

[金融衍生品系列丛书]

场外衍生品

(第二版)

中国期货业协会 编

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

《金融衍生品系列丛书》 编委会

编委会主任：王明伟

编委会委员：张晓轩 陈东升 吴亚军 王颖 冉丽 孙明福

主 编：王明伟

执行编委：董文旭 刘方媛

编撰人员：李强 刘宏 马刚 阎石 邵永同 郭剑光
于凤芹 韩锦 粟坤全 杨园东 周博

序



20 世纪 70 年代初期，随着布雷顿森林体系解体，汇率、利率等基础金融要素价格的波动加剧，企业与金融机构面临的风险骤然增加，金融市场脆弱性暴露更加明显。为了更充分、更平稳、更持续地发挥金融市场的功能，降低金融脆弱性累积带来的负面影响，外汇期货、国债期货以及股指期货等一系列金融风险管理工具应运而生。

40 多年的发展实践表明，外汇期货、利率期货、股指期货等金融期货产品已经成为管理金融风险最基础、最高效的市场化工具，不仅对化解金融风险、避免市场脆弱性的积累具有重要意义，在全球金融定价体系的重构中也发挥了巨大作用，有效增强了金融服务实体经济的能力和效率。目前，金融衍生品的风险管理功能已得到全球主要经济体的广泛认可，已成为全球多层次资本市场体系中不可缺少的重要组成部分。据统计，2018 年，在全球场内衍生品总成交量中，金融期货与期权成交量占比达到 80%。其中，股票指数类、个股类、利率类、外汇类衍生品分别占 33.67%、19.89%、13.12%、11.24%。

近年来，随着我国资本市场规模不断扩大，基础制度建设稳步推进，各项法律法规日益完善，我国的衍生品市场结合中国实际，借鉴国际成熟市场经验，也在逐步起步发展，并努力做好“一个扩面、两个加深”工作。“一个扩面”，就是扩大期货和衍生品对基础资产的覆盖面，加大产品供给，让资产定价和风险缓释的市场功能惠及更多行业、更广领域。2010 年 4 月，我国坚定推出沪深 300 股指期货，标志着我国资本市场改革发展又迈出了全新的一大步，对完善资本市场体系具有重要而深远的意义。此后，上证 50 股指期货、中证 500 股指期货、5 年期国债期货、10 年期国债期货、2 年期国债期货陆续上市，产品体系不断完善。“两个加深”，一是深化发展产品类型，每一类基础资产，既要有期货，又要有期权，满足不同的投资交易和风险管理需求。2019 年 12 月 23 日，我国第一只股指期权品种——沪深 300 股指期权在中国金融期货交

易所上市，这是资本市场供给侧结构性改革的崭新成果，是金融衍生品市场创新发展的全新尝试。二是深化投资者参与。既要培育和发展国内的产业和机构投资者，也要吸引境外投资者广泛参与我国期货市场。2020年2月14日，中国证监会与财政部、中国人民银行、中国银保监会联合发布公告，符合条件的试点商业银行和具备投资管理能力的保险机构，可按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，参与中国金融期货交易所国债期货交易。这不仅可以优化投资者结构，完善市场生态，还有利于通过交易者充分博弈完善价格形成机制，提升市场运行质量，促进市场稳定运行。

现阶段，我国衍生品市场运行秩序平稳、风控有效，服务现货市场的各项功能逐步发挥，积极作用日益显现。2019年，我国金融期货市场总成交量0.664亿手，累计成交金额69.62万亿元，同比分别增长144.12%和166.54%，成交量和成交额占我国期货市场比重分别为1.69%和24.06%。

人才是行业发展的核心要素。与金融期货的发展前景和市场需求相比，我国急需培养金融衍生品方面的专业人才，也需要普及金融衍生品方面的专业知识。目前，不仅普通投资者对外汇期货、金融期权、场外衍生品、结构化产品这些专业知识比较陌生，期货业内的从业人员也缺少系统和全面的知识储备。同时，金融衍生品是一把“双刃剑”，它能促进国民经济发展，但是如果运用不当，也会反受其害。纵观世界各国，金融衍生品市场的建设与发展都不是一帆风顺的。我国金融衍生品市场应始终将风险防范放在第一位，从全面深化资本市场改革大局出发，扎实做好市场监管和风险防范工作。要大力开展投资者教育和宣传普及工作，帮助实体企业、金融机构以及各类投资者加深对金融期货及衍生品规则和风险的认识，引导他们理性、有序参与和正确利用金融衍生品市场，逐步培育成熟的市场参与者队伍。

基于此，中国期货业协会推出《金融衍生品系列丛书》，一方面为期货从业人员提供了一套成体系的衍生品知识工具书，为我国金融衍生品市场尽一份微薄之力；另一方面帮助广大普通投资者了解金融衍生品的应用，使他们理性参与市场。希望这套丛书在金融衍生品的功能宣传和投资者教育方面发挥积极作用。

中国期货业协会

2020年3月

前 言



从全球发展历程来看，金融期货市场是市场经济发展到一定阶段的产物，是现代金融体系不可或缺的重要组成部分。从世界范围看，金融期货在整个期货市场占据重要位置。一般来讲，期货市场中 90% 都是金融期货，剩下的 10% 是商品期货。随着我国利率、汇率市场化改革的不断推进，股指期货、国债期货以及股指期货期权陆续推出，以金融期货为代表的金融衍生品市场在整个国民经济发展中的重要性日益凸显，为各类市场参与者提供了基础的风险管理工具，提升了现货市场运行效率和资源配置效率。

2013 年，中国期货业协会组织编写了《金融衍生品系列丛书》，旨在普及金融衍生品方面的专业知识，为期货业内及相关领域从业人员提供专业的参考书，帮助中小投资者了解金融衍生品市场，树立风险意识，理性参与期货交易，同时为金融衍生品方面专业人才的培养做出了努力。作为期货市场上第一套全面介绍金融衍生品理论与实操的权威性书籍，《金融衍生品系列丛书》一经面世，便受到了业内的广泛好评。随着国内外金融衍生品市场的不断发展，金融期货期权品种不断丰富，金融法律法规环境发生变化，《金融衍生品系列丛书》的部分理论、实操案例、数据已比较陈旧，故中国期货业协会再次组织了丛书的修订工作，形成了新版丛书。概括起来，本套丛书的特点如下：

一是新版丛书体系更加完整。全套丛书以金融衍生品的产品大类为主线，分为七册，即《股指期货（第二版）》《国债期货（第二版）》《外汇期货（第二版）》《场外衍生品（第二版）》《金融期权（第二版）》《结构化产品（第二版）》和《金融衍生品习题集（第二版）》，基本上包括了当今国际金融衍生品市场的主要品种。为了帮助读者加深理解，学懂弄通，方便自己测试及检验，特更新了配套习题集。

二是通俗易懂，可读性强。新版丛书依然力图通俗易懂，在语言表达上力求清晰、准确、深入浅出，还辅以“小贴士”“延伸阅读”等内容以增加信息

量、可读性和阅读趣味性，更利于读者扩展金融衍生品相关内容的知识面。

三是案例丰富，操作性强。新版丛书的编写更强调案例与习题的重要性，要求对基本原理与公式都通过案例加以说明，一些应用公式的推导、使用方法，也要通过对习题讲解和运算来使读者深刻领悟。在实务操作层面，丛书重点讲清楚了各类投资者及相关企业如何利用这些衍生工具，将金融衍生品知识与金融机构或实体企业的投资与经营相结合。与风险管理相结合是新版丛书的一个突出特点。

本次修订工作得益于中国期货业协会“期货投资者教育专项基金”的设立。自2009年这一公益性基金运作以来，中国期货业协会在出版、拍摄制作投资者教育产品和组织投资者教育活动方面得到了该基金的大力支持，一大批投资者教育产品投放市场，获得了业内和广大投资者的高度评价。新版《金融衍生品系列丛书》的修订工作和出版发行同样是在该基金的资助下完成的。在此，我们特别感谢中国证监会有关部门对中国期货业协会投资者教育工作及本套丛书的指导和支持。

最后，衷心希望新版《金融衍生品系列丛书》能够为金融衍生品市场的参与者了解金融衍生品市场、树立风险意识、理性参与交易提供有益帮助，也祝愿中国金融衍生品市场充分发挥功能作用，更好地服务于实体经济。

《金融衍生品系列丛书》编委会

2020年3月

目 录



第一章 场外衍生品概述 / 1

- 一、什么是衍生品？ / 1
- 二、常见的衍生品有哪些？ / 2
- 三、场外衍生品市场是如何运转的？ / 4
- 四、场外衍生品交易是如何清算的？ / 6
- 五、场外市场与场内市场有什么不同？ / 9
- 六、什么是场外衍生品交易主协议？ / 11
- 七、全球场外衍生品的历史与现状是怎样的？ / 16
- 八、场外衍生品市场的参与者有哪些？ / 18
- 九、我国场外衍生品市场的发展及现状如何？ / 21
- 十、我国场外衍生品交易主协议有哪些内容？ / 23

第二章 远期合约 / 29

- 一、什么是远期合约？ / 29
- 二、什么是远期利率协议？ / 31
- 三、人民币远期利率协议是如何交易的？ / 32
- 四、人民币远期利率协议有哪些功能？ / 36
- 五、什么是外汇远期交易？ / 38
- 六、什么是人民币外汇远期交易？ / 38
- 七、外汇远期有哪些功能？ / 42
- 八、什么是无本金交割外汇远期交易？ / 43
- 九、人民币 NDF 市场发展如何？ / 44
- 十、NDF 结算金额如何计算？ / 46
- 十一、人民币外汇远期与 NDF 如何套利？ / 47
- 十二、什么是远期股票合约？ / 52

第三章 互换 / 53

- 一、什么是互换？ / 53
- 二、互换市场的参与者有哪些？ / 56
- 三、全球互换市场的发展如何？ / 57
- 四、什么是利率互换？ / 58
- 五、人民币利率互换市场现状如何？ / 62
- 六、利率互换有哪些应用？ / 64
- 七、利率互换如何进行估值？ / 66
- 八、利率互换的交易策略有哪些？ / 74
- 九、利率互换实际交易中需要把握哪些要素？ / 81
- 十、利率互换交易主要的风险有哪些？ / 86
- 十一、什么是货币互换？ / 88
- 十二、货币互换如何估值？ / 91
- 十三、货币互换交易中需要把握的要素有哪些？ / 92
- 十四、人民币外汇货币互换（货币掉期）市场的发展如何？ / 95
- 十五、什么是股票收益互换？ / 97
- 十六、国内股票收益互换市场发展如何？ / 98

