

中国特色期货监管制度下场外衍生品 授信管理研究^{*}

浙商期货有限公司 刘桂林

根据国际清算银行（BIS）发布的最新官方数据，截至2023年6月底，全球场外衍生品存续名义本金规模为715万亿美元，同比增长16%¹。这一数据不仅展示了场外衍生品市场在全球金融体系中的重要地位，也反映了其持续的增长趋势。相比之下，中国同期场外衍生品市场规模全球占比不足1%。这一现象的背后，除了中国场外衍生品市场起步较晚、国内对复杂衍生品的准入和杠杆率有严格管控、以及统计口径差异等因素外，授信管理的重要性也不容忽视。由于严格的授信管理政策，市场参与者在进行场外衍生品交易时面临较高的准入门槛和较低的杠杆率，这在很大程度上限制了市场的规模和活跃度。授信管理的严格要求降低了金融风险，也使得中国场外衍生品市场的发展与全球市场存在差异。因此，进一步优化授信管理政策，平衡风险控制与市场发展需求，将是未来中国场外衍生品市场发展的重要方向。

一、授信管理是场外衍生品风险防控的核心痛点

场外衍生品业务的复杂性与风险传导特殊

性，使其授信管理成为风险防控体系的“阿喀琉斯之踵”。这一矛盾根植于业务形态的多维度特征：非标合约的定制化风险敞口、交易对手的信用双向暴露、动态对冲的技术门槛与跨境监管的制度性约束，共同构成传统授信框架与衍生品业务需求间的内生性张力。在市场规模持续扩张的背景下，如何穿透非线性风险传导路径、平衡资本效率与风险覆盖、弥合法律监管协同缺口，成为构建有效授信管理体系必须破解的系统性命题。

（一）业务特性驱动的信用管理挑战

期货风险管理公司的场外衍生品业务呈现显著的双重属性：作为服务实体企业的风险管理工具，需构建弹性授信机制；作为持牌金融机构，须严守资本约束底线。具体矛盾体现在：

1. 客户信用资质与业务规模的错配：服务对象以大宗商品产业链中小企业为主，其财务数据非标准化特征突出（如存货质押、应收账款占比高等），传统企业征信模型失效。多数客户在适当性评估时无法提供经审计报表，需依赖他们在供应链中的实际交易数据（比如

^{*} 本作品在2025年《期货与金融衍生品》征文活动中荣获三等奖。收稿时间为2025年6月。

¹ 数据来源：https://www.bis.org/publ/otc_hy2311.htm（BIS）。

采购记录、发货单、回款流水、合作稳定性等），拼凑出他们的真实信用状况，替代传统的报表审核方法。

2. 非标合约的风险参数化难题：商品类场外期权/互换的亚式、障碍式等奇异条款设计，导致风险敞口呈现非线性特征。现行的VaR计量框架，难以有效捕捉Gamma风险与尾部相关性，造成授信额度与实际风险暴露偏离。

3. 动态保证金机制的实操瓶颈：根据SAC协议实施的每日估值盯市，在商品价格剧烈波动期（如2020年原油负油价事件）产生高频高额追保需求，但实体企业现金流调拨周期通常滞后3-5个工作日（某地炼企业2020年因未能在48小时内补足保证金，其原油互换头寸被强平），易触发强制平仓与客户关系恶化。

（二）监管框架与商业逻辑的衔接冲突

1. 资本计提规则的业务抑制效应：商品期权的费用结构中，期权费通常是交易中最主要的成本，而其他费用相对较低，因此资本占用成本通常远超商品期权费收入。为了满足资本充足率的要求，机构可能会选择压缩对客户的授信额度，以降低风险加权资产总额。这种做法在风险管理中较为常见，因中小微企业普遍需要更多的授信额度，这就导致与国家和监管机构推动的“服务中小微企业”政策导向形成冲突。

