的需求不断增强，对利率风险对冲工具的要求不断提升。

标准债券远期作为创新型利率衍生工具，其集中交易、分层清算机制能够较好适应银行间市场的交易生态。标准债券远期实物交割机制的推出，将作为现金交割机制的有效补充，进一步促进债券市场价格发现和实现精准对冲，并充分发挥标准债券远期在一级承销发行和二级交易投资等应用场景中的作用，进而引导资源的有效配置，助力金融服务实体经济。

## （二）人民币市场外汇率衍生品市场

### 1、市场建设情况

一是配合国际基准利率转换，推出后备机制文本和交易基准转换服务。2021年7月30日，交易商协会和国际掉期与衍生工具协会（ISDA）联合发布《〈中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009年版）〉IBOR后备机制标准补充协议》和《中国银行间市场金融衍生产品交易IBOR后备机制手册》，帮助市场参与者做好伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）退出市场后的基准利率转换工作。2021年11月1日起，外汇交易中心支持银行间外汇市场挂钩Libor的人民币外汇货币掉期、外币对货币掉期和外币利率互换等衍生品存续交易基准转换服务，以及息差调整、交易冲销和估值等配套支持，支持会员线上化完成存续交易管理，助力银行间汇率衍生品市场的平稳衔接。

二是新增人民币外汇货币掉期浮动利率基准，助力基准利率改革。2021年1月25日，为配合人民币基准利率改革，外汇交易中心推出挂钩FDR007和FDR001的货币掉期产品，即在人民币外汇货币掉期交易中新增人民币浮动利率类型：银银间隔夜回购定盘利率（FDR001）和银银间七天回购定盘利率（FDR007），人民币外汇货币掉期会员可通过交易系统参与相关交易。该产品的上线丰富了外汇衍生品浮动利率基准指标，同时进一步扩大存款类金融机构间的债券回购利率（DR）应用范围，提高其市场认可度和影响力。

三是推出外汇净额清算违约处置业务，防

范化解市场风险。2021年，外汇交易中心与上海清算所合作推出外汇净额清算违约处置合作业务，将违约处置渠道从客盘拓展至银行间外汇市场，增加风险对冲及头寸拍卖等违约处置手段，实现违约处置的全流程线上化和直通式处理，避免信息泄露造成市场冲击，防止局部风险演化为系统性金融风险，切实落实重大金融风险防范化解工作，保障金融市场平稳运行。

### 2、市场运行情况

一是交易规模显著增长。2021年，银行间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，人民币汇率衍生品交易稳步增长，共成交21.3万亿美元，同比增加25.4%，占银行间人民币外汇市场交易的比重为68.1%，较上年提升1个百分点，掉期为主力品种，成交占比89.8%，同比增加24.4%，期权及货币掉期品种交易增长显著，同比分别增长57.7%和50.7%；外币对衍生品交易大幅增长，成交1.3万亿美元，同比增长112.7%，其中除货币掉期外，外币对掉期、远期和期权的交易活跃度均明显提升，日均成交量分别同比增长113.0%、33.6%和406.5%。

二是市场参与主体进一步扩展。截至2021年末，外汇交易中心的人民币外汇远期、掉期、货币掉期、期权会员以及外币对会员分别为282家、275家、227家、167家和239家，较上年末分别增加16家、16家、14家、4家和14家；上海清算所的外汇中央对手清算业务参与者类型也不断丰富，共有综合清算会员9家、普通清算会员35家、其他外汇清算参与者30家。

三是人民币外汇掉期点随中美利差震荡走高。2021 年，境内人民币对美元掉期价格走势整体跟随中美利差波动，但由于境内美元流动性充裕，机构跨月掉期买盘一度抬升掉期定价中枢。1-2 月，银行间短端质押式回购利率回升，中美利差走阔带动掉期点上行，1 年期掉期点冲高至 1750 点左右；3-5 月，美国疫情趋缓向好以及市场通胀预期上升推动 10 年期美债收益率上行至 1.74%，美元资金呈现回流态

势，随着中美利差收窄远端掉期点出现回落，1 年期掉期点下跌至 1500 点关口附近。6-9 月，1 年期掉期点短期内一度下探至 1487 点，其后机构跨月买入掉期抬升掉期点的跨月溢价，随后 1 年期掉期点震荡走升至 1800 点上方，为 2015 年 8 月 27 日以来新高。12 月中美利差收窄，掉期点承压自高点逐步回落，2021 年末人民币对美元 T/N 及 1Y 掉期点分别收于 4.1BP 及 1494BP，较年初分别回落 0.7BP 和上涨 63BP。



▲ 图 2-6: USDCNY 1Y 掉期点走势

数据来源：外汇交易中心

四是期权隐含波动率和历史波动率稳步回落。2021 年美元对人民币即期汇率波动区间大幅缩小，市场实际波动的减小，使得期权隐含波动率呈单边下跌态势，2021 年末，境内外 1 年期人民币汇率期权隐含波动率分别为 4.1% 和 5.0%，较上年末分别下降 57 个 BP 和 138 个 BP；境内外 1 年期人民币汇率期权的历史波动率分别为 2.8% 和 3.6%，较上年末分别下降 143

个 BP 和 108 个 BP。

五是外汇中央对手清算量继续扩大。2021 年，外汇清算业务整体运行平稳，外汇中央对手清算 125 万亿元，同比增长 35.4%。其中，外汇 T+1 清算量达 15.1 万亿元，已成为外汇中央对手清算业务中不可缺少的重要组成部分。外汇中央对手清算业务轧差率始终保持在 90% 以上，清算规模占市场交易近 60%。



▲ 图 2-7: 2021 年外汇中央对手清算业务运行情况

数据来源: 上海清算所

### (三) 信用风险缓释工具市场

#### 1、市场建设情况

一是优化信用风险缓释工具（CRM）主体管理及产品应用，激发市场活力。2021 年 4 月 15 日，交易商协会修订发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》及配套的《信用违约互换业务指引》《信用联结票据业务指引》，简化 CRM 参与主体备案流程，并明确资管产品均以管理人身份作为一般交易商参与业务；拓宽产品挂钩债务范围，为市场提供更多选择空间；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，促进 CRM 与标的债券分离交易，提高债券和 CRM 产品的流动性。

二是简化并规范信用风险缓释凭证（CRMW）创设运行，提升支持债券发行效能。2021 年 8 月 27 日，交易商协会发布《关于银行间市场凭证类信用风险缓释工具信息披露有关事项的通知》和创设说明书示范文本，简化创设备案流程，

实现创设信息披露与备案同步，便利市场成员更为灵活地选择创设时机，并通过强化信息披露、加强事中事后管理、引入线上集中信息披露模式等方式规范市场行为，提升操作便利性。同时，引入创设主体选择超额预配售 CRMW，吸引更多投资者参与债券认购，促进债券投标充分竞争。

三是引导信用违约互换（CDS）指数规范创新，进一步丰富产品类型。CDS 指数是国际 CDS 市场的主流品种，具有标准化程度高、透明度强、参考实体广泛且天然分散化的特点，可以起到聚合流动性以及提高风险对冲效率的作用。为促进和规范 CDS 指数业务的创新和应用，2021 年 4 月 8 日，交易商协会发布《关于银行间市场信用违约互换指数编制及交易有关事项的通知（试行）》，从编制方法、质量控制、利益冲突管理、信息披露职责等方面规范指数编制行为，并鼓励探索与指数产品属性相适应



的风控措施，促进指数交易应用。

四是推出 CDS 指数交易、双边逐笔清算及报价服务。2021 年 4 月 8 日，外汇交易中心和上海清算所发布《银行间市场信用违约互换指数交易清算指引（试行）》，上线 CDS 指数交易和双边逐笔清算服务，通过交易清算一体化提高交易清算效率。此外，CRM 交易商每日可在外汇交易中心本币交易系统开展 CDS 指数报价，外汇交易中心和上海清算所根据双向报价和成交价格计算并发布 CDS 指数曲线，促进 CDS 指数的价格发现。

## 2、市场运行情况

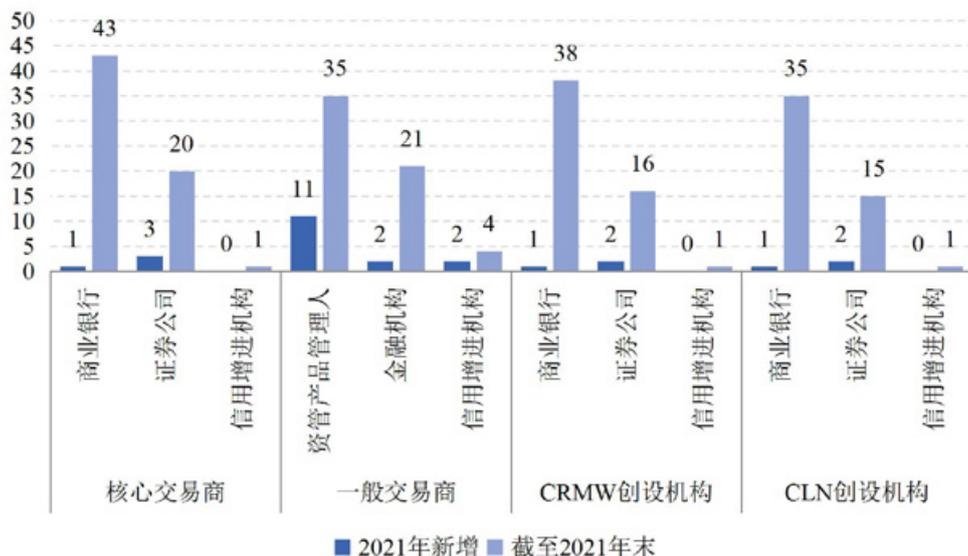
一是交易金额翻番，存续规模大幅增长。

2021 年，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 99.9%。其中，CRMW 创设 147 笔，名义本金总计 295.2 亿元，同比增长 99.2%；信用风险缓释合约（CRMA）交易 25 笔，名义本金总计 32.8 亿元，同比增长 45.0%；CDS 交易 60 笔，名义本金总计 36.2 亿元，同比增长 209.8%；信用联结票据（CLN）创设 3 笔，名义本金总计 2.5 亿元，同比增长 150.0%。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%。CRMW 存续 162 笔，名义本金总计 368.3 亿元，同比增长 90.3%；CRMA 存续 26 笔，名义本金总计 41.0 亿元，同比增长 80.6%；CDS 存续 9 笔，名义本金总计 10.6 亿元，同比增长 95.4%；CLN 存续 3 笔，名义本金总计 2.5 亿元，同比增长 150.0%。

二是参与者数量持续增加，城商行和股份制银行是主要净卖方，公募基金为主要净买方。

2021 年，新增一般交易商 15 家，CRM 核心交易商 4 家，CRMW 创设机构和 CLN 创设机构各 3 家。截至 2021 年末，CRM 市场参与者合计 124 家，其中一般交易商 60 家，核心交易商 64 家，CRMW 和 CLN 创设机构分别 55 家和 51 家。2021 年，CRM 交易净卖出的机构包括城商行、股份制银行、信用增进机构和国有大型银行，其中城商行、股份制银行净卖出名义本金分别为 106.27 亿元、95.74 亿元，占比分别达到 44%、40%；CRM 交易净买入的机构包括资管产品管理人、外资银行、证券公司和农商行，其中资管产品管理人是主力，净买入名义本金 197.22 亿元，占比 81%；具体看，公募基金投资活跃，净买入 172.1 亿元。保险资管首次参与 CRM 业务。



▲ 图 2-8: 2021 年 CRM 市场参与者情况

数据来源: 交易商协会

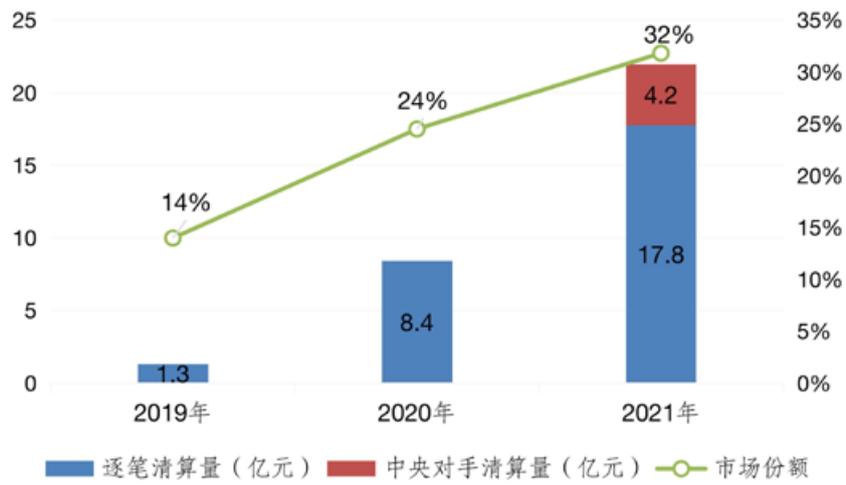
三是 CRMW 创设支持债券发行力度更强，二级市场交易快速增长。2021 年，CRMW 创设 147 笔，名义本金总计 295.2 亿元，同比增长 99.2%，占全部 CRM 比重超八成，累计支持 616.8 亿元债券发行，同比增加 69.4%，平均认购倍数 2.64，高于 2020 年的 2.43。从结构上看，参考实体中民企数量占比近半，非民企规模明显上升同比增加 178.3%；参考实体评级下沉，创设期限显著拉长；参考实体地域和行业相对集中，其中江浙沪占比合计约 58.5%，行业以制造业和基础设施投融资类为主<sup>1</sup>，占比分别为 37.6%、35.5%。此外，CRMW 二级交易全年成交 168 笔，名义本金 46.3 亿元，同比增加 85.0%。

四是标准化 CDS 指数产品进一步丰富，市场试水 CDS 指数交易。2021 年 4 月，外汇交易中心、上海清算所推出“CFETS-SHCH 民企 CDS 指数”。2021 年 9 月，外汇交易中心、上

海清算所、中债资信联合推出“CFETS-SHCH-CBR 长三角区域 CDS 指数”。截至 2021 年末，银行间市场共推出 3 只 CDS 指数产品，主题涉及信用评级、企业性质、地域维度，全年累计达成交易 40 笔，名义本金合计 7.95 亿元，占全年 CDS 交易金额的 21.9%，初步满足市场投资者信用风险分散和管理的迫切需求。

五是 CRM 集中清算量稳步提升，清算参与者持续扩容。全年 CRM 逐笔清算业务参与者数量增长 17.2%，类型涵盖国有银行、股份制银行、城商行、农商行、外资银行、证券公司、公募基金专户、私募产品等，新增 2 家 CDS 中央对手清算产品类综合清算会员。此外，2021 年，上海清算所共完成合约类 CRM 清算 57 笔，名义本金约 22 亿元。其中，中央对手清算 4.2 亿元，逐笔清算 17.8 亿元，合计占银行间市场合约类产品规模比例为 31.8%，市场份额稳步提升。

<sup>1</sup> 根据中债资信行业划分标准。



▲ 图 2-9：2019-2021 年 CRM 清算业务发展情况

数据来源：上海清算所

## 专栏二：银行间市场 CDS 指数发展现状及展望

CDS 指数作为一类基础且重要的信用衍生品，为纳入指数范围的所有参考实体提供一篮子信用保护。2019 年 12 月，国内信用衍生品市场发布第一只 CDS 指数，经过两年多的发展，银行间市场 CDS 指数已发布 3 只，并于 2021 年 4 月实现交易上线，各项交易结算机制已初步建设并处于不断发展完善中。CDS 指数标准化程度较高，随着后续市场流动性提升，其应用于构建各类交易策略、管理组合风险、管理利差波动风险、对冲股票指数风险等的前景广阔。

### 一、CDS 指数的诞生背景及国际发展

上世纪 90 年代美国不良资产压力加大促使银行积极寻找信用风险对冲工具，加之当时的低利率环境使得金融机构有意通过承担信用风险以提升收益。1995 年，摩根大通发行了首只 CDS 产品。但由于缺乏统一的定价标准和信息披露机制，这一时期信用衍生市场透明度和流动性较低，一定程度上制约了市场的进一步发展。

2003 年，数家大银行首次推出了由 100 家公司为基础资产的道琼斯 TRAC-X 指数，从而使市场流动性大为提高。从此，分块交易成为可能，Delta 对冲技术也被广泛应用，各大银行纷纷成立“相关性交易”（correlation

trade）平台，改变了早期信用衍生品交易、对冲及风险管理的运作规则。目前，道琼斯 TRAC-X 指数已演变成北美的道琼斯 CDX 指数和欧洲的 i-Traxx 指数，在各指数系列中再根据参考实体的行业特点、信用等级、保险费用波动率等因子又划分出众多的子指数。

2007 年美国开始爆发次贷危机，并引发了金融危机，信用衍生品市场遭受了严重冲击。金融危机后的信用衍生品市场结构出现明显的变化，与次级贷款关联度高、结构复杂的 CDO 产品几乎销声匿迹，市场逐步回归到结构简单、标准化的单名 CDS 和 CDS 指数产品，尤其是 CDS 指数产品，伴随着近年来强制集中清算的推广应用，从 2017 年以来进入相对平稳增长的阶段，目前未到期名义本金规模约占信用衍生品 50% 以上的份额。

### 二、我国银行间市场 CDS 指数产品特征

与国际市场相比，我国 CDS 指数产品发展仍处起步阶段。目前，银行间市场已推出三只 CDS 指数（见专栏表 2-1），其编制方法和设计思路既借鉴了国际经验，又充分结合我国实际，体现出通过信用衍生品支持实体经济、完善信用风险定价机制的初衷。其主要特征包括：

三只 CDS 指数参考实体均以中高等级发债



主体为主。CDS 指数的参考实体均为非金融、非主权发债主体，在银行间市场有存续债券，且剩余期限大于等于 3 年、最近 2 年内曾在银行间市场发行债券；在此基础上，高等级 CDS 指数构成相对简单，主体评级均为 AAA；民企 CDS 指数参考实体均为民营发债主体，且主体评级需要在 AA 及以上；长三角区域 CDS 指数为长三角区域的优质发债主体，且需要具有中债资信 A+ 及以上的公开信用等级。

三只 CDS 指数均进行定期滚动管理，真实反映市场信用风险。为了让最具代表性的实体进入参考实体列表，指数管理人基于指数编制规则，根据实体的财务情况、债券规模、市场流动性等进行评分，并且定期更新评分，以调整参考实体列表，实现指数滚动管理。

三只 CDS 指数注重规范运作，杜绝潜在利益冲突。指数管理人均根据正式公开的信息，按照披露的指数编制方法执行指数成分筛选和指数滚动管理。指数管理人与指数参考实体不存在任何影响指数独立、客观、公正的关联关系。

### 三、CDS 指数产品交易情况

2021 年 4 月 8 日，国内首批 CDS 指数交易达成，参与机构主要有证券公司、商业银行、私募基金和金融担保公司，并均在上海清算所进行双边逐笔清算。从成交数据来看，2021 年全年累计达成交易 40 笔，名义本金合计 8 亿元。其中，高等级 CDS 指数成交 16 笔，名义本金 2.9 亿元，期限集中在 1M-3M，成交价格集中在 25BP 至 30BP；民企 CDS 指数成交 14 笔，名义本金 1.1 亿元，期限集中在 1M-3M，成交价格

集中在 60BP 至 90BP 区间内。长三角区域 CDS 指数成交 10 笔，交易名义本金 4 亿元，期限集中在 1M-3M，成交价格集中在 30BP 至 50BP 区间内。整体看，成交价格能反映三只 CDS 指数各自对应的信用风险水平，且成交期限主要集中在短期。

## 四、国内 CDS 指数发展展望

### （一）CDS 指数品种进一步丰富

国际成熟市场中，CDS 指数家族成员众多，而目前国内 CDS 指数仅有 3 只，市场上也还存在对细分品种的创新需求。未来在丰富 CDS 指数品种的过程中，指数编制管理人可以探索编制不同类别的指数品种，比如考虑覆盖某一行业、地域、信用评级、发债主体类别等不同维度，以充分发挥 CDS 指数功能，更好满足不同投资人的信用风险管理需求。

