

# 证券期货业场外衍生品市场服务 标准化体系研究

## 摘要

随着《期货和衍生品法》及相关规章、自律规则的建立健全，未来将促进衍生品业务开展将进一步规范化，标准将趋于统一、健全。本课题研究的场外衍生品“市场服务”标准化，是将衍生品市场的投资者作为“金融消费者”，从其享受金融服务的角度，对服务过程中各个要素进行研究，涵盖投资者所面临的**服务主体**（经营机构）、**服务内容**（衍生品设计）、**服务流程**（交易流程、交易确认、集中清算、担保品服务）相关标准。在标准的内容中，既涵盖了法律法规、自律规则中的**监管标准**，也涵盖了从保护投资者利益、提高服务水平的角度的一些**自律标准**。通过研究境内外最佳实践，引导市场经营主体形成一定的行业统一标准，形成“监管标准”+“市场化自律标准”的标准化脉络，促进境内场外衍生品业务的良性规范发展，共同防范系统性风险，提高衍生品服务水平，更好地服务于实体经济的需求。

**关键词：**场外衍生品；监管标准；市场化自律标准；

## 目录

第一章 概论 .....	4
一、场外衍生品行业发展态势 .....	4
二、业务监管动态 .....	5
三、行业服务标准内涵及意义 .....	8
第二章 场外衍生品经营机构资质标准研究 .....	11
一、场外衍生品资质的监管标准 .....	11
二、场外衍生品业务的主要风险 .....	17
三、场外衍生品经营机构风险管控标准 .....	22
第三章 场外衍生品投资者适当性管理标准研究 .....	30
一、适当性管理对衍生品市场发展的意义 .....	30
二、场外衍生品适当性管理核心内容 .....	31
三、境外场外衍生品业务适当性实践 .....	37
四、境内场外衍生品业务适当性管理现状 .....	47
五、构建场外衍生品投资者适当性标准 .....	50
第四章 场外衍生品产品设计标准研究 .....	54
一、场外衍生品产品设计的重要性 .....	54
二、产品设计标准 .....	56
三、产品设计风险案例启示 .....	69
第五章 场外衍生品交易流程标准研究 .....	76
一、衍生品交易环节概述 .....	76
二、交易流程标准 .....	78

三、建立交易流程标准的可行路径 .....	83
第六章 场外衍生品电子化交易确认服务标准化研究 .....	84
一、建立电子化交易确认标准的必要性 .....	84
二、电子化交易确认的市场实践 .....	87
三、境内权益类场外衍生品电子化交易确认服务建议 .....	99
第七章 场外衍生品担保品管理标准研究 .....	104
一、境内第三方机构担保品管理的必要性及可行性 .....	104
二、境内由第三方担保品管理机构相关资质要求 .....	107
三、担保品管理机构的服务标准 .....	109
第八章 场外衍生品集中清算服务标准研究 .....	112
一、境外衍生品集中清算制度 .....	112
二、境外市场场外衍生品集中清算实践 .....	117
三、境内衍生品集中清算的必要性及可行性 .....	126
四、建立场外衍生品集中清算服务的标准 .....	133
五、推进场外衍生品集中清算需关注的问题 .....	136

# 正文

## 第一章 概论

### 一、场外衍生品行业发展态势

业务规模方面，2019年以来，我国证券公司场外衍生品业务快速发展。根据证券业协会披露数据，2019-2022年存量场外衍生品名义本金分别为6227亿元、12781亿元、20167亿元和20868亿元，同比增速分别为80%、105%、58%和4%。

业务类型方面，场外期权占比高于收益互换。截止2022年12月底，全行业场外期权存量名义本金11915亿元，占比57%；收益互换存量名义本金8953亿元，占比43%。交易对手方面，商业银行、私募基金等是场外衍生品市场的主要机构。其中，场外期权以商业银行为主，收益互换以私募基金为主。以2023年1月为例，当月新增的场外期权交易中商业银行占比约54%左右，当月新增收益互换交易中私募基金的占比57%左右。

交易商方面，目前全行业共有场外期权一级交易商8家、二级交易商37家。自2018年证监会公布首批一级、二级交易商名单后，截止目前较首批名单新增的一级交易商仅为

申万宏源，表明监管对一级交易商仍持有审慎态度，但二级交易商扩容明显，仅2021年以来就新增了8家。

**经营收入方面**，权益类场外衍生品对券商投资收益贡献度较高，成为增厚券商业绩的新增长点，各家头部券商均将场外衍生品业务作为重点发力方向，行业竞争日益激烈。如中信证券2022上半年公司境内场外衍生品名义本金超过2300亿，同比+26%；境外衍生品累计合约成交量同比+55%。跨境股票衍生品业务收入在2亿美元左右，同比微增，创历史新高；华泰证券2022年末监管SAC口径下，场外期权存续规模1260亿，收益互换存续规模1113亿；国泰君安2022年末权益衍生品存续规模为1570亿，同比增长2.7%。

## **二、业务监管动态**

随着券商场外衍生品业务的快速发展，近年来监管部门也出台多项制度、指导意见以促进衍生品业务规范发展。特别是2021年以来，监管机构密集开展场外衍生品业务调研、窗口指导及现场检查，并于年底正式出台收益互换新规，人民银行等四部委也于2021年底联合发布《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见》征求意见稿，2022年发布实施《期货和衍生品法》等，表明场外衍生品的制度供给已进入快车道。

## （一）监管规则逐步完善

2020年9月25日，证券业协会发布《证券公司场外期权业务管理办法》，在合并证监会、协会已发布的关于场外期权业务的各项监管通知、自律管理通知相关要求的基础上，提升了场外期权业务的自律规则层级，并优化完善部分业务标准和业务流程，包括灵活设置交易商资质要求（参与场外期权交易的券商分类评级要求，从2018年的A级以上降低至BBB级以上）、适度扩大挂钩标的范围至融资融券标的范围、优化投资者适当性管理、强化风险监测监控等。

2021年12月3日，证券业协会发布《证券公司收益互换业务管理办法》（以下简称收益互换新规），明确收益互换采用和场外期权相同的交易商资质管理，并重点对投资者适当性管理、标的及合约管理、保证金管理、风险控制、禁止性行为等提出具体要求。特别地，新规明确规定收益互换不得挂钩私募产品，并明确界定了多空组合型收益互换及其最低保证金比例。新规设定一年过渡期，要求证券公司有序整改不符合规定的存量业务规模。

同日，人民银行、证监会、银保监会以及国家外汇管理局也就《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》向市场公开征求意见，旨在对现有监管规则进行集中整合的同时，进一步补齐监管短板、强化投资者保

护、强化金融机构内控管理要求、提升不同市场体系间的协同与监管协调，促进衍生品业务规范健康发展。

2022年4月20日，第十三届全国人大常委会第三十四次会议表决通过《中华人民共和国期货和衍生品法》，首次定义衍生品交易，确立衍生品基本交易制度，明确基本监管框架，从法律层面确定了交易者适当性制度、保证金制度、风险准备金制度、持仓限额制度、实际控制关系报备制度、当日无负债制度、中央对手方制度、期货市场风险监测监控制度以及异常情况紧急处置机制。

2023年3月17日，证监会就《衍生品交易监管管理办法》（征求意见稿）正式征求意见，征求意见稿中明确了衍生品经营机构的资质要求，规定了多项衍生品交易的禁止性行为，引发了衍生品市场主体的热议。

## （二）监管检查密集

2021年以来，证监会机构部、证券业协会、中证报价系统、中金所、上交所等监管或行业自律机构，至多家券商开展场外衍生品业务调研、现场检查，尤其是针对“雪球”产品。

2022年6月，证监会就3家头部券商采取了行政监管措施，其中就2家采取了警示函，1家采取了责令改正措施，从处罚事由来看，三家券商全部涉及场外期权业务违规。

监管机构在鼓励场外衍生品业务创新发展的同时，更为关注证券公司的投资者适当性管理、风险管理、以及系统建设等。随着政策制度等基础配套设施逐步完备，国内的场外衍生品市场发展将更加专业、规范，证券公司只有具备稳健的风控合规能力、较强的产品设计能力、完善的IT系统等优势，才能在市场竞争中占据一席之地。

### 三、行业服务标准内涵及意义

#### （一）服务标准化的内涵

本课题研究的场外衍生品“市场服务”标准化，是将衍生品市场的投资者作为“金融消费者”，从其享受金融服务的角度，对服务过程中各个要素进行研究，涵盖投资者所面临的**服务主体**（经营机构）、**服务内容**（衍生品设计）、**服务流程**（交易流程、交易确认、集中清算、担保品服务）相关标准。在标准的内容中，既涵盖了法律法规、自律规则中的**监管标准**，也涵盖了从保护投资者利益、提高服务水平的一些**自律标准**。具体涵盖：

1、经营机构资质标准，即作为场外衍生品服务的提供方，在完善自身建设，提高风险定价及管理能力方面需要满足的标准。

2、投资者适当性标准：作为保护投资者的核心手段，经营机构在业务推介、尽职调查、适当性匹配过程中的标

准要求，指导经营机构统一采取恰当的方式核实客户风险承受能力；

3、产品设计标准：进一步规范经营机构在各类产品设计过程中需注意的要求，确保凸显风险管理、资产配置，此外，从投资者保护的角度出发，明确一些产品设计的底线要求；

4、交易流程标准：是指狭义的“交易环节”流程，明确投资者在于经营机构进行衍生品交易的相关程序，确定在询报价环节的标准要求，避免双方中出现失信、误解带来的风险；

5、交易确认标准：通过总结境内目前实践，借鉴境外的先进实践经验，探索未来第三方公共服务平台提供交易确认服务的内容和要求；

6、担保品管理标准：探索未来第三方对现金类和非现金类担保品提供管理的服务内容及要求；

7、集中清算服务的标准：明确承担集中清算职能的机构资质要求，纳入中央对手方集中清算和非集中清算的衍生品类型、交易对手类型；

## **(二) 服务标准化的意义**

我国场外衍生品发展起步晚，对比国际衍生品市场仍属于一项创新业务，但在行业服务的标准方面，部分得到

监管规则的统一规范，部分需要经营机构通过市场化自律举措构建。

随着《期货和衍生品法》及相关规章、自律规则的建立健全，未来将促进衍生品业务开展将进一步规范化，标准将趋于统一、健全，可以称之为场外衍生品服务的“监管标准”。但监管规则无法涵盖全部的业务环节或细节，部分服务标准需要市场经营机构通过自律管理，或是通过市场化竞争形成统一标准，此类标准可以称之为“市场化自律标准”。

本次课题的研究意义，是在研究监管机构通过规章、自律规则等确定总体的标准框架下，进一步细化研究各个环节的标准，通过研究境内外最佳实践，引导市场经营主体形成一定的行业统一标准，形成“监管标准”+“市场化自律标准”的标准化脉络，一方面将有利于促进境内衍生品业务的良性规范发展，共同防范系统性风险；另一方面将有利于提高衍生品服务水平，更好地满足投资者的利用衍生品获得风险管理、资产配置的需求，确保场外衍生品市场的发展，服务于实体经济的需求。

## 第二章 场外衍生品经营机构资质标准研究

衍生品经营机构作为衍生品市场服务的提供方，是市场的重要参与者，只有稳健经营才能确保衍生品市场不发生系统性风险。本章分析了衍生品经营机构相关资质的监管标准，并分析了衍生品业务需要面临和管控的风险，有助于行业形成统一的认识。在结合场外衍生品业务的监管导向以及业务主要风险点，提出衍生品经营机构开展场外衍生品业务应具备的风险管理体系标准，以期行业各经营机构，均能采取最佳的风险管理实践，推进场外衍生品市场的规范、平稳、有序发展。

### 一、场外衍生品资质的监管标准

#### （一）《期货和衍生品法》出台前的情况

在《期货和衍生品法》出台前，证券期货市场上主要由证券公司、期货子公司开展。其中，证券公司开展场外期权业务，资质主要由证券业协会《证券公司场外期权业务管理办法》通过划分一级和二级交易商资质规范（主要区别在于仅一级交易商有权就个股类场外期权开展场内对冲交易），而证券公司开展收益互换，通过证券业协会《证券公司收益互换业务管理办法》规范，沿用了场外期权交易商资质（不再区分一级或二级）。期货子公司的业务资质，

主要由期货业协会的《期货公司风险管理公司业务试点指引》规范，对其中个股类场外衍生品提出了更高的要求。

## 1、证券公司一级交易商

根据《证券公司场外期权业务管理办法》的规定，如果证券公司最近一年分类评级在 A 类 AA 级以上的，经中国证监会认可，可以成为一级交易商；展业一年情况良好、未有重大风险事件的二级交易商，可向证监会申请成为一级交易商。

虽然仅仅是明确了要求申请券商的分类评价结果要求，但是在申请资质方面，也将根据二级交易商申请的条件（具体见下文）进一步审查，其中，风险管理水平是一个核查的核心重点。

## 2、证券公司二级交易商

最近一年分类评级在 A 类 A 级以上或 B 类 BBB 级以上，持续规范经营且专业人员、技术系统、风险管理等符合对应条件的证券公司，经证券业协会备案，可以成为二级交易商；

根据《证券公司场外期权业务二级交易商备案须知》，对 A 类 A 级以上、B 类 BBB 级的公司，又分别明确了条件。

### 2.1 A 类 A 级以上的证券公司

申请二级交易商备案应当符合下列条件：

（1）具备证券自营业务资格；（2）最近一年内未因场

外期权业务重大违法违规行受到行政处罚、刑事处罚，或被证监会立案稽查；（3）负责场外期权业务的业务部门主要负责人应当具备 2 年以上参与衍生品业务管理的经验；（4）具备必要的场外期权业务专业人员，其中，具有一定经验的衍生品产品设计、交易人员应各至少 2 名，合规、风控人员应各至少 1 名，以上人员均需专岗，相互之间不得兼任；（5）已建立符合监管规定和自律规则的场外期权业务制度和操作流程，明确客户尽职调查、产品设计、交易对冲、信息隔离、风险合规等业务环节的基本要求；（6）已建立完善的信息技术系统，系统模块应涵盖场外期权业务的全流程管理，包括但不限于可实现市场数据实时接入、交易簿记、经独立验证的模型估值、交易对手管理及交易文件留档、信用风险与市场风险敞口监控、压力测试、清算、客户服务等；（7）协会要求的其他条件。

## **2.2 B 类 BBB 级的证券公司**

最近一年证监会分类评价结果为 B 类 BBB 级的证券公司，申请二级交易商备案应当符合下列条件：

（1）具备证券自营业务资格；（2）最近 18 个月各项风控指标持续符合监管规定，且风险覆盖率不低于 200%；（3）最近 24 个月未受到证监会行政处罚、被采取重大监管措施，或被证监会立案稽查；（4）场外期权业务经验和专业人员储备充分，公司衍生品业务负责人具备 8 年以上衍生品交易

或风险管理经验，衍生品产品设计、交易、合规、风控等各类专岗专职人员均不少于 2 名，且具备 3 年以上相关业务经验，其中具备 5 年以上相关业务经验的人员合计不少于 5 名；（5）已建立符合监管规定和自律规则的场外期权业务制度和操作流程，明确客户尽职调查、产品设计、交易对冲、信息隔离、风险合规等业务环节的基本要求；（6）信息技术系统完备，覆盖前中后台整个业务流程的各项功能，达到一级交易商的标准（可充分支持期权定价、对冲交易、风险控制、清算交收、数据报送等环节的精确化、自动化运行，可将场外期权业务全面纳入风险管理系统，能够实现定价分析、风险计量和汇总、风险指标的监测及限额管理、风险展示和报告等功能，以及对交易对手信用风险、交易行为的持续监测分析，对同一主体控制的机构、产品的集中统一的监测监控等）；（7）风险管理能力突出，达到一级交易商的标准（具备可靠的衍生品估值和风险计量模型，能够每日监测风险敞口和风险限额使用情况，能够有效控制行权价偏离度、不同类型场外期权集中度等）；（8）协会要求的其他条件。

### 3、期货风险管理公司

风险管理公司备案开展场外衍生品业务的，应当符合以下条件：

（1）期货公司分类评级不低于 B 类 BBB 级；（2）风险

管理公司场外衍生品业务应当配备专职合规法务、交易、风控、结算等岗位，不同岗位人员不得互相兼职；

其中，对于风险管理公司开展个股场外衍生品业务的，进一步提高条件为：（1）期货公司分类评级持续不低于 A 类 AA 级；（2）风险管理公司实缴资本不低于人民币 2 亿元；（3）风险管理公司开展场外衍生品业务时间达到 3 年以上（以公司向协会报送的月度报告数据为准）且具有自主对冲交易能力；（4）场外衍生品业务负责人具有场外衍生品业务 3 年以上从业经历。

## **（二）《期货和衍生品法》出台后的情况**

《期货和衍生品法》于 2022 年 8 月实施，其中第三十一条规定“金融机构开展衍生品交易业务，应当依法经过批准或者核准。”将衍生品经营机构限制在了金融机构开展，因此，未来期货子公司将无法开展场外衍生品。

### **1、证券公司的经营资质**

根据《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》，衍生品经营机构开展衍生品交易业务应当具备下列条件，并经中国证监会批准：（1）具备符合规定标准、与业务相匹配的注册资本和净资本；（2）具备良好的公司治理结构、完善的内部控制制度和健全的风险管理制度，风险控制指标或者风险监管指标符合中国证监会的规定；（3）具备与

业务相匹配的专业人员、经营场所、业务设施和信息技术系统等；（4）最近三年内无重大违法违规记录；（5）中国证监会规定的其他条件。

## 2、期货公司的经营资质

根据《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》等规定，期货公司申请办理场外衍生品业务的，应当具备下列条件：