2. 跨境监管的套利空间：当境内机构参与LME（伦敦金属交易所）、ICE（洲际交易所）等境外场外交易时，面临SPAN保证金体系与国内标准法计算的制度性套利。

3. 法律文本的本土化适配滞后：国际ISDA主协议与国内《NAFMII衍生品主协议》在终止

净额结算条款上的法律效力差异，导致跨境交易中，境外交易对手可能对国内交易方的信用风险担忧，要求更高的风险补偿措施，如超额质押，显著降低资本使用效率。

二、授信管理在场外衍生品市场的作用及影响

授信管理的上述挑战直接影响市场发展，具体表现为：

（一）授信额度设定直接限制参与主体规模

根据《证券公司场外期权业务管理办法》《期货风险管理公司衍生品交易业务管理规则》等制度规定，法人、合伙企业或其他组织参与权益类场外衍生品交易，需满足最近1年末净资产不低于5000万元人民币、金融资产不低于2000万元人民币，且具备3年以上证券、基金、期货等相关投资经验，此类门槛表明，授信额度通常与客户资产规模挂钩，实际授信可能基于其净资产或金融资产的一定比例核定，同时，期货风险管理公司开展权益类非标准化期权交易时，单笔成交名义本金不得低于人民币100万元（对冲受限等特殊情形除外），交易对手方为金融机构时不受此限制，该限制间接反映对非金融机构客户的单笔授信额度下限，以上制度的设定，导致中小实体对冲需求被压制，其套保需求往往被投机行为替代，以上对非金融机构中小微客户的授信门槛，可能将部分中小实体企业、普通非金融机构等排除在合规套保体系之外，迫使其转向高风险交易。

（二）抵押品管理效率决定资本流转速度

抵押品管理效率通常决定资本流转速度，

在抵押品种类、估值、跨市场互认三个维度上，国内存在因机制过于谨慎而导致资本流转效率低下问题，而国际实践通过灵活的规则设计显著提升了资金使用效率和市场竞争力。

表 1：抵押品管理机制对比（国内现状与国际实践）

维度	国内现状	国际实践	对规模的影响
抵押品种类	仅接受现金、国债、标准仓单（期货风险子公司为主）	CME允许贵金属、ETF等折价质押（折扣率70-90%）	国内企业套保需额外占用现金，降低资金周转率
动态估值	多采用静态保证金（如雪球期权15-20%固定比例）	使用PFE（潜在风险敞口）模型动态调整	国内场外衍生品资本占用成本比国际高30-50%
跨市场互认	缺乏统一抵押品池（如上期所仓单无法用于证券授信）	LCH、ICE实现跨资产类别抵押品互认	抑制跨市场套利策略，限制产品结构创新

数据来源：作者整理

国内抵押品管理机制的谨慎，本质上是监管思路的风险偏好与市场化需求之间的权衡。国际实践通过资产多元化、动态风控、跨市场协同，实现了资本高效流转与风险可控的平衡。

（三）风险定价缺陷扭曲市场供需

国内缺乏对波动率曲面异常的授信调整机制，导致经营机构被迫缩减报价深度，如2024年雪球产品（Gamma）集中敲入期间，中证500与中证1000指数隐含波动率曲面出现单日超30%的极端扭曲，导致经营机构被迫加速平仓Delta对冲头寸，形成“下跌-抛售”负反馈循环。同时导致了信用风险传染效应，我国商品场外衍生品市场以双边清算为主，双边清算模式下，单一机构违约通过授信链引发多米诺效应。2019年华泰期货子公司华泰长城资本因

客户中拓系授信集中度过高，在PTA期货极端行情下遭遇爆仓，损失巨大。该事件导致多家期货公司收紧场外期权业务授信政策，行业普遍提高风控标准，部分期货公司暂停新增场外期权业务，间接导致短期市场份额波动。

三、中国特色授信管理的制度实践与发展建议

（一）中国特色的授信管理体制机制

为厘清中国制度的独特性与改进方向，本文通过对比欧盟EMIR、美国Dodd-Frank法案与中国现行监管框架，揭示中国场外衍生品授信管理的三大核心特征：功能监管与风险隔离并重、技术赋能与本土化工具创新结合、跨境监管协同的渐进式开放。这些特征不仅体现了中国金融监管的“中国特色”，也为后续制度优化与市场实践提供了理论依据。