### （二）逐步完善配套机制建设

随着市场参与者利用信用衍生品管理信用风险的需求持续提升，对于国内信用衍生品配套机制建设也提出了更高的要求。目前，国内金融机构在 CDS 指数交易过程中仍主要采用参考实体逐个授信的方式，伴随着市场对产品属性的深化理解，逐步转向将 CDS 指数作为组合产品进行整体风控的方式，将有助于进一步释放机构参与积极性。另外，推动 CDS 指数纳入集中清算、建立 CDS 指数做市机制等将降低交易成本、提升市场流动性，更好促进 CDS 指数交易。

### （三）拓展 CDS 指数交易应用场景

随着 CDS 指数自身产品创新丰富和配套机制完善，以及与所有信用衍生品相关的投资准入、资本缓释、信用事件处置等政策机制的落地和优化，CDS 指数的市场关注及参与度将逐

渐提高，应用场景将有望拓展至管理组合风险、管理信用利差波动风险、构建交易策略和对冲股票指数波动等。

专栏表 2-1：银行间市场三只 CDS 指数产品交易要素表

指数名称	CFETS-SHCH-GTJA 高等级 CDS 指数	CFETS-SHCH 民企 CDS 指数	CFETS-SHCH-CBR 长三角区域 CDS 指数
指数管理人	外汇交易中心 上海清算所 国泰君安证券	外汇交易中心 上海清算所	外汇交易中心 上海清算所 中债资信
上市交易日期	2021 年 4 月 8 日	2021 年 5 月 7 日	2021 年 10 月 18 日
参考实体个数	40	25	25
每个参考实体 权重	2.5%	4%	4%
币种	人民币		
期限	非标准合约：可选 标准合约：季月 20 日标准到期日		
起始日	交易日的下一个自然日		
支付频率	非标准合约：可选 标准合约：季		
计息基准	A/365		
费率（标准票息）	25BP	50BP	50BP
贴现曲线	FR007 利率互换收盘曲线（即期）		
营业日准则	经调整的下一营业日		
计息天数调整	实际天数		
债务种类	债务工具		
债务特征	一般债务；本币；交易流通		
信用事件	破产、支付违约（起点金额 100 万元人民币或其等值金额；宽限期 3 个营业日； 适用宽限期顺延）		
结算方式	现金结算		
约定最终比例	0.25		
通过估值确定	报价方法：买入价 报价时间：一个营业日的北京时间 16:00 估值方法：市场价格		
指数滚动	<input type="checkbox"/> 指数滚动后，新指数上市交易，原指数不再交易		
	<input checked="" type="checkbox"/> 指数滚动后，新指数上市交易，原指数继续交易		
	<input checked="" type="checkbox"/> 其他：新指数上市起一年后，若无存续合约则该指数序列自动下架		
信用事件	<input checked="" type="checkbox"/> 信用事件发生后，发生信用事件的实体除名，原指数更名后继续交易		
	<input type="checkbox"/> 信用事件发生后，发生信用事件的实体除名，原指数继续交易，不更名		
	<input type="checkbox"/> 信用事件发生后，发生信用事件的实体除名，原指数补足新实体，更名后继续交易		
	<input type="checkbox"/> 其他：		

资料来源：外汇交易中心、上海清算所

## 二、中国场外金融衍生品市场主要法律及监管政策动态

### （一）《期货和衍生品法》公开征求意见

2021年4月29日,《中华人民共和国期货法(草案)》首次公开征求意见。2021年10月23日,全国人大常委会就《中华人民共和国期货和衍生品法(草案)》(以下简称《期货和衍生品法》)二审稿公开征求意见,将法律名称修改为“期货和衍生品法”,定义了衍生品交易及交易方式,进一步明确衍生品的监管分工,规范衍生品交易基本要求,最为重要的是为衍生品交易单一协议规则、主协议管理要求、履约保障机制、终止净额结算、交易报告、集中清算等重要基础机制提供法律支撑。《期货和衍生品法》是我国首部规范期货交易和衍生品交易及相关活动的专门法律,补齐了我国金融市场法律“短板”,有利于中国衍生品市场稳健高效发展,加快与国际市场的接轨,并更好服务实体经济。截至本报告发布,《期货和衍生品法》已经全国人大常委会表决通过并正式施行。

### （二）起草《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见》

为集中整合监管规则,补齐监管短板,强化机构内控管理要求、加强投资者保护,促进衍生品业务规范健康发展,2021年12月3日,人民银行会同银保监会、证监会、外汇局就《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见(征求

意见稿)》向社会公开征求意见。主要包括:一是明确了衍生品定义、基本特征和实质重于形式的认定原则,并按照场内、场外细化分类;二是以柜台对客衍生品业务为着力点,强化投资者保护,特别是个人投资者保护;三是明确开展衍生品业务应遵循合规、匹配、审慎和透明的基本原则,要求建立三道内控防线,全面覆盖四类风险;四是要求金融机构在开办衍生品业务履行必要的准入程序,遵守相关市场管理规定,并通过交易报告等方式提高市场信息透明度,防范系统性风险。

### （三）明确衍生工具交易对手违约风险资产计量规则

2021年11月17日,银保监会印发《关于衍生工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知》(银保监办发〔2021〕124号),对《衍生工具交易对手违约风险资产计量规则》(银监发〔2018〕1号)的部分内容作出补充解释,主要包括:一是明确商业银行和金融机构之间的合格交易可以净额管理风险敞口和计提资本;二是明确合格主协议的范围,包括NAFMII主协议、SAC主协议以及国际市场常用的ISDA主协议;三是明确通过合格中央对手方集中清算的衍生品交易风险暴露和资本计量规则。《通知》还进一步完善了保证金衍生品交易的认定标准。《通知》澄清了境外市场相关方对终止净额结算在我国法律下存在不确定性有关观点的误解,进一步表达了金融监管部门对终止净额结算的支持,为立法层面进一步完善衍生品市场制度打下基础。



#### （四）进一步加强中央企业金融衍生业务管理

2021年4月30日，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）发布《关于进一步加强金融衍生业务管理有关事项的通知》（国资厅发财评〔2021〕17号），在原有《关于切实加强金融衍生业务管理有关事项的通知》（国资发财评规〔2020〕8号）的基础上，针对部分企业资质审核把关不严、信息化监测水平不高、业务报告不及时等问题，提出了强化业务准入审批、加强年度计划管理、加快信息系统建设、严格备案报告制度等一系列具体要求，进一步加强了对中央企业金融衍生业务的管理。

#### （五）修订银行间外汇市场做市商指引

2021年1月2日，外汇局发布《关于修订〈银行间外汇市场做市商指引〉的通知》（汇发〔2021〕1号），一是优化做市商结构，发挥综合做市商优势；二是简政放权，下放尝试做市机构的准入退出管理至外汇交易中心；三是规范做市交易行为，强调提高报价质量；四是强调做市商在依法做市、服务实体经济的责任。在此基础上，2021年1月4日，外汇交

易中心制定《银行间外汇市场尝试做市机构指引》，将尝试做市机构分为即期尝试做市机构、远掉尝试做市机构和期权尝试做市机构，分别可在即期、远掉期和货币掉期、期权等外汇市场开展尝试做市。上述制度的发布，有助于进一步提高外汇现货及衍生品市场流动性，完善价格发现机制。

#### （六）支持市场主体外汇风险管理

2021年11月26日，外汇局公开发布《关于支持市场主体外汇风险管理有关措施的通知（征求意见稿）》，推出若干支持市场主体外汇风险管理措施，其中涉及外汇衍生品业务包括：一是丰富银行柜台及银行间市场外汇市场产品，增加人民币对外汇普通美式期权、亚式期权及其组合产品；二是扩大合作办理人民币对外汇衍生品业务范围，具备相应衍生品资格的银行间外汇市场做市商可向合作银行提供相应产品资格的人民币对外汇合作衍生品业务服务；三是支持银行自身外汇风险管理，允许银行按照按需原则办理自身项下外汇衍生品业务。上述措施有助于支持银行加强实体经济服务能力建设，满足企业汇率风险管理的需求，并支持银行自身外汇风险管理。

### 专栏三：《关于衍生工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知》对终止净额结算机制的积极影响

2021年11月23日，银保监会发布了《关于衍生工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知》（银保监办发〔2021〕124号，以下简称《通知》），对原银监会发布的《衍生工具交易对手违约风险资产计量规则》（银监发〔2018〕1号，以下简称《计量规则》）作出补充解释，明确符合条件的商业银行可以净额计算衍生工具交易对手风险敞口和计提资本。这标志着我国监管对终止净额结算制度有效性的进一步确认，对规范和促进中国场外衍生品市场发展有重要意义。

#### 一、《通知》出台的背景

终止净额结算（Close-out Netting）机制是指金融交易双方根据协议约定，在一方发生违约或终止事件时，另一方有权终止该协议下的全部合格金融交易，并按照约定的方式轧差计算出净额，由净支付方转移给净收入方，终止净额结算是金融衍生品市场发展重要的基础制度安排，有利于降低交易对手信用风险，防止风险交叉传染，提升衍生品市场的效率和稳定性。鉴于其重要作用，美国、英国、法国、德国、

瑞士、日本等超过60个国家和地区通过专门立法或基于一般法律原则对终止净额结算的效力和执行予以保护。

我国在金融市场交易制度和监管实践层面，已经确立了终止净额结算制度。银行间市场、证券期货市场衍生品交易主协议均引入了终止净额结算机制，此外上海清算所推出的衍生品集中清算业务同样基于终止净额结算机制设计。原银监会在《计量规则》等资本监管规则中亦认可净额结算的信用风险缓释作用。

但长期以来，有观点认为在我国《企业破产法》下终止净额结算机制的最终有效性存在不确定性，主要担心市场机构破产时，破产管理人“挑拣履行权”的强制规定有优先于合同约定适用的效力<sup>1</sup>，以及管理人将破产申请受理前的净额支付视为债务人提前清偿未到期债务的行为进行撤销<sup>2</sup>。因此，国际行业协会发布的备忘录认定我国属于“非净额结算司法管辖区”。此外，《计量规则》标志着我国监管明确了终止净额结算的效力，但未进一步明确主流衍生品净额结算协议是否符合要求，出于审慎考虑

1 如果法院未认可金融衍生产品交易主协议的单一协议性质，将主协议下每笔交易视为一个单独的法律关系，则根据《企业破产法》第十八条规定，可能会出现破产法院承认管理人对特定交易的挑拣履行的情况。这种情况下，终止净额结算机制中非违约方行使提前终止的权利以及达到解除合同双方全部义务的效果存疑。

2 《企业破产法》第三十一和三十二条的规定赋予了管理人对破产申请受理前六个月内，债务人提前清偿未到期债务的行为进行撤销的权利。怀疑者认为净额的最终支付可能发生在破产申请受理前六个月内，有可能会被管理人视为对未到期债务的提前清偿或对个别债权人的清偿而予以撤销。

银行往往倾向于采用更加严格方式计量。

基于上述两类原因，中外资银行普遍以全额计算以中资银行为衍生工具交易对手的风险暴露和资本占用，净额结算缓释信用风险和节约资本的功用未能得到发挥，同时也影响了中资银行在国际金融市场的竞争力。

## 二、《通知》的主要内容

为澄清市场相关方对有关问题的误解，进一步明确对终止净额结算的支持，银保监会出台了《通知》。《通知》的主要内容有三个方面：

一是进一步明确使用终止净额结算的条件。即商业银行的交易对手为经中国金融监督管理部门批准设立的金融机构，且交易双方签署《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》（以下简称“NAFMII 主协议”）、《中国证券期货市场衍生品交易主协议》（以下简称“SAC 主协议”）、《国际掉期及衍生工具协会 2002 年主协议》（以下简称“ISDA 主协议”）或者银保监会认可的其他合法有效净额结算协议的，商业银行可不用再考虑关于协议法律审查的相关规定，可直接根据认定为净额结算组合，在资本计量时进行净额抵销。二是明确中央清算的终止净额结算效果。规定商业银行通过经银保监会、人民银行或证监会认定的合格中央交易对手进行衍生品集中清算的，其违约风险暴露可以按照净额计算。三是进一步完善保证金衍生品交易的认定标准，规定单向从交易对手收取保证金和押品或者采用双向盯市保证金的，可以认定为保证金交易。

## 三、《通知》发布对衍生品市场的积极影

响

（一）进一步在监管层面明确终止净额结算的有效性

《通知》发布同时，针对国际行业协会备忘录中关于终止净额结算的约定可能因破产管理人行使挑拣履约权、撤销权而无法履行的观点，银保监会认为该观点没有充分理解我国破产法律制度和金融机构风险处置机制，并从三个方面进行了明确回应：一是中国商业银行法、保险法、证券法等法律规定赋予金融监管部门金融机构破产前置审批权，近年来中国金融机构风险处置实践也表明，不可能出现金融机构因个别债权人向法院提出申请而突然进入破产程序的情形。二是从中国金融机构风险处置实践看，净额结算合同安排可在风险处置阶段有序执行。三是从立法和司法角度看，终止净额结算的合同约定与法律强制性规定并无冲突。

上述表态体现了中国监管部门对终止净额结算的明确支持和对市场关切的积极回应，也与《期货和衍生品法》等法律精神相呼应，将作为终止净额结算在中国法律体系下有效性的认定依据，对于终止净额结算涉及的相关问题的最终解决有着极为重要的意义。

（二）进一步推动终止净额结算在国内市场的应用

《通知》的发布将进一步推进终止净额结算制度在中国市场的落地实施。一方面符合条件的商业银行可以更大范围以净额方式管理风险敞口，而不必再纠结于其所签署的 ISDA 主协

议、NAFMII 主协议、SAC 主协议是否满足监管要求，从而最大化地减少违约风险暴露和资本占用，提高衍生品交易效率。另一方面监管的认可势必促进净额结算协议的进一步发展，除商业银行外，更多的市场成员、交易主体将选择符合要求的净额结算协议。同时，商业银行也有更强动力将 NAFMII 主协议等净额结算协议进一步向企业客户推广，达到降低市场系统性风险，提升整个市场的效率和稳定的目标。

### （三）增强中资商业银行在衍生品交易中的竞争力

由于将中国境内划定为“非净额结算司法管辖区”，中资商业银行等金融机构参与衍生品交易，特别是国际衍生品交易时常面临如下境况：一是外资金融机构在与中资银行签署 ISDA 主协议等净额结算协议时，往往要求对中资银行进行一些特殊安排，如将自动提前终止条款适用于中资银行，以规避中资银行进入破产程序的情况。二是大部分外资金融机构不采用净额方式计量对中资银行的衍生品交易违约风险暴露，也不与中资银行签署 CSA（Credit Support Annex）等保证金协议，但却可能以此为理由在交易过程中向中资银行提高报价。三是部分外资金融机构因其属地监管原因，要求

中资银行与其签署保证金协议，并以全额对净额方式缴纳保证金，增加了交易成本。以上情况都增加了中资银行的交易成本，削弱了其市场竞争力。因此，《通知》的发布将为中资银行与外资金机构商谈类似问题提供了重要依据，可以帮助中资银行在交易中合理争取有利地位，提升中资银行市场地位和参与度。

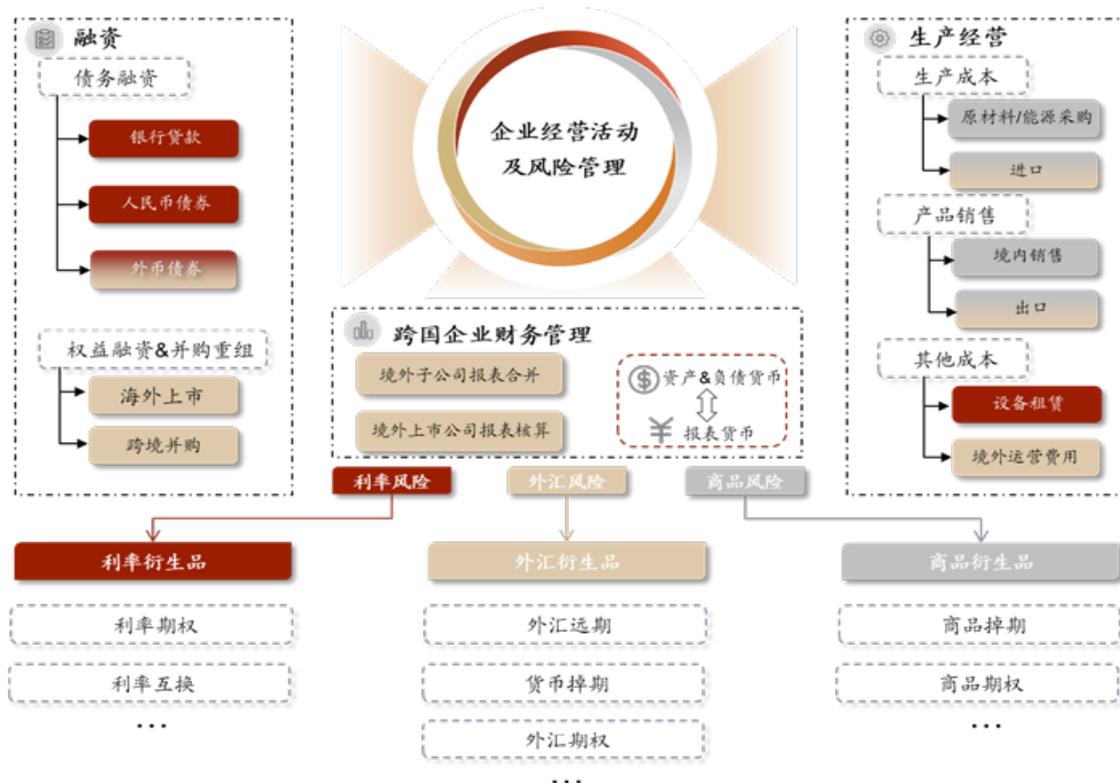
### （四）为国内衍生品市场双边履约保障机制的建立奠定基础

终止净额结算机制是建立双边履约保障机制的基础，国际市场通过在 ISDA 主协议等净额结算协议基础上，签署 VM CSA、IM CTA 等保证金协议，基于每日计算的“净额”，计算保证金并进行双边交收，从而完全抵补交易双方的风险敞口。此次《通知》的发布，不仅确认了终止净额结算的有效性，也对保证金的计量更加细化，规定单向从交易对手收取保证金和押品或者采用双向盯市保证金的，均可以认定为保证金交易，从而达到缓释风险、节省资本的效果。这将极大促进银行机构与交易对手建立双边保证金交换机制，为下一步在国内市场真正实施衍生品双边履约保障机制奠定坚实的基础。

## 专栏四：场外衍生品在企业避险中的应用

近年来，国际政治经济格局深刻调整，叠加新冠疫情对全球市场剧烈冲击，各类资产价格大幅波动，不确定性显著增加，同时中国经济发展面临着“三期叠加”的新常态，正处于加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。在此背景下，中国企业需要面对的是来自全球和中国市场的机遇、挑战和风险，应对“不确定性”成为新时代背

景下发展的关键。树立良好的风险管理意识，建立健全内部风险管理机制，合理使用适当衍生品对企业投融资、生产经营、跨国财务管理等活动中面临的金融市场及大宗商品市场的价格变动风险进行套期保值，有利于实体企业行稳致远。本专栏将分享利率、汇率和商品衍生品在企业风险管理中的应用。



▲ 专栏图 3-1：企业经营活动及风险管理

### 一、利率衍生品在企业避险中的应用案例

2019年8月以来，人民银行公布了关于贷款市场报价利率（LPR）的一系列改革，利率市场化改革进一步深化，LPR对贷款利率的引导作用凸显，挂钩LPR的利率衍生品也应运而生。目前，市场上挂钩LPR的利率衍生品主要包括利率互换与利率期权，分别挂钩LPR1Y与LPR5Y，可用于企业与LPR有关的资产或负债的利率风险管理。

