

# 建设高标准场外业务平台 促进经济高质量发展\*

上海期货交易所 鲍建平

习近平总书记在党的二十大报告中明确指出：“加快构建新发展格局，着力推动高质量发展”“构建全国统一大市场，深化要素市场化改革，建设高标准市场体系”。近年来，我国期货市场发展迅速，成交金额位居全球前列，但与国际市场相比，与实体经济的需求相比，我国期货市场还有诸多不足，如场外市场（OTC）工具较少<sup>1</sup>，标准化风险管理工具难以满足实体经济多元化的需求，服务实体经济的功能有待发挥。为落实党的二十大报告要求，促进期货市场功能发挥，建议支持期货交易所积极开展场外业务，建设高标准场外业务平台，以更好服务实体经济，促进经济高质量发展。

## 一、境外场外市场发展情况及启示

### （一）全球场外衍生品市场规模远大于场内衍生品市场

根据国际清算银行（BIS）2022年11月公布的统计数据，2022年6月末，全球场外衍生品市场未平仓的名义本金总额为632万亿美元，场内期货和期权未平仓的名义本金为95万亿美元。2000年以来，全球场外衍生品的市场规模

增长迅速，场外衍生品未平仓名义本金一直保持在场内衍生品市场的6倍以上，且在2010—2014年间，场外衍生品市场规模为场内衍生品规模的10倍以上（图1）。国际掉期与衍生工具协会（ISDA）统计数据显示，世界500强企业中有94%参与衍生品市场交易，而且更多是使用交易灵活的场外衍生品工具，包括场外期权和互换。

### （二）欧美针对场外衍生品出台了一系列法律法规

金融危机之后，场外衍生品的“标准化”成为衍生品市场发展的重要趋势，各国监管者达成一致，通过提高场外衍生产品的标准化程度，促进场外衍生品在统一交易平台上交易以提高价格透明度，并通过集中清算降低衍生品交易中的风险。2009年9月，二十国集团（G20）匹兹堡峰会达成了对全球场外衍生品市场进行监管改革的共识，决定推进标准化的场外衍生品，建立交易所电子平台交易、集中清算、交易信息库报告、资本金和保证金约束等制度。

