

推动大宗商品场外市场建设 提升衍生品市场服务实体经济能力*

对外经济贸易大学研究员、博士生导师 李正强



场外市场是衍生品市场的重要组成部分，在服务实体经济方面扮演着极为重要的角色。本文从衍生品市场的功能发挥与市场结构的关系、境内外场外市场的发展情况以及推进我国衍生品市场稳健发展的建议这三个方面就推动大宗商品场外市场建设、提升衍生品市场服务实体经济能力进行阐述。

一、衍生品市场的功能发挥与市场结构的关系

市场功能是市场结构和市场效率的函数，也就是说一个市场功能的发挥情况，取决于市场结构的完善和市场效率的提升。按照我国新颁布实

施的《中华人民共和国期货和衍生品法》（以下简称《期货和衍生品法》）规定，衍生品市场的功能包括价格发现、风险管理和资源配置三种。这些市场功能的发挥有赖于一个完善的市场结构。

衍生品市场结构包括以下几个方面：一是衍生品工具结构，说的是衍生品市场工具，即远期、期货、期权和互换四种基础工具是否完备；二是产品结构，包括大宗商品和金融产品两大类，产品结构决定了衍生品市场服务实体经济的领域和范围，同时也决定了在哪些领域和范围的实体企业可以利用衍生品市场来管理价格波动风险；三是交易场所结构，即场内市场和场外市场，说明的是衍生品市场以什么样的方式和在什么样的场所来为实体企业提供风险管理服务；四是市场参与者结构，包括个人、法人、产业客户和海外客户等。市场参与者结构决定了服务的群体和服务的对象。

衍生品市场的功能发挥还取决于市场运行效率，其中包括市场流动性、交易成本、交易便利性等内容。如果一个市场缺乏流动性、交易成本高、交易缺乏便利性，市场的功能发挥就会受到很大制约。

* 本文根据作者在第十九届上海衍生品市场论坛场外衍生品论坛上的演讲内容整理。

二、境内外场外市场的发展情况

（一）境外场外衍生品市场发展情况

纵观国际衍生品市场发展历程，场外市场的发展远早于场内市场。在衍生品市场基础工具里，最古老和最年轻的衍生品工具（远期和互换）都是场外市场。早在美索布达米亚文明时期，古巴比伦的《汉穆拉比法典》里，就有了允许转让和未来交割的买卖合约的存在，远期市场在那个时候就已经诞生。古希腊哲学家泰勒斯的故事，也是一个运用场外期权来实现财富增值的经典案例。从芝加哥商品交易所（CBOT）的发展历程来看，在 1848 年成立之初，其首先开展的是远期交易，到 1865 年才在小麦、大麦和燕麦品种上建立了期货交易的机制。这也是一个从场外远期交易到场内期货市场的发展过程。1973 年，芝加哥期权交易所（CBOE）成立，上市了全球第一个个股期权，而且是一个买权（即看涨期权）。1977 年，CBOE 上市了个股的卖权（看跌期权）。1982 年，CBOT、纽约商品交易所（COMEX）分别上市了白糖和黄金的商品期权。1983 年 CBOE 上市了股指期货。1998 年，纽约商业交易所（NYMEX）上市了 ETF 期权。很显然从国际市场来看，期权市场经历了长期的、漫长的场外市场的发展，在上个世纪的 70 年代才开始进入场内。从互换市场来看，其是在上个世纪 70 年代，在平行贷款、背对背贷款基础上发展起来的。后来新加坡交易所上市了铁矿石品种的场内互换。

其次从交易规模来看，场外市场的规模远大于场内市场。2021 年全球衍生品的持仓总金额大约是 678 万亿美元，是 2021 年全球 GDP 总量 96.1 万亿美元的 7.1 倍，其中主要是场外衍生品，其金额近 600 万亿美元，相当于 2021 年全球 GDP 的 6.2 倍；而场内的持仓金额约为 80

