

---

# 危机后我国金融衍生产品发展路径选择<sup>1</sup>

论坛成员 廖岷

**提要：**过去 50 年里，金融衍生产品无论在欧美发达国家还是一些新兴国家都获得了巨大的发展，而在我国仍处于比较简单的阶段，其避险功能和价格发现功能远远没有得到发掘，需要大力发展。借鉴金融衍生产品发展的国际经验和美国“次贷”危机的教训，我国必须坚持风险可控前提下的金融衍生品创新，尤其要充分重视场外衍生品的监管治理和基础设施建设。本文共分为四部分。第一部分，介绍了全球金融衍生产品发展概况和特点，指出场外衍生品占主体的市场格局不变，监管重点是提高场外市场透明度和标准化程度。第二部分，从“产品维度”和“国别维度”考察各类衍生产品在有代表性国家的发展路径。第三部分，总结影响衍生产品创新的两个重要变量，即基础资产价格波动率和政府管制程度，据此采用一个简单的两因素模型得出各类衍生产品在我国的发展系数，提出要优先发展利率类衍生产品，进一步发展商品和权益类衍生产品，加快发展汇率类衍生产品和信用类衍生产品。第四部分，介绍了危机后国际衍生产品监管的新趋势，重点是中央对手方（CCP）清算机制对化解风险，规范场外市场的优势，提出我国当务之急要加强推进合格中央对手方建设，为发展衍生产品奠定基础。

## 全球金融衍生产品发展概况和特点

### （一）金融危机后市场的总体态势

#### 1. 交易所场内市场：从短暂反弹到下滑

据 BIS 统计，全球场内交易金融衍生产品未到期合约金额总量从 2001 年末的 237553 亿美元快速发展到 2007 年末 79 万亿美元，然后开始下跌，到 2008 年末仅为 38 万亿美元，2009 年又开始反弹，到 2009 年末达到 73 万亿美元，随后一路下滑到 2012 年末仅有 52 万亿美元。美国期货业协会（FIA）对全球 84 家交易所衍生产品成交量的统计显示，2012 年期货、期权等衍生产品场内交易总量同比下降 15.3%，打破了近十年来全球场内衍生产品市场成交量逐年上升的情况。

从衍生产品类别看，金融类产品是成交量萎缩的重灾区，股票指数、外汇及利率成为成交量领跌品种。虽然商品类衍生品有不错的表现，但因其市场份额较小，无法扭转金融类产品对整体市场的拖累。

#### 2. 场外市场：绝对主体地位不变

---

<sup>1</sup> 本文为 SFI 课题报告《危机后我国金融衍生产品发展路径选择》简本，课题负责人为上海银监局局长廖岷，课题组成员包括廖岷、蒋明康、王鑫泽、陈小鹏、郭陆健、管申一、吉玉萍、赵光南。本文经过 2014 年 8 月 23 日 SFI 内部课题评审的评审。

---

根据国际清算银行的数据，2012年12月末，场外衍生产品交易的未到期合约金额总量为632.6万亿美元，比2004年增加了145%，平均年增长率达到16%。虽然在“次贷”危机期间场外衍生产品市场的发展受到一定制衡，规模占比从2008年底的91.2%下降到2010年6月的88.5%，但从2010年下半年开始，在相应的监管框架改革后，其交易执行和进行的方式有所改变，风险控制措施进一步强化，造成场外衍生产品市场重拾升势，比重下降的趋势得以逆转，对场内市场的优势继续巩固。到2012年12月，场外市场衍生产品规模占比达到92.3%，已经超过前期高点。

从全球OTC市场金融衍生产品地域分布来看，整体OTC市场的交易量呈现逐年上升的趋势。在2013年，英国的日均成交量份额居首位，占比48.86%；其次为美国（22.77%）。亚太地区中，日本以2.43%居领先地位，但相比2010年已有所下降；澳大利亚近年来发展迅速，以2.4%占据次席，后面依次为新加坡和中国香港。我国从2010年到2013年也有显著发展，日均成交量增长了7.6倍。

## （二）金融衍生产品结构的变化

对场外衍生品而言，不同类别的产品发展趋势差异显著。利率类衍生产品规模经过一段时间的稳定后，从2011年开始重拾升势，至2011年6月末已创出历史新高，达到553.88万亿美元；汇率类衍生产品在经历一段时间的下滑后即进入平稳回升区间，至2011年6月末也已创出历史新高，达到64.7万亿美元；CDS和其他类衍生产品则出现了持续下滑态势，在2011年开始有所企稳；权益类衍生产品市场规模最小，其呈现出相对稳定的态势。各类衍生产品的市场地位发生变化。与危机前相比，利率类衍生产品市场规模依然高居首位，但CDS类的地位出现下降，分别下降一位至第三，第二位则为汇率类衍生产品所取代。与危机前相比，不同类别的衍生产品规模差距逐渐拉大，呈现出明显的分层现象。

对场内市场衍生产品而言，“次贷”危机以后期货类和期权类衍生产品虽然都经历了下滑后回升的趋势，但期权类产品的波动要更为剧烈，而期货类衍生产品规模则相对平滑。期货类衍生产品规模在2011年6月已经创出历史新高，而期权类衍生产品规模尚未达到峰值水平。