美国2010年7月出台《多德-弗兰克法案》

\* 本文获中国证监会“我为建设中国特色现代资本市场献一策”主题征文优秀奖。

<sup>1</sup> 作者注：大宗商品场内市场是指商品期货交易所组织的期货和场内期权市场，场外市场是指期货和场内期权市场以外的现货市场与场外衍生品市场。

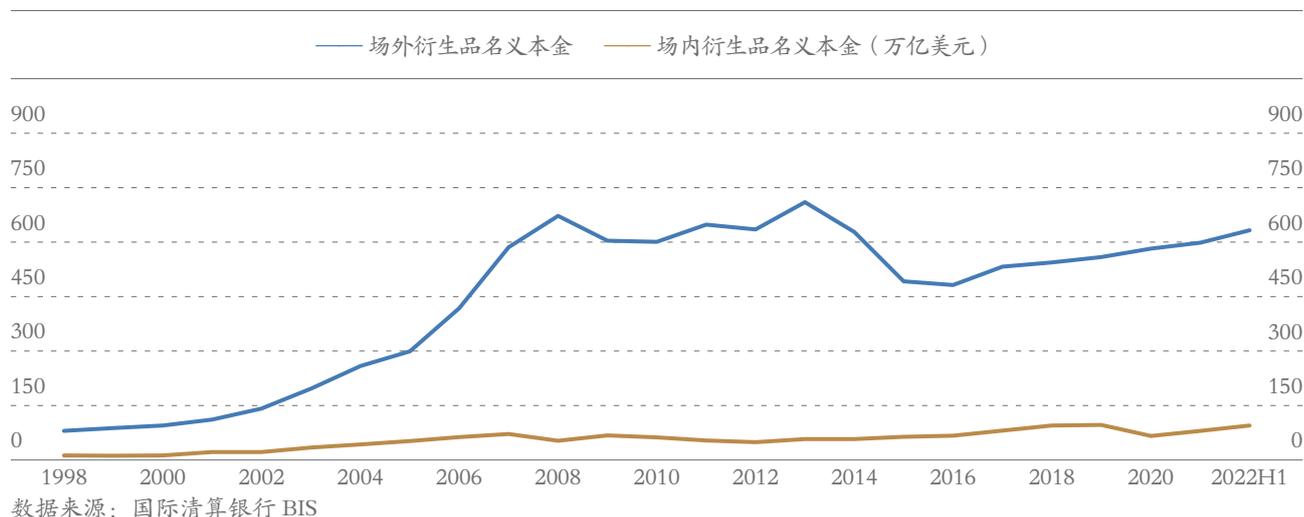


图 1: 全球场外衍生品和场内衍生品名义本金

对衍生品交易进行多项改革，其中重要的一点是建立互换执行设施 (Swap Execution) 这一新的市场组织类别，其核心在于加强对场外市场的监管，将场外互换交易引入场内。

欧盟在危机后发布了《欧盟市场基础设施条例》(EMIR)、《金融工具市场指令》修订案 (MiFID II) 等新的监管规则，定义了场外衍生品，并将产品标准化程度作为欧洲证券及市场管理局 (ESMA) 决定对场外衍生品适用集中清算的决定依据。欧盟监管架构依照场外衍生品的标准化、流动性等程度划分报告、集中交易、集中清算等不同监管层次。

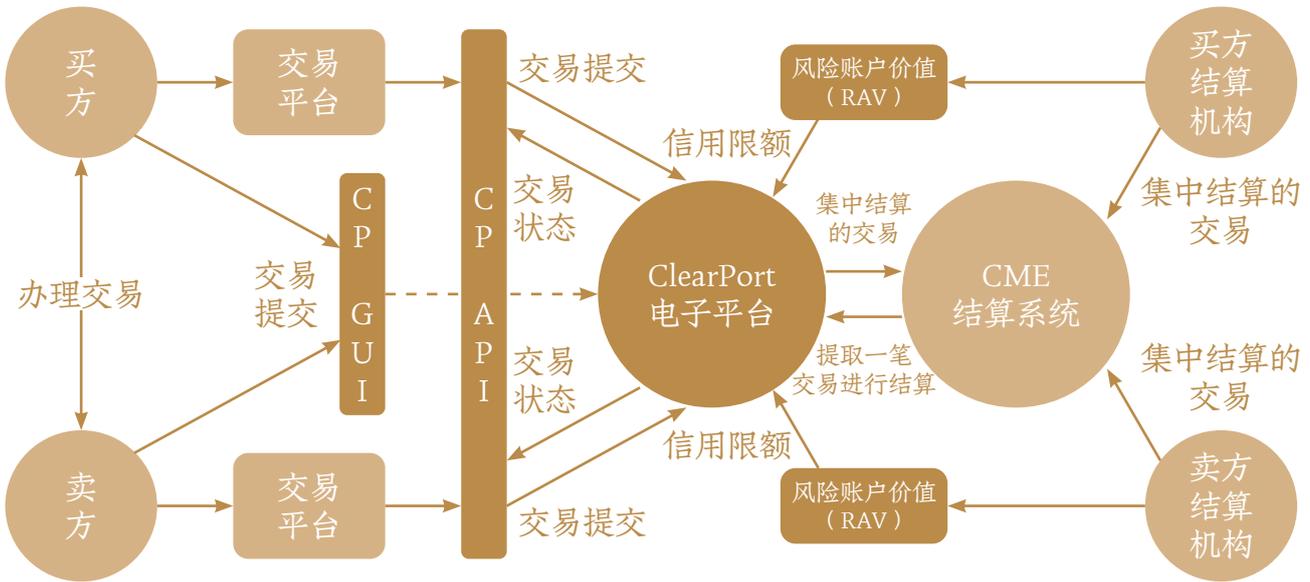
在欧美监管政策的推动下，在利率类场外衍生品、信用类场外衍生品中，中央对手方清算比例已达较高水平。截至 2022 年 6 月，全球利率类场外衍生品中，中央对手方清算的名义本金占全部利率类名义本金的比例为 78.4%；全球信用类场外衍生品中，中央对手方清算的名义本金为 6.1 亿美元，占全部信用类名义本金的比例为