案例一：A公司于2021年3月1日获得一笔本金2亿元的浮息贷款，期限2年，成本为LPR1Y，每年3月1日调整贷款利率。A公司预期后续LPR利率有上升的可能，希望在贷款利率重置时，融资成本维持在3.7%。此时，客户可以加载一笔利率上限期权，执行利率为3.7%，起息日在2021年3月1日，到期日在2023年3月1日。期限2年，按年重置，与贷款端匹配。通过运用上限期权，客户的综合融资成本不会超过上限利率3.7%与期权费的总和，对浮动利率负债客户形成保护；同时，当利率下行时，客户成本随着市场利率下行。

案例二：B公司于2021年年初获得一笔长长期限贷款，挂钩LPR5Y，期限5年，每年年初根据LPR5Y报价进行贷款利率调整。由于贷款期限较长，出于财务管理需求，客户可以加载一笔利率互换交易，方向为支付固定利率、收取浮动利率，挂钩标的LPR5Y，期限5年，按年重置。未来，若LPR5Y利率水平上行，贷款端融资成本的上升将会被互换收益抵消，企业负债端成本管理效率也将得到极大的提升。

案例三：C租赁公司向其客户提供融资租赁服务，期限5年，租金利率挂钩LPR5Y，每年重置利率。C租赁公司担心未来5年LPR将呈下行趋势，希望利率下行时能锁定未来5年的资产收益。此时，可以利用利率下限期权这一工具，买入第二年起息的LPR5Y的下限期权，按年重置，与资产端匹配，以此来锁定利率下行可能带来的收益损失。

### 二、外汇衍生品在企业避险中的应用案例

在人民币汇率机制进一步市场化和人民币国际化的进程中，人民币汇率的弹性将有所增加，双向波动成为常态。2020年以来受新冠疫情蔓延、俄乌冲突等事件影响，涉外企业运用远期、掉期和期权等外汇衍生品对冲风险的需求越来越大。

案例一：A公司为大型央企控股子公司，从事大宗商品进出口贸易，年进出口量近9亿美元，是A银行国际业务重点客户，但其授信额度有限，仅能满足客户开证需求，外汇衍生交易业务合作受到制约。了解客户有美元及欧元避险需求，A银行将A公司列入“初始免保”合作客户名单，解决客户授信不足问题；考虑美元指数总体偏强势，普通远期购汇价格较高，推荐六个月至一年期限的美元人民币风险逆转期权（即买入美元看涨期权并卖出执行汇率更低的美元看跌期权的期权组合），将A公司实际购汇的汇率锁定在一个区间之内，有效实现避险。

案例二：B公司为某省属水利工程投融资主体，具有流动资金的周转需求，企业拟通过

境外渠道进行美元融资。为满足其融资需求，B 银行为其办理了跨境担保业务，即通过向境外银行开具融资性保函，期限 1 年。但企业结汇时点是当前，到期融资还款时间为一年以后，由于汇率市场波动，若到期购汇汇率大幅高于结汇汇率，将增加企业的综合融资成本。为此，在为客户办理跨境担保项下的美元融资时，亦向客户推荐办理近结远购掉期，融资项下美元按掉期近端汇率结汇（如 6.45），结汇资金供客户使用；客户到期按掉期远端确定的汇率购

汇（如 6.65），购汇资金用于归还美元融资，规避汇率波动风险，锁定融资成本。

### 三、商品衍生品在企业避险中的应用策略

在生产经营活动中，企业可能需要面对大宗商品的价格波动风险。而根据企业所在产业链的位置和贸易属性的不同，其采购、运输、库存到产成品销售涉及的风险敞口及对应的对冲策略会有所区别，如专栏表 3-1 所示。

专栏表 3-1：不同类型企业的风险敞口和对冲策略

企业类别	潜在风险敞口	对冲策略
上游生产企业	原材料价格下行或剧烈波动 库存减值	商品掉期空头 看跌期权或组合 跨期价差掉期或期权
中游生产企业	原材料价格上涨或剧烈波动 产成品价格下降或剧烈波动 产成品库存减值	原材料： 商品掉期多头 看涨期权或组合 产成品： 商品掉期空头 看跌期权或组合 产成品 vs. 原材料： 跨产品价差掉期或期权
下游生产企业	原材料价格上涨或剧烈波动	商品掉期多头 看涨期权或组合
贸易企业	原材料或产成品采购和销售时间错配	跨期价差掉期或期权 跨品种价差掉期或期权

### 四、企业衍生品套期保值类业务发展建议

机构开展企业衍生品套期保值类业务，是践行金融服务实体经济的重要方向，建议监管机构及金融机构在恪守“实需原则”的前提下鼓励、引导和推动业务的健康发展，一方面，建议相关监管部门加强协调，针对实体企业以套期保值为目的开展的衍生品交易，在准入门槛、风险资本计量等方面给予政策支持，鼓励

金融机构服务实体经济避险需求，适度提高实需原则在实际应用中的适用性与灵活性，激发市场活力；另一方面，建议金融机构接轨国际衍生品市场，根据客户的套期保值的具体需求，在充分揭示风险并在投资者树立风险中性的理念下，开发美式期权、奇异期权（障碍期权、数字期权等）等较为灵活的汇率、利率类衍生品品种，扩大市场规模，提升成交活跃度。

## 专栏五：中国场外大宗商品衍生品中央对手清算业务简介

中国场外大宗商品衍生品市场，泛指期货交易所场内业务之外的从事商品远期、商品互换/掉期、商品期权等衍生品交易的市场。2013年以来，上海清算所借鉴国际经验，将中央对手清算机制引入场外大宗商品衍生品市场，持续构建和完善场外大宗商品集中清算平台。截至2021年底，大宗商品衍生品中央对手清算业务清算金额近5200亿元；近700家实体企业、7家综合清算会员、7家普通清算会员、18家经纪公司等合作机构参与业务。2021年，全年清算量5.7万手，同比增长88.1%，全年清算金额261.9亿元，同比增长210.6%。

### 一、产品序列持续丰富

目前，场外大宗商品集中清算平台已覆盖

航运、黑色、有色、能源、化工、碳排放等行业的20项产品（见专栏表4-1），除碳排放产品外的其余场外大宗商品衍生品均以现金交割、人民币计价清算结算。2021年新推出人民币纯苯、对二甲苯（PX）、精对苯二甲酸（PTA）掉期中央对手清算业务，进一步完善化工产业链清算业务，切实打通上下游产业链，逐步满足实体企业多样化、精细化的风险管理需求。从业务运行看，化工及黑色行业的掉期产品交易较为活跃，2021年化工掉期清算占比95.2%，黑色掉期清算占比4.5%，其余占比0.3%，且不同大宗商品的活跃协议基本以连续近三个月月度协议为主，最活跃的为M+1协议。

专栏表 4-1：上海清算所已推出的大宗商品衍生品中央对手清算服务品种

行业	产品	
航运	人民币远期运费协议（人民币 FFA）	海岬型船（STC）
		巴拿马型船（PTC）
		超灵便型船（CTC）
	人民币集装箱掉期（CS）	上海至欧洲（ECS）
		上海至美西（WCS）
	中国沿海煤炭远期运费协议（CFFA）	秦皇岛至广州（GCF）
秦皇岛至上海（SCF）		
黑色	人民币普氏指数铁矿石掉期（CPIS）	
	人民币铁矿石掉期（CIS）	
有色	人民币电解铜掉期（CUS）	
	自贸区铜溢价掉期（FCP）	
能源	人民币动力煤掉期（CSS）	
化工	人民币乙二醇掉期（CMEG）	
	人民币苯乙烯掉期（CSM）	
	人民币甲醇掉期（CMEOH）	
	人民币对二甲苯掉期（CPX）	
	人民币精对苯二甲酸掉期（CPTA）	
	人民币纯苯掉期（CBZ）	
	自贸区乙二醇进口掉期（FMEG）	
碳排放	上海碳配额远期（SHEAF）	

数据来源：上海清算所

## 二、积极服务碳市场建设和发展

长期以来，上海清算所充分发挥服务大宗商品市场的经验和风险管理的专业优势，积极支持全国及试点碳排放权市场的建设和发展，于 2017 年推出了中国首个也是唯一一个采取中央对手清算模式的标准化碳金融衍生品——上海碳配额远期中央对手清算业务，形成可复制可推广的业务模式。2021 年，进一步落实绿色低碳发展要求，上海清算所主动服务全国碳排放权市场并发布市场首批全国碳排放权交易市场价格指数，为市场参与者交易碳排放配额提

供了公允透明的价格参考，助力发挥市场价格发现功能，同时与试点碳排放权市场合作研发碳配额跨境人民币清算业务，并探索推广碳配额远期中央对手清算模式，助力双碳目标实现。

## 三、有序推进市场服务机制优化

经过多年发展，上海清算所已形成完善的场外大宗商品衍生品中央对手清算业务风险管理体系，采用国际标准的分层、瀑布式的风险管理机制，能够切实防范大宗商品衍生品交易中的违约风险，及时防范和化解可能出现的区

域性或系统性风险，特别是 2020 年推出的跨期保证金对冲机制得到市场高度认可，有助于实体企业更加低成本地开展精细化套期保值。此外，通过持续开展多层次市场投资者教育工作，提升实体企业风险管理意识和能力，培育了一

批具有一定衍生品交易报价能力的实体企业及数家具有良好撮合能力的经纪公司，建立并优化远期价格有偿报价机制，持续提升远期价格曲线的有效性等。



## 第三章

# 国际场外金融衍生品市场发展情况

### 一、国际场外金融衍生品市场发展概况

#### （一）名义本金规模平稳增长，总市值有所下降

2021 年，全球经济在疫情的反复冲击下艰难复苏。疫情引发的全球供应链不畅、发达国家劳动力供给短缺等因素使全球通胀高企，推动主要央行货币政策转向，新兴经济体加息潮蔓延。在此背景下，全球场外衍生品存续期名义本金规模相对平稳，总市值规模较 2020 年末

有所回落。

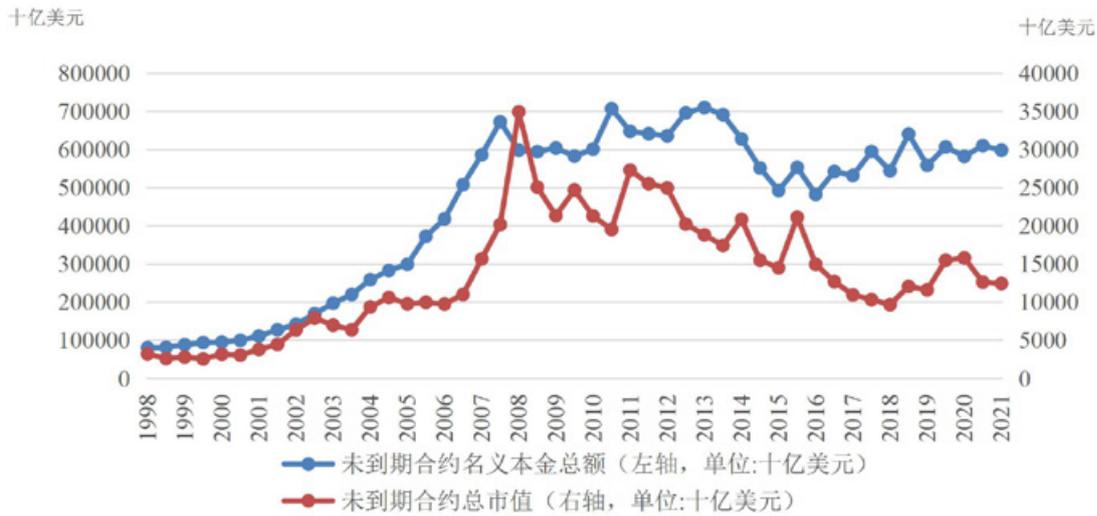
截至 2021 年末，国际场外金融衍生品未到期合约名义本金总额为 598.4 万亿美元，较上年末增长 2.8%。未到期合约总市值为 12.4 万亿美元，较上年末下降 21.2%。这主要是由于新冠疫情引发的市场动荡和各国强力应对政策，场外衍生品总市值曾在 2020 年快速增长，但随着全球新冠疫苗接种率的提高，社会运行逐渐恢复运转秩序，国际市场经济逐步复苏，宏观经济不确定性降低，总市值逐步降回到接近疫情前的水平。

表 3-1：近年全球场外金融衍生品市场规模和总市值变化

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			
	2020 年中	2020 年末	2021 年中	2021 年末	2020 年中	2020 年末	2021 年中	2021 年末
合约总计	606821	582055	609996	598416	15481	15783	12617	12439
汇率类合约	93811	97549	102471	104249	2628	3176	2412	2548
外汇远掉期	55697	58031	61569	63723	1208	1645	1213	1343
货币互换	26236	27810	28748	30049	1211	1308	1031	1041
汇率期权	11819	11669	12113	10436	209	222	167	164
其他	59	40	41	41				
利率类合约	495141	466494	488099	475271	11718	11319	8940	8612
远期利率协议	92970	72927	73626	39438	312	285	210	195
利率互换	363554	355791	372376	397109	10348	10162	8058	7787
利率期权	38298	37471	41810	38562	1058	872	671	630
其他	319	305	288	161				
权益类合约	6457	7084	7506	7280	659	840	730	655
远期和互换	2923	3643	3832	3968	282	321	283	278
期权	3534	3441	3673	3312	377	519	447	377
商品类合约	2099	2051	2453	2218	260	216	300	391
黄金	867	834	978	686	48	33	25	17
其他贵金属	82	95	116	95	6	8	7	6
其他商品	1150	1122	1359	1437	206	174	268	368
远期和互换	1494	1452	1586	1708				
期权	605	598	867	510				
信用衍生品	9050	8649	9121	9061	200	219	220	211
其中：信用违约互换	8809	8359	8813	8800	185	202	205	199
单名工具	3617	3484	3445	3529	92	77	71	78
多名工具	5192	4876	5368	5271	93	125	134	120
其中：指数产品	4806	4529	4335	4905				
未分类衍生品	262	227	347	337	16	13	15	22
总信用风险敞口	606821	582055	609996	598416	3204	3366	2713	2535

数据来源：国际清算银行



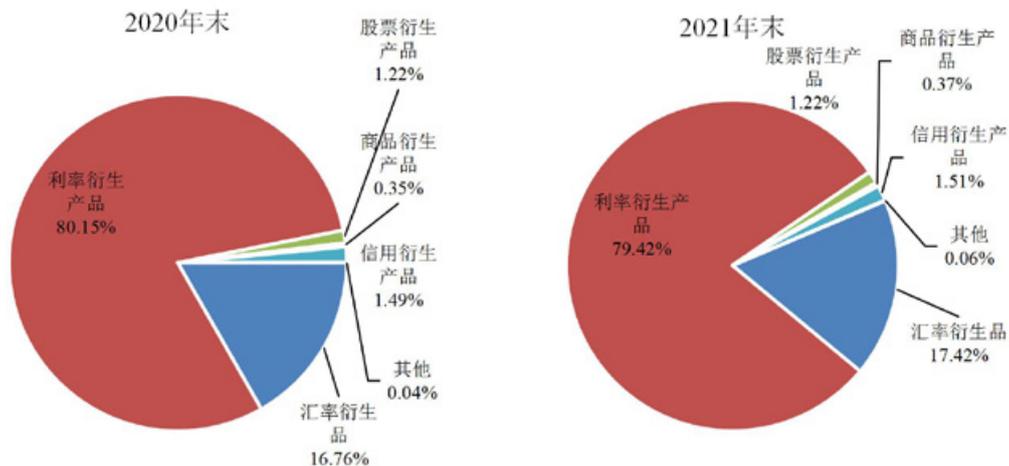
▲ 图 3-1: 2021 年末全球场外金融衍生品市场未到期合约名义本金总额和总市值

数据来源: 国际清算银行

## (二) 规模结构保持稳定, 市值结构小幅调整

2021 年, 国际场外金融衍生品市场结构保持稳定, 利率衍生品占据绝对主导地位, 其次

是汇率衍生品, 信用、权益和商品等其他衍生品占比较小。从名义本金占比来看, 截至 2021 年末, 利率衍生品和汇率衍生品占比分别为 79.4% 和 17.4%, 其他衍生品合计占比 3.2%。

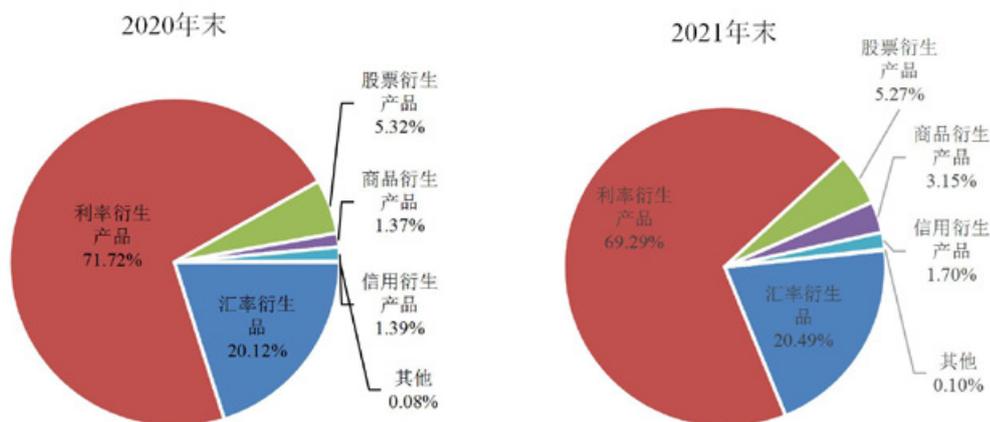


▲ 图 3-2: 2021 年末各类衍生品名义本金占比变化

数据来源: 国际清算银行

从市值占比来看, 利率、汇率、权益衍生品占比略有下降, 商品、信用衍生品占比略微上升。利率衍生品和汇率衍生品市值占比

分别为 69.3% 和 20.5%, 其他衍生品合计占比 10.2%。



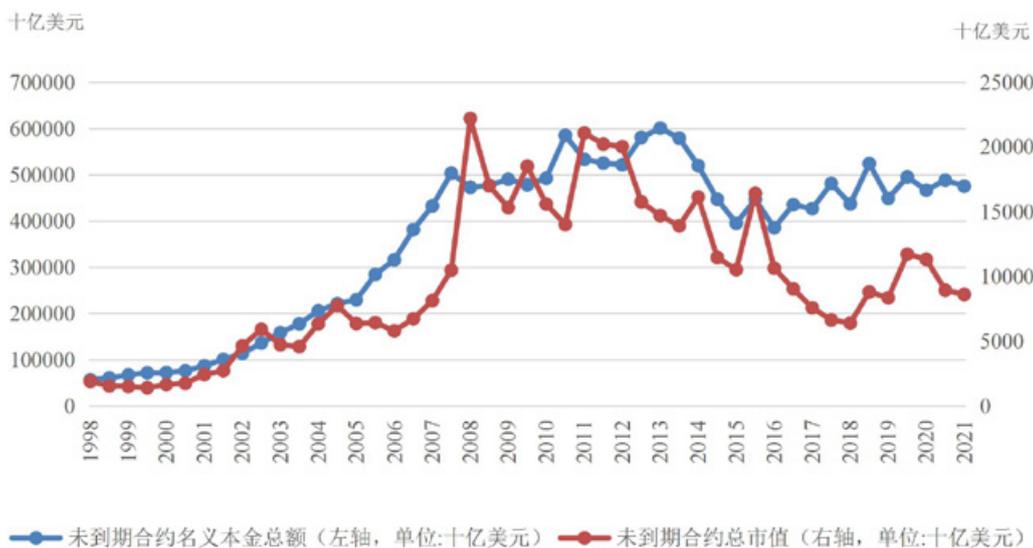
▲ 图 3-3: 2021 年末各类衍生品总市值占比变化

数据来源: 国际清算银行

### 1、利率衍生品

截至 2021 年末, 利率衍生品未到期合约名义本金达到 475.3 万亿美元, 同比小幅增长 1.9%。

截至 2021 年末, 利率衍生品总市值有所回落, 下降至 8.61 万亿美元, 同比下降 23.8%。

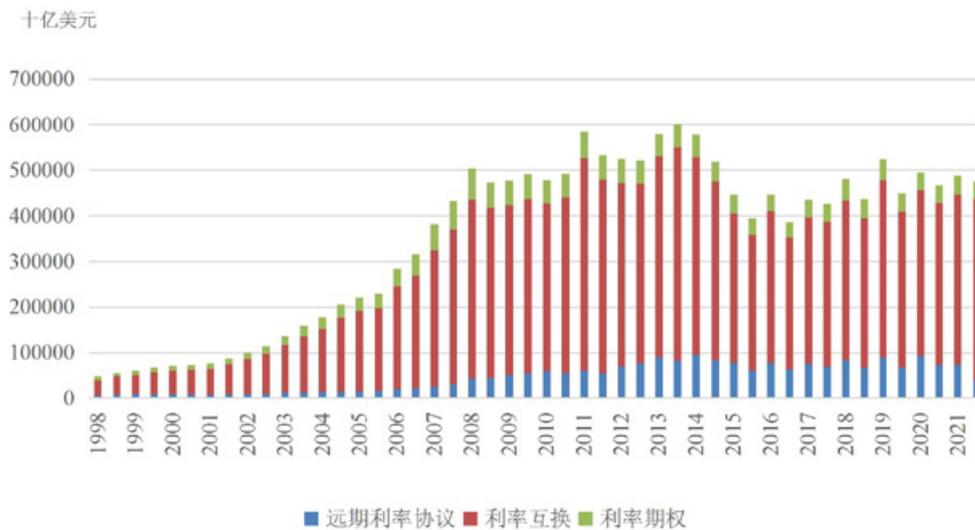


▲ 图 3-4: 国际场外利率衍生品市场历年未到期合约名义本金总额和总市值

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品主要产品类型，其中利率互换交易保持主导地位，远期利率协议交易大幅下降。截至 2021 年末，利率互换未到期合约名义本金和总市值分别为 397.1 万亿美元和 7.8 万亿美元，同比增长 11.6% 和下降 23.5%，分别占利率衍