## （三）总体风险敞口已明显降低

根据国际清算银行统计，1998-2008年底，场外衍生产品总体风险敞口从1.2万亿美元膨胀到超过5万亿美元，增幅接近320%。次贷危机发生后，全球衍生产品市场尤其是场外衍生产品市场在监管方面有了明显加强，包括推进中央对手方清算，增加市场透明度，提供更多的行业报告等。在监管不断强化的背景下，场外衍生产品市场的总体风险敞口出现迅速下降，从最高峰的5万多亿美元下降到目前的不足3万亿美元，降幅超过40%。

## （四）金融衍生品监管重点是提高场外市场透明度和标准化程度

2008年11月的首次G20峰会上就衍生产品监管达成共识：信用违约互换(CDS)中央对手方的监管者应该减少CDS及其它场外衍生产品交易的系统性风险，支持市场参与者通过交易所或电子交易平台进行CDS交易，扩大OTC衍生产品市场的透明度，并保证OTC衍生产品的基础架构能够支撑不断增长的交易量。之后，金融稳定委员会(FSB)等多个国际组织对衍生产品业务监管提出改进建议：推动中央对手方(CCP)清算机制、强化CCP标准、标准化CDS合约、增强CDS市场的透明度、修订场外衍生产品交易资本要求等。目前，场外金融衍生产品的基础建设正在逐步加强，主要体现在合约标准化和中央交易机制方面。

合约标准化方面。CDS监管程度和CDS合约的标准化程度在相关各国政府以及ISDA等

---

自律机构的大力推进下，逐步提高。2009年4月和6月，ISDA先后出台两份草案，加强CDS等衍生产品的标准化程度以及建立相应的违约结算机制，规范市场运作等。这些举措进一步将CDS合约和交易规范化，使得监管部门对相关交易更容易进行监督。北美的公司类单一名称CDS已经开始采用100和500个基点两档进行报价，并统一规定到期日。这些步骤都将使CDS合约更易于对冲和结算，并且更加利于监管。

中央交易机制方面。2009年9月，20国集团（G20）匹兹堡峰会发表的公告要求，“最迟至2012年底，所有合适的标准化场外衍生产品合约应在交易所或电子平台上交易，并通过中央对手方清算；场外衍生产品合约需向交易报告库报告”。同年，美联储主导设立了本次国际金融危机后第一家中央对手清算机构——洲际交易所信用衍生品清算公司。CDS等信用衍生产品的CCP清算正进入高速增长阶段。2010年5月，国际支付结算体系委员会（CPSS）和IOSCO发布了旨在加强OTC衍生产品市场的两份咨询报告，提出了建立清算OTC市场衍生产品的中央对手方的指引和建立OTC衍生产品市场交易信息库的一系列思考。

上述监管措施在提高场外市场透明度和标准化程度的同时，无疑将进一步强化市场结构的分化趋势，那些更易于标准化和中央清算的基础性场外金融衍生产品将得到较快增长，而一些内在结构复杂的产品则面临更大的不确定性。特别是美国金融监管改革对大型金融机构规模和业务的限制将使得复杂金融衍生产品未来的发展面临诸多障碍，而简单基础的金融衍生产品将迎来新的发展空间。

## 国际金融衍生产品发展路径的经验借鉴

我们从“产品维度”和“国别维度”考察几大类衍生产品在各国产生的条件和发展路径，得出交易标的物的价格波动和放松金融管制是衍生产品产生的两个核心条件。

### （一）以汇率、利率为例说明价格波动与金融衍生品发展的关系

1、美国的汇率类衍生产品发展与布雷顿森林体系瓦解产生汇率巨幅波动相关。根据世界银行统计，西方主要国家的汇率在1970年前后较美元都有了巨大的变化。随着美元危机和美国经济危机的频繁爆发，1973年，布雷顿森林体系瓦解。在此前后，为规避外汇市场汇率的巨大波幅，1972年5月，芝加哥商业交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）推出了七种外汇期货合约，从此外汇衍生产品的交易进入了一个新的阶段。随后，1978年纽约商品交易所也增加了外汇期货业务，1979年纽约证券交易所亦宣布设立一个新的交易所专门从事外币和金融期货。可以看出，1973年布雷顿森林体系瓦解时期前后，汇率的巨幅波动，是导致美国产生汇率类衍生产品的直接原因。

2、美国利率类衍生产品的兴起和利率市场化同步。70年代中期以来，为了治理国内经济和稳定汇率，西方各国纷纷推行金融自由化政策，以往的利率管制得以放松甚至取消，导致利率波动日益频繁而剧烈，各类金融商品持有者尤其是金融机构迫切需要管理利率风险的工具。1975年10月，芝加哥期货交易所推出了政府国民抵押贷款协会（GNMA）抵押凭证期货合约，标志着利率期货这一新的金融期货类别的诞生。1976年1月，芝加哥商业交易所推出了3个月期的美国短期国库券期货交易。1977年8月，芝加哥期货交易所（CBOT）推出美国长期国库券期货合约。