万亿美元，相当于 2021 年全球 GDP 的 0.8 倍。

根据国际清算银行数据，2021 年年末全球场外市场的名义本金规模为 598.4 万亿美元，其中商品场外衍生品的名义本金为 2.2 万亿美元，占总的场外衍生品的名义本金的规模较低，占比为 0.37%；互换与远期类产品为 1.71 万亿美元，占比达 77%。在外汇、利率、权益、商品和信用衍生品里，互换都是最主要的衍生工具。互换在外汇场外衍生品里占比 90%，利率类中占比 84%，权益类中占比 55%，商品类中占比 77%，信用类衍生品里占比 97%。

场外衍生品的规模占比大的原因主要是以下几个方面：首先场内市场主要解决标准化问题，它更多地强调普适性、通用性和代表性，但相对抽象，所以向实体企业介绍期货或场内期权时，在沟通上较为困难。场内市场要求高流动性，需要吸引风险的承担者进入市场进行交易，所以对市场参与者的交易技能有较高的要求，交易成本也相对高。相比之下，场外市场立足于满足个性化的风险管理需要，它的重点在于提供具体的解决方案。其次，场内市场的产品由交易所设计，并由交易所组织交易（许多市场还需要履行注册或审批手续）。交易所数量相对少，所以产品数量也相对较少。而场外的产品与服务主要是由金融机构提供。金融机构数量相对较多，点对点针对性强，所以它的产品种类很多，数量也很大。因此场内衍生品的数量难以和场外市场相比。

（二）我国场外衍生品市场发展情况

我国衍生品市场结构和发展路径不同于国际市场。我国衍生品市场是先从场内开始，再有场外。与国际市场相比，我国衍生品市场是“三多三少”，即“场内多，场外少”、“期货多，期权少”和“商品多，金融少”。我国场内市场的重点是为了解决价格发现问题，特别是在我国改

改革开放之初，由于我国正处在一个转轨时期，政府不再决定价格水平高低，这就迫切需要解决价格确定的问题，自然对场内的期货市场价格发现功能提出了直接要求。同时因为我国市场经济不够发达，市场主体不够丰富，加上国民经济的持续快速增长，来自于市场的风险管理诉求并不强烈，风险管理市场发展也就缺乏内在动力。

与美国衍生品市场相比，我国衍生品市场是先从场内商品期货依次发展到金融期货、金融期权和商品期权。美国衍生品市场是先从商品期货依次发展到外汇期货、个股期权和利率期货，从1982年开始又依次推出股指期货、商品期权和

股指期货，1998年推出了ETF期权。我国衍生品市场实际上是1991年才推出商品期货，然后是股指期货、利率期货、ETF期权、商品期权、股指期货。

我国场内衍生品市场在国际市场影响力不断提升。2021年我国上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所在全球主要交易所场内衍生品成交量排名都位列前10（表1）。同时，我国场内市场商品类衍生品在国际市场里占比很高，商品期货和商品期权已连续多年占据全球商品衍生品的半壁江山。2021年，我国商品类衍生品的成交量已经占到全球成交量的69.8%。

表1：2018–2021年全球主要交易所场内衍生品成交量情况（单位：百万手）

排名	交易所	2021年	2020年	2019年	2018年
1	印度国家证券交易所 (NSE)	17,255	8,850	5,977	3,790
2	巴西交易所 (B3)	8,756	6,308	3,881	2,574
3	芝加哥商业交易所集团 (CME Group)	4,943	4,821	4,830	4,845
4	洲际交易所 (ICE)	3,318	2,789	2,257	2,474
5	纳触克 (Nasdaq)	3,293	2,661	1,785	1,895
6	芝加哥期权交易所 (CBOE Holdings)	3,096	2,614	1,912	2,051
7	郑州商品交易所 (ZCE)	2,582	1,702	1,093	818
8	上海期货交易所 (SHFE)	2,446	2,129	1,448	1,202
9	大连商品交易所 (DCE)	2,364	2,207	1,356	982
10	韩国交易所 (KRX)	2,282	2,185	1,547	1,408