（1）申请日前六个月风险监管指标持续符合规定标准；（2）具有健全的公司治理、风险管理制度和内部控制制度，并有效执行；（3）符合中国证监会期货保证金安全存管监控的规定；（4）业务设施和信息技术系统符合相关技术规范且运行状况良好；（5）高级管理人员近三年内未受到刑事处罚，未因违法违规经营受到行政处罚，无不良信用记录，且不存在因涉嫌违法违规经营正在被有权机关调查的情形；（6）不存在被中国证监会及其派出机构采取相关监管措施的情形；（7）不存在因涉嫌违法违规正在被有权机关立案调查的情形；（8）近三年内未因违法违规行为受过刑事处罚或者行政处罚；期货公司设立未满三年的，自设立之日起未因违法违规行为受过刑事处罚或者行政处罚。但期货公司控股股东或者实际控制人变更，高级管理人员变更比例超过百分之五十，对出现上述情形负有责任的高级管理人员和业务负责人已不在公司任职，且已整改完成并经期货公司住所地中国证监会派出机构验收合格的，可不受此

限制；（9）中国证监会根据审慎监管原则规定的其他条件。

### **（三）衍生品经营机构监管标准的变化**

对比《期货和衍生品法》出台前后，衍生品经营机构在资质准入方面，总体来看呈现了一些调整，具体包括：1）取消了风险管理子公司开展业务的资质，回归所属期货公司；2）在资质条件中，取消挂钩证券公司、期货公司分类评级的要求。

但是，对于衍生品经营机构的内部控制制度、健全的风险管理制度、风险控制指标或者风险监管指标等，均保持不变，这也凸显了衍生品经营机构的风险管理，在业务资质赋予方面属于重要的决定性因素。

## **二、场外衍生品业务的主要风险**

相较于传统的基于场内交易的经纪业务、投融资业务等，场外衍生品业务复杂程度高、个性化程度强、信息透明度低，风险管控难度更高。2021年以来，国际市场上接连爆出的游戏驿站（GME）、阿古斯资本管理公司（Archegos capital）风险事件，也都反映出场外衍生品业务风险管理的重要性。

### **（一）行业视角**

从国际上比较著名的场外衍生品风险事件看，如雷曼

破产事件、GME 事件、Archgoes capital 事件等，场外衍生品业务需重点关注模型风险、标的集中度风险、交易对手信用风险等。

### 1、模型风险

场外衍生品依靠模型定价、估值和对冲，但若忽视模型的前提假设和局限性，过分依赖历史数据得到的结论，一旦未来出现不确定因素，模型将不适用，并将导致完全无法预知的事情发生。特别是在各家交易商业模式高度类似、市场竞争激烈的情况下，盲目依赖模型结果进行业务创新和规模扩张，容易引发系统性风险。如 2007 年次贷危机中，因开展巨额、复杂的 CDS 嵌套、打包交易，多家国际投行发生巨额亏损，雷曼公司破产，最终引发全球性的金融危机。

### 2、标的集中度风险

若挂钩某个股的场外衍生品合约的名义本金规模，远超过该个股的总市值或市场流通量，容易引发 gamma squeeze 效应，导致股价剧烈异常波动，对市场稳定造成冲击。如 GME 事件的多空对战中，多头通过大量购入看涨期权，推动 GME 股价在短短的 1 个多月内，从十几美元涨至最高点 483 美元，再跌至不足 50 美元，30 日历史波动率达到将近 600%，造成了极大的市场波动。

### 3、交易对手信用风险

场外衍生品市场实行双边清算，交易对手履约风险非常关键。尤其是场外衍生品市场的透明度较低，存在某客户与全市场交易商进行交易，但各家交易商相互之间并不清楚其他各家的持仓规模，使得该客户积累与其自身能力不匹配的场外衍生品头寸，在市场不利情况下极易造成踩踏和流动性挤兑。如 Archgoes capital 与多家国际投行开展高杠杆的衍生品交易，因持仓个股接连发生负面事件、股价下跌导致被强制平仓，引发重仓股崩盘式下跌。Archgoes capital 最终爆仓，并连锁导致瑞信、野村等国际投行巨额亏损。

## **(二) 衍生品经营机构视角**

从证券公司层面看，开展场外衍生品业务主要面临市场风险、信用风险、模型风险、流动性风险、操作风险等。

### **1、市场风险**

场外衍生品业务的市场风险包括因挂钩标的价格（如个股、指数、期货价格）、波动率、标的分红与期货基差、无风险利率等因素变动而导致损失的风险。相应的市场风险度量指标包括敏感性指标（主要为 Delta、Gamma、Vega、Theta、Rho 等希腊字母）、VaR 以及压力测试结果。证券公司在开展场外衍生品业务的过程中，需要开展风险对冲交易以控制市场风险敞口。但由于国内市场缺乏有效的风险

对冲工具，证券公司主要是通过现货或期货品种对冲 Delta 风险敞口，即期权价格对挂钩标的价格的敏感性，但对于 Gamma、Vega、Rho 等希腊字母敞口较难进行对冲，面临相应的波动率风险和基差风险。此外，在标的证券大幅波动、波动率波动剧烈、或者标的停牌、涨跌停等情况下，也可能无法有效的对冲 Delta 风险敞口。

## 2、信用风险

信用风险指在场外衍生品交易和结算过程中，因交易对手不能或不愿履行合同承诺而导致损失的可能性，如交易对手未按照协议约定提交担保品、违约延迟支付、未能全额支付款项等。场外衍生品交易对手信用风险具有方向和敞口大小的不确定性，因此合约价值的大小及对交易哪一方具有正向价值都是不可预知的，交易双方都可能因对方违约而遭受损失。20 世纪 90 年代以来，随着场外衍生品市场的快速扩张，交易对手信用风险逐步成为欧美大型金融机构面临的主要风险之一。

## 3、模型风险

对于场外衍生品而言，量化模型的使用极为普遍。第一，相比场内产品，场外衍生品缺乏流动性，价格不透明，在合约存续期的估值主要通过量化模型得到。第二，场外衍生品的对冲交易和估值需要有模型参数如分红率、波动率等，这些参数的计算也需要使用模型。第三，因为场外

衍生品本身的复杂性，除估值和希腊字母外，VaR、交易对手违约风险暴露 EAD 等指标的计量也需要通过模型实现。但模型的广泛使用也不可避免地招致风险。

根据美联储在 2011 年发布的《模型风险管理监管指引》，模型风险是指错误或不适当的模型使用可能对公司业务造成不良后果或损失的风险，模型风险的主要来源包含模型使用不当、模型设计错误、不正确的模型输入和假设、模型实现差错、未经授权或不正确的模型变更、模型由于市场变化不再适用等。具体到场外衍生品业务，主要是模型假设、估计、应用以及数据的不正确，给场外衍生品业务定价、估值、对冲方面造成偏差导致的风险。

#### 4、流动性风险

流动性风险主要包括无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务、满足正常业务开展的资金需求的风险；以及因挂钩标的缺乏流动性导致场外衍生品合约无法对冲的风险。

证券公司在开展场外衍生品业务中，在合约到期或提前终止时，面临向交易对手的结算支付义务，而结算金额往往与标的表现挂钩，在事前具有一定的不确定性，故证券公司需要提前做好流动资金安排以履行相应的支付义务。同时，在一些场外衍生品交易中，证券公司会向交易对手收取一定比例的预付金，但这些预付金需要在合约了结时

予以返还客户，加大了流动性管理压力。2020 年以来，以雪球等结构为代表的场外期权产品受到市场青睐，对证券公司场外衍生品业务的流动性管理提出了更高的要求。

### **5、操作风险**

场外衍生品业务整体交易环节多、链条长，涉及业务推介、询报价、交易确认、交易簿记、对冲交易、风险监控、盯市追保、结算支付等多个环节。以上任一环节中，都有可能因不完善或有问题的内部流程、人员及系统或外部事件，给证券公司带来潜在损失。

## **三、场外衍生品经营机构风险管控标准**

证券公司应从风险管理组织架构、风险管理制度、风险控制指标、重点环节管理、支持保障措施等方面，搭建场外衍生品业务的风险管理体系，并结合市场和业务实践持续完善，保障业务平稳有序开展。

### **（一）风险管理组织架构标准**

场外衍生品业务需纳入证券公司全面风险管理体系，按照风险管理三道防线，建立健全的场外衍生品业务风险管理组织架构。三道防线需权责清晰、专业高效、有效制衡，保证场外衍生品业务风险管理职责的有效履行。

开展场外衍生品业务的业务部门为第一道防线，承担

场外衍生品业务风险管理的直接责任，在业务开展过程中履行一线风险管理职责，开展场外衍生品业务的风险识别、评估、计量、监测、控制和报告。

独立于业务部门的风险管理部门为第二道防线，将场外衍生品业务纳入公司统一的全面风险管理体系，对场外衍生品业务的各类风险实施独立计量和监控，对达到分级评审标准的业务实施独立再评估，并对业务部门的场外衍生品风险管理工作进行指导和督导。

内部审计部门为第三道防线，对业务部门和风险管理部门的场外衍生品业务风险管理履职情况进行监督检查。

## （二）风险管理制度体系标准

证券公司应建立一整套完善的场外衍生品业务制度体系，覆盖场外衍生品业务的全流程，明确市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险等各类风险管控措施，包括整体性制度、交易对手管理、标的管理、模型管理、风险报告、应急处置等，确保业务规范发展。在日常运营中，证券公司应严格落实各项制度的相关要求，并对制度进行定期审视评估，结合业务开展情况查漏补缺、持续完善。

表 1：风险管理制度体系

制度类型	制度体系覆盖内容
------	----------

整体性制度	<ul style="list-style-type: none"> <li>需要整体明确业务管理基本原则、管理范围、授权和决策安排、各单位职责分工、主要业务环节及管理措施、风险报告与处理、应急处理机制等。</li> </ul>
业务推介管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>需要规范业务推介材料的制作、审核、发布，以及宣传推广等各环节的管理要求和禁止性行为。</li> </ul>
交易对手管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>交易对手适当性管理办法，应结合监管规定，明确针对不同类型交易对手的具体的适当性准入要求，以及相应的准入审核要点、流程和支撑性材料清单等；</li> <li>交易对手信用风险管理办法，明确内部评级准入要求、授信管理要求、同一客户集中度管理要求、黑灰名单管理要求、动态风险监控、定期客户回访和信用资质更新评估等；</li> <li>交易对手履约保障管理办法，明确针对不同标的、不同信用资质客户、不同业务类型的保证金收取标准、盯市和追保机制安排等。</li> </ul>
标的管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>应结合自身业务定位和风险管理能力，针对各类标的明确准入标准，建立挂钩标的白名单，并明确出入白名单的标准和流程等；</li> <li>应该就标的集中度进行管理，结合挂钩标的的流动性、市值、基本面、所处行业景气度（如为个股）等建立集中度管理机制等；</li> </ul>
询报价管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>应该明确询报价权限的划分，指定询报价工具、建立询报价规范化流程等。</li> </ul>
合约管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>应该明确簿记管理相关要求，明确簿记的时效性要求和操作流程，确保场外衍生品交易的全生命周期信息及时在系统完成簿记。</li> </ul>
模型及参数管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>应该明确相关模型和参数的研发、验证、上线、评估的全流程管理机制。</li> </ul>
风险报告管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>应该就风险事件，明确报告的对象、流程等。</li> </ul>
应急处置管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>应该就重大突发事件，提前制定应急预案。</li> </ul>
数据报送管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>应该明确向各类监管机构（报告库）报送业务信息的内容、流程、时效性要求、复核和审批机制等。</li> </ul>

### （三）风险控制指标体系标准

证券公司应在自身的整体风险偏好下，设置多层次的场外衍生品业务的风险控制指标体系，涵盖市场风险、信用风险、流动风险等各类风险，并对各项风险指标进行前

端控制和动态监控。

表二：风险控制指标体系表

维度	指标内容	指标作用
风险容忍度指标	业务规模、损失限额等	控制场外衍生品业务整体规模和风险敞口
敏感性指标	区分大类标的如指数、个股、商品，设置 Delta、Gamma、Vega、Theta 等希腊字母限额； 对于个股类标的，可结合市值、流动性等，设置更为差异化的各项希腊字母限额。	控制场外衍生品业务对于各项风险因子的风险暴露，并针对不同类型的挂钩标的予以区分化、精细化管理。
集中度指标	同一客户集中度（集团层面、单客户层面）、单标的持仓集中度、单客户单标的集中度等	分散交易对手及挂钩标的风险，优化交易持仓
在险价值指标	整体 VaR、分标的 VaR、Marginal VaR、Incremental VaR、Expected Shortfall 等	控制一般市场环境下可能发生的市场风险，及时做好应对
压力测试指标	设置压力测试情景（包括挂钩标的的价格波动、波动率变动等），以及相应的压力测试损失限额	控制极端市场环境下的风险，提前做好应对

#### （四）重点风险管理举措标准

在相关风险具体的管理过程中，需要建立标准化的流程和举措，确保相关风险管理措施能切实可行。衍生品业务在操作风险、流动性风险、适当性风险匹配风险等方面，与其他业务无异，本节重点介绍在模型管理、信用风险管理、挂钩标的管理三个方面，衍生品业务需要进一步着重进行管控的举措：

##### 1、模型管理

证券公司应加强模型管理，规范模型应用，提高各类金融模型的有效性，避免因模型假设、估计、应用以及数据的不正确，给场外衍生品业务定价、估值、对冲方面造成偏差导致的风险。相关举措应该涵盖：（1）证券公司风险管理部门建立公司层级的模型库，涵盖已验证并投产的所有模型，以及相应的模型说明文档。各类模型的投入使用需经过事前评估、事中检验、事后验证的过程，保证模型的有效性和计量结果的准确性；（2）参与模型研发、验证、审批和定期评估的相关人员应具备专业能力；（3）模型计量结果应能客观、真实地反映所计量资产的风险程度或市场价值，应以经典理论和市场实践为依据，并根据模型的定期评估结果进行调整。若模型效果评价指标突破既定的阈值，或当模型运行的内外部环境发生重大变化、将对模型有效性造成重大影响时，应及时开展模型检验，并根据检验结果进行模型修改。

## **2、信用风险管理**

若衍生品经营机构买权或期初支付预付金、买权客户后付期权费、以及部分结构（如雪球、安全气囊等）买权客户有潜在支付义务等情况下，衍生品经营机构面临交易对手信用风险。针对信用风险管理，相关举措应该涵盖：

（1）尽职调查，需加强对客户信用资质的尽职调查，除财务报表中直接体现出的负债融资外，还需特别关注客户借

助场外衍生工具进行表外融资的情况，以掌握其实际的风险敞口和杠杆水平；（2）内部评级准入，需要设定一定的内部评级准入要求，对于具有信用风险敞口的场外衍生品业务，结合公司的风险偏好制定相应的评级准入标准；（3）履约保障与每日盯市方面，需建立履约保障管理机制，明确各类结构（互换、期权）的初始保证金和维持保证金标准，以及相应的逐日盯市追保要求。在保证金比例设置方面，应充分考量挂钩标的流动性和波动性，以保证金能覆盖强平过程中的极端损失为基本原则，并结合交易对手信用资质进行审慎调整。若发生需要追保的情形，一般要求在发出追保通知后的 T+1 日内追保到位。（4）信用风险敞口限额方面，应基于客户内评等级、净资产、所属行业、负面舆情等因素，构建以实控人为主体的同一客户集中度管控机制。（5）客户资信持续监控。应建立负面舆情跟踪预警机制，对主体信用风险进行每日动态监控。对交易对手信用资质的动态管理机制，至少每年对交易对手的信用资质更新评估一次，通过定期回访、监测评估等方式确保交易对手持续符合公司关于交易对手信用风险的管理要求。

### 3、挂钩标的管理

证券经营机构应当结合自身风险管理能力，建立完整的衍生品挂钩标的管理举措，相关举措应该涵盖：（1）标的准入，制定挂钩标的白名单，从严、动态管理挂钩标的，

并结合监管最新要求、公司限制名单和负面清单更新情况，及时进行标的白名单的动态维护。（2）集中度管理。应该对不同类型标的设置单一标的存续名义本金上限，并建立交易的分级审批机制，通过系统实现对交易的前端管控，避免在单客户、单标的上积累过高的仓位和风险暴露。（3）标的持续监控。应对存续交易的挂钩标的进行持续监控，对于存在重大负面舆情、交易所发布交易监管提示函、日内价格波动较大的标的及其衍生品合约，及时评估相关风险，并及时采取调整白名单、平仓了结合约等措施。

### **（五）风险管理保障体系标准**

在按照前述标准建立完善的风险管理体系、举措的同时，衍生品经营机构需要提供相关的保障支持，具体保障体系应该涵盖：

**1、信息技术系统的保障。**应建立高效的场外衍生品业务管理系统，具备客户管理、交易簿记、估值、合约生命周期管理、以及相关风险管理等功能，为开展客户资质准入、交易簿记、交易管理及风险管理等工作提供系统支持，并能实现对所开展场外衍生品业务的全覆盖、对各类业务风险的科学计量和加总，促进场外衍生品业务流程化、系统化管理。

**2、专业人才队伍的保障。**场外衍生品业务复杂程度高，

对一线、二线风险管理人才专业能力提出更高的要求。境内市场目前相关的学术机构，缺乏专门对场外衍生品业务人才的培养机制，培养人才的途径主要从海外投行引进与券商内部培养。证券公司需要加强研究创新的同时，注重自身人才梯队的培养。

我国的衍生品经营机构未来将不断增多，如能在风险管理组织架构、风险制度体系、风险控制指标体系、重点风险管理举措、以及风险管理保障体系等方面，在相关标准上搭建与自身匹配、契合的风险管理体系，将能有力推进场外衍生品市场的规范、平稳、有序发展，防范系统性风险的发生。

### 第三章 场外衍生品投资者适当性管理标准研究

#### 一、适当性管理对衍生品市场发展的意义

投资者适当性制度勃兴于美国，早在 20 世纪 30 年代，美国联邦证券法就有了认可投资者 (Accredited Investor) 的概念，经过一个世纪的发展，已经演化为诸多境内外法律法规中规范金融机构、保护投资者必要的內容。

在场外衍生品市场，加强对投资者的适当性管理具有三方面的意义：

##### 1、有助于构建衍生品市场健康生态，稳定衍生品市场发展

证监会主席曾多次表态我国资本市场是一个内涵丰富、机理复杂的生态系统，做好资本市场工作，必须统筹多方面关系的动态平衡。场外衍生品市场作为多层次资本市场的重要组成部分，也需要处理好投资者与衍生品交易商之间的利益关系。通过强化适当性管理，可以防范衍生品市场各类损害投资者利益的事件发生，提高投资者参与到衍生品市场的热情，逐步纠正长期存在的“衍生品是坏孩子”的误解及偏见，提高交易商产品创新的动力，促进衍生品市场的生态良好发展。