生品未到期名义本金总额和总市值的 83.6% 和 90.4%；远期利率协议未到期名义本金总额和总市值为 39.4 万亿美元和 1953 亿美元，同比大幅下降 45.9% 和 31.5%；利率期权的未到期名义本金和总市值为 38.5 万亿美元和 6301 亿美元，同比增长 2.9% 和下降 2.8%。



▲ 图 3-5：各利率衍生品名义本金总额历年变化

数据来源：国际清算银行



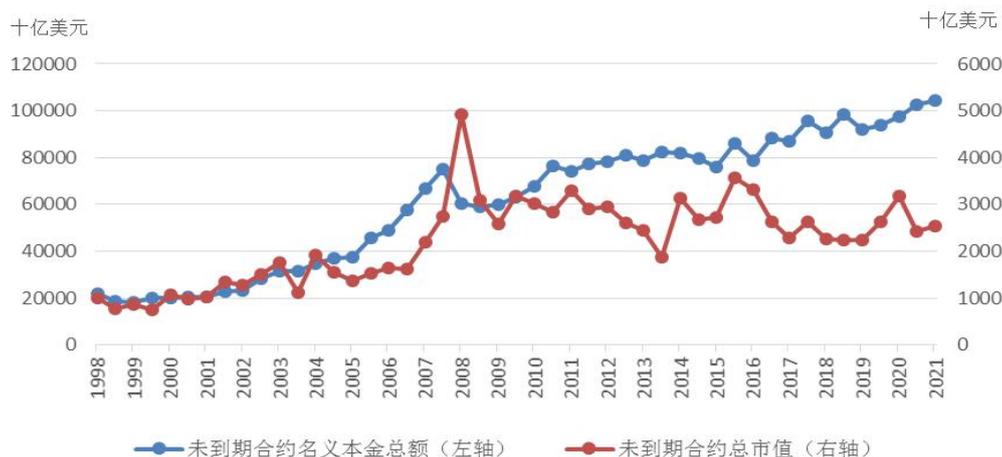
▲ 图 3-6：各利率衍生品总市值历年变化

数据来源：国际清算银行

此外，利率衍生品合约以美元、欧元和英镑为主要计价货币，名义本金规模分别占利率衍生品总量的 35.2%、27.0% 和 7.5%。

截至 2021 年末，汇率衍生品未到期合约名义本金总额为 104.2 万亿美元，同比增长 6.8%；总市值为 2.5 万亿美元，同比下降 21.9%。

## 2、汇率衍生品



▲ 图 3-7：国际场外汇率衍生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

外汇远掉期<sup>1</sup>、货币互换和期权是汇率衍生品的主要品种。截至 2021 年末，从未到期合约名义本金占比来看，外汇远掉期占比最大，为 61.1%，货币互换占比次之，为 28.8%，期权占

比最小，为 10.1%；从合约市值来看，外汇远掉期、货币互换的占比较大，分别为 52.7% 和 40.9%，期权市值仅占比 6.4%。



▲ 图 3-8：国际场外汇率衍生品名义本金总额历年变化

数据来源：国际清算银行

1 BIS 统计口径中，将远期和外汇掉期合并统计。



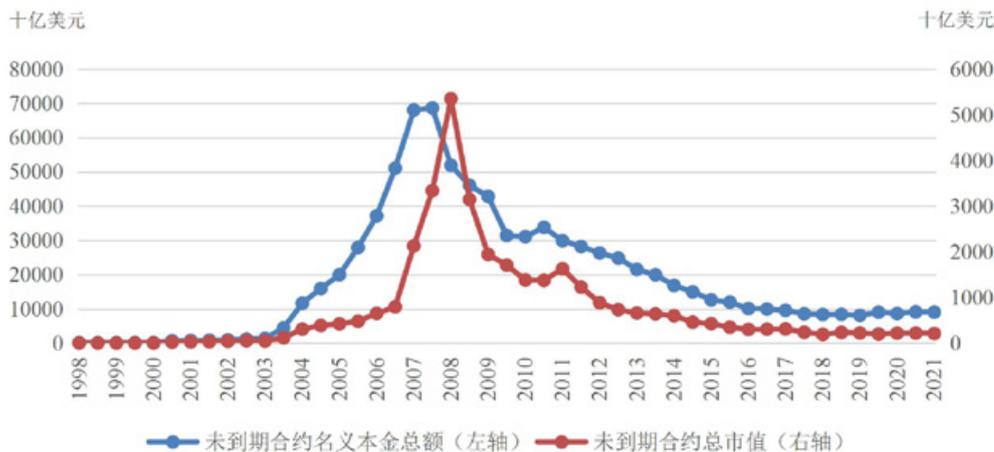
▲ 图 3-9: 国际场外汇率衍生品总市值历年变化

数据来源: 国际清算银行

此外, 外汇衍生品以美元和欧元为主要计价货币, 分别占外汇衍生品总交易规模的 85.9% 和 32.9%。

### 3、信用衍生品

2021 年, 国际信用衍生品市场走势总体平稳。截至 2021 年末, 未到期合约名义本金约为 9.1 万亿美元, 同比增长 5.8%; 未到期总市值为 2106 亿美元, 同比下降 3.8%。

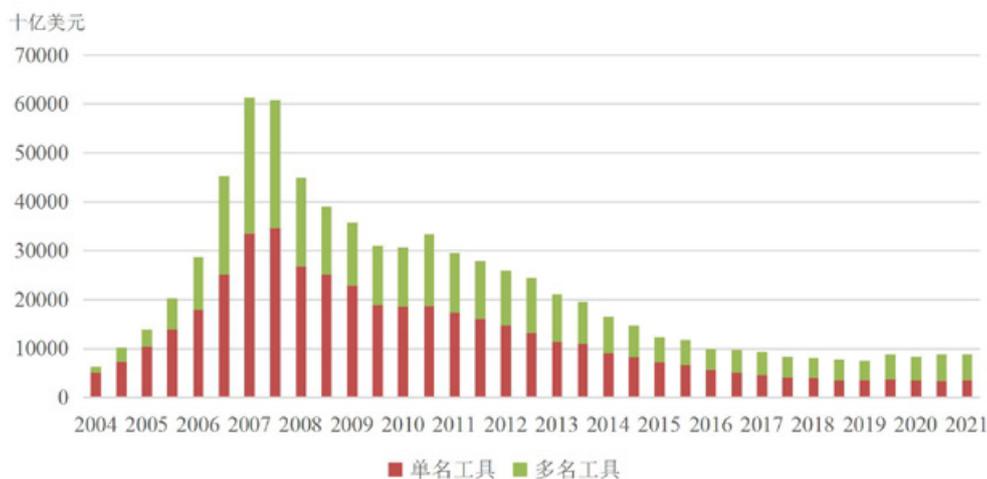


▲ 图 3-10: 国际场外信用衍生品市场未到期合约名义本金总额和总市值

数据来源: 国际清算银行

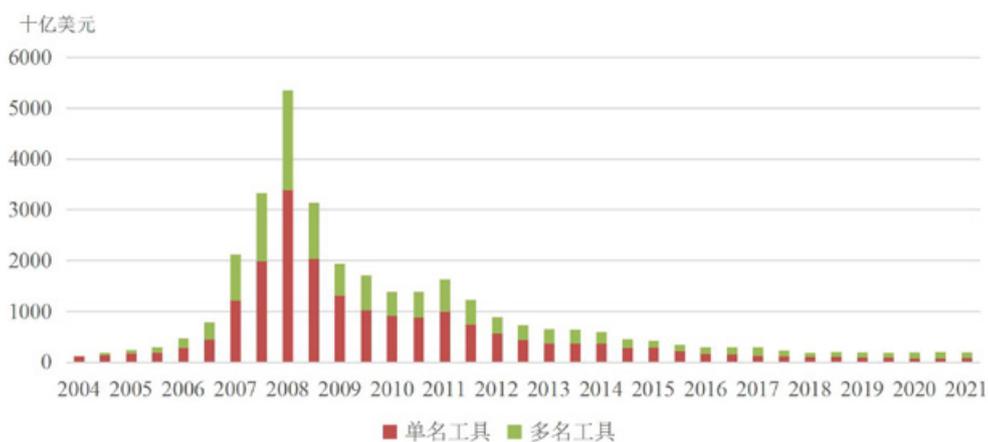
CDS 是主流的信用衍生品, 市场规模占比 97.1%, 主要分为单名工具和多名工具, 分别占 CDS 市场规模的 40.1% 和 59.9%。从未到期合约名义本金来看, 截至 2021 年末, 单名工具为 3.5 万亿美元, 与去年基本持平; 多名工具为 5.3

万亿美元, 同比上涨 6.1%, 其中指数产品占多名工具的比重达 93.1%。从合约市值看, 截至 2021 年末, 单名工具总市值约为 784 亿美元, 同比上升 1.8%; 多名工具总市值约为 1201 亿美元, 同比下降 3.9%。



▲ 图 3-11：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



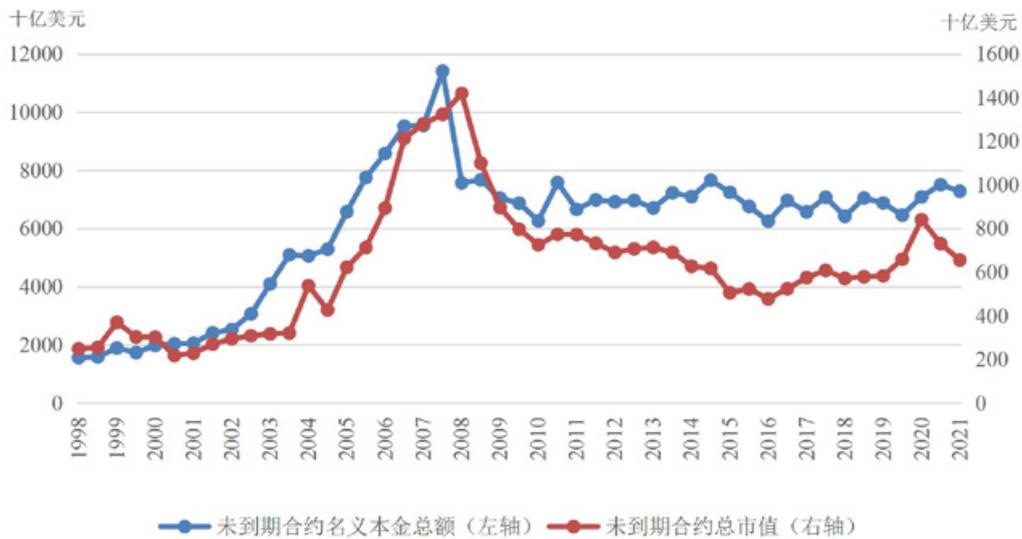
▲ 图 3-12：各信用违约互换产品总市值历年变化

数据来源：国际清算银行

#### 4、权益衍生品

截至 2021 年末，场外权益衍生品未到期合约名义本金总额为 7.3 万亿美元，同比上

涨 2.8%；总市值约 0.7 万亿美元，同比下降 22.0%。



▲ 图 3-13：国际场外权益衍生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

从品种上看，权益衍生品以权益远期和互换以及权益期权为主，两者未到期名义本金总额分别为 4.0 万亿美元和 3.3 万亿美元，占权益衍生品市场规模 54.5% 和 45.5%；总市值分别为 0.3 万亿美元和 0.4 万亿美元，占权益衍生品

市值的 42.4% 和 57.6%；从期限上看，权益衍生品短期产品占比较大，1 年及 1 年以下产品名义本金总额为 4.6 万亿美元，市场规模占比 63.3%。



▲ 图 3-14：各权益衍生品名义本金总额历年变化

数据来源：国际清算银行



▲ 图 3-15：各权益衍生品总市值历年变化

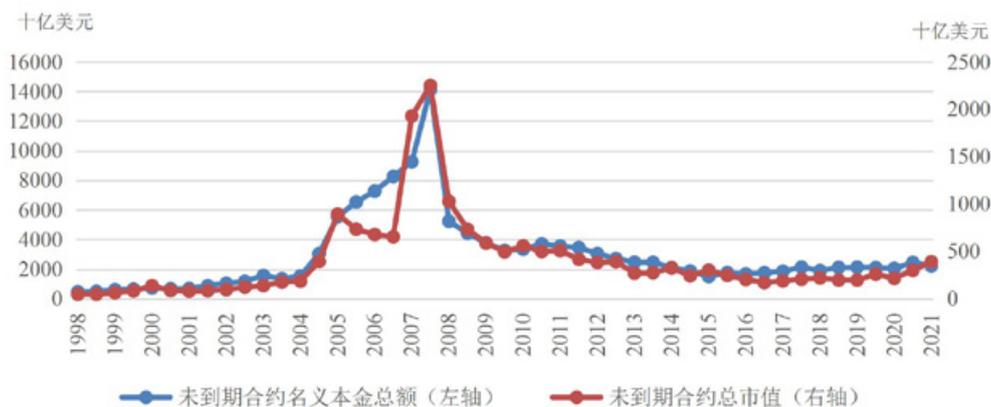
数据来源：国际清算银行

此外，权益衍生品的细分市场中，美国和欧盟市场占比较大，其总市值分别占权益衍生品总市值规模的 55.3% 和 27.2%。

## 5、商品衍生品

2021 年，商品场外衍生品未到期名义本金

总额和总市值均有所增长。截至 2021 年末，商品场外衍生品未到期名义本金总额 2.2 万亿美元，同比增长 8.1%；总市值约 0.4 万亿美元，同比增长 81%。



▲ 图 3-16：国际场外商品衍生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

商品场外衍生品主要分为黄金衍生品、其他贵金属衍生品和其他商品衍生品三大类。名义本金方面，截至 2021 年末，黄金衍生品未

到期名义本金总额为 0.7 万亿美元，同比下降 17.7%；其他贵金属衍生品未到期名义本金总额为 0.1 万亿美元，同比无变化；其他商品衍生

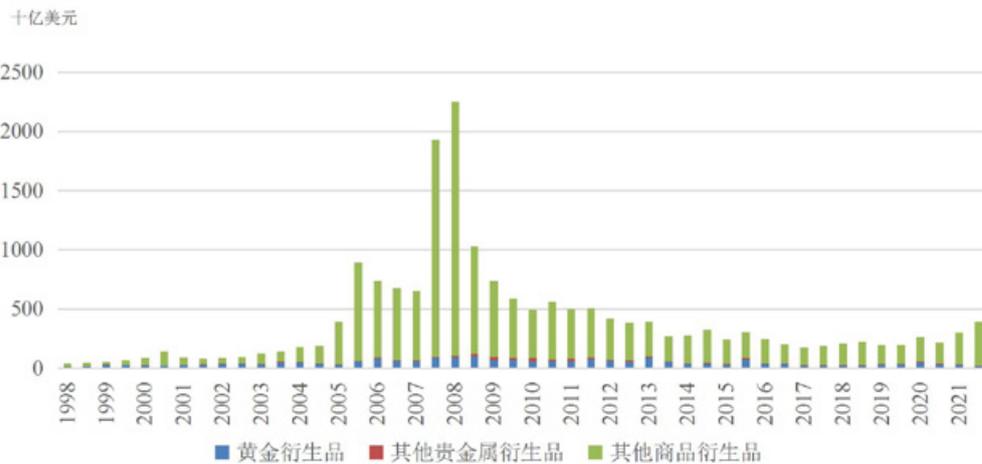
品未到期名义本金总额为 1.4 万亿美元，同比增加 28.1%。总市值方面，截至 2021 年末，黄金衍生品、其他贵金属衍生品、其他商品衍生

品总市值分别为 170 亿美元、60 亿美元、3680 亿美元，同比分别减少 48.5%、25.0% 以及增长 111.5%。



▲ 图 3-17: 各商品衍生品名义本金总额历年变化

数据来源: 国际清算银行



▲ 图 3-18: 各商品衍生品总市值历年变化

数据来源: 国际清算银行

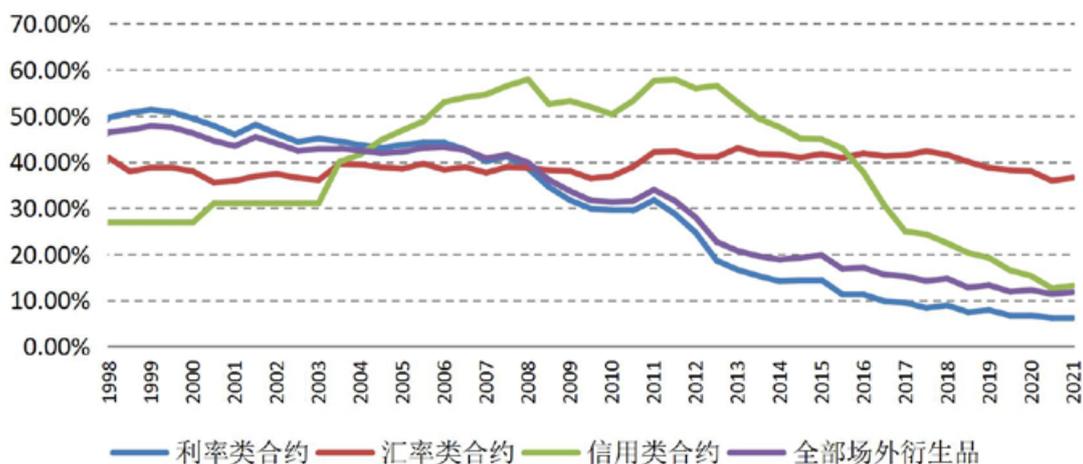
### (三) 市场参与者结构变化不大，集中清算比例保持稳定

国际清算银行 (BIS) 将场外金融衍生品市场参与者分为三大类，分别是报告交易者

(Reporting Dealers)、其他金融机构 (Other Financial Institutions) 和非金融机构 (Non-Financial Customers)。报告交易者是总部在 12 个报告国家的商业银行、投资银行和证券公司，

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，包括银行、视作终端用户的非银金融机构（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），中央对手方（CCPs）和中央银行也在此类。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。截至 2021 年末，上述三类参与者在场外金融衍生品市场参与情况呈现以下特点：

一是报告交易商是场外衍生品市场的重要力量，但近年来交易名义本金占比呈下降趋势。截至 2021 年末，报告交易商持有的名义本金合计为 70.6 万亿美元，在相关衍生品 1 名义本金中的比例为 11.8%，同比微降 0.4 个百分点。其中，报告交易商在信用、利率衍生品的交易中延续了长期下滑的趋势，截至 2021 年末，已分别降至 13.2% 和 6.3%，汇率衍生品占比略微上升至 36.6%。