### （二）放松管制是金融衍生品发展的另一条件

价格波动与价格管制放开有关，但金融管制并不限于上述汇率、利率的价格管制，还包

---

括资金管制、业务管制等。以汇率类衍生品为例。美元实行浮动汇率之后，美国的外汇衍生产品发展日新月异，但英国外汇衍生产品并没有随着布雷顿森林体系坍塌像美国一样迅速发展起来。直到1979年英国解除外汇管制后，英国的外汇衍生产品才真正开始发展。1984年金融时报100指数（FTSE 100）期货面世，标志着英国的外汇衍生产品步入了正轨。同样，日本也在1980年修正《外国汇率及外国贸易管理法》，外汇管制彻底取消之后，居民外汇存款和借款自由，证券发行、投资及资本交易基本自由，东京外汇市场才伴随着外汇管理体制的演变迅速发展，从一个区域性外汇交易中心发展为当今世界最大的外汇交易中心之一。

再以日本的股指期货为例。1986年9月3日，日经225指数期货在新加坡金融期货交易所（SIMEX）交易。起初，日本管理部门禁止本国金融机构利用SIMEX的日经225指数期货从事股指期货交易。但海外机构投资者可以利用此合约对投资于日本的股票进行套期保值，日本金融机构相对来讲处于不利位置，日本大藏省对股市的监管也处于不利的地位。1987年5月，日本允许本国投资者使用SIMEX的日经225股指期货合约。1988年5月，日本修改了证券交易法，允许股票指数和期权进行现金交割，当年9月大阪证券交易所才开始日经225指数期货交易。

可见，每一次金融衍生品创新的高潮无不是金融监管放松和市场需求力量蓬勃发展共同的结果，二者缺一不可。

### （三）各国衍生产品发展的路径比较

1、美国。汇率类衍生产品是美国出现较早的衍生产品。在美国最早出现的外汇衍生产品是在OTC市场上进行的远期交易，一个直接的原因是由于受到金银等货币本位的限制，它们的估值相对来说更为直接和简单。利率类衍生产品比较集中出现在20世纪70年代，市场为了规避利率风险，开始使用利率期货、国库券期货。20世纪80年代，一系列关于衍生产品理论的发展和广泛应用，让金融衍生产品得到进一步的丰富和发展，三个主要品种——货币、利率和股指产品逐步健全。80年代后期，美国的期权和互换业务得到很大发展。20世纪90年代，欧洲和亚洲金融衍生市场的兴起促进了美国国内衍生市场交易品种、市场深度和广度的进一步发展。这一时期场外交易的规模也随着需求的扩大和计算机技术的发展应用而进一步活跃，OTC交易规模逐渐超过交易所交易，并且在危机后场内交易逐步萎缩的同时扩大了优势。

2、英国。为了维护本国作为世界金融中心的地位，英国在布雷顿森林体系瓦解后制定了较为宽松的监管政策，衍生产品市场得到了巨大的发展。英国金融衍生产品市场也是先出现汇率类衍生产品，随后出现利率类和股权类衍生产品。目前，伦敦是全球最大的场外金融衍生产品市场。

3、日本。首推商品期货后推金融期货，场外交易开始于1989年4月，债券期权开始在柜台市场上进行交易。进入九十年代之后，随着利率自由化和国际交易规模扩大，为对冲利率和汇率风险，1994年7月1日，大藏省修改条例放开了柜台市场上利率远期和汇率远期两种产品，1997年的金融改革法中进一步放开了柜台市场中的有价证券类金融衍生产品的交易。

4、韩国。在美英等发达市场已经存在成功经验的情况下，韩国政府没有把发展衍生产品的任务留给市场，而是自己承担起了这个职责。政府在1995年颁布了《期货交易法》，为衍生产品的发展扫除法律障碍以及提供充分的法律保障，政府还进行充分的投资者教育，确保投资者不会因为理解偏差而对衍生产品的发展形成障碍。当期货市场正式成立后，政府又通过修改《期货交易法》把股指期货的交易转移到了期货交易所。政府的积极介入和恰当的

---

措施使得韩国的金融衍生产品市场发展非常迅速，目前，韩国股指期货和期权的成交量已经位居世界前列。

5、新加坡。该国发展模式也属于政府强制推动型，其现货市场较为狭小，在发展衍生产品市场时将目光盯住了其他国家的现货市场。新加坡衍生产品市场的发展经历了先期货后期权，先发展利率期货后发展股票指数期货的道路。其发展道路呈现了一种“非专属性”的特点，即选择上市别国的股票指数为期货交易标的的衍生产品，并把继续上市周边国家股票指数为标的的期货、期权合约作为自己的发展策略。

各国家和地区金融衍生产品市场大体有两种发展模式：诱致性演进模式和强制性演进模式。发达市场更偏于诱致性演进模式，而新兴市场则更偏于强制性演进模式。美国金融衍生产品市场发展是诱致性演进模式的代表，韩国、新加坡等是强制性演进模式的代表。

诱致性演进模式背后主要是市场的力量，强制性演进模式背后主要是政府的力量。诱致性演进模式反映了大多数人对风险的偏好，代表了市场对价格波动的风险厌恶态度，这是市场产生衍生产品最直接的原因，在市场发展到一定阶段后，才产生了投资和投机需求，这些需求导致新产品的出现，丰富了市场职能，优化了市场机制。强制性演进模式借鉴了诱致性演进模式，并利用了其他国家发展经验，目的也是规避实体经济的市场风险。两种模式产生的前提和基础都是交易标的物有着较为剧烈的价格波动，市场需要相应的工具来管理风险。这两种模式之间并没有明显的分水岭，一定条件下是可以相互转化的，其中可见，政府对金融衍生产品创新和市场建设都有影响，只是程度大小有别。