##### 2、有助于保护投资者权益，防范金融机构的道德风险

适当性是保护的投资者的重要方式，在衍生品交易过

程中，不同类型的场外衍生品投资者在认知水平和风险承受能力方面往往存在差异，投资者适当性目的主要在于避免将金融产品提供给并不匹配的投资群体，有效保护投资者的利益。同时，也有效遏制金融机构的道德风险，避免金融机构在利益驱动下，与投资者开展与其风险不匹配的业务。通过依靠适当性制度把关，能避免让大量不适合参与的散户盲目参与衍生品交易，这对维护市场安全平稳运行起到了积极作用。

### **3、有助于金融机构积极履行社会责任，促进文化建设**

适当性制度体现了以客户分类为根本前提、以风险揭示为核心义务、以法律责任为制度保障的精神。践行投资者适当性管理，能促使金融机构开展衍生品业务各个环节，包括衍生品产品设计、宣传、销售等，均能将资本市场的投资者利益作为重要的考量因素，这也促使了金融机构在业务过程中，积极履行了自身的社会责任，内部也将逐渐形成“合规、诚信、专业、稳健”的证券行业文化。同时，也能让客户利益至上的理念，深植入到金融机构的价值观中。

## **二、场外衍生品适当性管理核心内容**

### **（一）投资者的分类及准入门槛**

场外衍生品的交易商需要首先根据《证券期货投资者

适当性管理办法》的要求，收集投资者的相关基本信息，对交易对手进行普通（机构或自然人）投资者或专业（机构或自然人）投资者的认定。

投资者的分类工作，便于针对不同类型采取不同的保护措施，针对普通（机构或自然人）投资者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面享有特别保护，如向普通投资者销售高风险产品，应当履行专门的工作程序、追加了解相关信息、给予更多考虑时间等特别注意义务。针对专业机构投资者，交易商告知投资者证券公司对专业投资者和普通投资者在履行适当性义务方面的差别，且投资者以书面方式承诺其已了解上述差别。

目前，场外衍生品的交易对手均要求为专业机构投资者，类型主要包括金融机构、金融机构面向投资者发行的理财产品、符合一定条件的法人或者其他组织。此外，目前股票股指及商品类之外的其他类场外期权，还需要进行场外衍生品合格投资者的认定，在专业机构投资者的要求上，增加了金融资产、净资产、投资经验方面的门槛，针对管理人及产品，增加了管理规模、管理经验、产品规模等方面的门槛（具体可见表3）。

表 3: 场外衍生品准入门槛

业务类型	适用规则	合格投资者认定标准
商品场外期权	《证券公司场外期权业务管理办法》	<p><b>专业机构投资者。</b> 符合下列条件之一的是<b>专业机构投资者</b>：</p> <p>（一）经有关金融监管部门批准设立的金融机构；</p> <p>（二）上述机构面向投资者发行的理财产品，经行业协会备案的私募基金。</p> <p>（三）社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金，合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）。</p> <p>（四）同时符合下列条件的法人或者其他组织：</p> <p>（1）最近 1 年末净资产不低于 2000 万元；</p> <p>（2）最近 1 年末金融资产不低于 1000 万元；</p> <p>（3）具有 2 年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历。</p>
股票股指类等其它场外期权	《证券公司场外期权业务管理办法》	<p><b>专业机构投资者</b>，并满足以下条件：</p> <p>（一）法人、合伙企业或者其他组织参与的，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，且具有 3 年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等相关投资经验。</p> <p>（二）资产管理机构代表产品参与的，最近一年末管理的金融资产规模不低于 5 亿元人民币，且具备 2 年以上金融产品管理经验。</p> <p>（三）产品参与的，应当为合规设立的非结构化产品，规模不低于 5000 万元人民币，并符合以下条件：</p> <p>1. 穿透后的委托人中，单一投资者在产品中权益超过 20%的，应当符合《证券期货投资者适当性管理办法》专业投资者的基本标准，且最近一年末金融资产不低于 2000 万元人民币，具有 3 年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等相关投资经验；</p> <p>2. 购买场外期权支付的期权费以及缴纳的初始保证金合计不超过产品规模的 30%。</p>
收益互换	《证券公司收益互换业务管理办法》	<p><b>专业机构投资者。</b></p> <p>其中，产品参与收益互换的，应当为合规设立的非结构化产品；穿透后的委托人中，单一投资者在产品中权益超过 20%的，应当符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者标准。</p> <p>注：穿透后的专业投资者标准，机构类专业投资者见“商品场外期权”栏，其中，专业个人投资者要求：</p> <p>1. 金融资产不低于 500 万元，或者最近 3 年个人</p>

业务类型	适用规则	合格投资者认定标准
		年均收入不低于 50 万元； 2. 具有 2 年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历，或者具有 2 年以上金融产品设计、投资、风险管理及相关工作经历，或者属于金融机构的高级管理人员、获得职业资格认证的从事金融相关业务的注册会计师和律师。

## (二) 衍生品风险等级划分

国内目前提供的金融产品和服务，根据证券业协会的《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》中“产品或服务风险等级名录”的要求，将金融产品按照风险等级由低至高划分为五级，分别为：R1、R2、R3、R4、R5（具体见下表 4），各个证券经营机构需要根据相关名录进一步细化等级评价标准。

表 4：产品或服务风险等级名录

风险等级	特征描述
R1	结构简单，容易理解，流动性高，本金遭受损失的可能性极低
R2	结构简单，容易理解，流动性较高，本金遭受损失的可能性较低
R3	结构较复杂，流动性较高，本金安全具有一定的不确定性，在特殊情况下可能损失全部本金
R4	结构复杂，流动性较低，本金安全面临较大的不确定性，可能损失全部本金
R5	结构复杂，不易理解，不易估值、流动性低、透明度较低，本金安全面临极大的不确定性，甚至损失可能超过本金

从产品特征看，场外衍生品产品具有杠杆性，投资者可能面临期权费损失或更大损失（部分结构下可能丧失履约保障品），奇异期权或组合产品等产品结构普遍较为复杂，较难理解，不易估值。由于场外衍生品目前均属于一对一

开展，无法进行转让，场外衍生品流动性较低。参考上述风险等级分类，所有类型的场外衍生品基本上均属于 R5 等级。

### **(三) 交易对手与衍生品的适当性匹配**

目前适当性匹配工作主要包括三个方面：一是风险等级的匹配。普通投资者根据风险承受能力情况也由低到高可以至少划分为 5 个等级 (C1 至 C5)，金融产品和服务提供商需确保投资者风险承受能力与产品或服务的风险等级适当性匹配 (例如 C3 等级的客户，可以匹配 R1\R2\R3 等级的产品)，不能主动向普通投资者推介风险等级高于其风险承受能力的产品或者服务。如投资者划分为专业投资者，可以购买或接受所有风险等级的产品或服务。二是投资期限的匹配。普通投资者拟投资的产品或服务的期限，应该与产品存续期限相匹配。三是投资目标的匹配。经营机构提供的产品或服务，应该属于普通投资者选择的投资目标或选择的投资品种类型。

目前，适当性匹配工作主要作为保护普通投资者的手段，而场外衍生品的交易对手均为专业机构投资者，专业机构投资者可以匹配所有等级或类型的金融产品及服务，因此在衍生品业务客户的适当性管理中，不再开展适当性匹配工作。

#### （四）风险揭示

风险揭示也是适当性管理的重要一环，风险揭示需要将衍生品开展的相关风险，完整的向投资者进行提示，场外衍生品业务开展过程中，金融机构如果未能适当地履行风险揭示义务，相当于基于信息和知识优势剥夺了投资者对于投资风险的知情权，而投资者将由于这种知情权的丧失而过多地承担不必要的投资风险，其金融资产被置于一种未知的高风险境地，财产安全受到威胁。

金融机构开展风险揭示，核心需要在三个必要的环节开展：一是在推介金融衍生品的过程中，金融机构需要应该客观、真实地介绍和评价所推荐或销售的产品与服务，不能过分的夸大产品的优势，不能隐瞒或刻意使投资者忽视可能存在的缺陷与风险，更不能对投资者作出“无风险”的空头承诺；二是在专业投资者认定过程中，如果投资者基于开展金融衍生品业务需求，申请认定为专业投资者，那需要揭示专业投资者与普通投资者的一些区别，金融机构对专业投资者无需就一些常识性的风险进行提示，重点应揭示需要依靠高度专业性知识才能知晓的风险；而对于非专业投资者，风险揭示就应该更详细和彻底一些。三是在具体交易开展前，应根据产品的风险等级，告知投资者的风险承受能力的匹配结果，但针对专业机构投资者，无需告知其匹配结果，一般仅提供风险揭示文件由投资者确

认。

### 三、境外场外衍生品业务适当性实践

#### （一）美国场外衍生品市场适当性要求

##### 1、美国市场适当性规范规制的主要范围

美国金融业监管局的适当性管理规则<sup>1</sup>，对于客户自主决定开展衍生品交易，并没有具体要求，主要集中在规范推荐证券交易的建议或是推荐涉及证券投资策略的建议，具体要求为：

（1）美国金融业监管局会员或关联方根据为尽职调查获得的客户信息，有合理依据相信其推荐交易或投资策略涉及的证券适合客户。

（2）针对机构类客户，如果要完全履行适当性义务需要会员或关联方有合理依据相信机构客户能够独立评估投资风险，并独立进行判断。在衍生品市场的适当性管理，主要是通过限定合格合同参与者。

##### 2、美国场外衍生品市场对投资者的限定

面对多样化的投资者，美国监管部门逐渐探索出一套较为细致、完善的监管体系，来保障场外衍生品市场平稳运行，风险可控，防止投资者与投资标的的错配。

---

<sup>1</sup> 美国金融业监管局（FINRA）主要规则主要体现在 Regulatory Notice 11-11, 详见 Rule 2090\Rule 2111。

(1) 不属于“合格合同参与者”的实体进行场外衍生品交易都是违法的，而适当性的责任主要归属于“互换业务交易商”或“证券互换业务交易商”。根据美国《商品交易法》第 2(e) 条的规定<sup>2</sup>，除合格合同参与者外，任何人进行互换交易都是违法的，除非该互换交易是在被指定为《商品交易法》项下的合同市场的交易委员会上进行的，或受该委员会规则的约束。然而，核实投资者是否适格是互换业务交易商或证券互换业务交易商的责任。在交易不涉及这两类交易商的情况下，上述规则不要求互换交易或证券互换交易的一方核实其对手方的适格情况。

(2) 特殊实体适当性准入的要求。美国商品期货交易委员会制定的互换业务的规则和美国证券交易委员会制定的有关证券互换业务的规则中，还规定了特定政府性的机构、计划或基金或者其他实体为特殊实体，在互换业务交易商和证券互换业务交易商作为特殊实体的交易方时，必须有合理的依据相信交易方具备一名适格的代表，该代表(1) 具备足够的知识来评估交易和风险；(2) 不属于法定的不适格的情形；(3) 独立于互换业务交易商和证券互换业务交易商；(4) 承担为特殊实体的最佳利益而行事的责任；(5) 向特殊实体适当和及时披露有关互换或证券互换业务的重要信息；以及(6) 提供关于公平定价以及互换或证券互换业

---

<sup>2</sup> 参见 <https://www.govinfo.gov/>

务的适当性的书面陈述。

**(3) 其他主体的适当性要求。**除了上述要求外，美国直接针对场外衍生品的投资者适当性要求的规定非常有限，并且在很大程度上可以通过获取交易对手的陈述/保证的方式来满足。

### **3、推荐互换交易或策略的具体要求及豁免**

根据《互换交易规则》第 23.434 章节的规定，互换业务交易商向交易对方（不包括另一个互换业务交易商、互换业务主要参与者、证券互换业务交易商或证券互换业务主要参与者）推荐互换交易或涉及互换交易的策略时，必须满足以下条件：

(a) 进行合理的尽职调查，以了解互换交易或策略的相关潜在风险和回报；以及

(b) 在获得关于交易对方所有相关信息（包括其投资状况、交易目标和承受潜在损失的能力）后，有合理的依据相信其所推荐的互换交易或策略适合交易对方。

该规则同时为 (b) 项提供了安全港制度，如果 (i) 互换交易商能够证明交易对方的实际决策人员有能力评估互换交易或相关策略的投资风险；(ii) 交易对方以书面形式表示其在评估互换业务交易商的建议时行使了独立判断，以及 (iii) 互换业务交易商以书面形式承诺其仅以交易对手的身份行事，不承担评估互换交易或交易策略对交易对手的

适当性的承诺。

互换交易规则还规定，如果互换业务交易商收到以下内容的书面声明，则满足了上述安全港制度中的第(i)项要求：(i)如果交易对方为非特殊实体，且已善意遵守了有关被选为评估该交易对手交易建议的任何代理人的适当性要求的书面承诺，以及(ii)如果交易对方属于特殊实体，则相应陈述符合本节所述相关要求。

证券交易委员也在其证券互换交易规则的第15Fh-3中规定了与《互换交易规则》相类似的规则制度。

## **(二) 欧盟市场适当性管理要求**

### **1、欧盟市场投资者分类管理**

由于衍生品被视为复杂的金融工具，在欧盟的法律框架下，只有符合条件的交易对手或专业客户（被称为“合格交易对手方”）可以免于填写投资者概况调查问卷（评估投资者适合性与适当性及其风险承受能力的调查问卷），非“合格交易对手方”<sup>3</sup>则需要通过上述调查问卷评估其适合性和适当性。

欧盟银行以及投资公司在提供投资建议或资产组合管

---

<sup>3</sup> 属于“合格交易对手方”的实体类型包括：投资公司、信用机构、保险公司、UCITS及其管理机构、养老基金及其运作管理机构、欧盟法或欧盟成员国国内法项下经授权或受监管的其他金融机构、国家政府及其有关机构（包括处理国家层面公共事务的公共机构）、中央银行以及超国家组织。欧盟成员国也有可能将符合另行设定的比例性要求（包括以最低门槛的形式）的其他实体，以及相同类型的非欧盟实体视为合格交易对手方。

理服务时必须进行适合性和适当性评估，这一评估涉及获取客户或潜在客户以下方面的必要信息：（1）在特定类型产品或服务相关投资领域的知识与经验；（2）财务状况（包括其承受损失的能力）；以及（3）投资目标（包括其风险承受能力）。基于此欧盟银行或投资公司可向其推荐适合的、尤其是符合其风险与损失承受能力的投资服务及金融工具。非“合格交易对手方”只有在评估结果为适合的情况下才能认购这些产品。

每家银行或者投资公司将根据 MiFIDII 项下的适合性与适当性要求<sup>4</sup>，制定、实施和维护一套属于本公司的适当性政策，以全面评估客户的信息。根据 ESMA 指南的一般准则，如果公司与客户有持续的关系（例如通过提供持续的建议或投资组合管理服务），为了能够进行适用性评估，当提供复杂产品（如衍生品）时，公司应考虑是否需要收集相比于提供非复杂产品时关于客户的更深入的信息。

因此，所需信息的范围可能有所不同，针对不同类型的产品和不同类型的客户，公司需要采取一事一议的方法。银行和投资公司被赋予了自由裁量权，以确定根据上述标准对客户情况进行适当性评估所需的信息范围。这一情况适用于欧盟各成员国。

---

<sup>4</sup>关于 MiFIDII 适用性要求指南的一般指南，关于“如何设置评估标准”；公司必须建立、实施和维护适当的政策和程序（包括适当的工具），以使他们能够了解有关其客户的基本事实和特征。

## 2、欧盟市场适当性管理制度下的产品风险等级管理

从投资者适当性的角度来看，产品的分类为两种类型：非复杂产品和复杂产品。对于非复杂，投资者无需填写调查问卷即可认购产品。对于复杂工具，欧盟银行以及投资公司需要在投资者认购产品前进行适当性和适合性评估，并根据评估结果对客户进行分类。

复杂产品包括那些包含条款、条件或触发因素的产品，这些条款、条件或触发因素可能从根本上改变投资风险的性质或收益结构，或者包括明确或隐含的赎回费并且这些费用会使得产品失去流动性。其中，衍生品被认定为复杂工具。针对复杂产品，虽然适当性评估所需信息的深度和广度可能有所不同，例如，对于较为复杂和风险较高的产品，需要了解客户是否能理解使投资产品变"复杂"的机制，而对于不太复杂的产品，则不需要此类信息或更详细的整体评估，但由此产生的分类不会因产品而改变。

## 3、欧盟市场适当性管理制度下的产品与投资者的匹配关系

一般来说，投资者在特定类型产品或服务相关投资领域的知识与经验越少，银行或者投资公司需要向投资者披露的信息范围越大，深度越广。出于这个原因，零售投资者不仅在接受中介机构的信息方面受到特别关注，而且在评估金融工具的适当性方面也受到特别关注。金融中介机

构需要对客户的适当性做出评估，客户不得自行评估其投资的适当性。如果客户提供的信息不充分或被认为不合适，中介机构不得提供相关投资建议。此外，即使中介机构认为某金融产品不适合客户，客户仍可认购该产品，但需签署特殊声明。无论客户是否按照投资建议来进行投资交易，金融中介机构都必须向客户发送适当性报告。

对于非“合格交易对手方”，认购自动赎回型期权或自动赎回型结构化产品并没有具体要求，投资者所需提供的信息根据不同的金融机构而异。对于复杂产品，投资者需要填写一份投资者情况调查问卷，在产品被认为不适合的情况下，需要签署一份具体声明。

### **（三）香港市场适当性管理制度及要求**

#### **1、香港市场适当性管理制度下的投资者分类管理**

香港市场的持牌经营机构在两种情况下会触发适当性的要求：

(1) 根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“《守则》”）第 5.2 段（针对所有投资产品，包括但不限于场外衍生品）作出建议或招揽行为时；