65.8%。商品类场外衍生品也开始走向中央对手方清算，在交易所场外平台开展交易。

### (三) 国外大型期货交易所积极发展场外业务

1. 芝加哥商品交易所和洲际交易所的场外业务。

芝加哥商品交易所 (CME) 通过清算业务的整合，建立了综合性的清算平台 CME Clearing，CME Clearing 通过 CME ClearPort 平台为场外衍生品提供清算服务 (图 2)，处理超过 1500 个 OTC 交易合约，涵盖利率、外汇、股指、商品等场外衍生品。CME 还通过建设交易平台 CME Direct，搭建了场外衍生品的交易平台。交易商和经纪商通过 CME Direct 终端进行询价、报价和交易。交易达成后，将交易提交至 ClearPort 进行清算。场外清算及交易不仅有效降低了场外衍生品的信用风险，也拓宽了 CME 的收入来源，目前，场外清算与交易手续费收入已占 CME 总收入 20%。



资料来源：CME 官网

图 2：CME 场外交易与集中结算

与芝加哥商品交易所（CME）类似，洲际交易所（ICE）搭建了场外衍生品的交易平台 ICE WEB，建立了清算平台 ICE Clearing。ICE WEB 功能包括报价要求（RFQ）、用户定义组合（UDS），客户可进行个性化定制。除收取场外清算与交易手续费收入外，ICE 还为客户提供场外衍生品定价与估值服务。

## 2. 伦敦金属交易所的场外业务。

伦敦金属交易所（LME）是全球金属的主要定价中心。LME 市场分为三大部分：圈内交易、电子交易平台与机构间电话市场，其中圈内交易为场内市场，交易时间为伦敦时间 11:40-17:00，电子交易平台（LME Select）和机构间电话市场为场外交易市场。

为有效解决期货仓单标准化与市场供需多样化的矛盾，LME 建设了 LMEsword 系统，打造了期货仓单在场内外市场间流转的平台，使 LME 的期货市场与现货市场紧密联系。交易商收到

LME 随机分配的仓单后，可根据自身需求，在 LMEsword 进行 24 小时仓单串换流转，在 LME 全球 500 余个指定交割仓库中获得符合要求的仓单，在此过程中，形成市场化的升贴水，有效解决了传统交割制度设计中面临的地区升贴水设置难题。LME 还基于现有网络和经验，打造了 LMEshield，为非标仓单市场提供安全有效的大宗商品凭证管理，并在此基础上开展仓单融资等业务。LME 推出了即期、远期、掉期等丰富的场外业务，有效提升了 LME 的全球金属商品定价权。

## 二、我国大宗商品场外市场发展情况及不足

### （一）我国大宗商品场外衍生品市场发展迅速，但相比场内市场，规模偏小

近年来，我国大宗商品场外衍生品业务得到了企业客户的普遍欢迎，业务规模快速发展。根据中国期货业协会的数据，我国期货公司风险管

理子公司大宗商品场外衍生品业务年度新增名义本金由 2016 年的 277.2 亿元增长至 2022 年的超过 2 万亿元（图 3）。但由于该业务起步晚，场外衍生品年度新增名义本金仅为场内商品期货

