

发展安全、稳健、高效的中国衍生品市场

国际掉期与衍生工具协会

2021 年 12 月

目录

执行摘要.....	4
1中国金融衍生品市场概况.....	18
1.1 金融衍生品市场演变.....	18
1.1.1 场内衍生品	18
1.1.2 场外衍生品	24
1.2 市场现状.....	40
1.2.1 监管框架	40
1.2.2 市场基础设施	44
1.3 近期市场趋势.....	48
2市场参与方.....	52
2.1 中资市场参与方特点.....	53
2.1.1 商业银行	53
2.1.2 证券公司	55
2.1.3 期货公司（和期货公司的风险管理子公司）	57
2.1.4 资产管理公司	59
2.1.5 保险公司	60
2.1.6 企业（非金融机构）	62
2.2 在中国境内设有本地商业机构的境外参与者.....	64
2.3 在中国境内无本地商业机构的境外参与者.....	65
3稳健、安全且高效的衍生品市场助力中国发展.....	69
4关于发展衍生品市场的建议.....	75
4.1 风险治理.....	76
4.1.1 强化金融工具风险治理框架	76
4.1.2 鼓励使用衍生品管理风险	77
4.1.3 增加风险管理专业人才数量	78
4.2 市场结构.....	79

4.2.1 增加市场参与者群体的规模和广度	80
4.2.2 改善配套措施，以促进信用衍生品的使用	82
4.2.3 衍生品上市采取注册制	83
4.2.4 完善证券借贷业务以提高市场流动性	85
4.3 信用、市场和运营风险管理.....	87
4.3.1 确保《中华人民共和国期货和衍生品法》终稿确认终止净额结算和相关履约保障安排的可执行性	87
4.3.2 强化担保品管理能力和流程，以提高信用风险缓释能力	88
4.3.3 允许所有交易对手方通过双方自由协商而非监管强制规定选择主协议	91
4.3.4 中央交易对手（CCP）应尽快从美国商品期货交易委员会（CFTC）获得衍生品清算组织（DCO）永久注册豁免，并获得欧洲证券和市场管理局（ESMA）和英格兰银行的正式认可	92
4.3.5 强化中央交易对手的风险管理框架，维持金融系统稳定性	93
4.3.6 界定《网络安全法》的范畴，探索可行的机制来推动跨境数据转移	94
4.4 监管框架.....	96
4.4.1 更好地向市场参与者传达监管规则和框架	96
4.4.2 提高未来监管计划的透明度	97
5关于发展衍生品市场的建议总结.....	99
5.1 风险治理.....	99
5.2 市场结构.....	99
5.3 交易对手和市场风险管理.....	100
5.4 监管框架.....	100
6研究方法.....	101
7术语.....	103

执行摘要

报告宗旨

中国是世界上最大的资本市场之一，在过去十年经历了显著增长。中国监管机构出台了多项监管措施来加强资本市场的稳定性、流动性和运作效率，以推动实体经济发展并吸引外资。中国最新的五年规划¹将金融稳定性设为一项关键目标，实现该目标的具体举措包括开放金融市场、放宽市场准入和推动金融改革。

发展一个安全、稳健且高效的衍生品市场是实现这一目标必不可少的一步。这也是 ISDA（国际掉期与衍生工具协会）的目标；该协会的宗旨是帮助各国建立安全高效的金融衍生品市场，使所有市场参与者能够有效开展风险管理工作。

近年来，为支持金融衍生品市场的发展，中国政府开展了多项重大监管和立法改革，拓宽了金融衍生品的使用场景，放宽了金融衍生品市场准入，加强了市场基础设施建设。其中一项重要举措是全国人大常委会于 2021 年 10 月二次审议的《中华人民共和国期货法和衍生品（草案）》（“《期货和衍生品法草案》”）。该草案为期货和场外衍生品市场的运作确立了一个全面的法律框架。至关重要的是，《期货和衍生品法草案》的诞生代表了中国衍生品市场的一个开创性里程碑，因为它代表了中国立法上明确承认终止净额结算在国家法律层面具有可执行性的第一步。这是中国衍生品市场发展的重要一步，因为终止净额结算是降低衍生品合约信用风险最重要的一项机制²，确立该机制的可执行性将为建立安全高效的衍生品市场打下重要根基。

尽管如此，在立法通过并确认终止净额结算的可执行性之前，仍有尚未完成的工作。为了确认终止净额结算和相关履约保障安排的可执行性，需澄清《期货和衍生品法草案》中的相关规定。ISDA 正在和中国监管机构、市场参与者和行业协会共同澄清草案中的相关条款，以确保终止净额结算制度和相关履约保障安排的可执行性³。

¹ 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》

² 承认净额结算的可执行性会带来以下裨益：1）交易对手方可以将所有应付款项简化为一方应向另一方支付的单笔净额款项，从而能够以净额而非总额的方式计算风险敞口，这样就能更有效地使用信用额度，借助担保品来降低风险敞口，并减少满足监管需求所需的资本公积；2）降低成本，提高市场流动性，减少信用风险和系统性风险；3）为回购市场的建立和高流动性衍生品对冲市场的发展打下基础。

³ ISDA 和亚洲证券业与金融市场协会就《期货法草案》第一次审议开展的公众咨询向全国人民代表大会递交了日期为 2021 年 5 月 28 日的共同意见，并就草案第二次审议（该草案更名为《期货和衍生品法草案》）开展的公众咨询向全国人民代表大会递交了日期为 2021 年 11 月 21 日的共同意见。

《期货和衍生品法草案》（其第 2 章第 3 节涵盖与场外衍生品相关的终止净额结算安排）反映了中国监管机构、ISDA、市场参与者和行业协会就终止净额结算和相关履约保障安排对金融市场的重要性和可带来的裨益所进行的广泛讨论。随着中国继续开放金融市场，承认终止净额结算将消除国际市场参与者参与的主要障碍，有助于提高资本市场的流动性和运作效率。若期货和衍生品法立法获得通过且清楚阐明终止净额结算制度的法律确定性和相关履约保障安排的可执行性，政策制定者和市场参与者的下一步工作就是思考如何进一步提升中国衍生品市场的稳健性和效率。为此，ISDA 委托波士顿咨询公司（BCG）撰写本白皮书，旨在为中国在岸衍生品市场的进一步发展提供见解和建议。本白皮书旨在：

- 阐述衍生品市场将如何促进中国金融体系和资本市场发展，进而推动经济持续增长；
- 介绍各种衍生品类型以及它们在资本体系中的作用、现状和市场参与状况（参与者、平台、交易场所等）；及
- 围绕政府和监管政策、交易实践、风险管理实践和风险治理以及市场基础设施等领域提供政策和行动建议，为所有市场参与者建立一个稳健、安全、高效的衍生品市场。

除《期货和衍生品法草案》以外，中国监管机构近期为加强终止净额结算可执行性采取的另一重要举措为中国银行保险监督管理委员会（CBIRC）（“银保监会”）于 2021 年 11 月 23 日发布的《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》（“银保监会通知”）⁴。该通知明确体现并确认了中国政府不同部门机构（包括银保监会、其他金融监管机构、立法机构以及司法机构）就适用中国金融机构的终止净额结算的有效性及其可执行性一致采取的支持态度，具有至关重要的意义。

本白皮书主要侧重批发衍生品市场，而非零售衍生品市场。

中国在岸衍生品市场概览

借助衍生品，市场参与者能有效地对冲投资风险或获得底层资产敞口，进而满足它们的风险容忍度和日益增长的风险管理需求。衍生品让投资者能够更加灵活高效地管理风险和资产组合，以符合自身风险回报需求的方式进行定制化交易。

第一章将介绍中国在岸衍生品市场，包括场内和场外衍生品市场。

⁴ 银保监办发【2021】124 号。

中国场内衍生品市场在过去几年稳步增长，名义交易额从 2016 年到 2019 年期间维持了 15% 的复合年均增长率⁵。2019 年，大宗商品衍生品成为主要的场内交易衍生品，占 44 万亿成交名义金额的 72%。紧随其后的是股票衍生品和利率衍生品，占比分别为 24% 和 5%⁶。

在此期间，在岸场外衍生品市场也稳步发展，其中外汇衍生品成为主要的交易产品（占成交名义金额的 85%）⁷。中国国内生产总值（GDP）从 2013 年的 9.6 万亿美元增长至 2019 年的 14.3 万亿美元⁸，成为世界第二大经济体。在此期间，中国 GDP 的全球占比从 12.4% 增长至 16.3%。尽管如此，中国场外衍生品日均交易量在这一期间的全球占比仅有 1% 左右⁹；相比之下，2019 年日本 GDP 的全球占比为 5.8%¹⁰，而其场外衍生品日均交易量的全球占比为 3.3%¹¹。这表明中国场外衍生品市场相对于中国经济体量而言还很小，拥有充足的增长空间，未来能够为实体经济提供更多支撑。

监管框架方面，中国在岸衍生品市场由多个监管机构治理，包括中国人民银行（PBOC），中国证券监督管理委员会（CSRC）（“证监会”）、银保监会、中国国家外汇管理局（SAFE）（“外汇局”）和国务院国有资产监督管理委员会（SASAC）（“国资委”）。不同的监管机构负责监管不同类型的市场参与者、交易场所和产品。在岸场外市场的外汇、利率、黄金和信用衍生品交易主要受《银行间市场金融衍生产品交易主协议》（“《NAFMII 主协议》”）约束，而证券公司、期货公司和资管机构的场外衍生品交易活动受《中国证券期货市场衍生品交易主协议》（“《SAC 主协议》”）约束；在与境外金融机构进行跨境交易时，通常使用《国际掉期与衍生工具协会主协议》（“《ISDA 主协议》”）。

在岸衍生品市场基础设施主要包括交易所（中国金融期货交易所、上海证券交易所、深圳证券交易所、上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海黄金交易所）、场外交易中心（中国外汇交易中心、中证机构间报价系统股份有限公司（“中证股份公司”））和场外中央交易对手（上海清算所）。大部分产品采取集中清算和结算方式，但场外股票、大宗商品和信用衍生品采取双边结算模式。

⁵ 根据中国证券监督管理委员会、中国证券业协会和中国期货业协会的数据计算得出。

⁶ 根据中国证券监督管理委员会、中国证券业协会和中国期货业协会的数据计算得出。

⁷ 根据国际清算银行、中国外汇交易中心、中国证券监督管理委员会、中国证券业协会和中国期货业协会的数据计算得出。

⁸ 中国国内生产总值，2019 年世界银行数据。

⁹ 根据 2019 年国际清算银行三年一度的调查数据，涵盖场外利率衍生品和外汇衍生品计算得出。

¹⁰ 日本国内生产总值，2019 年世界银行数据。

¹¹ 根据 2019 年国际清算银行三年一度的调查数据，涵盖场外利率衍生品和外汇衍生品计算得出。

过去几年，中国明确表示希望开放经济并进一步改革资本市场。在 2020 年的中国国际服务贸易交易会上¹²，国家主席习近平重申中国进一步开放经济、放宽市场准入和加强国际合作的决心。同时，政府也采取了以下举措支持衍生品市场的发展：

1. 监管和立法改革：

- 2021 年 11 月 23 日《银保监会通知》的发布，该通知明确体现并确认了中国政府不同部门机构（包括银保监会、其他金融监管机构、立法机构以及司法机构）就适用中国金融机构的终止净额结算的有效性及其可执行性一致采取的支持态度；
- 2021 年 4 月《期货法草案》在全国人民代表大会常务委员会第一次审议，以及修订后的草案（更名为《期货和衍生品法草案》）在 2021 年 10 月第二次审议。《期货和衍生品法草案》为中国期货和场外(OTC)衍生品市场的运作引入了全面的法律框架，并明确承认净额结算的可执行性；
- 2017 年成立金融稳定发展委员会（FSDC），以推动监管机构之间的协调与合作；
- 允许外资机构在与中国交易对手方进行人民币场外衍生品交易时使用《ISDA 主协议》¹³；
- 2020 年 10 月提议修订《中华人民共和国商业银行法》¹⁴以加强并完善处置机制。

2. 拓宽衍生品的使用场景和市场准入：

- 将中国债券纳入全球指数，刺激现券市场增长
- 在 2019 年调整了贷款市场报价利率（LPR）的计算方法并将其确立为新的银行贷款基准利率，以推动利率自由化；
- 在 2018 年建立大宗商品期货国际渠道，逐步将中国的七类大宗商品期货¹⁵向境外投资者开放；
- 允许更多国内机构进行场外衍生品交易；借助银行间债券市场直接投资（CIBM Direct）、合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）等机制，向外资机构开放在岸衍生品市场。

3. 加强市场基础设施

- 将 CIBM Direct 和债券通与 Tradeweb 和 Bloomberg 结合，使投资者能够直接执行交易并向下游代

¹² 习近平在 2020 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会致辞，http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2020-09/04/c_1126454718.htm.

¹³ 2020 年 2 月，《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》出台。中国监管机构首次在官方文件中明确表示，所有外资机构可以在与中国交易对手方于银行间市场进行场外衍生品交易时使用《ISDA 主协议》。

¹⁴ 《中华人民共和国商业银行法（修改建议稿）》，人民银行，http://www.gov.cn/hudong/2020-10/16/content_5551867.htm

¹⁵ 七类国际化大宗商品期货合约包括：精炼棕榈油、原油、20 号胶、低硫燃料、铁矿石、覆铜板和精对苯二甲酸。

理银行发送簿记信息，极大简化交易流程；

- 对国内交易平台进行技术升级，实现一次执行多个指令的低延迟交易能力；
- 成立上海清算所（SHCH），为以人民币和外币计价的场外即期和衍生品交易提供标准化集中清算服务，同时持续优化清算平台。

市场参与者

本白皮书将市场参与者分成三种：中资参与者、在中国设有商业机构的境外参与者和在中国不设本地机构的境外参与者¹⁶。目前主要有六类机构参与中国的衍生品市场：**商业银行、证券公司、期货公司、资管机构、保险公司和非金融机构的其他企业**。第二章将详细阐述各类市场参与者的特点，并解释衍生品如何满足它们的风险管理和业务需求以及它们在中国衍生品市场面临哪些局限和挑战。

这些机构从自身运营和风险管理需求出发，运用衍生品市场管理风险敞口，以此高效地管理资产组合和/或为客户提供衍生品交易服务。通过安全高效地参与衍生品市场，市场参与者能够加强自身的风险管理能力，进而帮助降低系统性风险，提高资本市场和整个经济的稳定性。第三章将详述衍生品市场对中国金融和经济发展的推动作用以及一个安全、稳健、高效的衍生品市场可以如何帮助中国实现经济政策目标。

稳健、安全、高效的衍生品市场对中国的裨益

中国共产党中央委员会明确了持续推动经济稳定强劲发展的目标。“十四五”规划提出了“双循环”¹⁷发展战略：内需和创新构成“内循环”，国外市场和投资者构成“外循环”；以内为主，以外为辅，共同驱动经济增长。该战略是中国下一阶段高质量经济增长的核心主题。

一个稳健、安全、高效的衍生品市场能够帮助实现上述政策目标。衍生品能够提高市场参与者的风险管理能力，从而改善资本市场的效率 and 安全性，帮助将资本引导至国民经济各生产部门。用衍生品管理市场、信用、外汇和利率风险不仅能够加强国内企业和投资者的风险管理能力，还能提高国内市场对境外投资者的吸引力，进而促进“外循环”政策目标的实现。

¹⁶，需借助各种准入渠道投资于中国市场的无本地商业存在的境外投资者。

¹⁷ 2020年11月3日发布的“十四五”规划指导方针提出了“双循环”发展战略，http://www.gov.cn/zhengce/2020-11/03/content_5556991.htm.

第三章将详细解释衍生品市场如何通过转移和重新分配金融市场风险来实现风险管理这一必要目标，从而推动“双循环”发展政策的实现：

- 为企业提供多种对冲工具来**管理风险**。借助这些工具，企业能够在规避风险的同时，在资本市场使用金融工具来催化创新和拓展业务。这不仅可以促进国内企业创新，推动“内循环”，还能帮助吸引国际投资者，促进“外循环”。
- 期货和远期产品可用于预测标的资产的未来现货市场价格，从而提高**价格发现的透明度**。市场价格透明度的提升有利于更多企业为满足自身风险管理和业务需求而参与衍生品市场。在大宗商品定价方面，建立一个具有国际规模水准的衍生品市场会给中国带来巨大裨益，使中国企业能够以合适的价格获得流动性，以保护自身的大宗商品进出口业务。
- 当金融机构和企业能够更好地抵御市场、信用、外汇和利率风险时，**融资成本会下降**，资源配置也就会变得更加高效（发放更多贷款，投资产品创新，提高产能等）。
- 通过提供风险管理工具、稳健的市场基础设施和严格而透明的市场规则，**加速资本市场的开放**，提高对境外投资者的吸引力，促进更多外资流入中国经济。

关于扩大中国衍生品市场规模的建议

中国衍生品市场的发展很大程度上依赖基础资本市场的正常运作和规模。现货市场的增长会促进衍生品的需求和交易规模。反言之，如果衍生品市场无法达到一定规模，资本市场的持续发展和参与度的扩张将受到限制。成熟的衍生品市场能够帮助中国减少对银行贷款融资的过度依赖，使其更多地在资本市场进行直接融资。

第四章将针对如何建立一个更加完善和成熟的衍生品市场，提供一些重点行动建议。建议内容大致如下：

1. 加强金融工具风险治理框架（详见 4.1.1）：

- 所有的金融和非金融企业需要具备一个设计完善、监督严格的风险框架，用于保护自身和整个金融体系。在一个成熟高效的市场，拥有这样一个风险框架能够保护企业的稳定性和抗压性。
- 中国许多金融和非金融机构已认识到有必要沿着“三道防护”的办法开展风险管理工作并制定风险治理模型：
 - 1) 第一道防护：为一线员工及时提供充分的培训；在事业部层面设立风险管理职能，加强制衡机制；定期开展风险和管控评估，严格进行风险管理。

- 2) 第二道防护：制定有效的风险管理政策；搭建覆盖全公司的矩阵式汇报结构，将风险职能部门集中化，确保风险管理职能的独立性；对风险管理政策的实施进行全面合规监督和管控；对第一道风控防护的有效性进行审视和挑战。
- 3) 第三道防护：以风控为核心，强化内部合规；确定重点风险领域；公开重大违规行为和风险因素；对全公司层面的风险进行重新评估；向董事会和高管成员出具独立的风控报告。

2. 推广衍生品作为风险管理工具的使用（详见 4.1.2）：

- 中国衍生品市场尚处于发展初期，市场参与者对衍生品的用处和效益或许尚不熟悉，因此在使用衍生品时较为谨慎。
- 政策制定者和行业协会应宣传使用衍生品作为风险管理工具的益处，支持市场参与者制定风险管理体系和合规框架来有效管理衍生品交易。为加强衍生品管理人才建设，监管机构、政策制定者和行业协会可以效仿新加坡银行与金融学院，举办针对金融专业从业人员的教育活动。此外，还可以参考 *Sasana Kijang*¹⁸（由马来西亚国家银行于 2011 年成立），考虑成立一所知识中心，用于发展思想领导力和促进区域和国际协作。

3. 增加风险管理专业人才数量（详见 4.1.3）：

- 根据上海金融服务办公室发布的“十三五”紧缺人才开发目录¹⁹，目前中国紧缺衍生品市场研究和金融产品开发人才。
- 如果市场拥有更多具备专长和经验的参与者，衍生品将成为降低个体机构金融风险的有效工具，从而帮助减少经济的整体金融风险。同时，监管机构和政策制定者也会对衍生品市场的安全性和稳定性更有信心。
- 政府和市场参与者（例如学者、从业人员以及市场和交易基础设施专家）应考虑出台措施吸引国际人才，推动国内能力建设。例如：
 - 1) 鼓励国内教育机构推出高级金融工程课程。教育工作者可以学习和参考法国、英国和美国等大型金融中心的领先金融课程。
 - 2) 推出跨学科课程，为专业性人才（如法学、计算机科学、统计学）提供金融培训，以支持能力建设。
 - 3) 放宽对外籍金融人才在中国工作的限制，例如，认可国外职业资格证书，对国内外工作经验一视同仁，并在适当情况下为外籍专业人士提供英语语言的资格考试。

¹⁸ Sasana Kijang, <https://www.bnm.gov.my/sasana-and-lanai-kijang>

¹⁹ 《上海金融领域“十三五”紧缺人才开发目录》，<http://www.sh-italent.cn/Article/201703/201703060022.shtml>

4. 增加市场参与者群体的规模和广度（详见 4.2.1）

- 一个运作良好、具有高度流动性的衍生品市场的要素之一是市场群体的广泛参与度，他们希望通过积极参与衍生品交易来强化自身的业务运营和风险管理能力。虽然监管机构在放宽中国衍生品市场准入方面取得了巨大进展，市场参与者的多样性仍然不足。这很大程度上是因为一些旨在保障市场稳定性的流动性限制措施，反而成为了机构进入市场的壁垒。
- 中国需要逐步放宽衍生品市场准入要求，这样才能提高机构投资者规模，增加合格衍生品交易机构的种类。具体建议包括：
 - 1) 进一步推进和实施利率改革，鼓励市场参与者利用利率衍生品对冲利率波动风险。
 - 2) 允许更多商业银行、保险公司和国外机构投资者参与国债期货交易，为市场参与者提供更公平的竞争环境。
 - 3) 逐步允许保险公司和资管机构使用衍生品进行高效的资产组合管理操作，例如对整个资产组合进行宏观风险对冲，或对优质资产组合进行合成复制；像美国和日本等成熟市场一样，允许保险公司成为衍生品合约的风险承担者。
 - 4) 放宽场外股票期权市场准入条件，允许更多企业参与市场交易，例如放宽历史交易量、资产管理规模和市场交易经验的评估指标。
 - 5) 确保所有境外市场参与者有途径获得合格境外中介结构（Overseas Intermediaries, “OIs”）提供的中国期货交易服务，使它们更轻松地进入在岸期货市场²⁰。要实现这一目标，需要扩大合格境外中介机构名单，使所有境外市场参与者能够更加便利地获得合格境外中介机构在当地提供的服务，参与在岸期货市场。
 - 6) 对于具备丰富的境外产品销售经验的资管公司，放宽三年证券交易经验的要求，从而吸引规模较大的境外资管机构以基金的形式进入中国衍生品市场。
 - 7) 通过离岸渠道扩大衍生品交易参与途径，包括引进利率衍生品，允许借助债券通与更多交易机构进行外汇对冲，放宽 QFI 机制下场外股票衍生品的市场准入。

5. 改善配套措施，以促进信用衍生品的使用（详见 4.2.2）：

- 虽然信用衍生品早在 2010 年就引入中国，其交易量仍然较低，且市场流动性较差。随着中国债券市场不断增长，如今有必要增加信用衍生品作为一项信用风险规避工具的使用量，以促进债券市场的安全性和运作效率。阻碍信用衍生品交易的一个因素是缺乏历史交易数据（如违约率和回收

²⁰ 根据 2020 年生效的新交易规则，国际投资者如今可以通过中国境内期货经纪公司（必须是交易所成员）或境外中介机构（该类经纪公司不直接在交易所交易，但有权代表国际客户在境内期货公司设立账户）直接参与七类衍生品合约的交易。（<https://www.fia.org/marketvoice/articles/china-continues-expand-international-derivatives-access>）

率)和成熟的债券评级体系,导致投资者难以对信用衍生品进行定价。

- 信用衍生品合约的风险承担者应完善内部估价模型,具体做法是在业务前线设立信用风险研究员岗位,负责对参考机构进行信用分析,建立量化模型。此外,还需要在后台安排风险监测人员,负责评估相关程序,制定风险限额,验证估价模型。与此同时,还需要设立专业法务合规、审计和清算岗位,负责协调风险管理工作。
- 政府需要加强对信用评级机构的监管力度,确保评级机构对给出的评级负责,同时出台规则要求评级机构披露评级方法和参数,以提升评级机构的透明度和可信度。为实现这一目的,中国政策制定者和监管机构(中国财政部、中国人民银行、国家发展和改革委员会(“发改委”)、银保监会、证监会)联合发布了一份关于加强信用评级机构监管的征求意见稿²¹。

6. 对使用信用衍生品的商业银行给予资本金减免资格(详见 4.2.2):

- 与其他成熟市场相比,中国市场对信用衍生品的需求较低,部分原因是商业银行无法从信用衍生品中获得额外效益。目前,仅有六家采用了内部模型的大型银行²²能够在当前的资本管理规则下²³借助信用衍生品缓解资本金压力。相比之下,在国际市场,大部分商业银行可以用信用衍生品降低监管要求资本充足率要求,从而提高资本效率。
- 在信用违约互换(CDS)和总收益互换(TRS)的基础上,出台更多关于将信用风险缓释工具(CRM)认可为合格的资本金减免工具的指导;同时,探索一些新的模式,让使用加权法的银行能够通过运用信用衍生品来获得缓解资本金压力的资格。

7. 衍生品上市采取注册制(详见 4.2.3)

- 与国际市场相比,中国场内交易市场的产品种类较少,其中大宗商品比股票和利率产品显著地更加成熟。中国对衍生品监管严格,衍生品上市前需要经过相对漫长的审批流程,这也是限制衍生品类别增长的主要因素。
- 为响应资本市场的注册制改革,监管机构应考虑推行衍生品新产品上市注册制度,简化产品上市注册和审批流程,例如允许同类或类似的期货产品在多家国内外交易所挂牌,以此促进价格发现。

8. 增加场内衍生品种类(详见 4.2.3)

²¹ 关于《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知(征求意见稿)》公开征求意见的通知, <http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144979/3941920/4215457/index.html>

²² 包括中国银行、中国农业银行、中国工商银行、中国建设银行、交通银行和中国招商银行。

²³ 《商业银行资本管理办法》,中国银监会(现改名为中国银保监会), http://www.moj.gov.cn/Department/content/2013-05/28/594_206338.html

- 场内衍生品的特性（例如采取标准合约或集中交易模式）对许多类型的机构和企业投资者具有吸引力。这类衍生品具有更高的流动性，并且是一种高效的价格发现工具，因此对中国尚未成熟的衍生品市场而言十分重要。中国需要进一步增加场内衍生品种类，以实现高效的投资和风险管理。
- 中国需要引进更多衍生品种类，例如场内人民币/美元期货和期权、长期国债期货、科技行业指数期货和期权（例如上证科创板 50 成份指数）以及更多与现有期货对应的期权合约。此外，中国需要进一步向全球投资者开放衍生品市场，使它们可以投资于广泛的产品类型，这样可以使市场参与者更好地管理和对冲风险。实现该目标的一项关键举措就是加速推动大宗商品期货和期权的国际化。

9. 完善证券借贷业务以提高市场流动性（详见 4.2.4）：

- 卖空是促进价格发现和资本市场流动性的一项重要交易机制，可以帮助降低交易成本和提高衍生品定价精准度。目前，只有某些获批证券公司可以开展证券借贷业务，进行卖空操作，且该业务只能通过中国证券金融股份有限公司开展。这限制了可供借贷的证券数量，增加了证券借贷成本，影响了整个证券借贷市场的效率。
- 中国应扩大符合融资融券条件的股票种类，当前仅有 42% 的 A 股可进行融资融券²⁴，而美国等境外市场允许所有挂牌股票参与保证金交易和证券借贷业务。
- 中国应放宽对参与证券借贷交易的投资者类型（包括企业和机构投资者）的限制，以提高证券借贷业务的参与度。上海证券交易所（SSE）在 2019 年设立了科创板（STAR），允许资管机构和保险公司开展证券借贷活动，提高了证券借贷业务的参与度，该做法也可以被推广至各个主板。

10. 确保《中华人民共和国期货和衍生品法》终稿确认终止净额结算制度和相关履约保障安排的可执行性（详见 4.3.1）：

- 许多市场参与者表示，建立可靠的终止净额结算制度是中国衍生品市场的第一要务。因此，市场参与者对《期货和衍生品法草案》中有关净额结算制度可执行性的条款表示热烈欢迎。ISDA 正在与中国监管机构、市场参与者和行业协会共同澄清草案中的一些条款，这对确认终止净额结算制度和相关履约保障安排的可执行性十分关键²⁵。

²⁴ 《中国的 A 股证券借贷业务是蓝海领域吗？》（“China Securities Sector – A, Securities lending: a blue ocean opportunity?”），瑞士银行

²⁵ ISDA 和亚洲证券业与金融市场协会就《期货法草案》第一次审议开展的公众咨询向全国人民代表大会递交了日期为 2021 年 5 月 28 日的共同意见，并就草案第二次审议（该草案更名为《期货和衍生品法草案》）开展的公众咨询向全国人民代表大会递交了日期为 2021 年 11 月 21 日的共同意见。

11. 强化担保品管理能力和流程，以提高信用风险缓释能力（详见 4.3.2）

- 当前很大一部分非集中清算的场外衍生品交易没有使用担保品。随着越来越多习惯使用担保品的境外投资者参与中国衍生品市场，中国亟需提高国内市场参与者和第三方服务机构的担保品管理能力。
- 为提高信用缓释能力，建议通过以下方式提高担保品管理流程的效率：
 - 1) 根据交易的复杂程度和规模使用担保品；
 - 2) 开展人才培养、系统构建和流程制定等能力建设活动，提高担保品管理流程的效率和精确度。国际组织和市场参与者（例如 ISDA 及其成员）总结的数据标准、担保品估价、结算、报告和客户引进等方面的最佳实践，可为目标模式提供参考依据。

12. 允许所有交易对手方通过双方自由协商而非监管强制规定选择主协议（详见 4.3.3）：

- 一般情况下，国外市场参与者在国际交易时会使用非中文的主协议，而中国在岸市场参与者必须使用《NAFMII 主协议》或《SAC 主协议》。国外市场参与者经常表示，由于无法在中国衍生品市场使用国际主协议，它们的信用风险管理效果受到阻碍。
- 监管机构应考虑逐步允许国内市场参与者通过协商在三种主协议中自由选择，只要它们的选择符合中国法律和市场规则即可。

13. 中央交易对手（CCP）应尽快从美国商品期货交易委员会（CFTC）获得衍生品清算组织（DCO）永久注册豁免，并获得欧洲证券和市场管理局（ESMA）和英格兰银行的正式认可（详见 4.3.4）

- 中国的中央交易对手尚未被美国商品期货交易委员会、欧洲证券和市场管理局和英格兰银行等重要国外金融监管机构认可为符合《金融市场基础设施原则》（Principles for Financial Market Infrastructures standards, “PFMI”）的合格中央交易对手。在缺乏国际认可的情况下，受美国商品期货交易委员会监管的机构可能会被禁止使用中国的中央交易对手。受欧洲证券和市场管理局和英格兰银行监管的机构对未受《欧洲市场基础设施监管条例》（European Market Infrastructure Regulation, “EMIR”）承认的中央交易对手的敞口可能会面临超过 1250% 的风险加权，而如果中央交易对手受到认可，风险加权重仅为 2%。如此超高额的资本支出将严重降低欧洲机构与未受认可中央交易对手进行交易的意愿。
- 国内中央交易对手的当务之急是按照支付和市场基础设施委员会（Committee on Payments and Market Infrastructures, “CPMI”）与国际证监会组织（International Organization of Securities Commissions, “IOSCO”）联合发布的国际标准²⁶，提供公开量化披露，并按照《金融市场基础设

²⁶ “针对中央对手方的公开量化披露标准”，国际清算银行，<https://www.bis.org/cpmi/publ/d125.pdf>。

施原则》提供自我合规评估。这一点非常重要，能够帮助所有国内重要中央交易对手获得美国商品期货交易委员会、欧洲证券和市场管理局和英格兰银行等主要国外监管机构的认可，进而确保境外市场参与者能够继续使用境内中央交易对手提供的集中清算服务。