## 借鉴国际经验发展我国金融衍生产品的路径设想

衍生品发展历史与2008年“次贷”危机说明，衍生品在社会经济生活有巨大的建设性和可怕的毁灭性。即使爆发“次贷”危机，衍生产品的对冲风险、发现价格、配置资源等功能仍不可磨灭，在危机后市场较快复苏。发展中国家的金融深化伴生衍生品市场较快发展，中国的衍生品市场仍处于发展阶段，主要任务是在风险可控的前提下发展。政府和监管部门对衍生品市场的作用很重要，在坚持市场机制的主导作用的同时，还要重视政府的推动作用，采取适当的政策措施，并创造有利于衍生品发展的环境。

### （一）我国金融衍生品发展现状

经过20多年的发展，我国衍生产品获得了一定发展，各大类衍生产品均已名义上存在，都设立了或者曾经设立了相关交易品种，但市场缺乏深度，市场无论是交易品种、成交数量、交易者数量和中介机构的专业化程度都不够，各类衍生产品的发展很不均衡。截至2014年6月底，中国银行业的金融衍生品名义本金25.88万亿元，仅相当于总资产的15.48%。而美国的这一比例为15倍。各类机构市场占比中，中资银行占72.13%；各类产品市场占比中，汇率类占65.14%，利率类占30.98%，商品类、权益类和信用类产品很少。这说明中国的金融衍生品市场比较封闭和简单。金融衍生品作为现代金融发展到高级阶段的产物，在新兴国家，它的避险功能和价格发现功能还远远没有充分挖掘，市场还没有得到充分发展，这在很大程度上会影响新兴国家的金融定价权和金融竞争力。而对于金融衍生品脱离实体经济过度“虚化”的指责，更适用于发达国家的情况，对新兴国家如中国，在金融深化过程中，金融价格如利率、汇率波动性会加大，作为风险对冲的主要工具，金融衍生品与实体经济的关系非常密切。金融衍生品的发展还有助于增强我国金融市场的韧性。

我们应当清醒地认识：金融衍生品风险是产品的问题还是产品使用的问题？危机提示我

们，始终到注意金融工具与手段被误用、滥用的风险，也要认识到我国金融衍生产品主流是简单产品，发展仍然是大方向，主要任务是在风险可控的前提下发展。

## （二）我国衍生产品发展路径的设想

总结上述全球金融衍生产品发展历史，其中至少有两个核心必要条件：第一，衍生产品的基础资产（underlying assets）交易活跃，波动率较大，市场有避险或者逐利的；第二，金融管制环境相对宽松，政府支持金融创新，对创新持有较为积极的态度。我们构建了一个包括衍生产品的基础资产（underlying assets）波动情况和金融管制环境情况等两个因素在内的衍生产品发展路径模型，这两个因素分别代表了市场需求与包括政府作用在内的制度影响。

假设第  $K$  类衍生产品的发展系数为  $D_K$ ,

$$D_K = \phi(\alpha_K, \varrho_K)$$

其中  $\alpha_K$  为  $K$  类衍生产品的基础资产波动系数， $\varrho_K$  为金融管制环境系数。

1、基础资产波动系数  $\alpha_K$ 。选取了南华中国商品综合指数、沪深 300 指数、人民币 NDF、FR007（与 10 年固定利率国债到期收益率的平均值）和不良贷款率代表商品类衍生产品、权益类衍生产品、外汇率衍生产品、利率类衍生产品和信用类衍生产品的基础资产，用标准差系数来考察其各自的波动性，得到了我国五类衍生产品基础资产的波动系数（见表 1）。在数据集的时间范围内，利率类衍生产品基础资产的波动系数最大达到了 44.01%，而汇率类衍生产品基础资产系数只有 3.74%。

2、金融管制环境系数  $\varrho_K$ 。金融环境的管制程度一直以来都是个定性的概念，目前建立完全客观的数量化指标的条件尚未成熟。我们通过问卷，向辖内十余家金融机构调查政府对基础资产价格的管制程度，对相关市场的机构准入管制程度，对市场参与主体开展业务的管制程度、相关法律法规、会计税收政策的健全程度等要素，每个要素 25 分，满分 100 分，汇总得到各个衍生产品发展的金融管制环境系数（见表 1）。金融管制环境系数中，信用类最低，这与我国信用衍生产品市场较不发达，相关法律法规尚不健全，相关业务并未大规模开展是一致的；而商品类最高，表明我国商品类交易的基础环境较为宽松。

3、各类衍生产品发展系数。衍生产品发展系数与基础资产波动系数和金融管制环境系数成正相关关系，设定  $D_K = \phi(\alpha_K, \varrho_K) = \alpha_K \times \varrho_K$ ，由此得到各类衍生产品发展系数。利率类衍生产品的发展系数达到 18.05%，而汇率类衍生产品的发展系数只有 1.14%。

表 1 各类衍生产品发展一览表

	基础资产波动系数	金融管制环境系数	衍生产品发展系数
--	----------	----------	----------

商品类	12.89%	70.21	9.05
汇率类	3.74%	30.45	1.14
权益类	16.44%	63.65	10.46
利率类	44.01%	41.02	18.05
信用类	33.9%	9.89	3.35