(2) 客户根据《守则》第 5.5(a) 段的规定就“复杂产品”进行的交易（即使在不涉及任何建议或招揽行为的情况下，例如，仅执行交易），除非存在豁免情形。

在就“复杂产品”（指由于其结构复杂，散户投资者无法合理理解其条款、特征和风险的投资产品）向客户提供服务时，机构应确保复杂产品的交易在所有情况下都适合其客户。根据被香港证监会认定为“复杂产品”的投资产品示例及其特点，一般来说，场外衍生品（取决于其实际结构和标的）被认定为是“复杂产品”，从而触发适当性要求（即便机构并未进行任何招揽或提供建议）。在提供有关复杂产品的任何服务时，机构需提供有关复杂产品的主要性质、特点和风险的充分资料，以便客户在做出投资决定前了解该复杂产品。同时，机构需以清楚及显眼的方式向客户提供有关分销复杂产品的警告声明。

根据《证券及期货条例》的规定，专业投资者包括机构专业投资者、法团专业投资者和个人专业投资者。<sup>5</sup> 在与“《守则》范围的专业投资者”进行交易时，可免除适用上述适当性要求以及《守则》下的其他特定要求。注意，“《守则》范围的专业投资者”仅包括机构专业投资者和法

---

<sup>5</sup> 机构专业投资者是指《证券及期货条例》附表1第1部第1条“专业投资者”定义中的第(a)至(i)所指的人士，如认可交易所、认可结算所、中介人、认可财务机构、获授权的保险人、认可的集体投资计划、注册的强积金计划、职业退休计划、政府等。法团专业投资者是指《证券及期货（专业投资者）规则》第4、6及7条所指的信托法团、法团或合伙。根据规则，信托法团需要持有港币4000万（或等值外币）以上的总资产；法团或合伙需要持有港币800万（或等值外币）以上的投资组合，或港币4000万（或等值外币）以上的总资产。个人专业投资者是指《证券及期货（专业投资者）规则》第5条所指的个人，并持有港币800万（或等值外币）以上的投资组合，如现金、存款、及《证券及期货条例》所定义的证券。

团专业投资者，不包括个人专业投资者。

对于场外衍生品，从“了解你的客户”角度，机构应该：(1)评估客户对场外衍生品的认识，并根据客户对场外衍生品的认识来决定客户的特点；(2)如果不了解场外衍生品的客户希望购买相关产品，应确保遵守《守则》第5.1A(b)段的规定；(3)保证客户了解产品的性质和风险，并有足够的净资产来承担产品交易的风险和潜在的损失。注意，即使是“《守则》范围的专业投资者”也不能免除这一要求。

## **2、香港市场适当性管理制度下的产品风险等级管理**

适当性要求将每个建议投资产品的风险回报情况与客户的个人情况相匹配。因此，从香港证监会的角度来看，场外衍生品并不存在“标准化”的风险等级分类。

机构应自行进行尽职调查，并自行对场外衍生产品进行风险评估。在对产品进行尽职调查/风险评估时，要考虑的因素可能有：投资产品的结构及其运作方式，底层投资的性质，产品发行人、担保人和服务提供商的经验、财务状况和声誉，费用和收费，投资产品的相对表现和流动性，锁定期，终止条件，估值和单位定价，保管安排，独立的研究公司公布的风险评级或信用评级机构给予的信用评级，市场和行业风险，经济和政治环境，监管限制以及任何其他可能影响投资风险回报状况和增长前景的因素。

香港证监会一般将衍生品视为具有更高的风险，即“复杂产品”。场外衍生产品相较于其他投资产品通常被视为具有更高的风险等级。但具体的风险等级水平将根据一系列的因素而定，其包括：是否向投资者提供了与产品有关的足够和透明的信息，是否有损失超过本金的风险，产品的任何特征或条款是否会从根本上改变投资或支付的性质或风险，或是否包含多个变量或复杂的公式来确定回报，以及产品的任何特征或条款是否可能导致投资缺乏流动性和/或难以估值。

### 3、香港市场适当性管理制度下的产品与投资者的匹配关系

机构应利用其专业判断，在考虑到客户的投资目标、投资期限、投资知识和经验、风险承受能力以及财务状况等因素后，认真评估每个建议投资产品的特点和风险敞口（包括交易成本、杠杆效应和外汇风险，如适用）是否真正适合客户，是否符合客户的最佳利益。因此，对于已经为产品进行风险评级的机构而言，仅仅机械地将产品的风险评级与持牌人或注册人评估的客户风险承受水平相匹配，可能不足以达到履行义务的标准。

鉴于上述情况，对于什么样的产品适合什么样的客户，并不存在强制性规定；根据上述原则及香港证监会的指南和常见问题答复中的指示，这是一个定性评估，具体将取

决于相关场外衍生品的特点和每位投资者的个人情况。以自动赎回型产品为例子，此类产品很可能被香港证监会视为“复杂产品”，而提供任何复杂产品服务（包括不涉及任何建议或招揽行为而仅提供交易执行服务的情况下）都会触发适当性要求，除非存在豁免情形（机构因此应首先评估客户是否为《守则》范围的专业投资者）。

## **四、境内场外衍生品业务适当性管理现状**

### **（一）期货子公司适当性管理现状**

期货子公司的场外衍生品投资者准入要求，首先也需要和证券公司一样，按照《证券期货投资者适当性管理办法》第八条和第十一条规定，进行专业投资者和普通投资者的认定。

在部分具体业务准入门槛方面与证券公司部统一。根据《关于进一步加强风险管理公司场外衍生品业务的通知》（中期协字〔2018〕118号），如果交易对手与期货子公司开展股票股指等权益类场外衍生品，准入门槛与证券公司保持一致，即需要在专业机构投资者的要求上，增加金融资产、净资产、投资经验方面的门槛，针对管理人及产品，增加管理规模、管理经验、产品规模等方面的门槛。

但是在商品等非权益类场外衍生品方面，证券公司仅能与专业机构者开展，但是期货子公司并无此种要求，即

意味着期货子公司可与普通投资者开展商品类的场外衍生品。

## （二）商业银行适当性管理现状

商业银行场外衍生品销售过程中投资者适当性主要根据是《银行业金融机构衍生产品交易业务管理办法》、《商业银行理财业务监督管理办法》。体现在：对于销售产品人员的培训、授权；对产品描述、风险揭示书面材料的披露；对客户客观公允描述衍生产品的收益与风险等。适当性管理内容在相关管理办法中，属于比较具有原则性、底线性的要求，对于执行的标准的明确，更多是依靠银行内控制度和风控合规制度的约束。此外，对于商业银行，与投资者适当性的具体配套规则还有《关于规范商业银行代理销售业务的通知》《银行业金融机构销售专区录音录像管理暂行规定》等，可见商业银行在对于投资者适当性制度的现状是散落在很多规范当中，适用的范围既有交叉也有缺失部分。

与证券公司、期货子公司在场外衍生品交易对手的准入方面，商业银行有三方面突出的不同：一是缺乏细致的准入门槛标准，相关要求中并未设定名的金融资产、净资产、投资经验、管理规模、管理经验、产品规模等；二是更加突出对基础资产的审查，要求与有真实需求背景的客

户进行与其风险承受能力相适应的衍生产品交易，并获取由客户提供的声明、确认函等能够证明其真实需求背景的书面材料；**三是对营销人员采取资格管理**，要求通过内部资格认定并获得有效授权的销售人员方可向客户介绍、营销衍生产品。

### **（三）证券公司适当性管理面临的问题**

证券公司对与客户开展场外衍生品业务进行适当性管理，主要依据《证券期货投资者适当性管理办法》的规定进行专业投资者的认定，此外，根据《证券公司场外期权业务管理办法》《证券公司收益互换业务管理办法》的要求，按照权益类场外期权、非权益类场外期权、收益互换三个维度设定准入门槛，同时，场外期权还根据机构主体、资管产品、资管产品管理人三个维度设定进一步细化准入标准。

自律规则对于证券公司开展场外衍生品准入的细化，有利于统一衍生品的准入，在具体落实的过程中，证券公司面临的问题：**一是**商品类场外期权的准入与期货子公司不一致，针对部分满足不了专业机构投资者的客户，对其无法提供风险管理解决方案；**二是**准入工作需要管理人、托管人进行配合，由于证券业协会相关自律规则不规范其他类型的金融机构（例如银行、理财子），其他金融机构在

提供持有人名册、权益份额超过 20%的投资者资料方面，配合度不高，给证券公司的业务拓展带来一定困难；三是证券公司基于准入门槛的原因，无法利用衍生工具的产品创设能力，服务自身具有财富管理需求的高净值个人客户。

## **五、构建场外衍生品投资者适当性标准**

场外衍生品作为普遍意义上金融产品的一种，其适当性管理既遵循全品类金融产品投资者适当性管理的原则及要求，又因其业务特殊性实施针对性管理。目前证券期货市场已经建立了统一的适当性标准，但在研究了境外的管理实践、不同衍生品经营机构的标准后，结合《期货和衍生品法》的颁发实施，未来适当性标准可能有一定的完善空间，具体如下：

### **1、高净值个人投资者未来有空间一定程度上放开**

借鉴国际监管经验及场外衍生品业务发展历程，场外衍生品投资者适当性管理的目标在于：核心在于防范场外衍生品不当销售给不成熟的投资者，保护普通消费者和投资者的利益。目前场外衍生品将一些专业素质性强、高净值的个人排除在外，而境外市场衍生品市场中并未对零售客群进行一刀切，而是在加强适当性管理的情况下，可以将衍生品销售给零售客户。考虑境外成熟市场均未限制个人投资者参与场外衍生品交易，境内在投资者对衍生品认

知不断提升、充分揭示风险的基础上，未来有空间可以放开境内专业个人投资者参与到场外衍生品市场，目前《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》中，已经预留空间。

## 2、商品、利率、外汇等类型期权的参与门槛有空间进一步降低

商品、利率、外汇类期权与实体企业的经营活动关联性高，其丰富的交易标的、灵活的交易结构很好的满足投资者的个性化投资以及风险管理的需求，同时也帮助实体企业规避原材料、产成品、库存等价格波动风险，增强抵御行业周期性风险的能力，也可以降低融资成本、降低外汇波动对营业收入的影响。

由于部分实体企业主要以实业为主，投资金融产品的经历较少，往往由于缺乏金融投资经验无法认定为专业机构投资者。在银行柜台开展衍生品过程中，往往按照实需原则，更加注重实体企业的基础资产和风险敞口。目前券商在开展商品、利率、外汇等类型期权过程中，需要进一步扩大参与主体范围，有空间对商品类及其他非权益类期权放松准入标准，允许部分有真实风险管理需求的普通机构投资者能够开展商品类、利率类衍生品进行套期保值。

## 3、场外衍生品的风险等级仍需交易商进一步细化

场外衍生品业务涉及的范围十分广泛，存在诸多不同的交易类型和交易结构，类型上包括期权和收益互换，以

基础资产类别划分包括商品类业务、权益类业务、信用类业务、利率类业务、汇率类业务等，各类型、各结构也拥有不同的风险及收益情况。

目前从实践看，经营机构一律将衍生品划分为 R5，未来随着衍生品的普及，可能需要结合具体结构进一步细化，将一些大众熟悉、结构简单的产品（例如全本金收益增强型互换）降低风险等级。

此外，用衍生品结构构建的结构化产品（如收益凭证）、底层配置场外衍生品的私募基金等，在行业内尚未形成统一的共识，因此各经营机构评定的风险等级也不尽相同，未来随着业务拓展、行业交流加深，未来风险等级有望等到统一，减少市场中投资者的困惑。

#### **4、产品类交易对手的准入要求有望进一步简化和放松**

对于产品类投资者，随着近年来资管新规、《私募投资基金登记备案办法》的落实，管理人不断持续规范、提高主动管理能力，资管行业和私募基金将走向高质量发展的新阶段。

场外衍生品将成为一个管理人普遍运用的风险管理和资产配置工具，现行场外期权准入要求，以及《私募证券投资基金运作指引》（征求意见稿）对管理经验、管理规模和产品规模、期权费和初始保证金占净资产比例等要求，可能会显得门槛过高，会排除一些新成立的资管机构或私

募基金，或是小规模私募基金灵活运用衍生品工具进行风险管理和资产配置，未来随着衍生品工具运用的普及，管理人管理能力、合规风控能力的加强，有空间进一步简化和放松。

## 第四章 场外衍生品产品设计标准研究

在美国、欧盟等发达市场，衍生品虽然在经历金融危机后，采取了诸多严格的监管举措，但更多是市场基础设施方面的完善，例如集中清算、报告库等方面，而产品设计方面，并没有明确的限制和规范。针对复杂的产品，通过加强适当性要求来确保保护投资者的利益（具体参见第三章）。在境内的衍生品设计方面，我国的证券期货市场具有后发优势，充分吸取了境内外过往衍生品设计不当、引发投资者亏损的一些案例，通过自律规则对交易目的、行权价、标的和期限等提出相关要求，实现了对产品设计的相关规范。本章通过总结自律监管规则的要求，并从保护投资者角度，总结一些场外衍生品产品设计标准。

### 一、场外衍生品产品设计的重要性

#### 1、产品设计关系到金融服务实体经济的实效

实体企业在日常的业务经营过程中，会考量企业面临的全部风险，最大程度地实现使用衍生品工具降低整体经营风险的效果。在业务经营过程中，实体企业可能面临着原材料、销售价格、外汇、融资利率等巨幅波动，导致经营亏损的风险。场外衍生品交易商可以结合实体企业面临的风险敞口来实际设计产品，实现风险的套期保值。由于

实体企业往往对金融市场缺乏了解，尤其缺乏商品期货、期权、场外衍生品相关知识，因此衍生品交易商的产品设计显得更为重要。合理的衍生产品结构的设计，应该确保避免实体企业出现套期保值工具不合理（使用风险较高的工具）、套保方式不合理、套期保值规模不合理（套保规模远超自身风险敞口）等情形。

## 2、合理的产品设计是系统性风险的重要防线

衍生品的收益往往取决于挂钩标的的表现，因此可能会导致掩盖底层资产风险，或是加剧风险的蔓延扩大，例如在 2008 年金融危机中，次级贷款产品的设计将抵押贷款证券化 MBS (Mortgage-Backed Security)，导致人们在交易过程中忽略了银行信贷的真正风险，成为导致金融危机的第一张多米诺骨牌，最终将房贷的风险传递到了全市场的投资银行和对冲基金各类投资者。此外，部分衍生品结构自身具有的杠杆，也容易放大交易对手面临的 market 风险、信用风险等，例如美国家族理财基金阿奇戈斯 Archegos 开展的总收益互换 (Total Return Swap, TRS) 和差价合约 (Contract for Difference, CFD) 两种场外衍生品交易，其产品结构带有较高杠杆，未能足额缴纳保证金引发的信用风险最终传导至美国交易商，形成了巨额损失。因此从交易商层面，注重合理的产品设计，避免交易不合理产品，是防范系统性风险的重要措施。

### 3、合理的产品设计有利于保护投资者利益

不同投资者的专业水平、风险收益偏好和投资需求存在差异，适当性管理作为保护投资者利益的一项重要手段，其适当性管理的核心工作，就是进行产品风险等级与客户的适当性承受能力等级进行匹配，将合适的产品卖给合适的人。作为衍生品交易商，无法改变投资者的风险承受能力等级，但是可以通过优化产品设计，来调整产品的风险等级，设计出不仅能匹配投资者需求，还能匹配投资者风险承受能力的产品，有效保护好投资者的利益。

## 二、产品设计的标准

### （一）总体设计原则

#### 1、海外市场产品设计

（1）根据利率、波动率来进行灵活设计，满足客户对于风险和收益的需求

根据海外市场结构性产品的发展经验，境外的产品设计会根据经济形势、利率走势来进行灵活设计，兼顾客户对于风险和收益的需求。根据媒体 SRP 的报告<sup>6</sup>可以看出，海外的结构性产品发展历程包括：1）在利率较高的阶段，市场上主要设计“保本”+“浮动”的产品，其中“浮动”一

---

<sup>6</sup> SRP（Structured Retail Product）是欧洲最大的媒体集团之一欧洲货币机构投资者（Euromoney Institutional Investor PLC）旗下的一个品牌，汇总并提供全球结构化产品数据库和信息，相关报告可付费订阅。

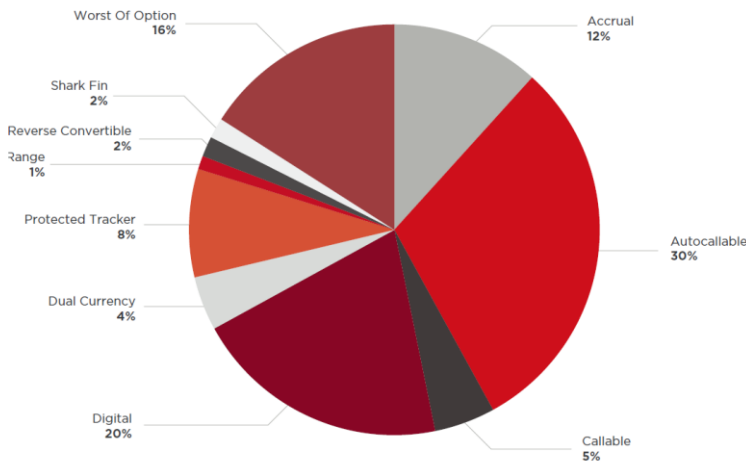
般设计为香草类期权；2) 后续，波动率上升，鲨鱼鳍、亚式期权等期权费偏低的结构开始流行；3) 近年来，产品设计方面开始重视波动生息的产品，主要是自动赎回型 (Autocallable) 结构 (例如雪球)。

## (2) 各地区投资者偏好、经营机构宣传，可能也会对产品设计形成影响

根据 SRP 发布的报告，2021 年亚太地区最受欢迎的投资产品评选，自动赎回型 (Autocallable) 产品被确定为最受欢迎的产品，获得了 30% 的选票。二值期权产品 (Digital) 排名第二，获得了 20% 的选票 (具体见下图)。

图：亚太地区最受欢迎的投资产品评选结果

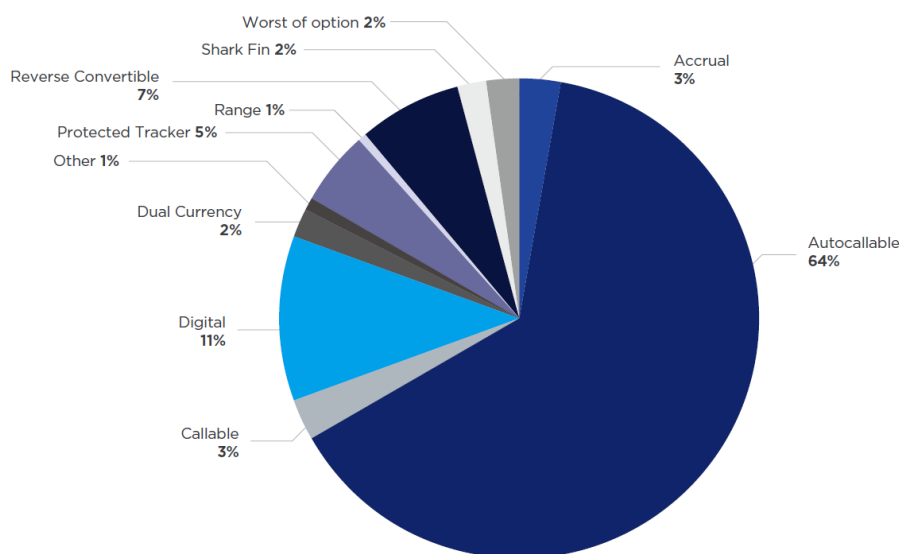
What will the most popular payoffs be over the next 12 months for your market?