第四章 场外期权 / 101

- 一、什么是期权和场外期权？ / 101
- 二、场外期权的发展历史如何？ / 102
- 三、期权的典型到期损益分布是怎样的？ / 103
- 四、什么是利率期权？ / 105
- 五、什么是利率上限期权和利率下限期权？ / 106
- 六、利率上限和下限期权如何定价和交易？ / 110
- 七、什么是利率双限期权？ / 116
- 八、什么是部分参与利率上限期权？ / 118
- 九、什么是利率互换期权？ / 119
- 十、利率互换期权是如何定价和交易的？ / 123
- 十一、什么是外汇期权？ / 125
- 十二、如何利用外汇期权来管理汇率风险？ / 125
- 十三、人民币外汇期权市场的发展如何？ / 128
- 十四、人民币外汇期权如何定价和交易？ / 129

十五、什么是场外权益类期权? / 134

十六、什么是场外商品期权? / 134

第五章 信用衍生品 / 135

一、什么是信用与信用风险? / 136

二、什么是信用利差? / 137

三、什么是信用事件和违约概率? / 139

四、什么是信用评级机构与信用评级? / 141

五、如何根据信用评级计算违约概率? / 144

六、什么是回收率? / 147

七、什么是违约相关性? / 148

八、什么是信用衍生品? / 151

九、信用衍生品有哪些? / 153

十、信用衍生品市场发展程度如何? / 154

十一、什么是信用违约互换? / 156

十二、信用违约互换的运行机制如何? / 158

十三、什么是一篮子信用违约互换? / 163

十四、常见的信用违约互换交易策略有哪些? / 165

十五、什么是总收益互换? / 167

十六、什么是抵押债务凭证? / 168

十七、什么是合成型抵押债务凭证? / 172

十八、国内信用衍生品市场发展如何? / 173

第六章 场外商品衍生品 / 178

一、什么是场外商品衍生品? / 178

二、常见的原油场外衍生品有哪些? / 179

三、如何利用场外石油衍生品进行风险管理? / 180

四、什么是黄金租赁业务? / 191

五、场外铁矿石掉期如何运作? / 193

六、海运费衍生品市场是如何运作的? / 200

七、场外铜衍生品有哪些? / 206

八、大连商品交易所场外商品互换如何运作? / 207

九、“保险+期货”是如何服务实体经济的? / 210

第七章 场外衍生品的监管 / 219

- 一、美国场外衍生品的监管体系是怎样的？ / 220
- 二、美国《多德 - 弗兰克法案》在哪些方面进行了完善？ / 224
- 三、欧洲监管体系的发展历程是怎样的？ / 227
- 四、《场外衍生品、中央对手方和交易存管机构条例》的规定有哪些？ / 229
- 五、新的监管法案对全球场外衍生品市场的影响有哪些？ / 230
- 六、其他主要市场场外衍生品监管体系是怎样的？ / 232
- 七、我国场外衍生品市场有哪些监管政策和自律规则？ / 236

参考文献 / 239

后 记 / 241

第一章 场外衍生品概述

▮ 本章要点

本章首先介绍了衍生品以及场外市场的基本情况，讨论场外市场的主要参与者以及如何使用这些衍生品，其次介绍了我国场外衍生品的发展状况。在以后的章节中，我们将按照不同的品种进行更加详细的讨论。

一、什么是衍生品？

很多人听到金融衍生品，可能会认为它是复杂、晦涩、难懂的金融工具，其实它是很多金融工具的统称，许多常见的衍生品也是非常简单、易懂的，并且已经交易上百年了。衍生品的英文为“derivatives”，翻译过来就是派生的、衍生的意思，即这些衍生品的价值是由其他资产或者利率、指数等其他变量（称为标的资产，Underlying Asset）确定的，随着标的资产的变化而变化。经济合作与发展组织（OECD）给出的衍生品的定义是：“衍生交易是一份双边合约或支付交换协议，它们的价值是从基本的资产或某种基础性的利率或者指数上衍生出来的。衍生交易依赖的基础包括利率、汇率、商品、股票及其他指数。”

二、常见的衍生品有哪些？

在国际上，衍生品的种类很多，而且由于不断的金融创新活动，还在推出越来越多的新品种。

（一）按照金融产品的形态分类

按照金融产品的形态来划分，常见的衍生品有远期、期货、互换、期权、资产支持证券、信用衍生品等。

1. 远期（Forwards/Forward Contract）。远期合约是指交易双方约定在未来的某一确定时间，以确定的价格买卖一定数量的某种金融资产的合约。远期于 20 世纪 80 年代初兴起，最早是作为一种套期保值的工具。交易双方需要确定交易的标的物、有效期和交割时的执行价格等内容，双方都必须履行协议。一般来说，双方协议确定合约的各项条款，其合约条件是为买卖双方量身定制的，满足了买卖双方的特殊要求，通常通过场外交易（OTC）市场达成。

2. 期货（Futures）。期货与远期比较类似，也是在未来某一特定时间、以某一特定价格、买卖某一特定数量和质量的资产，但期货合约是期货交易所制定的标准化合约，对合约到期日及其买卖的资产的种类、数量、质量做出了统一规定。期货交易指的是在交易所内或通过交易所交易系统进行的期货合约买卖交易。

期货是从现货远期交易发展而来的，随着现货远期交易范围的扩大，交易日益复杂化，需要有中间人来担保，以便监督买卖双方按期交货和付款，于是世界上第一家商品远期合同交易所——皇家交易所于 1571 年在英国伦敦成立。后来随着经济的不断发展、运输和储存条件的改善及合约转手买卖需求的增加，1865 年芝加哥谷物交易所推出第一个被称为“期货合约”的标准化协议。之后，随着保证金制度的推出，允许以对冲方式免除履约责任等制度的改革，提高了期货的流动性，逐步形成了现代期货交易机制。

3. 互换（Swaps）。互换是指交易双方商定在未来的一段时间内彼此相互交换某种资产的金融交易。较为常见的互换是利率互换合约和货币互换合约。互换最早源于“背对背”贷款。例如，一家法国的银行向一家美国的银行贷出 5 年期的欧元贷款，利率为 5%，而这家美国的银行反过来向这家法国的银行贷出一笔等值的 5 年期美元贷款，利率为 4%。本质上讲，两家银行交换了本金和利息，即法国银行按照固定汇率以一定量的欧元换取了一定量的美元，可以看作一系列的外汇远期交易，其现金流与货币互换一致，这种背对背贷款在 20 世纪 70 年代很盛行，正式的货币互换是 1981

年出现的，之后有了利率互换、货币利率混合互换等。

4. 期权（Options）。期权是一种选择的权利，即买方能够在未来的特定时间或者一段时间内按照事先约定好的价格买入或者卖出某种约定好的商品的权利。给予期权买方（或持有者）购买或出售标的资产的权利，期权持有者可以在规定的时间内选择买或者不买、卖或者不卖，就是说，可以行使该权利，也可以放弃该权利，而期权的卖出者则负有相应的义务，当持有者行使权利时必须按照指定的价格买入或者卖出。期权有在交易所交易的，这种交易是标准化的合同，也有在柜台市场交易的，它由交易双方协商确定合同的要素，签订非标准化的合同，满足交易双方的特殊需求。

5. 信用衍生品（Credit Derivatives）。根据国际互换和衍生品协会（ISDA）的定义，信用衍生品是用来分离和转移信用风险的各种工具和技术统称，主要指以贷款或债券的信用状况为基础资产的衍生金融工具。具体来说，信用衍生品，是指信用衍生品交易双方签订的一项金融性合约，该合约允许信用风险从其他风险中分离出来，并从交易的一方转移至另一方。

信用衍生品主要包括信用互换、信用期权、信用远期和信用联系票据等。它实际上是在互换、期权交易和证券市场比较成熟的基础上开发出来的一种复合金融衍生品，可以看作基础性的衍生品在信用风险管理中的具体应用，其实质是对传统金融衍生品的再造，赋予其管理信用风险的新功能。

（二）按照标的资产的不同分类

衍生产品按照标的资产的不同可以划分为利率、汇率、股权、信用和商品五大类。其中，利率类产品又分为以短期存款利率为代表的短期利率产品和以长期债券利率为代表的债券产品；股权类产品也可以按照股票和股票指数来划分。综上所述，衍生产品的分类见表 1-1。

表 1-1 衍生产品的分类

对象	标的资产	金融衍生品
利率	短期存款	利率期货、利率远期、利率期权、利率互换等
	长期债券	债券期货、债券期权等
股票	股票	股票期货、股票期权等
	股票指数	股票指数期货、股票指数期权等
货币	货币	现汇保证金交易、货币远期、货币期货、货币期权、货币互换等
商品	商品	商品远期、商品期货、商品期权、商品互换等
信用	信用相关工具	信用违约互换、总收益互换、信用联系票据、信用利差期权等

三、场外衍生品市场是如何运转的？

场外衍生品市场的发展是一个不断演进的过程，如今的场外衍生品市场的主要参与者由投资者、交易商、第三方清算机构（中央对手方，即 CCP）以及监管方和自律组织四个主体组成。由于场外衍生品市场是一个分散化的、没有固定交易场所的市场，且各个市场也存在差异，整体来看通常有以下三种组织方式。

（一）传统的交易商（Dealer）市场——双边协商

传统的场外衍生品市场通常由一个或多个交易商（Dealer）组成，这些交易商相当于做市商，为市场参与者提供买卖报价。虽然通过电子报价板可以提高交易商报价的效率，但是，报价和协商实际交易的价格往往还是通过电话来确定。由于无论是交易商之间还是交易商与终端客户之间，都是通过电话完成交易的，整个流程仅有两个市场参与者直接参与，这类市场被称为双边交易市场。

虽然从监管的角度来看，双边交易在交易的便利性上不如多边市场，但实际上整个市场的运作是高效的，交易商与其他交易商以及主要客户之间通常会有电话专线，可以很快地向多家交易商询价，以便了解整个市场的情况。

交易商把客户的需求聚集在自己的柜台，然后与交易双方或者在批发市场中进行搭配交易，赚取交易差价。

上面所述的交易过程如图 1-1 所示。

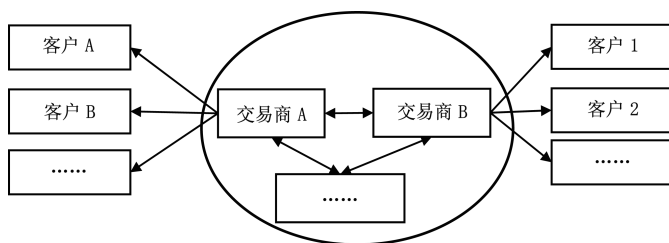


图 1-1 传统交易商市场交易示意图

（二）电子经纪市场

如今，场外交易市场的交易方式更加多样化，一些场外市场可以通过电子经纪平台（类似于交易所的电子交易平台）公开竞价交易，交易商更类似于一个经纪商

(Broker)^①，本身不进行交易，不持有任何头寸，构成了类似于交易所的多边交易环境。交易商把客户的需求递交至电子经纪平台，进行公开竞价交易，交易商从中赚取手续费。电子经纪市场交易见图 1-2。