成交规模的 0.5% 左右。这与全球场外衍生品名义本金是场内衍生品成交规模的 6-10 倍相比，差距巨大。

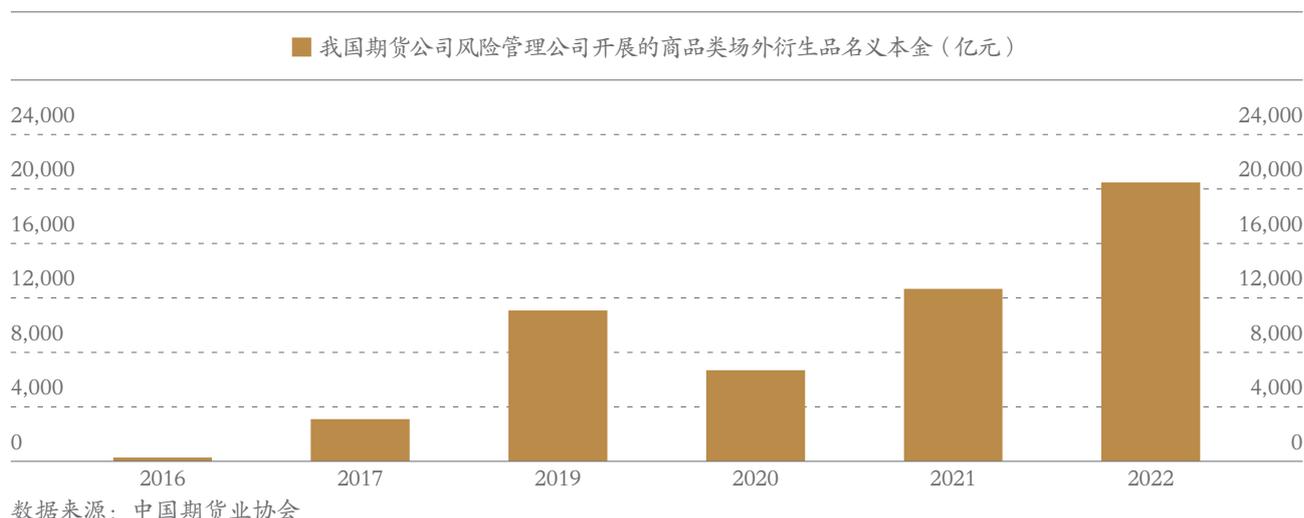


图 3：我国期货公司风险管理公司商品互换业务名义本金情况

## （二）大宗商品场外市场风险事件频发

我国是全球最大的大宗商品生产国，消费国与贸易国，每年大宗商品贸易量达 70 多万亿元。2012 年的华东钢贸事件和 2014 年的青岛港事件、广东乐从钢贸事件、2015 年泛亚事件、2022 年现货铝事件等暴露我国在大宗商品流通中的诚信缺失、虚假贸易、重复质押融资等问题。为此，国务院对大宗商品现货交易平台持续开展了清理整顿。

同时，场外衍生品市场在满足实体企业多样化需求的同时，也面临较场内市场更加复杂的风险。2019 年下半年的“中拓系”风险事件，充分暴露了场外衍生品市场发展中的信用风险、流动性风险、操作风险等。场外市场发展现状迫切需要期货交易所建立规范合理的场外业务平台，

开展中央对手方清算，加强风险管理。

## （三）相比于 CME、ICE、LME 等国际大型交易所，我国期货交易所场外业务发展不充分

2018 年以来，上海期货交易所、郑州商品交易所和大连商品交易所陆续推出场外业务：2018 年 3 月，郑商所综合业务平台上线；2018 年 5 月，上期标准仓单交易平台上线；2018 年 12 月，大商所推出双边结算的商品互换业务。

但相较于境外 CME 推出了场外交易平台 CME Direct 和集中结算平台 Clear Port，ICE 推出了场外交易平台 ICE WEB 和集中结算平台 ICE Clearing，LME 推出了电子交易平台 LME Select，我国期货交易所场外业务发展不充分，尚未推出集中结算的场外衍生品业务。以上期所

为例，目前仅推出仓单交易业务，未推出商品互换、场外期权、远期等业务，服务实体经济具有明显短板。

### 三、大力发展大宗商品场外市场是更好服务实体经济的必然要求

#### （一）场外业务是场内业务的根基和延伸

根据国外发展经验，先有大宗商品现货交易，再有中远期等场外衍生品交易，最后形成标准化的期货和期权等场内衍生品交易。例如，1848年，芝加哥期货交易所 (CBOT) 成立，主要开展现货交易和现货中远期合同转让。直到 17 年后的 1865 年，芝加哥期货交易所 (CBOT) 才推

出标准化的期货合约。2000 年，洲际交易所 (ICE) 成立。洲际交易所 (ICE) 成立之初就是一个场外市场，经营能源类场外衍生品和现货交易。

场外市场与场内市场是大宗商品市场的两个轮子，相辅相成、互相促进、不可分割。场内市场运行效率高、交易制度完善，但由于合约高度标准化，难以覆盖所有商品品种，也难以满足企业个性化风险管理需要。场外市场的定制化特点，则弥补了场内市场高度标准化的不足，也为场内市场培育了上市品种和投资者。同时，场内市场为场外市场提供了风险对冲渠道，弥补了场外市场内在风险与流动性缺陷（图 4）。