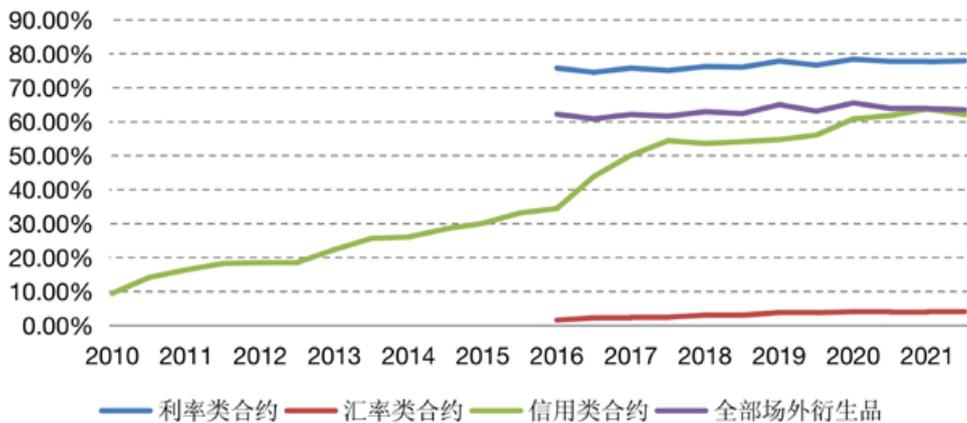
▲ 图 3-19：报告交易商各类衍生品交易名义本金的占比

数据来源：国际清算银行

二是中央对手方清算占比持续提高，推动其他金融机构类别占比持续上升。截至 2021 年末，其他金融机构持有的各类金融衍生品名义

本金占比基本保持稳定，微升至 83.3%，其中中央对手方占比 63.5%，充分体现了场外衍生品集中清算模式的推广成效。

1 BIS 关于市场参与者结构的数据中仅包括外汇、利率、信用、权益衍生品数据，无商品衍生品数据。

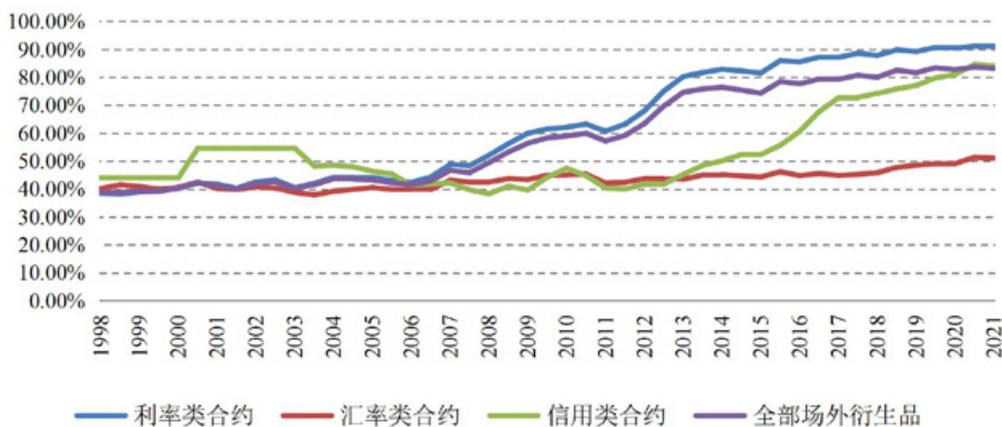


▲ 图 3-20：中央对手方（CCP）在各类衍生品名义本金的占比

数据来源：国际清算银行

从细分市场占比看，其他金融机构在利率衍生品持有的名义本金占比约 91%，其中中央对手方占比近年来稳定在 78% 左右；在信用衍生品（仅指信用违约互换）持有的名义本金占比超过 84%，其中中央对手方占比约 62.1%，

同比微增 0.3 个百分点；在汇率衍生品持有的名义本金占比相对较低，约为 51.1%，其中中央对手方占比仅为 4.0%，同比基本持平，集中清算应用程度较低。

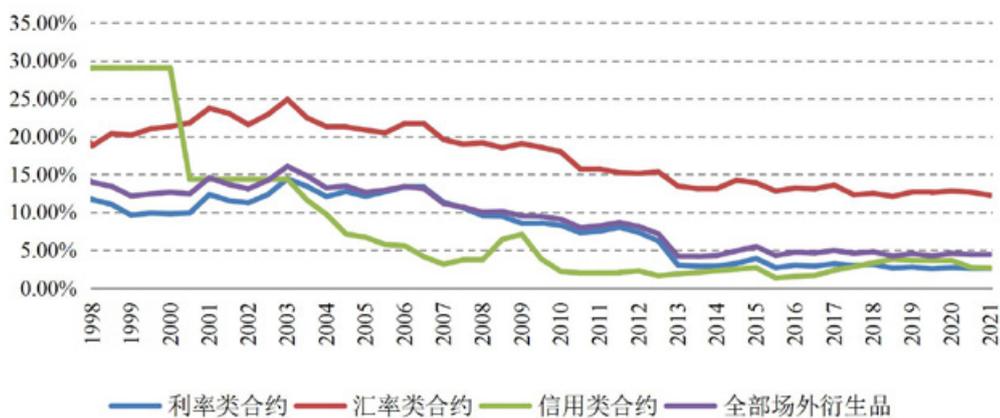


▲ 图 3-21：其他金融机构在各类衍生品名义本金的占比

数据来源：国际清算银行

三是非金融机构持仓较小且近年来相对稳定。截至 2021 年末，非金融机构持有场外金融衍生品名义本金占比约为 4.5%，与 2020 年末

基本持平。其中汇率衍生品占比 12.7%，利率衍生品和信用衍生品占比均为 2.7%。



▲ 图 3-22：非金融机构在各类衍生品名义本金的占比

数据来源：国际清算银行



## 专栏六：宏观对冲基金外汇衍生品交易策略简介

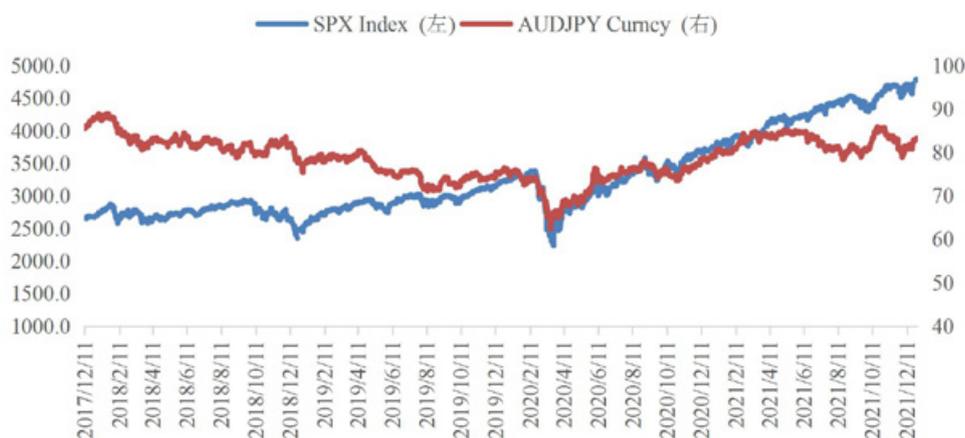
宏观对冲基金 1 为采用全球/宏观型(Global/Macro) 投资策略的对冲基金，其利用宏观经济的基本原理来识别金融资产的错误定价，使用债务、股权、外汇、商品等期货、期权及衍生品等高杠杆工具，采取“自上而下(Top-down)”的投资策略，从预期的市场波动中获利。其中外汇市场与全球主要国家地区的股票市场、债券市场、商品市场具有极强的联动性，且具有交易量大、流动性好、交易成本低，衍生品结构丰富且杠杆较高等特点，使得外汇衍生品交易成为宏观对冲基金交易策略的重要组成部分。本专栏将就宏观对冲基金中外汇衍生品交易三类主流策略进行简要介绍。

### 一、方向性策略

对冲基金对汇率进行方向性判断，通过相应的衍生品交易实现投资组合的盈利或风险对冲目的。常用结构包括 European Vanilla option

(香草期权)、call/put spread (价差期权)、Risk Reversal(风险逆转期权)、Digital option(数字式期权)等。例如澳元对日元 AUDJPY 为经典的风险情绪货币对，其汇率走势与标普指数等风险资产有较强的相关性，同时其隐含波动率相较于股指显著较低，很多对冲基金会选择买入 AUDJPY 的看跌期权作为金融市场尾部风险的对冲。2020 年 3 月份新冠疫情的爆发引起了市场美元流动性危机，全球股市暴跌，债券、商品等大类资产价格也发生了巨幅震荡，且常规的股票债券跷跷板效应短期内失效，外汇衍生品作为市场中流动性最为充裕的金融产品，在极端市场行情下为市场参与者提供了重要的对冲工具。同期 AUDJPY 作为市场避险情绪的风向标迅速走低且波动率大幅飙升，持有该标的的看跌期权显著对冲了投资组合的风险。

1 截至 2021 年初，全球 25 大宏观对冲基金管理着 6850 亿美元的资产。56% 的全球顶级宏观对冲基金总部设在美国，28% 位于伦敦。



▲ 专栏图 5-1：2018–2021 年澳元兑日元、标普 500 指数走势

数据来源：bloomberg

## 二、波动率策略

对冲基金看多或看空外汇市场未来某一期限的波动率，通过相应的外汇衍生品做多或做空波动率实现盈利或风险对冲。常用结构包括 Straddle（鞍式期权）、Butterfly（蝶式期权）、波动率互换（Volatility Swap）等结构。例如 2016 年英国公投脱欧成为冲击金融市场的“黑天鹅”事件，英镑对美元 GBPUSD 的波

动率在脱欧决议后大幅飙升。英国脱欧事件初步发酵之后，对冲基金押注该事件产生的影响在“靴子落地”后将逐步平息，对汇率市场的冲击不可持续，进而通过卖出波动率互换做空 GBPUSD 波动率。交易到期后，投资者与交易对手方以 GBPUSD 在交易存续期间的实现波动率和期初规定的波动率之差结算损益。



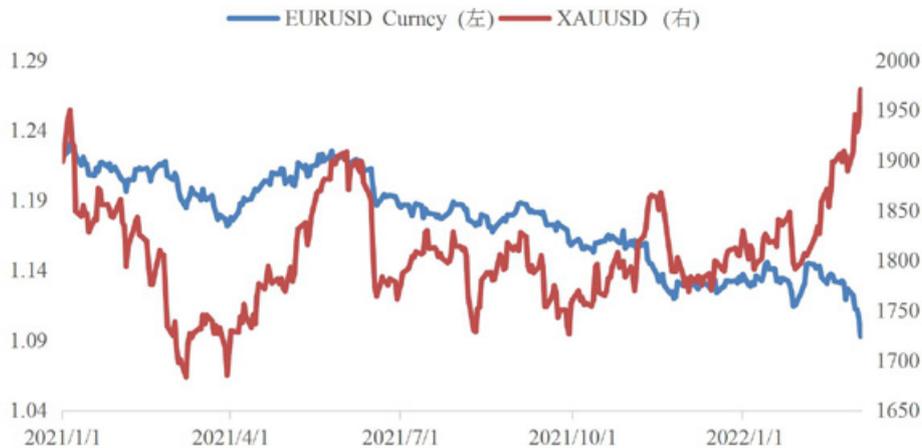
▲ 专栏图 5-2：2015–2021 年英镑兑美元 3 个月隐含波动率走势

数据来源：bloomberg

### 三、相关性策略

对冲基金在看涨一个货币对汇率的同时看跌另一个货币对（或另一个资产价格），通过相应的复合衍生品实现交易收益。常用结构包括 Chooser Option（选择期权）、Dual Binary（复合数字期权）等。例如俄乌冲突持续发酵，同时美联储预计将开启加息周期，地缘政治风险及欧央行与美联储之间的货币政策背离均对

欧元形成利空；另一方面潜在的战争风险则对黄金这一避险资产形成支撑。对冲基金在同时看空欧元及看多黄金的观点下可以购入标的为 EURUSD 与 XAUUSD 的 Dual Binary 期权，如期末 EURUSD 低于行权价且 XAUUSD 高于行权价则获得收益。该结构通过相关性策略降低了期权费，在表达对冲基金宏观交易观点的同时提供了高杠杆交易结构。



▲ 专栏图 5-3：2021-2022 年欧元兑美元、伦敦金走势

数据来源：bloomberg

专栏 5 附表 5-1: 2021 年全球 10 大宏观对冲基金

排序	基金名称	国家	基金规模 (百万美元)	策略
1	Fortress Investment Group	美国	110,894.20	Private Equity, Global Macro, Special Situations
2	Garda Capital	美国	78,067.20	Global Macro
3	Man Group	英国	64,740.60	Global Macro, Convertibles, Crypto
4	Brevan Howard Asset Management	英国	58,630.00	Global Macro, Commodities
5	Viking Global Investors	美国	42,123.10	Global Macro, Long/Short
6	Moore Capital Management	美国	35,454.60	Global Macro, Emerging Markets
7	Graham Capital Management	美国	34,619.00	Global Macro, Commodities, Energy
8	BlackRock Alternative Advisors	美国	33,250.00	Global Macro, Convertibles, Managed Futures
9	Lansdowne Partners	英国	31,740.00	Absolute Returns, Global Macro, Long/Short
10	King Street Capital Management	美国	24,504.60	Global Macro, FX, Long/Short, Distressed Assets



## 二、国际场外金融衍生品市场监管的最新动态与趋势

### （一）场外衍生品市场改革进展

#### 1、交易报告

截至 2021 年 9 月末，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，全球共建立 24 个交易报告库和 13 个类交易报告库，且已有超过 80% 的新交易需要向交易报告库（TR）或类 TR 报送。南非是唯一未落实场外衍生品交易报送要求的司法辖区，由于其目前没有 TR，南非正在进行等效监管框架的最终确认，以允许境外 TR 设立和运营。

为提高交易报告库数据质量，国际组织持续推动数据标准化工作。2021 年 6 月，全球法人识别编码监督管理委员会（LEI ROC，即 FSB 授权的 UTI、UPI 和 CDE 国际治理机构），与衍生品服务局（DSB，即 FSB 指定的 UPI 服务提供商）签署合作备忘录，正式确定了 UPI 治理的未来职责分工和治理标准，确定了以经济可持续性为框架的协商性基本原则。备忘录还包括 DSB 提供 UPI 服务的承诺，涵盖了提供 UPI 服务的政策和程序、内部治理、DSB 咨询委员会职责、增值服务、利益相关者咨询和透明度需求等内容。2021 年，ROC 持续监督 DSB 推动相关工作，确保全球衍生品交易逐步广泛使用统一的数据元素。DSB 预计将从 2022 年第三季度起，为场外衍生品交易提供 UPI 服务。

#### 2、集中清算

截至 2021 年 9 月末，FSB 的 24 个司法管

辖区中，已有 17 个对场外衍生品实施强制集中清算。2021 年 11 月，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《关于代理清算路径和可转移性的讨论稿》（以下简称《讨论稿》），探讨了中央对手方（CCP）客户准入的新路径和转移客户头寸、抵押品的有效方法。

CPMI 和 IOSCO 在《讨论稿》中提出两种新的客户准入模式，使过去只能作为客户间接参与集中清算的机构可以直接参与集中清算。在传统代理清算模式下，部分买方机构（主要是养老基金、基金和保险公司）由于无法参与 CCP 损失分摊机制，因此不能成为 CCP 清算会员，仅能通过综合清算会员间接参与，但综合清算会员认为代理清算服务并不是一项盈利业务。为解决上述问题，新准入模式下，综合清算会员可为买方机构缴纳清算基金，使买方机构成为新的一类直接清算参与者。

此外，CPMI 和 IOSCO 还在《讨论稿》讨论了在综合清算会员违约情况下转移其客户头寸和抵押品的可行方法，指出应由客户或 CCP 事前指定备选综合清算会员，并使用便于客户全额保证金交易头寸转移的账户结构。同时，也要加强与违约清算会员的信息沟通，以更好实现转移。同时据调研，CCP 表示设计转移协议时监管障碍、破产框架、抵押品转移、测试和透明度是重点考虑的问题。

#### 3、非集中清算衍生品（NCCD）的保证金要求

截至 2021 年 9 月末，FSB 的 24 个司法管

辖区中，已有 16 个对场外衍生品实施 NCCD 保证金要求。由于疫情因素，巴塞尔委员会（BCSC）和 IOSCO 早在 2020 年 4 月同意将 NCCD 保证金要求的最后两个实施阶段延长，延期后的最终实施时间为 2022 年 9 月 1 日。作为过渡，自 2021 年 9 月 1 日起，非集中清算衍生品交易总平均名义本金（AANA）超过 500 亿欧元的实体应执行有关保证金要求。2021 年 7 月，欧盟通过了关于澳大利亚、巴西、加拿大、香港、新加坡和美国所适用的非集中清算衍生品法律和监管框架的等效决定。

## （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）

一是推出银行间同业拆借利率（IBOR）后备机制。2021 年 1 月 25 日，ISDA 发布的《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》正式生效，当某一货币的 IBOR 发生永久终止时，该货币的后备利率<sup>1</sup>将自动适用。2021 年 12 月 16 日，ISDA 发布了一组新的后备利率<sup>2</sup>，以确保相关基准永久终止时将有替代的后备利率。

二是更新利率衍生品定义文件。2021 年 10 月 4 日，2021 年版的 ISDA 利率衍生品定义文件（以下简称“定义文件”）正式生效。2006 年版本的定义文件自发布以来，历经 15 年经过多次修订增补。2021 年版的定义文件首次以电子形式发布，将以前补充文件整合以方便使用，

并全面反映因市场结构、监管要求和技术应用等带来的市场操作的变化，主要修改要点包括：第一，变动现金结算方法体系，以适应履约保障品的使用增加、XVA 在估值中的应用、向隔夜指数掉期贴现转变等实操变化，同时在特定情形下引入更为标准化及稳健的交易商询价机制，更好保障交易双方均有权获取报价；第二，浮动利率选择相关的变化，包括通过矩阵范式对浮动利率进行标准化归类，删除浮动利率应具备公开来源的属性、更新一些过时参考利率等；第三，支付及计算条款的变化，根据新的营业时间及市场惯例修订浮动端金额支付的条款；第四，计算代理机构条款，包括强调计算代理机构应基于诚信原则通过具备商业合理性的程序产生相应结果，增加了交易双方向计算代理机构主张更多计算信息的权利，并设计了现金结算争议解决框架和通用后备条款；第五，引入通用的后备利率触发、确定及调整机制。

三是发布环境、社会和治理（ESG）白皮书。ISDA 于 2021 年 9 月 7 日发布了两份新的白皮书，审视了快速发展的环境、社会和治理（ESG）交易市场的主要方面，目的是为该领域建立健全的标准和最佳做法。这两份文件重点关注与可持续发展相关衍生品的关键绩效指标（KPI）和 ESG 交易的会计处理，满足市场参与者为实现气候和发展目标所开展的 ESG 相关投资和套期保值交易的需要。

### 2、美国

1 后备利率包括 Australia's Bank Bill Swap Rate、the Canadian Dollar Offered Rate、euro LIBOR、EURIBOR、HIBOR、the Singapore dollar Swap Offer Rate、sterling LIBOR、Swiss franc LIBOR、the Thai baht Interest Rate Fixing、TIBOR、euroyen TIBOR、yen LIBOR 以及 US dollar LIBOR。

2 包括 IBORs in India（MIFOR）、Malaysia（KLIBOR）、New Zealand（BKBM）、Norway（NIBOR）、the Philippines（PHIREF）以及 Sweden（STIBOR）。