14. 强化中央交易对手的风险管理框架，维持金融系统稳定性（详见 4.3.5）：

- 二十国集团²⁷金融改革的目标之一就是推广集中清算机制的使用，以减少金融市场的信用风险。当前，中国大部分场外利率和外汇衍生品以及所有的场内衍生品均采用集中清算机制。衍生品交易量预计会继续增长。同时，随着市场参与者的需求不断增长，人们也愈发认识到中央交易对手风险管理能力的重要性。
- 为维持市场的系统稳定性，国内中央交易对手应继续加强自身的风险管理框架。除了落实净额结算制度，还需要考虑以下四条建议。有关清算风险管理最佳实践的更多详情，请参考 ISDA 于 2019 年 1 月发布的《中央交易对手最佳实践》（CCP Best Practices）²⁸。
 - 1) 强化中央交易对手的压力测试框架，确保保证金校准（margin calibration）中使用的场景包含压力场景，涵盖多种潜在市场行情以降低顺周期性，并涵盖当前风险因素。
 - 2) 增加可用的流动性和资金储备，以应对市场压力期间下的缺口。
 - 3) 中央交易对手应加强与市场参与者之间的透明度和沟通，采纳关于改进风险管理框架的反馈，使清算成员对自身的风险管理能力更有信心。
 - 4) 国内中央交易对手应努力按照支付和市场基础设施委员会（CPMI）与国际证监会组织（IOSCO）联合发布的标准²⁹，提供公开量化披露，并按照《金融市场基础设施原则》提供自我合规评估。这样可以提高市场参与者对中央交易对手风险管理框架的信心，也是中央交易对手获得衍生品清算组织注册豁免和获得其他国家监管机构认可的重要一步（4.3.4 已重点阐述）。

15. 界定《网络安全法》范畴，探索可行的机制来推动跨境数据转移（详见 4.3.6）：

- 《网络安全法》明确要求金融机构将在中国收集和产生的个人信息和重要业务数据储存在当地。虽然网络安全标准对保护数据完整性十分重要，但也需要出台相关条款确保数据保护要求不会阻碍市场参与者履行风险管理职能和遵守国际反洗钱、“了解你的客户”（Know Your Customer, “KYC”）规则和其他全球监管要求。
- 为确保市场参与者能够使用自身的全球风险管理系统进行有效的风险管理，国内外企业在进行跨

²⁷ 二十国集团是一个国际论坛，成员包括 19 个国家（包括中国）的政府和央行，外加欧洲联盟（EU）。

²⁸ 《中央交易对手最佳实践》，<https://www.isda.org/a/cigME/CCP-Best-Practice.pdf>。

²⁹ “中央对手方公开量化披露标准”，国际清算银行，<https://www.bis.org/cpmi/publ/d125.pdf>。

境交易时需要能够获取有关市场、信用和流动性的风险管理数据，建议采取以下措施：

- 1) 明确界定《网络安全法》范畴，例如对关键信息基础设施（Critical Information Infrastructure, “CII”）进行明确定义，并解释哪些数据对资本市场而言是重要业务数据；此外，还应设立相关机制，使市场参与者能够获得许可为合理的商业目的进行跨境数据转移。
- 2) 建立上海市政府在《上海市全面深化服务贸易创新发展试点实施方案》提议的试点项目，并推广至全国。该试点方案是关于监督以内部管理和风险管控为目的的跨境必要数据转移。

16. 更好地向市场参与者传达监管规则和框架（详见 4.4.1）：

- 中国衍生品市场由多家政府机构和自律性监管组织共同监管。市场参与者当前面临的一项挑战是缺乏对监管要求的全面认知，因此难以充分理解和遵守这些监管要求。
 - 1) 多家监管机构同时监管的制度构建了一个全面的监管框架，但与此同时导致市场参与者难以充分了解每一家监管机构的职责、监管范畴及权限；
 - 2) 关于交易资格和牌照的信息和获取渠道十分分散。
- 监管机构应更好地向市场参与者传达监管规则和框架，详细解释每一家监管机构的职责和目标、主要监管对象（包括机构和活动）以及不同监管机构之间的关联关系，具体举措包括：
 - 1) 对于涉及多个监管机构的业务，明确定义每个监管机构就该业务的职责；
 - 2) 定期开展跨监管机构、跨部门沟通，确保各方在监管变动和规则实施方面始终保持共识；
 - 3) 建立跨监管协作、沟通和资源及知识分享的合作框架。
 - 4) 国内监管机构应继续参与国际监管组织和论坛，与其他市场的监管机构保持沟通。在与其他国家监管机构进行沟通时，应采取由巴塞尔银行监管委员会指定的监管联席会（supervisory colleges）最佳实践原则³⁰。

17. 提高未来监管计划的透明度（详见 4.4.2）：

- 中国的政策不确定性给投资于中国的企业带来了合规风险，扰乱了它们在中国的交易活动。长远监管形势不明朗，给市场参与者的日常运营带来了挑战，也阻碍了它们对在中国进行长期投资的决心。
- 中国应提高未来监管计划的透明度：在新规出台前发出通知，给予市场参与者足够的时间实施新规，并为它们提供发表意见的渠道。此外，在发布征求意见稿、通告、通知以及市场和技术文件时，可以建立一种机制，使境外市场参与者在使用中文版本文件的同时能够在满足特定条件的情

³⁰ 《监管联席会最佳实践原则修订稿》，巴塞尔银行监管委员会，
<https://www.bis.org/publ/bcbs276.pdf>

况下使用英文版本。

18. 建立开放的意见征求流程，促进监管机构和市场参与者之间的沟通（详见 4.4.2）

- 如果市场参与者没有机会在意见征求初期就参与其中，它们将难以为影响自身业务的重大监管挑战做好准备。另外，有时监管条例在意见征求阶段结束后便即刻生效，导致企业没有足够的时间根据新规进行必要的运营调整。
- 监管机构在出台新规前应通过开放的意见征求流程及发布意见征求结论稿方式充分告知新规内容，并在意见征求阶段结束后给予企业足够的时间为新规实施做准备。例如，新加坡金融管理局通常会在意见征求流程结束后和监管规定实施之间提供六个月窗口期，给予企业时间为新规实施做准备。

1 中国金融衍生品市场概况

金融衍生品是以合约形式存在的金融工具，基本种类包括远期、期货、掉期和期权，其价值取决于一种或多种标的资产。金融衍生品还可以被嵌入到各种结构性金融产品中，例如商业银行发行的指数型理财产品。

金融衍生品是投资者和企业用来规避风险和改善现金流稳定性的一项重要工具，有助于推动价格发现，提高流动性，并在刺激实体经济的同时健全中国资本市场体系。

本白皮书重点讨论在岸金融衍生品市场，也就是在中国境内进行的金融衍生品交易。金融衍生品市场可分为场内³¹和场外两种。下文将简介中国金融衍生品市场的演变历程。

1.1 金融衍生品市场演变

1.1.1 场内衍生品

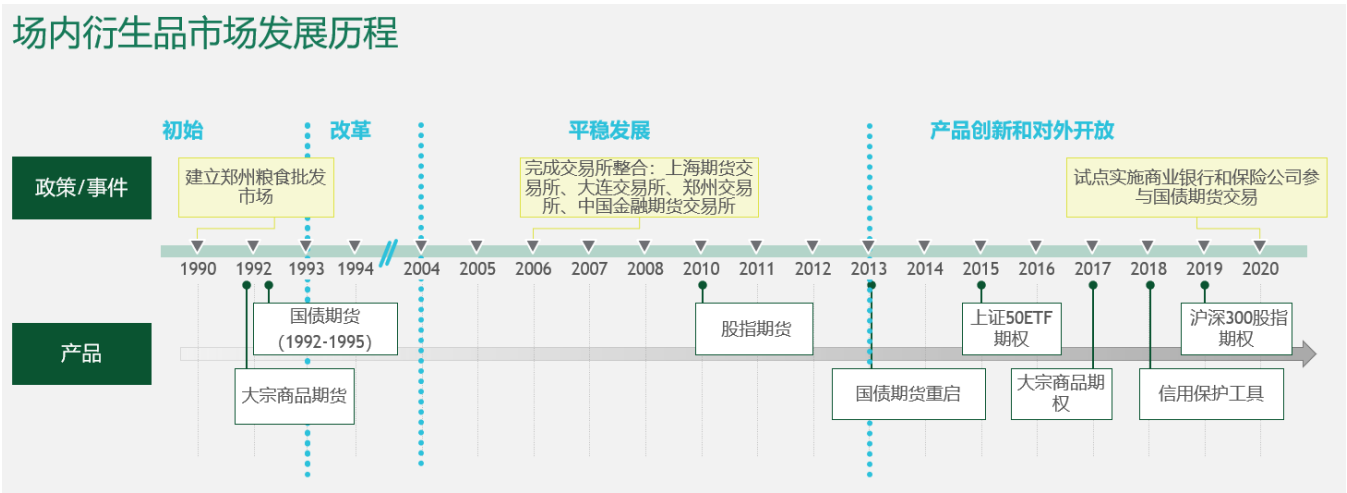


图 1. 场内衍生品市场发展历程

³¹场内交易市场通常又分为金融和非金融市场（即大宗商品市场）。

期货是中国场内衍生品交易市场中最主要的产品类型，占 2019 年名义交易量的 99%³²。90 年代初，中国改革开放加快步伐，期货市场初现雏形。1990 年 10 月，郑州粮食批发市场成立，远期合约诞生。1992 年 10 月，深圳有色金属交易所推出了中国第一个标准化期货合约——特级铝期货标准合同，实现了由远期合同向期货交易的过渡³³。同年 12 月，上海证券交易所推出国债期货。期货产品广受市场欢迎，短短一年实现显著增长。

在政府积极的改革政策推动下，中国期货市场也经历了自身的变革，实现了一轮快速扩张，之后又经历了一段时间的稳健增长。2006 年末，期货交易所整合，逐步形成四足鼎立的局面，包括上海期货交易所（SHFE）、大连商品交易所（DCE）、郑州商品交易所（ZCE）和中国金融期货交易所（CFFEX）。国债期货市场同样经历了一轮快速增长。2013 年，国债期货交易重启，五年期国债期货在中国金融期货交易所挂牌上市。目前，中国有两年期、五年期和十年期三种国债期货，为市场提供了管理短期、中期、中长期国债现货产品利率风险的工具。

继大宗商品期货和债券期货后，股指期货于 2010 年在中国在岸市场推出。在沪深 300 指数期货、中证 500 指数期货和上证 50 指数期货相继上市后³⁴，股指期货市场在 2010 年至 2015 年期间实现加速发展。

信用保护工具的推出标志着场内交易衍生品市场下一阶段发展的开始。一方面，中国政府希望通过债市为企业提供直接融资支持；另一方面，由于债券违约数量自 2017 年开始有所增加，政府希望对风险管理工具进行强化。在此背景下，信用保护合约作为中国首个场内信用衍生品于 2018 年 11 月³⁵在上海证券交易所推出，接着又在深圳证券交易所上市。随后，信用保护凭证先后于 2019 年 12 月³⁶和 2020 年在上海证券交易所和深圳证券交易所推出，标志着场内可转让³⁷信用衍生品业务的开启。信用保护工具依然处于发展初期（目前有 38 单信用保护合约业务和 5 单信用保护凭证业务在深圳证券交易所落地）。

³² 2019 年交易量，数据来自中国证券监督管理委员会。

³³ 中国证券监督管理委员会发布的《中国资本市场发展报告》。

³⁴ 沪深 300 指数由上海和深圳证券市场市值最大的 300 只股票组成；中证 500 指数由上海和深圳证券交易所挂牌的中小盘股票组成；上证 50 指数由沪市中规模最大的 50 只股票组成。

³⁵ 上海证券交易所于 2018 年 11 月推出信用保护合约（上海证券交易所公告：

http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20181102_4671285.shtml。深圳证券交易所在 2019 年 1 月推出信用保护合约（深圳证券交易所公告：http://www.szse.cn/lawrules/rule/bond/bonds/trade/t20190118_565167.html）

³⁶ 上海证券交易所于 2019 年 12 月推出信用保护凭证业务；深圳证券交易所于 2020 年 10 月推出该业务（上海证券交易所公告：http://www.sse.com.cn/lawandrules/guide/zqznlc/c/c_20191209_4961915.shtml；深圳证券交易所公告：http://www.szse.cn/disclosure/notice/t20201027_582683.html）

³⁷ 信用保护合约为场内交易产品，但在初次交易后不得转让。

期货市场仍在持续不断地开放。例如，2020 年 2 月，监管机构联合宣布商业银行和保险公司可以开始交易国债期货。于 2020 年 11 月，《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》开始实行，把 QFII 或 RQFII 可以投资于在岸期货市场的范围进一步扩大³⁸。期货被纳入可投资产品的范畴后，银行和保险公司能够更加灵活地选择风险管理工具，同时投资者能够在交易标的现货资产时更好地发现价格，进而促进整个市场的流动性。30 年国债期货预计将在近期上市，这将为保险公司和类似投资者提供具有高度流动性的标准化场内工具。借助这一工具，投资者能够更好地对冲保险或养老金等长期产品的利率风险。

³⁸ 《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》，于 2020 年 11 月 1 日生效：
http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/202009/t20200925_383650.htm

市场现状：场内衍生品市场规模

截至 2019 年 12 月底，共有 78 只期货和期权产品挂牌上市（图 2）³⁹。

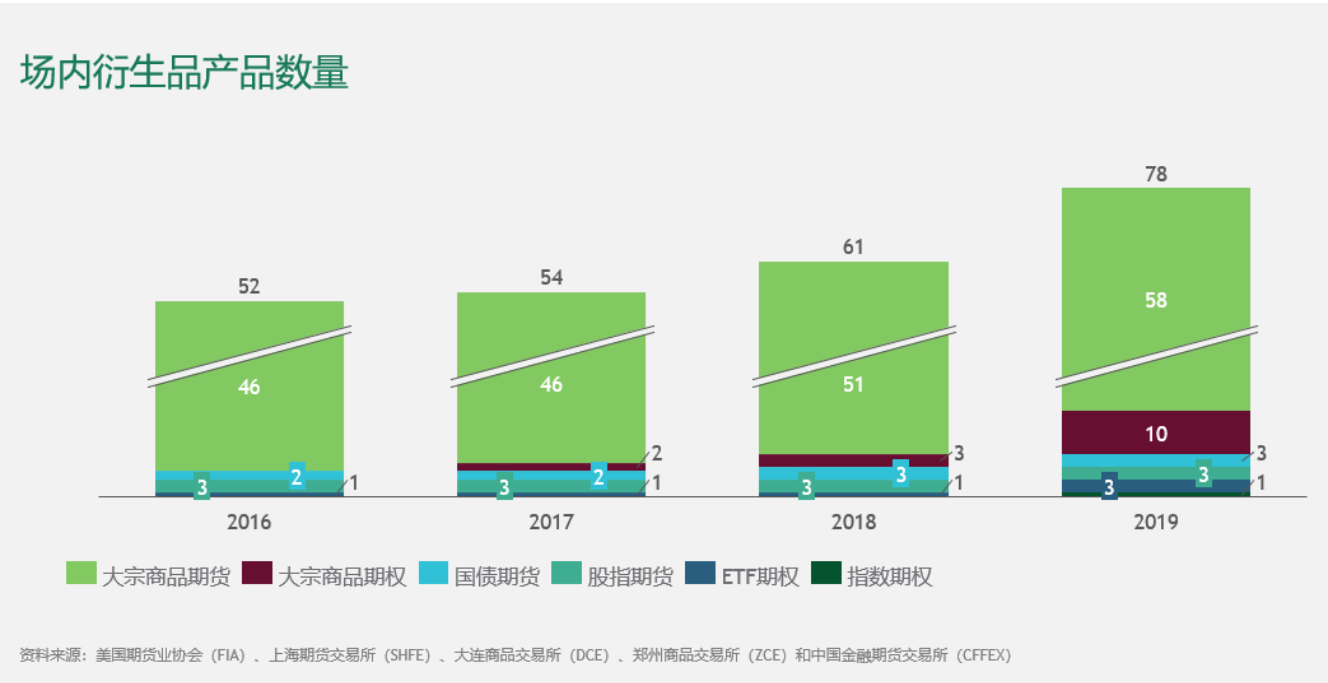


图 2. 场内挂牌衍生品产品数量

美国期货业协会（FIA）的数据显示，按照 2019 年衍生品交易量，上海期货交易所（SHFE）、大连商品交易所（DCE）、郑州商品交易所（ZCE）和中国金融期货交易所（CFFEX）在全世界分别排名为第 10 名、11 名、12 名、28 名。按照大宗商品期货交易量，上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所在全世界分别排名为第一名、第二名和第四名。中国拥有世界上最大的豆粕期货、菜籽粕期货和棕榈油等农业大宗商品期货的交易市场。2019 年中国场内衍生品名义交易量到了 44.6 万亿美元⁴⁰，在 2018 年的 33.1 万亿美元的基础上增长了 35%。

中国期货市场从 90 年代到 2010 年不断整合，在此期间，大宗商品期货是唯一在衍生品交易所交易的期货种类。中国是大宗商品生产和消费大国，大宗商品交易占中国经济比重较大。因此，活跃的大宗商品衍生品市场对中国而言必不可少，能够帮助大宗商品生产者和消费者抵御大宗商品价格波动带来的影响。大宗商品衍生品种类及其交易量持续稳步增长，为实体经济的快速发展提供了支撑⁴¹。截至 2019 年，大宗商品衍生品在所有场内衍生品名义交易总量中占比高达 76%。在大宗商品市场中，名义交易量

³⁹ 《中国金融稳定报告（2020）》，中国人民银行。

⁴⁰ 中国期货业协会（CFA）数据，<http://www.cfachina.org/CXFW/zgsyw/xxgszgs/index.html>

⁴¹ 实体经济指所有非金融经济部门。

最大的资产类别为金属，占大宗商品名义交易数量的 51%；交易金额最大的资产类别为能源和化学品，占大宗商品交易金额的 59%。整个大宗商品交易市场在 2018 年到 2019 年期间增长 20%。

沪深 300 指数期货于 2010 年在中国金融期货交易所上市后，吸引了大量交易，首年名义交易额便达到 12 万亿美元⁴²。截至 2013 年，股票期货年名义交易额超越大宗商品。股票期货市场的快速增长受两方面驱动：一是股票市场增长强劲；二是中国证监会（CSRC）出台《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》⁴³，允许进行与特定标的资产挂钩的融资融券和卖空。随着越来越多产品的推出，股权衍生品交易持续增长，在 2015 年达到顶峰。在经历了 2015 年的股市大震荡后，监管机构出台了更谨慎的监管措施，包括引进相关规则和费用来遏制和减少融资融券和卖空，使得交易量大减。但自 2018 年以来，交易量开始不断回升。截至 2019 年，已有六只股权衍生品在交易所挂牌，总名义交易额达 10.5 万亿美元，占场内交易总额 24%⁴⁴。交易频次最高的产品是沪深 300 股指期货和中证 500 股指期货。

第三类在中国交易所交易的衍生品资产为利率产品。目前有三种国债期货：两年期、五年期和十年期。该市场自推出后便一直快速增长，在 2013 年到 2019 年期间实现了 91% 的复合年均增长率。2019 年，国债期货占场内衍生品市场总规模 5%。

⁴² 中国证监会，<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/sjtj/qhscyb/index.html>

⁴³ 《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》，中国证监会，http://www.csrc.gov.cn/zjhpublic/G00306201/201001/t20100122_175838.htm

⁴⁴ 中国证监会（<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/sjtj/qhscyb/index.html>），上海证券交易所和深圳证券交易所

在场内信用衍生品方面，根据上海证券交易所的统计，2019 年市场共完成 38 单信用保护合约交易和 5 单信用保护凭证交易，交易总额分别为 176 亿美元和 94 亿美元⁴⁵。随着投资者对信用衍生品愈发熟悉，将更多地借助信用保护合约和信用保护凭证进行信用风险管理。

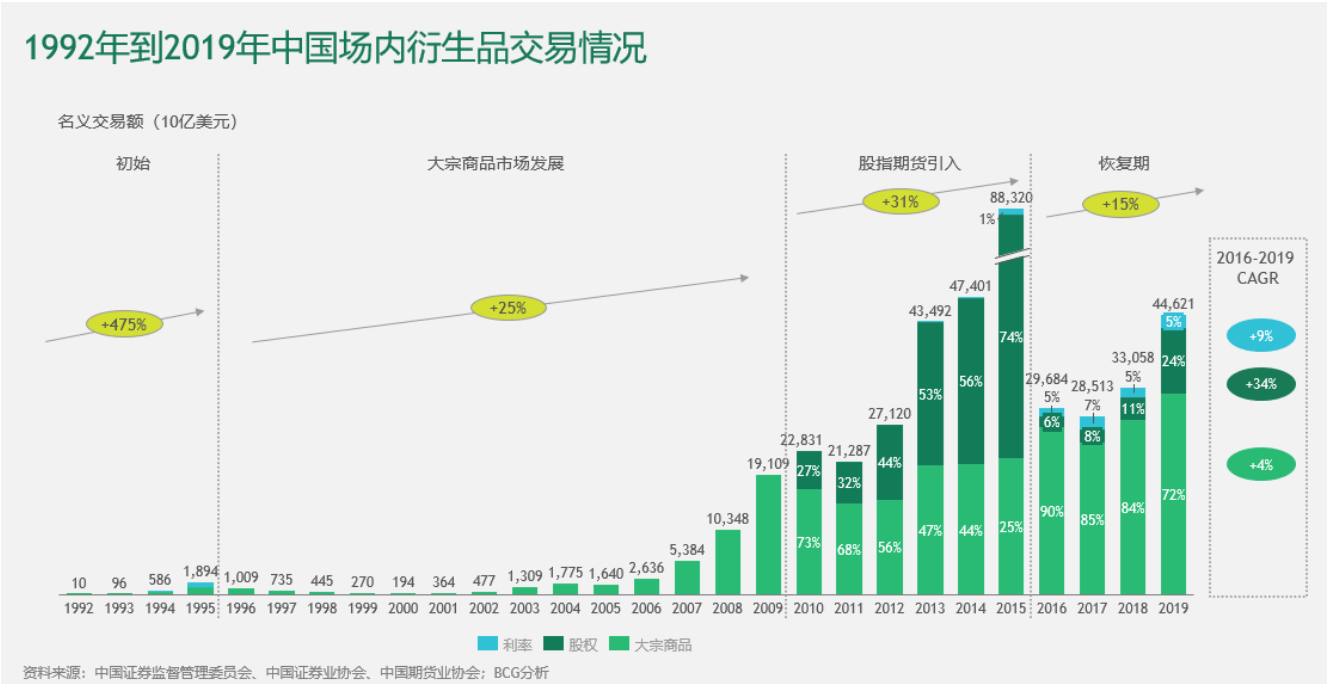


图 3. 1992 年到 2019 年中国场内衍生品名义交易数量

⁴⁵ 《上海证券交易所 2019 年债券市场年度报告》 <http://www.sse.com.cn/aboutus/research/report/c/5026905.pdf>.

1.1.2 场外衍生品

场外衍生品的诞生和发展离不开中国的市场改革。这场改革不仅实现了中国从计划经济到市场经济的过渡，还推动了中国资本市场的发展⁴⁶。

场外利率衍生品

利率市场化改革的加速推进对利率衍生品市场的发展至关重要。2004 年，在利率市场化改革开展将近十年之际⁴⁷，中国人民银行（PBOC）放开存款利率的上下限，并将商业贷款利率下限降至人民币贷款基准利率的 0.9 倍⁴⁸，推动了存贷款产品的商业定价，提升了利率衍生品的市场和流动性。在此期间，债券市场经历增长，短期融资券⁴⁹在 2005 年重新开闸⁵⁰。在利率上升、企业债券发行放缓和股权融资疲软的大背景下，短期融资券成为重要的直接融资工具。2005 年，企业债券占非金融机构融资规模的 6.4%，较 2004 年的 1.1% 显著增加⁵¹。

利率管制放宽后，利率上升，利率波动性增加，利率差缩窄。另外，持有大量债券使得银行面临更大的利率波动风险。2005 年，国内市场推出债券期货，为银行提供了一项利率风险管理工具。人民币利率互换产品于 2006 年在银行间债券市场试点推出，接着于 2008 年全面上市。之后，更多利率风险对冲工具陆续诞生（图 4）。

⁴⁶ 中国拥有一个多层次资本市场，可满足各种不同的市场资本需求，为更多企业提供直接融资渠道。例如，中国股市分为主板（证券交易所）、中小板和场外交易市场。

⁴⁷ 中国最早于 1996 年 6 月开始利率市场化改革，首项举措便是放开银行间利率。《中国利率市场化改革》，2014 年，Asia Focus。

⁴⁸ 中国人民银行设定的人民币基准利率。当前基准利率为：4.35%（短于 1 年期），4.75%（1 至 5 年期），4.90%（长于 5 年期）。

⁴⁹ 融资券由证券公司发行，用于在银行间债券市场进行短期融资（1 年内）

⁵⁰ 短期融资券首次于 1989 年试点发行，之后由于多次违约事件在 1997 年暂停发行。在中国人民银行 2005 年出台《短期融资券管理办法》后，短期融资券恢复发行。

⁵¹ 包括企业债券、商业票据和中期票据。《中国货币政策执行报告 (2005)》，中国人民银行。

利率衍生品发展历程

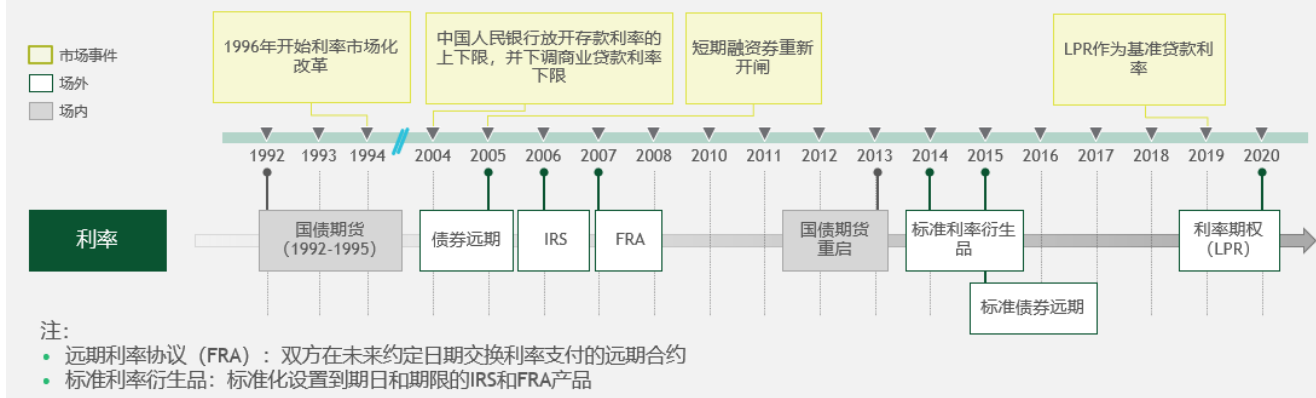
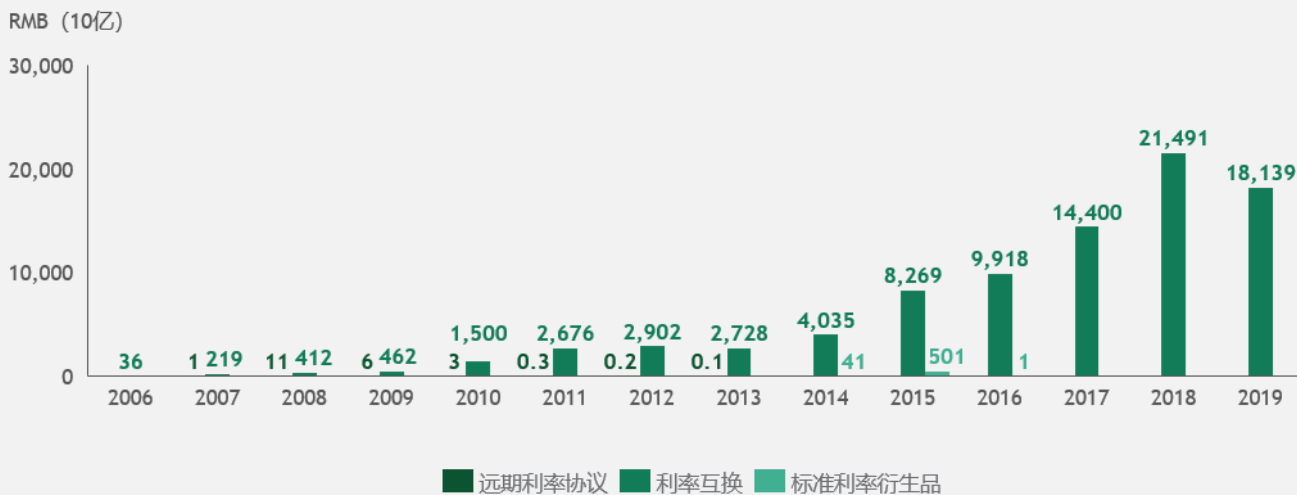


图 4. 利率衍生品发展历程

2019年8月17日，中国人民银行将基准贷款利率改为1年期贷款市场报价利率（LPR）。LPR的计算依据是18家合格商业银行对其最优客户收取的贷款利率，等于中期借贷便利利率加上风险溢价。与基准利率相比，LPR更能体现贷款市场行情。LPR改革为市场带来了新的产品（即2020年3月推出的人民币利率期权产品），包括掉期产品以及与1年期和5年期LPR挂钩的封顶/保底期权产品。