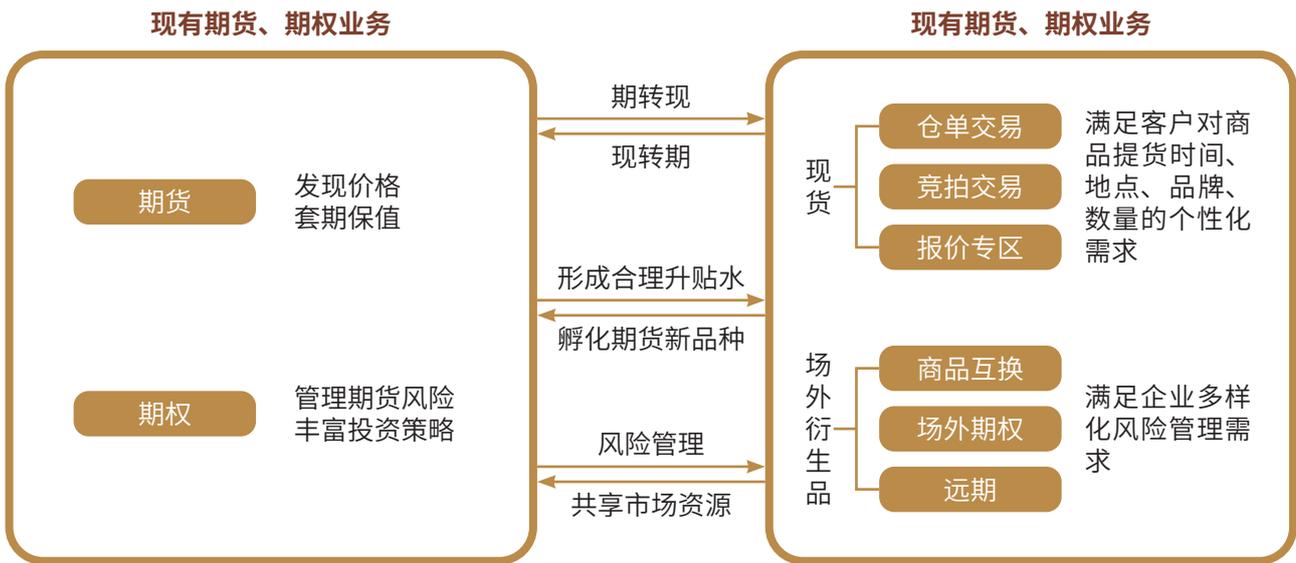


图 4：场外市场与场内市场相辅相成、互相促进

（二）场外市场是解决场内市场交易标准化与客户需求多样化矛盾，更好为实体经济服务的重要途径

期货市场交易标准化与客户需求多样化的矛盾主要体现在三方面：一是指定交割地点相对集中与产业布局相对分散的矛盾；二是固定的交

割时间与现货贸易时间灵活的矛盾；三是交割品种标准化与现货贸易品质多样性的矛盾。这些矛盾导致期货买方分配的仓单与实际需求不完全相符、期现价格关系不稳定、基差收敛性下降等情况时有发生。仓单交易是联系期货市场和现货市场的纽带，开展仓单交易能够满足实体企业在时

间、地点、品牌等方面对现货的多样性与及时性需求。

场外衍生品交易是联系场内市场与场外市场的纽带，开展场外衍生品交易，能为交易商提供更多套期保值以及套利工具。场外衍生品交易相比期货交易，交易商在交割时间、地点、数量、品牌等方面有更大的灵活性，可以满足实体经济风险管理的多样化需求。

### （三）场外业务发展模式及选择

场外业务发展有多种模式，结合我国场外市场发展实际，应用“互联网+”技术，以期货交易所为中央对手方提供集中结算服务，不仅业务模式可行，而且能有效管控风险。

#### 1. 现货交易模式。

根据产业客户的需求，期货交易所为交易商提供开户、交易、结算、交收一站式服务，为市场搭建了集交易商准入、产品购销、资金清算、实物交收、银行质押融资于一体的高效线上业务闭环，有效管住大宗商品交易中人、货、钱、票等核心要素，大幅提升产业链供应链韧性、安全与效率，平台注重稳中求进，在交易、结算、交割、风控和报价方面作出积极创新。

交易模式上，实现开户、交易、结算、交收一站式服务，操作简单便捷；结算模式上，实现资金实时划转，仓单实时过户，支持实时出入金，资金和仓单结算效率高于现货市场；交割模式上，实时过户满足企业日常生产经营的连续性需求；风控模式上，全款全货交易，安全性高；报价模式上，采用全价和在期货价格的基础上加减升贴水两种报价方式，符合现货贸易实际。