一是 SEC 批准注册首个基于证券的互换数据报告库。2021 年 5 月 7 日，美国证券交易委员会（SEC）宣布批准注册通过首个基于证券的互换数据报告库（Swap Data Repository, SDR），即 DTCC Data Repository (U.S.) LLC (DDR)。DDR 将作为注册 SDR 运营，用于报告股权、信用和利率衍生品中基于证券的互换交易。DDR 的注册标志着《多德-弗兰克法》（Dodd-Frank Act）下基于证券的互换交易报告规则（security-based swap data reporting, SBSR）正式进入实施阶段，有利于进一步增强衍生品市场的透明度。SEC 将 2021 年 11 月 8 日定为 SBSR 条例的首个合规日期，该条例规定了基于证券的互换交易应向注册的 SDR 报告，并公布成交、交易量和定价信息。

二是 SEC 就规范基于证券的互换交易 3 项规则征求意见。2021 年 12 月 15 日，为促进基于证券的互换交易（Security-Based Swap）市场的规范发展，SEC 起草了 3 项规则草案公开征求意见：其中规则 9j-1 草案禁止基于证券的互换交易中的不当行为、市场操纵、内幕交易；规则 15Fh-4 (c) 草案禁止交易参与主体的其他工作人员采取任何行动来胁迫、误导或以其他方式干扰首席合规官（CCO）；规则 10B-1 要求任何持有基于证券的互换交易的大额头寸主体向 SEC 报备并公开该头寸有关信息。

三是美国商品期货交易委员会（CFTC）与欧洲证券与市场监管局（ESMA）签署 CCP 升级版备忘录。2021 年 1 月 6 日，CFTC 与 ESMA 签署关于中央对手方的升级版谅解备忘录，主要内容是在美国设立并经 CFTC 注册的衍生

品清算机构（DCO）在欧盟运营时，CFTC 将与 ESMA 开展相关监管合作与信息交换。该类 DCO 是 ESMA 根据《欧洲市场基础设施监管条例》（EMIR）所认可的中央对手方。

### 3、欧盟

一是 ESMA 进一步细化对中央对手方（CCP）规范。2021 年 2 月 24 日，ESMA 发布指南以统一 EMIR 下对 CCP 的监管审查与评估工作，主要涵盖资本要求、组织要求、业务连续性、商业行为、审慎要求以及互通性的准备等；7 月 12 日，ESMA 为保障 CCP 的财务稳健性，就关于计算和维持预备专用自有资金的额外数额方法的监管技术标准草案、关于提前干预措施使用触发条件的统一适用指引、关于 CCP 恢复计划指标和情形的指引等文件征求意见，统一的 CCP 恢复制度将允许 CCP 在发生财务状况严重恶化或存在违反其资本和审慎要求风险时，继续提供其关键功能；7 月 13 日，ESMA 公布了基于 EMIR 第 25 (2c) 条的要求所制定的评估第三国中央对手方（TC-CCP）或其部分清算服务是否具有重大系统重要性的方法，以确定 TC-CCP 是否不应被认可在欧盟开展某类清算服务或活动。11 月 18 日，ESMA 就有关处置工作组（resolution colleges）、CCP 资产和负债处置估值、客户和间接客户保护措施以及处置方案内容等监管技术标准草案，和有关合约终止时的估值以及 CCP 被视为破产或可能破产情形的适用等指南文件公开征求意见，为 CCP 处置提供进一步指导，同时确保欧盟层面 CCP 处置制度的一致性。

二是发布关于交易报告库（TR）定期报告信息和重大变化的最终报告和指南文件。2021年4月6日，ESMA发布了关于纳入EMIR和《证券融资交易条例》（SFTR）监管的交易报告库（TR）定期报告信息和重大变化的最终报告和指南。该指南旨在提高TR的监管透明度，减少零星信息报告要求，并确保不遗漏任何信息，减少接收信息的处理时间，通过建立统一的报告模板，确保公平的竞争环境，确保ESMA监管所需信息的完整性，改进ESMA监管小组在信息审查方面的内部规划并推进工作处理，从而促进TR已实施的实践标准化。该指南也会精简TR的流程，并确保用以计算TR监管费用信息的准确性。

#### 4、英国

英国修订未集中清算衍生品保证金规则。2021年6月30日，英国审慎监管局（PRA）和金融行为监管局（FCA）发布关于未集中清算衍生品交易双边保证金要求的联合政策声明，对《未集中清算衍生品保证金要求：技术标准文件2016/2251修订案》的征求反馈意见进行了回复，并发布了最终政策。新的政策修改了初始保证金（initial margin）分阶段实施时间和阈值，对于实物交割的外汇远期和互换产品只要求具体规定的对手方进行变动保证金（variation margin）的交换，延长豁免单一股

票期权和指数期权保证金要求至2024年1月4日，延长欧盟经济区可转让证券集合投资计划（UCITS）作为合格担保品的资格。

#### 5、亚洲国家和地区

一是新加坡金融管理局（MAS）就修订《证券及期货（衍生工具合约报告）条例》公开征求意见。2021年7月5日，MAS就《2013年证券及期货（衍生工具合约报告）条例》修订草案公开征求意见，本次修订主要内容为：纳入国际监管组织关于统一唯一交易标识符、唯一产品标识符和其他关键数据要素的技术性指引，通过数据要素的标准化和统一化，促进场外衍生品数据的汇总。

二是香港修订《证券及期货条例》《2014年证券及期货（修订）条例》以完善场外衍生品受监管活动范围。2021年6月11日，香港立法会公布2021年第17号条例《2021年证券及期货及公司法例（修订）条例》，修订《证券及期货条例》《公司条例》及其他成文法则，优化和厘清场外衍生品受监管活动的范围，将非金融集团的企业财务活动、为交易后多边投资组合提供压缩服务的活动、满足条件的境外结算会员的活动、基金经理所提供的服务等业务活动豁免监管，缩窄场外衍生品受监管活动范围，并赋予监管机构相关豁免监管权力。



## 专栏七：LIBOR 退场：国际基准利率的改革及借鉴

2021年3月5日，英国金融市场行为监管局（FCA）发布公告，2021年12月31日之后立即停止所有英镑、欧元、瑞士法郎、日元，以及1周和2个月期美元伦敦银行间无担保资金拆借利率（LIBOR）报价，2023年6月30日之后所有剩余期限美元利率终止报价。LIBOR的逐步退场，意味着国际基准利率体系的根本性转变，对国际金融市场带来广泛且深远的影响。本专栏将对国际基准利率的变革的背景、新的基准利率遴选、应用和转换进行介绍，并尝试分析对中国基准利率体系构建的借鉴意义。

### 一、国际基准利率的变革的背景

LIBOR 诞生于 20 世纪 60 年代末期，在 80 年代银团贷款蓬勃发展时广泛使用，涵盖了五个币种（英镑、美元、欧元、瑞士法郎和日元）和七类期限（隔夜 /7D/1M/2M/3M/6M/12M）。1986 年至 2014 年期间，由英国银行业协会（British Bankers Association, BBA）负责报价管理，2014 年 8 月被洲际交易所（Intercontinental Exchange, ICE）基准管理局（ICE Benchmark Administration Limited, IBA）接管。

LIBOR 操纵案是触发国际基准利率改革的直接动因。报价行主观判断其能够接受的不同期限的银行间融资利率水平，上报给 BBA 后

形成最终的 LIBOR 报价。金融危机以来，操纵 LIBOR 的丑闻频频发生。2008 年，美国商品期货交易委员会与英国金融行为监管局对 LIBOR 定价流程展开调查，处罚了包括巴克莱银行、瑞银集团、苏格兰皇家银行、德意志银行等众多人为操纵 LIBOR 的定价行为，使得 LIBOR 的市场公信力面临着严峻的挑战。

为减少人为操纵，IBA 接管后更改了报价模式，报价银行需基于瀑布法进行报价。瀑布法共有三个层级，第一层级基于合格交易，以真实的交易成交价确定报价；第二层级基于真实交易的推导，在真实的交易价格上通过插值法、时序加权方法等形成报价；第三层级基于专家判断，经过银行内部程序后形成报价。三个层级优先顺序从高到低，只有在高级别的层级无法满足时，方可采用下一层级报价逻辑。

报价方式的改革并没有消除 LIBOR 被操纵的风险，银行仍然存在出于自身利益操控 LIBOR 价格的动机和道德风险。在市场流动性紧张的情况下，为了缓解银行被挤兑的风险和压力，报价行可能会刻意压低报价。在 2008 年金融危机之后，全球央行进行了大规模的量化宽松，银行同业拆借需求降低，市场规模不断缩水，客观市场环境下也难以形成基于真实交易的报价。

随着 LIBOR 的公信力下降，FCA 于 2017 年宣布 LIBOR 将于 2021 年末退出市场，国际基准利率的改革就此拉开帷幕。

## 二、替代基准利率的遴选

LIBOR 所涉及的五个币种所在国均成立了基准利率转换工作组，相继选定替代 LIBOR 的无风险基准利率（RFRs），见下表。

专栏表 6-1：LIBOR 所涉币种的替代基准利率

国家 / 地区	币种	管理机构	无风险基准利率	有无担保
美国	美元 USD	纽约联邦储备银行	有担保隔夜融资利率 Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	有
英国	英镑 GBP	英格兰银行	改革后的英镑隔夜平均指数 Sterling Overnight Index Average (SONIA)	无
欧洲	欧元 EUR	欧洲中央银行	欧元短期利率, Euro Short-Term Rate (ESTER)	无
瑞士	瑞士法郎 CHF	瑞士证券交易所	瑞士平均隔夜利率 Swiss Average Overnight Rate (SARON)	有
日本	日元 JPY	日本银行	东京隔夜平均利率 Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)	无

与 LIBOR 相比，替代基准利率在定义和结构方面存在诸多差异，主要包括：第一，替代利率主要基于活跃市场中的交易数据计算所得，而 LIBOR 主要基于报价行的专家判断，由各报价行提交的报价计算；第二，替代利率本身仅为隔夜利率，而 LIBOR 覆盖了从隔夜至一年期之间 7 个期限点，期限结构完整；第三，替代利率接近于无风险利率，LIBOR 是银行间无抵押融资的价格，反映了银行业的信用风险。

除上述币种外，加拿大元 CDOR、澳元 BBSW、新加坡元 SIBOR/SOR 以及港币 HIBOR 等价格形成机制类似 LIBOR 的基准利率，当地监管也已研究并推出替代基准利率。

## 三、新基准利率的应用及转换

主要币种的基准利率逐步确定后，各方面进入积极推进新基准利率的运用和旧基准利率的转换，主要工作包括以下方面：

### （一）基本确立新基准利率计息方法

新基准利率仅有隔夜期限，对于更长期限的业务定价需进一步明确计息方法。目前，各国监管基本达成共识，主要将采用“后顾法”与“前瞻法”两类计息方法。其中，后顾法是指以过去一段时间内已经实现 RFRs 为基础滚动计息，具体又包括前置性后顾法与后置性后顾法。前瞻法是基于隔夜新基准利率的衍生品市场，构建前瞻性的期限利率曲线，按照期限匹配方式计息，其应用方式类似 LIBOR，更符合市场习惯，但前瞻性曲线的形成需要依赖于发达的衍生品市场。前瞻性的期限利率曲线构建仍处于起步阶段。2021 年，英国无风险利率工作组通过 IBA 与路透发布英镑前瞻性利率曲线 TSRR；日本央行也通过 QUICK 株式会社发布日元前瞻性利率曲线 TOFR；美国替代基准利率委员会（ARRC）也已开展美元前瞻性利率



曲线调研。

### （二）监管加快推广新基准利率应用

各国监管积极探索新基准利率在不同产品上的应用。以美元为例，衍生品方面，积极推广美元 SOFR 期货与掉期合约，未平仓合约规模已达 6 万亿美元；债券方面，美国联邦住宅银行、政府赞助企业（GSEs）积极开展挂钩美元 SOFR 债券发行；贷款方面，房利美与房地美率先推出挂钩美元 SOFR 的个人住房抵押贷款，并于 2020 年末起不再接受挂钩 LIBOR 的贷款申请。2021 年，美国替代基准利率委员会（ARRC）发布工作计划，将重点提升美元 SOFR 衍生品市场流动性，并加强 SOFR 在现金类产品中的应用。

### （三）存量业务基准利率转换方案基本明确

对于挂钩 LIBOR 的存量衍生品，由国际掉期与衍生工具协会（ISDA）负责牵头管理，并已于 2020 年 10 月发布《2020 年 IBOR 后备方案议定书》和《IBOR 后备条款补充文件》，明确了衍生品转换规则，包括转换后备利率选择方法、新旧基准利率利差调整方案、转换触发事件与触发时点等。2021 年 7 月 30 日，NAFMII 与 ISDA 合作发布《〈中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009 年版）〉IBOR 后备机制标准补充协议》和《中国银行间市场金融衍生产品交易 IBOR 后备机制手册》。对于挂钩 IBOR 的存量贷款、债券等现金类业务，由各国监管各自负责制定本国的转换方案，基本与 ISDA 规则保持一致。2021 年 4 月，在

美国 ARRC 敦促下，纽约州州长签署生效了 LIBOR 转换法案，进一步保障存量美元 LIBOR 合同转换的法律合规性，为后续存量业务基准利率转换奠定法律基础。

## 四、国际基准利率改革的借鉴意义

### （一）加强报价利率的监管

目前，报价类利率（IBORs）是中国基准利率图谱里的重要成员，在金融机构的资金价格制定方面，SHIBOR 占据重要地位；在信贷市场上 LPR 是利率市场改革深化的重要一环。IBORs 作为报价利率，易引致报价方进行利己倾向的报价，存在着天然的道德风险。因此，为管控报价利率的道德风险，应从机构和人员层面加强监管力度，正确识别报价利率的利益相关方，完善报价制度，合理设置防火墙，加强人员行为监控，并指定信息传送、沟通交流的专用通道，以营造监管透明的报价环境。

### （二）合理培育中国的 RFR

RFRs 的重要意义在于为市场参与者提供了基于真实成交的、具备良好流动性的利率指标，能够避免 IBORs 利率形成机制下可能引致道德风险和价格操纵问题。从近些年人民银行与市场的沟通和公布的货币政策执行报告来看，DR007 是央行非常关注的货币市场资金利率指标。DR007 作为银行间存款类机构间的质押式回购利率，既是接近无风险的成交利率，又是广泛的交易利率，具备 RFRs 的重要特征，有望成为中国的 RFR。

### （三）大力发展利率衍生品市场

从国外基准利率改革的实践来看，利率衍生品市场是基准利率改革迈向成功的关键一环。目前国外 RFRs 均是隔夜利率，潜在日间波动较大，且不具备期限结构，但对于货币市场、债券市场、信贷市场而言，对冲利率风险、使用一定的期限利率较为重要，而这些都需要通过利率衍生品市场来实现。交易活跃、流动性好、有足够深度的利率衍生品市场才能提供风险对冲、风险分担机制，才能支撑利率市场行稳致远。

## 专栏八：转让式履约保障机制的法律认定探析及国际实践的启示

转让式履约保障机制是场外衍生品交易履约保障机制的重要类型，在保障设立、履约保障品使用、违约处置方面有着独特的优势。在促进市场创新、开放的时代背景下，提升转让式履约保障机制在中国衍生品市场的法律确定性，有利于促进境内担保品和履约保障品的使用，增加交易各方安全性，降低系统性风险，促进中国衍生品市场进一步有序健康发展。为此，本专栏对转让式履约保障机制在中国法下法律认定路径进行分析，并在相关方面寻求国际实践案例的借鉴。

### 一、转让式履约保障与质押式履约保障的区别

履约保障机制是场外衍生品交易的重要支撑，包括质押式履约保障和转让式履约保障两种方案，两者存在法律关系、设立流程、担保品或履约保障品使用和权益实现等方面的差异。

简要而言，质押式履约保障机制创设的是担保法律关系，质押式履约保障文件作为主协议的从协议存在，担保品提供方使用证券或现金为担保品，仍然对担保品享有所有权，担保品接受方只获得了担保品的担保权益，只有在其发生衍生品交易协议项下违约时方能处置担保品，再以处置所得优先受偿。现阶段国际通

行的衍生品质押式履约保障文件主要是《2014年版 ISDA 标准履约保障附件（担保权益 - 纽约法）》；在境内市场主要为《中国银行间市场金融衍生产品交易质押式履约保障文件（2009年版）》。

转让式履约保障机制所创设的是合同法律关系，转让式履约保障文件作为主协议的一项交易文件，与其他交易文件共同构成了“单一协议”。履约保障品提供方将证券或现金完整的所有权直接转让给履约保障品接收方，接收方所收取的履约保障品价值作为其在主协议项下的一项应付金额，从而允许履约保障品接收方在提供方违约时将已经转让的履约保障品价值纳入主协议下债权计算，适用净额结算条款后将主协议下的所有应付金额在轧差计算后产生一个由一方付给另一方的单一金额，从而达到保障履约的目的。现阶段国际通行的衍生品转让式履约保障文件主要是《2014年版 ISDA 标准履约保障附件（所有权转让 - 英格兰法）》；在境内市场主要为《中国银行间市场金融衍生产品交易转让式履约保障文件（2009年版）》（以下简称“NAFMII 转让式履约保障文件”）。

一般认为，转让式履约保障在交易便利性、履约保障品使用效率、履约保障品处置便利性

几个方面具有一定优势，但其也可能面临一定的“重新定性”（Re-Characterization）风险。在中国法项下，虽然NAFMII转让式履约保障文件中对于履约保障双方的权利义务已经有较为明确的约定，但在《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民纪要》）和《最高人民法院关于〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》（以下简称《民法典担保司法解释》）明确规定让与担保的背景下，转让式履约保障机制可能存在被司法裁判认定为让与担保的风险。

## 二、中国法项下转让式履约保障的法律认定路径探析

### （一）重新定性风险——让与担保

#### 1、让与担保的构成要件

根据《九民纪要》第七十一条和《民法典担保司法解释》第六十八条的规定，一项财产转让被认定为让与担保需要两个要件：第一，债务人或者第三人与债权人约定，将财产形式上转移至债权人名下；第二，约定债务人不履行到期债务，财产归债权人所有（称为事前归属型让与担保）；或债务人不履行到期债务，债权人可以对财产折价或者以拍卖、变卖该财产所得价款偿还债务（称为清算型让与担保）。

#### 2、让与担保的效力

在效力方面，首先债权债务双方之间有关财产所有权的约定被重新定性，不产生财产转移的效力。其次，在担保效力方面，需区分“清算型让与担保”和“事前归属型让与担保”。

事前归属型让与担保是指双方约定“债务人不履行到期债务，财产归债权人所有的”情形。结合《民法典担保司法解释》第六十三条的规定，此时流质或流押条款无效，但其他相关约定并不当然无效，债权债务双方的权利义务关系应当根据约定内容确认。清算型让与担保是指债权债务双方约定“对财产折价或者以拍卖、变卖该财产所得的价款优先受偿”的情形。如已经完成财产权利变动的公示，则债权人可以参照民法典关于担保物权的规定优先受偿；如未完成财产权利变动的公示，则债权人可以以财产折价或者以拍卖、变卖该财产所得的价款偿还债务，但无优先受偿的权利。

### （二）转让式履约保障机制与让与担保的辨析

根据上述对比，可以明显看出转让式履约保障机制与典型的让与担保有明显不同：

首先，在履约保障安排与被保障债务的主从关系和触发机制方面，让与担保一般对应某一交易项下的明确主债务，担保品一般在债务产生期初即一次性交付完毕，担保物的价值与所对应债务的金额具有明确对应关系，担保的触发取决于主债务的期末履行情况，债权人仅能在债务人未能清偿或履行债务时方有权处置担保物，具有明显从属性特征。转让式履约保障安排所对应的是衍生品交易双方在衍生品主协议项下的所有交易经轧差后的风险敞口，履约保障品的数量由交易双方的净额风险暴露和履约保障品的盯市价值决定并不停变动，履约保障品可能在安排存续期间被履约保障接收方

使用、处分，且相关处分的交易合法有效并不可撤销；同时，转让式履约保障安排与主协议之间不存在主从关系，而是主协议项下的一笔交易，与主协议下其他交易共同构成一项单一的协议，履约保障安排的触发不取决于事先约定到期时点的违约事件，而是可以在主协议交易存续期间随交易触发，具有明显交易性特征。