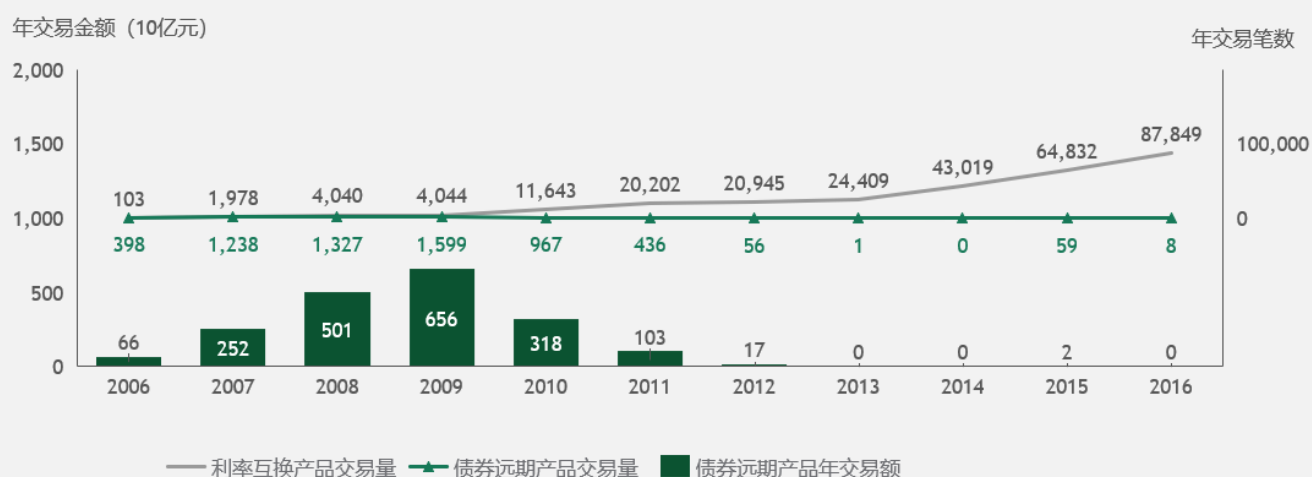
利率衍生品名义价值（2006-2019）



注：2017-2019年末披露远期利率协议和标准利率衍生品数量
资料来源：中国人民银行年报

图 5. 利率衍生品名义价值（2006-2019）

债券远期年交易笔数和金额（2006-2016）



注：2017-2019年未按重远期利率协议和标准利率衍生品数量
资料来源：中国人民银行年报

图 6. 债券远期年交易笔数和金额（2006-2016）

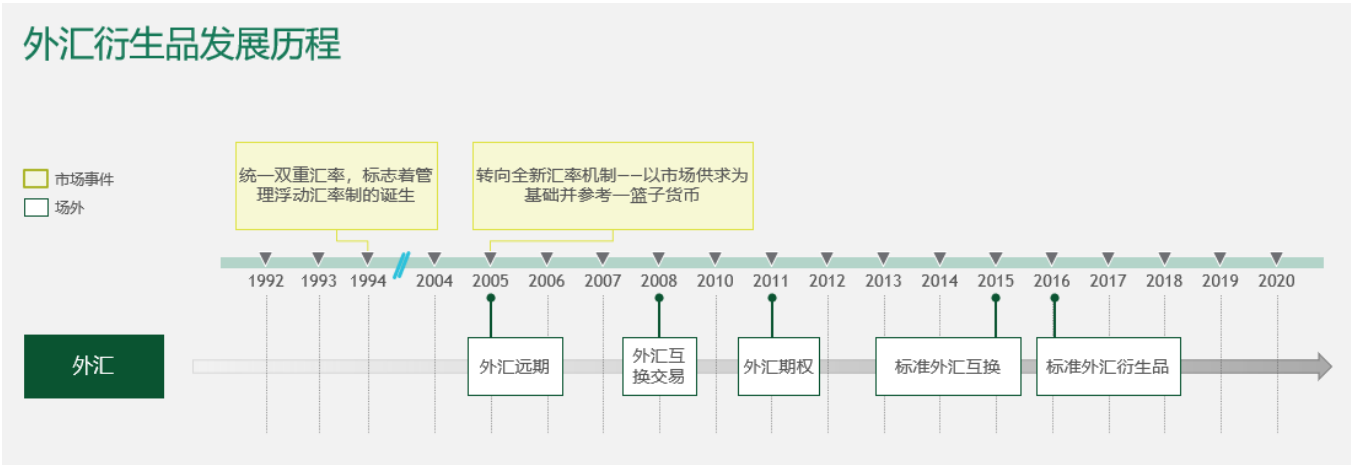
21 世纪初，中国利率市场化改革不断推进，自 2004 年以来多项利率定价改革落地。在此背景下，利率衍生品的重要性愈发凸显。2010 年后，随着交易条款（包括期限和基础基准利率）变得更加灵活，利率互换产品开始主导债券/利率衍生品市场（图 6）。2019 年，基于 7 天回购定盘利率（FR007）的利率互换成为商业银行交易最频繁的产品类型，占利率衍生品交易数量的 70%，紧随其后的是上海银行间同业拆放利率 3 月（Shibor 3M）利率互换，占利率衍生品交易数量的 27%。FR007 的交易之所以更活跃，是因为其定价由更多市场参与者决定，因此更能体现真实市场行情。另一方面，Shibor 由 18 家商业银行的批发利率报价决定，而非参考基于交易的利率。债券远期和远期利率协议交易量甚少，是因为难以找到有着相同初始日期、交割日期和标的债券的交易对手。利率产品在 2019 年占中国场外交易市场的 13%，从 2016 以来经历了 22% 的复合年均增长率。相比之下，利率产品是全球衍生品市场中最大的资产类别，在 2019 年占场外名义交易量的 73%⁵²。

⁵² 国际清算银行数据，<https://stats.bis.org/statx/toc/DER.html>

场外外汇衍生品

1994 年 1 月 1 日，中国统一了双重汇率（人民币官方汇率和外汇市场汇率），这一举措标志着管理浮动汇率制的诞生。1997 年亚洲金融危机之后⁵³，中国缩减了人民币汇率波动幅度，以防止亚洲地区的竞争性货币贬值和危机的进一步恶化。2005 年，随着内外部形势的好转，中国对管理浮动汇率制进行调整，人民币汇率开始以市场供求为基础并参考一篮子货币。2005 年，在新汇率机制和政策举措的推动下，人民币衍生品在在岸市场扩张。

2005 年 8 月，外汇远期交易（人民币对外币）在银行间市场开放。外汇互换业务（人民币对外币）于 2006 年 4 月试点推出，之后在相关法规出台后于 2007 年 8 月正式开放。外汇期权产品在 2011 年 4 月推出。接着，标准外化汇互换和外汇远期交易分别于 2015 年 2 月和 2016 年 5 月开始实施（图 7）。这些产品为银行提供了对冲工具，使银行能够更灵活地管理外汇头寸。



⁵³ 1997-98 年亚洲金融危机源于泰国放弃盯住美元制度，导致接二连三的货币贬值和大规模资本外逃。在危机爆发后半年内，印尼盾贬值 80%，泰铢贬值超过 50%，韩元贬值近 50%，马来西亚令吉贬值 45%。危机爆发后一年内，受危机影响最大的经济体的总资本流入减幅超过 1000 亿美元。

尽管各个资产类别的产品百花齐放，但外汇衍生品依然主导场外衍生品交易市场，在 2019 年占场外衍生品交易总量 85%。过去十年，伴随着中国各种经济事件的发展，外汇衍生品市场快速增长。自从中国于 2005 年启动汇率改革后，外汇风险对冲需求增加。此外，随着中国进一步对外开放、国内企业“走出去”以及“一带一路”等跨境项目的开展⁵⁴，外汇在机构资产负债表上的占比不断增加，外汇风险管理需求也随之扩大。截至 2016 年，外汇衍生品交易量超过现货交易，人民币/外币互换工具交易规模甚至达到现货交易市场名义规模的 1.3 倍⁵⁵。截至 2019 年，中国外汇交易规模达 29.1 万亿美元，同比增长 0.2%；现货和衍生品交易总额分别达 11.4 万亿和 17.8 万亿美元⁵⁶。

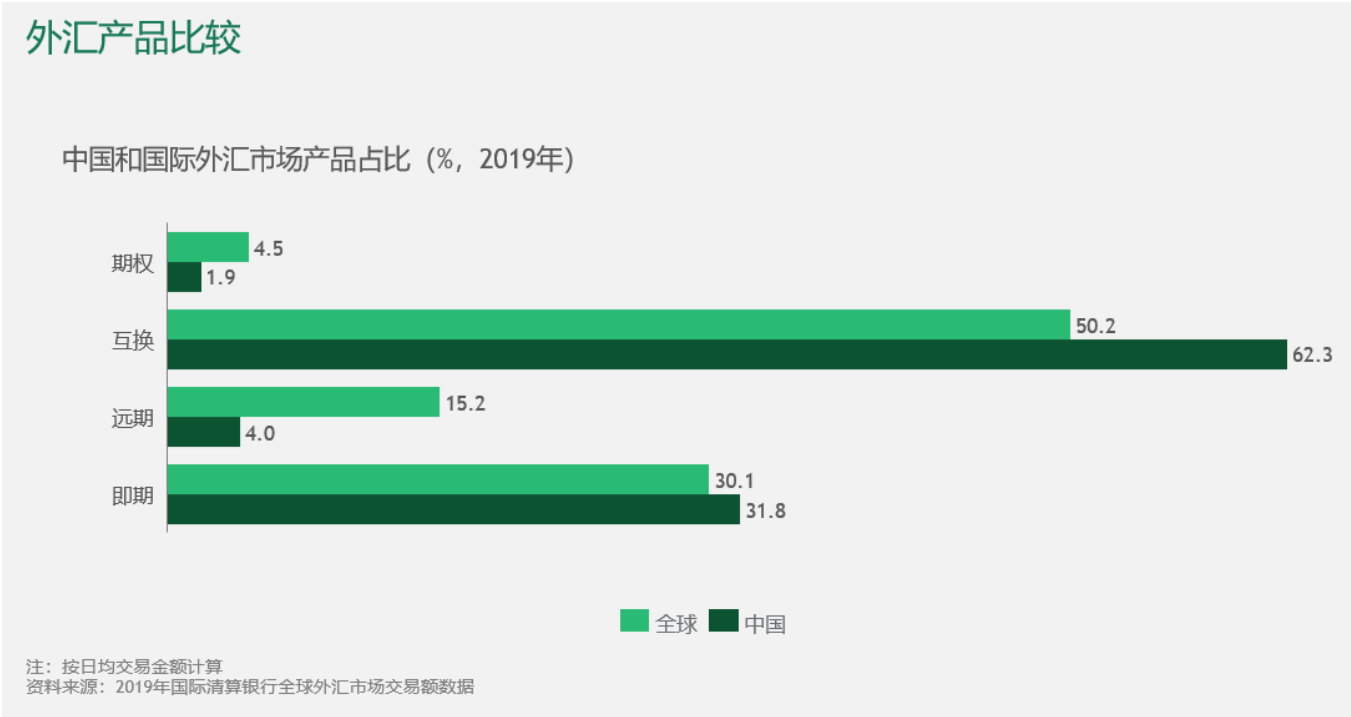


图 8. 外汇产品对比

⁵⁴ “一带一路”是中国政府在2013 年启动的一项全球基础设施发展策略，该项目投资于约 70 个国家和国际组织。

⁵⁵ 《2016 年中国国际收支报告》，2016年，国家外汇管理局，<http://www.safe.gov.cn/safe/2017/0330/5263.html>

⁵⁶ 《2019 年中国国际收支报告》，2019年，国家外汇管理局，<http://www.safe.gov.cn/safe/2020/0327/15828.html>

在外汇衍生品中，外汇互换（包括跨货币互换）⁵⁷是最主要的产品类型，占 2019 年外汇衍生品名义交易量的 96%（图 8）。当前上市的外汇互换合约包括在岸人民币（CNY）对欧元（EUR）、日元（JPY）、港币（HKD）和英镑（GBP）的互换合约。美元/人民币互换业务在 2019 年外汇互换业务名义总规模中的占比超过 99%，人民币对其他货币的互换业务的比例可忽略不计⁵⁸。

场外信用衍生品

2010 年以前，信用衍生品在中国尚不存在，主要因为债券违约事件较少，市场还没有信用保护需求。在经历了几年快速增长之后，中国商业银行信用贷款规模在 2010 年达到 10 万亿人民币。为了改善市场风险分担机制并促进债券市场的健康可持续发展，中国银行间市场交易商协会在 2010 年推出了两项信用风险缓释工具（CRM）⁵⁹：信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW）。虽然 CRM 被视为中国版本的信用违约互换（CDS），但它与在国际上交易的 CDS 存在多方面的差异。例如，CDS 合约的参照债务包含由同一发行机构发行的具有同样特征（如适用法律、汇率、优先级等）的一系列债券，而 CRM 只参照一只特定的债券⁶⁰。CRMA 则与 CDS 类似：CRMA 的买方（债券投资者）向卖方支付保护费用，由卖方就标的债务向买方提供违约风险保护，这有助于提高债券的流动性。CRMA 是双方之间的一种场外交易合约，类似于利率互换，该合约不得在市场转让。CRMW 是由银行等合格第三方机构发行的一种标准化合约，可在二级市场交易。

⁵⁷ 人民币/外币互换指在某个约定时期以约定的汇率进行人民币与某外币的兑换交易，并在未来某个时期进行反向兑换。人民币/外币跨币种互换是指在一段约定时期内交换人民币和某外币的利息，并约定在未来某个时期以商定的汇率交换这两种货币的本金。

⁵⁸ 数据来源：中国外汇交易中心（<http://www.chinamoney.com.cn/chinese/mtmoncjl/>）。

⁵⁹ 中国银行间市场交易商协会在 2010 年 10 月公布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，http://www.nafmii.org.cn/ggtz/gg/201204/t20120406_11887.html

⁶⁰ “是什么在阻碍外资进入中国在岸信用衍生品市场？Derrick Hung，2019 年 6 月，The Asset <https://theasset.com/capital-markets/37960/what-hinders-foreign-interest-in-chinas-onshore-credit-derivative-market#:~:text=In%20October%202018%2C%20the%20People's,lower%20their%20bond%20financing%20cost>

由于 CRM 仅可就单个标的债务违约事件提供保护，因此其交易量一直较低。此外，约 80% 的企业债券评级高于 AA+⁶¹，且大部分由领先大型银行持有，违约风险较低。

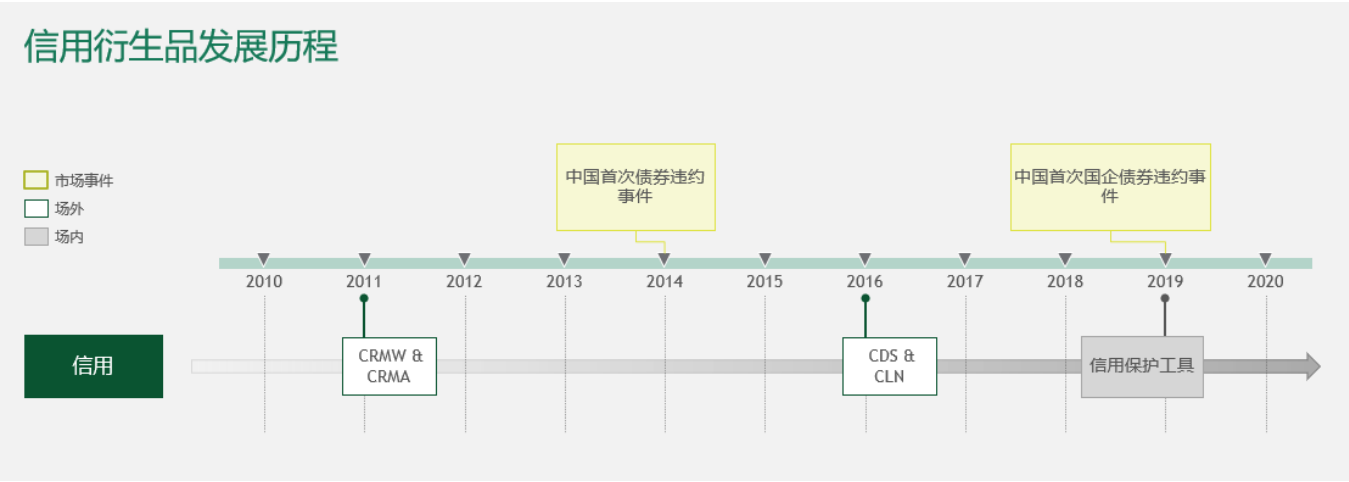


图 9. 信用衍生品发展历程

2016 年 9 月，CDS 和信用联结票据（CLN）在中国市场推出。虽然这些信用衍生品和它们的国际版本有着类似的结构和机制，但在中国的交易量一直较低，原因有二：一方面，中国投资者对违约风险的认知不完善；另一方面，市场流动性不足导致定价和交易困难。

⁶¹ 根据 2019 年发行的企业债券和中短期票据计算。数据来自 WIND。

2014至2020年债券违约情况（截至2020年11月30日）

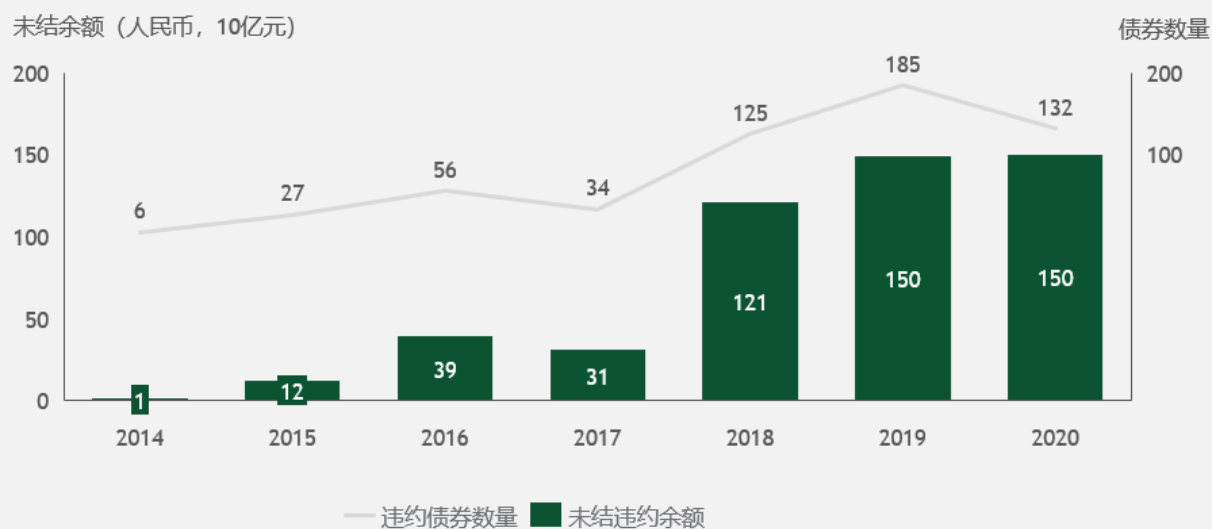


图 10. 2014 至 2020 年债券违约情况（截至 2020 年 11 月 30 日）

2017 年以来，债券违约事件数量不断增加。在这一趋势的推动下，交易所推出了更多诸如信用保护工具的信用衍生品，且 CRMW 发行量自 2018 年以来出现显著成长（2018 至 2019 年期间新发行数量同比增长 206%⁶²）。但是，CRMA 和 CDS 的交易量依然较低，这是由于它们本身不可转让的性质。同时，CLN 交易量仍低，市场参与者还不熟悉多种标的债券信用风险保护定价的复杂过程。此外，中国债券评级行业尚不成熟可靠，因此很难针对潜在违约事件对信用衍生品进行精确定价。信用衍生品虽然在整个场外交易市场占比较低（在 2019 年小于 2%），但有助于提振市场对企业债券的信心和降低融资难度。

场外股权衍生品

2012 年，在股票市场大涨的大背景下，总收益互换（TRS）业务在中国市场诞生。利用 TRS，买方将从标的资产处获得的收益转移给卖方，而得到一个事先约定的利率回报，该利率可以是浮动利率或者固定利率；卖方将获得 TRS 产生的收益加上这一期间的资本利得。中国有两种 TRS：融资互换和证券借贷互换。借助融资互换，投资者可通过加大杠杆来增加股票风险敞口，从而获得更高的收益；该互换以利率

⁶² 上海清算所月度债券业务运行分析，<https://www.shclearing.com/sjtj/ywfx/>.

产生的现金流作为支付手段。证券借贷互换是指以一定费率向投资者借出一笔标的资产的业务。2015 年股市危机后，中国监管机构暂停了融资互换业务，以防止股市杠杆率进一步增加⁶³。2015 年后，TRS 交易量一直保持缓慢增长。

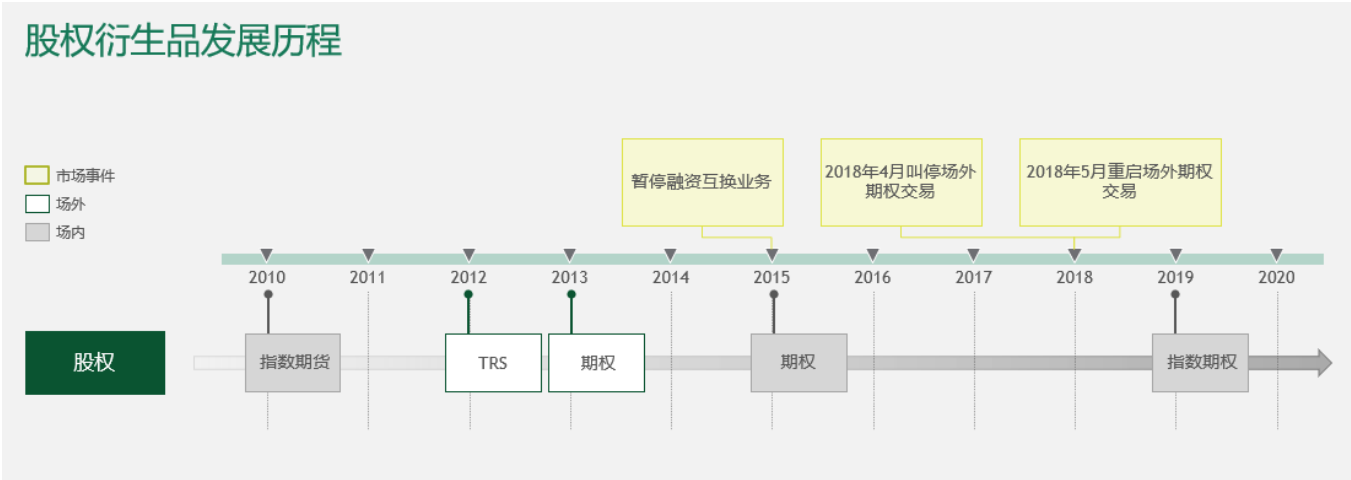


图 11. 股权衍生品发展历程

另一种场外股权衍生品是期权。国信证券在 2013 年 8 月完成了中国首单场外股票期权交易。2017 年，由于股市大涨以及私募股权基金需求强劲，场外股票期权交易数量在短短一年内增长超过 480%⁶⁴。然而，随着市场上后续出现一些违规行为，例如向风险容忍度不足的零售投资者出售分割后的场外交易期权，导致场外期权交易在 2018 年 4 月被叫停。2018 年 5 月，中国证券业协会（SAC）公布有关场外期权交易重启的指导方针⁶⁵，对市场参与者施行分级管理制度，明确规定投资者资质要求和标的资产范围，以保证场外期权市场的健康发展。

股权衍生品自推出以来一直逐年快速增长，其名义交易量在 2016 至 2019 年期间实现了 49% 的复合年均增长率⁶⁶（图 12）。但与外汇和利率衍生品相比，股权衍生品发展历史较短，到 2019 年仅占场外交易市场名义规模约 1%。

⁶³ 中国证券监督管理委员会通讯稿：
http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201511/t20151127_287275.html.

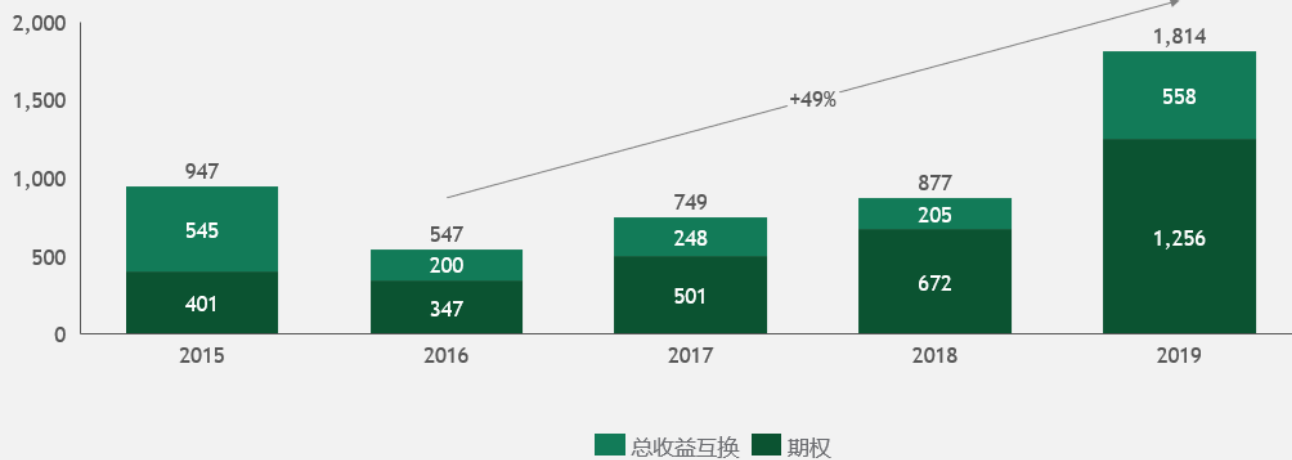
⁶⁴ 资料来源：<https://www.interotc.com.cn/portal/newportal/index.html>

⁶⁵ 《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》

⁶⁶ 资料来源：<https://www.interotc.com.cn/portal/newportal/index.html>

股权衍生品

名义年度增量 (人民币, 10亿元)



资料来源: : <http://www.interotc.com/portal>

图 12. 股权衍生品名义年度增量 (2015-2019)

场外大宗商品衍生品

场外大宗商品衍生品为企业提供了更加有效、更具针对性的工具来对冲价格波动风险，同时还能促进价格发现。大宗商品交易在中国已有 20 年历史，但场外大宗商品业务直到 2014 年，由鲁证期货的一家子公司完成了国内首单原油棕榈油期货的期权交易后才面世。在所有的场外大宗商品衍生品交易中，场外金条衍生品只在上海黄金交易所交易，该交易所是场外金条衍生品的实物交割平台。

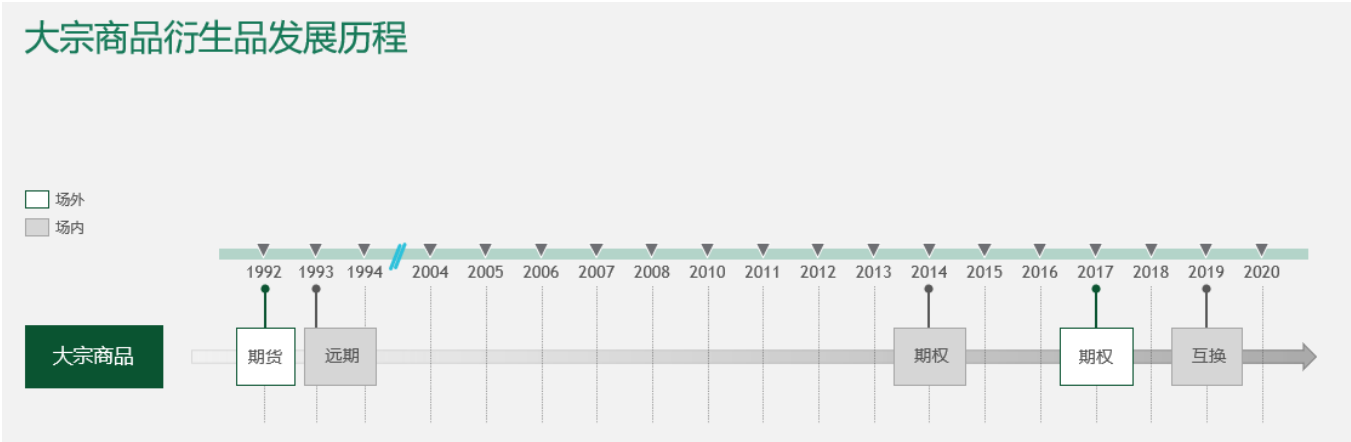


图 13. 大宗商品衍生品发展历程

由于大宗商品价格波动大，一些非金融企业有着强烈的风险管理需求，这促进了大宗商品衍生品类型和交易量的增长。自诞生以来，场外大宗商品衍生品业务一直保持快速发展，在 2016 至 2019 年期间实现了 238% 的复合年均增长率⁶⁷，这种高速增长由两方面因素驱动：第一，场外大宗商品衍生品处于发展初期，增长较快；第二，实体经济发展推动标的资产交易持续增长。在场外大宗商品衍生品中（例如期权、互换和远期），期权类衍生品在 2019 年的名义交易量中占比达 90%。但放眼整个中国场外交易市场，场外大宗商品衍生品在名义交易量中的占比较小（小于 1%）。

⁶⁷ 资料来源：中国期货行业协会, <http://www.cfachina.org/servicesupport/researchandpublishin/statisticalsdata/>

总结

经过多年发展，衍生品市场变得更大更广阔。根据中国外汇交易中心（CFETS）、中国证券业协会（SAC）和中国期货业协会（CFA）的统计，中国场外衍生品市场名义规模在 2019 年达到 20.5 万亿美元，在 2018 年的基础上下降了 2%。过去七年，场外衍生品市场飞速发展，早在 2012 年，其规模仅有 3 万亿美元。从 2012 到 2019 年，中国场外衍生品市场以 31% 的复合年均增长率保持增长，远远快于全球其他市场。

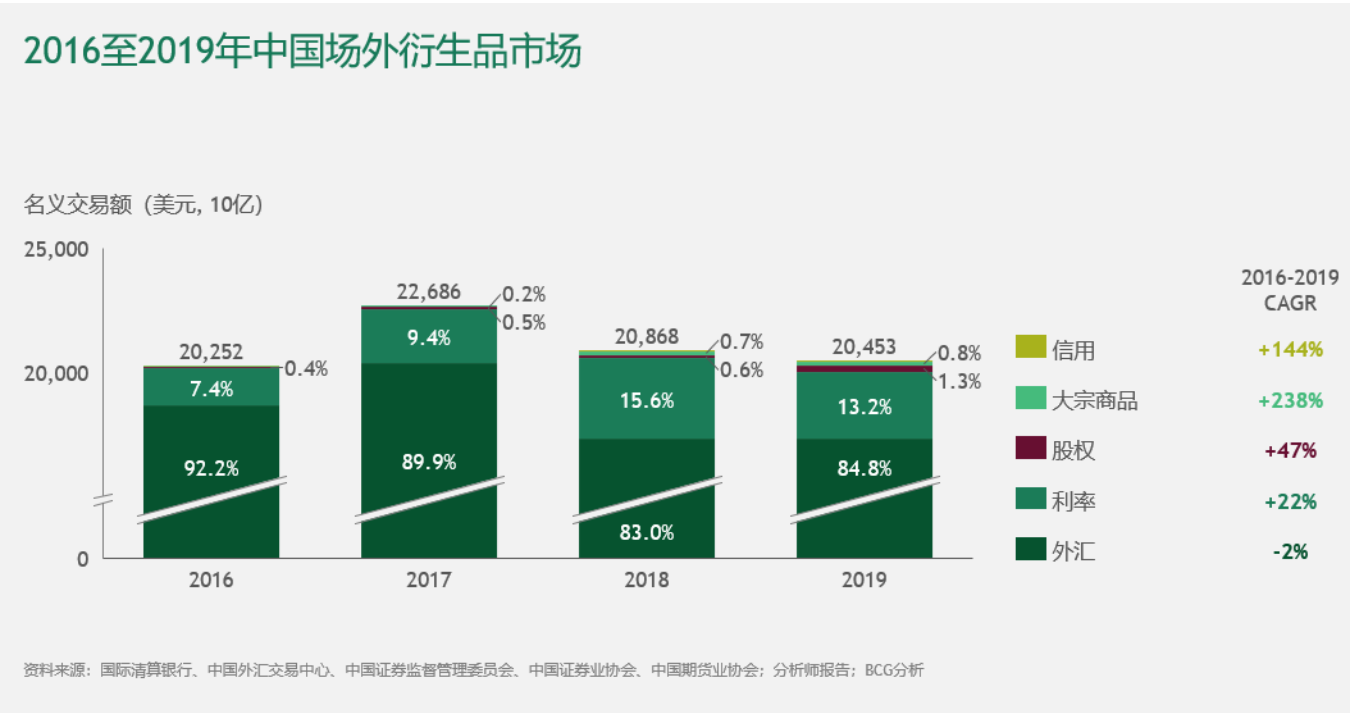


图 14. 2016 至 2019 年中国场外衍生品名义交易量

2019年，外汇衍生品名义交易量占据85%的市场份额

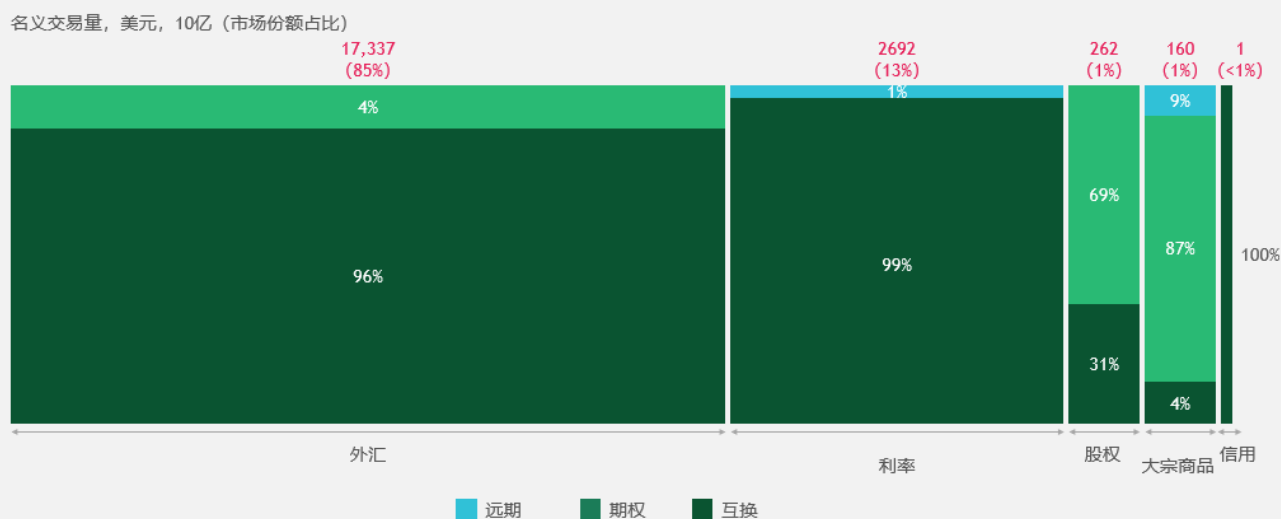


图 15. 各资产类别在场外衍生品市场中的占比

中国国内生产总值（GDP）从 2013 年的 9.570 万亿美元增长至 2019 年的 14.343 万亿美元，成为世界第二大经济体。在此期间，中国的全球 GDP 占比从 12.4% 上升至 16.3%（图 16）⁶⁸。但是，中国场外衍生品日均交易量在全球的占比仅为 1% 左右⁶⁹。相比之下，日本的全球 GDP 占比仅有 5.8%⁷⁰，但它的场外衍生品日均交易量在全球的占比达到了 3.3%⁷¹（图 17）。这表明，相对于其经济体量而言，中国的场外衍生品市场规模较小，还有充足的增长空间，能够在未来进一步促进实体经济发展。