欧洲地区与亚太地区相似，2021 年欧洲地区最受欢迎的投资产品评选，自动赎回型 (Autocallable) 产品获得了 64% 的选票。数字期权产品 (Digital) 排名第二，获得了 11% 的选票 (具体见下图)。

图：欧洲地区最受欢迎的投资产品评选结果

What will the most popular payoffs in your market be over the next 12 months, and why?



## 2、境内产品设计情况

境内产品设计和海外市场一样，一方面需要同时满足客户对于风险和收益的需求，满足投资者对结构的偏好；但是，境内资本市场有自身的特色，更加注重衍生品作为风险管理工具的实质，也更加注重对投资者的保护，因此在产品设计方面，应该设立更多的标准和要求。

根据《证券公司场外期权业务管理办法》，证券公司可以自主设计适合投资者真实风险管理需求的期权合约类型，但是，也严禁与客户开展单纯以高杠杆投机为目的、不存在真实风险管理需求的场外期权业务。此外，《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》也规定银行业金融机构不得自主持有或向客户销售可能出现无限损失的裸卖空衍生产品。因此，在产品设计过程中，总体要求突出风

险管理、资产配置的功能，如果要求产品呈现前述的功能，就需要从产品各个因素去考虑设计。

## （二）行权价或障碍价设计

行权价属于场外期权结构衍生品的重要交易要素，行权价的设计往往需要结合客户的风险管理需求，即基于客户对挂钩标的的价格波动风险的判断、需要获得的价格保护区间来确定。此外，行权价的设计也影响到了期权费的定价，因此也需要结合客户对交易成本的控制。

### 1、香草结构的设计

如果客户买入看涨结构，那么期权行权价稍低于目前市场价，可以实现降低交易费用的目的，但是如果设计一个远低于目前市场价的行权价，那么呈现出较高的行权概率，相反客户获得价格保护的可能性低，此时大概率承担挂钩标的的涨跌幅，收益结构呈现线性，较难体现出风险管理目的。具体来看：

**假设情形 1：**某私募基金客户看好 A 股票未来表现拟进行投资，但也担心 A 股票后续有价格下跌的风险，因此可以开展行权价为标的价格 100%、名义本金为 1000 万的看涨期权。此时，在该结构的设计下，行权价并未与标的的市场价偏离，从行权概率上看，如果未来标的价格高于目前市场价，即可以行权。该结构的优点在于标的价格如果有任

何程度的跌幅，客户都不再承担标的下跌的亏损，同时，客户可以获得任何的上涨收益。但是，经过测算，针对该结构期权交易商需要客户支付名义本金 10%的期权费率（即 100 万的期权费），因此，该客户需要在未来标的价格在目前市场价基础上上涨 10%，才能达到盈亏平衡。

**假设情形 2：**如果客户认为期权费率较高，而且标的下跌在 20%的幅度内可以接受，但跌幅超过 20%可能难以接受，为了降低开展期权交易的成本，可以为客户设计一个行权价为期初价格 80%的看涨期权。该结构下，行权价设置为期初价格的 80%，属于一个典型的价内期权。经过测算，针对该结构期权交易商需要客户支付名义本金 21%的期权费率（即 210 万的期权费），虽然客户支付的期权费率提高了，但是由于该期权内在价值就为名义本金 20%（即 200 万），客户相当于额外支出 1%的费用（即 10 万），此时，未来标的只要高于目前的市场价 1%，客户就能达到盈亏平衡。

**假设情形 3：**如果设计一个偏离市场价更远的行权价，例如行权价设置为期初价格的 50%的看涨期权，此时就需要结合标的的历史波动情况，进一步审视客户目的的合理性。因为此类结构下，如果标的价格跌至 50%的概率极低，那么客户实际交易目的，并非是希望通过该结构获得对标的价格下跌的保护，而是单纯获得利用期权的杠杆属性。证券业协会在自律规则中，要求对于期权合约行权价偏离市场

价 20%以上的合约，证券公司合规部门应当对产品合约设计的合规性进行审慎评估并出具书面合规意见。

## 2、障碍结构的设计

在障碍结构的情形中，主要核心点在于障碍价格的设置，也同样需要确保合理的行权（即敲出）概率，例如在看涨二元期权中，在行权价以下和行权价以上设置两个不同的损益，其中，标的的到期价格如果在行权价以上可以获得更高的收益。商业银行经常运用此类结构，内嵌于结构性存款，创造出不同类型的结构性存款产品吸引客户。如果此类结构中，标的价格的波动远远无法达到行权价之上，那么行权概率极低，可能无法获得一个较高的收益。在《北京银保监局关于规范开展结构性存款业务的通知》（京银保监发〔2019〕289号）中，就对此类结构设计进行了明确，需要避免：“将挂钩的衍生产品行权条件设置为几乎不可能触发事件，使结构性存款从名义上的浮动收益产品变为事实上的固定收益产品”。

### （三）合约期限设计

在商品类、利率及外汇类衍生品的产品设计过程中，为了更好的反映客户套期保值的目的和功能，需要结合客户的真实需求背景，分析客户所持有基础资产得风险暴露时间进行合约期限设计，确保衍生品的合约期限能够匹配、

覆盖客户风险暴露的时间。针对商品类衍生品的合约期限，需要分析客户持有商品类资产（如现货库存）的期限，或是拟进行商品的采购或销售时间等等；针对利率类衍生品，需要分析客户具有利息支付义务的融资或负债的期限；针对外汇类衍生品，需要分析客户未来进行收付汇结算的时间等。

在权益类衍生品的产品设计过程中，需要结合客户对相关股票等权益类资产持仓、拟投资持有的期限等因素，如果客户权益类衍生品合约期限较短，就需要加强对交易目的的审查，例如客户有持仓 A 股票现货，需要对冲一个短期的波动风险，买入一个短期期限的看跌，那么可以体现一个合理的风险管理目的。但是如果一个短期期限的看涨期权，仅仅希望实现了对标的投资的“快进快出”，无法体现长期投资、风险管理的理念，因此证券业协会在自律规则中，也要求对于合约期限 30 天以下的期权合约，证券公司合规部门应当对产品合约设计的合规性进行审慎评估并出具书面合规意见。

#### **（四）行权或收益方向的设计**

行权方向主要体现在场外期权产品的设计中，看涨或看跌带来的收益不同，对于开展商品类期权设计，可以满足套期保值的情形主要包括：（1）对持有现货库存的企业，

可以设计挂钩相关大宗商品的看跌方向的衍生品套期保值，实现在库存价格下跌产生损失时，通过衍生品获利对冲损失；（2）对已签订购销合同的企业，需要结合合同类型、固定或是浮动价格，设计挂钩原材料、产成品等相关的大宗商品的看涨类或看跌类结构衍生品套期保值，例如固定价格的原材料采购，设计挂钩原材料商品期货的看跌结构场外衍生品，实现原材料价格下跌低于固定价格采购成本产生亏损，但是从衍生品中获利对冲损失；（3）对具有预期采购量或预期产量的企业，可以将预期原材料、产成品相关大宗商品作为挂钩标的，设计看涨或看跌类结构进行套期保值，例如对于预期产成品未来价格下跌产生损失，但是可以买入看跌结构衍生品获利实现损失的对冲。对于开展权益类场外期权设计，可以参考前述商品类期权设计要求，参考其股票持仓，设计看跌方向的衍生品进行风险管理。

对于收益互换、利率及外汇类衍生品而言，主要为收益方向的设计，可以满足套期保值、风险管理的情形具体包括：（1）对拟履行进出口合同中涉及的预期收付汇，可以结合收付方向、外汇币种，设计远期结售汇或外汇掉期对冲价格波动的损失，例如收益方向为远期买入需要支出的外汇，锁定资金流出的兑换汇率；（2）对拟发生或已发生的融资或负债、浮动利率计息负债的本息偿还，可以设

计利率互换类衍生品进行风险对冲，例如发债企业如果未来担忧市场收益率下行，可以开展利率互换（IRS），收益方向为收取固定利率、支付浮动利率来降低存量债券的融资成本，等等；

### **（五）挂钩标的的设计**

在选择衍生品的挂钩标的时，需要将以下三方面因素纳入考量，包括：

#### **1、标的透明度**

在权益类场外衍生品设计过程中，为提高产品的透明度，挂钩标的一般选择具有充分的现货交易基础，市场竞争充分，具备公允的市场定价，流动性良好等标的。挂钩标的的信息具有高透明度，且具有市场公允价值的话，可以有效保护投资者的利益，避免在衍生品估值过程中产品纠纷或分歧。对于一些透明度较低的私募基金及资管计划等私募产品、场外衍生品，客户无法直接知悉挂钩标的底层资产情况，增加了产品的复杂程度，因此也被监管规则所禁止。

#### **2、客户身份敏感性**

如果客户为上市公司及其关联方等敏感的客户交易主体，且开展挂钩上市公司自身标的的，将可能导致衍生品成为客户违法违规的工具，例如：上市公司拟交易挂钩自

身标的衍生品，此种类型结构的产品，容易变成上市公司操纵自身股价的方式，因此需要进一步探讨上市公司的合理目的，如果上市公司已经披露拟开展员工持股、回购等行为，通过开展衍生品可以控制股价波动的话，可以体现出合理的风险管理目的。例如云南白药集团股份有限公司在回购公司股份用于实施员工持股计划或股权激励计划过程中，就开展了挂钩自身股份的场外衍生品交易控制实际回购股票的成本；

此外，上市公司大股东、董监高如果交易挂钩上市公司发行的相关标的，也容易成为规避减持、内幕交易、短线交易的方式，因此需要结合其身份所需遵守的要求，进一步来设计相关产品，避免相关衍生品成为规避监管要求的工具。

### 3、新标的的定价能力

在确定挂钩标的的过程中，对于创新的标的需要考虑客户对该标的的认识程度，同时，交易商自身也需要从自己风险定价、交易能力、合规风控能力出发，对新标的进行研究，从能否对冲风险的角度，确定是否适合作为衍生品的挂钩标的。部分新的标的可能属于境内外未出现过的期货、证券品种，或是涉及到境外交易场所的交易规则，或是交易商对新标的的波动率、基本面、流动性判断出现失误，最终导致无法对冲风险。

## （六）结构类型配比的设计

由于场外衍生品业务的开展，衍生品经营机构需要根据金融模型计算自身面临的风险敞口，并就衍生品挂钩的相关标的开展交易对冲。结合其标的的不同，对冲的场所可能涉及到商品期货交易所、金融期货交易所、证券交易所等场内市场。在场外衍生品交易过程中，由于对冲行为的存在，将场外市场与场内市场联合在一起，而场内市场的交易主体更加广泛，利益相关方众多，因此维护场内市场稳定、防止标的价格异常波动成为产品设计的考量因素。

发行不同的衍生品结构，交易商采取的对冲行为也不一样，例如场外期权结构的 Delta 对冲，可基于风控指标 Gamma 是正还是负进行划分：1）当客户购买的期权 Gamma 为正时，证券公司的对冲操作是高抛低吸（即 Long gamma）。此类对冲的方式主要存在于障碍类的期权结构，典型的例如雪球结构。此种对冲方式，能在股市出现低迷行情时形成多头的力量，提高市场流动性，也能在股市非理性上涨时平抑市场波动。2）当客户购买的相关期权 Gamma 为负时，证券公司的对冲操作是追涨杀跌（即 Short Gamma）。此类对冲的方式主要存在于香草类的期权结构，典型的是看涨结构。此种对冲方式，如果针对同一标的的集中度过大，对冲行为将对标的的场内价格造成影响，如果券商不采取相关平滑措施，在极端情况下极易造成踩踏和流动性挤兑。

从场外期权业务公开的规模数据看，目前对冲交易量占场内的交易规模比重较小，尚不足影响场内市场，但仍有可能对一些集中度较高或者流动性较低的标的产生影响。因此，交易商在设计和销售场外衍生品过程中，需要在合理配置不同类型的场外期权合约的结构比例，做好内部管控，充分评估股票期权合约对场内对冲的影响，避免对市场产生不当冲击。如果结构丰富，部分不同对冲方向结构之间的风险敞口的抵消，可以降低开展场内对冲对市场带来的影响。针对部分障碍结构，监管机构已经通过《机构监管情况通报》明确产品设计需要注重发行时间、行权价的排布，例如在敲出自动赎回（即雪球）结构中，需要分散敲出、敲入点位，避免集中敲出或敲入，其考量的因素之一就是防范大规模集中敲入敲出对挂钩标的开展交易所带来的影响。证券公司对此类结构，需要分散发行此类结构产品，各期产品的敲入点位保持分散，在挂钩标的大幅下跌的情形下，前期发行的结构如果出现临近敲入需要进行平仓的，但是近期发行的产品可能需要建仓买入，或是其他尚未临近敲入的结构，也需要建仓买入，因此可以实现风险敞口的抵消，有效降低对市场的冲击影响。

### **（七）亏损结构的设计**

在期权结构的设计中，如果客户仅仅购买香草类期权，

那么客户作为权利方，最大亏损为损失权利金。但是如果客户基于投机获得期权权利金目的，卖出了香草类结构，或者是在组合期权结构中存在客户卖出方向的结构，在标的朝着不利方向波动的时候，相关产品的收益结构可能面临较大的亏损。

例如：客户如果卖出了某 A 股票的看跌结构，虽然获得了一定的期权费，但如果 A 股票的发行人在经营管理中出现重大亏损事件，股价朝着下跌方向持续下跌，在未来期权对手方行权情形下，客户可能面临着股价下跌幅度一致的损失。同理，如果卖出了看涨结构，那在标的价格上涨的情形下客户也将面临跟股价上涨幅度一致的亏损。

因此在此种投资者卖出期权的产品类型设计时，首先，交易商需要评估交易目的的合理性，一般合理的情形包括：1) 投资者属于备兑开仓型，即客户具有相关证券的大量持仓，可以卖出看涨增强收益。如果在标的资产上涨情形下，投资者面临期权合约端的亏损，但是由于本身具有持仓资产，因此可以将持仓的上涨收益，作为期权合约需要的兑付出去的资金。但在标的资产下跌情形下，客户可以获得期权费收益，弥补持仓方面的亏损。2) 专业机构投资者在获得自己需要的价格保护区间后，采取卖出期权的方式降低整体交易成本。例如在领式期权中，投资者为防止标的价格下跌，通过买入行权价为标的价格 100%的看涨期权，

获得了下跌保护。但是考虑到期权费较高，为了降低成本，因此客户卖出行权价为 130% 的看跌期权，相当于投资者放弃了标的未来涨幅超过 30% 以上的收益，组合成一个“下端有保护，上端有封顶”的收益结构。3) 专业机构投资者对相关标的有明确的观点，并具有丰富交易经验，希望通过卖出衍生品结构获得投资收益。例如投资者看好 A 股票不会下跌，因此卖出看跌期权获得期权费收益，或者是看好 A 股票不会上涨，因此卖出看涨期权获得期权费收益，交易商设计此类结构产品，还需要同时结合：

(1) 客户的信用资质来评估是否适当。因为在相关结构中，客户可能承担较大的支付义务。如果资质不好不仅会导致亏损甚至破产，也可能会给券商带来信用风险；

(2) 客户的专业能力来评估是否适当。在此类结构中较难体现风险管理属性，但可以作为客户表达市场观点、投资获利的一种方式，应该需要进一步结合客户的职业身份、投资经验来确定，一般而言作为专业的资产管理人、投资机构的投资工具较为合理。

### **三、产品设计风险案例启示**

#### **(一) 雷曼迷你债产品设计**

雷曼“迷你债”事件虽然过去了很多年，但是该案例对衍生品的发展具有重要的影响，他引发了后续监管机构

对衍生品设计、投资者保护的一系列关注。

### 1、事件背景<sup>7</sup>

雷曼兄弟控股公司从 2002 年开始推出了一系列叫做“迷你债”的结构性产品，本节结合其发行的“雷曼迷你债系列三”进行研究，根据“雷曼迷你债系列三”的产品结构如下：

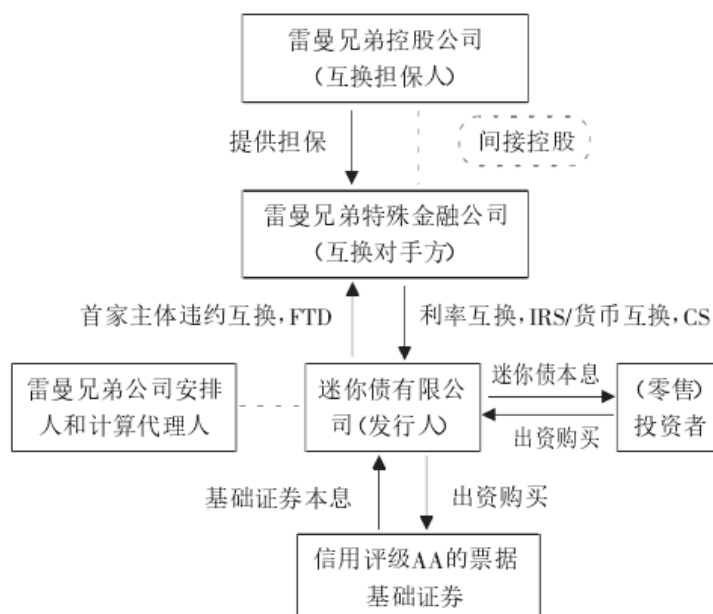
(1) 发行人迷你债有限公司在发行日向投资者发行票据，然后用发行票据筹集到的资金购买基础证券；