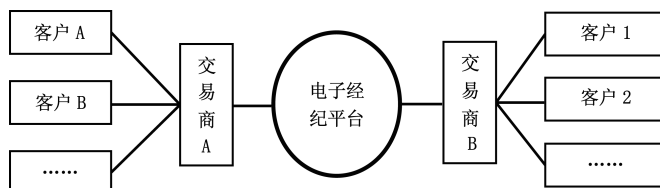


图 1-2 电子经纪市场交易示意图

(三) 混合模式

一些场外市场将传统做市模式与电子经纪平台相结合，交易商建立了自己的电子交易平台，交易商既是经纪商又是做市商，称为经纪自营商 (Broker-Dealer)^②。其独自在电子交易平台上提供买卖报价，市场的参与者都与该交易商交易，这就构成了单向多边市场。这个市场是单向的，只有交易商的报价是可以看到的，市场上所有的参与者只能与交易商进行交易。交易商在电子交易平台上提供买卖报价，客户通过电子交易平台与交易商交易。混合模式市场交易见图 1-3。

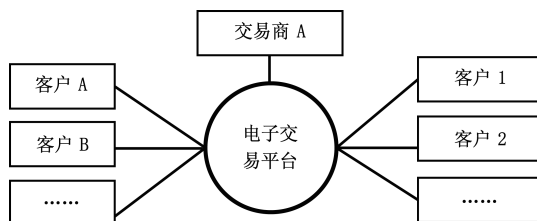


图 1-3 混合模式市场交易示意图

由于历史原因和市场发达程度的差异，各国对衍生品市场的监管模式并不相同。2008 年金融危机之前，场外衍生品的监管以行业自律为主导，官方监管和国际组织监管合作补充，形成了一个宽松、有弹性的监管体系。在行业自律方面，国际上通过国际掉期与衍生品协会 (ISDA) 制定了相关文件，各国一般都设有类似的行业自律组织，引导市场发展。

2008 年金融危机爆发以来，场外衍生品市场备受争议，包括美国、欧盟在内的各个国家和经济体在意识到需要进行金融监管之后，便着手重塑金融监管体系（见图

^① 经纪商 (Broker)：个人或者企业为投资者递交买卖报单并收取一定的费用或者佣金。

^② 经纪自营商 (Broker-Dealer)：个人或者企业在交易中买卖证券，既可以作为经纪商为客户成交，也可以作为自营商，这些都取决于交易情况。

1-4)，特别是场外衍生品市场监管体系。

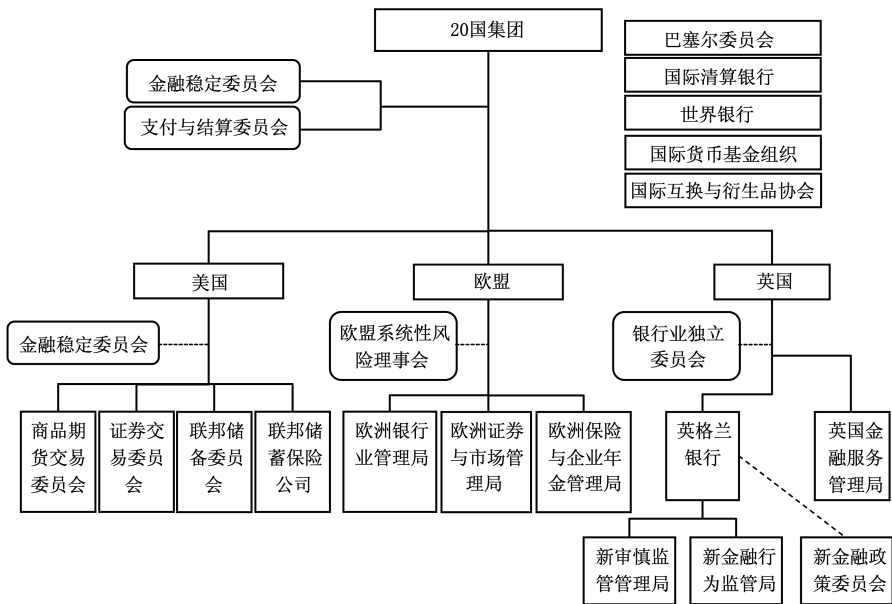


图 1-4 欧美金融监管新框架

资料来源：中国银行间市场交易商协会：《中国场外金融衍生品市场发展报告（2010）》。

四、场外衍生品交易是如何清算的？

随着市场的发展，场外衍生品交易的清算模式也发生了变化。目前，场外衍生品清算主要有三种模式：非标准化双边清算、标准化双边清算、中央对手方清算。

（一）非标准化双边清算模式

场外衍生品市场发展的优势在于可以根据投资者的不同需求设计不同的产品，满足投资者个性化的风险管理、投资等需求。早期的场外衍生品市场的交易是在两个交易方之间完成的，或在第三方信用机构的协助下完成，往往采用非标准化的双边清算（见图 1-5）。交易双方仅凭各自的信用或者第三方信用作为履约的担保，因而面临巨大的信用风险，特别是进行多笔交易时则更要承担多个对手的信用风险。

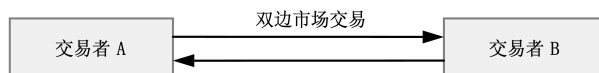


图 1-5 非标准化双边清算模式下的市场结构

（二）标准化双边清算模式

非标准化、高度定制化的衍生品交易虽然在满足个性化需求方面有优势，但由于合约的高度定制化使交易者在提前退出时比较困难，且在合约签署前的谈判细节上需要耗损大量的时间，这就增加了企业的运营成本和成本。20 世纪 80 年代开始，以互换为代表的场外衍生品快速发展起来。随着企业参与度的深化，违约的连锁放大风险不断累积，整个市场充满极大的系统性风险。国际掉期与衍生品协会（ISDA）在 1987 年发布了 ISDA 主协议，将场外衍生品合约的内容进行标准化处理，减少了交易双方的谈判时间和起草协议的法律风险，降低了法律成本。另外，在定制的基础上引入标准化元素，方便交易双方净额结算，降低交易成本，即当交易双方不止一笔交易而是一系列交易时，盈亏可以相互抵销，按照净额进行结算即可。还有，增加的抵押金的措施，可降低交易双方的违约风险，提高市场效率。

由于交易者长久以来形成的习惯，ISDA 主协议的应用并不广泛，直到 20 世纪 90 年代，新英格兰银行等多家金融企业相继破产和倒闭，引起了市场信用风险集中爆发后 ISDA 主协议才开始真正意义上的普及，推动了以做市商为核心的标准化双边清算模式的发展。ISDA 主协议成为市场主流，使做市商能够方便地对冲风险，从而可以为市场提供流动性，赚取信用利差。做市商一般为大型的商业银行或者投资银行，以自身的良好信用作为担保，为投资者提供合适报价。清算模式也变为标准化的双边清算模式。标准化双边清算模式下的市场结构见图 1-6。

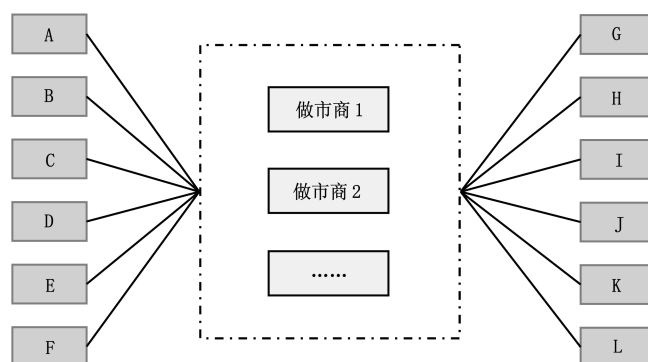


图 1-6 标准化双边清算模式下的市场结构

（三）中央对手方清算模式

以做市商为核心的标准化双边清算模式并没有消除交易者之间的信用风险，而是将信用风险集中在做市商身上。做市商一般是资金实力雄厚、规模大、信誉好的机构，违约风险较低，但是如果做市商本身违约，则会给市场带来毁灭性的冲击。2001 年的

安然破产事件为整个场外衍生品市场敲响了警钟。安然的破产使得市场中大量的交易者受到牵连，标准化双边清算模式的缺陷暴露出来。

2002年，纽约商业交易所（NYMEX）和洲际交易所（ICE）宣布以其清算所作为场外衍生产品的中央对手方（Central Counter Party, CCP），市场开始步入中央对手方清算模式，即“场外交易，场内清算”。

中央对手方清算模式的核心是合约替换，即清算所作为中央交易对手为场外合同进行统一清算。清算所作为交易双方的法定对手方，原来的场外成交合同就转化为两张与中央对手方（CCP）的清算型合同。中央对手方清算模式与做市商在性质上有相似之处，但最大的区别在于中央对手方永远不承担交易风险，而做市商则需要市场上寻找相反交易方向的交易者来对冲风险。中央对手方清算模式下的市场结构见图 1-7。

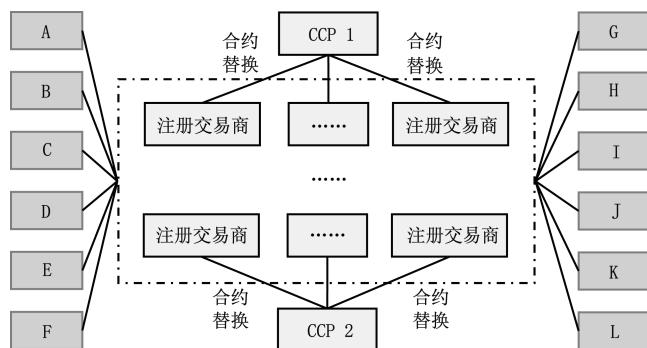


图 1-7 中央对手方清算模式下的市场结构

中央对手方清算模式在交易所的推动下得到快速发展。次贷危机爆发时，尽管雷曼兄弟参与了大量的场外衍生品交易，但是由于大部分采用中央对手方清算模式，其破产并没有引发系统性违约风险。2010年之前，美国市场中央对手方清算模式与标准化双边清算模式几乎各占 50%。但 2010 年以后，以《多德 - 弗兰克法案》为代表的监管法律强制要求场外衍生品合同采用中央对手方清算。如今，中央对手方清算模式已经占据绝对优势。



什么是中央对手方？

中央对手方（Central Counter Party, CCP），是指在证券交割过程中，以原始市场参与人的法定对手方身份介入交易结算，充当原买方的卖方和原卖方的买方，并保证交易执行的实体，其核心内容是合约更替和担保交收。合约更替，是指买卖双方的原始合同替换为买方与 CCP 之间的合同以及卖方与 CCP 之间的合同，原始合同随之撤销。担保交收，是指 CCP 在任何情况下必须保证合同的正常进

行，即便买卖中的一方不能履约，CCP也必须首先对守约方履行交收义务，然后再向违约方追究违约责任。CCP的清算模式有点类似于做市商制度，它并没有把信用风险化解，而是将信用风险集中到CCP身上，一旦CCP本身发生问题，则整个市场都会受到巨大的打击。CCP一般是各大交易所旗下的清算所，实力雄厚，风险控制能力强，风险爆发的概率很低。CCP广泛应用于场内衍生品交易，已经建立了一套成熟的风险控制体系，比较常见的是设立高标准的会员制度，建立多层防护的风险缓冲池。图1-8是典型的CCP的风险控制体系。