衍生品一直被各类市场参与者用作一项有效的风险对冲工具，帮助促进了金融体系的稳定和安全。此外，衍生品还是一项重要的价格发现工具，能够为市场注入流动性，推动中国资本市场的正常运作，进而刺激实体经济发展。第 3 章将详述衍生品市场发展所带来的经济效益。

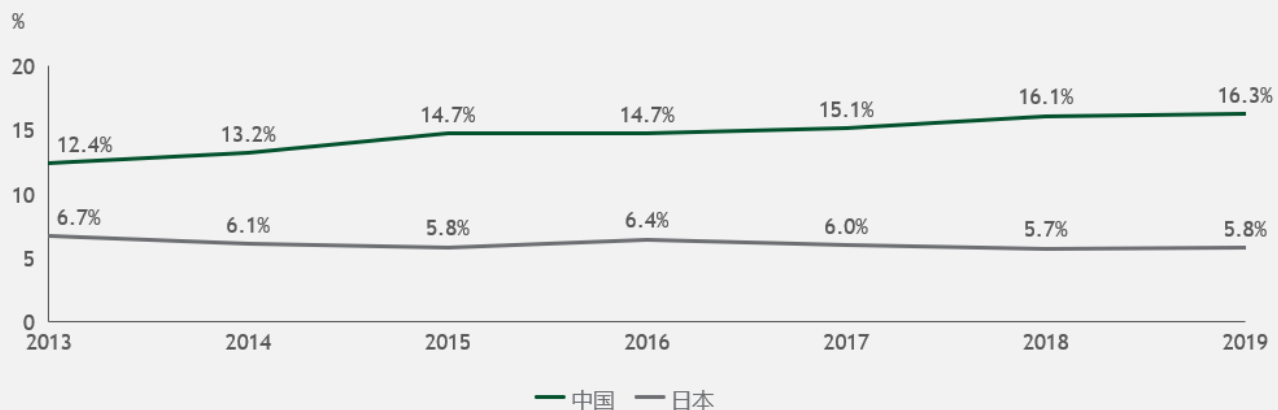
⁶⁸ 中国国内生产总值（GDP），世界银行数据，2013~2019。

⁶⁹ 根据国际清算银行三年一度的调研数据计算得出，2019 年。

⁷⁰ 日本国内生产总值（GDP），世界银行数据，2019。

⁷¹ 根据国际清算银行三年一度的调研数据计算得出，2019 年。

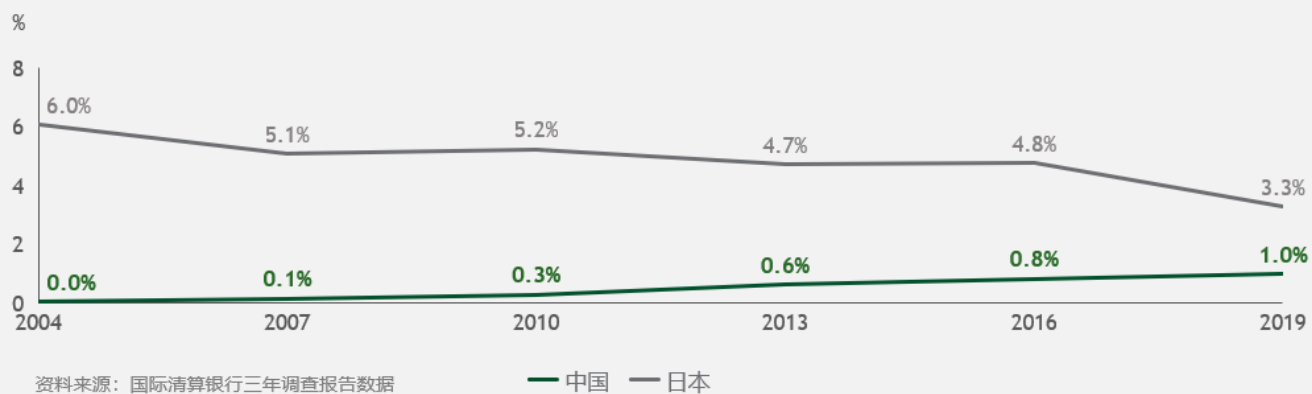
中国与日本GDP在全球GDP中的占比



资料来源：世界银行

图 16. 中国与日本在全球 GDP 中的占比

中国与日本场外衍生品交易量在全球中的占比



资料来源：国际清算银行三年调查报告数据

图 17. 中国与日本场外衍生品交易量在全球中的占比

表 1. 中国金融衍生品⁷²

资产类别	工具	衍生品类型	推出年份	场内/场外	交易场所	监管机构	2019 年交易量 (10 亿美元)
外汇	远期	货币远期	2005	场外	中国外汇交易中心	中国国家外汇管理局	65
		标准化货币远期	2016				
	互换	货币互换	2006	场外	中国外汇交易中心	中国国家外汇管理局	16,318
		外汇互换	2007				
		标准化货币互换	2015				
	期权	货币期权	2011	场外	中国外汇交易中心	中国国家外汇管理局	594
利率	远期	债券远期	2005	场外	中国外汇交易中心	中国人民银行/中国银保监会	22
		远期利率协议	2007				
		标准化债券远期	2015				
	期货	5 年期国债期货	2013	场内	中国外汇交易中心	中国证监会	259
		10 年期国债期货	2015				1,308
		2 年期国债期货	2018				577
	互换	人民币利率互换	2006	场外	中国外汇交易中心	中国人民银行/中国银保监会	2,627
		标准化利率互换	2014				
	远期	利率期权 (IRO)	2020	场外	中国外汇交易中心	中国人民银行/中国银保监会	N/A
股权	期货	沪深 300 指数期货	2010	场内	中国金融期货交易所	中国证监会	3,865
		中证 500 指数期货	2015				2,877
		上证 50 指数	2015				1,189
	互换	总收益互换 (TRS)	2012	场外	场外/中证股份公司	中国证监会	81
	期权	股票期权	2013	场外	场外/中证股份公司	中国证监会	182
		上证 50ETF 期权	2015	场内	上海证券交易所		2,533
		沪深 300ETF 期权	2019	场内	上海证券交易所		28
		沪深 300ETF 期权	2019	场内	深圳证券交易所		N/A
		沪深 300 指数期权	2019	场内	中国金融期货交易所		0.2
大宗商品	期货	大宗商品期货	1990	场内	上海期货交易所/大连商品交易所/郑州商品交易所	中国证监会	31,978
	远期	大宗商品远期	1993	场外	场外/大连商品交易所/上海黄金交易所	中国证监会/中国人民银行	15
	期权	大宗商品期权	2014	场外	场外/大连商品交易所/上海黄金交易所	中国证监会/中国人民银行	144
			2017	场内	上海期货交易所/上海黄金交易所	中国证监会	
	互换	大宗商品互换	2018	场外	场外/大连商品交易所/上海黄金交易所	中国证监会/中国人民银行	6

⁷² 资料来源：中国证监会，中国证券业协会，中国期货业协会，中国外汇交易中心，上海证券交易所，深圳证券交易所，interotc.com.cn

信用	信用风险缓释合约	2010	场外	场外	中国人民银行/ 中国银行间市 场交易商协会	1
资产类别	工具	衍生品 类型	推出 年份	场内/场外	交易场所	监管机构
	信用风险缓释凭证 (CRMW)	2010	场外			<1
	信用违约互换 (CDS)	2016	场外			<1
	信用联结票据 (CLN)	2017	场外			<1
	信用保护合约	2018	场内	上海证券交易所/深圳 证券交易所	中国证监会	N/A
	信用保护凭证	2019	场内			N/A

1.2 市场现状

1.2.1 监管框架

同许多其他国家一样，中国衍生品市场是基于机构类型、交易场所和产品类型由不同的监管机构管理。监管机构可分为政府监管机构和自律性监管机构（SRO）。衍生品交易同时受到针对参与者和针对产品的监管规则的约束，这些监管规则由一家或多家监管机构出台。

所有的场内交易衍生品在中国证监会之下的监管框架大体类似。根据《期货交易管理条例》，中国证监会是期货产品交易的授权监管机构。期货监管部是该机构的一个职能部门，负责监管期货市场，其主要职责如下⁷³：

- 拟订监管期货市场的规则、实施细则；
- 监督管理期货交易所的运营；
- 依法审核期货交易所、期货结算机构和期货投资咨询机构的设立，并审核其资质；
- 审核上市期货、期权产品及合约规则；
- 监管市场相关参与者的交易、结算、交割等业务活动；
- 监管期货市场的交易行为；
- 负责大宗商品及金融场外衍生品市场的规则制订、登记报告和监测监管；
- 负责期货市场功能发挥评估及对外开放等工作；
- 牵头负责期货市场出现的重大问题及风险处置的相关工作等。

中国期货业协会是由中国证监会负责管理和监督的一家自律性监管机构，该机构为期货行业拟定了一套行为规范和准则，并负责监督和视察期货公司的商业活动。交易所则充当产品层面的自律性监管机构，因为所有的期货交易都在授权交易所进行⁷⁴。参与期货交易的各方必须严格遵守交易所制定的资质要求和交易规则。

中国场外衍生品市场的监管工作沿着行业领域、产品和交易场所三个维度开展。中国衍生品市场的监管框架由政府监管机构和自律性监管机构出台的国家法律、法规和条例构成。政府监管机构包括中国银保监会（CBIRC，前身为中国银行业监督管理委员会（“银监会”））、中国证监会（CSRC）、中国人民银

⁷³ 《期货监管部机构职能》，中国证券监督管理委员会，
(http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/qhjgb/qhjgbjgz/201404/t20140410_246739.html).

⁷⁴ 中国金融期货交易所、上海期货交易所（包括上海国际能源交易中心）、大连商品交易所、郑州商品交易所和即将设立的广州期货交易所。

行（PBOC）、中华人民共和国财政部、国家外汇管理局（SAFE）和国务院国有资产监督管理委员会；而自律性监管机构包括中国银行间市场交易商协会（NAFMII）、中国证券业协会（SAC）、中国证券投资基金业协会（AMAC）（“中国基金业协会”）和中国期货业协会（CFA）。在中国，衍生品交易监管框架采取机构性监管方针，同时包含一些功能性监管元素。

对于商业银行、城市信用合作社、农村信用合作社和保险公司等在中国境内合法设立的具有吸收存款资质的金融机构而言，中国银保监会被授权监督和管理它们的衍生品交易行为⁷⁵。中国银保监会是衍生品交易的审慎监管机构，而中国人民银行对有关人民币利率互换⁷⁶和远期利率协议⁷⁷等衍生品业务⁷⁸的行业文件的使用进行了规定，并负责监管在中国外汇交易中心和上海清算所等受监管的交易场所内进行的银行间衍生品交易。

中国证监会则负责管理参与衍生品交易的证券公司、期货公司和资管机构。中国证券业协会、中国期货业协会和中国基金业协会等自律性监管机构受中国证监会监督，负责为衍生品市场制定运营方针和行业文件（例如针对中国在岸证券市场的 SAC 交易主协议）。

监管机构还负责管理中国境内金融机构以及属于这些监管机构管辖范围的中国境内金融机构子公司的跨境活动。

⁷⁵ 《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》，http://www.gov.cn/gongbao/content/2011/content_1893973.htm

⁷⁶ 《中国人民银行关于开展人民币利率互换业务有关事宜的通知》

<http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147171/147358/147400/2847554/index.html>,

⁷⁷ 《远期利率协议业务管理规定》，http://www.gov.cn/zwjk/2007-10/09/content_770955.htm

⁷⁸ 《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》，http://www.gov.cn/gzdt/2009-03/16/content_1260307.htm

表 2. 各个衍生品交易监管机构的监管对象和内容

监管类型	监管机构	监管对象和内容
政府监管	中国人民银行（PBOC）	场外衍生品交易，包括利率互换、远期利率协议、债券远期和在上海黄金交易所交易的场外金条衍生品；资产担保证券在全国银行间债券市场的发行和交易等。
	中国证监会（CSRC）	场内衍生品交易，如证券公司、证券基金和期货经纪公司开展的股指期货和股票期权等金融衍生品交易活动。
	中国银保监会（CBIRC）	综合性银行、商业银行、保险公司、信用合作社、政策性银行、资产管理公司、信托公司、企业集团财务公司、金融租赁公司和外商银行的中国分行及子公司所开展的金融衍生品交易活动。
	财政部	参与金融衍生品交易的公司的财务系统以及中投公司和/或其子公司进行的金融衍生品投资
	国家外汇管理局（SAFE）	外汇衍生品业务
	国务院国有资产监督管理委员会（SASAC）	央企参与的金融衍生品业务
中国证券监督管理委员会监管	中国金融期货交易所（CFFEX）	交易所发行的衍生品和衍生品交易方
	深圳证券交易所（SZSE）	
	上海证券交易所（SSE）	
	大宗商品交易所，包括：上海黄金交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海期货交易所（包括上海国际能源交易中心）和新设立的广州期货交易所	
自律性监管	包括中国银行间市场交易商协会、中国证券业协会、中国期货业协会和中国证券投资基金业协会在内的行业协会组织	与衍生品交易相关的协会成员和市场基础设施
	中央国债登记结算有限责任公司和上海清算所等其他市场基础设施	

对中国的场外衍生品交易施行统一的协议文件

主协议用于为参与场外衍生品交易的各方提供法律和信用保护。为妥善管理和进一步支持中国衍生品市场的发展，监管机构对在某些在岸市场内的特定场外衍生品的交易施行统一的文件。

对于市场参与者在银行间市场内进行的在岸交易而言，必须使用《NAFMII 主协议》来记录场外外汇、利率、黄金和信用衍生品交易⁷⁹。此外，《SAC 主协议》用于记录证券公司、期货公司和基金管理公司参与的场外衍生品交易。另外，在岸银行自行定制的衍生品交易主协议（即迷你主协议）也常常在银行与公司客户之间被使用，用于满足公司客户的基本对冲需求。

随着中国金融市场不断增长和对外开放，外资市场参与者越来越多地要求在在岸衍生品交易中使用其他国际主协议文件（例如《ISDA 主协议》）。中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局和上海市政府于 2020 年 2 月发表了联合意见，鼓励离岸参与者在进入上海在岸衍生品市场时自行酌定签署《NAFMII 主协议》、《SAC 主协议》和《ISDA 主协议》。

境内金融机构在开展跨境交易时，也使用 ISDA 制定的标准文件。

⁷⁹ <https://www.isda.org/a/9pREE/Chinese-Derivatives-Market-and-Legal-Trends.pdf>; http://www.gov.cn/gzdt/2009-03/16/content_1260307.htm.

1.2.2 市场基础设施

在本白皮书中，“市场基础设施”是指提供交易、清算和结算等服务的系统或平台。中国衍生品市场目前有九个重要的市场基础设施，包括六家交易所、两个场外交易中心和一个场外中央交易对手。

对于在场内交易的衍生品而言，所有合约均予以集中清算和结算。金融期货和期权交易在中国金融期货交易所、上海证券交易所和深圳证券交易所进行⁸⁰。大宗商品衍生品的交易、清算和结算在上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所等三家期货交易所进行。

中国金融期货交易所是所有债权期货和大部分股指期货和期权的交易场所，它提供了一个电子交易平台以及清算和现金结算服务；该所被中国证监会批复为合格中央交易对手（QCCP）。国债期货的实物结算和处理在国债的中央托管机构，即中央国债登记结算有限责任公司（CCDC）进行。**上海证券交易所**为两只场内交易期权（沪深 300ETF 和上证 50ETF 期权）和两只场内信用衍生品提供交易执行以及清算和结算服务。**深圳证券交易所**为沪深 300ETF 期权和两只场内信用衍生品提供交易执行以及清算和结算服务。



图 18. 在不同交易所挂牌的衍生品交易金额和交易者数量

⁸⁰ 金融衍生品是指非大宗商品衍生品。

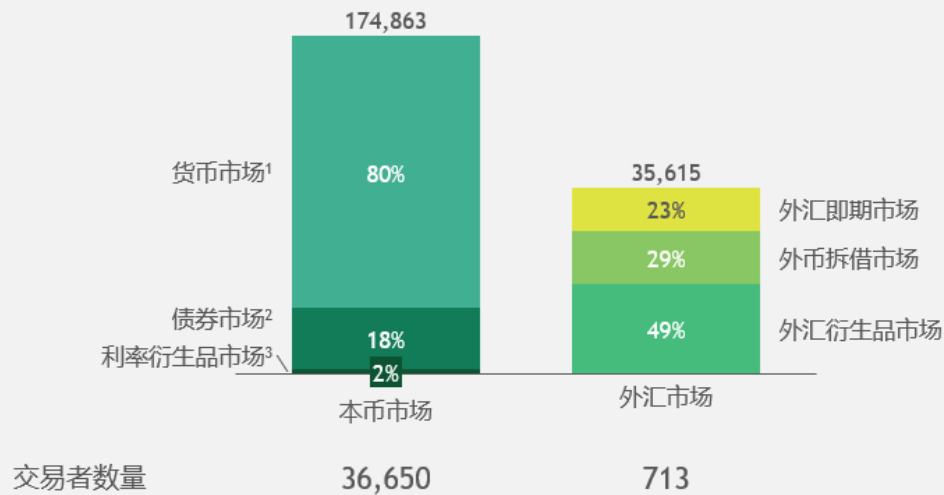
三家大宗商品期货交易所交易的产品类型上并无重复。**上海期货交易所**主要交易金属，同时也交易能源和化学品；**大连商品交易所**交易各种农业和工业商品期货合约；**郑州商品交易所**专门交易农业和化学商品期货。中国证监会在 2019 年批复该三家交易所为合格中央交易对手。

在场外衍生品市场，不同的标的资产对应不同的交易所和清算/结算基础设施。所有的银行间衍生品交易⁸¹在中国外汇交易中心进行，其中大部分在上海清算所集中清算和结算。股权衍生品通过中证机构间报价系统股份有限公司（CSIS）进行交易，但采用双边清算和结算模式。大宗商品衍生品的交易在大连商品交易所和上海黄金交易所提供的多个电子平台上进行。后文将详述几个关键市场基础设施的职责。

中国外汇交易中心为所有银行间的外汇市场、货币市场和债券市场的发行、交易、交易后处理、信息、基准和培训提供电子交易功能和服务。该中心提供报价、撮合、分析和沟通服务以及交易确认、交易压缩和交易逆转等交易后服务；同时该中心还会记录所有的银行间交易信息。近年来，中国外汇交易中心对交易流程进行了自动化，以实现直通式处理，具体举措包括升级交易撮合系统、建立电子外汇交易系统 iSupport、改进与彭博社等交易和报价系统的连通性等。

⁸¹ 银行间衍生品是指利率、外汇和信用衍生品。

中国外汇交易中心各产品交易金额和交易者数量（2019年，10亿美元）



1.包括信用拆借、质押式回购和买断式回购产品；2.包括同业存单、政策性金融债、国债、中期票据、超短期融资券（SCP）、债券借贷、地方政府债等现券产品；3.包括使用Shibor和FR007等作为参考利率的所有银行间利率衍生品
资料来源：中国外汇交易中心年报及官网

图 19. 中国外汇交易中心的交易规模和交易者数量⁸²（2019）

上海清算所是银行间交易（例如利率互换、外汇、信用违约互换、标准债券远期合约）和某些大宗商品衍生品交易（例如金属、货运、能源、工业品、农产品、碳排放的远期、互换和期权）的主要清算和结算场所。上海清算所还提供保证金管理和担保品管理等服务。该所被中国人民银行批复为合格中央交易对手。

⁸² 中国外汇交易中心月度数据发布，2019，中国外汇交易中心 <http://www.chinamoney.com.cn/dqs/cm-s-notice-query/fileDownload.do?mode=open&contentId=1557142&priority=0>.

中证股份有限公司是股权衍生品的主要交易场所，其直通式处理电子平台为交易者提供报价、撮合、交易确认和交易报告生成等服务。

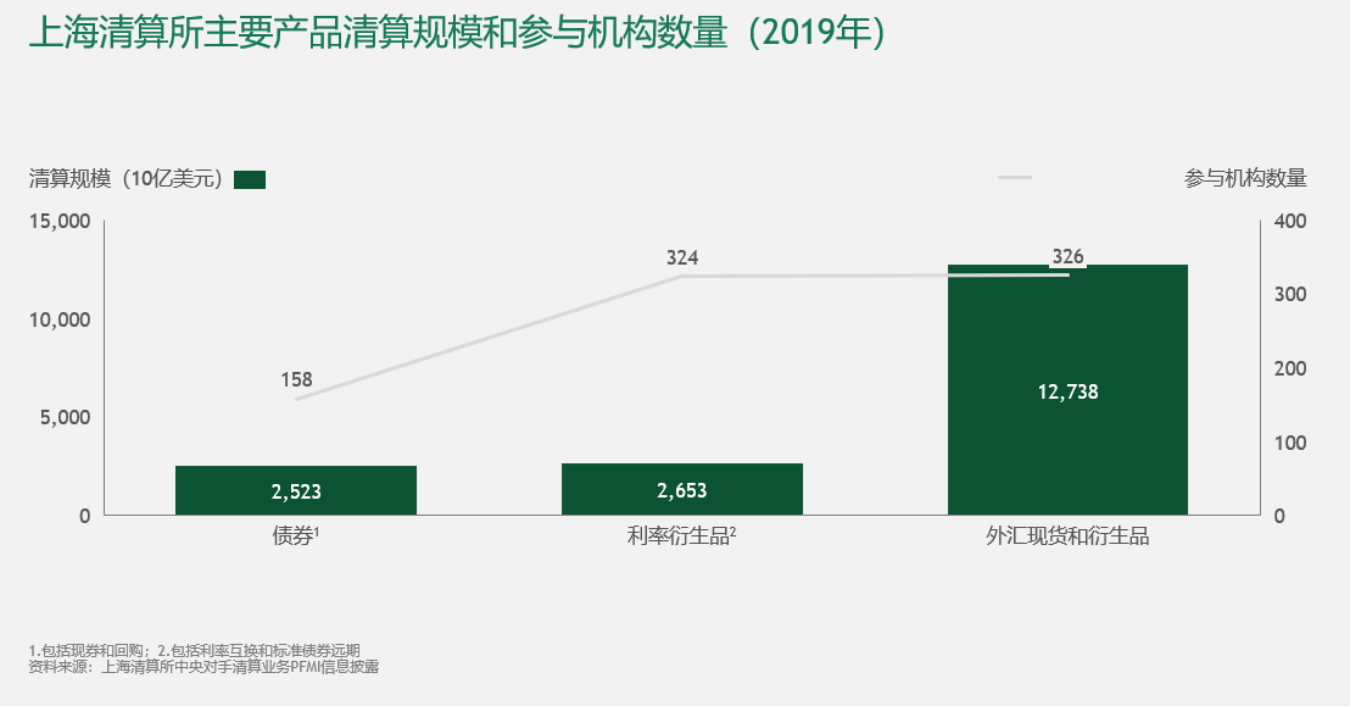


图 20. 上海清算所产品清算规模和参与机构数量⁸³

⁸³ 上海清算所中央对手方 PFMI 披露，2020，
[http://english.shclearing.com/aboutus/PFMIDisclosure/202002/t20200228_644523.html?xyz=0.46504281616215026\](http://english.shclearing.com/aboutus/PFMIDisclosure/202002/t20200228_644523.html?xyz=0.46504281616215026)

中国衍生品市场概况

资产类别		交易执行场所	清算和结算场所	结算方式
场内衍生品	国债期货	CFEX	CFEX ¹	集中
	股指期货/期权	SSE / SZSE	SSE / SZSE	
	信用保护合约/凭证	DCE / SHFE / ZCE	DCE / SHFE / ZCE	
	大宗商品期货/期权			
场外衍生品	利率	CFETS	SHCH	集中
		场外	场外	双边
	外汇	CFETS	SHCH	集中
	信用	经中国人民银行批准的系统	场外	双边
	股权	CSIS / OTC	场外	双边
	大宗商品 (其他)	DCE	SHCH	集中
			DCE	
	大宗商品 (黄金)	SGE	SGE	双边

1. 对国债而言，结算包括由CCDC负责的期货实体交付

注：CFEX=中国金融期货交易所；CCDC=中央国债登记结算有限责任公司；SSE=上海证券交易所；SZSE=深圳证券交易所；DCE=大连商品交易所；SHFE=上海期货交易所；ZCE=郑州商品交易所；CFETS=中国外汇交易中心；SHCH=上海清算所；CSIS=中证互联网报价系统；SGE=上海黄金交易所

图 21. 中国衍生品市场关键市场基础设施一览

1.3 近期市场趋势

自 2017 年以来，中国将经济开放和资本市场的持续改革设为其发展路线图中的优先事项。中国国家主席习近平在中国共产党第十九次全国代表大会上表示，中国进行外汇和金融体系改革的这一目标是其市场对外国投资者全面开放中的一部分；他在 2020 年中国国际服务贸易交易会上再次表示，中国致力于进一步开放市场、放宽市场准入并推动与国际社会的合作。这些声明表明，中国高层领导有决心打造一个国际化、协作式的开放资本市场。

此外，在 2007-2008 年全球金融危机后，中国落实了二十国集团(G20)推行的金融监管改革方案，包括要求使用合格中央交易对手以及在场外交易中更多使用担保品。为保障资本市场稳定性和安全性，中国将继续投资及扩建其市场基础设施，以满足国内外投资者需求。

在政府支持下，衍生品市场将会随着资本市场的进一步发展而增长。政府的支持主要有三个方面：

1. 监管和立法框架改革

中国衍生品市场已经在制定监管和立法框架来引导和保护衍生品市场参与者方面取得了巨大进展。2021年,《期货和衍生品法草案》发布,为中国期货和场外衍生品市场的运作提供了完整的法律框架,并在中国立法历史上首次明确了终止净额结算的可执行性,因此具有里程碑式的意义。ISDA 与中国监管机构、市场参与者以及其他行业协会正共同合作,以确保期货和衍生品法能确认终止净额结算及相关履约保障安排的可执行性。这一重大进展延续了在 2020 年 10 月出台的《中华人民共和国商业银行法(修改建议稿)》⁸⁴所明确提到的商业银行被接管过程中的终止净额结算机制,其暂停期限最长为 2 个工作日,这与金融稳定委员会 (FSB) 建议的时限相同⁸⁵。2018 年 1 月,中国银监会公布《中国银监会关于印发衍生工具交易对手违约风险资产计量规则的通知》⁸⁶,该文件提到了《巴塞尔协议 III》中的交易对手信用风险暴露计量的标准法 (SA-CCR),并明确了终止净额结算的投资组合定义方法。

此外,各监管机构加强了彼此协作,以解决监管缺口、监管套利和监管重叠问题。2017 年,国务院管辖下的金融稳定发展委员会成立,其目标是协调中国人民银行和其他监管机构的金融监管和改革工作。紧接着,中国人民银行、银保监会、证监会和外汇局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》⁸⁷的征求意见稿;该文件对资管行业的监管要求进行了统筹,以便监管、统一同类资产管理产品监管标准以及防控金融风险。在新规出台前,不同资管机构面临的监管规则也大不相同,因为它们受到不同金融监管机构的监管。

另外,为吸引更多国外投资者,监管机构引进了 ISDA 主协议,这是国际市场上使用最频繁的衍生品协议。2020 年 2 月,中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局和上海市政府联合发布《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》,这是首个明确表示所有外资机构可以使用《ISDA 主协议》与中国对手方在中国银行间市场进行场外衍生品交易的官方文件。

2. 扩大衍生品使用范围,放宽市场准入

⁸⁴ 《中华人民共和国商业银行法(修改建议稿)》, <http://www.gov.cn/xinwen/2020-10/16/5551867/files/75c0820dba14419c8f8194c130c26609.pdf>

⁸⁵ 《金融机构有效清算机制核心要素》,金融稳定委员会 (FSB), https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/fsb_key_attributes.htm

⁸⁶ 《中国银监会关于印发衍生工具交易对手违约风险资产计量规则的通知》,中国银保监会, <https://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/governmentDetail.html?docId=272543&itemId=861&generaltype=1>

⁸⁷ 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,中国外汇局, <http://m.safe.gov.cn/safe/2018/0427/8876.html>

主要衍生品市场的发展均建立于活跃的标的现货资产交易之上。场外衍生品源自现货市场，而现货市场直接服务于实体经济。现货市场价格的剧烈波动推动了场外衍生品的发行和发展。中国在刺激现货市场增长方面取得了进展。2019 年，彭博社和摩根大通公司宣布将会把中国债券纳入它们的标的指数，这得益于中国人民银行此前对债市采取的一系列改善措施。2020 年 9 月，富时罗素宣布计划在 2021 年将中国国债纳入富时世界国债指数。