资料来源：FIA

我国场外市场也开始逐渐探索，目前形成了以银行间场外市场、证券期货行业场外市场和外资机构的柜台市场，这三大市场体系组成的场外衍生品市场结构。这三大市场体系所采用的主协议体系有所不同，产品结构也不同。银行间场外市场使用的主协议是NAFMII体系，证券期货行业场外市场使用的是由我国证券业协会、基金业协会和期货业协会共同发布的主协议体系，外资机构柜台市场采用的是ISDA主协议体系。

我国利率类、外汇类的场外衍生品主要是在我国的外汇交易中心进行交易，上海清算所负责清算。信用类衍生品，在银行间的交易商协会进行，利率、外汇和大宗商品可在商业银行的柜台进行交易。在我国证券期货行业的场外市场里，由证券公司的柜台和报价系统提供权益类的和大宗商品类的场外市场服务，期货公司的风险管理子公司来提供权益类和大宗商品类的场外衍生品市场服务。另外，我国的沪深证券交易所，已经

开始提供信用类的场外衍生品服务，商品交易所也开始提供大宗商品类的场外衍生品服务。

上海清算所作为中央对手方清算的衍生品里以外汇产品为主。根据上海清算所报告，2021年，在中央对手方清算的各个产品中，外汇产品占比为83.36%，人民币的利率互换占比为13.93%。大宗商品这一块占的比例非常低，仅有0.02%。截至今年6月末，外汇占比超过了85%。在上海清算所以外汇产品为主的场外市场里，2021年外汇掉期（即互换），占58.6%，其次是外汇计期，期权和远期比例较低。2022年6月各外汇产品中，互换占到57.4%，因此其场外外汇衍生品中外汇掉期产品占主要部分。

银行间市场大宗商品的互换规模实际上是不断下降的，其于2018年达到最高峰，月度清算规模超过100亿元人民币，但此后持续下降，到目前为止，已跌落至数亿元，萎缩了近90%。

证券领域里的场外市场也形成了一种以金融为主、商品为辅的结构。截至2022年1月底，证券公司所提供的场外衍生品服务，存续规模超过了2万亿元，其中场外期权占53%，收益互换占47%。在场外期权业务中商品类占比8%，在收益互换中商品类占比是3%。商品场外衍生品的存续规模约为1,235亿元，占比6%，比例较低。

我国期货行业场外衍生品服务主要有两大类：一类是大宗商品服务，一类是证券类场外衍生品服务。主要参与机构是期货公司的风险管理子公司。目前有71家风险管理子公司在开展相关的场外衍生品服务。我国期货行业场外衍生品以商品类为主。以商品类为主的明显特征，体现了我国期货行业直接对接大宗商品的生产和加工、直接对接实体经济、服务实体经济的特点。

根据期货业协会数据，我国场外商品衍生品

主要以场外期权为主。截至2021年底，全市场的商品场外衍生品的规模约为12,700亿元，其中场外期权超过了9,800亿元，占比超过77%，而互换约占14%，远期约占7.7%。截至今年6月底，场外期权占比仍达66.8%。

在期货行业场外市场中，互换业务发展非常快。2022年1-6月份累计成交已超2,200亿元，超过2021年全年的成交金额，而2021年全年的成交金额已经比2020年增长了4.5倍。互换业务成交占比已达24.52%，比2021年底的14.52%增长约10%。

三、推进我国衍生品市场稳健发展的建议

源于我国良好的场内市场发展，我国场外衍生品市场已经具备了良好的基础。与国际市场相比，我国场内衍生品市场的规模、功能发挥和风险控制能力都在不断增强，特别是风险控制方面走在世界前列；场外市场也进行了相应的初步探索，并取得较好的成绩；随着《期货和衍生品法》的正式实施，场外衍生品市场发展已具备法律保障。以上这三点奠定了我国发展中国特色场外衍生品市场的良好基础。