#### 2. 场外衍生品业务模式。

参考境外交易所和上海清算所的多年业务实

践，我国期货交易所可建立分级结算模式，引入商业银行为结算商，为商品互换等场外衍生品提供集中结算服务。

一是参考场内期货市场 30 余年的风险管理经验，建立分级结算模式。在场内期货市场中，交易所对会员进行结算，会员对其受托的客户结算。在商品互换业务中，交易所拟对结算商结算，代理结算商对委托其代理结算的交易商进行结算。为确保业务稳起步，商品互换代理结算商限定为大型商业银行。大型商业银行资信实力强、风险管理经验丰富，大型商业银行与交易所风险共担，将有效降低场外衍生品市场的信用风险，助推我国场外衍生品市场的健康发展。

二是破解金融机构服务实体企业的痛点难点，期货公司风险管理子公司深耕大宗商品领域，对冲能力强，但受制于注册资本金规模较小，难以承接商业银行、券商等的商品互换对冲需求。交易所为商品互换提供集中结算服务，将成为买方的卖方、卖方的买方，使期货公司风险管理子公司与商业银行、券商大规模开展商品互换交易成为可能，促进各方优势互补，更好服务实体企业。

三是拓宽期货市场服务实体经济的深度和广度，提升重要大宗商品的价格影响力。我国实体企业众多，但 2022 年底，上期所和上期能源法人客户仅为 7.05 万户和 3.47 万户。由于期货市场具有较高的资金和人才门槛，大量的实体企业难以直接参与场内期货套保。而商品互换业务简洁易懂、操作方便，由银行、券商、期货公司风险管理子公司为实体企业提供商品互换业务，能有效降低实体企业开展风险管理的难度，商品互换以期货价格为定价基准，向产业链上下游延伸，

有助于扩展和提高期货价格在现货贸易中的影响力，实现场内场外的聚合以及期货现货的结合。

#### 四、上期所场外业务实践及取得的成绩

上期所为发展场外业务，于2018年5月上线了上期标准仓单交易平台，2022年7月更名为上期综合业务平台。上线5年来，成交规模持续提升，截至2023年11月，上期综合业务平台累计达成成交102017笔（单边统计），共计2409340张仓单，1616.61万吨，成交额7001.12亿元。

##### （一）建设全产业链服务平台，促进产业链、供应链安全稳定

平台安全、便捷、高效的操作系统解决了产业链上下游客户长期以来面临的问题，已经成为大宗商品领域内重要的产业链服务平台，吸引了各大产业链客户的参与。值得一提的是，在疫情期间，平台助力双链不断不乱，确保市场稳定。2022年上半年上海疫情肆虐期间，部分实体企业大楼封闭、人员隔离，企业之间合同签署、发票开具、货物过户均无法完成，面临“断链”风险。上期综合业务平台通过安排人员封闭值守、发票等单据电子化传递，确保了平台不间断运行，大幅提升了产业链供应链的韧性、安全与效率，疫情时期为助力企业复工复产，维护产业链供应链安全稳定作出了积极贡献。

随着经济下行导致相关行业出现违约和暴雷事件，相关国资背景的交易商遵循国资委和集团总部要求，依托平台的高度安全性，不断加大参与平台交易的力度。如大冶有色在平台的交易量占其年贸易量的60%；海通资源等多家公司的期现业务由高利润的线下非标业务为主转变为低利润高频率的线上标准仓单业务为主，极大提升

了在平台的业务规模，保障了企业产业链供应链的稳定安全。

##### （二）构建大宗商品产业链生态圈，建设高标准场外市场

上期综合业务平台克服疫情影响，积极服务产业客户，累计签约交易商达到626家，其中产业链企业占比75%，风险子公司占比23%，金融机构占比2%。2022年，风险管理子公司和商业银行积极参与平台业务，一方面，风险管理子公司的深度参与，有助于更好为实体企业提供个性化的风险管理服务，帮助实体企业主动应对价格波动风险，稳定企业日常生产经营。另一方面，商业银行推动经营理念创新，突破传统业务机制的束缚，为平台不断注入市场活力。

##### （三）及时提供各类产品，解决实体企业实际困难

一是及时为产业客户提供高质量产品供给。平台通过不断拓展产品功能，从标准仓单交易起步，逐步向仓单交易、场外衍生品交易和仓单融资等业务发展，打通期货市场“最后一公里”，更好服务实体经济。2022年12月，上期综合业务平台上线20号胶的保税标准仓单交易业务，打开了国际大循环的大门。