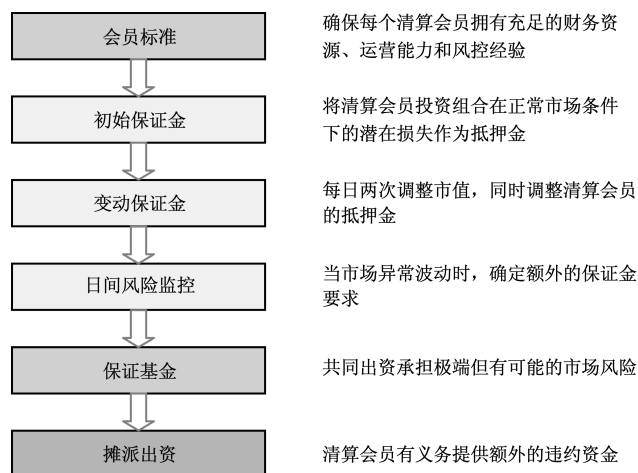


图 1-8 中央对手方风险控制体系

五、场外市场与场内市场有什么不同？

场外市场，也称为柜台交易市场（Over-the Counter, OTC），最早源于银行兼营股票买卖业务，在柜台向客户出售股票，是最古老的证券交易市场。如今的OTC市场已不是传统意义的柜台交易市场，而是指交易者通过私下直接议价的交易方式进行交易的场所，与交易所的集中交易方式有区别。场内市场，又称为交易所市场（Exchange-Traded Derivatives, ETD），是指所有的供需方集中在固定的场所（交易所）进行竞价交易。交易所作为交易中间方，收取交易保证金并承担履约担保。可以看到，场外市场通常是分散的、无形的交易市场，而场内市场则是具有固定交易场所的市场。在电子化交易时代，场内市场的固定交易场所体现为证券或期货交易所建设或指定计算机服务器网络，各类市场参与方必须按照交易所制定的规则接入指定的计算机服务器网络进行交易或者开展相关事宜。

在交易组织形式方面，场外市场通常采用双边协商或者做市商模式，场内市场则通常采用经纪商模式。场外市场的双边协商模式是指衍生品合约主要条款通常由双方协商确定，具有很高的自由度；而在做市商模式中，做市商会对一些常见的衍生品合约进行报价，也回应客户基于自身需求而拟定的合约的询价，在价格协商一致的基础上达成交易。场内市场的经纪商模式是指经纪商作为交易所的会员，接受客户关于买卖交易所上市的衍生品合约的委托指令并进行交易。在电子化交易时代，客户通常在经纪商那里开立必要的交易账户和资金账户，并通过经纪商指定的软件平台将交易指令下达交易所进行交易。场内市场在某些情况下也针对特定的衍生品合约而引入做市商制度，主要目的是提高合约的流动性。在这种情况下，做市商通常也必须经过经纪商进行交易，或者做市商本身就是经纪商。在场内市场，交易所扮演中央对手方的角色，即充当所有交易者的交易对手，以自身的信用确保合约的履行。交易所通常采用了较为严格的保证金制度、结算制度和风控制度，所以具有很高的信用水平，在某些国家和地区甚至具有中央政府级别的信用水平。

在定价方式方面，在场外市场进行衍生品合约交易时，交易双方可以通过电话、邮件或者即时通信软件等对价格进行磋商，直至达到双方满意的价格并成交，而在场内市场，交易和成交的价格通常是按照公开竞价的方式达成的。常见的模式是交易所针对每一个衍生品品种建立的订单簿，交易者则通过经纪商将交易指令下达给订单簿，而交易所则按照既定的规则撮合交易指令，满足规则要求的指令则成交，否则留在订单簿直至收盘。指令撮合后就形成合约的成交价格。场内市场常用的指令撮合规则是“价格优先、时间优先”。

在衍生品合约类型方面，场外市场通常交易非标准化的合约，即合约的主要条款由交易双方协商确定，如合约标的、交易量、交割时间、结算方式等，常见的衍生品种类是远期合约和互换合约，也有期权合约，尤其是奇异期权合约。而场内市场交易的都是标准化的合约，即合约的主要条款已经由交易所确定，对所有交易者都相同，交易者只需报出价格或者接受价格即可进行交易。场内市场交易的衍生品类型以期货合约和普通期权为主，一些标准化程度很好的利率互换也逐渐在场内市场进行交易。

在市场参与者方面，场外市场类似于批发市场，交易者通常是大型的企业机构、投资基金或者金融中介机构。其中，金融中介机构内部有各种类型的部门，有的部门充当场外市场做市商，有的部门或者接受客户委托进行交易，或者主动进行交易。个人投资者或者信用评级较低的机构通常难以参与甚至不具备资格参与场外市场的交易。而在场内市场，交易者类型更加多样化，个人投资者或者中小客户所占的比例通常较高。

六、什么是场外衍生品交易主协议？

国际掉期与衍生品协会（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）成立于1985年，主要致力于促进场外衍生品市场高效、稳健地发展。ISDA建立了强大的金融监管框架，目的在于降低交易对手的信用风险，增加市场透明度。

ISDA是全球规模和影响力最大、最具权威性的场外衍生品的行业组织，目前，有来自71个国家的900多个机构会员，包括全球大部分从事场外衍生品交易的企业、投资公司、保险公司、政府及国际组织、能源和大宗商品类企业、国际和地区性银行等，其所建立的整套标准化文件已经成为国际衍生品市场的基础性制度安排和交易的重要发展平台。

场外衍生品的重要特征之一就是产品的非标准化，非标准化协议的协商和制定相当复杂，会极大地阻碍衍生品的交易，这促使交易者尽可能地寻求标准化。衍生品交易主协议（ISDA Master Agreement）极大地降低了市场参与者的风险，减少了交易所需的时间与成本，提高了市场运作的效率，对衍生品市场的迅速发展起到了非常重要的作用。

（一）ISDA协议的整体框架

ISDA协议是国际掉期与衍生品协会（ISDA）为国际场外衍生品交易提供的标准协议文本及其附属文件，目前已经成为全球金融机构签订场外衍生品交易的协议范本。ISDA协议包括主协议（Master Agreement）、交易定义协议（Definitions）、信用支持文件（Credit Support Annex, CSA）。其中，最为重要、应用最广泛的是主协议。

ISDA主协议包括主协议正文、主协议附件（Schedule）和交易确认书（Transaction Confirmations）。

ISDA主协议对合约提前结束、抵押金、交易确认、定期现金重置、净额结算等各个方面进行了规定。这些规定是一个单一协议的标准框架，可以减少交易双方的谈判时间，减少协议起草的法律风险，降低法律成本，减少协议中术语的误解，增加协议的全面性，切实提高市场的运作效率，降低市场的整体信用风险。

在开展场外衍生品交易之前，交易双方需就正文部分签署意见，就协议中各项条款达成一致，明确交易可能涉及的所有内容和双方的权利、义务。

主协议签署后，每次交易只需对价格、数量等具体条款进行谈判并签订协议附件和交易确认书。附件的作用是让交易双方对主协议的条款进行修改与补充，以适应双

方当事人之间的特定交易情形。当附件内容与主协议不一致的时候，以附件为准。

交易确认书需要对主协议项下每项具体交易的交易条款进行确认，是每笔交易中最重要法律文件，当确认书内容与主协议、附件不一致的时候，以交易确认书为准。

值得注意的是，主协议的此种制度安排使得每项交易并不构成当事人双方之间的独立合同关系，而仅是在主协议这一合同关系下的一笔交易，因此每份交易确认书中都会说明主协议条款适用于该交易。

目前，ISDA 主协议有 1987 年、1992 年和 2002 年三个版本，最常用的是 1992 年和 2002 年的版本。ISDA 协议的整体框架如图 1-9 所示。ISDA 主协议文件见表 1-2。

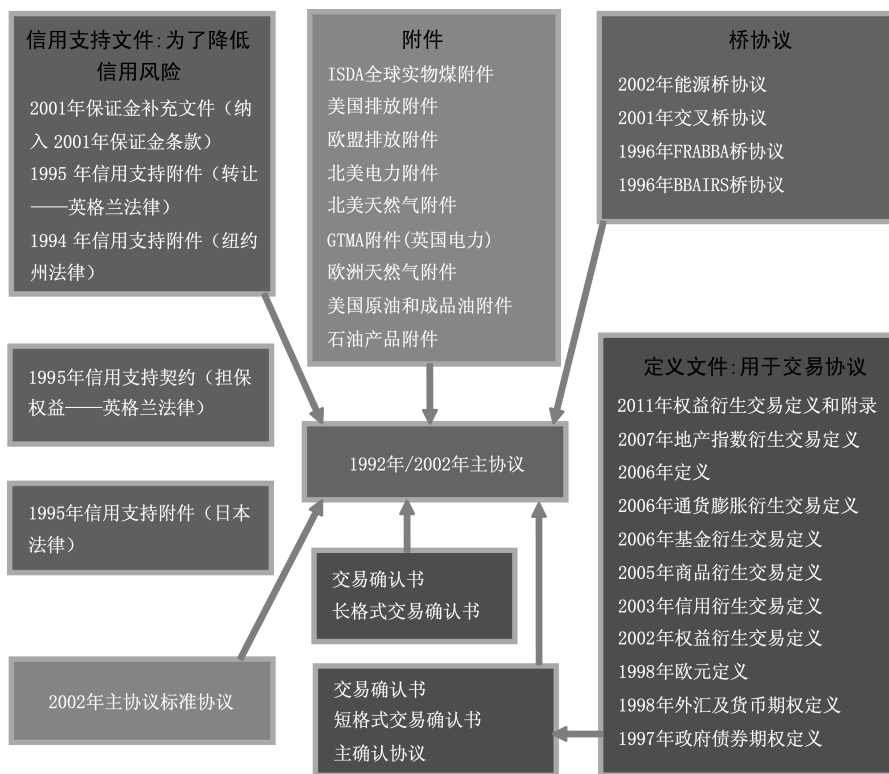


图 1-9 ISDA 协议整体框架图

资料来源：ISDA。

表 1-2 ISDA 主协议文件一览表

主协议 (Master Agreement)	
1992/2002 年主协议	1992/2002 Master Agreement
标准协议 (Master Agreement Protocol)	
2002 年主协议标准协议	2002 Master Agreement Protocol