中国持续推进中国内地的利率市场化改革，并取得了喜人进展。2019 年，中国调整了贷款市场报价利率（LPR）的计算方法，并为银行设定了新的基准贷款利率；调整贷款市场报价利率形成机制是为了开放利率，使市场在利率决定中发挥更大的作用。市场化后的利率会随着市场和经济行情的变动而变动。随着利率波动性增强，场外交易市场对利率互换等利率对冲工具的需求将不断增长。

中国在开放大宗商品衍生品市场方面已加快步伐。2018 年，原油期货合约在中国推出，这也是中国首个直接向国际投资者开放的衍生品合约。截至 2020 年 12 月，已有七种⁸⁸国际化大宗商品合约在中国上市。大宗商品期货市场的开放为境外投资者提供了管理风险和发现投资机遇的新渠道。

过去四年，中国在为机构投资者放宽场外衍生品市场准入方面取得了显著进展。在国内，中国向银行、证券公司、资管公司和保险公司等各类机构开放了多个衍生品细分市场。另外，外资机构也可通过中国银行间债券市场（CIBM）直接投资机制或 QFII 和 RQFII 制度交易利率互换、债券远期和外汇衍生品等衍生品。此外，监管机构一直在尝试将“债券通”的产品范围从现金债券扩大到衍生品⁸⁹。

3. 完善市场基础设施

近年来，针对国内外投资者的市场平台基础设施得到了许多完善。2017 年推出的“债券通”和银行间债券市场直接投资（CIBM Direct）机制为境外投资者提供了进入中国固收市场的新渠道。Tradeweb 和彭博社等国际平台首次被接入这些机制，使投资者能够直接执行交易并将簿记信息发给下游的代理银行，极大简化了交易流程。2020 年，Tradeweb 和彭博社均为 CIBM Direct 推出了市场询价服务（RFQ），使境外投资者在中国债市交易时享有更高的透明度和效率。

此外，中国国内的交易平台也经历了一些重大技术升级。2017 年末，中国外汇交易中心基于 NEX Markets 平台推出了 FX2017 平台。

⁸⁸ 七种国际化大宗商品合约包括棕榈油、原油、TSR 20 橡胶、低硫燃油、铁矿石、敷铜板和精对苯二甲酸。

⁸⁹ 《债券通与中国债券市场更深层次开放展望》，香港交易所，2019，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2019/FIC_BondConnect_201901_c.pdf?la=zh-HK。

经过这一升级，中国外汇交易中心的外汇交易平台具备了一次执行多个指令的低延迟交易能力，将交易体验提高到了发达市场水准。

中国也一直在努力发展清算和结算基础设施。2009 年设立的上海清算所为中国金融市场参与者提供场外交易清算服务；该所为以人民币或外币计价的现货和衍生品交易以及中国人民银行批准的人民币跨境交易提供标准化中央清算服务。中国于 2014 年 7 月 1 日开始对金融机构间的在岸人民币利率互换交易实施强制性中央清算（包括直接清算和客户清算）。从此，中央交易对手的引进大大提高了交易参与者的信贷风险管理能力，并将国内清算实践提高到了国际水准。此外，2017 年，上海清算所正式向欧洲证券及市场管理局（ESMA）申请第三国中央交易对手认证，使其能够更便利地向欧洲客户提供更具资本效益的清算服务。

4.人民币计价的中国国债作为衍生品交易保证金

中央结算公司与期货交易所合作，以推动人民币计价的国债作为衍生品交易保证金的使用。2015 年，中央结算公司与中国金融期货交易所率先以国债期货为试点，启动国债作为国债期货保证金业务。2019 年，中央结算公司与上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、中国金融期货交易所、上海国际能源交易中心集中签约，正式将该项制度引入中国期货市场。2020 年，大连商品交易所、郑州商品交易所、上海期货交易所保证金业务相继落地；2021 年 9 月，上海国际能源交易中心发布业务规则，建立债券作为保证金制度，该业务实现了对国内期货市场全覆盖。

人民币计价的中国国债作为衍生品交易保证金业务的开展是中国衍生品市场的一项重要制度创新，有效提升了期货市场运行质量及债券现货市场流动性，受到市场机构的高度认可，业务广度与深度不断提升：一是业务规模不断扩大，业务担保品余额从 2019 年 1 月末的 1.9 亿元迅速攀升，并于 2021 年 8 月末超过 1000 亿元，实现跨越式发展。二是参与机构类型从单一到多元，机构类型从期货公司拓展至商业银行、证券投资基金、资产管理产品，并服务境外投资者参与到该项业务。

2 市场参与方

衍生品交易中的各类参与者基于自身的法律地位、市场角色和业务类型，出于不同原因参与衍生品交易活动。本报告将市场参与方划分为三类：中资参与者、在中国境内设有商业机构的境外参与者（即通过本地法人企业开展业务）和在中国境内无本地商业机构的境外参与者⁹⁰。当前中国金融衍生品市场的参与机构亦可分为六类：商业银行、证券公司、期货公司、资产管理公司、保险公司和企业（非金融机构），这六类机构又可被划为两类：做市商或终端用户。商业银行、证券公司和期货公司是国内金融衍生品市场主要的做市商。与此同时，所有六类参与机构也都可以在市场中充当终端用户。



图 22. 市场参与方

市场参与方若要开展衍生品交易，必须取得两类资质认定。首先，各类机构需满足各行业监管机构设定的各项要求（如：银保监会负责监管商业银行及保险公司，证监会负责监管证券和期货公司）。此外，市场参与方需满足各类衍生品产品监管机构的资格要求，方可开展相应的产品交易。两类资质共同决定了市场参与方在衍生品市场中的业务活动和扮演的角色。

⁹⁰没有中国境内本地商业存在，而通过其他各类渠道进入中国市场的外国投资者。

在中国，金融公司可通过成立子公司的形式在不止一个机构类别中开展业务。例如，领先的商业银行通常设有子公司（资产管理公司、保险公司等）或非银行类公司（证券公司等）的间接附属机构⁹¹以参与更丰富的衍生品产品交易并提供更广泛的金融服务。

本章旨在探究各类市场参与方在中国市场使用衍生品工具的动机及其交易行为。

2.1 中资市场参与方特点

2.1.1 商业银行⁹²

经银保监会⁹³授权开展衍生品交易活动的银行机构包括商业银行、政策性银行⁹⁴和其他金融银行机构。其中，商业银行是外汇和利率衍生品市场的主要做市商，掌握外汇产品市场全部的做市商牌照（30张中的全部）⁹⁵和利率产品市场绝大部分的做市商牌照（30张中的26张）。银行若要成为做市商，就必须满足资本充足率、交易经验、基础设施、人才储备、风险管理体系等多方面的要求。

商业银行参与衍生品交易活动主要出于两个目的：**为客户提供衍生品交易服务；管理其作为终端用户的信用风险、市场风险和流动性风险，以确保资产负债表风险敞口达到理想水平。**

- **提供衍生品交易服务：**商业银行是中国固定收益、外汇及大宗商品 (Fixed Income, Currency and Commodities, “FICC”) 市场的核心做市商，负责促进其他市场参与方的衍生品交易活动，其主要收入来源是价格差和服务费。商业银行通过自身的金融产品和交易牌照为想要购买衍生品的金融和企业客户提供服务，为想要进入中国衍生品市场的境外机构提供托管和代理银行服务，也为零售客户提供结构性投资产品服务。商业银行以期权的方式管理各类产品，绘制与产品特点匹配的风险画像。
- **管理资产负债表风险：**商业银行因持有外国货币、贷款、债券、存款等资产或负债而面临较大风险敞口，因此选择使用利率或外汇掉期等衍生品来降低资产负债表风险。

⁹¹仍隶属于同一家金融控股公司。

⁹²仅包括商业银行，不包括商业银行旗下的资产管理或财富管理子公司。

⁹³《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》，2004年4月银保监会初次发布，2007年和2011年增补修改。

⁹⁴政策性银行由中国国务院设立，负责经济和贸易开发或国家投资项目的融资。目前中国共有三家政策性银行：中国农业发展银行（ADBC）、国家开发银行（CDB）和中国进出口银行（Chexim）。

⁹⁵中国外汇交易中心数据，截至2020年11月13日，<http://www.chinamoney.com.cn/english/mdtmmmbfmm/>。

外汇和利率衍生品是银行最常选择的交易资产类别。对外汇衍生品而言，掉期产品，特别是短期掉期产品备受青睐（图 23）。2019 年，三个月期或更短期的外汇掉期产品占全部外汇衍生品交易的 86%（17.8 万亿美元）。

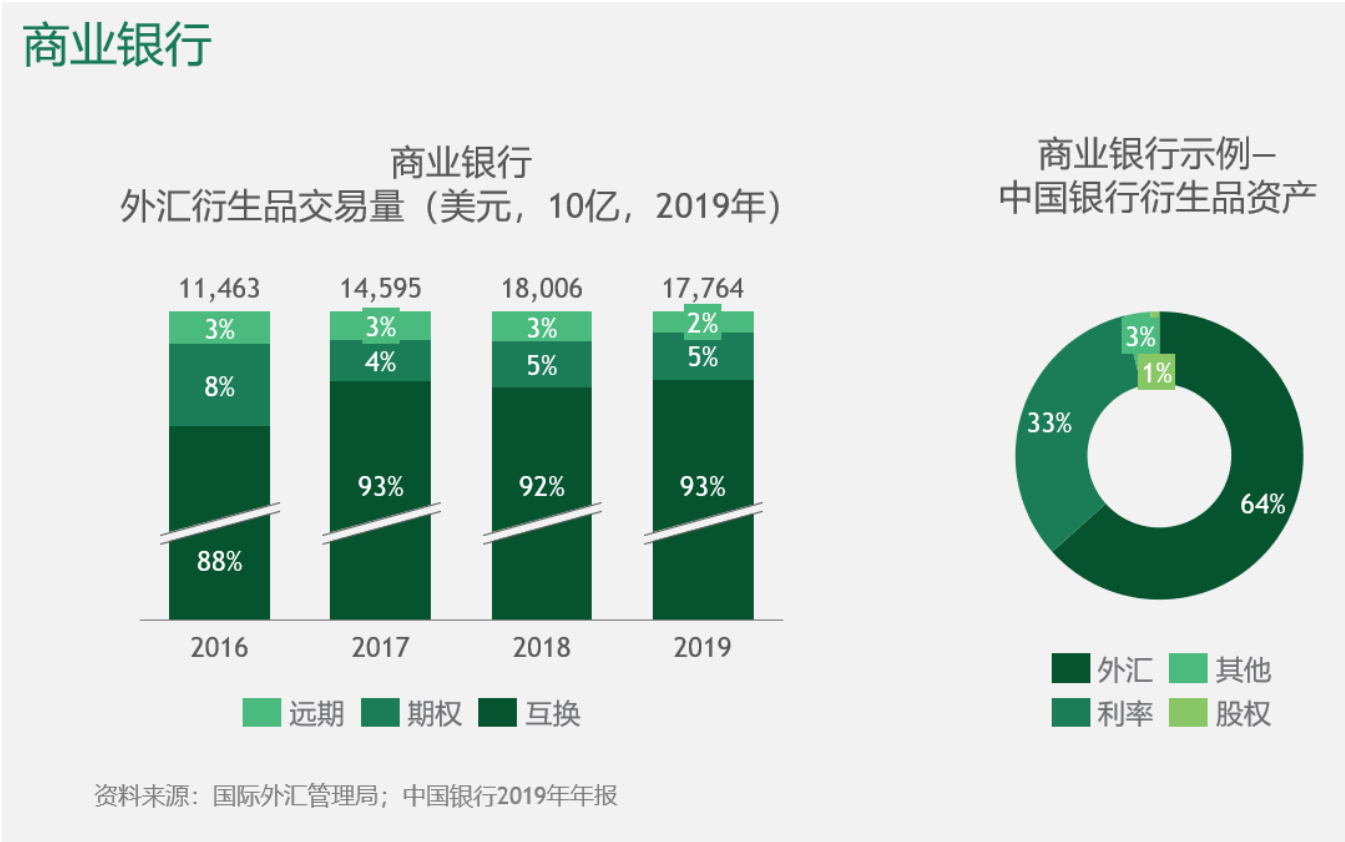


图 23.商业银行的产品交易情况

信用或大宗商品等其他资产类别的交易量占比极低。

2018 年，在经济衰退的背景下，违约企业债券的数量增加三倍，因此信用风险缓释工具的发行量曾出现小幅上扬。但正如第一章所述，信用衍生品市场仍存在诸多挑战限制市场进一步增长。此外，商业银行仅能够通过证券公司等经纪商开展股权衍生品交易，用于满足结构性产品的风险对冲需求。

受未来监管环境变化和产品创新发展驱动，商业银行有望继续维持在中国衍生品市场中的领先优势。随着 2016 至 2019 年，外国货币持仓量和贷款金额分别以 9% 和 13% 的年复合增长率增长⁹⁶，外汇政策不断放宽，利率体制改革不断深入，对外汇和利率衍生品的需求也将持续攀升。同时，商业银行还将进一步扩充交易范围，纳入利率期权、国债期货等更多在 2020 年引入或重新开放的衍生品工具。商业银行还将

⁹⁶ 中国人民银行数据。

推出复杂性更高的外汇和利率产品来对冲面向零售客户复杂结构性产品的新增风险，为企业客户提供更多工具，并与简单结构产品相比降低衍生品交易的成本。随着信用衍生品基础设施（如：成熟的信用评级体系）和交易规则的完善，信用衍生品数量也可能出现进一步增长。总体而言，未来商业银行的衍生品交易活动稳中有升，并时刻与监管政策变动保持步调一致。

2.1.2 证券公司

根据证监会和《证券法》规定，⁹⁷证券公司的业务范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券承销、保证金交易和卖空、证券做市交易和证券自营。证券公司是场外股权衍生品市场的核心做市商，拥有股票期权交易的全部七张一级交易商牌照。⁹⁸此外，四家证券公司也成功跻身 30 家利率衍生品做市商之列。近年来监管日趋收紧，增加了大部分企业以做市商身份参与市场活动的限制，因此场外股权衍生品市场的集中度愈来愈强。2019 年，场外股权衍生品市场五家独大，持有超过 70% 的场外金融衍生品存续名义本金。⁹⁹

证券公司以三种身份参与衍生品交易活动：（1）作为自身风险管理者；（2）作为做市商；（3）作为在证券公司开设经纪账户客户的经纪商。另外，近年来证券公司也纷纷成立资产管理子公司来提供相关投资产品并帮助客户管理资产（详见 2.1.4 资产管理公司）。证券公司一方面以经纪商身份为机构和零售客户提供衍生品服务，另一方面也为零售客户提供结构性财富管理产品。近期，商业银行越发需要通过场外期权的形式打造结构性产品，并经由证券公司分销给零售投资者。除此以外，证券公司也会使用衍生品来对冲衍生品交易中产生的风险以及自身投资战略中底层资产的仓位风险。

证券公司最常选择用于衍生品交易的两种资产类别分别是利率和股权。

- 利率：随着 FICC 业务的增长，利率衍生品在大部分证券公司持有的存续未结衍生品中占比最大。从前五大证券公司的年报来看，2019 年利率衍生品的名义本金总额达到了 2340 亿美元，占据其 67% 的业务份额。¹⁰⁰利率衍生品已成为国内证券公司衍生品业务中最主要的增长驱动力量。
- 股权：证券公司或帮助零售和机构客户，或作为做市商，在场内和场外市场开展股权衍生品交易活动。在场外市场，证券公司主要参与指数和单一股票掉期产品交易，以及股票指数期权交易。近年来，股权掉期业务发展势头喜人，并且在贷款掉期、指数增强型掉期、隔夜交易掉期、Alpha

⁹⁷ 《中华人民共和国证券法》，证监会，

http://www.csrc.gov.cn/pub/tianjin/tjfzyd/tjflfg/tjgjl/201912/t20191231_368792.htm.

⁹⁸ 一级交易商可与所有具备股权衍生品交易资质的公司开展衍生品交易；二级交易商仅可与一级交易商开展交易。

⁹⁹ 中国证券业协会场外衍生品市场月报。

¹⁰⁰ 招商证券、中金公司、中信集团、海通证券和华泰证券 2019 年年报。

策略掉期、产品等级掉期、跨境掉期等工具的帮助下，证券公司已经能够满足客户在证券出借、量化对冲、跨境投资等多方面的需求。

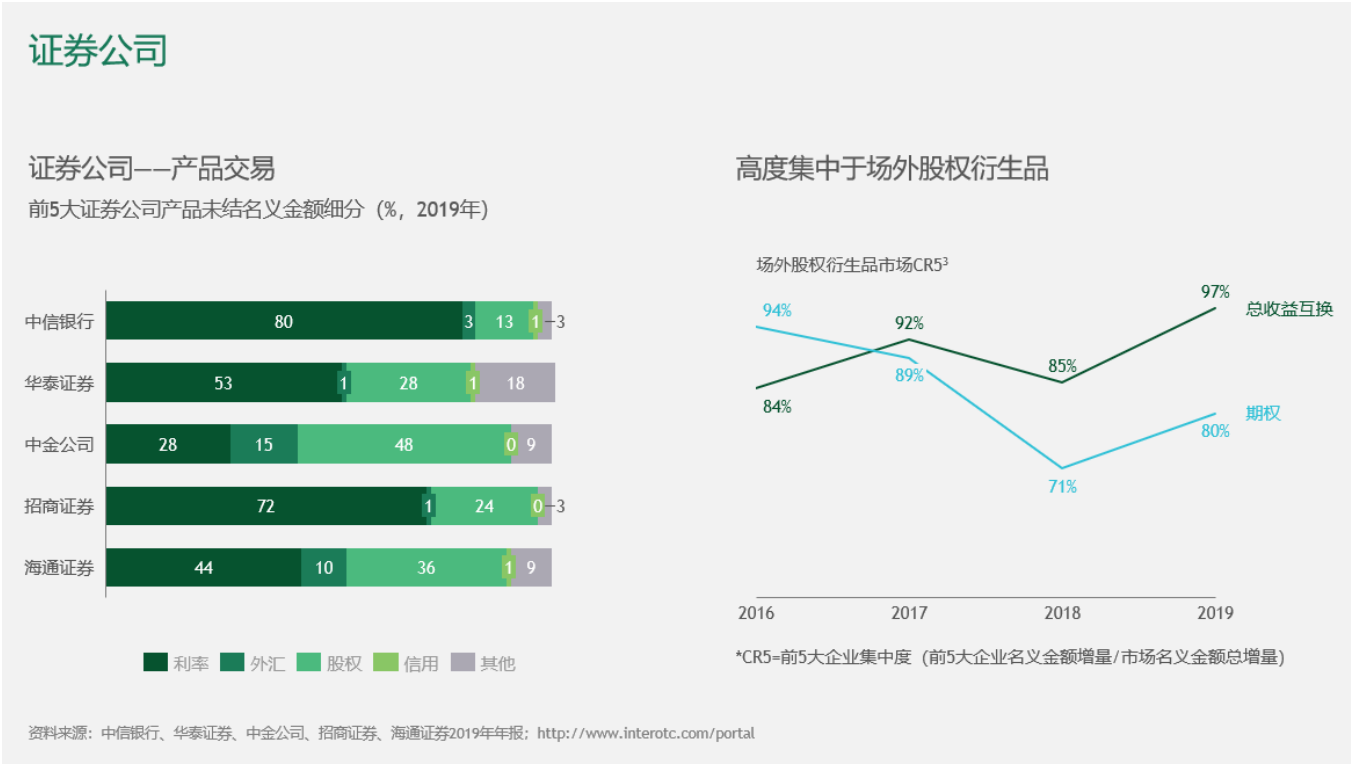


图 24.证券公司的产品交易情况

未来，证券公司在衍生品市场仍有巨大发展潜力。例如，2019 年中国领先证券公司的资债表中，衍生品名义本金数额仅占资产总额的不到 2%，而在顶级的华尔街证券公司中，这一比例往往可达 35-45%。这种差距揭示出证券公司在参与衍生品市场上的长期增长潜力。随着证券公司对标大型国际投资银行，着力向 FICC 市场转型，未来 FICC 产品将会推动衍生品业务的大幅增长。

此外，2019 年证监会曾公开表示将努力培养证券业巨头，并鼓励证券公司互相合并以构建全方位能力。¹⁰¹ 业内巨头的崛起与资源的整合必将推动衍生品市场更强力的创新和证券公司更积极的参与。随着资产管理和保险行业加大衍生品的应用力度，以及银行不断探索具有股票期权风险特征的结构性产品，股权衍生品交易需求将大幅增长。这一增长不仅会拉动股票掉期和期权产品交易量的增加，更会创造更广泛使用场景来拓展产品和底层资产范围。

¹⁰¹ 关于政协十三届全国委员会第二次会议第 3353 号（财税金融类 280 号）提案答复的函，
http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306201/201911/t20191129_366705.htm.

2.1.3 期货公司（和期货公司的风险管理子公司）

期货公司既是中介机构，也是期货交易所成员，主要为客户提供场内期货和期权交易经纪服务。根据证监会发布的《期货公司监督管理办法》，期货公司仅可提供经纪服务，不得直接参与衍生品市场交易。但期货公司可通过成立风险管理子公司提供风险交易和管理服务，间接参与市场活动。¹⁰²风险管理子公司由证监会监管，可进行场外衍生品交易，主要业务内容包括基础交易、仓单服务、合作套保、定价服务、做市交易等。截至 2020 年 10 月，已有 149 家期货公司和 87 家风险管理子公司在中国期货业协会登记注册。

期货公司主要为两类企业提供经纪服务：非金融机构和金融机构（FI）。众多非金融机构中，大型客户多是大宗商品贸易公司（如：原材料生产和进出口），制造公司（如：电子技术），以及仓储物流公司。这些客户在核心业务运营过程中通过期货和期权来对冲风险并稳定商品价格。而金融机构客户则使用衍生品来对冲自己投资组合中的风险。此外，期货公司还为金融机构和非金融机构客户提供期货和期权方面的投资咨询服务。2015 年起，期货公司更是与保险公司开展合作，助力中国乡村振兴，以“保险+期货”的模式帮助农民对冲风险。

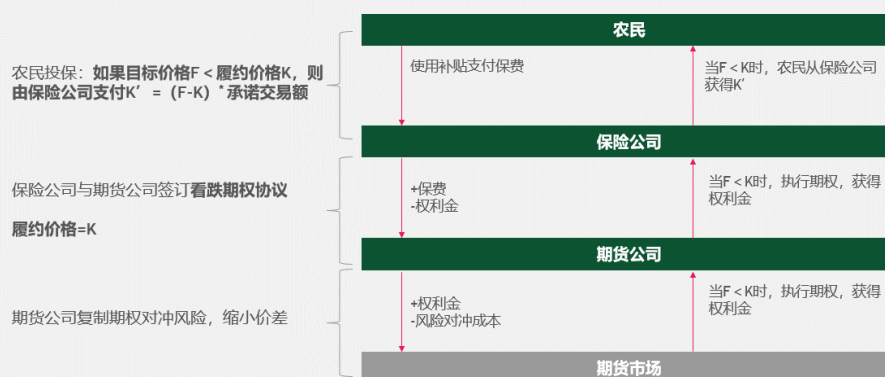
¹⁰² 《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引》，证监会，
http://www.csrc.gov.cn/pub/tianjin/tjfzyd/tjflfg/tjbmgz/201303/t20130314_222234.htm.

保险+期货

2015 年，中国政府出台“保险+期货”政策，为保险公司承保面向农民的农业收入保险提供补贴。截至 2018 年，已有超过 30 家期货公司与保险公司围绕大豆、玉米、蛋类、白糖、棉花和橡胶等大宗商品开展合作。目前共有 100 多宗试点项目被引进，数百万农民获得了经济资助。政府决策者将该政策视为可持续、可复制的重要力量，推动当前农业生产系统从国家采购向市场定价体系转型。

试点项目中，
价格波动风险
被从农民身上
转移至保险公
司，再转移到
期货市场。期
货公司在这一

“期货+保险”项目简化示意



项目示例：2017 年云南省勐腊县“保险+期货”试点项目

- 云南是全国较为贫困的省份，主要收入来源是橡胶生产；2017 年年初橡胶价格几次下跌，造成大量橡胶产品浪费和劳动力流失。
- 2017 年 6 月至 9 月，中国人保（“保险公司”）和正商实业（“期货公司”）携手为云南省橡胶种植者提供亚式看跌期权产品，以对冲橡胶期货合约（RU1801）的价格波动风险。
- 既定时间范围内，如果产品基础价格的算术平均值低于农民预设的特定目标价格，则由保险公司为农民补偿价差，而保险公司之后再与期货公司签订看跌期权合约。期货公司则在上海期货交易所复制期权来转移风险。
- 试点项目覆盖超过 1300 公顷的橡胶生产基地和超过 2000 吨橡胶，为 1000 多名当地农民带来补偿，大大缓解了地方经济压力。

参考资料：

- 《天然橡胶“保险+期货”业务风险管理实务研究——以云南勐腊橡胶价格保险精准扶贫项目为例》，2017 年，上海期货交易所，<http://www.shfe.com.cn/content/zwbs-2017/2-3.pdf>。
- 《“保险+期货”业务实践与发展》，2020 年，中国期货业协会，http://www.cfachina.org/aboutassociation/industry-poverty-alleviation/experience-introduction/202012/t20201231_14372.html

目前，期货公司主要参与场内衍生品交易活动。无论从交易量还是产品类型来看，大宗商品都是该市场的主导产品，且市场内期货产品的数量多于期权。随着金融期货产品的涌现，期货公司也开始增加非大宗商品衍生品的交易活动，场内非大宗商品衍生品交易的占比从 2016 年的 10% 增长到 2019 年的 29%。此外，风险管理子公司也会开展场外大宗商品、股权和利率产品交易，以便灵活调整风险和收益。

期货公司及其风险管理子公司的交易行为面临两大转型方向。其一，面对日趋激烈的市场竞争和逐渐萎缩的传统经纪服务利润空间，越来越多的期货公司将开始着眼于更丰富的业务模式，包括资产管理、风险管理、投资咨询等。融入衍生品市场将会是为客户提供新服务的关键一环。其二，随着机构客户愈发了解衍生品交易并愿意使用衍生品来对冲风险，他们的需求将驱使通过期货公司开展的场内交易量也大大增加。不仅如此，近期的政策调整（如：允许国际投资者开展期货交易¹⁰³）也会直接刺激期货公司交易活动数量的增长。

2.1.4 资产管理公司

根据中国人民银行、中国银保监会、中国证监会和国家外汇管理局联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，资产管理业务指金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务（共同基金、私募股权、对冲基金、银行和证券/期货/保险公司的资产管理分支等）。这些公司提供的资产管理产品可大致归为两类：公募产品和私募产品。¹⁰⁴

资产管理公司主要的业务目标是为投资者谋求丰厚的收益。对公募资产管理产品而言，资产管理公司更多借助衍生品来对冲标的现金资产交易过程中的风险。对私募产品而言，衍生品的使用目的则更为灵活。例如，衍生品的卖空交易为资产管理公司的投资战略增添了灵活性。除此以外，衍生品还为资产管理公司提供一个更灵活的替代安排来调整投资组合的风险概况，从而实现高效投资组合管理。

资产管理公司根据股权和利率资产类别中的投资产品战略，灵活使用一系列衍生品工具。基金公司会根据宏观经济环境调整利率和股权产品的比重，市场波动性较高时往往较利率更偏好股权衍生品。近年来，银行纷纷推出更多以股权衍生品为特色的结构性产品。证券和期货公司的资产管理分支则充分发挥母公司的专长来拓展业务和提供投资产品组合。保险公司一般通过资产管理公司来交易衍生品。

¹⁰³ 2020 年 11 月，上海期货交易所的分支机构上海国际能源交易中心（INE）推出了全新的铜期货标准合约并面向外国交易商开放。

¹⁰⁴ 公募产品可面向所有投资者。私募产品仅面向符合中国人民银行标准的合格投资者。

2018年4月，中国人民银行、中国银保监会、中国证监会和国家外汇管理局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规）¹⁰⁵，希望进一步加强对中国各类资产管理产品的监管并鼓励建立稳妥审慎的工作方法。新规禁止了诸多资产管理公司此前通常采取的举措，如将公募基金投资于非标准化资产。¹⁰⁶新规预计将于2021年全面落实，资产管理公司或需调整投资组合结构以确保合规，并限制使用基于影子银行体系设立、保障本金和收益的投资产品等非标准化资产。因此，市场将转而寻求可提供类似收益的结构性产品和复杂衍生品作为替代，这将反过来催生对于股权指数、外汇和利率等资产的远期和期权产品的总体需求。

除此以外，随着对衍生品的深入了解和市场流动性的提升，资产管理公司可进一步调整投资组合，增加使用信用衍生品和利率互换产品等衍生品。利率和信用衍生品在国外投资管理行业中的广泛应用表明了衍生品在国内市场的潜力。在国外资产管理产品中（尤其是对冲基金），利率和信用衍生品不仅仅作为风险对冲工具，更是收益增强战略的一部分，可帮助国外对冲基金在衍生品战略中获得稳定的额外收益。

2.1.5 保险公司

根据中国保险监督管理委员会（“保监会”）发布的《保险资金运用管理办法》¹⁰⁷，保险公司可投资以下资产类别：银行存款、债券、股票、证券投资基金份额及其他经国务院批准的资金运用形式。¹⁰⁸各资产类别均对投资规模实行限额管理。截至2019年，各资产类别的未结余额分别是3,651亿美元（14%）、9,267亿美元（35%）、3,526亿美元（13%）和1.0369万亿美元（39%）。¹⁰⁹为确保保险公司仅以风险对冲为目的参与衍生品交易，保险公司对衍生品的使用以其基础资产名义金额的一定比例上限。¹¹⁰

此外，保险资金的管理机构需具备相关监管机构认证的投资管理能力。这一能力认证的实现方式通常是成立资产管理子公司，或将资金交由证券、期货或资产管理公司等合格的第三方投资管理机构托管。¹¹¹

¹⁰⁵ 《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会 中国证券监督管理委员会 国家外汇管理局 关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2018-12/31/content_5433072.htm.

¹⁰⁶ 标准化资产指可交易且收益固定的工具或股权。其他均为非标准化资产。

¹⁰⁷ 《保险资金运用管理办法》，http://www.gov.cn/gongbao/content/2018/content_5288834.htm.

¹⁰⁸ 包括自用不动产购置、实现控股的股权投资、基础设施投资等。

¹⁰⁹ <https://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=887993&itemId=954&generaltype=0>.

¹¹⁰ 《中国银保监会办公厅关于印发保险资金参与金融衍生产品交易办法等三个文件的通知》，银保监会，<https://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/governmentDetail.html?docId=912893&itemId=861&generaltype=1>.