今年8月1日我国正式实施的《期货和衍生品法》，为我国期货和衍生品市场提供了重要的法律保障，为我国衍生品市场的发展提供了难得的发展机遇。过去三十几年来，我国期货市场实际上是在一个无法可依的情况下逐步探索发展起来的，历经30年的艰难探索，才迎来《期货和衍生品法》的颁布。但从场外市场发展来看，仅仅经过几年的探索，就有了《期货和衍生品法》为其提供法律保障，意味着我国场外市场将迎来一个非常难得的发展机遇。《期货和衍生品法》中的第四条明确规定：“国家支持期货市场健康发展，发挥发现价格、管理风险、配置资源的功能。国家鼓励利用期货市场和衍生品市场，从事

套期保值等风险管理活动。”

首先建议应尽早出台《期货和衍生品法》中有关发展场外衍生品的一系列的配套规则。比如，《期货和衍生品法》里第三十条明确要求：“要在依法设立的场所，经过监管机构的审批，可以组织开展衍生品交易。”因此设立机构需要审批，组织开展衍生品交易的场所制定的交易规则，也应当报监管机构批准。第三十一条规定金融机构开展业务需要监管机构进行审批；第三十三条规定主协议等合同范本需报监管机构进行备案；第三十八条规定对衍生品交易及相关活动进行规范和监督管理的具体办法，由国务院依照本法的原则规定。以上相关的制度安排与监管制度，急需监管机构尽早发布实施，来推动场外市场的发展。

第二，加强重视我国大宗商品场外业务的发展，立足于服务实体经济。目前从真实的统计数据来看，不管是从银行间市场还是从证券公司的场外市场服务来看，大宗商品业务规模都有限。期货公司的风险管理子公司提供的场外衍生品市场服务虽以大宗商品为主，但是市场规模仍然不够大。从总体衍生品市场来看，金融类衍生品的场外市场服务受到追捧，对于大宗商品这一块重视不够。建议监管机构可参照“保险+期货”以服务实体经济的鼓励模式，支持期货公司和证券公司大力开展大宗商品的场外衍生品服务，为广大的工商企业提供直接的、具体的风险管理服务。

第三，允许相关机构组织开展场外衍生品的电子交易。可以参考美国 CFTC 和香港 SFC 对市场机构提供交易设施的方式，允许符合条件的机构开展衍生品的电子交易，来推动更多机构参与场外市场建设。

第四，行业自律组织应加强协调监管。由于目前我国商业银行、证券公司、基金管理公司和期货公司的风险管理子公司分别属于不同的监管

系统和行业协会，导致监管不一致和信息不对称的情况，不利于场外市场的发展。国际掉期与衍生工具协会（ISDA）作为国际市场一个行业自律监管组织，在场外市场的规则体系制定与市场建设方面，发挥了非常重要的作用。目前国内现有的四大自律组织（银行间协会、证券业协会，基金业协会和期货业协会）应该加强协调，侧重对非集中清算的衍生品业务，制定规范性的要求。

第五，场内和场外的监管要联动。对于在期货交易所开展的衍生品业务，应当将场外衍生品的持仓风险和场内期货期权的风险进行综合评估，建立综合的保证金管理、持仓限额、套保审批和风险评估体系，提高场外衍生品市场的运行效率。

第六，要重点培育和发展商品场外衍生品的交易商，在金融和产业领域发展培育更多的专业机构，为实体企业提供更多的产品创新服务。目前虽主要由金融机构来承担商品场外衍生品业务，但市场上已出现一批专门从事期现结合的交易服务机构。应该为这类机构提供更好的发展环境，支持它们做大做强，为实体企业提供更加有效的场外市场服务。

第七，要加强市场信用体系建设，完善机构、客户的信用评级体系，来加强信用管理和信用体系建设。

最后，我们要不忘初心，牢记市场建设要立足于风险的防控，切实做好风险管理工作，守住不发生系统性风险的底线。完善产业服务，根据参与者的实际需求，深化期货与现货结合，促进场内与场外协调发展，助推多层次大宗商品市场体系建设，助力全国统一大市场建设，提升期货市场服务实体经济的能力和水平，为中国衍生品市场带来新的发展动能与新的发展机遇。

（责任编辑：何放 吴保）