续表

附件 (Annex)	
ISDA 全球实物煤附件	ISDA Global Physical Coal Annex
美国排放附件	US Emissions Annex
欧盟排放附件	EU Emissions Annex
北美电力附件	North American Power Annex
北美天然气附件	North American Gas Annex
GTMA 附件 (英国电力)	GTMA Annex (UK Power)
欧洲天然气附件	European Gas Annex
美国原油和成品油附件	US Crude Oil and Refined
石油产品附件	Petroleum Products Annex
交易确认书 (Transaction Confirmations)	
长格式交易确认书	Long form Confirmations
短格式交易确认书	Short form Confirmations
主确认协议	Master Confirmation Agreements
信用支持文件 (Credit Support Documents)	
2001 年保证金补充 (纳入 2001 年的保证金条款)	2001 Margin Supplement (Incorporating 2001 Margin Provisions)
1995 年信用支持附件 (转让——英格兰法律)	1995 Credit Support Annex (Transfer-English Law)
1994 年信用支持附件 (纽约州法律)	1994 Credit Support Annex (New York Law)
1995 年信用支持契约 (担保权益——英格兰法律)	1995 Credit Support Deed (Security Interest-English Law)
1995 年信用支持附件 (日本法律)	1995 Credit Support Annex (Japanese Law)
桥协议 (Bridge)	
2002 年能源桥协议	2002 Energy Agreement Bridge
2001 年交叉桥协议	2001 Cross-Agreement Bridge
1996 年 FRABBA 桥协议	1996 FRABBA Bridge
1996 年 BBAIRS 桥协议	1996 BBAIRS Bridge
交易定义文件 (Definition Documents)	
1991 年定义	1991 ISDA Definitions
1992 年 ISDA 美国市政交易方定义	1992 US Municipal Counterparty Definitions
1993 年商品衍生交易定义	1993 ISDA Commodity Derivatives Definitions
1996 年权益衍生交易定义	1996 ISDA Equity Derivatives Definitions
1997 年政府债券期权定义	1997 Government Bond Option Definitions
1997 年金银贵金属定义	1997 ISDA Bullion Definitions
1998 年外汇及货币期权定义	1998 FX & Currency Option Definitions
1998 年欧元定义	1998 ISDA Euro Definitions
2000 年定义	2000 ISDA Definitions
2002 年权益衍生交易定义	2002 ISDA Equity Derivatives Definitions

续表

交易定义文件 (Definition Documents)	
2003 年信用衍生交易定义	2003 ISDA Credit Derivaives Definitions
2005 年商品衍生交易定义	2005 ISDA Commodity Derivatives Definitions
2006 年定义	2006 ISDA Definitions
2006 年基金衍生交易定义	2006 ISDA Fund Derivatives Definitions
2006 年通货膨胀衍生交易定义	2006 Inflation Derivatives Definitions
2007 年地产指数衍生交易定义	2007 Property Index Derivatives Definitions
2011 年权益衍生交易定义和附录	2011 ISDA Equity Derivatives Definitions and Appendix

资料来源：ISDA。

(二) ISDA 主协议的两大核心——单一协议制度和净额结算制度

ISDA 主协议的核心由单一协议制度与净额结算制度两大基础性制度构成。这两项制度相辅相成，共同构成了 ISDA 主协议的核心，有效地推动了主协议在场外衍生品市场中的发展。

1. 单一协议制度。单一协议制度的本质就是将主协议作为整个文件群的唯一代表，标准化文本以及在此基础上签订的所有协议将被视为同一个法律关系，双方进行的每一次交易均是这个合同法律关系下的一项具体交易。

主协议 1 (c) 款明确规定，“所有交易之进行乃基于信赖本主协议以及所有确认书构成双方之间之单一协议，否则双方不会进行任何交易”。围绕这一原则，ISDA 文件群架构如图 1-10 所示，各类文件的具体作用如下：

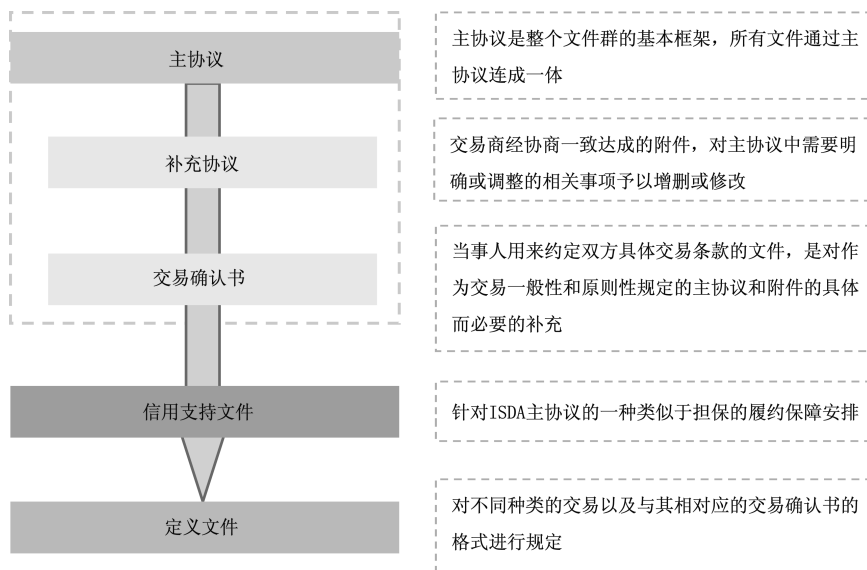


图 1-10 ISDA 主协议文件群架构

主协议是整个文件群的基础框架，所有的协议和文件都围绕主协议联成一个有机整体。主协议的签订目的在于规范当事人之间达成的一系列交易和行为。从内容上看，主协议主要由格式条款组成，其中，除名称和日期外，当事人可通过附件修改主协议中的相关条款或者选择是否适用主协议中的某些条款。主协议一旦签订，便成为当事人之间最基本的法律约束，之后当事人之间发生的所有具体交易均不得违反相关的规定。

补充协议（也称作附件）是主协议不可分割的组成部分，对衍生产品交易具有重要的意义。在 ISDA 主协议制度下，交易者在签订主协议的同时，往往一并签订经协商一致达成的补充协议，它对主协议中需要明确或调整的相关事项予以增删或修改。可见，主协议的补充协议才是当事人为控制自身法律风险而进行博弈的主要对象。

交易确认书是当事人用来约定双方具体交易条款的文件，它是对作为交易一般性和原则性规定的主协议和附件的具体而必要的补充。通过交易确认书，双方当事人既可以确定每笔交易的具体条款，也可以针对该笔交易对主协议及附件的内容作相应的修改。如双方当事人已经签署了 ISDA 主协议及附件，则交易确认书构成对 ISDA 主协议的补充，对双方当事人具有约束力。虽然交易确认书受主协议管辖，但当确认书就单笔交易的约定与主协议及附件的约定发生冲突时，以交易确认书为准。

信用支持文件是针对 ISDA 主协议的一种类似于担保的履约保障安排。考虑到各国担保法律制度可能相去甚远，ISDA 组织分别编制了五份以不同法律制度为背景的担保类文件，供当事人根据交易情况及不同的法律适用和司法管辖选择使用。

定义文件对不同种类的交易以及与其相对应的交易确认书的格式进行了规定。

总体而言，ISDA 主协议的单一协议制度通过标准化文本降低了交易双方的时间成本和谈判成本。交易双方无须就法律、信用条款等细节问题进行谈判，可以将精力集中在经济条款谈判上，有效地提高了市场的整体交易效率。另外，单一协议制度还降低了结算时双方承担的信用风险，并有效地避免了协议一方出现破产事件时选择性执行部分协议的行为，为交易者提供了必要的法律保护。

2. 净额结算制度。ISDA 主协议为交易双方提供了净额结算的制度，因为交易双方往往不是仅有一笔交易，而是一系列交易，互有盈亏，可以相互抵销，按照净额进行结算，可降低交易成本和交易双方的违约风险。

主协议规定，在场外交易中，双方计算出各自的合约价值后，以净额而非总额进行结算。每笔交易的价值计算都必须以双方在市场上获取同样敞口的必要成本作为合约的市场价值。在结算日期，若双方当事人均须以相同货币向另一方付款，则他们之间的付款义务可以进行冲抵，只需要交割双方的结算净额即可。在净额结算制度下，仅由原支付义务数额较大的参与方向对手进行净额支付，极大地降低了交易双方的风险。尤其在互换衍生品中，双方的交割金额往往很高，而净额结算则有效降低了对双

方的流动性要求。净额结算制度，既可以针对一个具体的交易项，也可以针对整个 ISDA 主协议项下所涵盖的多笔交易。在多笔交易净额结算中，交易双方可以在附件中选择是否执行该选项。在互换等场外衍生品市场中，很多交易商都会选择 ISDA 跨产品的多笔交易净额结算方式。

净额结算不只适用于正常终止的合约，对于违约事件或终止事件导致的提前结束的合约同样适用，该条款也被称为终止净额结算制度。在终止净额结算制度下，当发生合约提前终止时，交易双方之间所有现存未到期交易结束，并对上述提前终止的交易计算盈利和亏损轧差结算净额，以该净额的价值作为交易双方权利义务的最终确定金额，以替代或更新之前存在于双方之间的权利义务。终止净额结算制度在主协议中有非常完整的体现。值得注意的是，终止净额结算的优先级要高于正常结算条款。

净额结算制度有效降低了场外衍生品市场的系统性风险。一方面，在净额结算制度下，交易对手的风险敞口大大降低，有助于控制交易对手的信用风险；另一方面，净额结算有利于金融机构提高资本金的利用效率，降低了流动性风险。

总而言之，净额结算制度与单一协议制度共同构成了主协议制度在市场上普及的核心动力。单一协议是主协议的基础与前提，单一协议使净额结算制度成为可能。只有在单一协议前提下，交易双方才能将所有未到期的交易视为一个整体，从而计算整体合约价值数额。只有在单一协议下，交易一方由于主观或客观的原因未履行任何一个文件或交易项下的义务，才会被视为整个协议的提前终止，另一方因此得以启动主协议项下的违约事件或终止事件处理程序，以维护自身权益。从风险控制角度讲，单一协议与净额结算制度均有降低和控制信用风险的目的，在两者的共同作用下，场外衍生品市场的系统性风险可被有效降低，市场整体效率可得到极大提高。

七、全球场外衍生品的历史与现状是怎样的？

衍生品的历史悠久。有人认为，《创世纪》第 29 章记录的雅各布（Jacob）用为拉本（Laban）工作 7 年换取迎娶他的女儿的权利——期权，是最早的衍生品。也有人认为，古美索不达米亚时期，美索不达米亚人通过与其他地区的人签订未来食物供应的合约——在合约签订时，买方即向卖方支付价款（可以是谷物，也可以是银币），而卖方则在收获谷物或其他作物后以实物形式偿还贷款（交割）——远期，为最早的衍生品。不管怎么说，衍生品交易至少拥有了将近 4 000 年的历史。

在之后很长的一段时间里，衍生品虽然取得了一定发展，但其发展一直都很缓慢，默默无闻。直到 20 世纪 70 年代，随着经济全球化的发展，特别是布雷顿森林体系瓦解，浮动汇率代替了固定汇率，并且不少国家逐步放松了利率管制，全球金融自由化

的浪潮导致各国汇率、利率剧烈波动，金融市场风险不断增大，传统的财务风险管理已经不能满足人们的需求，迫切需要一种新的方式来有效地管理、规避风险。所以金融机构才不断创立新的金融工具以满足跨国企业、贸易商、交易者规避风险的需求，这种情况下，金融衍生品获得了前所未有的蓬勃发展。