#### 4、从产品发展系数得出的产品发展路径

各类衍生产品的发展系数大致可以分为3个档次，利率类衍生产品发展系数最高属于第一档次，权益类和商品类居中属于第二档次，汇率类和信用类衍生产品发展系数最低数据第三档次，三个档次之间差距较为明显。根据各类衍生产品的发展系数和我国目前的衍生产品发展的现状，我们认为我国目前衍生产品的发展路径是优先发展利率类衍生产品，进一步发展商品和权益类衍生产品，加快发展汇率类衍生产品和信用类衍生产品。

### （三）优化我国金融衍生品发展的制度和监管环境

1、加快法律体系建设。我国还没有一部专门的法律来监管金融衍生产品，主要各监管部门内部的规章制度及行业协会的自律文件，如：《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》、《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》、《中国证券市场金融衍生产品交易主协议》等。法律监管体系层级低且分散，且部分法律与国际衍生品交易相关规则不协调，例如破产法中对终止净额结算的规定，我国只是将其视为一种市场行为，而没有纳入法律体系形成法律制度，仅吸收了终止净额结算的计算方法，但仍把轧差前的金额认定为法律上独立的债或关联之债，这就使终止净额结算在我国相当于抵销制度，这使债权人难以通过自助方式实现终止净额结算。另外，ISDA和NAFMII中设立的交易提前终止和信用支持安排等规则安排也与破产法相关规定存在不协调的问题，可能导致因破产会使金融衍生产品的交易风险和损失扩散到交易对手的风险。同时，金融衍生交易具有交易迅捷、交易量大和虚拟经济等特点，在立法时不能用传统的民商法理论来简单涵盖金融衍生品。金融衍生品起源于英美，英美等国在设计衍生品游戏规则时带有明显的实用性和国家尽量不干预的特点，但是大陆法系的传统民商法却没有适合的制度与其对应。因此，我国发展金融衍生品市场，面临着理论创新和制度创新的双重任务，必须从理论制度上解决我国发展金融衍生品市场所面临的法律困境，为金融衍生品市场运行提供制度保障和风险防范机制。例如可以借鉴国外的立法经验完善我国金融衍生产品交易法律制度，美国破产改革法完善并确立了“安全港规则”，内容包括破产约定条款无效的豁免、自动冻结约束的豁免和偏颇性转让的豁免与欺诈性转让的豁免。我国应当对符合使用条件的金融衍生产品交易的具体范围进行界定，以确保抵销豁免的权利不被滥用，要明确规定金融衍生品交易的抵销，不受破产法相关规定的限制，同时对金融衍生品交易抵销的程序作出具体规定，保障其顺利行使。

2、会计准则与国际标准的接轨。我国已出台四项金融工具会计准则，填补了我国在金融衍生工具许多会计规范的空白，有利于规范我国金融工具会计核算，但仍存在一些问题，如套期保值会计方面，目前我国会计准则对套期保值采取的都是混合计量模式，采用该模式

---

就不可避免地会产生财务会计的计量不一致的问题；套期保值会计基于套期工具与被套期项目在确认和计量上的相关性，会影响财务报表的列报基础；套期工具和被套期项目的确认和计量都存在着很多不规则的问题。因此，进一步规范套期保值业务和投机性衍生品业务的会计处理，加强机构对金融衍生品交易的风险评估与风险应对能力；简化套期会计，推行公允价值计量模式，可参考日本的做法，统一把套期工具的为实现损益递延至被套期项目实现时予以确认，而不是对套保进行分类；建立科学的信息披露方法，借鉴国际上相关准则和研究的经验，结合国内的实际情况并力求和国际惯例接轨，进一步规范信息披露的原则、标准、方法、内容和可比性，增加市场交易的透明度。

3、优化金融衍生品税收制度。我国衍生产品交易的相关税收管理也相对粗放，对衍生产品并没有针对性的税收管理政策，而是借用一般税收原则进行管理，且主要对场内交易进行了约束，对场外交易的征税并不明确。要将发展市场和保证税收收入相结合，在建立衍生工具税收制度，取得税收收入的同时，注意避免因采取过重税负政策而扼杀市场。要在拓宽税基、适度税负的基础上，制定统一的减免、抵扣等优惠规定，发挥税收杠杆作用，实现金融衍生市场良性发展。

4、发挥机构主体的积极性，提高风险管理能力。市场参与主体少、缺乏积极性也是我国金融市场整体发展水平比较低的重要原因。既要激励所有的市场主体参与衍生产品交易，也要看到国外大投行有经验有模型，管理相对完善，尚且因为制度漏洞以及执行不力造成重大风险的事实，监督参与机构建立内控和相互制衡的机制，并加强内控有效性。

5、加强监管协同。为解决危机前美国商品期货交易委员会与证券交易委员会在衍生金融监管上的相互制肘及其监管漏洞，《多德-弗兰克法案》一再强调了两个委员会之间的监管协调。我国在金融业混业经营的趋势下，应当强化“一行三会”监管体制下的金融监管协调机制，重点防范大型金融机构从事衍生金融交易伴随产生的系统性金融风险，以维护金融稳定。