(2) 与互换对手方雷曼兄弟特殊金融公司签订信用违约互换协议，在票据存续期间迷你债有限公司按照约定的有关内容向投资者支付利息和偿还全部或部分本金（甚至到时按照约定有可能不偿还本金）。

(3) 迷你债有限公司与雷曼兄弟特殊金融公司还签订了利率互换和货币互换协议，即把发行人从拥有的基础证券上收到的按浮动利率计算的利息金额及到期偿还的本金金额，通过互换协议转换成发行人需要向投资者支付的相关币种的按固定利率计算的利息金额及到期偿还的本金金额。“雷曼迷你债系列三”的总体结构详见图 1。

---

<sup>7</sup> 本节内容参见明丽，张晓蕙：《破解迷你债中合成 CDO 的结构和风险之谜——以“雷曼迷你债系列三”为例》，载《金融教学与研究》2011 年第 4 期（总第 138 期）。



## 2、产品设计要点

雷曼兄弟迷你债本质上并不是债券，而应该定性为金融衍生品，其收益取决于挂钩标的，即一篮子的债券的信用。在该产品设计过程，有如下不利于投资者保护的情形：

**(1) 结构过于复杂：**雷曼迷你债中运用了多种类型的衍生品，包括信用联结票据，以及信用违约互换、利率互换，多类衍生品组合打包在一起，衍生品的链接较长，不利于投资者理解该产品；

**(2) 挂钩标的不够透明：**产品收益挂钩世界上 150 余家公司的信用风险（即上图的基础证券，也叫“CDO”，本质上是将公司信用风险合成的证券），投资者肯定无法获知如此多的公司的具体资质信息，也无法知悉底层流动性提供者和信用增级提供者的资信状况、所属行业的经济发展情况。

### （3）产品结构中嵌入了具有支付义务结构的衍生品：

在该产品的背后运作过程中，由其中发行人设立特设机构 SPV，向其他投资银行卖出 CDS 获得保费，最终支付金额会受到一家或一组挂钩公司所发生的“信贷事件”及其他因素影响。简单而言，该产品卖出了一个保险获得保费，但是，如果未来挂钩的公司出现信用事件，那么该产品需要履行支付义务，承担公司未来的违约风险及后果，与所获得的保费相比收益将得不偿失。当 150 余家公司中发生信用事件的数额大于等于 10 且小于 12 时，作为投资者的迷你债有限公司将损失基础证券的部分本金；但是当这些公司公司中发生信用事件的数额大于等于 12 时，作为投资者的迷你债有限公司将损失基础证券的全部本金。<sup>8</sup>

### 3、案例启示

在迷你债的设计过程中，需要确保客户对挂钩标的、收益结构有清晰的了解，而迷你债的链条过长、挂钩标的过于复杂，通过对基础证券合成，导致投资者无法知悉产品的收益。除了产品设计有问题之外，该产品也存在适当性管理不足的问题，例如在新加坡，约有 1 万散户购买了雷曼有关的结构性理财产品，其中不乏年长、低教育水平的投资者，总投资金额约 5 亿新币。其中，不少投资者因为销

---

<sup>8</sup> 明丽，张晓蕙：《破解迷你债中合成 CDO 的结构和风险之谜——以“雷曼迷你债系列三”为例》，载《金融教学与研究》2011 年第 4 期（总第 138 期）。

售误导，以为雷曼迷你债是非常安全、乃至保本的投资品。

## （二）中行原油宝案例

### 1、事件背景

2020年4月，有媒体陆续报道中国银行客户开展原油宝交易集体爆仓，不仅保证金亏光且欠银行较多的交割款，中国银行短信通知客户“我行原油宝产品的美国原油合约已参考CME官方结算价进行轧差或移仓。请多头持仓客户根据平仓损益及时补足交割款。”后续该事件引起了广泛热议。根据后续“中国银行关于原油宝业务情况的说明”<sup>9</sup>，“原油宝”产品由中国银行于2018年1月开始办理，其定性为中国银行为境内个人客户提供挂钩境外原油期货合约的“交易服务”。

该“交易服务”从收益结构上看与衍生品有相同的本质，即本身的收益取决于挂钩标的，但又无法纳入衍生品的范畴，有学者称“原油宝”为对原油期货合约进行证券化处理的“连结型证券”。“原油宝”挂钩标的为：芝加哥商品交易所（CME）的WTI原油5月期货合约，官方结算价收于-37.63美元/桶（-266.12元/桶），这是历史上首次收于负值。<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> 中国银行官网：中国银行关于原油宝业务情况的说明，载 [https://www.bankofchina.com/fimarkets/bi2/202004/t20200422\\_17781867.html?keywords=%E5%8E%9F%E6%B2%B9%E5%AE%9D](https://www.bankofchina.com/fimarkets/bi2/202004/t20200422_17781867.html?keywords=%E5%8E%9F%E6%B2%B9%E5%AE%9D)。

<sup>10</sup> 参见中国企业家杂志：中行“原油宝”爆巨亏，投资者四处维权，究竟谁之

## 2、产品设计

由于芝加哥商品交易所（CME）的 WTI 原油 5 月期货合约出现了负结算价，因此导致了“原油宝”产品引发了投资者亏损和媒体关注，反思该产品设计，我们发现有以下缺陷：

**（1）未设计挂钩标的移仓的安排。**在大宗商品期货交易时，成熟的投资者均会选择在到期前进行移仓，原因在于越临近期货合约到期，合约的波动越大，当时同业机构例如中国建设银行的原油产品合约到期前一周就完成了移仓操作，但原油宝设计为交割日之前的最后一天才移仓，必然会面临剧烈的价格波动，在合约最后结算时刻，此时市场上已经缺少交易对手，难以完成盘中平仓。

**（2）未从保护投资者的角度设置最大亏损。**中国银行在公告中称个人客户办理“原油宝”需提交 100%保证金，不允许杠杆交易。不允许杠杆交易，是一种保护投资者的举措，但是更近一步，在“原油宝”亏损情形的收益结构设计上，应该确保客户亏损一定比例保证金后，就需要平仓止损<sup>11</sup>。即使平仓止损后，导致客户仍有损失，也需要确保客户的最大亏损为 100%保证金。该案例中，虽然遇到了

---

过？载 [https://m.thepaper.cn/baijiahao\\_7103221](https://m.thepaper.cn/baijiahao_7103221)。

<sup>11</sup> 原油宝《产品协议》第 11 条关于“估值、警告和强制平仓”的条款，强制平仓保证金比例最低要求为 20%。然而，条款中并未明确是否适用于看涨交易（多头持仓），这就引发了争议。

市场从未出现过的历史极端行情“负结算”价，但是作为专业的金融机构，应该从原油市场波动、交易所修改负价交易结算系统等信息，提前知悉和应对可能导致投资者亏损超过100%的情形。

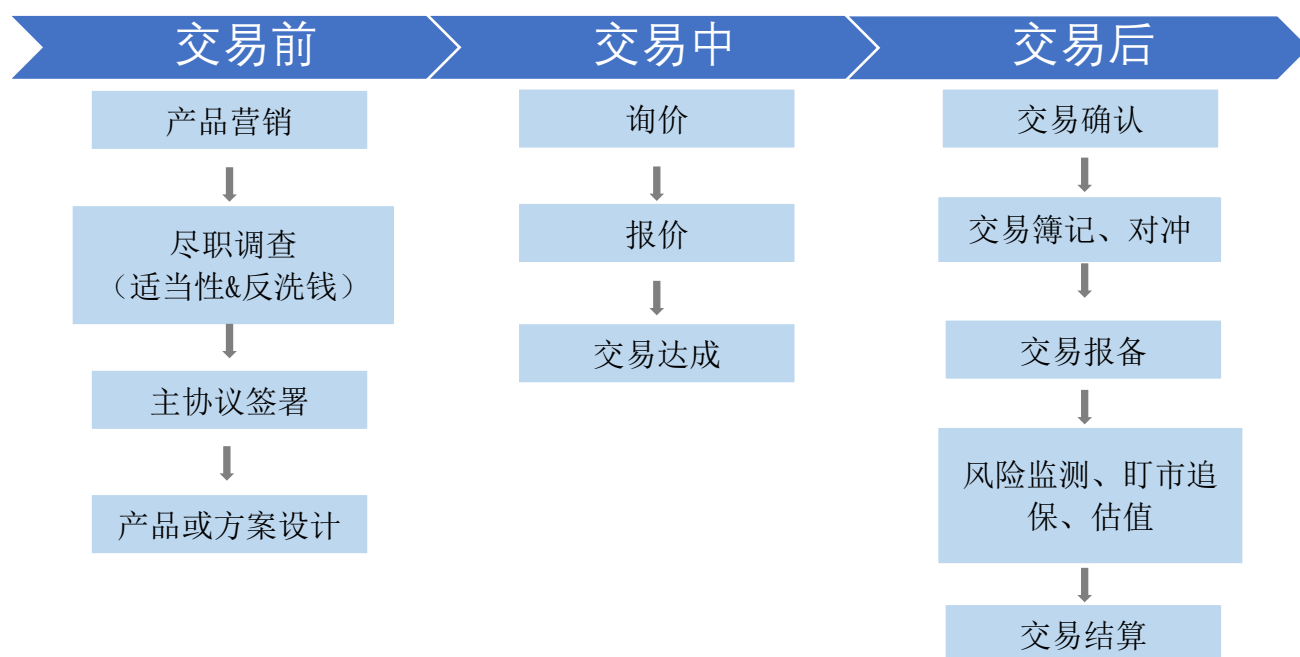
### 3、案例启示

在衍生品设计过程中，需要慎重选择合适的挂钩标的进行产品设计，“原油宝”虽然给境内投资者提供了投资国际原油期货市场的途径，但是对于境内的投资者而言，对国际原油的行情走势、CME 交易结算机制可能并不了解，所以也导致了投资者难以接受“负结算价”的结果。此外，收益结构上，需要特别注意投资者亏损情形下的结构设计，一般而言最大亏损应仅限于客户的本金，如需要设计类似“原油宝”结算后还需要客户补足金融机构交割款的产品，在一开始准入的环节，就需要进一步提高客户资质，确保客户未来能履行支付义务。

## 第五章 场外衍生品交易流程标准研究

### 一、衍生品交易环节概述

从广义上说，整个衍生品的交易流程应涵盖各个业务环节，可以划分为交易前、交易中、交易后三个环节：



#### 1、交易前流程

双方交易前，需要经历流程包括：

1) 产品营销，由于衍生品合约属于一对一达成的，因此开展交易之前需要交易商就客户进行业务的推介，该环节是一个投资者教育、加深投资者理解衍生品的过程；

2) 尽职调查，在确定客户有风险管理、资产配置需求后，可以进一步开展尽职调查，确保客户的风险承受能力

等级匹配衍生品业务的风险，此环节需要客户准备并提供相应的材料；

3) 主协议签署。在确保客户的资质满足适当性及反洗钱要求后，双方将签署证券业协会发布的衍生品的主协议及相关补充，主协议将明确双方未来在业务开展过程中主要的权利义务，在未来不定期开展衍生品交易，双方可不必再就权利义务条款进行重复谈判，交易后可以签署交易确认书确认，交易确认书与主协议构成一份单一的协议。

4) 产品或方案设计。在完成准入、主协议签署后，双方将结合风险管理需求、资产配置需求，就具体的产品结构、业务方案进行讨论。

## 2、交易中流程

本流程属于狭义概念下的“交易流程”，交易双方经过交易前的一系列沟通准备后，可以正式开展衍生品的交易。前期交易双方可能仅对产品或方案进行探讨，但尚未确定交易价格，因此，交易流程中的核心就是双方就相关产品或结构的价格达成一致。一般而言，狭义的“交易流程”具体环节包括：

1) 询价。客户需要除价格之外的具体交易要素发送给衍生品经营机构，询问期权费（期权结构）或固定端费率（收益互换）；

2) 报价。衍生品经营机构将根据客户所需的结构、期

限、行权价、标的波动率、资金成本等要素，结合内部的定价模型和对标的的研究观点，计算出合理的期权费（期权结构）或固定端费率（收益互换）反馈给客户；

3) 交易达成。如果客户明确表示接受相关报价，则交易达成。

### **3、交易后流程**

交易达成（T 日）后，衍生品经营机构将与交易对手进行交易的确认（具体研究见第六章）。同时，在 T 日当天，衍生品经营机构将相关衍生品合约簿记至系统，并结合市场行情开展交易对冲。后续将根据监管要求进行交易信息的报备。在合约存续期间，交易商还将做好持续监测、盯市（如存在信用风险）、估值等工作。合约到期后，交易商将完成与交易对手的资金结算。

## **二、交易流程标准**

如前所述，交易流程有广义及狭义之分，本节所介绍的狭义概念下的“交易流程”，主要涉及询报价环节，通过就询报价工作确定执行标准，减少交易过程中的误解、超越权限、失信等引发的风险。

### **（一）询价执行标准**

在目前商业实践中，询价主要是客户向衍生品经营结

构发出，而衍生品经营机构主要在寻求其他同业机构进行背对背对冲时，才会向其他衍生品经营机构询价。因此，询价环节的标准主要是用于规范客户。

**1、确保询价人员具有权限。**场外衍生品以机构客户为主，而机构客户中往往员工比较多，因此需要界定哪些交易员或经办人有权代表该机构进行询价。一般在交易前的尽职调查过程中，衍生品经营机构就会要求该机构客户，出具对其交易员的授权委托书，以防止相关人员滥用其身份虚假下单，或者超越其权限下单。

**2、确保询价的交易要素齐全。**在衍生品定价中需要参考的因素较多，为了避免与经营机构之间的沟通产生误解，需要确保询价的主要交易要素齐全，主要的交易要素包括但不限于：标的代码、买卖（互换）方向、期权（互换）类型、行权价格（固定费率）、参与率、名义本金、期限等要素等。

**3、使用经授权的通讯工具。**询报价过程需要双方不断沟通交流，因此需要基于一些通讯软件，相关通讯软件需要确保得到授权、能保存沟通的记录。由于缺乏场外衍生品行业共同依赖的通讯工具等基础设施，目前衍生品经营机构一般会要求客户在授权书列明授权的邮箱、电话等，确保相关通讯工具发出的指令，代表客户的真实意思表示。

证券期货市场的衍生品客群中，从名义本金上看，商

业银行、私募基金、证券公司及子公司等金融机构类客户，占据了较大份额。此类客户具备专业的风险管控制度，因此在询价过程中能较好执行前述标准要求。但是对于一些普通机构客户，例如实体企业等，需要衍生品经营机构进行一定的指导，建立起符合相关标准的内控和交易流程并贯彻执行。

## **（二）报价执行标准**

衍生品交易的报价一般指衍生品经营机构，根据客户就特定结构衍生品询价申请，反馈客户具体的价格或收益，包括场外期权的期权费率、敲出收益率（障碍结构）、固定收益率（收益互换）、增强收益率（指数增强结构）等。在报价过程中，一般需要遵守如下执行标准：

**1、确保报价的衍生品结构为公司审批通过。**如果客户询价的衍生品结构为非常规结构，对于经营机构来说涉及新业务模式、新交易结构、新的定价模型等，需提前与内控部门进行沟通评估，经公司通过后方可对外进行报价。

**2、确保使用公司允许的通讯软件进行报价。**经营机构的交易员与客户需使用即时通讯软件沟通询价的，应使用公司配置的邮箱、个人企业微信或企业微信群，确保经营机构能就询价过程进行监控、记录和留痕。

**3、确保报价人员在权限范围内开展报价。**衍生品经营

机构应该通过权限的分级授权，加强对交易员报价工作的管理。如遇到超过自身权限的询价需求，其报价应该获得有相应权限人员的审批认可。

**4、应结合定价模型确保报价具有合理依据。**衍生品交易员对外报价，需要结合定价模型作为基本的报价依据。定价模型及参数一般由公司风控审批，可确保定价在公允范围内，如果交易员的报价超过了定价模型的范围，需要向风控人员提供其他方面的定价依据，确保报价合理。

**5、确保提示客户知悉报价的时效性、有限性。**交易员在报价过程中应该告知客户所有报价均具有时效性，如果为当天开展的即时性交易询价，交易团队成员可在自身权限范围内反馈，如果涉及非当天开展交易的示意性询价、锁价申请，需要明确报价的有效期限；此外，由于询报价仅能反映基本的交易要素，其他关于交易方面的约定，需要提示客户以签署的交易确认书为准。

### **（三）交易达成执行标准**

从法律角度分析，客户询价属于“要约”，衍生品经营机构对其报价属于“反要约”，在客户认可报价后，需要客户明确表达认可报价进行“承诺”。此时，可以视为双方意思达成一致，衍生品经营机构方可执行相关对冲交易。一般需要遵守如下执行标准：

1、**认可报价的承诺，必须由客户授权人员作出。**由于衍生品客户基本为机构客户，因此其意思表示，需要机构客户授权人员的人员作出。

2、**认可报价的承诺必须表明受客户决定与经营机构开展交易的意图。**一般需要客户以书面的方式，明确表达出要求经营机构执行相关交易，避免模棱两可未来产生争议。

3、**认可报价的承诺，内容必须与报价反馈的交易要素一致。**如果出现交易要素的不一致，那么就构成了实质性变更，无法确定双方交易达成。

4、**认可报价的承诺，必须在要约规定的期限内到达要约人。**一般而言，如果双方不是对预定期限内交易进行锁价，那么经营机构的报价需要结合当天市场行情做出，客户也需要在报价后及时进行反馈，否则报价可能面临失效。如果客户反馈认可报价的时间过长，例如超过当天的交易时间进行反馈，或是第二日进行反馈，则无法达成交易，需要重新询报价。