¹¹¹ 《保险资金委托投资管理暂行办法》，保监会，http://www.gov.cn/gzdt/2012-07/24/content_2190507.htm

中国保险资产管理业协会 2019 年的一项调研显示，市场中 73% 的保险资金由保险集团旗下的资产管理分支管理，25% 直接投资于资产管理产品，2% 由第三方投资管理公司管理。¹¹²

根据《中国银保监会办公厅关于印发保险资金参与金融衍生产品交易办法等三个文件的通知》，合格的保险资产管理机构可基于两种目的使用衍生品，包括：对冲或规避当前资产负债错配而产生的现有风险；对冲未来拟买入资产风险以符合保单支付的要求。保险公司在满足相关监管规定的情况下，可以开展场外或场内衍生品交易。¹¹³但实际情况中，保险公司更青睐场内衍生品交易（即国债期货和指数期货），因为场外交易容易面临多种多样的挑战，例如非标准化交易合约、较高专业要求、更强监管力度等等。

指数期货用于对冲保险资金在股权投资时出现的价格波动风险，未来有望得到更多政策扶持而发挥更重要作用。2013 至 2019 年，保险公司在股票和证券投资基金中的投资余额以 21% 的年均复合增长率增长，占据总投资资产的 13.2%。¹¹⁴后续随着权益类资产配置投资上限的放宽，增速将进一步加快。¹¹⁵此外，关于指数期货交易的新规中，也提出了其他放宽市场参与限制的举措，如提高指数期货仓位上限（在总投资规模中的占比）从 30% 到 45%，延长用于对冲未来投资风险的产品持有期从 1 个月到 3 个月。¹¹⁶

¹¹² <http://finance.sina.com.cn/zt/china/2020-10-21/zt-iiznezxr7217674.shtml>.

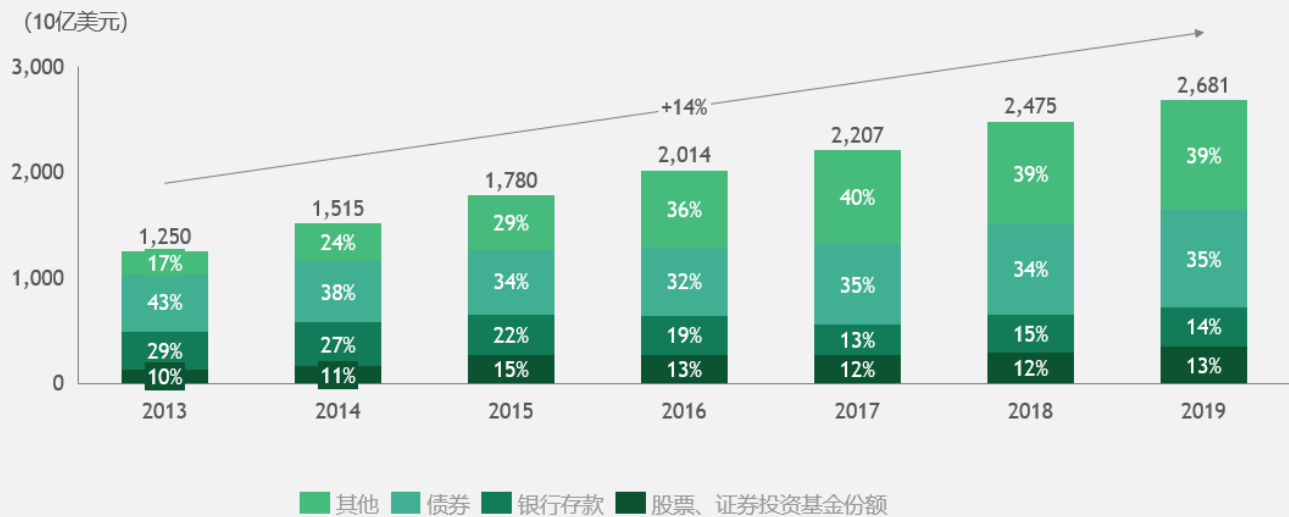
¹¹³ 《中国银保监会办公厅关于印发保险资金参与金融衍生产品交易办法等三个文件的通知》，银保监会，<https://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/governmentDetail.html?docId=912893&itemId=861&generaltype=1>.

¹¹⁴ 保险业经营情况表，银保监会

¹¹⁵ 《中国银保监会办公厅关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，银保监会，http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-07/19/content_5528207.htm.

¹¹⁶ 《保险资金参与股指期货交易规定》，银保监会，<https://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=912868&itemId=916&generaltype=0>

保险资金增长趋势催生更大的风险对冲需求



资料来源：银保监会

图 25. 保险资金投资流向

在 2020 年取得交易资格后，保险公司预期将积极使用国债期货来对冲利率相关产品引发的利率风险。¹¹⁷在资产负债管理方面，2019 年中国人身险行业资产久期 5.8 年，负债久期 12.4 年，缺口达 6.7 年。¹¹⁸对长期国债期货（特别是正在积极筹备中的 30 年期国债期货）的投资有助于提升资债表中的资产久期并降低再投资风险。

2.1.6 企业（非金融机构）

中国企业经常借助衍生品来缓解日常业务运营中的风险。总体而言，中国交易和使用衍生品的企业可分为两类，其交易行为各有不同。第一类是主营产品和材料进出口与分销的贸易公司，这类公司往往积极参与多种衍生品交易，以将其业务与产品范围内不同客户的相匹配。第二类是主营大宗商品生产（农业公司等）或以原材料作为核心业务（制造公司等）的公司，这类公司的衍生品交易数量巨大但仅集中于少数类别，以此确保自身业务平稳运营。

¹¹⁷ 《关于商业银行、保险机构参与中国金融期货交易所国债期货交易的公告》，证监会、财政部、中国人民银行、银保监会，http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/202002/t20200221_371034.htm.

¹¹⁸ <http://finance.sina.com.cn/zt/china/2020-10-21/zt-iiznezxr7217674.shtml>.

企业通过衍生品交易来对冲价格波动风险，确保现金流稳定有序。外汇衍生品是最常被企业用于缓解进出口业务中外币风险的工具。此外，企业还会使用利率衍生品来维持贷款和债券凭证的现金流稳定性。部分企业无法参与场内交易，所以需要通过与商业银行开展场外衍生品交易来对冲风险。为对冲大宗商品价格波动的风险，有时还需与证券公司、期货公司或其他企业开展大宗商品衍生品交易。

随着市场日趋成熟，衍生品将继续作为企业规避风险和稳定现金流的重要工具。核心业务交易量的增长也预期将推动企业逐渐增加衍生品的使用。鉴于各家银行的衍生品交易业务在一定程度上受企业需求影响，这一趋势也将拉动商业银行交易量的大幅增长。与此同时，由于银行将发展其推出更复杂和多样化的产品的能力，企业会是关键终端用户。

2.2 在中国境内設有本地商业机构的境外参与者

境外公司可经银保监会或证监会批准，在中国境内设立法人实体。境外公司的中国子公司或分公司受在岸实体监管体系管辖，并作为在岸实体参与衍生品市场活动。

境外市场参与者主要有三类：商业银行、投资银行¹¹⁹和资产管理公司。

境外资产管理公司可通过申请外商独资企业（WFOE）或持牌外商独资私募基金管理公司（PFM WFOE）来建立中国境内的本地商业存在。

境外商业银行参与在岸衍生品交易的目的与国内商业银行基本相同：对冲旗下外汇公司与有中国业务的国际公司开展业务时的风险，并管理本土贷款业务风险。此外，境外银行也是国内外币市场外汇和利率衍生品交易的主要做市商，其中部分还可为境外金融机构的中国在岸衍生品市场交易活动提供托管服务。

境外证券公司参与国内衍生品市场活动主要为了向国际机构投资者提供中国 FICC 和股权类产品，并依托自身的境外经验和业务为中国投资者提供所需产品。

境外资产管理公司利用监管政策放宽的契机建立中国业务，据此进入日益壮大的中国基金市场。据 2020 年《金融时报》报道，中国已跃升为全球第五大基金市场。¹²⁰与本土竞争对手一样，境外资产管理公司开展衍生品交易旨在优化产品组合的风险和收益。

随着越来越多的国际企业希望建立和拓展中国市场业务，境外商业银行和证券公司也将不断扩充以更好地服务客户。此外，境外资产管理公司为与本土竞争对手争抢投资者客户，预计也将大力开拓在岸业务。这一趋势将驱动对拥有多样化的产品和更高交易量的衍生品市场的需求。但境外参与者参与中国衍生品市场活动也会面临诸多挑战。首先，境外金融机构需遵循本国的监管原则，在跨境交易中通常使用 ISDA 主协议，而这可能与中国本土监管规定不同。其次，大多数市场参与方会动用集团全球资源来支持在岸子公司运营，包括法务支持和整体风险管理。业务实践的差异性则会引发不确定性和风险，促使参与方更审慎地开展在岸交易。因此，在中国有本地商业存在的境外参与者长期而言依旧会逐步增加对衍生品的使用，但这一强劲而稳健的增长仍将受益于更多的监管一致性。

¹¹⁹ 投资银行指北美和欧洲地区功能与中国证券公司相似的金融机构。

¹²⁰ <https://www.ft.com/content/3b001443-b63c-44ee-8cb5-fc8807ca3bb9>.

2.3 在中国境内无本地商业机构的境外参与者

中国资本市场规模排名世界前列，其衍生品市场的逐步开放也吸引了大量境外市场参与者的加入。从 2001 年出台外商机构投资机制，到允许外资控股本土金融机构，再到面向离岸参与者无投资额度限制的直接投资项目，境外参与者目前已经可以通过多种渠道进入中国衍生品市场。截至 2019 年 12 月，境外参与者持有的中国债券和股票总金额已达到 6300 亿美元。¹²¹

目前，外国投资者主要可通过三种方法进入中国金融市场：合格境外机构投资者(QFI)、银行间债券市场直接交易服务（CIBM Direct）和债券通计划。2020 年 11 月政府放宽一系列政策后，将 QFII 和 RQFII 两大主要对内投资项目合并为 QFI。¹²²2016 年 CIBM Direct 的推出则标志着中国金融市场面向更广泛国际投资者的进一步开放。债券通计划于 2017 年启动，作为联结中国内地和香港金融基础设施的跨境平台，提供 CIBM 债券交易、结算和托管服务。

¹²¹ 2019 年国家外汇管理局数据。

¹²² 2020 年 9 月 25 日证监会、中国人民银行和国家外汇管理局发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》。http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/202009/t20200925_383650.htm

表 3. QFI、CIBM Direct 和债券通对比表

		QFI	CIBM Direct	债券通
合格投资者		商业银行，证券公司，资产管理公司，保险公司，养老基金、慈善基金会和信托公司等其他投资机构	所有境外投资机构	所有境外投资机构
合格衍生品	场内期货/期权	✓		
	债券远期、利率互换、远期利率协议	✓	✓	
	外汇衍生品	✓	✓	✓
交易规模		无	业界常用标准为最低人民币 1,000 万元	最低 10 万元，视证券产品不同有所增加
注册投资者数量		295 QFII，230 RQFII（截至 2020 年 5 月） ¹²³	392（截至 2020 年 9 月） ¹²⁴	594（截至 2020 年 11 月） ¹²⁵
做市商数量		不适用	11（截至 2020 年 6 月） ¹²⁶	56（截至 2020 年 4 月） ¹²⁷

为进一步鼓励更多境外投资者参与中国金融市场和加速市场对境外投资者开放，近年来中国监管机构陆续出台新规简化申请流程、统一各投资渠道规则并去除锁定期、限额及其他要求。继 QFII 和 RQFII 合并后，2020 年 9 月 1 日 CIBM Direct 也推出了面向境外投资者在中国银行间债券市场进行债券交易的电子服务，帮助境外投资者绕开代理银行，直接对接做市商。

未设立中国控股子公司的境外参与者参与在岸衍生品市场主要受其离岸客户需求推动。离岸客户可通过与中国企业的交易而有对实体大宗商品等资产价格的敞口；无法直接参与中国在岸衍生品市场活动的离

¹²³ 国家外汇管理局数据：QFII，<https://www.safe.gov.cn/big5/big5/www.safe.gov.cn:443/safe/2018/0425/8881.html>；RQFII，<https://www.safe.gov.cn/big5/big5/www.safe.gov.cn:443/safe/2018/0425/8882.html>

¹²⁴ 中国外汇交易中心数据，不含境外中央银行和相关机构，<http://www.chinamoney.com.cn/english/mdtmmbrmm/#overseas-mkt-mak-1-anchor>

¹²⁵ 债券通已入市机构（不含非法人实体），<https://www.chinabondconnect.com/en/Onboarding/Approved-Investors.html>

¹²⁶ 中国外汇交易中心数据，债券市场做市商和尝试做市机构，<http://www.chinamoney.com.cn/english/mdtmmbrmm/#overseas-mkt-mak-2-anchor>

¹²⁷ 债券通做市商，<https://www.chinabondconnect.com/en/Trading/Trading-Bc/Market-Makers.html>

岸客户会选择使用离岸金融机构来对冲风险。离岸金融机构可通过上述三个项目中的任意一种进入中国在岸市场，代客户交易资产产品。目前，境外参与者可参与场内衍生品和银行间市场产品交易。

与在岸境外参与者类似，随着国际公司与中国公司交易量日渐提升和中国市场参与度越发深入，离岸参与者的衍生品交易活动数量也会不断增长。但虽然有如此多的路径进入衍生品市场，各项目彼此的分裂性以及产品的可用性局限依旧阻碍着境外公司的市场交易效率。由此来看，离岸境外参与者市场参与度只会因进入渠道的增加和产品范围的扩展而逐步提升。

表 4.市场参与方汇总

类型	参与方	最常交易产品	衍生品交易目的	趋势/需求
中资参与者	商业银行	<ul style="list-style-type: none"> • 外汇掉期 • 利率掉期 	<ul style="list-style-type: none"> • 管理资债表风险 • 做市和交易便利化 • 实现目标风险敞口 	<ul style="list-style-type: none"> • 对外汇和利率衍生品的需求稳定增长，并考虑多样化产品类型（如：债券期货、利率期权） • 信用衍生品使用率增加
	证券公司	<ul style="list-style-type: none"> • 利率 • 股权 	<ul style="list-style-type: none"> • 管理账簿风险 • 做市和交易便利化 • 资产管理产品 • 对冲自营投资风险 	<ul style="list-style-type: none"> • 对利率衍生品的需求稳定 • 场外股权衍生品需求激增
	期货公司	<ul style="list-style-type: none"> • 大宗商品 • 股权 	<ul style="list-style-type: none"> • 提供经纪服务 • 做市和交易便利化* • 对冲自营投资风险* 	<ul style="list-style-type: none"> • 更多期货公司开始成立风险管理子公司 • 对非大宗商品衍生品的投入增加
	资产管理公司	<ul style="list-style-type: none"> • 股权 • 利率（基于产品投资策略而定） 	<ul style="list-style-type: none"> • 为投资者取得卓越的风险调整后收益 • 高效投资组合管理 • 将衍生品作为更灵活的替代方案来调整交易产品组合的风险状况 	<ul style="list-style-type: none"> • 资管新规发布后，对结构性产品和复杂衍生品的需求增加

	保险公司	<ul style="list-style-type: none"> • 股权 • 利率 	<ul style="list-style-type: none"> • 管理资产负债错配现存风险 • 对冲符合保单支付要求所需的未来交易价格 	<ul style="list-style-type: none"> • 随着监管政策放宽，有望增加对衍生品的投入 • 使用长期国债期货对冲利率相关产品的利率风险
类型	参与方	最常交易产品	衍生品交易目的	趋势/需求
	企业	<ul style="list-style-type: none"> • 外汇 • 利率 • 大宗商品 	<ul style="list-style-type: none"> • 缓解日常运营风险 • 维持业务运营稳定 • 对冲价格波动风险 	<ul style="list-style-type: none"> • 积极使用衍生品保障现金流稳定健康
在中国境内設有本地商业机构的境外参与者		<ul style="list-style-type: none"> • 外汇 • 股权 • 利率 • 大宗商品 	<ul style="list-style-type: none"> • 对冲外汇业务和本地贷款业务风险 • 做市（外汇衍生品为主） • 为国际机构投资者提供中国衍生品 • 优化产品组合的风险和收益状况 	<ul style="list-style-type: none"> • 大力拓展在岸业务参与市场竞争，因此对衍生品的需求增加 • 随着国际公司与中国公司交易量日渐提升，衍生品交易活动数量不断增长
在中国境内无本地商业机构的境外参与者		<ul style="list-style-type: none"> • 外汇 • 大宗商品 • 股权 • 利率 	<ul style="list-style-type: none"> • 帮助离岸客户参与中国在岸衍生品市场交易 	<ul style="list-style-type: none"> • 随着国际公司与中国公司交易量日渐提升和中国市场参与度越发深入，衍生品交易活动数量不断增长

3 稳健、安全且高效的衍生品市场助力中国发展

2020 年，十九届五中全会审议通过 2035 年远景目标，宣告中国在未来 15 年里继续保持强劲稳定增长态势的决心。正如“第十四个五年规划”¹²⁸所言，中国已转向高质量协调发展阶段，而全新的“双循环”发展模式也将成为新阶段高质量发展的指导战略，在扩大内需、拉动消费和推进科技创新的同时保障产业链的安全。对外，中国将持续优化营商环境并积极促进外部投资，为满足长期稳定发展的预期。

为实现规划的发展目标，就必须对资本市场提出更新、更高的要求。2020 年 12 月是上海证券交易所和深圳证券交易所成立 30 周年，在此期间，高质量发展一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场的条件得到了持续增强。¹²⁹下一步将着力通过推广直接融资、开发场外市场、鼓励债券市场创新等手段，持续建立一个互补互联的多层次¹³⁰资本市场。此外，国家外汇管理局还提出将有序推进金融市场双向开放，切实推进资本项目高水平开放。¹³¹

衍生品市场发挥着关键的风险管理作用，不仅帮助转移和再分配金融市场风险，还可进而优化多层次资本市场的市场风险结构。持续塑造高效稳健的衍生品市场可从四个方面助力中国实现战略目标：（1）优化风险管理；（2）透明化价格发现；（3）降低融资和产品成本以刺激实体经济发展；（4）加速资本市场开放和外资吸引。

¹²⁸ 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》。

¹²⁹ 证监会主席 12 月 28 日资本市场建立 30 周年座谈会讲话。

¹³⁰ 中国拥有多层资本市场—根据多元化市场资本需求形成的分层市场结构，让更多企业获得直接融资。例如，对于股票市场而言，这包括主板（证券交易所）、中小型企业板和 OTC 市场。

¹³¹ 《2021 年上海市外汇管理工作会议召开》，国家外汇管理局，

<https://www.safe.gov.cn/shanghai/2021/0115/1442.html>.

1. 优化风险管理

稳定有韧性的金融市场是推动国内经济发展和鼓励外商投资的重要支撑。中国监管机构始终致力于提升金融体系的稳定性和安全性，而衍生品市场在这方面可发挥巨大力量。通过完善衍生品市场和提供多种风险对冲工具，中国政府得以帮助企业有效降低和缓解使用资本市场金融工具催化业务扩张和创新过程中面临的风险。在外部（监管机构）和来自内部（企业管理层）的双重谨慎监督下，衍生品交易活动为企业和投资者打造更健康的资产负债表和更稳定的现金流，并大幅减少出现财务危机的可能性。

由于使用了衍生品进行风险管理，资本市场对企业的吸引力越来越强。随着个体企业自身的风险管理能力逐步增强，经济整体的系统性风险将最终得到削弱。这不仅可以提升资本市场的融资能力和运作效率，还会刺激新兴企业积极创新，从而在充分发掘“内循环”潜力的同时改善营商环境助推“外循环”，实现经济发展良性循环。

2. 透明化价格发现

衍生品在决定一项资产的合理市场价格方面发挥着至关重要的作用，合理的市场价格不仅需参考当前的现货价格，也应考虑未来的预期价格。价格发现即借助衍生品价格来预测一项基础资产未来的现货价格；期货和远期产品汇聚了市场多方观点并反映出市场普遍接受的资产价格，因此尤为重要。监管机构和中央银行可基于此类信息制定发展政策或战略的有关决策，并应对外部环境变化带来的挑战。企业则借助此类信息清晰了解市场局势，积极参与市场活动。

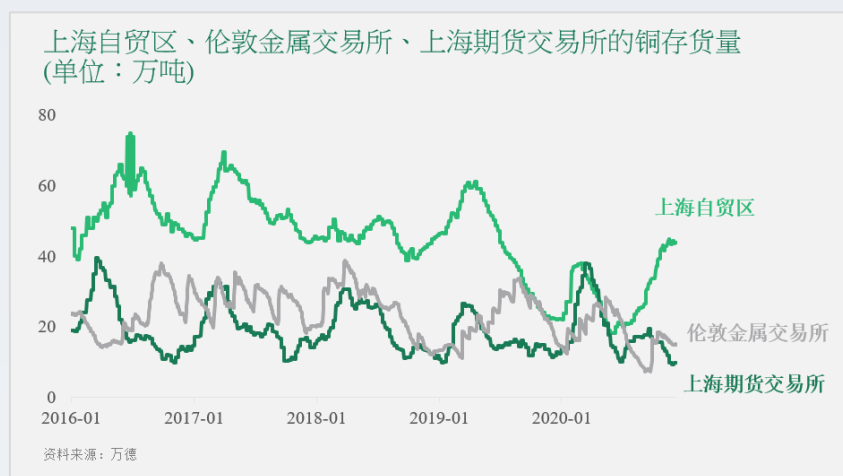
除此以外，能够与主要国际大宗商品交易市场抗衡的衍生品市场也有助于完善中国的大宗商品定价。2019年，中国作为全球最大的大豆、铜类、钢铁和原油采购国，消费量分别占据全球总额的29.6%，53.7%，51.3%和14.8%。¹³²交易量最多的期货产品价格基准往往由芝加哥交易所（Chicago Board of Trade, “CBOT”）、伦敦金属交易所（London Metal Exchange, “LME”）、芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange, “CME”）、纽约商品交易所（New York Mercantile Exchange, “NYMEX”）等国外交易所制定，中国无法参与，许多中方企业因此在交易活动中处于巨大劣势，抬高了产品进口价格，也降低了“一带一路”等大型项目的推进效率。但目前中国已出台多项举措增强自身在关键大宗商品市场中的影响力，包括2018年在上海期货交易所推出原油期货产品和2020年在上海国际能源交易中心推出全新铜期货产品。当国内大宗商品衍生品市场在广度和深度上均可媲美国际市场时，中方企业便可根据国内市场的供需情况积极参与大宗商品合理价格设定——反过来也将逐步推动国内实体经济发展。

¹³² 数据来自美国农业部、国际铜研究小组、世界钢铁协会、《BP世界能源统计年鉴》

案例：发布国际铜期货产品，增强中国定价影响力

继近年来推出的原油、铁矿和其他大宗商品期货产品后，2020 年 11 月上海国际能源交易中心又面向境外企业和交易者发布了全新的国际铜期货合约。该合约的交易单位是人民币，且产品通过保税仓库交付因此免收税费和关税。

上海国际能源交易中心的母公司上海期货交易所此前发布的铜合约并不对外方市场参与者开放。上海期货交易所的铜合同约定价仅作为本地市场现货铜交易的价格基准，但国际铜价格基准（包括存放于上海免税仓库的铜产品）仍为 LME 合约和美国 CME 集团铜合约。



全新期货合约的发布具有多重战略意义：

- 通过降低外汇风险和国外经纪人佣金，为国内交易者提供成本更低、更便捷的途径对冲国际价格波动风险，从而避免过长的结算流程等不利因素。
- 2019 年中国铜产品消费量占全球 54%，可大幅增强中国在关键大宗产品市场中的定价影响力。
- 扩大人民币适用范围，推进中国的货币国际化进程。

“希望国际铜期货充分发挥后发优势，在不远的将来能成为亚太时区铜跨境贸易的定价基准之一，为提升中国在全球大宗商品市场的定价影响力、推动人民币国际化，做出应有的贡献。”——证监会副主席方星海

参考来源：

- 《金融时报》，<https://www.ft.com/content/2e4c4bbe-8a74-48b8-bbf0-7635e1bec855>。
- 中证网，http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202011/t20201120_6112990.html。

3. 降低融资和产品成本以刺激实体经济发展

健康的衍生品市场可从多个方面（有效对冲头寸、恰当时机开展场内或场外交易，持续更新价格等）提升金融市场的整体效率和流动性。更小的买卖价差和更强的竞争力度（投资者和中介机构）降低了企业资金成本。此外，衍生品的广泛应用也会从不同方式间接影响国家经济发展。衍生品市场发挥的风险管理作用与融资作用息息相关。一方面，银行在利率、市场和信用风险方面获得额外保障，从而加大授信力度。由此一来，银行开始扮演中介机构的角色，将资金引导至生产性行业并增加信贷发放，最终为国内消费驱动型经济的增长提供资金支持。低成本、易部署的资本融资体系也会推动新基建和智慧城市等国内项目的落地。通过使用衍生品，资本市场的融资能力和效率都将持续得到改善。另一方面，对冲还有助于企业避免财务危机，并降低了股权持有人放弃潜在价值创造项目的可能性；借助衍生品提升风控能力的企业不仅会获得更多现金流，还降低了资本成本和财务限制，从而可以更高效地分配资源和开展投资，带动国内经济增长。

案例介绍：借助信用衍生品降低债券市场风险

扩大直接融资的比例是构建一个透明、公开、有活力、有韧性的资本市场的重要步骤。信用风险缓释凭证等衍生品是关键对冲工具，可增强投资者信心并提升债券市场的稳定性和健康性。2019 年中国共推出了 91 种信用风险缓释凭证（价值 100 亿元）来扶持 62 家私营企业发展，覆盖工业、材料、科技等多个私营板块。

中国信用风险缓释凭证产品的首次技术性违约事件发生在 2019 年 2 月，北京东方园林环境股份有限公司（东方园林）的两项债券产品触发了投资者保护条款。技术性违约发生当天，“19 民生银行 CRMW001”的中债估值由 3.04 元大幅上涨至 6.46 元，而参照债券“19 东方园林 SCP001”的价格由 99.78 元降至 96.35 元。对于持有“CRMW+参照债券”的投资者而言，持仓的总价格由 102.82 元微降至 102.81 元，单日收益率为-0.01%；而对于仅持有参照债券的投资者而言，单日收益率为-3.43%。因此，购买 CRMW 有效地对冲了东方园林技术性违约事件带来的风险。

参考来源：

- 中国人民银行，http://www.gov.cn/zhengce/2018-10/27/content_5334976.htm。
- 2019 年信用风险缓释工具市场研究报告，中国金融网，<http://www.financeun.com/newsDetail/34636.shtml>。

4. 加速资本市场开放和外资吸引

进一步开放和扩展金融体系是吸引境外投资和促进国际贸易的关键举措。在“双循环”战略的指导下，市场对于积极管理汇率风险的需求会越来越强。

搭建一个基础设施健全、市场实践成熟和稳定安全的衍生品市场有助于优化资本市场结构，从而推进与全球市场的对接。外汇掉期和货币期权等衍生品不仅帮助国内企业和投资者积极管理风险，而且吸引更多国外投资者进入本地市场。长期以来，中国都是全球经济增长的重要引擎，而这一增长机会吸引着无数投资者。推出更优质的风险对冲工具，再配合透明、严格的市场规则，可有效消除境外投资者对在中国投资的顾虑，刺激更多资本涌入国内经济市场。

案例介绍：衍生品市场开发是推动 A 股纳入全球指数的重要举措，有助于吸引外资

在岸 A 股市场纳入全球主要股指是中国资本市场国际化过程中的重要里程碑事件。不仅彰显全球投资者对中国市场信任度的加深，更标志着国际社会对中国资本市场金融改革的认可。

重要里程碑事件：

指数	事件
MSCI (摩根士丹利资本国际)	<ul style="list-style-type: none">自 2017 年起逐步增加中国 A 股在 MSCI 新兴市场指数 (EMI) 和 MSCI 所有国家世界指数 (ACWI) 中的纳入比例，2019 年分别达到 4% 和 0.5%中国大型股纳入因子扩大四倍，从 5% 增至 2019 年的 20%
FTSE	<ul style="list-style-type: none">2020 年完成中国 A 股纳入全球股票基准体系的第一阶段，中国 A 股在 FTSE 新兴市场指数中的权重达到 6% 左右，且 1051 支大、中、小型中国 A 股股票纳入 FTSE 新兴市场全盘指数
标普	<ul style="list-style-type: none">2019 年起开始将中国 A 股纳入标普全球 BMI 指数和其他基准指数，涉及超过 1000 支 A 股股票，纳入因子达到 25%

分阶段“纳 A”使得投资者自动调整投资组合，扩大 A 股投资比例，从而为在岸市场带来可观的国外资本。就 MSCI 指数而言，“北向通”投资组合的总价值已增长 840 亿美元。

衍生品市场的安全性和稳健性是影响 A 股纳入和未来权重提升的关键因素，从而将进一步推动上述进程。

- FTSE 将“成熟的衍生品市场”作为评估股市质量的指标。
- MSCI 指出，如果中国监管机构能够出台更多举措针对风险对冲和衍生品准入、A 股市场较短的结算周期、陆股通交易假期以及在陆股通中设立综合交易机制等领域，则中国 A 股在指数中的权重有望得到进一步提升。

参考来源：

- 《MSCI 完成以 20% 纳入因子将中国 A 股纳入 MSCI 指数之最后阶段》，2019 年，MSCI
- 《进一步增加中国 A 股在 MSCI 指数中的权重》，2019 年，MSCI
- 《FTSE Russell 完成中国 A 股纳入的标志性阶段》，2020 年，FTSE Russell
- 《FTSE 市场质量标准（亚太地区）》，2020 年，FTSE Russell
- 《中国 A 股纳入-- 一周年最新进展通报》，2020 年，标普全球

总体而言，上述四大优势将共同塑造一个更加强大和全面的中国资本市场，助力实现国家发展目标。不断拓展中国资本市场的广度和深度，并引入更多国际企业参与提升中国经济的交易活力将进一步推动人民币的普及应用，加速人民币作为国际贸易储备货币的国际化进程。

4 关于发展衍生品市场的建议

如第三章所述，衍生品在促进中国经济目标的实现方面起到了重要的作用。衍生品市场的发展很大程度上依赖基础资本市场的正常运作和规模。随着中国资本市场减低对银行贷款融资的依赖，并增加资本市场直接融资的比例，中国的基础资本市场将继续增长，从而推动衍生品的需求和使用。

换言之，若没有一个具有足够规模且运作良好的衍生品市场作为支撑，一个成熟高效的资本市场将难以实现进一步发展，其市场参与度的增长也将受阻。因此，拥有一个具有活力和流动性的衍生品市场非常重要。在这样一个市场里，衍生品将成为一项有效的风险管理和价格发现工具。

如果缺乏这样一个市场，机构投资者将无法及时进行仓位买卖，从而影响定价，最终会影响终端用户。为保护衍生品交易，充分监管必不可少，但市场监管框架需要随着市场行情和参与者的变化而调整。本章将围绕四个主题，探索进一步发展和完善衍生品市场的机遇和建议。

1. **风险治理：**强化企业的金融工具风险治理框架；加强行业能力建设和人才培养，鼓励使用衍生品进行风险管理。
2. **市场结构：**为国内外市场参与者放宽市场准入；增加产品种类，促进衍生品的使用；提高市场流动性和价格透明度。
3. **信用和市场风险管理：**建立一个有效的框架来管理对手方和市场风险；确认净额结算制度和相关履约保障安排的可执行性，并提高担保品管理效率和能力，以促进风险缓释；加强中央交易对手作为关键市场基础设施的风险管理能力，确保所有中央交易对手符合《金融市场基础设施原则》的标准，并为所有国内中央交易对手争取主要国际市场的认可、注册及豁免。
4. **监管框架：**加强监管机构和市场参与者之间的监管透明度和沟通。