二是促进产融结合，解决企业融资难题。大宗商品行业中小企业长期存在“融资难、融资贵”的问题，为此，上期综合业务平台积极推动仓单线上质押业务，为缓解企业资金压力提供了快速解决通道。据统计，在风险可控的情况下，2022年完成标准仓单质押140笔，共16.45亿元。截至2023年3月8日，累计完成标准仓单质押348笔，共35.08亿元，平均利率整体低于行业平均水平。

### （四）强化期现结合，推动与龙头企业和地方平台合作共赢，促进区域经济高质量发展

上期综合业务平台主动推动区域联通，加强上海、浙江、山东等各区域间市场合作，持续推动区域经济合作共赢。

一是上线浙油中心报价专区。为服务长三角期现一体化油气交易市场建设的国家发展战略，上期综合业务平台与浙江国际油气交易中心紧密合作，在上期综合业务平台上推出浙油中心报价专区，实现平台和浙油中心仓单双向互挂功能，进一步促进仓单资源共享和互通。浙油中心报价专区 2022 年完成报价 3433 笔，累计报价 13632 笔。上期综合业务平台还推出了“浙油仓单在上期所挂牌”业务，实现了浙油中心的柴油、汽油、燃料油、沥青、天然橡胶以及原油品种的完税非标仓单和保税非标仓单在上期综合业务平台的挂牌。上期所与浙油中心共建长三角一体化油气市场的案例还入选了上海国际金融中心支持长三角一体化高质量发展优秀案例集。

二是创设欧冶云商交易专区。上期综合业务平台与宝武集团旗下欧冶云商联合推出的欧冶云商报价专区，2022 年完成报价 17405 笔，累计报价 66073 笔。上期所还推动宝武集团在欧冶云商综合平台上线“上期标准仓单交易专区”业务，进一步深入推进场内标准仓单交易市场和欧冶场外现货市场的交易互通。

三是开展更多报价专区建设。为更好服务黄河流域的区域国家发展战略，2022 年，上期综合业务平台还上线了山东国际大宗报价专区，专区以青岛当地优势品种天然橡胶为切入点，实现双方信息共享，进一步提升沪鲁经济互动，助力

青岛大宗商品产业高质量发展。

### （五）扎实开展商品互换、基差贸易等场外业务的开发

上期所以商品互换业务为突破口，着力开展场外衍生品业务。2021 年，上期所完成商品互换业务方案和《上海期货交易所商品互换业务管理办法》所内审批。2022 年，上期所发布《上海期货交易所商品互换业务管理办法》，完成基差贸易业务方案设计。目前已基本完成商品互换上线的技术准备工作。

上期所场外平台的实践表明，场外业务能丰富期货市场的功能，更好服务实体经济，助力经济高质量发展。

## 五、深入贯彻党的二十大精神，发展大宗商品场外市场

党的二十大报告提出，“着力提升产业链供应链韧性和安全水平”，为场外业务更好服务实体经济发展指明了方向。2022 年 8 月起正式实施的《中华人民共和国期货和衍生品法》为期货交易所开展场外衍生品业务提供了法律依据。目前我国大宗商品交易形式发生了变化，从传统贸易模式向基差贸易、含权贸易等现代模式转变。为满足实体经济需要，有必要发展我国大宗商品场外市场。

对此，提出以下建议：

一是大力发展大宗商品场外市场，将大宗商品场外市场发展列入我国资本市场改革发展的重要战略组成部分并给予相关政策支持，鼓励期货交易所建设场外业务平台，发展场外业务，规范引导我国场外市场发展。

二是完善相关法律法规。《中华人民共和国期货和衍生品法》将场外衍生品的交易纳入了调

整范围，建议尽快出台包括场外衍生品在内的场外业务配套规则体系和业务审批制度，支持期货交易所依法依规开展场外业务。

三是支持商业银行开展大宗商品场外业务的代理结算业务。商业银行客户资源丰富、资金实力和风险管理能力强。搭建分级结算体系，引入商业银行开展代理结算并与期货交易所风险共担，是期货交易所为场外业务提供集中结算的核心风控措施，将有效降低我国场外衍生品市场的信用风险。

四是支持期货交易所与龙头企业和地方平台合作，共同设立报价与交易专区，推动区域经济协同发展。

五是支持期货交易所建设面向全球市场的场外业务平台，吸引国际投资者并提供相应外汇、税务、海关等政策支持，促进期货市场和人民币国际化。

（责任编辑：宋斌）

#### 作者简介：

鲍建平，上海期货交易所场外业务部总监。