5、**认可报价的承诺，应该使用经营机构指定的通讯软件做出。**如果使用公司配置的邮箱、企业微信或企业微信群，能够确保在未来出现纠纷时，经营机构能及时调出记录进行核对。

### 三、建立交易流程标准的可行路径

由于场外衍生品市场缺乏行业通用的交易软件，客户与经营机构开展交易均通过即时通讯软件开展，最终，双方通过签署交易确认书方式进行确认，因此目前在交易流程中无法形成统一的标准。

如未来行业建立通行的交易流程标准，可以极大提高沟通效率，并减小因误解、反悔等原因产生的法律风险。如建立行业通用的交易流程标准，可行路径包括：1) 推动建立行业通用的话术语言规范。可以明确询报价中需要涵盖的必要交易要素、格式，减少双方不断沟通、明确、补充交易要素。2) 推动建立行业通用的询报价程序。明确需要经历询价、报价、交易达成三个环节，并确定各环节需要表达的内容。

## 第六章 场外衍生品电子化交易确认服务标准化研究

交易确认是衍生品交易流程中承上启下的重要环节，属于交易后流程的一部分。交易确认数据被认为是衍生品交易“黄金数据”（golden source data），能够为风险管理、交易报告、交易清算等环节提供重要支撑。各主要衍生品市场的监管法规对衍生品交易确认有明确的要求和制度安排。2022年8月，我国《期货与衍生品法》正式实施。证监会在2023年3月17日公布的《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》中对衍生品经营机构的交易确认义务提出要求。

### 一、建立电子化交易确认标准的必要性

#### （一）电子交易确认能够显著降低衍生品交易风险

2008年金融危机前，场外衍生品市场迎来前所未有的快速发展阶段，证券互换（security-based swap）迅速增长。单一产品信用违约互换（single-name CDS）存量名义金额从2004年的5.1万亿美元增长到2008年的峰值33.4万亿美元，增长近6倍。组合产品信用违约互换（multi-name CDS）从2004年的1.3万亿美元增长到2007年末的峰值25.8万亿美元。<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> 数据来源：BIS，参见 <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>。

与此同时，信用衍生品行业遭遇了史无前例的未确认交易积压。2005年9月末，未确认交易超过15万笔。其中，近10万笔交易超过30天未进行交易确认。美国政府问责办公室（U.S. Government Accountability Office，以下简称GAO）认为，导致这种情况的主要原因之一是交易确认自动化程度低。

GAO认为，如果新的衍生品交易未予确认，首先，交易条款就没有确定性的书面记录，一旦发生纠纷，协议条款需要借助诸如邮件、交易员间通讯记录等其他证据来认定和解释，严重影响效率、时间和准确性。其次，对于证券互换而言，在整个生命周期中交易双方之间持续存在履约义务，比如基于公司违约等特定事件的支付义务等。交易条款的确认对于衍生品交易商有效计量和管理市场风险、信用风险至关重要。再次，未确认交易的积压还会给清算程序造成障碍，尤其是当存在未发现的错误或者交易双方之间进入纠纷程序时。最后，如果挂钩标的过于集中，清算程序的崩溃甚至将会对市场整体的稳定性形成威胁。

为应对风险管理的低效和潜在的清算崩溃，2005年9月，美国、英国、德国、瑞士相关监管机构联合采取行动，以降低未确认衍生品交易数量。此项行动共有14个交易商参与，其中一项举措便是通过美国存管信托与清算公司（The Depository Trust and Clearing Corporation，以下简称

DTCC) 的 Deriv/SERV 平台进行电子交易确认。经过一年努力, 未确认交易积压数量下降 76%, 超过 30 天以上未确认交易数量下降 94%, 成效明显。

电子交易确认可以提高交易数据的数字化程度, 作为黄金数据, 及时、准确、高度自动化的交易确认能够减少人工干预, 为后续流程环节实现直通处理奠定坚实基础, 提高交易处理效率, 降低交易风险。

## **(二) 电子交易确认是场外衍生品监管改革措施的重要支撑**

2009 年 9 月的匹兹堡峰会上, G20 集团各国领导人就强化场外衍生品交易监管达成一致, 确立四项举措。一是所有标准化场外衍生品交易实施中央清算。二是对于非中央清算的衍生品交易实施更高的资本和保证金要求。三是合适条件下, 标准化场外衍生品实施交易所交易或电子平台交易。四是所有场外衍生品交易向交易报告库报告。随后, 与会各国开始稳步推进启动国内立法程序, 将上述举措转化为国内监管要求。

四项举措中, 电子平台交易与电子交易确认制度的立法目的相互补益<sup>13</sup>, 保证金计算、交易报告、交易清算的实现都建立在交易数据的准确和确定上, 这一点需要及时、

---

<sup>13</sup> 我们理解, 电子平台交易主要是提高市场透明度的考虑。

高效的交易确认制度来保障。2013年 ISDA 一篇调查报告指出，电子交易确认几乎 100%能够在交易后一天内完成，75%的信用衍生品交易确认和 50%的权益衍生品交易确认在交易当天完成。而非电子形式交易确认需要更长时间：只有 10%的交易确认在交易当天完成，约 50%的交易确认在交易后两天内完成，整体上需要 10 天完成交易确认。对于权益类衍生品交易而言，日常有约 4.9 倍日均交易数量的交易未确认，约 0.5 倍日均交易数量的交易确认超过 30 天。

## 二、电子化交易确认的市场实践

### （一）境外电子化交易确认服务实践

为避免因缺乏记载交易条款的确定性文件而引起对手方之间的法律纠纷，在衍生品交易达成后，对手方之间会作出完整、确定的书面交易记录，以维护交易条款的确定性。尽管衍生品市场达成交易<sup>14</sup>的方式各式各样，但通常在交易后一方会向对手方发出交易确认通知（trade acknowledgment，有时被称为“draft confirmation”或者“alleged trade”），记载交易相关的商业条款和其他条款，交易对手方会检查确认通知是否准确反映双方之间的交易，并以人工、电子或其他等同法律效力的方式进行签署，这

---

<sup>14</sup> 交易达成是指交易对手方间根据法律不可撤销地受到一项交易约束的时点。

一过程一般被称为交易确认。交易确认是交易后处理（post trade process）的重要环节。

交易确认文件一般有两种形式。一种是独立的详式交易确认书（“long-form confirmation”），包含除被引用的交易关系协议之外的所有法律、运营和商业条款。第二种应用于大部分衍生品交易，即交易确认书模板，被称为主确认书（Master Confirmation Agreements，简称MCA）。主确认书一般针对特定类别交易制定，包含基本的法律、运营和商业条款，适用于整个交易组合。单独交易层面的条款，如价格、数量、挂钩标的等，在补充确认书（“Transaction Supplement”）中列示。

交易确认文件是一套完整衍生品协议文件的组成部分。不同标的类别的衍生品交易文件构成基本一致，包括主协议（Master Agreement）、补充协议（Schedule）、履约保障协议（Credit Support Annex），以及针对单个交易的交易确认书，这些共同组成一个完整的协议。主协议、补充协议、履约保障协议约束对手方间整体的衍生品交易关系，而产品层次和交易层次的条款在交易确认书中列示。以 ISDA 主协议为例，如下图 2 所示。

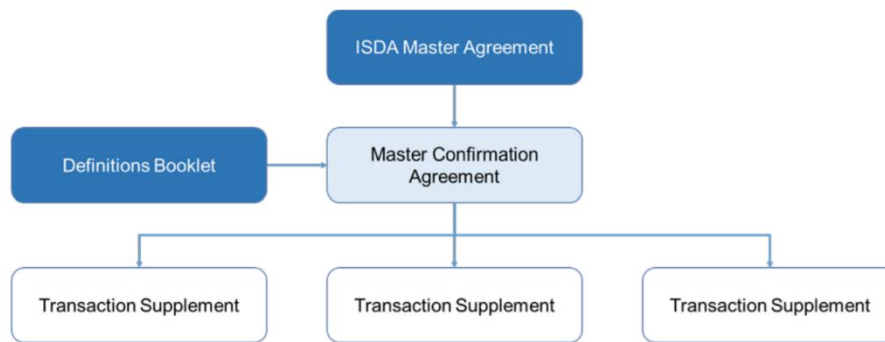


图 2：衍生品交易文件结构关系示例

数据来源: ISDA。

不同类别资产场外衍生品交易规模、标准化程度不同，交易处理流程的电子化、数字化程度也不同。电子交易确认在利率、信用、外汇衍生品领域应用较为普遍，数字化程度也相对较高，权益衍生品因为交易结构和条款的个性化程度较高，流程电子化和数字化程度相对较低。2013 年 ISDA 一项调查显示，2012 年 98% 以上的信用衍生品交易采取电子形式进行交易确认；而大部分权益衍生品交易通过非电子形式进行交易确认。约 30% 的权益衍生品交易进行电子交易确认，70% 的权益衍生品交易采取其他形式。

电子形式交易确认可以由交易商自行建设系统向对手方提供，也可以利用第三方提供的交易确认平台服务来实现。在衍生品交易的完整生命周期中，可能会涉及多方角色，多个环节。比如交易平台（DCM\SEF\MTF）、交易方、清算机构、交易报告库等角色，询报价、交易达成、簿记、报告、估值、结算、清算等环节，是一套复杂的系统。为

提高交易后处理流程的效率和一体化程度，一些第三方服务应运而生，为交易方提供集成化、数字化、智能化交易后处理解决方案，内容方面包括交易对手方信用管理、交易确认、交易对账、估值、组合对账、组合压缩、担保品管理、保证金分析、生命周期事件管理、交易报告、清算等等。

就电子交易确认而言，市场上提供相关服务比较有代表性的机构可以分为两大类。一类是核心市场基础设施运营机构，包括交易报告库、清算机构、交易平台等。另一类是综合性交易后处理服务商。除此外，还有部分专业技术服务公司提供交易确认服务。

### 1、市场基础设施运营机构提供交易确认功能——以 Deriv/SERV 为例

以美国存管信托与清算公司（DTCC）旗下 Deriv/SERV 的交易报告库 TIW 为例，DTCC 将自己定位为 Fintech 公司和金融市场基础设施，对外提供的服务包括金融机构交易处理、清算服务、结算、资产服务、报告库和衍生品服务、数据服务等。DTCC 早在 2003 年开始对外提供交易确认服务，在随后的时间几经变化，现在整合为 DTCC 交易信息仓库（TIW）<sup>15</sup> 服务的一部分。TIW 主要由三部分服务组成：报告

---

<sup>15</sup> 参见 <https://www.dtcc.com/repository-and-derivatives-services/derivatives-services/trade-information-warehouse>

库、生命周期事件处理、中央结算 (Central Settlement)。TIW 报告库存储几乎所有信用违约互换交易信息，拥有来自全球 95 个国家的 5 万余用户，为全球约 98% 的信用衍生品交易提供生命周期事件处理服务<sup>16</sup>，其中包括匹配和交易确认服务<sup>17</sup>。通过中央匹配平台可以实现当日交易确认 (same day confirmation)，使交易各方及时锁定交易，降低运营风险。

TIW 提供自动化交易直通处理，无缝联接从交易达成到支付指令的各环节。基于具有法律约束力的数据，TIW 可以不定期计算交易对手方间的支付金额并进行双边轧差 (bilateral net)，然后将支付指令发送至其中央结算服务合作方--CLS 银行国际 (CLS Bank International，简称 CLS)，进行多币种结算。

此外，TIW 还与交易平台 TradeWeb 的交易直通平台进行联通，为 TradeWeb 用户实现从交易达成到拥有法律约束力的交易确认，以及现金流结算的各个环节提供自动化便利。

## 2、综合性交易后处理服务商提供交易确认服务---以 OSSTRA 公司为例

围绕着证券市场和交易支付结算等场景，市场上存在

---

<sup>16</sup> 参见 [http://www.isdacdsmarketplace.com/exposures\\_and\\_activity](http://www.isdacdsmarketplace.com/exposures_and_activity)

<sup>17</sup> TIW 主要为信用类和权益类衍生品提供交易确认。

许多提供运营流程处理的服务商，不断推动整个市场自动化、数字化的方向前进，以期在更大范围、更多流程上实现一体化直通处理。其中，衍生品交易领域比较有代表性是 OSSTRA 公司。

2021 年，标普全球和芝商所集团（CME Group）整合 MarkitServ, Traiana, TriOptima 和 Reset 四大交易后处理服务商，联合成立 OSTTRA，面向全球衍生品市场提供交易后处理解决方案。OSTTRA 近期对其交易确认平台之一 TradeServ 进行微服务架构和云基改造。本文以之为例，对其两种交易确认方式进行介绍。

### 第一种是手工确认流程：

第一步：用户可以通过三种途径提交交易数据：GUI<sup>18</sup>，CSV，or MQ<sup>19</sup>。GUI：用户进入 CONFIRMS 界面，点击“捕捉”，选择对应的产品类型，录入交易详情，点击提交，会收到成功或错误通知。CSV：用户进入 CONFIRMS 界面，点击上传，选择 CSV 文件，点击提交，会收到成功或错误通知。MQ：以 XML 格式通过 MQ 上传。

第二步：交易对手方点击接受。

第三步：系统将交易标记为已确认交易。交易数据包括公共信息、交易信息、交易标识、产品独有信息、监管

---

<sup>18</sup> GUI, Graphic User Interface, 图形用户界面。

<sup>19</sup> MQ, Message Queuing, 微软的消息队列服务。

报告信息、报告标识、报告位置信息、默认报告信息、报告摘要、交易对手方监管报告信息、 workflow 信息、交易对手方 workflow 信息等。

### **第二种是自动匹配流程：**

第一步：交易各方向系统提交交易数据。

第二步：系统自动将对手方间的交易数据进行比较。

第三步：如果所有的要素 100% 匹配，该笔交易会 自动被标记为已确认交易；如果未能 100% 匹配，系统未搜索并识别要素<sup>20</sup> 匹配度最高的交易，并以计算出的匹配度（%）进行列示。交易方可以查看交易细节，如果认为交易对手方数据有问题，可以联系交易对手方。如果认为交易对手方数据正确，系统会显示所有差异项，相应进行修改，全部匹配后，系统将交易标记为已确认交易。

2022 年 7 月 14 日，OSTTRA 针对高度个性化的复杂衍生品交易推出纸质<sup>21</sup> 交易确认数字化解决方案。复杂衍生品交易视交易对手方和交易类型不同，交易文件在内容、结构上也会不尽相同。通常，交易方通过记载详式条款的纸质文件进行交易确认，需要花费数天时间，甚至有时候长达数周<sup>22</sup>。数以万计的场外衍生品交易确认借助纸媒方式完成，

---

<sup>20</sup> 包括比如浮动利率支付方，计算金额，固定利率，挂钩债务编码，挂钩实体名称和编码，交易日，生效日，预定终止日期，主确认书类型等等。

<sup>21</sup> 此处实际主要指结构上类纸质的电子文档。

<sup>22</sup> [https://osttra.com/press\\_releases/osttra-launches-new-solution-to-digitise-paper-confirmations/](https://osttra.com/press_releases/osttra-launches-new-solution-to-digitise-paper-confirmations/)

需要对交易详情和条款进行逐条核对，产生巨大的操作成本和风险。OSTTRA 使用人工智能（OCR 和机器学习）技术，从 PDF 文件记录中提取关键数据并进行数字化，实现交易审查和匹配流程的自动化，从而实现更快的交易确认。另外，将复杂的非标准化衍生品交易数字化后，能够便利同一交易商将其与标准化程度较高的衍生品交易信息一站式查阅、管理，大大提高工作效率。OSTTRA 纸质交易确认数字化方案首先面向外汇期权和权益互换，迅速扩展到固定收益期货、商品互换以及无本金交换远期合约。

### 3、专业技术服务商提供交易确认服务——以 LIKEZERO 为例

市场上一些软件服务商结合自身在技术和衍生品业务方面的经验与优势，推出智能化交易合约分析对比产品，用于衍生品交易确认。LIKEZERO<sup>23</sup>成立于2016年，是一家注册在英格兰的公司，主要提供金融合同的数据抓取和匹配服务，主要客户包括投行、资产管理经理、保险机构、市场基础设施等，在数据挖掘和匹配方面拥有专有技术。

我们以 LIKEZERO 为例进行介绍。

第一步，用户可以将所有文件和支持性元数据上传到 LIKEZERO 系统。

第二步，用户可以对不同项目的数据特征进行设置。

---

<sup>23</sup> 参见 <https://likezero.co.uk/>

这个过程可以使用 LIKEZERO 的主数据模型 (Master Data Model)，也可以进行个性化设置。

第三步，LIKEZERO 将所有文件分解成段落，当特定段落与 LIKEZERO 的条款库 (Clause Library) 相匹配时，相应的数据特征会被自动继承，并加以特殊颜色标记。

第四步，未匹配的、个性化的段落会被识别并显示在用户界面。用户可以使用“智能人工”(“Actual Intelligence”)进行分析，并将段落与数据模型进行匹配和关联。系统会随后将其加入到条款库以重复使用。

第五步，以 CSV 和 XML 形式将交易数据导出。导出包括抓取的数据、合同库、差异段落、页码标记等，以供用户数字化应用和进一步分析。

据 LIKEZERO 称，其核心流程并不使用人工智能或者机器学习。LIKEZERO 拥有专有的数据挖掘和匹配技术。当数据被抓取后，机器学习只被用于发现 OCR 错误，LIKEZERO 依赖用户去解释和编译数据，而不是机器。

LIKEZERO 的核心竞争力来自于其条款库和数据模型。条款库是一系列段落或段落簇，能够与其数据模型相配对。当新的文件上传到系统时，LIKEZERO 会自动将其分解为段落并与数据模型匹配，抽取并继承模型中的数据，用于后续的交易直通处理。