4.1 风险治理

4.1.1 强化金融工具风险治理框架

随着中国经济不断增长，其融资需求也在日益扩大。衍生品在满足这一需求的同时，既可以缓释也可以增加企业投资者面临的各种风险。国资委为国有企业制定和发布了一套衍生品交易风险管理原则，但民营企业也需要提高风险意识，采取类似的风险管理原则¹³³。中国许多金融和非金融机构认识到了拥有完善风险管理实践的重要性，并按照“三道防线”原则制定了风险治理模型。第一道防线是指参与具有风险的业务活动的运营部门；这些运营部门负责按照约定的政策、风险偏好和内部管控原则，在执行层面开展风险管理。第二道防线通常包括风控和其他职能部门，负责按照监管要求和设定的风险偏好，制定具体的风控方针、流程和管控措施。第三道防线是内部审计部门，负责对内部风险管理机制的设计和有效性进行独立审验。不同的机构有着不同的风险治理实施模式，但它们都需要不断强化自己的风险管理框架，以保障市场参与者的稳定性和韧性。

建议：

金融机构和企业需要沿着“三道防线”加强自身的风险治理框架，具体做法：

- 第一道防护：
 - 1) 为一线员工及时提供充分的培训，指导他们有效识别和管理固有风险；提高尽职调查的全面性、交易的有效性和业务活动的内在合规性；加强风险意识和责任意识。
 - 2) 在事业部层面设立风险管理职能来开展具体的市场和客户风险管控，同时建立矩阵式风险汇报体系，加强风险制衡。
 - 3) 定期开展风险管控自评，严格管理风险。
- 第二道防护：
 - 1) 制定有效的风险管理政策、章程、方针和监督机制，在全公司严格开展风险识别、评估、监测和管控。
 - 2) 根据需要，搭建一个覆盖全公司的矩阵式汇报体系，并将风险管理和其他相关职能集中化，以确保风险管理的独立性。
 - 3) 对风险管理政策的实施进行全面的合规监督、监测和管控，确保风控措施的有效性。
 - 4) 对风控实践的有效性进行评估和批判。

¹³³ 《关于切实加强金融衍生业务管理有关事项的通知》，国资委，http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-01/20/content_5471019.htm

- 第三道防护：

- 1) 强化内部合规风控；确定重点风险领域；公开重大违规行为和风险；对全公司的风险进行重新评估；向董事会和高管出具独立风控报告。
- 2) 对第一、二道防线的管控效果进行重新评估、批判和监督。

总言之，企业需要围绕“三道防护”原则制定有效的风险治理结构，建立清晰的问责机制和风险汇报体系。此外，健全的风险管理实践还需要一定的企业文化支撑。企业领导应以身作则，重视风险问责制度，严格遵守风险管理政策、方针和流程，打造健康的风控文化。

4.1.2 鼓励使用衍生品管理风险

中国衍生品市场尚处于发展初期。相比于其他主要资本市场，中国的市场参与者对衍生品在风险管理中的用处和效益不太熟悉，因此在使用衍生品时更为谨慎。例如，一些国有企业受访者表示，对他们而言，衍生品带来的潜在损失风险超出了它带来的风险管理效益。

如今有机会加强对中国市场参与者的教育，使他们正确认识衍生品的用处。具体而言，需要加强市场参与者对以下方面的认知：

- 衍生品如何帮助推动中国经济持续增长；
- 作为一项工具，衍生品如何能够缓释风险，帮助稳定未来现金流；
- 如何借助衍生品进行风险管理，包括对冲和建立多元化投资组合；
- 拥有稳健的支持性职能部门的重要性（例如风险管理平台、法务、合规、审计等）以及投资于人才发展和基础设施建设的必要性。

建议：

政策制定者和行业组织应加强关于衍生品的教育，提高市场对衍生品用途和风险管理方法的认知，使市场参与者意识到搭建风险管理体系、合规框架和法务团队等风控职能部门的重要性。具体做法如下：

- 定期举办研讨会，并在领先的金融和其他行业（如航空、运输、农业、制造）会议上成立工作小组。同时，国资委应提供指导方针，促进国有企业开展衍生品培训并使用衍生品缓释风险。
- 为公共部门官员提供培训，加强对衍生品的全面认知，让他们认识到衍生品是一项管理风险和维持金融稳定性的工具，并鼓励他们更多地使用衍生品管理风险。
- 在金融行业开展一些职业能力建设活动。例如，新加坡金融管理局和新加坡银行业协会在 1974 年成

立了新加坡银行与金融学院，用于培养金融人才。新加坡政府通过提供金融培训计划、金融专业奖学金和标准培训计划等支持措施，鼓励不断开展人才建设。

- 为推进思想领导力建设并鼓励区域和国际协作，监管机构、政策制定者和行业组织应考虑成立一个类似于 Sasana Kijang（由马来西亚国家银行在 2011 年成立）的知识中心¹³⁴。

4.1.3 增加风险管理专业人才数量

数据显示，上海拥有约 37 万金融从业者，仅占该城市总就业人数的 3%。相比之下远低于其他领先全球金融中心的金融从业者比例（一般为 10%）¹³⁵。根据上海金融服务办公室发布的“十三五”紧缺人才开发目录¹³⁶，目前中国紧缺衍生品市场研究和金融产品开发人才（包括资本市场、FICC 市场和场外交易市场分析员和创新理财产品、期权、期货和大宗商品的开发人员）。

如果市场拥有足够多具备专长和经验的参与者，衍生品将成为降低个体机构金融风险的高级工具，能够帮助减少经济的整体金融风险。同时，监管机构和政策制定者也会对衍生品市场的安全性和稳定性更有信心。并且，随着更多投资者参与衍生品市场，更多复杂的衍生品将普及开来，同时卖空等高级交易策略和技术也将得到更多使用。

建议：

政府和市场参与者（例如学者、从业人员以及市场和交易基础设施专家）应考虑出台措施吸引国际人才，推动国内能力建设。具体措施包括：

- 根据第十四个五年规划（“十四五”规划）识别人才缺口，在人才缺口目录中强调衍生品市场发展所需的人才，并在全国范围内推广该目录。
- 鼓励国内教育机构推出高级金融工程课程。长远而言，教育工作者可以教授和参考法国、英国和美国等大型金融中心的领先金融课程。
- 推出跨学科课程，为专业领域的人才（如法学、计算机科学、统计学）提供专业金融培训，推动能力建设。
- 放宽对外籍金融人才的限制，例如认可国外职业资格证书，对国内外工作经验一视同仁，并在适当情况下为外籍专业人士提供英语语言的资格考试。

¹³⁴ Sasana Kijang, <https://www.bnm.gov.my/sasana-and-lanai-kijang>

¹³⁵ 上海副市长吴清的致辞，<http://finance.sina.com.cn/roll/2019-04-20/doc-ihvhiqax4051054.shtml>

¹³⁶ “上海金融领域“十三五”紧缺人才开发目录,” <http://www.sh-italent.cn/Article/201703/201703060022.shtml>

4.2 市场结构

如第 1.1 章的总结部分所言，中国衍生品市场规模相对于中国经济体量而言依然较小。与其他主要发达市场进行比较，可以发现中国衍生品市场在结构上具备以下特点：

- 在主要发达市场（以美国及英国的市场为例），场外衍生品市场明显大于场内衍生品市场。而在中国，场外衍生品交易的名义金额总量还不到场内衍生品的一半。中国场外衍生品市场最大的资产类别是外汇产品（2019 年占交易的名义金额总量的 85%，见图 14）。而在全球市场，利率衍生品才是最大的资产类别（2019 年占交易的名义金额总量的 73%）。这表明，中国的利率衍生品市场还有较大的发展空间。中国市场结构的形成有多个原因，主要原因是利率仍未完全市场化，相对比较稳定。金融机构面对较低的利率波动，对利用利率衍生品以对冲价格波动风险的需求相应较低。此外，严格的监管要求限制了场外衍生品业务的规模，影响了机构开展衍生品交易的积极性。同时，中国的信用衍生品市场尚未成熟，无法支撑债券市场增长，也无法对冲债券市场日益增加的信用风险，这一点也影响了衍生品市场的发展。
- 在中国场内衍生品市场，交易量及衍生品发展严重向大宗商品和股票资产类别倾斜。而在欧盟等其他市场，利率衍生品交易的名义金额总量最大¹³⁷。这主要是因为在中国，利率衍生品的发展晚于大宗商品和股票衍生品，而且场内衍生品上市需要经过严格审批，这限制了长期利率衍生品、外汇衍生品和大宗商品期权合约等发展较晚业务的发展。
- 中国衍生品市场的参与者和交易策略缺乏多样性。这不仅影响了产品的供需平衡，还阻碍了交易流动性的增长。导致这一现象的主要原因在于，严格的监管规则使得某些市场参与者（如保险机构和资管公司）无法参与特定衍生品交易市场，并且卖空等交易机制受到限制。

以下是应对上述结构性问题的四条建议：

- 增加市场参与者数量和类别，以扩大衍生品市场的广度和深度；在努力提高市场流动性的同时，向市场引进新的衍生品用途和交易策略。
- 改进配套措施，促进信用衍生品的使用。
- 扩大允许交易的衍生品类别，为机构投资者提供更多样的工具来有效和高效地管理风险。
- 放宽对卖空等交易机制的限制，促进市场流动性。

¹³⁷ 2019 年欧洲证券和市场管理局发布《欧盟衍生品市场年度统计报告》，
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50_157_2025_asr_derivatives.pdf.

4.2.1 增加市场参与者群体的规模和广度

一个运作良好、具有高度流动性的衍生品市场的特点是有着一个广泛的市场参与者群体，且该群体希望通过积极参与衍生品交易来完善和强化自身的业务活动和风险管理能力。要扩大市场参与者群体的规模，市场参与者需要能够进行增强自身参与衍生品交易的能力，监管条例和法规也需要在衍生品交易方面给予市场参与者一定的自由度。

首先，中国衍生品市场与其他主要国际资本市场的主要不同之处在于前者的利率衍生品市场规模较小，这主要是因为金融机构在中国市场的参与度较低。在中国，市场参与者对冲利率风险的需求较弱。尤其是在贷款市场报价利率（LPR）引进之前，中国的存贷业务主要采用政策利率，而政策利率波动性较弱。由于定价没有市场化，投资者对冲利率波动风险的需求非常低。中国的利率尚未达到完全市场化并且仍在改革完善的过程中。当实体经济对衍生品缺乏需求时，衍生品市场的增长就会变得困难。

另一方面，虽然监管机构在放宽中国衍生品市场方面取得了巨大进展（例如向更多机构开放债券期货市场），市场参与者的多样性仍然较低。其中一个原因是某些旨在保障市场稳定性的措施限制了流动性，反而成为了机构进入市场的壁垒。例如：

- 虽然商业银行持有大部分国债，比其他任何机构的风险敞口都要大¹³⁸，但它们直到 2020 年初才允许交易国债期货。截至 2020 年 12 月，仅有五家商业银行获得中国证监会、财政部、人民银行和银保监会批准，允许参与国债期货交易。
- 场外衍生品市场参与者大部分是商业银行，它们有着类似的交易目标和策略，这导致市场上缺乏参与抵消交易的对手方，影响了市场流动性。此外，严格的监管规定也限制了保险公司和资管机构等市场参与者对衍生品的使用。
 - 例如，保险公司和资管机构只能将衍生品用于对冲交易，不能用于合成复制交易，这会阻碍它们进行一些以高效资产管理为目的的交易，例如，对整个资产组合进行宏观对冲，通过互换将资产期限调整至基准水平，用合成交易更好地对冲现金流波动，或先持有衍生品，然后将其换成底层证券，通过这种方式更高效地建仓。因为保单的合约期限没有标准化，无法用衍生品调整资产期限为保险公司带来了很大的困扰。此外，保险公司只能用信用衍生品交易对冲它们资产组合中的债券风险，无法成为信用风险承担者。在其他的国际信用衍生品市场，保险公司通常十分活跃。例如，在更为成熟的市场（以美国及日本的市场为例），保险公司可以通过衍生品进行复制交易、宏观对冲和收益增强交易。
 - 资管机构可以运用衍生品进行高效的资产组合管理，例如，对冲投资标的现金资产的风险。在主

¹³⁸ 截至 2020 年 2 月，商业银行持有未清偿国债的 77%。数据来源：WIND。

要金融中心，投资基金是衍生品市场的重要参与者，可帮助提高市场的广度和深度。相比之下，投资基金在中国衍生品市场的参与度不高，一部分原因是资管机构在开展资产管理活动前需要满足严格的资格要求，包括具备至少三年证券投资管理经验并在过去三年的经营状况良好，财务稳健，且根据资管机构的类型需要满足特定的资产管理规模等¹³⁹；这些准入性要求可能成为资管机构进行衍生品交易的阻碍，尤其是就仅在近年来进入中国市场的境外资管机构而言。

- 场外股票市场方面，股票期权交易目前采取了投资者分级制，只允许七家一级证券公司充当做市商。
- 境外机构投资者基数有限。未设立在岸子公司的境外投资者，可通过 QFI、CIBM Direct 和债券通等机制参与在岸衍生品市场，但这要求投资者充分了解每个机制的细微差别和具体要求。例如，境外投资者可通过 CIBM Direct 机制进行银行间衍生品交易，借助债券通机制进行外汇衍生品对冲交易，并运用 QFI 机制投资获监管机构批准的银行间衍生品和场内衍生品。此外，债券通投资者目前只能与托管机构的结算代理人进行外汇衍生品交易，这影响了市场流动性，降低了产品定价对债券通机构投资者的吸引力。

建议：

应通过放宽市场准入要求，增加机构投资者数量，提高投资者多样性，以满足衍生品市场对对冲交易的需求。具体做法包括：

- 进一步推动和实施利率改革，鼓励市场参与者运用利率衍生品对冲利率波动风险。
- 加快行动，允许更多商业银行、保险公司和境外机构投资者交易国债期货，为市场参与者打造公平竞争环境。截至 2020 年底，仅有五家商业银行被纳入第一批试点。下一步应该扩大试点，例如让股份制银行等中等规模银行也加入其中。
- 逐步允许保险公司和资管机构使用衍生品进行高效的资产组合管理操作，例如对整个资产组合进行宏观风险对冲，或对优质资产组合进行合成复制；像美国和日本等成熟市场一样，允许保险公司成为衍生品合约的风险承担者。
- 适度放宽场外股票期权市场准入条件，允许更多企业参与市场交易，例如放宽历史交易量、资产管理规模和市场交易经验的准入评估指标。
- 确保所有境外市场参与者有途径获得合格境外中介机构（Overseas Intermediaries, “OIs”）提供的中国

¹³⁹ 《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》，
http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/jj/gszl/201310/t20131021_236629.html.

期货交易服务，使它们更轻松地进入在岸期货市场¹⁴⁰。要实现这一目标，需要扩大合格境外中介机构名单，使所有境外市场参与者能够更加便利地获得合格境外中介机构在当地提供的服务，参与在岸期货市场。

- 对于具备丰富的境外产品销售经验的资管公司，放宽三年证券交易经验的要求，从而吸引规模较大的境外资管机构以基金的形式进入中国衍生品市场。
- 通过离岸渠道扩大衍生品交易参与途径，包括引进利率衍生品，允许借助债券通与更多交易机构进行外汇对冲，放宽 QFI 机制下场外股票衍生品的市场准入。

4.2.2 改善配套措施，以促进信用衍生品的使用

虽然信用衍生品早在 2010 年就引入中国，其交易量仍然较低。2019 年，信用衍生品在场外衍生品交易的名义金额总量中的占比还不足 2%，且市场整体流动性较低。随着中国债券违约数量不断增加（第 1 章，图 10），信用衍生品能够为境内外机构投资者提供信用风险保护，有助于促进债券市场的安全性和运作效率。

如第 1.1.2 章所述，由于缺乏历史数据（如违约率和回收率）和成熟可信的债券评级机制，信用衍生品定价成为一道难题，这阻碍了信用衍生品的发行和交易。此外，一些交易量最大的信用衍生品（信用风险缓释工具）的结构设计与离岸信用违约互换合约不一致，导致对冲不充分，这也是投资者的一大顾虑。

此外，与其他成熟市场相比，中国市场对信用衍生品需求较弱的其中原因之一为商业银行无法从信用衍生品交易中获得额外的资本金效益。目前，仅有六家采用了内部模型的大型银行¹⁴¹能够在当前的资本管理规则下¹⁴²借助信用衍生品缓解资本金压力。在国际市场，大部分商业银行可以运用信用衍生品降低监管要求的资本充足率要求¹⁴³，从而提高资本效率。相比之下，中国目前鼓励投资者使用信用衍生品的激励措施较为有限。

建议：

¹⁴⁰ 根据 2020 年生效的新交易规则，国际投资者如今可以通过中国境内期货经纪公司（必须是交易所成员）或境外中介机构（该类经纪公司不直接在交易所交易，但有权代表国际客户在境内期货公司设立账户）直接参与七类衍生品合约的交易。（<https://www.fia.org/marketvoice/articles/china-continues-expand-international-derivatives-access>）

¹⁴¹ 包括中国银行、中国农业银行、中国工商银行、中国建设银行、交通银行和中国招商银行。

¹⁴² 《商业银行资本管理办法（试行）》，中国银行业监督管理委员会（现改名为中国银行保险监督管理委员会），<https://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=13076&itemId=915&generaltype=0>

¹⁴³ 资本金要求是指金融监管机构要求商业银行或其他金融机构必须持有的资本，用机构持有的不同资产的加权风险比率来表示。

除了第 4.1 章关于信用衍生品市场准入的建议，我们还建议发展配套基础设施，促进信用衍生品市场的良好运转。具体措施包括：

- 对信用衍生品合约的风险承担者而言，有必要通过开展高水平的专业人才部署，以强化内部估价模型和风险管理机制。具体而言，企业需要在前线业务中部署信用研究人才，负责对参考机构进行信贷分析并构建量化模型，同时还需要在后台设立风险监测岗位，负责评估相关流程、制定风险限额和验证估值模型。此外，还有必要成立法务合规、审计和清算岗位，负责协调运营和风险缓解。
- 推出相关规定，要求评级机构清晰披露自己使用的评级方法和参数，以加强评级机构的透明度和可信度，增强投资者对信用衍生品定价的信心。美国（根据《多德-弗兰克法案》）和欧盟（根据 CRA（信用评级机构）条例）已采取类似举措，要求评级机构发布年度报告，以此提高透明度。
- 政府需要加强对信用评级机构的监管力度，确保评级机构对给出的评级负责，。为实现这一目的，中国政策制定者和监管机构（财政部、中国人民银行、国家发改委、银保监会、证监会）联合发布了一份关于加强信用评级机构监管的征求意见稿¹⁴⁴。
- 在信用违约互换（CDS）和总收益互换（TRS）的基础上，出台更多关于将信用风险缓释工具（CRM）认可为合格的资本金减免工具的指导；同时，探索一些新的模式，让使用加权法的银行通过借助信用衍生品来获得缓解资本金压力的资格。这能够进一步鼓励商业银行运用信用衍生品对冲信用风险和最大化提高资本配置效率。

4.2.3 衍生品上市采取注册制

与国际市场相比，中国场内交易市场的产品种类较少，其中大宗商品比股票和利率产品更加成熟。场内交易的衍生品的特性（例如采取标准合约或集中交易模式）对许多类型的机构和企业投资者具有吸引力。这类衍生品有助于提高市场的流动性，并且是一项高效的价格发现工具，因此对中国尚未成熟的衍生品市场而言十分重要。

但场内衍生品的发展直到最近才开始加速。例如，股指期货、股指期货和 ETF 期权在中国还属于比较新的产品¹⁴⁵。为确保严格监管，衍生品在中国上市需要经过漫长、谨慎的审批流程，这限制了产品类型的拓展。

¹⁴⁴ 关于《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》公开征求意见的通知，
<http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144979/3941920/4215457/index.html>

¹⁴⁵ 详细的产品上市时间表，请参考第 1.1.1 章关于场内衍生品的部分。

中国显然有必要进一步拓宽场内衍生品种类，以实现高效的投资和风险管理。在这方面存在以下发展机遇：

- 在标的资产类别方面，当前市场上缺少场内外汇衍生品，导致中小企业难以管理它们比以前更大的外汇敞口。而场外外汇衍生品市场由于没有标准化且采取双边直接交易的模式，对手方通常需要经受更为严格的审查检验。
- 在标的证券方面，市场上的长期限产品较少，所以投资者（如保险公司和养老基金）缺少工具来有效应对利率波动导致的资产负债错配。拿国债期货来说，目前可以交易的只有两年期、五年期和十年期产品。此外，中国在 2020 年 7 月推出了上海证券交易所科创板 50 成份指数¹⁴⁶，这体现了投资者对科创板证券的强烈兴趣。虽然越来越多的投资者参与科技指数和指数 ETF 产品的交易，但可用于对冲交易的科技指数衍生品数量依然较少。
- 在衍生品类型方面，与其他大型金融市场相比，期货和期权产品在中国衍生品交易量中的占比失衡。截至 2019 年，共有 64 只期货产品在不同的交易所挂牌，但挂牌的期权产品只有 14 个¹⁴⁷，这导致投资者在设计交易策略时灵活度不足。
- 在投资者群体方面，尽管中国有着世界上交易量最大的大宗商品交易所（参考 1.1.1 章），但目前中国仅向国际投资者开放了五种在岸大宗商品期权产品¹⁴⁸。上海国际能源交易中心在 2020 年推出了国际铜期货，体现了监管机构向国际投资者进一步开放大宗商品衍生品市场的决心。

建议：

为顺应资本市场注册制改革趋势¹⁴⁹，监管机构应考虑为新产品的上市建立注册机制，逐步向市场化过渡¹⁵⁰。重要考量因素包括：

- 简化注册和产品上市审批流程，提高效率。例如，自上海证券交易所科创板（“科创板”）采取注册制以来，注册流程被缩短到了五个月左右¹⁵¹。2019 年，新加坡为场内衍生品的上市和退市制定了类似以市场为导向的“通知机制”；在该机制下，获批发行机构的产品发行不再需要经过监管机构审批，发行机构只需要按照监管机构发布的方针对产品进行自审，然后在发行产品前向监管机构发出通知。

¹⁴⁶ 中证指数有限公司，<http://www.csindex.com.cn/zh-CN/indices/notices-and-announcements-detail/1088>

¹⁴⁷ 有关场内衍生品的分布详情，请参考第 1.1.1 章的“场内衍生品市场现状”。

¹⁴⁸ 上海期货交易所里程碑，2020 年，<http://www.shfe.com.cn/about/introduce/events/>

¹⁴⁹ 《全面实行注册制号角吹响》，中华人民共和国中央人民政府，http://www.gov.cn/xinwen/2020-11/03/content_5556831.htm。

¹⁵⁰ 《关于完善期货法立法的导向性建议》，深圳证券交易所，2017，<https://www.szse.cn/aboutus/research/securities/documents/P020180328494046224303.pdf>。

¹⁵¹ 《推行股票上市注册制，深化资本市场改革》，中华人民共和国国务院，2020，http://english.www.gov.cn/statecouncil/ministries/202010/25/content_WS5f9523b8c6d0f7257693e6bb.html。

- 推动产品市场化，例如允许同类/类似的期货产品在多个境内外交易所上市，以此提高产品竞争力，同时允许发行机构尝试创新的产品发行方式。

建议通过以下举措增加产品类型：

- 发行场内人民币/美元期货和期权，为企业提供更标准化工具来直接管理持有美元增加带来的风险。
- 加速推出长期国债期货（如 30 年国债期货），用于抵消长期资产配置增加带来的风险。
- 推出科技指数期货和期权产品，例如科创板 50 成份指数产品。
- 加速推出与现有期货产品对应的期权产品如原油期权、白银期权、钢筋期权等，为投资者提供更低价、更灵活的风险管理工具。这还可能帮助市场参与者和监管机构洞察投资者情绪，类似于国际市场上的芝加哥期权交易所波动率指数（在美国市场，大部分期货产品都有对应的期权产品）。
- 加快棕榈油、豆粕和豆油等大宗商品期货和期权的国际化步伐，以加强中国在全球大宗商品市场的定价权。

4.2.4 完善证券借贷业务以提高市场流动性

卖空是一个重要的交易机制，有助于促进整个资本市场的价格发现和流动性，并降低交易成本和定价偏差。例如，做市商可以通过对某个标的资产进行卖空，满足某衍生品买家的需求，从而零风险建立标的资产空头和衍生品多头。这样可以减少做市商在提供该产品时面临的风险，从而降低做市商在促成交易时收取的溢价。对于由于投资者基数少而缺乏交易多样性的市场而言（中国衍生品市场便是一例），卖空机制尤为重要，因为做市商可以通过卖空机制提供某些衍生品并充当对手方。

中国资本市场出台了一些谨慎的监管条例和法规，例如，明确规定了哪些机构有资格以卖空为目的进行证券借贷，衍生品交易需要满足什么条件以及最大交易头寸和规模是多少。目前保证金交易与证券借贷业务的比例为 97:3，依然失衡，这主要是因为可参与证券借贷的股票和贷方数量有限¹⁵²。当前，只有一些获批证券公司能参与证券借贷业务，且该业务只能通过中国证券金融股份有限公司开展。这限制了可参与证券借贷业务的证券数量，增加了证券借贷成本。

高效的证券借贷生态体系有助于提高市场流动性并促进卖空交易，而卖空交易能够为投资者提供平衡的资产价值视角，使投资者能够在资产价格偏高时对定价进行修正。

¹⁵² 《中国的 A 股证券借贷业务是蓝海领域吗？》（“China Securities Sector – A, Securities lending: a blue ocean opportunity?”），瑞士银行，2020

建议：

应增加可用于证券借贷的股票数量，并放宽对可参与证券借贷业务的机构类型的限制，以此促进证券借贷业务发展。目前，仅有 42% 的 A 股可用于证券借贷¹⁵³，而美国等境外市场则允许所有上市股票参与保证金交易和证券借贷交易。针对衍生品交易的监管规定和限制措施应随着市场的发展而不断调整。

中国应将科创板市场的证券借贷实践拓展至主板。上海证券交易所于 2019 年成立了科创板¹⁵⁴。科创板市场拓展了证券借贷业务范畴，允许资管机构和保险公司开展证券借贷活动，使证券借贷活动更加活跃。全国主板市场可以此为例学习这一做法。扩大证券借贷业务有助于促进卖空交易并提高市场流动性。监管机构应鼓励市场参与者通过中国证券金融股份有限公司开展证券借贷活动，这样可以简化证券借贷流程。

¹⁵³ 《中国的 A 股证券借贷业务是蓝海领域吗？》（“China Securities Sector – A, Securities lending: a blue ocean opportunity?”），瑞士银行，2020

¹⁵⁴ 上海证券交易所科创板成立于 2019 年 7 月 22 日，是一个专注于科技类股票交易的中国证券交易市场。

4.3 信用、市场和运营风险管理

4.3.1 确保《中华人民共和国期货和衍生品法》终稿确认终止净额结算和相关履约保障安排的可执行性

许多市场参与者表示，建立一个受法律认可的终止净额结算制度是中国衍生品市场的第一要务。终止净额结算是缓解衍生品合约风险最重要的一项机制。在该制度下，交易方可以按照净额（而非总额）计算对手方信用风险，从而降低信用风险，减少交易成本，并有益于减少金融市场中的系统性风险¹⁵⁵。随着中国进一步开放金融市场，确立终止净额结算的可执行性将为国际投资者进入中国市场扫除重大障碍，进而促进资本市场的流动性和运作效率。终止净额结算制度在法律上的不确定性迫使中国金融机构在与国外对手方进行交易时承担更高的交易成本并提供更高的保证金（按总额计算），导致它们处于弱势。如果终止净额结算制度的可执行得到确认，中国市场参与者将受益于较低的交易成本及更好的定价，从而使其利用衍生品工具对冲风险或进行投资组合管理更具成本效益。因此，国内外市场参与者都非常支持《期货和衍生品法草案》中包括对终止净额结算制度的立法保护。

与终止净额结算制度可执行性紧密相关的，是履约保障安排的可执行性。履约保障安排旨在应对净额结算完成后的信用敞口（即信用敞口总额），通过提供担保品可进一步降低信用风险。因此，《期货和衍生品法草案》有必要确认终止净额结算制度和相关履约保障安排的可执行性，尤其是在破产程序中的可执行性¹⁵⁶。

《期货和衍生品法草案》是中国衍生品市场发展的一个重大里程碑。ISDA 连同其他行业协会，向立法者、中国监管机构就草案中的一些条款提出了建议，这对确认终止净额结算制度和相关履约保障安排的可执行性十分关键¹⁵⁷（见下文）。为加强终止净额结算制度和相关履约保障安排的可执行性，我们认为期货和衍生品法终稿应当：

- 确认境内以及跨境场外衍生品交易的终止净额结算制度及相关的履约保障安排具有可执行性；
- 取消作为使用净额结算制度的前提条件的强制备案要求¹⁵⁸。如果保留备案要求，相关法律条文应列

¹⁵⁵ 有关净额结算制度的重要性和效益详情，请参考 ISDA 发布的《2018 年净额结算条款模板及指引》，https://www.isda.org/a/X2dEE/FINAL_2018-ISDA-Model-Netting-Act-and-Guide_Oct15.pdf

¹⁵⁶ 净额结算制度立法的主要目的是确保破产程序中净额结算协议的效力。这是因为在缺乏对净额计算制度的明确立法保护的情况下，破产程序中破产法相关规定的适用可能会限制交易双方就净额结算的合同性约定，从而阻碍净额结算和/或相关担保品安排的执行。

¹⁵⁷ ISDA 和亚洲证券业与金融市场协会向全国人民代表大会递交的日期为 2021 年 5 月 28 日及 2021 年 11 月 21 日共同意见就该等事项作出讨论，并阐明行业的观点。

¹⁵⁸ 《期货和衍生品法草案》第 32、33 条。

明一套简单且统一的备案程序，并澄清国内外行业协会以及场外衍生品交易的任何交易方均可作出备案。此外，如果国务院授权监管衍生品交易的部门已批准使用某一主协议范本，则就等主协议项下记录的所有交易而言（包括跨境交易），该主协议应被视为已完成备案要求，而限于该监管机构监管的特定资产类别，该项豁免亦应在相关法律条文列明；

- 明确认可所有权转让安排为履约保障安排的形式之一，并对所有权转让与担保权益之间作出明确区分，以降低重新定性的风险；为终止净额结算及相关履约保障安排（包括所有权转让¹⁵⁹和担保协议）的有效性提供法律保护，以确保在针对处于破产程序中的交易方的任何有关搁置、无效、撤销权力行使的情况下终止净额结算及相关履约安排具有可执行性；及
- 加强对集中结算场外衍生品交易的保护力度。集中结算的场外衍生品交易的终止净额结算保障机制应明确涵盖结算机构、清算会员以及清算会员的客户破产的情形。除此之外，法律应就集中结算的场外衍生品交易保证金安排、违约处置措施以及结算的最终性提供明确保护。

建议：

立法者和监管机构应与市场参与者和行业协会合作，进一步完善《期货和衍生品法草案》的相关条款（尤其是与国内终止净额结算制度和相关履约保障安排的法律确定性和可执行性有关的问题）。

4.3.2 强化担保品管理能力和流程，以提高信用风险缓释能力

2007-2008 年全球金融危机后，二十国集团在 2009 年匹兹堡峰会上启动了一项改革计划，以提高市场参与者对金融和经济冲击的抵御能力，并降低场外衍生品带来的系统性风险¹⁶⁰。改革内容之一就是为非集中清算衍生品制定保证金要求，以确保当衍生品交易对手方出现违约时，担保品可以抵消违约损失，这样可以减少违约事件在金融市场上的溢出和传播效益。二十国集团呼吁巴塞尔银行监管委员会（Basel Committee on Banking Supervision, “BCBS”）和国际证监会组织（International Organization of Securities Commissions, “IOSCO”）制定相关标准和实施计划¹⁶¹（包括保证金规则），供成员地区在 2015 至 2022 年期间分阶段实施¹⁶²。