2000年，欧元的使用极大地促进了衍生品市场的发展，特别是利率衍生品市场。2000年以前，很多专业人士，包括美国期货业协会（FIA）的衍生品专家、年度市场报告主要撰写人 Galen Burghardt 都曾经预测欧元的推出会使得利率产品的交易量有所下降。而实际情况是，欧元的推出造就了更广阔和更具流动性的市场，推动了欧洲衍生品市场，特别是利率衍生品市场的持续高速发展。图 1-11 为国际清算银行统计的场外衍生品市场未平仓名义金额历史变动图。

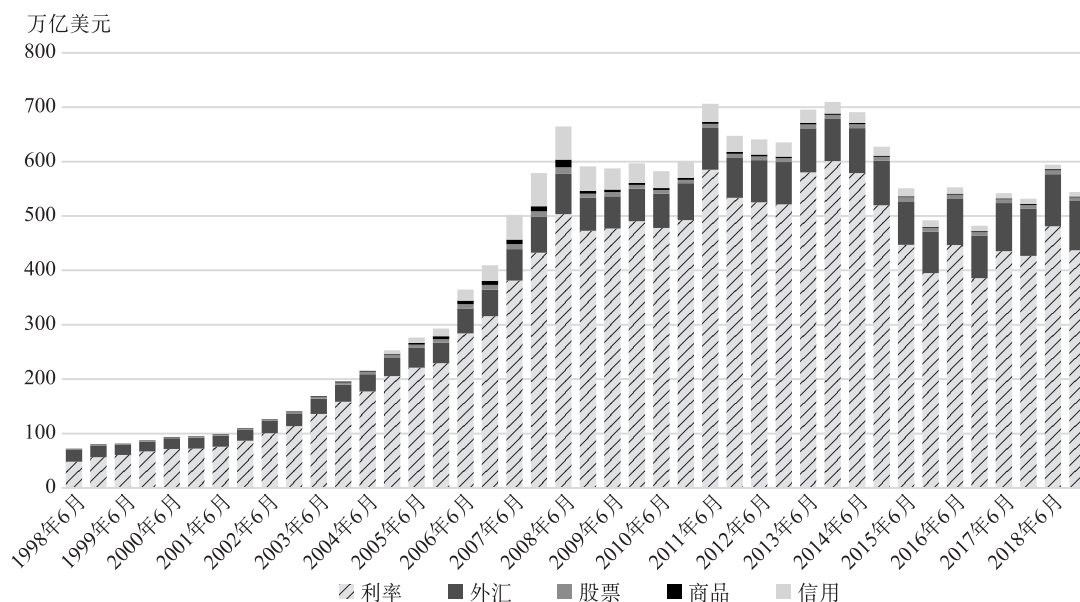


图 1-11 场外衍生品市场未平仓名义金额

注：信用违约互换自 2014 年 12 月底开始统计。

资料来源：国际清算银行（Bank for International Settlements, BIS）。

据 BIS 统计，截至 2018 年 12 月，在金融衍生品的未平仓名义金额中，按交易对象划分，利率类衍生品占了绝对优势，比重为 80.31%；其次是外汇类衍生品，占到 16.67%。信用违约互换（Credit Default Swap, CDS）是 21 世纪以来发展最快的金融衍生品，2004 年国际清算银行（BIS）第一次将其编入报告中时其名义金额便达到 6.4 万亿美元，该数据是 2001 年的 6 倍。之后几年，CDS 仍保持快速增长。受次贷危机的影响，CDS 自 2008 年开始下降，所占比重也从最高的 9.94% 降至 2018 年的 1.50%。然而，即使遭受了挫折，CDS 依然排在利率、外汇之后，是场外衍生品市场的第三大衍生品品种（见图 1-12）。

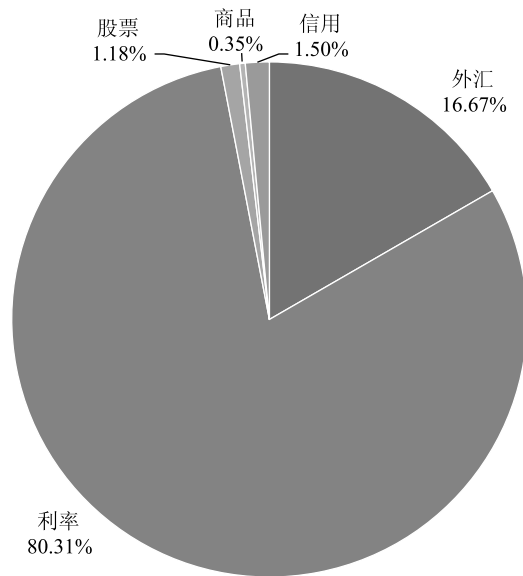


图 1 - 12 2018 年 12 月场外衍生品市场未平仓合约规模的品种分布
资料来源：国际清算银行（BIS）。

八、场外衍生品市场的参与者有哪些？

国际清算银行（BIS）将场外衍生品市场参与者分为报告交易商、其他金融机构和非金融机构三大类。

报告交易商主要是以商业银行和投资银行为主，它们是整个场外衍生品市场的核心，起着主导作用。

从图 1 - 13 以及图 1 - 14 可以看出，在 2008 年金融危机以后的两年时间里，以银行（包括投资银行）为代表的报告交易商的未平仓金额明显减少，而其他金融机构和非金融机构的未平仓金额只有少量减少，市场份额有所增加。

2010 年以后，场外衍生品市场重新得到快速发展，以银行（包括投资银行）为代表的报告交易商的未平仓金额和占比明显增加。

不同的机构、不同的参与者在场外衍生品市场中扮演着不同的角色。

（一）商业银行和投资银行

以银行为代表的交易商在现代场外衍生品市场处于核心地位，它不仅是市场的组织者，也是市场的参与者。传统的场外衍生品市场上，以银行为代表的交易商主要提供中介服务，将客户的衍生品需求集中到自己的柜台或者市场进行搭配交易，以赚取

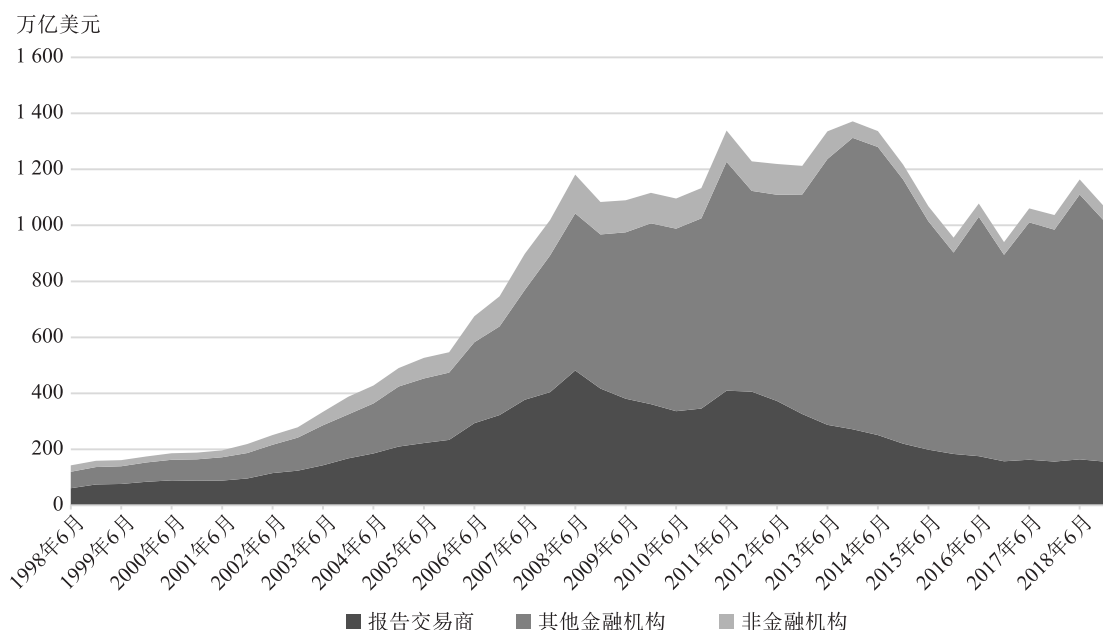


图 1-13 场外衍生品市场各类参与者的未平仓名义金额

资料来源：国际清算银行（Bank for International Settlements, BIS）。

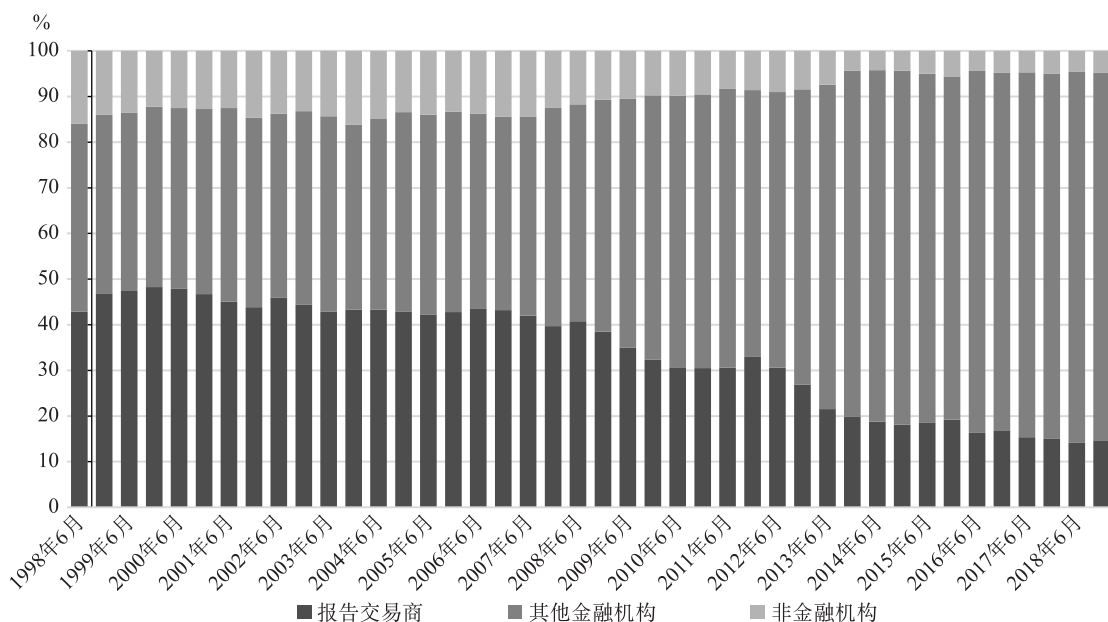


图 1-14 场外衍生品市场各类主体的未平仓合约规模占比

资料来源：国际清算银行（BIS）。

交易佣金。

随着市场的发展，交易商不再只是配对交易的中介，而是改为与交易双方分别签

订合约，利用自有资金和信誉为交易双方担保，提供管理合约违约风险的服务，以赚取衍生品买卖价差。同时，银行本身也需要衍生品来管理，对冲自身的利率风险、信用风险等。特别是信用衍生品，银行需要利用信用衍生品将信用风险转移出银行系统。因此，很大程度上银行也是衍生品的直接提供商。