6、推进市场基础设施建设。金融衍生品市场的健康快速发展，需要完善的交易制度和交易规则、便捷有效的支付系统、高素质的中介机构等作为基础。而且，随着信息技术的发展，目前世界上主要交易所通过电子化交易作为媒介，这极大的方便了全球投资者快速有效地进行大量买卖，我们更要整体规划衍生品市场基础设施，尽快建立健全相关的清算系统和交易平台。

## 推进合格中央对手方建设为衍生产品发展奠定基础

金融衍生品发展历程与危机后市场状况都一再表明场外衍生品的市场主体地位，同时，场外衍生品规模与风险均高于场内衍生品，是监管治理的重点。在我国衍生产品市场发展的初期，我们更应从制度设计上少走弯路，及时汲取国际市场的最新经验，要对场外衍生品风险有前瞻的判断，提早做好透明度和防范系统性风险的基础建设，尽快与国际规则接轨，推进中央交易对手机制的建设，为我国金融衍生产品的发展打好基础，甚至应当将它上升到未来金融主导权之争的核心之一来做出战略安排。

### （一）推进 CCP 建设和集中清算是国际监管趋势

中央对手方最早出现在 19 世纪末、20 世纪初的欧美商品期货市场，是由于衍生品合约的生命周期更长、采取保证金交易模式且不以持有到期为主，因此加强对手方风险管理、确保合约不因对手方违约而影响履行、维护整个市场安全高效运行的需求就更为迫切。究其实

---

质，中央对手方与交易环节的竞价撮合职能、结算环节的交收履约职能相互独立，属于清算环节。国际场内衍生品市场近百年来，包括在本次国际金融危机之中，没有发生过大的系统性风险，被公认为要归功于中央对手清算机制。雷曼破产事件中，完全采取双边清算的场外交易信用违约互换与已引入中央对手清算机制的场外交易利率互换，在风险处置效果上形成鲜明对比。伦敦清算所迅速处置包括 9 万亿美元包括场外交易利率互换在内的巨额未平仓头寸，仅动用了雷曼缴纳保证金的约 1/3，没有给其他市场主体和伦敦清算所带来任何损失。但雷曼 720 亿美元信用违约互换未平仓头寸，最终给其他市场主体带来了大约 52 亿美元的净损失。

危机后，依托中央对手清算机制防范场外市场系统性风险成为改革共识。美国总统金融市场工作小组在 2008 年的《有关场外衍生品的政策目标》报告中强调，为信用违约互换市场引入中央对手清算机制是场外衍生品市场改革的最优先问题。巴塞尔委员会 2009 年的《增强银行体系稳健性（征求意见稿）》指出，本次国际金融危机中，大约 2/3 的交易对手方信用风险损失是由信用估值调整损失造成的，只有 1/3 是由实际违约造成的。2009 年 9 月，20 国集团（G20）要求，最迟至 2012 年底，所有合适的标准化场外衍生产品合约应在交易所或电子平台上交易，并通过中央对手方清算；非集中清算的合约应该比集中清算的合约执行更高的资本金要求，与其风险相匹配。《巴塞尔协议 III》中明确：将场外衍生品双边交易转化为中央对手方集中清算可大幅降低银行为此计提的风险资本准备。美国《多德弗兰克法案》同样提高所有参与非集中清算场外衍生品交易的银行的资本金要求。欧盟等也提出要加大中央清算和双边清算之间的资本金差异，以控制市场风险。以上反映了以资本计提的差别要求来推进 CCP 和集中清算机制的国际监管趋势。从 2009 年开始，已经有 16 家场外衍生品集中清算中央对手方投入运营，为各类衍生品提供集中清算服务。

## （二）中央对手方的作用

1、对风险管理的作用。中央对手方将所有交易对手的敞口汇总，进行净额清算，能大大减少衍生产品交易的总体风险敞口，而多边清算机制比以往交易双方双边清算更能简化风险管理流程，减少清算过程中的各种风险。美国自 2009 年建立 CDS 的集中清算后，市场各参与主体的信用类风险敞口大幅减少。中央对手方有一整套规范的风险管理政策，所有的市场参与者都必须交纳保证金和违约金，并且会随着交易产品的价格波动而及时进行调整。一旦出现违约，中央对手方会用收取到保证金来弥补会员的损失，从而分散风险。

2、对市场发展的作用。中央清算模式中的合约更替产生的信息集中效应、每日盯市保证金制度产生的信息高频处理效应，便于全球 OTC 衍生产品的交易数量、价格和交易对手风险暴露的高频信息的全面获取，极大地改善了双边清算模式下的信息不透明问题。中央清算模式也促进交易的标准化进程，并具有对市场流动性的正效应。信息透明度、合约标准化、流动性的增强都促进市场定价的合理化。另外，交易量少、且过于复杂的衍生产品被排除在清算程序之外，这将抑制复杂产品交易、刺激产品简单化，而简单产品的定价比复杂产品的定价更趋合理。而且，通过 CCP 促进市场参与者采用电子化、自动化的交易方式，提高业务处理效率，已取得明显效果。国际掉期与衍生产品协会（ISDA）发布的 2012 年度《业务运作基准调查》显示，近年来各类场外金融衍生产品的交易确认周期明显缩短了。