其次，在担保品或履约保障品的特定化、归属与权能方面，让与担保下担保品可与担保品接收方自有资产相隔离，并被特定化，强调财产权利“形式上”的转移，一般约定在交易正常了结后担保品接收方需返还原担保品，并可能约定一并返还期间担保品的孳息。由于担保品可以特定化，让与担保合同一般约定受让方持有担保品期间将受到一些使用的限制，例如担保品的维护、禁止转让担保品等。转让式履约保障安排下的履约保障品为种类物，无法被特定化，强调财产所有权的完全转移，一旦转让给履约保障品接收人后可与接收人自有资产相混同。履约保障安排合同中一般约定双方转让履约保障品的安排不构成创设担保权益的意思表示，履约保障品接收方对履约保障品有完整的所有权，不对履约保障品的占有、使用、收益和处分进行限制，履约保障品接收方并无义务返还履约保障品的原物和孳息，而仅须返还履约保障品及其孳息的等同物。

最后，在最终受偿方面，如上所述，当担保品提供方发生违约时，根据法律要求，让与担保需要经过折价、拍卖、变卖等后端清算程序后方能用于清偿债务。转让式履约保障中，履约保障品一经转让即视为付款的一部分，与

其他交易一起共同被盯市定价，其履约保障接收方的权利已实现，并不存在依赖于后端的转让或者清算的程序。履约保障品以其盯市价值与其他交易的盯市价值共同轧差计算出一个金额作为履约保障接收方的支付义务或收款权利，不存在担保权益的实现和清偿的过程，与一般的担保受偿分属不同的法律行为。

### 三、转让式履约保障的国际法律认定实践

转让式履约保障在国际实践中存在“实质判断模式”和“特别认可模式”两种。其中“实质判断模式”以中国、日本、韩国和中国台湾地区为代表，履约保障文件效力需要根据履约保障文件的约定和针对担保的一般性法律规定综合判断。“特别认可模式”以欧盟为代表，其通过特别立法，将转让式履约保障认定为一种特别的法律安排予以保护。

实质判断模式下，转让式履约保障的效力有一定保证，大量的衍生品交易也参照各司法辖区的履约保障品意见书得以开展，但由于履约保障的效力最终仍取决于裁判机关的实质认定，依然存在上文提及的重新定性风险。

特别认可模式一定程度上消除了实质判断带来的不确定性，提高市场整合水平和市场效率。例如，欧盟于2002年专门出台《金融担保安排指令》（Directive on Financial Collateral Arrangements，以下简称《担保指令》），对金融合约项下的履约保障进行专门规定。首先，在适用范围方面，《担保指令》明确其仅适用于机构间的金融交易，排除了自然人及非金融机构主体之间的“零售金融交易”。其次，在

担保品种类方面,《担保指令》项下覆盖的担保品仅适用于采用书面方式提供的现金或金融工具,包括股票、债券、基金份额等。第三,在担保形式方面,《担保指令》对转让式履约保障和质押式履约保障均进行了认可。第四,在“主债权”方面,《担保指令》并不要求转让式履约保障必须对应某一主协议,所对应的金融义务包括进行现金结算或实物交割的义务,无论是现时或将来的、实际、或有或预期的义务,同时也不限于担保提供方自身的义务。最后,在法律效果方面,《担保指令》首先要求成员国完全认可转让式履约保障的法律效力,即“按其约定生效”,从而消除转让式履约保障的重新定性风险。

#### 四、最新立法趋势下有关转让式履约保障机制展望与借鉴

从上述分析可以看出,转让式履约保障面临的法律认定问题主要是实质判断过程中的重新定性风险,以及随之而来的担保物处置风险。同时,即使转让式履约保障安排不被认定为担保,其也可能面临净额结算制度整体效力方面的风险。对此,《民法典》《期货和衍生品法》等国内立法动向反映出的最新趋势为转让式履约保障在中国的有效适用增加了确定性;欧盟《担保指令》的近期修订意见,以及近年来国内衍生品市场不断走向成熟、走向国际的趋势,也为转让式履约保障提供了新的活力。

首先,对非典型担保的开放保护是近期司法、立法的一大趋势。2017年最高法院《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》即确立

了保护合法金融创新、新类型担保非违法即有效的趋势。为了适应担保现代化与改善营商环境的需要,《民法典》立法过程中进一步体现了促进物尽其用,保护非典型担保安排的趋势。相关保护一方面拓展了当事人设立担保的意思自治范围,有利于保护金融领域多种创新履约保障模式的效力;但另一方面,客观上也增加了转让式履约保障机制被认定为担保安排的重新定性风险。对此,有必要在转让式履约保障机制的设计中进一步加以区分辨析,缓释相关风险。

其次,对金融担保的扩大保护也是国际实践的一大趋势。仍以欧盟《担保指令》为例,在《担保指令》颁布19年后,欧洲委员会于2021年对《担保指令》的进一步补充征求意见,要求市场考虑是否需要进一步扩大《担保指令》的适用对象征求意见通知明确,对《担保指令》进行修改的目的是为了保证欧洲的金融担保安排制度可以有效适配市场和监管动态的发展,从而保证履约保障机制的有效性。由此可见,不断加强对新形势下履约保障安排的动态保护,是国际金融市场的通行实践,在中国法下进一步明确对转让式履约保障的认可和保护机制,有利于促进境内衍生品市场与国际发展的接轨,实现内循环和外循环的协调发展。

最后,作为中国衍生品市场具有里程碑意义的立法,《期货和衍生品法》为转让式履约保障机制在中国法项下的认可增加了确定性。《期货和衍生品法》认可了金融衍生品交易的单一协议机制,对金融衍生品的履约保障安排进行了开放式的规定,并对衍生品交易的终止



净额结算安排进行了保护。虽然《期货和衍生品法》并未对转让式履约保障进行专门提及，但对履约保障安排开放式规定仍为其预留了空间；如果后续能在《期货和衍生品法》项下针对转让式履约保障进行进一步的规章或规范性文件认可，则有望更加明确澄清转让式履约保障在中国法项下的效力，从而进一步促进中国衍生品交易中担保品和履约保障品的使用。

## 第四章

## 中国场外金融衍生品市场发展展望

场外金融衍生品市场是金融市场的重要组成部分之一。随着近年来中国金融市场改革的深化和对外开放的深入，推动场外金融衍生品市场健康有序发展是维护金融系统稳定和促进实体经济发展的方面。展望 2022 年，场外金融衍生品市场预计将在顶层设计、对外开放、产品创新、机制优化等方面将取得一定发展。

一是《期货和衍生品法》颁布实施。2022 年《期货和衍生品法》通过立法审议正式颁布<sup>1</sup>，其作为特别法效力优先于破产法等有关规定，将为衍生品市场单一协议、终止净额结算、中央对手方清算等提供上位的法律支撑，提升中国法下衍生品重要基础机制的可执行性及有效性，将有助于促进国际认可中国是完全净额结算司法管辖区以及中国的集中清算机构向国外金融监管机构争取合格中央对手方资质，有利于境内外衍生品市场的连接互动。

二是境内外利率互换市场互联互通。近年来，越来越多的境外机构参与银行间债券市场

投资，通过利率衍生品管理利率风险的需求不断增长。为促进金融市场高质量对外开放，香港与内地利率互换市场开展互联互通合作<sup>2</sup>，借鉴债券市场对外开放的成熟经验和整体框架，对接利率衍生品集中清算的发展趋势，提高市场机构交易和集中清算的效率，将有利于平滑资金跨境流动，推动人民币国际化，提升境内利率衍生品市场流动性，巩固香港国际金融中心地位。

三是产品类型及应用场景将进一步拓展。外汇奇异期权产品和期权点击成交业务模式有望推出，进一步丰富境内汇率避险工具；利率衍生品期限持续拓展，满足长周期投资者管控利率风险的需求，利率衍生品类型不断丰富，助力绿色金融、碳相关金融产品及市场发展；基于境内外信用债市场的情况，挂钩中资美元债、离岸人民币债等的 CRM 交易机会进一步挖掘，CRM 在高收益债券市场中的应用空间逐步拓展。

1 《期货和衍生品法》已于 2022 年 4 月 20 日经第十三届全国人大常委会第三十四次会议表决通过，并于 2022 年 8 月 1 日起施行。

2 中国人民银行、香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局已于 2022 年 7 月 4 日发布联合公告，正式开展香港与内地利率互换市场互联互通合作（“互换通”）。



#### 四是 CRM 信用事件处置机制将进一步健全。

近年来，CRM 市场规模快速增长，目前市场暂未触发信用事件，相关处置经验尚处空白。为更好保障 CRM 风险分散分担的实际效能，借鉴国际成熟市场经验，结合国内市场实际，研究组建 CRM 信用事项决定委员会，为信用事件等提供统一公共判定服务，将有助于减少交易双边认定下的分歧摩擦，健全专业、高效的市场化处置机制供给。

#### 五是场外碳衍生品市场未来发展蓄力。

国际市场上，碳期货及衍生品交易是碳排放权市场交易机制的重要组成部分，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。2022 年，全国碳配额现货市场持续完善，国家核证自愿减排量有望重启。在此背景下，探讨依托银行间市场发展场外碳衍生品的可行性，研究推出碳排放权交易通用术语及协议文本，为后续场外碳衍生品市场的启动运转蓄力。

## 专栏九：欧盟碳金融衍生品市场发展概况

碳排放权交易体系，围绕碳排放权和项目减排量两类基础碳资产，引导生产者、消费者和投资者的行为，促进碳资源的优化配置和碳排放的减少，其中的微观市场交易机制包括一级市场碳配额的拍卖机制和二级碳现货和金融衍生品交易。欧洲碳排放交易体系（EU-ETS）起步于2005年，二级交易市场设计之初就选择了现货和远期、期货等金融衍生品市场互相支撑相辅相成的发展路径<sup>1</sup>，经过多年的发展，已成为全球最重要的、最具代表性的碳资产交易市场，2021年交易总额分别为6825亿欧元，占全球总成交额的90%<sup>2</sup>。其中碳衍生品市场交易占比约到八成以上，逐步形成了以场内标准化期货为主，OTC市场并行发展的市场格局，对于提升市场流动性，促进价格发现，满足多元风险及资产管理需求发挥了重要作用。本专题将聚焦欧盟碳金融衍生品市场，从市场基本要素、运行表现、法律监管三个方面进行梳理，以为未来中国碳交易市场建设提供有益启示。

### 一、市场基本要素

#### （一）交易品种

欧盟碳交易起步阶段以场外交易为主，2008年金融危机后逐渐转向以场内期货交易为主。EU-ETS的碳衍生品包括了场内市场的期货、期权，也包括场外市场的远期、掉期、期权等基础衍生品，基础标的覆盖EUA（普通碳配额）、CER（CDM<sup>3</sup>机制下的核证减排量）、EUAA（航空业碳配额）、ERU（JI<sup>4</sup>机制下的减排量）。其中EUA是最核心的标准化基础产品，主要采用期货交易，2021年挂钩EUA的期货交易交易量约100.5亿吨<sup>5</sup>，与同期EUA现货交易量（约21.6亿吨）之比约为4.6:1，同时亦有通过远期等方式进行交易。在期货发展基础上，ICE和EEX均开发了挂钩EUA期货的场内期权。CER/ERU与不同的减排、固碳等项目关联，一般采用非标准化远期合约，虽然主要的交易所也开发CER现货和期货，但由于交易量过小，目前未公开在提供的期货品种列表中。此外，由于存在对控排企业履约时可应用CER/ERU进行抵销的碳排放量的上限规定，加之CER/ERU

1 EU-ETS的两个主要交易所欧洲能源交易所（EEX）和欧洲气候交易所（ICE\_ECX）在2005年碳现货市场启动之初，就同步配套开展了碳配额（EUA）和核证减排量（CER和ERU）的期货和期权交易。

2 数据来源：REFINITIV. 2021\_Carbon\_Market\_report，交易金额的口径包括现货和期货品种。

3 清洁发展机制（CDM，Clean Development Mechanism）是发达国家与发展中国家的项目级合作机制，其所实现的核证减排量（CER）可以用于抵销部分碳配额。

4 联合履约（JI，Joint Implementation）是发达国家之间的项目级合作机制，其所实现的减排量（ERU）可以用于抵销部分碳配额。

5 数据来源：wind

与 EUA 往往存在价格差异，亦为挂钩 EUA 和 CER/ERU 的掉期交易提供了机会。

## （二）交易主体

EU-ETS 的现货及衍生品市场交易主体分为非金融企业和金融企业两大类，其中非金融企业主要为控排企业，且金融机构及相关服务机构活跃市场作用重大。

### 1、非金融企业

一是控排企业，目前欧盟碳市场已涵盖电力、工业、交通和建筑行业在内<sup>1</sup>的 11000 多家企业<sup>2</sup>，主要出于完成减排履约、套期保值以及短期投机等目的参与交易，其中大型控排企业主要在交易所直接交易，中小控排企业更倾向于场外或通过经纪商入场交易。控排企业是 EUA 期货的最大的持仓者，比例一般在七成以上<sup>3</sup>，净持仓为多头<sup>4</sup>。二是 CDM 和 JI 等减排项目业主，一般作为 CER 和 ERU 的供给方，由于人才、信息及成本等因素制约，大多通过碳基金等参与交易。三是受控排企业碳交易影响的供应商、制造商和终端用户等非控排上下游企业（commercial undertakings），出于对冲风险的原因而参与交易。

### 2、金融机构及相关服务机构

金融机构及相关服务机构是碳交易市场的重要参与者，通过供给或组织市场流动性、提

供风险管理手段、参与套利投机交易、提供碳资产服务等，极大带动了市场活跃度并促进了价格发现。其主要包括：

一是商业银行和投资银行，它们多年从事石油、天然气、黄金、利率、金属等期货和场外衍生品交易，在碳二级交易市场扮演的角色主要包括：（1）自营投资，包括参与 EUA 现货和衍生品市场交易实现套利策略等，2020 年期货交易持仓占比约 12%；（2）做市商/经纪商，通过与交易所合作消化大宗碳配额交易或为中小规模控排企业直接提供流动性或交易经纪服务；（3）提供衍生品服务，为做市商、经纪商和客户管理价格风险；（4）为 CDM 提供融资、交易安排及咨询等服务；（5）基于研究能力提供市场分析。

二是碳基金，由政府及私营部门发起成立的各类碳基金，通常进行商业化或企业化运作，近两年在欧洲碳交易中逐渐活跃，2020 年期货的持仓额占比由同期的 3% 上升为 7%。

三是场外碳市场经纪商，为金融机构及部分企业碳交易提供撮合及交易执行服务，例如 Evolution Markets Limited、ICAP Energy、GFI Broke Ltd 等。2020 年，OTC 市场通过碳经纪商达成 EUA 交易为 24.53 亿吨，其中双边结算的 0.01 亿吨，集中清算的 24.52 亿吨<sup>5</sup>，体量可观。

## （三）基础设施

1 数据来源：ICAP 全球碳市场进展 2021 年度报告，其中只有德国囊括交通和建筑行业。

2 华创证券：《2021 年中国碳定价机制回购及碳交易市场前景分析报告》

3 秦炎《几经波折的欧盟碳市场，是如何通过碳价形成减排的刚性约束？》：以 ICE 公开数据显示，截至 2021 年 5 月末，控排企业期货持仓份额比例为 76%。

4 国泰君安研报《以欧盟为鉴之二：投机性交易行为，助力碳排放权价值发现》：总体来看，以风险管理为主的非金融机构净持仓为多头，以投机交易为主的投资机构总体净持仓为空头。

5 数据来源：伦敦能源经纪商协会（LEBA）

在交易设施建设方面，EU ETS的场内交易开始分布八家交易所，随着ICE收购ECX<sup>1</sup>、Bluenext的关闭，目前市场份额主要集中于两家——一是位于伦敦的洲际交易所（ICE-ECX），它是最大EUA期货和现货交易平台，市场占比在90%以上，每周的EUA期货体量一般在1亿吨以上，现货交易体量基本上500万-2000万左右<sup>2</sup>，同时被英国指定为配额拍卖平台。二是位于莱比锡的欧洲能源交易所（EEX），EUA期货和现货周交易量分别约100万-500万吨和10-50万吨，市场占比位居第二，它也是欧盟成员国及欧盟委员会指定的EUA和EUAA拍卖平台。EU-ETS的场外交易中主要通过伦敦能源经纪商协会（LEBA）的从事碳经纪业务的会员机构完成。

在法律文本建设方面，自律组织通过制定碳交易标准协议文本，为提升碳排放配额的流动性、推动碳金融市场发展发挥了重要作用。国际掉期和衍生工具协会（ISDA）、国际排放交易协会（IETA）、欧洲能源交易商联合会（EFET）等国际性自律组织，自2004年起先后制定了一系列标准交易协议文本，其中既包括专门适用于碳排放配额交易的主协议，也有在既有的ISDA主协议或EFET主协议框架下制定的主协议附件、交易确认书等配套文件。上

述文件为市场参与者开展碳排放配额交易提供了法律文本保障。

## 二、市场表现

相关研究表明，EUA期货与现货市场的联动性强，期货市场有较强的价格引导作用<sup>3</sup>。EUA期货市场走势与EUA配额的覆盖范围、发放机制以及CER抵销机制的演进与应用有莫大的关系，同时受到全球及区域经济金融表现、环境能源政策及事件的影响。从2005年起EU-ETS碳减排的推进主要分为4个阶段<sup>4</sup>：

第一阶段（2005-2007年底）：欧盟层面将EUA的分配方案的制定权交由各成员国，由于没有历史数据和缺乏分配经验，市场上配额供给严重大于需求，直接导致了2006年EUA期货从初期最高的每吨30欧元跌到了10欧元左右，再加上第一阶段的剩余配额不能储存到第二阶段使用，导致EUA的市场价值2007年上半年直线下降逼近零。在2007年欧盟公布“20-20-20”行动目标<sup>5</sup>、展现推进减排的坚定决心后，EUA期货价格才又开始一路走高。

第二阶段（2008-2012年底）：经历了第一阶段价格的剧烈波动后，欧盟委员会在第二阶段开始在一二级市场引入配额拍卖机制，并尝试调整交易机制，价格开始逐渐平稳，2008年

1 最初北美的CCX（芝加哥气候交易所）和欧洲的ECX（欧洲气候交易所）是全球最主要的碳排放权现货交易平台，同时也运行着相应的期货品种。后来CCX和ECX均被ICE收购，其相应期货合约也转入ICE运行。此外由于英国碳市场将于2021年独立运行，ICE也上市了交易英国碳排放权（UKA）的期货。

2 数据来源：广州碳交易所的《每周碳情》整理，本段EEX的EUA期货和现货交易量来源亦相同。

3 王丹、程玲：欧洲碳配额现货与期货价格关系及对中国的借鉴，《中国人口资源与环境》2016年第7期。

4 参考绿金委金融工作组《中国碳金融市场研究》、华宝证券PPT《全国碳市场上线倒计时，详解国内外碳交易机制》、REFINITIV. 2021\_Carbon\_Market\_report

5 为履行《京都议定书》的减排任务，2007年3月颁布了“欧盟2020年气候与能源一揽子计划”，明确提出到2020年实现“三个20%”的目标，即可再生能源电力占比提高到20%、能效提高20%、碳排放量相比1990年减少20%。

初 EUA 期货曾回升到第一阶段的高点。但随后爆发的美国金融危机则让欧盟碳市场再次受到严重冲击，EUA 期货价格再次迅速跌至 10 欧元以下。2009 年到 2011 年期间 EUA 的价格逐渐趋稳，大致保持在每吨 15 欧元左右，但这种相对平稳的局面再次由于 2011 年欧债危机的全面爆发被打破，到第二阶段结束时，由于市场上配额过剩，EUA 期货价格徘徊在每吨 7 欧元左右，已不到高点时的 1/4。