表 2：场外衍生品监管框架比较（欧盟、美国与中国）

维度	欧盟 EMIR 框架	美国 Dodd-Frank 法案	中国现行制度
监管框架	以“强制清算+风险缓释”为核心，实行穿透式监管（ESMA统一标准）	采用“功能监管+长臂管辖”，要求标准化交易通过DCM/SEF完成	分层监管体系：“法律-部门规章-自律规则”三级架构，证监会主导准入与风险监控
清算机制	名义本金超30亿欧元的场外衍生品强制清算（非金融企业可豁免“商业对冲”）	所有标准化场外衍生品须通过CCP清算（外汇掉期需经SEF撮合后清算）	试点CCP集中清算（如上海清算所），非标产品允许双边清算，强调“单一协议”原则
风险缓释	CCP需建立瀑布式风险准备金（初始保证金+变动保证金+清算基金）	对未清算掉期计提150%风险权重，CCP最低保证金率0.15%（SPAN模型动态调整）	差异化保证金设计（初始/维持保证金分层），动态监测企业财务数据与信用评级
数据治理	所有场外衍生品交易向TR数据库实时报告（覆盖商品、信用、外汇等五大类）	建立SDRs掉期数据存储库，实时共享62项交易对手方数据至美联储、SEC等机构	整合央行征信、企业信用信息公示系统数据，建立场外衍生品授信数据统一平台（试点中）
跨境监管	基于《欧盟金融工具市场指令》（MiFID II）的跨境协调	强制外国金融机构注册为FCI，交易数据需通过美国FinCEN系统申报	中欧金融基础设施合作（如数据接口互通），允许与ISDA主协议互认的境外CCP参与境内清算
中小企业支持	通过“商业对冲豁免”允许能源企业等实体企业自主管理套期保值风险	未设专项豁免条款，中小企业需通过CME Clearing等标准化通道参与	要求授信额度与实体企业产能、营收挂钩
法律传统	成文法规（EU Regulation）主导，强调规则透明性与可预测性	判例法与成文法结合，侧重功能监管适配性（如SEC对“互换执行设施”的灵活定义）	成文法体系（《期货和衍生品法》），兼具原则性规定（如“服务实体经济”）与操作性条款

数据来源：作者整理

（二）授信管理机制的进阶重构

1. 风险防控体系的完善

（1）中央对手方（CCP）机制优化：

1) 扩大CCP清算范围：

目前，上海清算所已经推出了债券和外汇的现货交易、回购交易以及简单的远期、互换、掉期产品的清算。下一步应扩展到期权和信用衍生品，产品期限从目前的5年以内扩大到10年、20年甚至更长期限，参与者范围从上海清算所清算会员扩展到所有的市场参与者。

2) 完善风险管理机制：

建立和完善中央对手方风险管理机制和风险共担机制，推动解决中央对手方清算的法律问题，如结算最终性、终止净额机制和担保品的快速处置等问题。

（2）保证金分层设计的优化：

1) 动态调整保证金率：

基于市场波动率动态调整最大可用杠杆，建立市场波动率指数，设定波动率分级，提供波动率预测工具，帮助用户了解可能的杠杆变

化，防止极端市场条件下的连锁清算，维护系统稳定性。

2) 双轨保证金模式优化：

优化交叉保证金和隔离保证金两种模式，并提供灵活切换机制，满足不同交易策略需求，提高用户体验和资金利用效率。

2.技术赋能

(1) 大数据与 AI 在授信评估中的应用

在大数据时代，海量的数据资源为场外衍生品授信评估提供了更全面、深入的视角。可充分运用大数据技术收集企业在各个渠道的数据，包括但不限于财务报表、税务记录、新闻舆情、社交媒体信息等。通过 AI 算法构建的智能分析模型，能够对企业数据进行实时处理与分析。对于企业财务数据，不再局限于传统的定期财报，而是可以进行动态监测。AI 模型可以设置关键财务指标的阈值，一旦指标出现异常波动，如资产负债率突然大幅上升、现金流急剧减少等，系统将立即发出预警信号。这有助于授信机构及时掌握企业财务状况的变化，提前调整授信策略，降低违约风险。同时，大数据与 AI 的结合还可以实现对企业的精准画像，综合多维度数据评估企业的信用水平和风险承受能力，为授信决策提供更科学的依据。