（二）基金公司

基金公司管理的基金分为对冲基金和共同基金，两者无论在市场定位、投资策略或者交易行为上都存在巨大差异。对冲基金往往以资本增值为目标，追求高风险、高收益，使用金融衍生品的现象非常普遍，金融衍生品在其资产配置中的地位日益突出。对冲基金往往利用衍生品的杠杆作用，以小博大，或者用来提高资产配置组合的收益水平，同时进行现金流管理，控制流动性风险。在场外衍生品市场领域，对冲基金的风险管理模式与银行、证券公司等金融机构的风险管理模式不同，对冲基金是非常规风险的承受者，帮助熨平市场波幅，是市场中必不可少的参与者。另外，其激进的投资风格使其很容易在危机中付出巨大的代价，陷入亏损的漩涡，这也增加了市场整体的波幅。

共同基金与对冲基金的投资理念截然不同，它在安全、稳定的基础上追求收益，操作更为稳健。运用衍生品是以避险为主要目的的，其次是进行现金的证券化，减少因持有现金而损失的机会成本。另外，运用衍生品可以进行流动性风险控制，提高资产配置效率，仅有极少数是用于投机。共同基金稳健的投资风格，较少涉足高风险的衍生品，特别是信用衍生产品市场，因此，在金融危机期间并没有受到显著的冲击，在细分的传统客户中，交易量下降的幅度最小。

（三）保险公司

保险公司在衍生品市场中扮演着多重角色。首先，作为经营风险的机构，保险公司需要利用衍生品工具来分散风险，包括利用衍生品管理利率风险、外汇风险等。其次，不同的保险业务具有不同的风险，需要使用不同的衍生品。例如，人寿保险对利率衍生品的需求较多，财产保险则偏重于投资收益风险，要更多地使用权益类和外汇类衍生工具。保险公司在衍生品市场的积极参与，极大地促进了场外衍生品市场的发展，特别是信用衍生品市场。

（四）非金融机构

各个行业受金融国际化和贸易国际化影响日益加深，受利率、外汇波动的影响同样日益加深。国际互换与衍生产品协会（ISDA）2009年4月的调查报告指出，全球500强企业中94%的企业使用衍生品来管理或对冲其面临的风险，对冲利率风险和汇

率风险的企业分别占到了 92% 和 85%。发达国家和地区的企业，具有较强的风险管理意识和较高的风险管理水平，会更多地通过金融衍生品来管理风险。

九、我国场外衍生品市场的发展及现状如何？

1997 年 1 月 18 日，随着《中国人民银行远期结售汇业务暂行管理办法》的发布，揭开了我国场外衍生品交易的历史。至今，我国场外衍生品市场体系日益完善，交易规模快速增长，市场参与者多元化特征显著，标的资产覆盖主要大类资产，衍生品结构日渐丰富。

（一）市场体系

目前，我国场外衍生品市场已经逐渐形成了以商业银行为主导的银行间场外市场，以证券公司为主导的柜台交易市场和以期货风险管理公司为主导的大宗商品类场外市场。

商业银行是国内最早开展场外衍生品业务的金融机构。在 2005 年，银行间市场推出债券远期交易，标志着我国银行间衍生品市场的初步建立。后来，人民币利率互换、远期利率协议、人民币外汇远期和掉期等品种陆续上市。随着我国利率和汇率市场化进程的不断推进，众多金融机构和实体企业面临越来越显著的利率风险和汇率风险，对相关风险管理工具的需求越来越多，带动银行间场外衍生品市场规模不断扩大，产品创新日益增多。

2013 年以来，中国证券业协会发布《证券公司金融衍生品柜台交易业务规范》及相关配套文件，开始了证券公司场外衍生品业务的试点工作。获得试点资格的证券公司陆续推出场外期权和收益互换等场外衍生品，挂钩于权益类资产，为各类权益资产投资者提供了定制化的资产配置和风险管理工具。

2013 年，中国期货业协会发布了《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》，拓宽了期货公司的业务范围，激发了期货公司进行产品创新和服务实体经济的动力。期货公司通过子公司开展场外衍生品业务，为实体企业量身定制大宗商品类衍生品作为风险管理的工具，也充当交易对手为金融机构的复杂金融产品提供对冲方案，使期货公司成为中国场外衍生品市场体系中不可缺少的构成部分。

（二）交易规模

银行间市场是场外衍生品交易的主要市场。2018 年，银行间场外衍生品市场累计成交金额为 134.91 万亿元，交易的主要品种是利率和汇率类衍生品。其中，汇率类衍

衍生品交易规模为 113.83 万亿元，占当年成交额的 84.12%；利率类衍生品交易规模为 21.09 万亿元，占当年成交额的 15.88%。汇率类衍生品占比较大，反映出我国经济开放的步伐越迈越大，各类实体企业境外业务规模扩大，越来越多的外资投资中国，对人民币汇率风险管理工具的需求不断提高。

证券公司和期货公司的场外衍生品业务处于试点阶段，市场交易规模虽然出现过高速增长，但是受多方面因素影响而出现较大波动。2018 年，证券公司场外衍生品业务累计新增初始名义本金 8 772.06 亿元，同比增长 17.13%，相比往年增速放缓。

2017 年，期货风险管理公司衍生品业务累计新增初始名义本金 3 282.20 亿元，同比增长 10 倍。2018 年末，期货公司的场外衍生品业务累计名义本金存量为 571.05 亿元，受政策红利影响，远期、互换、期权业务分别同比增长 79 679%、690% 和 519%，虽然总体交易规模不大，但增幅显著，处于高速上升期。其中，场外期权业务占比遥遥领先。

（三）市场参与者

近年来，场外衍生品的市场参与者呈现多元化趋势。在银行间场外衍生品市场，商业银行和证券公司等银行间金融机构以及众多实体企业是主要的参与者，商业银行通过场外衍生品为其他金融机构和非金融机构提供风险管理服务，充当交易对手。此外，商业银行和部分金融机构作为资产管理者，其发行的资产管理产品也可以作为市场主体从而参与场外衍生品的交易。

在以证券公司和期货公司为主导的场外衍生品市场中，证券和期货经营机构充当场外衍生品的提供者和交易对手，为其他金融机构，如商业银行及其资管产品、私募基金等提供风险管理、资产配置和杠杆投资的工具，也为实体企业提供价格风险管理的工具。此外，在某些交易中，证券公司也充当期货公司的交易对手，特别是当期货公司在特定的场外衍生品业务中承接了实体企业或者其他金融机构的价格风险时。但是，当期货公司自身尚不具备相应风险对冲能力的时候，它通常将风险转移给报价更高、交易能力更强的证券公司。

虽然市场参与者众多，但是监管政策要求金融机构制定和实施较为严格的投资者适当性制度，所以，不同的参与者可以开展的场外衍生品交易并不完全相同。总体而言，场外衍生品市场的参与者以机构投资者为主，个人通常通过金融机构发行的各类资产管理产品而间接地参与场外市场。

（四）标的资产

目前，国内场外衍生品市场上交易的衍生品合约，其标的资产范围日益扩大，逐渐覆盖了利率、汇率、权益和大宗商品等主要大类资产。

银行间场外衍生品业务以汇率类衍生品为主，人民币兑美元的汇率是最主要的标的，人民币兑欧元、兑英镑等的汇率也是汇率类场外衍生品重要的标的资产。此外，由于中国有相当多的实体企业在南美、东南亚和非洲等地开展境外业务，对当地货币与美元之间的汇率类衍生品也有一定的需求。在利率类衍生品方面，其规模低于汇率类衍生品，主要是金融机构之间用其来对冲利率风险或者利用其进行杠杆投资，也有部分实体企业使用利率类产品来管理融资业务的利率风险。

证券公司场外衍生品业务中的场外衍生品主要以权益类资产为主要标的，但范围较广，包括 A 股股指、A 股个股、黄金期/现货、其他期/现货、境外标的和其他。其中，A 股股指标的的主要为沪深 300、中证 500 和上证 50 等具有代表性特征且具有相应的场内衍生品的股票价格指数，A 股个股则主要以蓝筹股和指数成分股为主。权益类场外衍生品是证券公司交易的最主要的场外衍生品。

期货公司的场外衍生品业务以大宗商品类场外衍生品为主，金融类衍生品占比较低。期货公司通过子公司开展场外衍生品业务，通过大宗商品类远期、互换和期权等为实体企业规避采购、库存和销售等环节中存在的价格风险，或者协助盘活实体企业的沉淀资金。

十、我国场外衍生品交易主协议有哪些内容？

目前，我国的场外衍生品市场分为银行间市场主导的部分和证券期货经营机构主导的部分，在分业经营、分业监管的格局下，二者所用的场外衍生品交易主协议有所不同，下面将分别介绍银行间市场的衍生品交易主协议和证券期货市场的场外衍生品交易主协议。

（一）中国银行间市场金融衍生品交易主协议

中国银行间市场交易商协会（NAFMII）作为银行间市场的自律组织首次将 ISDA 主协议引入中国，其在 2007 年制定了《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》（简称“2007 年版 NAFMII 主协议”）。中国外汇交易中心也发布了被业内称为 CFETS 主协议的标准文本，适用范围为通过中国外汇交易中心系统进行的人民币外汇衍生品交易。为了统一市场标准，2009 年 3 月 16 日，中国人民银行和国家外汇管理局同意中国银行间市场交易商协会发布新的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》（即 2009 年版 NAFMII 主协议，简称“NAFMII 主协议”）。

与 ISDA 主协议类似，NAFMII 主协议同样采用了单一协议制度和净额结算制度，其文件群包含主协议、补充协议、交易有效约定、履约保障文件及定义文件。其中，

主协议的内容以及细则规定既接近于 ISDA 主协议，又与国内实情紧密相连。

NAFMII 主协议覆盖了利率类、债券类、外汇类、信用类等大部分种类的金融衍生品，具有广泛的适用性。以定义文件为例，它以适用性为基本出发点，对于市场上已推出的产品注重概念的周延性和精确性，并做了适度扩展，以引导市场惯例制度化。对于尚未推出但具有市场前景的产品，也充分考虑到国内市场的特点，并做出了框架性的选择，具有一定的先导性作用。

NAFMII 主协议明确了违约或终止事件发生时的净额结算制度。终止净额结算缩小了交易对手方之间的信用风险敞口，也降低了金融机构监管所需的风险匹配资本要求，从而提高了整个市场的效率，降低了系统风险和处理成本。

NAFMII 主协议为履约保障提供了开放性选择机制，安排了交易双方之间提供履约保障品、第三方担保等形式。其中，转让式履约保障和质押式履约保障制度充分吸收了中国市场的实践基础（即质押担保仍占重要地位），使之覆盖范围较 ISDA 主协议更为广泛，具有鲜明的原创性和本土性。