### 3. 对宏观经济金融体系的作用

（1）弱化衍生产品的顺周期性。一般而言，交易对手的风险敞口越大，衍生产品的市场价值波动越大，则需要提供的抵押就越多。这一特征使得衍生产品市场具有放大金融体系顺周期性的趋势。与双边场外市场相比，中央对手方可以显著减少风险敞口，相应减少抵押

---

的运用，从而有助于减弱金融体系的顺周期性。同时，由于中央对手方要求所有交易对手都提供抵押，因此一般不会出现市场参与者因为信用降级导致所需抵押急剧增加的现象，这将有利于减轻衍生产品市场在经济紧缩时期的压力。

(2) 稳定金融体系的经济收益。衍生产品宏观经济评估小组 (MAGD) 在评估场外衍生产品监管改革对宏观经济的影响后，发布的报告显示，通过对标准化场外衍生产品的强制中央清算等一系列制度安排，大大提高了金融体系的稳定性。该组织发现从避免金融危机获得的经济效益占到每年 GDP 的 0.16%，扣除机构持有更多的资本金和对整体经济的担保产生的经济成本占到每年 GDP 的 0.04%，因而净收益占每年 GDP 的 0.12%。

### (三) CCP 涉及一国在未来全球金融体系中的竞争力

依据 G20 框架下金融稳定理事会的总体安排，十国集团中央银行支付结算体系委员会 (CPSS) 和国际证监会组织 (IOSCO) 技术委员会 2012 年发布了《金融基础设施标准》，中央对手方与证券结算系统、重要支付系统、集中证券托管系统等并列成为确保国际金融市场稳健运行的五大核心基础设施之一。CCP 作为金融市场基础设施，未来的重要性包括：

第一，中央对手清算机构的潜在业务规模非常巨大。根据国际货币基金组织 2010 年《国际金融稳定报告》“全球 3/4 的利率互换、2/3 的信用违约互换以及 1/3 的其他场外衍生品比较标准化、流动性较高，适于纳入中央对手清算”的口径粗略估算，场外衍生品中央对手清算业务总体规模接近 400 万亿美元。而场内衍生品名义本金余额规模不足百万亿美元。

第二，中央对手清算机构控制着数额庞大的金融资源，能够显著影响金融市场的流动性。一旦标准化场外衍生品全部纳入中央对手清算，中央对手清算机构所管理保证金(含抵押品)规模将极为庞大。国际清算银行 2012 年 3 月发布的一份报告提出，场外交易的标准化利率互换和信用衍生品如果全部实现中央对手清算，初始保证金规模约为 900 亿美元。2012 年“桑迪”飓风期间，美国很多商业银行由于金融市场休市而向洲际交易所信用衍生品清算公司提交国债置换现金获得流动性，道琼斯报道指出，这种情况在国际金融市场上第一次出现，“清算所的角色与中央银行类似”。

第三，中央对手清算机构在国际场外衍生品市场有着强烈的自然垄断趋势。相比场内衍生品市场，场外衍生品市场跨境交易特点更为显著，少数国际大机构居于市场绝对支配地位。再加上场外衍生品流动性不高、违约处置需要清算会员深度参与等原因，都使得国际场外衍生品市场中央对手清算业务高度集中化，呈现出强烈的自然垄断趋势。一方面，这需要中央银行乃至更高层面金融稳定协调机构的强有力监管；另一方面，如果一国的 CCP 建设落后，必然会在自然垄断趋势下处于受支配的地位。

目前，银监会在新的《商业银行资本管理办法》中对中央交易对手风险暴露资本计量规则做出相关的安排。上海清算所已经开展了中国的 CCP 建设，并于 2014 年 7 月 1 日推出人民币利率互换集中清算代理业务。

### (四) 推进我国合格中央对手方 (CCP) 建设

1、在国家法律层面明确对中央对手方机制的支持，增强关于中央对手方地位的法律效力。目前我国《破产法》、《证券法》等相关法律没有制定针对 CCP 运行的相关条款，可先采取由主管部门制定管理办法，CCP 服务机构制定业务规则，并与 CCP 参与者签订协议的方式来规范 CCP 的运作。同时，应尽快完善相关法律法规，对保护中央对手方清算机构作出明确规定，同时定义中央对手方的核心内容，即合约更替和担保交收。

---

2、提升 CCP 综合实力。推进 CCP 机制是一项庞大、长期的系统性工程，要从金融发展战略和培育未来金融竞争力的高度，支持我国 CCP 建设，做好人员、组织与资源投入方面的规划，并保证充足的资源支持。据 IMF2010 年统计，即使是发达国家与地区的 CCP 都还没有独立的董事会等决策机构，内部治理存在隐患。我国的 CCP 在建设之初就应当高度重视法人治理架构建设，并有财务实力保障，保持充裕的流动性和高效的清算系统。要提升 CCP 自身的风险管理水平，尤其是完善保证金管理机制，提高价差风险管理能力和盯市处理能力。