(2) 区块链技术参与合约存证与履约追踪

区块链技术凭借其不可篡改、分布式记账和智能合约等特性，可以为场外衍生品合约的存证与履约追踪提供了可靠的解决方案。在合约存证方面，交易双方可以将衍生品合约的关键信息，如合约条款、签订时间、交易金额等上传至区块链网络。这些信息一旦记录，就无法被篡改，保证了合约的真实性和完整性。在

履约追踪环节，利用智能合约可以自动执行预先设定的条款。当满足特定条件时，如到期结算、违约触发等情况，智能合约能够自动完成资金划转或执行其他相关操作，大大提高了履约的效率和准确性。同时，区块链的分布式账本特性使得所有参与方都能实时查看合约的执行状态，增强了透明度，减少了信用风险。通过这些试点案例的实践积累，可逐步扩大区块链技术在场外衍生品领域的应用范围。

(3) 建立场外衍生品授信数据统一平台（整合央行征信系统、企业信用信息公示系统）

建立统一的场外衍生品授信数据平台意义重大。首先，整合央行征信系统丰富的金融信用数据，包括企业 and 个人的基本信用信息、信贷记录、逾期情况等。这些数据能够从金融信用维度为企业授信提供重要参考。同时，引入企业信用信息公示系统的数据，涵盖企业注册登记信息、经营异常记录、行政处罚情况等非金融领域的信用信息，使授信评估更加全面。平台可设置数据标准化模块，对来自不同系统的数据进行格式统一和清洗，确保数据质量。通过搭建这样一个统一平台，征信机构和授信机构能够便捷地获取企业全面的信用信息，减少信息不对称问题，提高授信决策的科学性和效率，促进场外衍生品市场的健康有序发展。平台还可设置数据共享接口，允许合规的第三方机构在一定规则下使用数据，进一步发挥数据的价值。

(4) 发布《非标衍生品授信计量指引》，引入 CVaR（条件风险价值）模型替代传统 VaR

传统的 VaR（风险价值）模型在场外衍生

品风险计量方面存在一定局限性，尤其是对于极端市场情况下的风险刻画不足。为此，应发布《非标衍生品授信计量指引》，引入更能反映极端风险的 CVaR（条件风险价值）模型推动非标衍生品授信计量的科学化和精细化。

3. 国际合作与市场开放

（1）跨境授信互认机制

推动与LME、CME等国际交易所的抵押品互认试点，允许境内机构使用境外仓单、债券作为授信质押品，降低跨境套利成本；参考欧盟EMIR框架，建立中欧衍生品授信标准互认白名单，覆盖头部金融机构。

（2）国际规则本土化适配

在ISDA主协议与NAFMII协议冲突领域（如终止净额结算），通过最高人民法院司法解释明确法律效力优先级；试点“双协议并行”模式，允许跨境交易双方自主选择适用法律文本，配套外汇额度审批绿色通道。

综上所述，中国特色期货监管制度下的场外衍生品授信管理体现了“严监管防风险促发展”的核心逻辑。通过《期货和衍生品法》与自律规则的体系化构建，我国在场外衍生品准入、授信动态调整及风险隔离机制上形成了差异化制度优势，然而，当前仍面临跨境交易制度性套利、非标产品风险计量不足及中小微企业授信可得性低等挑战。未来，建议从制度完善、技术深化、国际协同等方面继续深化场外衍生品授信管理体系改革，促进授信管理从“被动合规”转向“主动赋能”，成为支持实体经济风险管理的关键基础设施。

（责任编辑：张达）

作者简介：

刘桂林，任职于浙商期货有限公司，研究方向为期货公司合规管理、期货及衍生品风险防控。