金融机构在银行间市场开展利率和外汇衍生品交易时需签订中国银行间市场交易商协会发布的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（NAFMII 主协议）》。

《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（NAFMII 主协议）》是供银行间金融衍生品交易双方使用的规范、标准合同文本。主协议不仅通过了为金融衍生品交易设立相对固定的交易条件以及较为明确的违约处理机制，方便共同采用主协议的市场参与者便捷地达成交易，减少了大量重复性劳动和文本制作成本，提高了交易效率，降低了法律风险，而且主协议中关于单一协议和终止净额等基础制度安排，也可以有效降低金融衍生品的系统风险。采用同一主协议的市场参与者范围越广，这一作用的效果就越明显。国际上许多场外金融衍生品交易市场均存在由自律组织制定和发布的标准化场外金融衍生品交易主协议。

在我国场外金融衍生品市场发展之初，由于缺乏经验以及自律组织缺位，市场参与者往往签订简单的一对一合同，或者照搬 ISDA 主协议等国际通用主协议文本。但是，随着市场的发展，市场规模和参与者数量不断增加，我国场外衍生品市场需要一个能够覆盖多个产品、统一的金融衍生品交易主协议。2007 年，NAFMII 发布了适用范围包括但不限于利率衍生品交易、债券衍生品交易、汇率衍生品交易和信用衍生品交易的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2007 年版）》（简称 2007 年版 NAFMII 主协议），国家外汇管理局发布了《全国银行间外汇市场人民币外汇衍生产品主协议》（简称《CFETS 主协议》）。由于两份协议并存，存在重叠管辖的问题，人民银行决定对其合并。2009 年《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009 年版）》正式发布。

《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009 年版）》整体采用文件群形式，

由主协议、补充协议、转让式履约保障文件、质押式履约保障文件及定义文件组成。主协议、补充协议以及交易有效约定共同构成了交易双方之间单一协议和完整协议。单一协议原则的确立为终止净额制度的实施提供了重要基础。

主协议是文件群的核心文件，共 25 条，主要分为 3 个部分：

1. 基础性条款（第一条至第五条）明确了主协议文件群的构成与各文件间的效力等级以及单一协议原则、主协议的适用范围、交易双方需要做出的声明与保证、交易正常履约情况下交易双方的支付或交付义务，以及交易双方可能采用的履约保障机制等。

2. 核心条款（第六条至第十一条）分别就违约事件和终止事件的类型、对某一事件可能同时具备违约事件和终止事件构成要素的情况下的事件等级、发生违约事件和终止事件后的处理，以及各种未能正常履约情形下的利息计算与支付安排等做出约定。

3. 辅助性条款（第十二条至第二十五条）对主协议项下的合同货币与终止货币、抵销机制、转让机制、权利保有、电话录音、保密与信息披露、争议解决、通知方式与生效、费用、标题、累积补救、协议的修改、协议的签署和定义等一般性问题进行了约定。

补充协议是供交易双方对主协议进行修改或补充时的示范文件，对主协议中需双方另行约定的多笔交易支付净额、履约保障、特定实体、特定交易违约、交叉违约、公允市场价值计算方法等条款预置了选项或提示。

质押式履约保障文件和转让式履约保障文件均是为保障交易履行而签署的支持性文件。从法律关系上说，转让式履约保障文件是主协议的补充，是一种交易有效约定，为单一协议的一部分，参与终止净额结算；质押式履约保障文件与主协议属主合同与从合同的关系，不参与终止净额结算。两份文件均分为标准条款和补充条款两部分，对各自履约保障形式下的释义与效力等级、交付金额与返还金额、计算与估值、保障品替换、计算与估值争议处理、利息金额以及定义等问题进行了约定。根据履约保障形式的不同特点，质押式履约保障文件对履约保障品的担保范围、无须履行义务的情况、质权设立与解除方式、出质方和质权方享有的救济权利等进行了约定；转让式履约保障文件对履约保障品的转让和提前终止处置等进行了约定。

定义文件为一份独立的参考文件，供交易双方在交易有效约定中引用，以降低交易双方因对相关术语理解不一致而产生的纠纷或法律风险，提高交易效率。定义文件是对金融衍生品交易中所使用的交易术语进行界定的文件，分为一般定义、利率衍生品、债券衍生品、汇率衍生品和信用衍生品五大部分。

NAFMII 主协议的诞生正式宣告了我国场外衍生品市场进入了标准化时代。目前，NAFMII 主协议的发布目的和运用范围都是围绕银行间金融衍生品市场运行的，而场外商品衍生品市场的统一交易规范却仍停留在空白阶段。我国场外商品衍生品市场还

处于起步阶段，仍存在诸多问题和风险，还缺乏有效监管，也缺少统一交易标准。

主协议制度的本质就是为高度定制的场外市场提供必要的交易标准，进而降低市场交易成本，减少系统性风险，并最终带来市场效率的提高。我国场外商品衍生品市场引入主协议制度，提供统一的标准交易制度，有利于我国商品衍生品市场在市场组织形式、资本金、商品类别和品种、交易形式、交易规则、风险管理制度等方面进行统一规划。

我国场外商品衍生品市场交易主协议可以借鉴 ISDA 主协议的基本架构，单一协议制度是 ISDA 主协议的立足之本，其有效性及可行性早已被国际市场所证实。因此，引入主协议制度时，在文件架构设计上采用以主协议加附件（补充协议）再加交易确认书（交易有效约定）的单一协议框架，辅之以信用支持文件和定义文件，构成完整的文件群。NAFMII 主协议采用单一协议制度验证了其在国内市场中能够切实提高市场的运行效率。

净额结算制度同样是 ISDA 主协议不可或缺的组成部分。该制度的设计充分考虑了市场运行的实际情况，在为交易双方提供信用保障的前提下降低了交易者的流动性要求。场外商品衍生品市场在发展初期，其产品结构以远期为主，未来随着互换等衍生品的出现，采用净额结算制度能够切实有效地降低单笔或多笔交易之间的流动性风险，从而使整个市场的运行效率得到提高。

在设计我国场外商品衍生品市场的主协议制度时，还可以根据我国市场的实际情况增加必要的协议原则和细则，从而更好地指导市场主体参与市场交易。具体包括：

1. 严格市场准入制度原则。场外商品衍生品市场的本质属性是为具有现货交易需求的企业提供风险管理工具，因此，其交易主体应为存在购销需求的行业企业，限制个人和非相关企业的进入，严格管理市场交易主体，增加市场准入门槛，可以规避过度投机问题。

2. 信息披露。场外商品衍生品市场是一个透明度不足的市场，主协议制度仅为双方交易提供了规范性约束，并不涉及对市场的监管。但是，可以要求交易双方必须遵守法律关于信息披露的要求，待相关法规出台后，能够促使双方依法进行信息披露。

3. 争议解决。场外商品衍生品市场中，交易双方可能在交易过程中存在纠纷，协议中可以约定仲裁机构。若交易双方不进行协商或协商未果，可将争议、纠纷或索赔提交至仲裁机构以仲裁方式解决。若交易双方不采用仲裁，则可另行约定诉讼方式。

（二）中国证券期货市场场外衍生品交易主协议

1. 演变过程。为了对证券业的场外衍生品业务进行管理，2013 年 3 月，中国证券业协会发布了《中国证券市场金融衍生品交易主协议（2013 年版）》及补充协议，同时还发布了《证券公司金融衍生品柜台交易业务规范》和《证券公司金融衍生品柜台

交易风险管理指引》，对证券业的场外衍生品业务进行规范，并要求证券公司签署主协议后在中国证券业协会进行备案。

2014年8月，随着期货公司的场外衍生品业务试点的推开，为解决跨行业进行场外衍生品交易的问题，中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会在《中国证券市场金融衍生品交易主协议（2013年版）》的基础上，联合制定发布了《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议（2014年版）》及补充协议，使其适用范围扩大到基金、期货市场，证券公司、基金公司和期货公司在签署《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议（2014年版）》及补充协议后，在各自分属的协会进行备案。同时发布的还有《中国证券期货市场场外衍生品交易权益类衍生品定义文件（2014年版）》。2015年，三家协会发布了《中国证券期货市场场外衍生品交易商品衍生品定义文件（2015年版）》。

2018年12月，中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会将《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议（2014年版）》的名称修改为《中国证券期货市场衍生品交易主协议》（简称《SAC主协议》），其适用范围明确为除信用保护合约外的场外衍生品，也就是说，新的主协议将不适用于信用保护合约交易。此外，中国证券业协会也针对新老版本的衔接做了规定，以前签署的《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议（2014年版）》及补充协议将继续有效，交易双方如需开展新的证券期货市场场外衍生品交易，应当签署2018年新版主协议及补充协议。

2. 针对信用保护合约的主协议。信用保护合约是由交易双方一对一协商达成的创新性金融衍生品。在约定期内，合约卖方替合约买方承担合约中参考实体、特定债务种类及其他具备债务特征的债务的相关信用风险，同时定期按照约定向合约买方收取保护费用；当发生信用事件或违约事件时，合约卖方按合同条款对合约买方进行赔偿。信用保护合约与NAFMII推出的信用风险缓释合约较为类似，二者与国际上常见的信用违约互换（Credit Default Swap, CDS）在本质上也并无太大区别，均是为底层资产的违约风险提供保护措施的一种衍生工具。

针对信用保护合约交易，三家协会在2018年12月发布了《中国证券期货市场衍生品交易主协议（信用保护合约专用版）》（简称《信用版SAC主协议》）。《信用版SAC主协议》是在《SAC主协议》的基础上制定的，内容与《SAC主协议》相比大同小异，有部分细微的调整，如在通知期限及履约宽限期方面较为宽松等。此外，《信用版SAC主协议》还对协议项下支付货币、违约事件（或潜在违约事件）与终止事件的构成和处理、适用法律及争议解决、通知送达等方面的内容进行了相应调整与细化。

《信用版SAC主协议》与《SAC主协议》最大的不同在于：《信用版SAC主协议》不允许对协议下的权利及义务进行转让，转让也无效，且在协议中明确了交易双方应

及时将《信用版 SAC 主协议》和补充协议（及其修改）送中国证券业协会备案，即《信用版 SAC 主协议》的备案仅能在中国证券业协会进行。

3. 《SAC 主协议》的主要内容。从结构上来看，《SAC 主协议》与《NAFMII 主协议》基本类似，同样采用了包括单一协议、提前终止权、净额结算等主要机制，主要条款包括协议的构成，单一协议与协议效力等级，支付与交付义务，净额支付，违约事件，违约事件的处理，终止事件，终止事件的处理，终止净额的计算，利息、赔偿和费用，陈述与保障，适用法律及争议解决，通知，定义等。

《SAC 主协议》与《ISDA 主协议》的主要区别在于税务的安排，《SAC 主协议》与《NAFMII 主协议》的主要区别在于配套的定义文件，这样的差别使得《NAFMII 主协议》主要适用于银行间市场衍生品交易，而《SAC 主协议》则主要适用于证券期货经营机构开展的场外衍生品交易。