3、加强 CCP 系统性风险监管。CCP 在减轻衍生品市场系统性风险的同时，会产生新的系统性风险，从 20 世纪 70 年代至今，各国出现过多起中央对手方破产案例，如 1973 年的法国 Caisse de Liquidation 清算所，1983 年的马来西亚 Kuala Lumpur 商品清算所，1987 年的香港期货交易所。另外，芝加哥商品交易所、芝加哥期权交易所也曾数次遭受重创，接近破产。美国与欧洲的监管当局、立法机构或其他国际性组织在推动 CCP 清算的同时，也纷纷出台法律、法规、监管指引等以加强对 CCP 清算及机构的监管，包括风险管理要求、财务资源监管要求、信息披露监管要求、利益冲突监管要求等方面。我国在 CCP 监管方面急待做出系统性的制度框架设计，建立健全预防、控制、处置等层次分明、完善的风险管理制度体系和处理程序，提高系统性风险管理能力。

4、健全 CCP 监管协作机制。首先是跨境监管规则的协同。对于跨国交易或者今后可能出现的国际 CCP，因为涉及不同国家，而不同国家针对 CCP 的法律并不相同，这也是有待解决的问题之一。一家机构可能参与不同的 CCP，每家 CCP 可能有不同的会员，因此只有实现 CCP 信息共享，才能掌握全面信息。现在，跨国衍生品交易规模越来越大，国际间的信息共享也变得日益重要，各国监管部门需要建立信息共享机制。其次是国内监管部门之间的协作。在分业监管框架下，场内、场外不同市场监管者之间需要协同，而银行业金融机构横跨场内场外两个市场，机构监管与市场监管之间也需要监管协同机制，这三方的信息共享和规则一致，是 CCP 健康运作和金融衍生品创新发展的监管基础。比如，银行监管部门对合格中央对方的标准和认定程序，以及对集中清算与非集中清算的资本计提要求，就直接影响 CCP 的运行，未来需要将银行业金融衍生交易更好地纳入审慎监管框架，使资本监管在 CCP 机制中发挥风险控制和市场导向的双重作用。

5、加快实施强制清算制度。美国、日本等发达国家已经开始立法强制对满足条件的标准化合约进行清算，欧盟也以提高非集中清算场外交易保证金等措施间接鼓励集中清算机制。尤其是日本推进强制集中清算的速度快，范围广。这对我国金融衍生品发展提供了很好的参考。当前，上海清算所已经开展工作，还需要相关各方支持，有序扩大各种场外金融衍生品强制清算范围，加快集中清算实施的速度。

6、完善相关基础设施。仅采取 CCP 机制并不能确保衍生产品场外交易市场的活力和有效性，还需加强对市场参与者的风险管理和信息披露的要求，有必要配合 CCP 机制加强衍生产品场外交易、预结算和全流程管理，包括采用自助交易、资产组合、中央数据库的信息登记等。

#### 主要参考文献

1. CreditMetrics (1997), Technical Document, J.P. Morgan.

- 
2. Credit Suisse (1997), Credit Risk Management Framework, Credit Suisse Financial Products.
  3. Crouhy, Michel, Dan Galai, and Robert Mark (2000), "A comparative analysis of current credit risk models", Journal of Banking & Finance 24, p59-117.
  4. Gordy, Michael B. (2000), "A comparative anatomy of credit risk models", Journal of Banking & Finance 24, p119-149.
  5. KMV Corporation (1993), Credit Monitor Overview, San Francisco California
  6. Nickell, P., Perraudin, W., and Varotto, S. (1998), Ratings-versus equity-based credit risk models: an empirical investigation, Bank of England working paper
  7. Wilson, T.(1997), Portfolio Credit Risk (Part I and II) Risk Magazine, September and October BIS, 2014, Annual Report, March 2014.
  8. 王华庆,《金融创新理性的思考》,上海远东出版社,2011
  9. 周慕冰,《现阶段提高我国银行业监管有效性的六个问题——基于总结国际金融危机教训的思考》,《求是》,2012年11期
  10. 陈光、张亚双、唐卫峻、胡丹青、朱小川编辑,《场外市场中央对手方清算理论与实务研究文集》,2013年
  11. 廖岷,《全球金融何处寻求再平衡》,中信出版社,2010
  12. 廖岷,《对危机后银行业“行为监管”的再认识》,《金融监管研究》第一期,2012年1月
  13. 巴曙松,中国金融衍生产品发展路径:从国际比较看中国选择,经济观察,2007
  14. 巴曙松、陈华良、王文强等,交易所衍生产品市场发展的国际经验及中国的路径和策略选择研究,上证联合研究计划第十二期课题报告,2005
  15. 林清泉、罗刚,我国金融衍生产品市场发展模式与路径选择,经济学动态,2011年第4期
  16. 陈蓉,论我国民间金融管制的重构,西南政法大学,2008年
  17. [美]安东尼·桑德斯著,刘宇飞译,信用风险度量:风险估值的新方法与其他范式,中译本,北京:机械工业出版社,2001
  18. 陈晗,金融衍生产品:演进路径与监管措施,中国金融出版社,P14
  19. 韩冰洁,海外场外衍生品市场集中清算进展概况,中国金融期货交易所,2013年11月
  20. 易纲,中国改革开放三十年的利率市场化进程,2009
  21. 中国人民银行金融研究所,人民币汇率形成机制改革进程回顾与展望,2011年10月11日
  22. 戴维·斯基尔(David Skeel),金融新政:解读<多德-弗兰克法案>及其影响,中国金融出版社,2012年
  23. 周莉萍,中央对手方清算机制:改变了什么,《银行家》2013年第4期