第三阶段（2013–2020 年）：虽然成交总量持续大幅增长，但由于第二阶段近 20 亿吨过剩配额转入本阶段，成交价格欲振乏力，EUA 期货的价格曾一度下探每吨 3 欧元的低点。为了拯救碳市、提高碳价，欧盟委员会 2012 年年底提出“折量拍卖”方案，即在 2016 年底前冻结近 9 亿碳配额到 2019–2020 年再拍卖。该方案于 2014 年 3 月正式启动，由于未能从根本上解决配额供大于求的问题，碳价到 2014 年底并未显著提高。为了解决配额过剩问题，2015 年欧盟委员会又提出在 2021 年建立市场稳定储备机制（MSR），当配额剩余高于 8.33 亿吨时，将把其中的 12% 放进储备。2018 年，欧盟议会支持 EU-ETS 改革，欧盟碳市场开始了新一轮的增长，在 2019 年稳定储备机制的实施以及绿党回归的刺激下，碳配额缩减幅度加快，碳价一路飙升。2020 年，由于疫情冲击，碳市场发生暴跌，但下半年由于收紧了碳配额发放和制定了更高的自愿减排贡献目标，促使碳价逐步攀升。

第四阶段（2021 年以来）：2021 年，欧盟 EUA 碳价由年初 33 欧元 / 吨暴涨至年末的 90

欧元 / 吨，导致欧盟碳市场交易金额比 2020 年增长了 162%。2021 年碳价暴涨有两个关键驱动因素：一是配额预期趋紧。2021 年 4 月欧盟修改《欧洲气候法》，将 2030 年气候目标从与 1990 年相比减排 40% 提高到 55% 以上。7 月，欧盟又提出了“Fit for 55”（减排 55%）一揽子气候立法提案，提高了市场主体对配额供应减少的预期。二是欧洲天然气供给减少导致价格飙升，使得煤电更具竞争优势，进而 EUA 需求增加，尤其是在 2021 年第四季度。

### 三、监管体系

欧盟将碳交易融入传统能源和金融交易市场中，在短时间内达到了约束各交易方行为的目的，也在实践中形成了多层次的市场监管体系框架，基本覆盖了碳交易所涉及的产品、参与方和交易环节。其中将碳现货交易和衍生品交易纳入欧盟整体金融监管体系。

#### （一）法律法规体系

欧盟碳现货和衍生品交易需要遵守包括《金融工具市场指令》（MiFID）、《市场滥用指令》（MAD）、《反洗钱指令》（Anti-MLD）、《透明度指令》（TD）、资本金要求指令（CRD）、投资者补偿计划指令（ICD）规定，如为场外交易还需遵守《基础设施监管规则》（EMIR）关于清算与保证金的相关要求。

此外，2010 出台的《拍卖条例》（Auction Regulation, AR）有效拓宽了 MAD、MiFID 和 Anti-MLD 适用的碳市场交易的范围，要求拍卖平台及金融机构的活动即使是在典型的二级市场之外进行也需要遵守大致相同的规定，一些

排放指标即使不具备金融工具的特质（如一些拍卖的产品只是两天的现货合同）也要纳入监管的范围。此外，碳市场还受到能源商品监管体系《能源市场诚信与透明度规则》（REMIT）的监管。

#### （二）监管框架

欧盟委员会负责制定涉及碳交易有关的法

规，其下设的欧洲证券与市场监管局（ESMA）作为欧盟交易市场的主要监督者。各成员国金融监管机构对所辖区域的交易平台和交易参与机构进行监督；交易平台按照欧盟法规对交易参与者行为进行日常管理，并提供有保障的交易及清算服务。



## 附录一：2021 年中国场外金融衍生品市场相关立法及规章制度

十三届全国人大常委会	
法律名称	主要内容 <sup>注</sup>
中国人民代表大会常务委员会《中华人民共和国期货法(草案一次审议稿)》、《中华人民共和国期货和衍生品法(草案二次审议稿)》(以下简称《草案》二审稿)	<p>2021 年 10 月 23 日,全国人大常委会发布《草案》二审稿公开征求意见,将法律名称修改为“期货和衍生品法”,其中关于衍生品的主要内容包括:</p> <p>第一,衍生品交易的定义,是指期货交易以外的,以非标准化期权合约、互换合约和远期合约及其组合为交易标的的交易活动。</p> <p>第二,衍生品的监管分工,即衍生品市场由国务院期货监督管理机构或者国务院授权的部门按照职责分工实行监督管理。</p> <p>第三,衍生品交易与期货交易共通的一般规定,包括平等自愿有偿、诚实守信的交易原则、不得操纵市场、内幕交易等禁止性行为,规范信息传播秩序。</p> <p>第四,衍生品交易方式及重要基础机制,包括协议交易等其他交易方式,场外交易场所管理、单一协议规则、主协议管理要求、履约保障机制、终止净额结算、交易报告、集中清算下 CCP 对结算财产的权利保护等。</p>

注:主要内容梳理了《中华人民共和国期货和衍生品法(草案二次审议稿)》衍生品条款

中国人民银行	
制度名称	主要内容
<p>人民银行、发展改革委、财政部、银保监会、证监会、外汇局《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》</p>	<p>第十九条“…积极稳妥发展国债期货、利率互换、信用风险缓释工具、信用保护工具等利率、信用风险管理工具，完善信用风险缓释工具、信用保护工具资本占用等配套政策和终止净额结算等衍生品配套制度。在风险可控的前提下，稳步扩大衍生品参与主体范围，丰富投资者管理和对冲风险的手段。”</p>
<p>人民银行 银保监会 证监会 外汇局 《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》</p>	<p>为规范衍生品业务，促进境内衍生品市场健康发展，保障各方合法权益，防范系统性风险，中国人民银行会同银保监会、证监会、外汇局共同起草了《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》，于2021年12月3日向社会公开征求意见。</p> <p>《指导意见》共十八条。主要内容包括：</p> <p>第一，统一衍生品定义和分类。明确了衍生品定义、基本特征和实质重于形式的认定原则，并明确账户类产品、延期交收合约应参照《指导意见》管理。按照场内、场外（包括有组织场外市场、一对一柜台交易）细化分类，与有关法律法规做好衔接，重点规范场外衍生品，力争实现产品业务全覆盖。</p> <p>第二，以柜台对客衍生品业务为着力点，强化投资者保护。明确金融机构开展柜台对客衍生品业务，应当仅面向合格投资者，并进一步规范了相关的适当性评估、风险揭示、销售管理、内部管理等方面的要求，也鼓励其参照有组织市场规则进行交易清算等以防范风险。其中，尤其注重对个人客户的保护，要求金融机构主要面向非个人投资者开展衍生品业务，禁止银行保险机构通过柜台与个人客户直接开展衍生品交易，其他金融机构为个人客户提供服务须制定更为审慎的参与要求，相关的评估和销售要求也更为严格。</p> <p>第三，要求金融机构加强内控管理，夯实衍生品业务规范发展的微观基础。一是明确金融机构开展衍生品业务应当遵循合规、匹配、审慎和透明的原则，确保衍生品业务与自身经营发展和管理能力相适应。二是完善公司治理，建立健全业务、风控合规和审计三道防线。三是完善风险管理，确保衍生品业务纳入市场、信用、操作及流动性等全面风险管理，建立应急预案，防范极端风险。</p> <p>第四，按照金融管理部门职责，做出监管分工协作安排。一是要求金融机构在开办衍生品业务前履行必要的准入等程序，进入相关市场开展衍生品交易要遵守相关市场管理规定，并通过交易报告等方式提高市场信息透明度，防范系统性风险。其中，明确柜台对客衍生品业务由相关金融管理部门监管，涉及到相关市场交易的同时遵守有关市场管理规定。二是加强监管协调，各监管部门及时沟通情况、协商解决问题，重大问题报金融委。</p> <p>此外，《指导意见》适用于经银保监会、证监会批准成立的境内持牌法人金融机构，包括银行保险机构的境内外分支机构。《指导意见》所称套期保值，主要指交易者和管理因其资产、负债等价值变化产生的风险而达成与上述资产、负债等基本吻合的期货交易和衍生品交易活动。银行保险机构不得为企业提供以非套期保值为目的的交易服务。《指导意见》所称跨境衍生品业务，主要指境内金融机构与境外交易对手在境外市场达成的场外衍生品交易，以及有关金融管理部门规定的其他情况。金融机构开展跨境相关衍生品业务需履行必要的报告或报批程序、严控风险，银行保险机构原则上不得开展场外衍生品跨境非套期保值交易。</p>



银保监会	
制度名称	主要内容
《关于衍生工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知》（银保监办发〔2021〕124号）	<p>《通知》对《衍生工具交易对手违约风险资产计量规则》的部分内容作出补充解释，明确商业银行和金融机构之间的合格交易可以净额管理风险敞口和计提资本。</p> <p>主要内容包括：一是明确适用《通知》的商业银行交易对手范围为经中国金融监督管理部门批准设立的金融机构，商业银行与其他交易对手的净额结算组合认定标准仍按《衍生工具交易对手违约风险资产计量规则》要求执行；二是明确合格主协议的范围，将目前国内市场常用的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》《中国证券期货市场衍生品交易主协议》、国际市场常用的《国际掉期及衍生工具协会2002年主协议》纳入，并采用“银保监会认可的其他合法有效净额结算主协议”的表述预留政策空间；三是明确通过合格中央对手方集中清算的衍生品交易风险暴露和资本计量规则。《通知》还进一步完善了保证金衍生品交易的认定标准。明确单向从交易对手收取保证金和押品或者采用双向盯市保证金的，可认定为保证金衍生品交易。</p>
中国银保监会办公厅关于保险资金参与证券出借业务有关事项的通知（银保监办发〔2021〕121号）	<p>《通知》共十六条，对保险机构参与证券出借业务的决策管理流程进行规范，主要内容包括：一是设置差异化监管标准，坚持分类监管导向。一方面限制偿付能力、资产负债管理能力等未达标的保险机构参与证券出借业务，另一方面引导保险机构加强交易对手管理，根据业务模式、风险程度的差异，设定不同的交易对手标准，切实防范信用风险。二是强化审慎监管理念，建立资产担保机制。对无中央对手方的证券出借业务，要求证券借入方提供担保，规定担保物类型及担保比例下限，强调担保比例持续达标，增强资产安全性。三是加强合规管理要求，压实机构主体责任。明确保险机构参与证券出借业务在会计处理上不终止确认、在保险资金运用比例监管上不放松要求，压实保险机构在经营决策、交易对手管理、资产担保、资产托管、合规管理、风险管理、关联交易等方面的主体责任。</p>
银行保险机构恢复和处置计划实施暂行办法（银保监发〔2021〕16号）	<p>《办法》共五章三十条，包括总则、恢复计划、处置计划、监督管理和附则。《办法》明确了恢复和处置计划的概念，强调其是机构与监管部门在危机情景中的行动指引。《办法》规定适用范围，明确了金融机构内部的治理架构和监管部门之间的协同工作机制。《办法》规定了恢复计划、处置计划的主要内容以及实施流程。《办法》还规定了监管部门开展可处置性评估、提高可处置性等监督管理方面的内容。</p>

## 证监会

制度名称	主要内容
《关于合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者参与金融衍生品交易的公告》（证监会公告〔2021〕24号）	证监会公布合格境外投资者（QFII、RQFII）可参与金融衍生品交易品种，新增开放商品期货、商品期权、股指期货三类品种，参与股指期货的交易目的限于套期保值交易。

## 国务院国有资产监督管理委员会

制度名称	主要内容
《关于进一步加强金融衍生品业务管理有关事项的通知》（国资厅发财评〔2021〕17号）	<p>国务院国资委4月30日对外发布通知，推动中央企业进一步加强金融衍生业务管理，提出了强化业务准入审批、加强年度计划管理、加快信息系统建设、严格备案报告制度等一系列具体要求。</p> <p>《通知》强化业务准入审批，明确中央企业集团董事会负责核准具体开展金融衍生业务的子企业业务资质，研判业务开展的可行性，确定可开展的业务类型，不得授权其他部门或决策机构审批。并要求集团未经营相关境外实货业务的，不得从事境外金融衍生业务。商品类衍生业务原则上应当仅开展场内业务，确需开展场外业务的，应当进行单独风险评估。</p> <p>要求加强年度计划管理；各中央企业应当明确集团层面金融衍生业务归口管理部门或相关决策机构，负责审批操作主体金融衍生业务年度计划。加快信息系统建设；各中央企业集团应当建立金融衍生业务风险管理信息系统，对集团范围内所有业务进行每日监控，建立健全风险指标体系，实现在线监测和预警。</p> <p>严格备案报告制度；各中央企业应当向国资委备案业务资质及年度计划。开展投机业务或产生重大损失风险、重大法律纠纷、造成严重影响的，集团应当于24小时内书面向国资委报告。</p> <p>国资委将不定期开展专项检查，与有关监管部门探索建立交易数据共享机制，加强日常监测和风险预警，对于发现的问题，将进行提示、通报、约谈、问责等。</p>

## 国家外汇管理局

制度名称	主要内容
国家外汇管理局关于印发《外汇市场交易行为规范指引》的通知（汇发〔2021〕34号）	<p>《指引》重点规范外汇市场交易行为，核心内容是交易管理和信息管理。市场参与者应公平、透明、诚信地处理客户交易指令或订单，妥善消除或管理利益冲突，合理开展外汇自营交易，不得进行利益输送，不得利用非公开信息从事交易活动，不得从事市场操纵或欺诈行为。市场参与者应有效识别和保护敏感信息，采用符合规定的方式交流交易信息，妥善保存交易信息记录与交流信息记录，向客户或公众履行信息披露义务。</p> <p>《指引》的适用范围包括银行间市场和对客户柜台市场，规范的对象包括外汇市场参与各方，将从事外汇交易的机构、外汇交易中心、上海清算所、货币经纪公司等机构统一纳入“市场参与者”概念，规定市场参与者平等遵守行为规范。其中，银行等金融机构作为金融服务的主要供给方，是从专业角度提供外汇市场服务的核心参与者，是《指引》的重点规范对象。</p>
国家外汇管理局关于修订《银行间外汇市场做市商指引》的通知（汇发〔2021〕1号）	<p>此次《指引》修订主要遵循动态竞争、奖优罚劣、规模稳定、标准透明、公开公平的原则，修订主要包括：</p> <p>一是优化做市商结构。发挥综合做市商优势，不再分产品设置做市商，鼓励做市商提高各产品综合交易和做市能力。</p> <p>二是简政放权，下放尝试做市机构的准入退出管理至外汇交易中心，降低准入门槛，支持更多金融机构参与报价和提供流动性。</p> <p>三是规范做市交易行为。加强对做市商日常监测、考核和评估，引导做市商减少对交易量的依赖，注重报价质量的提升和流动性的提供。</p> <p>四是强调做市商责任。明确做市商应依法履行的义务，包括报价不得超过人民银行规定的银行间外汇市场交易汇价的浮动幅度、遵守外汇市场自律机制相关自律规范、积极引导客户树立汇率风险中性意识等，进一步强化做市商依法做市、服务实体经济的意识。</p>
《国家外汇管理局关于支持市场主体外汇风险管理有关措施的通知（征求意见稿）》	<p>一是支持银行持续加强服务实体经济外汇风险管理的能力建设。强调引导客户树立风险中性意识，支持银行对客户外汇业务灵活展业。</p> <p>二是丰富银行对客户外汇市场产品。银行对客户外汇市场产品新增人民币对外汇普通美式期权、亚式期权及其组合产品。</p> <p>三是支持外汇交易中心提升外汇市场服务水平。银行间市场配套推出人民币对外汇普通美式期权、亚式期权及其组合产品；外汇交易中心可根据市场需求扩大银行间市场人民币对外汇衍生品的币种覆盖范围；支持外汇交易中心完善银企服务平台，提高外汇交易电子化水平。</p> <p>四是扩大合作办理人民币对外汇衍生品业务范围。业务范围包括合作远期结售汇、合作外汇掉期、合作货币掉期业务。</p> <p>五是支持银行自身外汇风险管理。简化银行资本金本外币转换行政许可，除政策性注资外，其他资本金本外币转换可在符合法规要求的前提下由银行自行办理。允许银行自行按照按需原则办理自身项下外汇衍生品业务。取消银行贵金属汇率敞口平盘备案，由银行纳入自身结售汇直接办理。</p>

## 附录二：2021 年中国场外金融衍生品市场大事记

1月8日，外汇局修订发布《银行间外汇市场做市商指引》（汇发〔2021〕1号）。

1月22日，上海清算所利率互换集中清算业务接入首批云端客户。

3月1日，上海清算所大宗商品清算通成功试运行上线。

3月29日，外汇交易中心推出挂钩 FDR 的利率期权品种。

4月8日，交易商协会发布《关于银行间市场信用违约互换指数编制及交易有关事项的通知》，搭建 CDS 指数编制交易基本规范。外汇交易中心和上海清算所发布《银行间市场信用违约互换指数交易清算指引（试行）》，推出 CDS 指数交易和逐笔清算服务。

4月8日，银行间市场达成首批信用违约互换指数交易，挂钩由外汇交易中心与上海清算所联合推出的高等级 CDS 指数。

4月12日，国务院国资委印发《关于进一步加强金融衍生业务管理有关事项的通知》（国资厅发财评〔2021〕17号），推动中央企业进一步加强金融衍生业务管理。

4月15日，交易商协会修订发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》及配套《信用违约互换业务指引》《信用联结票据业务指引》，进一步优化 CRM 自律管理体系。

4月26日，十三届全国人大常委会第二十八次会议首次审议了《中华人民共和国期货法（草案）》，且于4月29日公开征求意见。

4月26日，外汇交易中心与上海清算所联合发布“CFETS-SHCH 民企 CDS 指数”。

5月14日，首只碳中和债券指数挂钩人民币结构性存款产品发行成功。

5月17日，上海清算所推出人民币纯苯、对二甲苯、精对苯二甲酸掉期中央对手清算业务。

7月26日，外汇交易中心支持银行间市场成员达成首笔挂钩 CFETS 碳中和债券指数的互换交易。

7月30日，交易商协会和国际掉期与衍生工具协会（ISDA）联合发布 NAFMII 主协议 IBOR 后备机制标准文本，帮助市场参与者做好伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）退出市场后的基准利率转换工作，进一步加强衍生品市场自律管理服务。

8月19日，上海清算所推出外汇交易双边清算服务。



8月27日，交易商协会发布《关于银行间市场凭证类信用风险缓释工具信息披露有关事项的通知》和《信用风险缓释凭证创设说明书示范文本（2021年版）》，规范信用风险缓释工具信息披露行为。

9月30日，外汇交易中心、上海清算所、中债资信联合推出“CFETS-SHCH-CBR 长三角区域 CDS 指数”。

10月13日，证监会公布合格境外投资者可参与金融衍生品交易品种，新增开放商品期货、商品期权、股指期权三类品种，参与股指期权的交易目的限于套期保值交易，自2021年11月1日施行。

10月19日至20日，上海清算所推出面向境内机构的跨境衍生品双边清算保证金管理服务，交通银行和浦发银行首批接入运行。

10月23日，全国人大常委会公布《中华人民共和国期货和衍生品法（草案二次审议稿）》并向社会公开征求意见。

10月29日，外汇交易中心发布个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）条件早偿率指数，综合反映个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）市场的基础资产早偿水平，培育 RMBS 利率互换标的指数。

11月3日，人民币外汇中央对手清算业务年度清算量首次突破百万亿元大关。

11月8日，上海清算所成为全球首家为 LPR 利率互换提供集中清算服务的清算机构。

11月23日，上海清算所落地债券充抵双边清算场外衍生品交易保证金担保品管理服务。

11月23日，银保监会发布《中国银保监会办公厅关于衍生工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知》（银保监办发〔2021〕124号），进一步明确《衍生工具交易对手违约风险资产计量规则》中净额结算有关内容在中国法律和监管框架下的可执行性。

11月24日，外汇交易中心和上海清算所联合推出标准债券远期实物交割服务。

11月26日，外汇局就《关于支持市场主体外汇风险管理有关措施的通知》公开征求意见。

12月3日，人民银行、银保监会、证监会、外汇局就《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见》公开征求意见。

12月6日，外汇双边远期交易及外汇双边掉期交易的远端期限由1年以内拓展至3年以内。

12月24日，上海清算所推出我国首个针对中央对手清算的风险试算平台（RiSCc）。