¹⁵⁹ 在与中国金融机构的跨境交易中，交易方通常以所有权转让方式提供变动保证金。

¹⁶⁰ 二十国集团是一个国际论坛，成员包括 19 个国家（包括中国）的政府和央行，外加欧洲联盟（EU）。

¹⁶¹ 巴塞尔银行监管委员会和国际证监会组织于 2020 年 4 月发布《非集中清算衍生品的保证金要求》（“WGMR 框架”），请见：<https://www.bis.org/bcbs/publ/d499.pdf>

¹⁶² 鉴于新冠疫情带来的巨大挑战，巴塞尔银行监管委员会和国际证监会组织同意将最后两个阶段的实施期限延长一年，最后一阶段的实施期限已延至 2022 年 9 月 1 日。

当前，在中国场外衍生品市场，中央交易对手集中清算的大部分利率衍生品交易和某些外汇衍生品交易会使用担保品，但大部分非集中清算的场外衍生品交易没有使用担保品。一直以来，境内机构主要依靠信用额度进行交易，而在中国信用体系下，信用事件很少发生。因此，与其他大型资本市场相比，中国缺乏足够的专业人才、高效的流程和完善的基础设施来管理担保品。但随着越来越多习惯用担保品缓释信用风险的国外投资者加入中国市场和管理系统性风险的需求增加，中国亟需加强国内市场参与者和第三方服务机构的在衍生品交易中对担保品的管理能力。一些境外市场参与者在采访中表示，增加担保品的使用可以更好地满足它们对非集中清算场外衍生品交易的风险管理需求，还会使它们更有信心参与中国衍生品市场。提高国内企业的担保品使用能力有助于它们更好地参与国际市场和管理信用风险。

建议：

通过提高担保品管理效率，加强信用风险缓释能力和系统性风险管理能力。具体建议采取以下措施：

- 开展人才培养、系统构建和流程制定等能力建设活动，提高担保品管理流程的效率和精确度。国际组织和市场参与者（例如 ISDA¹⁶³及其成员）所观察到的最佳实践，可为目标模式提供参考依据。行业团体和市场参与者应评估和落实以下举措（按优先级排序）：
 - 1) 在风险体系内制定通用标准和稳健的管控措施来维持数据完整性。可以考虑批准使用 ISDA 条款库 (ISDA Clause Library)、ISDA 分类法 (ISDA Taxonomy) 和通用领域模型 (Common Domain Model) 等国际标准。
 - 2) 为衍生品交易搭建或运用自动定价和风险估算系统。
 - 3) 将保证金计算、保证金追加、资格评估、资产选择、结算和担保品报告等工作集中化和自动化，以简化关键衍生品管理流程并减少人工错误。
 - 4) 为全行业提供标准化和数字化（或机器可读）法律文件，以简化“了解你的客户”（Know Your Customer, “KYC”）和客户引进流程。可使用数字工具（如 ISDA Create）在线撰写、交付、协商和签订与对手方的协议，从而提高效率。
 - 5) 定期对资产组合和担保品进行对账，并将该活动纳入标准业务流程，以确保交易各方在交易安排和担保品金额方面不存在任何纠纷。对于错配或反复出现纠纷的情况，应设立以风险为导向的汇报系统和标准，使企业能够优先对其进行调查。
 - 6) 将保证金利息计算和保证金替换流程自动化。

¹⁶³ “未来衍生品管理最优蓝图”（A Blueprint for the Optimal Future State of Collateral Processing），ISDA，<https://www.isda.org/2017/10/18/a-blueprint-for-the-optimal-future-state-of-collateral-processing/>

- 政策制定者和监管机构应支持成熟市场参与机构（如银行、证券公司、中央交易对手）发展第三方担保品管理服务业务，支持它们向不具备担保品管理能力的小型市场参与者提供替代担保品解决方案。

在衍生品交易中将国债用作担保品

中国一直在探索如何将国债用作衍生品交易的担保品。2021 年 3 月，ISDA 和中央结算公司联合发布白皮书——《使用人民币债券充抵场外衍生品交易保证金》。该白皮书就如何克服这一做法面临的挑战提出了建议。推广使用在岸债券作为合格担保品将进一步促进衍生品交易中保证金的使用。

参考：《使用人民币债券充抵场外衍生品交易保证金》，<https://www.isda.org/a/4XATE/Use-of-RMB-Chinese-Government-Bonds-as-Margin-for-Derivatives-Transactions.pdf>

4.3.3 允许所有交易对手方通过双方自由协商而非监管强制规定选择主协议

按照监管规定，中国在岸市场参与者在开展交易活动时必须使用 NAFMII 或 SAC 主协议，而境外市场参与者在国际交易时通常使用国际上通用的主协议。境外市场参与者经常表示，由于无法在中国衍生品市场使用国际上通用的主协议，它们的信用风险管理效果受到阻碍，这打击了它们进入中国衍生品市场的积极性。无论是离岸还是在岸，在背对背跨境交易中使用多个不同的主协议会增加基差和文本风险。

建议：

目前，根据《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》，外资机构可以自由选择 ISDA、NAFMII 或 SAC 主协议¹⁶⁴。

监管机构应考虑逐步允许境内市场参与者通过协商在三种主协议中自由选择，只要它们的选择符合中国法律和市场规则即可。

¹⁶⁴ 中国人民银行、银保监会、证监会和国家外汇管理局联合发布《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》，<http://m.safe.gov.cn/safe/2020/0214/15403.html>。

4.3.4 中央交易对手（CCP）应尽快从美国商品期货交易委员会（CFTC）获得衍生品清算组织（DCO）永久注册豁免，并获得欧洲证券和市场管理局（ESMA）和英格兰银行的正式认可

虽然中国的主要中央交易对手最近已采取措施获得国内监管机构认可，成为符合《金融市场基础设施原则》（Principles for Financial Market Infrastructures standards, “PFMI”）¹⁶⁵的合格中央交易对手，但它们尚未得到美国商品期货交易委员会、欧洲证券和市场管理局和英格兰银行等主要国外金融监管机构的认可。在缺乏国际认可的情况下，受美国商品期货交易委员会监管的机构可能会被禁止使用中国的中央交易对手；受欧洲证券和市场管理局和英格兰银行监管的机构对未受《欧洲市场基础设施监管条例》（European Market Infrastructure Regulation, “EMIR”）承认的中央交易对手的敞口可能会面临超过 1250% 的风险加权，而如果中央交易对手受到认可，风险加权仅为 2%。这样高额的资本支出将严重降低欧洲机构与未受认可中央交易对手进行交易的意愿。如果中国中央交易对手无法获得正式认可，将会阻碍境外机构参与中国在岸衍生品市场，并影响 QFI、CIBM Direct 和债券通等现有市场准入举措的发展。

中国所有的主要中央交易对手都需要确保境外市场参与者能够继续使用它们提供的清算服务。虽然上海清算所目前已获得美国商品期货交易委员会的“不行动豁免”（no-action relief），能够在 2022 年 7 月前继续为美国机构提供衍生品清算服务，但这一安排是暂时的，会在一段时间后重新评估。同样，上海清算所也向欧盟申请获得《欧洲市场基础设施监管条例》认可，但目前尚未得到批准。虽然该所已采取行动帮助自己获得认可，但还有几个问题尚待解决，包括在欧洲证券和市场管理局与中国监管机构之间签订谅解备忘录（MOU）以及确认净额结算制定的可执行性和结算的确定性。

建议：

国内中央交易对手的当务之急是按照支付和市场基础设施委员会（Committee on Payments and Market Infrastructures, “CPMI”）与国际证监会组织（International Organization of Securities Commissions, “IOSCO”）联合发布的标准¹⁶⁶，提供公开量化披露，并按照《金融市场基础设施原则》提供自我合规评估。这一点非常重要，能够帮助所有国内重要中央交易对手获得美国商品期货交易委员会、欧洲证券和市场管理局和英格兰银行等主要国外监管机构的认可，进而确保境外市场参与者能够继续使用国内中央交易对手的集中清算服务。在中短期内，需要建立透明的流程使市场参与者了解状态上的变动。

¹⁶⁵ 《金融市场基础设施原则》是支付和市场基础设施委员会和国际证监会组织联合发布的关于金融市场基础设施的标准。

¹⁶⁶ “针对中央对手方的公开量化披露标准”，国际清算银行，<https://www.bis.org/cpmi/publ/d125.pdf>。

4.3.5 强化中央交易对手的风险管理框架，维持金融系统稳定性

为推广集中清算机制的使用，减少金融市场的信用风险，二十国集团¹⁶⁷发起了金融改革。当前，中国大部分场外利率和外汇衍生品以及所有的场内衍生品均采用集中清算机制。如第 2 章所述，衍生品交易量预计会继续增长。同时，随着市场参与者的需求不断增长，人们也将愈发认识到中央交易对手风险管理能力的重要性。通过访谈，我们总结了国际中央交易对手的以下最佳实践：

- **中央交易对手需要提高自己在各种市场压力情景下的韧性，并为清算成员维持稳定运营。**鉴于新冠疫情带来的市场压力，全球中央交易对手大幅提高了保证金要求。保证金要求的大幅变动给市场参与者带来了额外的运营和金融压力，体现了清算所保证金模型的顺周期性，增加了金融体系的流动性风险。虽然中国中央交易对手在疫情期间也表现出了极强的韧性，但它们也需要能够在其他地区观察到的极端压力情景下维持稳定运营。
- **中央交易对手需要一个能够反映各种压力情景和风险水平变化的动态的融资和流动性风险框架。**当前，清算成员的最低违约准备金缴纳要求不够动态。某些中央交易对手所使用的模型只有在清算成员的风险敞口超出一定限额时，才会调整准备金缴纳额。也就是说，在清算成员风险敞口没有达到限额时，中央交易对手需要自己掏钱填补资金缺口，导致它们在清算成员出现违约时承受过大的流动性压力。此外，拥有外汇敞口的中央交易对手需要建立外部流动性获取渠道（央行或者商业银行的贷款承诺），以确保有足够的外汇资金来填补暂时的流动性缺口。例如，对于每天需要处理大量衍生品外汇双边清算（同步交收）的中央交易对手，在交易方出现未按时付款的情形时，会使用保证金、自己的资金或商业银行/央行提供的贷款来填补暂时的外汇流动性缺口。但这样会给市场参与者带来不确定性和担忧，因为中央交易对手有可能没有足够保证金或未能在交易前向商业银行获得外汇信贷额度，导致无法填补流动性缺口。

根据上述中央交易对手最佳实践，我们为中国中央交易对手提供以下建议，以帮助它们加强风险管理框架并提高整个金融体系的稳定性。

建议：

随着越来越多的衍生品交易采用中央交易对手清算机制，中国中央交易对手需要不断评估和巩固自己的风险管理框架。除了落实终止净额结算制度，我们还建议采取以下措施（有关清算风险管理最佳实践的更多详情，请参考 ISDA 于 2019 年 1 月发布的《中央交易对手最佳实践》¹⁶⁸）。

¹⁶⁷ 二十国集团是一个国际论坛，成员包括 19 个国家（包括中国）的政府和央行，外加欧洲联盟（EU）。

¹⁶⁸ 《中央交易对手最佳实践》，<https://www.isda.org/a/cigME/CCP-Best-Practice.pdf>。

- 强化中央交易对手的压力测试框架，确保保证金校准（margin calibration）中使用的场景包含压力场景，涵盖多种潜在市场行情以降低顺周期性，并涵盖当前风险因素。
 - 中央交易对手按照《金融市场基础设施原则》要求，将回溯期延长至十年。对于没有可用历史数据的产品，中央交易对手应采用假设情景。
 - 将中国主权信用评级下调的可能性纳入保证金计算模型。
- 增加可用的流动性和资金储备，以应对市场压力期间下的缺口。
 - 采用动态的违约准备金计算模型，确保清算成员的违约准备金缴纳要求随着它们风险敞口的变化而调整。中国中央交易对手可参考欧洲领先中央交易对手的模式。
 - 在上海清算所等合适的中央交易对手建立正式的融资和流动性风险框架，确保当清算成员延迟结算或未足额结算外汇交易时，中央交易对手可获得商业银行外汇贷款来填补暂时的外汇流动性缺口。
- 中央交易对手应加强与市场参与者之间的沟通和透明度，采纳关于改进风险管理框架的反馈，使清算成员对自己的风险管理能力更有信心。中央交易对手还需要披露《金融市场基础设施原则》自评报告的量化分析结果以提高透明度，并确定违约事件发生时根据其评核权中央交易对手可要求清算成员追加的缴纳金限额。
- 国内中央交易对手应努力按照支付和市场基础设施委员会与国际证监会组织联合发布的标准¹⁶⁹，提供公开量化披露，并按照《金融市场基础设施原则》提供自我合规评估。这样可以提高市场参与者对中央交易对手风险管理框架的信心，这样也是中央交易对手获得衍生品清算组织注册豁免和获得其他国家监管机构认可的重要一步（4.3.4 已重点阐述）。

4.3.6 界定《网络安全法》的范畴，探索可行的机制来推动跨境数据转移

《网络安全法》明确要求金融机构将人员信息和在中国收集和产生的重要业务数据储存在当地。虽然网络安全标准对保护数据完整性十分重要，但也需要出台相关条款确保数据保护要求不会阻碍市场参与者

¹⁶⁹ “针对中央交易对手的公开量化披露标准”，国际清算银行，<https://www.bis.org/cpmi/publ/d125.pdf>.

履行风险管理职能和遵守国际反洗钱、“了解你的客户”（KYC）规则和全球其他监管要求¹⁷⁰。在访谈中，境外市场参与者担心跨境数据转移限制会影响它们继续有效和高效地对自己的全球基础设施进行风险管理。

立法者和监管机构应进一步澄清《网络安全法》中与金融市场有关的规定及其适用范畴，并制定相关条款来尽量减少这些规定对市场参与者的衍生品交易活动的影响。上海市政府于 2020 年 11 月发布了《上海市全面深化服务贸易创新发展试点实施方案》，要求开展数据跨境传输安全管理试点，允许符合条件的外资金融机构因集团化管理而涉及其在境内控股金融机构向境外报送有关数据，特别是涉及内部管理和风险控制类数据¹⁷¹。虽然该试点项目的实施细则尚不明确，但它是使金融机构继续使用自己的全球风险管理系统的必要一步，因此该试点值得进一步深化发展。

建议：

为确保市场参与者能够使用自己的全球风险管理系统进行有效的风险管理，境内外企业在进行跨境交易时需要能够获取有关市场、信用和流动性的风险管理数据，建议采取以下措施：

- 明确界定《网络安全法》范畴：
 - 对关键信息基础设施的运营者进行明确定义；
 - 解释哪些数据对资本市场而言是重要业务数据；
 - 设立相关机制，使市场参与者能够为合理的商业目的获得准许进行跨境数据转移。
- 深化发展上海市政府提议的试点项目，包括：
 - 确保所有类别的衍生品市场参与者有资格参与试点项目；
 - 咨询行业团体，了解哪些数据在巴塞尔银行监管委员会等确立的国际最佳实践中属于交易活动所需的必要数据；
 - 制定一个不会造成不必要的交易延迟的审批流程；
 - 在全国范围内推广试点。

¹⁷⁰ “了解你的客户”（KYC）是美国和欧洲等许多地区法定要求执行的一项流程，用于在客户开户时以及在未来定期确定和验证客户身份。

¹⁷¹ 《上海市全面深化服务贸易创新发展试点实施方案》，上海市政府，
<http://www.shanghai.gov.cn/nw12344/20201113/7093dba035ac4aff9503f649d47c3306.html>.

4.4 监管框架

4.4.1 更好地向市场参与者传达监管规则和框架

中国衍生品市场由多家政府机构和自律监管组织共同监管，这些机构都各自承担着维护市场的重要职能。多家监管机构同时监管的好处是构建了一个全面的监管框架，但也使得市场参与者难以全面及充分理解和遵守各项监管要求和规则。因此，金融稳定发展委员会¹⁷²的成立作为政策制定者协调监管的举措之一受到了市场参与者欢迎。本章节将就如何改善监管协调状况提供建议。

市场参与者当前面临两大挑战。首先，多家监管机构的监管框架使得市场参与者难以充分了解每一家监管机构的具体职责、监管范畴及权限。例如，一家证券公司在进行外汇衍生品交易时，会同时受到银保监会和国家外汇管理局监管。其次，市场参与者表示，关于交易资格和牌照的信息和获取渠道十分分散，这给监管审批流程增添了复杂性。市场参与者还表示希望与监管机构的沟通渠道以及营业资格和牌照的获取渠道能够得到简化和集中化。

建议：

为更好地向衍生品市场参与者传达监管规定和框架并促进机构对衍生品的使用，我们建议：

- 监管机构应进一步向市场参与者传达监管规则和框架，详细解释每一家监管机构的职责和目标、主要监管对象（包括机构和活动）以及不同监管机构之间的关连关系，具体举措包括：
 - 对于涉及多个监管领域的业务，明确定义每个监管机构在该业务中的职责。
 - 定期开展跨监管机构、跨部门沟通，确保各方在监管变动和规则实施方面始终保持共识。例如，对于涉及多个监管领域的业务，可以考虑成立特别工作小组对市场参与者进行监管，并建立统一的渠道用于与市场参与者沟通、传达监管要求和审批市场进入申请。
 - 建立跨监管协作、沟通和资源/知识分享的合作框架（如谅解备忘录）以促进监管的统一性。英国监管机构在 2020 年 5 月的金融服务监管举措论坛上宣布的监管举措网格¹⁷³便是其中一个例子。

¹⁷² 成员包括中国人民银行、银保监会、证监会、国家外汇管理局、国务院、中央财经委员会、发改委和财政部。

¹⁷³ “监管举措网格，金融服务监管举措论坛”，<https://www.fca.org.uk/publication/corporate/regulatory-intitatives-grid.pdf>

- 国内监管机构应继续参与国际监管组织和论坛，与其他市场的监管机构保持沟通，使国内监管要求与国际监管要求保持一致。在与其他国家监管机构进行沟通时，应采取监管联席会¹⁷⁴（supervisory colleges）的最佳实践原则。就衍生品市场而言，国内监管机构应与场外衍生品交易的标准化及集中结算的全球监管趋势保持同步，这对完善场外及场内衍生品交易的国际监管协作，强化国内市场监管以防范市场风险具有重大意义。

4.4.2 提高未来监管计划的透明度

中国的政策不确定性给投资于中国的企业带来了合规风险，扰乱了它们在中国的交易活动。长远监管形势不明朗，给市场参与者的日常运营带来了挑战，也阻碍了它们对在中国进行长期投资的决心。一些市场参与者例如国内小型企业、境外机构和行业协会表示，由于没有机会在监管意见征求初期就参与讨论和表达它们的诉求和困难，导致它们难以为对其运营产生重大影响的重大监管挑战做好准备，阻碍了它们以类似于国内大型机构参与者的方式参与市场的能力。此外，市场参与者还表示，在某些情况下，监管新规在公开意见征求结束几天后便开始生效，导致它们没有足够的时间根据新规进行必要的运营调整。

加强监管透明度十分关键，能够提高市场确定性，使市场参与者对市场更有信心及更愿意扩大投资。

建议：

- 加强监管计划的透明度。
 - 提高未来监管计划的透明度，在新规出台前发出通知，给予企业足够的时间实施新规，并为它们提供发表意见的时间及渠道。例如，英国金融服务监管举措论坛发布了监管举措网格（Regulatory Initiatives Grid），要求监管机构在发布新监管举措前，共同为市场参与者提供长达 24 个月的缓冲期，使市场参与者有充分的时间为新规带来的业务影响做准备。
 - 在发布征求意见稿、通告、通知以及市场和技术文件时，可以建立一种机制，使境外市场参与者在同时使用中文版本文件的同时能够在满足特定条件的情况下使用英文版本。
- 建立开放的意见征求流程，促进监管机构和市场参与者之间的沟通
 - 针对监管规则出台和修订的意见征求流程应该做到对所有市场参与者一致，以确保市场参与者能够向监管机构提供反馈。监管机构应考虑尽早启动意见征求流程，使自己有充足的时间考虑市场

¹⁷⁴ “监管联席会最佳实践原则修订版，巴塞尔银行监管委员会”，<https://www.bis.org/publ/bcbs276.pdf>。

参与者的反馈，同时使市场参与者有充足的时间在监管变化实施前适应和做准备。

- 监管机构可考虑对征求到的意见提供反馈回复，帮助市场参与者理解决策理由，这将使市场参与者更好地了解监管变化。
- 在通知/意见征求阶段结束后及在最终实施之前应给予企业足够的时间为新规实施做准备。例如，新加坡金融管理局通常会在意见征求流程结束后和监管变化的实施之间提供六个月的窗口期，给予企业时间为新规实施做准备。

5 关于发展衍生品市场的建议总结

5.1 风险治理

1. **加强金融工具风险治理框架:** 采纳三道防护, 强化风险治理结构, 促进风控文化, 且企业必须建立可靠的风险事件汇报机制。
2. **推广衍生品作为风险管理工具的使用:** 提高政策制定者和行业机构对衍生品使用的效益、风险管理方法以及发展市场参与者衍生品管理能力的重要性(如风险管理系统、合规框架、教育计划、思想领导力等)等主题的认识。
3. **增加风险管理专业人才数量:** 政府和参与者应采取激励措施, 通过开设高级金融工程课程、跨学科课程, 以及放宽国际金融人才来华工作的限制, 吸引国际人才和培养国内能力。

5.2 市场结构

4. **增加市场参与者群体的规模和广度:** 逐步放宽衍生品市场准入, 提高机构投资者规模, 增加合格衍生品交易机构的种类
5. **改善配套措施, 以促进信用衍生品的使用:** 信用衍生品合约的风险承担者应加强内部估值模型, 并通过确保高水平的专业知识来加强风险管理; 政府应加强对信用评级机构的监管, 确保评级机构对给出的评级负责。
6. **针对商业银行为缓解资本金压力而开展的信用衍生品交易, 落实相关资格要求:** 在信用违约互换(CDS)和总收益互换(TRS)的基础上, 出台更多关于将信用风险缓释工具(CRM)认可为合格的资本金减免工具的指导; 同时, 探索一些新的模式, 让使用加权法的银行能够通过运用信用衍生品来获得缓解资本金压力的资格。
7. **衍生品上市采取注册制:** 顺应资本市场“注册制”改革大潮, 监管机构应考虑为新上市衍生品制定注册制度, 简化产品上市注册和审批流程, 允许同类或类似的期货产品在多家国内外交易所挂牌, 以此促进价格发现。
8. **增加场内衍生品种类:** 例如场内人民币/美元期货和期权、长期国债期货、科技行业指数期货和期权(例如上证科创板 50 成份指数)以及更多与现有期货对应的期权合约。此外, 中国需要进一步向全球投资者开放其衍生品市场, 让市场参与者投资于广泛的产品类型以及更好地管理和对冲风险。加速推动大宗商品期货和期权的国际化是进一步开放衍生品市场的关键举措。
9. **完善证券借贷业务以提高市场流动性:** 放宽对参与证券借贷交易的投资者类型并扩大符合保证金交易及证券借贷条件的股票种类。

5.3 交易对手和市场风险管理

10. 确保《中华人民共和国期货和衍生品法》终稿确认终止净额结算制度和相关履约保障安排的可行性。
11. 强化担保品管理能力和流程，以提高信用风险缓释能力：根据交易的复杂程度和规模促进担保品的使用；通过开展人才培养、系统构建和流程制定等能力建设活动，提高担保品管理流程的效率和精确度。
12. 允许所有交易对手方通过双方自由协商而非监管强制规定选择主协议：监管机构可以考虑逐步允许所有境内市场参与者通过协商在三种主协议中自由选择，只要它们的选择符合中国法律和市场规模即可。
13. 中央交易对手（CCP）应尽快从美国商品期货交易委员会（CFTC）获得衍生品清算组织（DCO）永久注册豁免，并获得欧洲证券和市场管理局（ESMA）和英格兰银行的正式认可进而确保境外市场参与者能够继续使用境内中央交易对手提供的集中清算服务。
14. 强化中央交易对手的风险管理框架，维持金融系统稳定性：
 - 强化中央交易对手的压力测试框架，确保保证金校准（margin calibration）中使用的场景包含压力场景，涵盖多种潜在市场行情以降低顺周期性，并涵盖当前风险因素。
 - 增加可用的流动性和资金储备，以应对市场压力期间下的缺口。
 - 透过加强中央交易对手与市场参与者之间的透明度和沟通以加强风险管理框架，采纳关于改进风险管理框架的反馈，使清算成员对自己的风险管理能力更有信心。
 - 国内中央交易对手应努力按照支付和市场基础设施委员会（CPMI）与国际证监会组织（IOSCO）联合发布的标准。
15. 界定《网络安全法》范畴，探索相关机制来推动跨境数据转移：使金融机构能够利用其全球风险管理模型来有效和高效地管理风险，同时遵守当地监管要求。

5.4 监管框架

16. 更好地向市场参与者传达监管规则和框架：包含详细解释各监管机构的职责和目标、主要监管对象（包括机构和活动）以及不同监管机构之间的关连关系。
17. 提高未来监管计划的透明度：中国应提高未来监管计划的透明度。在新规出台前发出通知，给予市场参与者足够的时间实施新规；此外，建立一种机制允许境外参与者使用英语翻译版本的征求意见稿、通告、通知以及市场和技术文件。
18. 建立开放的意见征求流程，促进监管机构和市场参与者之间的沟通：监管机构在出台新规前应发出通知，然后发布意见征求稿，启动一个开放的意见征求流程，并在意见征求阶段结束后给予企

业足够的时间为新规实施做准备。

6 研究方法

本报告由国际掉期与衍生品协会 (ISDA) 委托波士顿咨询公司 (BCG) 编写，结合了在中国衍生品市场中参与的多个 ISDA 成员公司在过程中的积极贡献。该报告由 ISDA 和 BCG 联合撰写，并由 ISDA 成员公司提供建议，报告内容基于 2020 年第四季度对中国 40 多家境内外市场参与者进行的 50 多次采访。受访企业和个人包括：商业银行、证券公司、期货公司、资产管理公司、保险公司、企业、律师事务所、市场基础设施运营商，以及中国监管和政府政策方面的专家。

此外，ISDA 和 BCG 联合发布了“ISDA 中国衍生品在线问卷调查”，以进一步深入了解在岸衍生品的使用情况。该调查发送给 100 多名在境内外市场参与衍生品交易的工作者。在收集到的 15 家有效回应中，有 8 家商业银行、3 家公司（非金融机构）、2 家资产管理公司和 2 家证券公司，其中 73% 是本地公司。由于调查结果在统计学上的意义并不显著，调查结果仅用于观点验证。

问卷调查的一些主要发现包括：

在岸衍生品市场参与者	<ul style="list-style-type: none">• 73% 的公司目前有进行衍生品交易，其中商业银行的参与率最高• 缺乏合适的产品和监管限制是导致不使用衍生品的两个主因；然而，表示目前未交易衍生品的 4 家公司都倾向于在 3 年内开始使用衍生品
目前交易的在岸衍生品产品	<ul style="list-style-type: none">• 外汇和利率是衍生产品中最常交易的资产类别，而掉期是最常交易的产品类型• 对冲是首要用例，做市和自营交易也是重要用例
进入衍生品市场的挑战	<ul style="list-style-type: none">• 最大挑战是终止净额结算和担保品的可执行性的不确定性• 有限的产品范围、有待进步的清算和结算基础设施以及文件挑战（例如，使用非标准文件）也是公认的挑战
未来展望	<ul style="list-style-type: none">• 约 90% 的作答公司预期将增加衍生产品交易（包含不同资产类别）• 100% 的作答公司预计未来 3-5 年整体衍生品交易活动将增加

本报告的作者要感谢所有为构成本报告基础的采访、数据收集和在线调查贡献时间的个人和成员公司。

关于 ISDA

自 1985 年以来，ISDA 一直致力使全球衍生品市场更安全及更高效。至今，ISDA 拥有来自 78 个国家逾 960 多个成员机构。这些成员广泛包括衍生品市场参与者，包括企业、投资经理、政府和超国家实体、保

险公司、能源及大宗商品公司，以及国际和区域性银行。除市场参与者外，成员还包括衍生品市场基础设施的关键组成部分，如交易所、中介机构、清算所和储存库，以及律师事务所、会计师事务所和其他服务提供者。有关 ISDA 及其活动的信息可浏览协会网站，网址为：www.isda.org。阁下亦可于 [Twitter](#), [LinkedIn](#), [Facebook](#) 及 [YouTube](#) 关注我们。

关于波士顿咨询公司

波士顿咨询公司(BCG)与商业及社会领袖携手并肩，帮助他们门在应对最严峻挑战的同时，把握千载难逢的绝佳机遇。自 1963 年成立伊始，BCG 便成为商业战略的开拓者和引导者。如今，BCG 致力于帮助客户启动和落实转型——推动变革、赋能组织、打造优势、提升业绩。

组织卓越要求有效整合数字化能力和人才。BCG 复合多样的国际化团队能够为客户提供深厚的行业知识、职能专长和深刻洞察，激发组织变革。BCG 基于最前沿的技术和构思，结合企业数字化创新实践，为客户量身打造符合其商业目的解决方案。BCG 创立的独特合作模式，与客户组织的各个层面紧密协作，帮助客户实现卓越发展。如需取得 BCG 的详细资料，请发送邮件至：GCMKT@bcg.com。

7 术语

英文缩写	全称译文
AMAC	中国证券投资基金业协会
BCBS	巴塞尔银行监理委员会
BCG	波士顿咨询公司
BIS	国际清算银行
CAGR	复合年均增长率
CBIRC	中国银行保险监督管理委员会
CBRC	中国银行业监督管理委员会（与中国保险监督管理委员会整合，现为中国银行保险监督管理委员会）
CCDC	中央国债登记结算有限责任公司
CCP	中央交易对手
CDS	信用违约互换
CFA	中国期货业协会
CFETS	中国外汇交易中心
CFFEX	中国金融期货交易所
CGB	中国国债
CIBM	中国银行间债券市场
CII	关键信息基础设施
CLN	信用联结票据
CNY	人民币(在岸)
CRM	信用风险缓释工具
CRMA	信用风险缓释合约
CRMW	信用风险缓释凭证
CSIS	中证机构间报价系统股份有限公司
CSRC	中国证券监督管理委员会
DCE	大连商品交易所
FIA	美国期货业协会
FICC	固定收益、外汇及大宗商品
FRA	远期利率协议
FSDC	金融稳定发展委员会
FX	外汇
GDP	国内生产总值
HKEX	香港交易所
INE	上海国际能源交易中心
IOSCO	国际证监会组织
IRO	利率期权
IRS	利率互换
ISDA	国际掉期与衍生工具协会
KYC	了解你的客户
LPR	贷款市场报价利率
MOF	财政部
MOU	谅解备忘录
NAFMII	中国银行间市场交易商协会

NPC	全国人民代表大会
OTC	场外
PBOC	中国人民银行
PFMI	《金融市场基础设施原则》
PRC	中华人民共和国
QFI	合格境外投资者
QFII	合格境外机构投资者
RMB	人民币
RQFII	人民币合格境外机构投资者
SAC	中国证券业协会
SAFE	中国国家外汇管理局
SASAC	国务院国有资产监督管理委员会
SHCH	上海清算所
SHFE	上海期货交易所
SOE	国有企业
SRO	自律性监管机构
SSE	上海证券交易所
STAR	上海证券交易所科创板
SZSE	深圳证券交易所
TRS	总收益互换
ZCE	郑州商品交易所