## (二) 境内场外衍生品交易确认现状

### 1、银行间市场

银行间场外衍生品市场包括在中国人民银行认可的交易系统上达成的场外衍生品交易和在商业银行柜台开展的场外衍生品交易。银行间场外衍生品市场基础设施除外汇交易中心外，还有银行间交易商协会、上海清算所、上海黄金交易所。外汇交易中心本币交易平台和外汇交易平台将已达成的交易信息推送至外汇交易中心交易后处理服务平台（以下简称“交易后处理平台”），由市场参与者完成交易确认环节。交易后处理平台将交易双方已确认的交易数据实时或批量推送至上海清算所清算系统，由交易双方进行双边清算或由上海清算所进行集中清算。

市场参与者应根据统一的银行间场外衍生品市场交易确认业务规则，通过交易后处理服务平台对已达成的利率类、外汇类、黄金场外衍生品交易进行交易确认。在交易确认方式上，交易后处理平台保持了一定的灵活度，市场参与机构可根据自身内部管理要求选择点击确认和上传确认两种交易确认方式：

**点击确认**指市场参与者通过交易后处理平台对本方待确认的交易信息进行初审录入和确认操作的行为。

**上传确认**是指市场参与者将本方待确认的交易信息通过文件方式或接口方式上传至交易后处理平台，由交易后

处理平台将该信息与外汇交易中心交易系统推送的交易信息进行比对的行为。

市场参与者应在交易确认截止时间前完成确认操作，当交易双方均完成同一笔交易的交易确认操作时，该笔交易确认完成，交易双方受确认后的交易数据约束并据此办理资金清算和结算。交易在完成确认后，交易后处理平台将提供交易确认明细或生成交易确认书。现金流信息在完成确认后，交易后处理平台将生成利息支付通知书等文件，市场参与者应据此办理资金支付。通过交易后处理平台完成交易确认的，市场参与者无需通过其他方式进行交易确认。

目前，商业银行在柜台与客户开展的场外衍生品交易仍采取纸质交易确认书盖章方式进行交易确认。商业银行与交易对手方在外汇交易中心达成的场外衍生品交易均须通过交易后处理平台进行交易确认。

## **2、证券期货市场**

2012年，中国证券业协会启动金融衍生品业务专业评价工作，通过专业评价的证券公司可以在柜台开展场外衍生品业务。国内证券公司衍生品业务起步较晚，场外衍生品交易相关的监管制度、服务设施还在建设过程中，场外衍生品交易以交易商柜台交易为主。

邮件方式是证券行业场外衍生品交易确认最主要的方

式。目前，证券行业交易商主要通过邮件与客户进行场外衍生品交易确认。根据对证券行业 36 家交易商目前使用的交易确认方式问卷调研结果，选择邮件进行交易确认的交易商比例高达 100%，选择客户端进行交易确认的交易商比例为 42%，选择微信（含企业微信）进行交易确认的交易商比例为 33%，选择录音电话或传真进行交易确认的交易商比例为 25%，选择第三方交易确认服务平台进行交易确认的交易商比例为 8%，选择彭博进行交易确认的比例为 3%（仅 1 家）。交易商通过经授权的邮箱向客户发送主要交易要素及交易确认书，客户通过经授权的邮箱回复邮件进行确认或在规定时限内未回复邮件视为客户已进行确认。如果交易商与客户在交易前已审定交易确认书模板，交易商一般直接发送交易确认书进行确认。如果交易商与客户在交易前未审定交易确认书模板，交易商与客户先就主要交易要素进行交易确认，待交易确认书模板审定后再发送交易确认书。邮件交易确认方式较为灵活、便捷，邮件确认的内容可自定义，可满足交易确认时效性高的要求，适应场外衍生品交易定制化程度高的业务特点。

权益类场外衍生品产品结构丰富，交易个性化较强，不同产品结构的交易确认书版本存在较大差异。对同一产品结构的交易确认书，因为不同类型的客户（证券公司、商业银行及理财子公司、私募基金、资管计划、机构客户）

对交易确认书条款的合规要求及内容偏好不同，交易确认书版本也存在差异。对于金融机构客户及大型私募客户而言，由于客户本身在行业中具有较高的谈判优势地位且各自都有法务、合规等方面的审核要求，对交易确认书有按客户甚至逐笔对交易条款进行调整的需求。随着场外衍生品业务快速发展，交易确认书版本也在持续更新。不同的交易确认书版本需要交易双方进行多次沟通确认、法务审核，导致交易确认书沟通和法审成本较高，影响交易效率提升。

### **三、境内权益类场外衍生品电子化交易确认服务建议**

#### **（一）由交易报告库提供权益类场外衍生品集中电子化交易确认平台**

由交易报告库一体化延伸提供交易确认平台，是衍生品交易处理一体化发展的现实路径，能够充分发挥市场基础设施和功能服务的协同，推动交易确认逐步实现标准化、数字化和自动化，具体优势体现在以下三方面：1) **符合市场发展的内在要求和趋势**。交易、报送等一体化最终带来的效率是市场追求的目标，前述章节也介绍了市场的尝试和实践，以 OSTTRA 为代表的综合性交易后处理服务商能够贯通多个交易处理环节，大大提高交易效率，降低操作风险。但境内交易后处理服务生态尚未形成，以交易报告库

以基础，向交易确认等交易后处理环节延伸是较为符合我国国情的路径选择。2) 能够发挥协同效应，服务监管和市场。采集和维护准确的衍生品交易数据是交易报告库的一项基本职责，交易报告库的数据不仅用于监管机构对市场进行监控，也应按照要求将特定范围数据向市场公开。数据的准确和质量对于市场的透明、高效和风险缓解至关重要。交易确认是交易各方共同确认衍生品交易要素和法律条款的重要业务环节，产生的数据是衍生品交易“黄金数据”，后续会被用于风险管理、交易清算等环节。此外，交易报告库制定报告要素和标准，可能对交易确认环节需要各方确认的内容有影响，在交易报告内容、方式、标准等变化时，交易报告库建设运营的交易确认平台更方便协同调整。3) 能引领市场走向更高程度标准化。ISDA 在其 2016 年发布的白皮书《面向未来：衍生品交易处理和基础设施》(The Future of Derivatives Processing and Market Infrastructure)<sup>24</sup>中指出：衍生品行业存在多种多样的产品和市场参与者，数据、交易文件和交易流程的标准化对于建立标准、高效、健全和合规的衍生品行业生态至关重要，但推动实现一个共同的标准存在巨大挑战，首要的便是缺乏一个协调一致的标准化路径，行业有限的资源并不总是会聚焦投入到这方面。交易报告库建设集中交

---

<sup>24</sup> 参见 <https://www.isda.org/a/UEKDE/infrastructure-white-paper.pdf>

易确认平台，能够实现充分协同，在产品定义、交易要素、法律文件、数据格式、上下游处理流程等方面积极探索、主导行业的标准化进程，逐步推动全生命周期的数字化和自动化。

## **（二）通过电子签名技术先行实现电子化，逐步扩大标准化范围**

交易确认对象是交易要素等交易条款，交易确认平台的路径选择应以交易条款为基础，其数字化和自动化取决于交易条款的标准化程度。

### **1、逐步实现交易文件的标准化**

衍生品交易的具体条款存在于交易文件，如主协议、补充协议、履约保障协议，以及交易确认书中。主协议、补充协议、履约保障协议等通常约定交易关系层面的法律条款，交易确认书中通常约定具体产品和交易层面的条款，可以分为支付要素（payment）、估值、普通事件（ordinary events）、特殊事件（extraordinary events）、结算、对冲、其他法律条款等。支付要素包含一笔交易的核心交易要素，也是决定产品细分类型的主要依据，因此，市场中相关细类的产品，其支付要素内容一般相同。需要注意的是，这里应当区分支付要素与其在具体一笔交易中的输入值，同一细分类型产品其不同交易的输入值不尽相

同，比如挂钩标的、数量、执行价格等。而对于估值、特殊事件、结算、对冲等，同一细分类型的产品，不同交易商可能有不同的条款安排，比如，加权平均价格的计算方式、超额分红处理方式、对冲活动结果对交易双方的影响，不一而足。

交易文件的标准化是衍生品交易数字化和自动化的重要基础。考虑到交易文件尤其是交易确认书条款的复杂多样，可以将交易确认书条款分为固定和可变两类，分别在主交易确认书和补充交易确认书中列示。具体来说，区分不同细分产品类型，将与之对应的交易确认书固定条款模板化，或者对实质相同表述不同的条款统一表述，形成固定条款，交易双方不可以修改固定条款。对于可变条款，如何条款变化通常限定在特定范围内，可以采取可选项形式供交易双方使用；而无法确定变化模式的条款，交易双方可自由约定。区分固定条款和可变条款，由集中交易确认平台在广泛征求行业意见的基础上制订不同产品适用的标准模板，能够较大程度缩短交易处理时间，也更为适应计算机自动处理的要求。

## **2、以电子签名方式实现交易文件签署**

由于权益类场外衍生品复杂多样，即便对交易条款进行固定条款和可变条款的分类并实现模板化，像利率衍生品和外汇衍生品一样采取高度自动化的交易处理，或许初

期只能在一些交易结构非常简单的期权和互换产品实现，多数产品现阶段仍存在较大障碍，因为可变条款可能会对产品的经济效果产生影响，需要人工介入。尊重现阶段实际情况，可以通过电子签名方式对交易文件进行集中签署。一方面，相较于纸质交易文件签署，电子签名方式能够极大缩短交易时间，防止文件篡改，便利文件管理，为风险管理、清算等环节及时提供黄金数据；另一方面，相较于电子邮件和录音电话，电子签名能够直观、完整地呈现双方签署内容，通过技术手段直接验证和确定签名效力，降低法律纠纷风险。

## 第七章 场外衍生品担保品管理标准研究

衍生品经营机构在防范客户信用风险过程中，会需要客户提交一定的履约担保品。目前境内缺乏专门进行履约担保品管理的第三方机构，主要是由衍生品经营机构自行管理，但是随着未来衍生品市场的发展，借鉴境外发达市场，第三方机构参与到担保品的管理将成为一种发展趋势。本章研究了境内第三方提供担保品管理的必要性和可行性、第三方机构的相关资质要求以及相关担保品管理服务标准。

### 一、境内第三方机构担保品管理的必要性及可行性

#### （一）第三方机构担保品管理的必要性

##### 1、提高场外衍生品担保品管理标准化程度

目前，场外衍生品市场的担保品业务分散度较高、随意性较大，基本采用保证金、双方协商、不同限制条款等多样化形式，同时保证金的计算、收取、处理等方式也不统一，容易引起交易双方对保证金管理的争议，影响保证金的风险覆盖水平。此外，目前这种双边担保品管理模式，在设置担保品的公信力和法律效力方面程度不高，相关收取、处置等权利能否获得法律支持也存在较大不确定性。

基于此，建立全市场广泛认可的第三方担保品管理系统，在担保品选择和管理方面逐步建立市场统一的标准，

能够为目前分散度较高的场外衍生品担保品业务提供更为完善、更有公信力的服务。

## 2、有利于降低境内衍生品担保品管理相关风险

从市场参与者角度，第三方担保品管理可以降低对手方信用风险。目前多样化、定制化程度较高的双边担保品管理模式，在担保品收取方面随意性较大，有部分市场参与者不设定担保品要求还有部分市场参与人设定了信用额度<sup>25</sup>或保证金最低限额<sup>26</sup>等，使得对手方信用风险未能得到100%覆盖<sup>27</sup>。此外，担保品收取时间和价值计算的可协商性也都进一步提高了对手方信用风险。第三方担保品管理可以在担保品收取标准的设定、收取方式和追缴方面提供相对规范化、标准化的服务，市场参与者接受度高，从而降低对手方信用风险。

从市场管理者角度，第三方担保品管理可以事前防范市场整体性风险。场外衍生品担保品管理的分散化，在增加对手方信用风险的同时，还可能进一步造成连锁反应，引发更大规模的场外衍生品市场风险。因此，从市场管理

---

<sup>25</sup> 对金额不超过信用额度的交易，无需缴纳保证金，通常信用额度水平根据对手方的信用等级确定。

<sup>26</sup> 如计算得出的应缴纳保证金金额低于保证金最低限额的，则无需缴纳保证金。

<sup>27</sup> 近年来，特别是金融危机之后，市场参与人更加重视运用保证金来覆盖对手方的信用风险，根据国际掉期与衍生品协会（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）公布的年度保证金调查，场外衍生品市场的保证金覆盖水平已从2003年的29%上升为2011年的84%。

者角度，防微杜渐，通过具有公信力的第三方机构提供规范化、标准化的担保管理服务，有利于在事前防范市场整体性风险。

### **3、降低市场参与者成本、提高市场效率**

一方面，目前境内场外衍生品担保品因估值难、管理难等原因，基本采用保证金的方式，资金占用率高，有价证券等利用率低；另一方面估值、管理、盯市、处置等各方面管理成本也使得市场参与者在担保品管理方面受到较大限制。

设立集中高效的第三方担保品管理机制，可以建立专门的担保品管理系统，在担保品管理方面提供更为精细高效的服务，涉及担保品的缴纳、提取、催缴、盯市、替换、买卖、公司行为处理等方面的内容。同时，担保品管理服务的提升，为有价证券更广泛的作为担保品提供了可能，有效降低市场参与者成本、提高市场效率。

## **(二) 第三方机构担保品管理的可行性**

### **1、境内担保品集中管理已有成熟实践**

目前，境内相关金融基础设施如中国结算、上清所等机构，均已有成熟的担保品管理经验，对于现金、有价证券等担保品具有相当的管理能力和经验便利，相关经验和系统的移植有助于第三方机构衍生品担保品管理业务和系

统的稳健快速建立，也能够发挥系统间的协同效应，避免重复建设。

## **2、境内具有可承担担保品集中管理职能的第三方机构**

衍生品担保品的第三方集中管理，对于第三方机构的公信力具有较高要求，方能解决担保品收取、追缴、争议处理等带来的一系列问题。目前境内已有担保品管理经验的中国结算等机构，属于《证券法》规定的登记结算机构，是资本市场的金融基础设施，长期承担中央对手方职责。由此类机构承担第三方衍生品担保品管理职能，能够为市场机构广泛认可。

## **二、境内由第三方担保品管理机构相关资质要求**

### **（一）具有担保品管理的经验和能力**

衍生品担保品管理具有一定的专业性和复杂性，需要建立一些列担保品品种的确定、各类担保品的估值、担保品盯市和追缴等业务机制，以及配套的专业担保管理系统。这要求第三方担保品管理机构需要具有丰富的担保品管理经验，例如两融、期权等业务担保品管理的经验、债券回购等业务质押券的估值和管理经验。此外，第三方机构还应具备大型担保品管理技术系统以及充足的业务技术人员储备。

## **(二) 具有管理便利性和市场公信力**

一方面，衍生品担保品将包含有价证券等品种，因此第三方机构如在有价证券的管理和登记业务方面具有管理便利性，将大大提高担保品管理的效率，例如现有证券登记结算机构的股票存管系统，能够便利地解决目前场外衍生品因有价证券作为担保品相关登记管理不便利而大量采用现金担保品的问题，提高市场机构存量证券利用率。

另一方面，第三方担保品管理机构应具备市场公信力。目前衍生品担保品管理主要采用双边担保品管理模式，在估值、收取和处理方面容易存在争议，降低场外衍生品担保品管理的有效性。而相对具有市场公信力的非营利性第三方管理机构，能够制定公允的担保品管理规则，为市场机构广泛认可，降低争议发生的可能。因此，可考虑在相关领域具有管理和服务职能的现有金融基础设施中进行选择。

## **(三) 能够同时提供衍生品集中结算**

在探讨场外衍生品集中结算（具体见第八章）的同时，如衍生品集中结算功能和衍生品担保品管理功能能够集中于同一机构，有利于场外衍生品担保品管理和集中结算一体化，提高衍生品结算协同效率，降低不同机构之间的耦合性。因此，这便要求在可能范围内，尽可能由同样具备

提供场外衍生品集中结算服务的第三方机构承担担保品管理的职责。

### **三、担保品管理机构的服务标准**

由第三方机构为场外衍生品担保品管理提供管理服务，需要重点关注建立相关担保品管理的标准，为担保品管理服务提供一套运行有效的规则依赖。

#### **(一) 担保品种范围标准**

首先，担保品种范围应包含现金、有价证券，除此之外还应考量是否将经双边认可的其他有价资产（如标准仓单、非上市股权）纳入品种范围。

其次，对于何种证券可纳入有价证券，可参考对应衍生品交易是否纳入集中结算作为标准，对于纳入集中结算的衍生品交易所提供担保品，可由第三方机构按照风险管理要求进行选择；对于不纳入集中结算的衍生品交易，可考虑第三方机构提供可选清单，同时以双方协商作为灵活性补充。

#### **(二) 担保品收取标准**

对于纳入集中结算的衍生品交易，第三方机构可根据风险管理需求确定最低可用担保品余额以及现金或现金等价物的最低占比，以防范集中结算的对手方风险；对于未

纳入集中结算的衍生品交易，第三方机构可根据不同类型衍生品交易和风险指标，提供不同的最低可用担保品余额的参考标准，具体担保品最低可用余额和追缴时限可由双方协商确定。

### **（三）担保品估值标准**

对于担保品估值，纳入集中结算的衍生品交易的担保品估值，可由第三方机构参照现行质押式回购的相关做法明确具体折算率标准；不纳入集中结算的衍生品交易，其担保品估值可由第三方机构提供对应清单和建议的折算标准，该折算标准可考虑通过范围上下限的方式提供，能够为市场机构提供风险管理参照范围的同时，由双方自行协商确定具体折算方式，也更符合场外衍生品交易灵活性的特征。

### **（四）担保品处置标准**

第三方机构应建立配套的担保品处置机制，在发生担保品不足且未及时追缴的情况下，明确的担保品处置的条件、流程和限制。对于纳入集中结算的衍生品交易的担保品，第三方机构应根据集中结算的需要，及时处置相关担保品；对于不纳入集中结算的衍生品交易的担保品，第三方机构可根据交易双方的要求，根据既定流程和限制条件

处置担保品，并将处置所得交付交易对手方。

## 第八章 场外衍生品集中清算服务标准研究

集中清算是指，中央对手方介入金融合约双方之间，作为原买方的卖方，以及原卖方的买方，进行多边轧差的清算模式。具体到场外衍生品市场，采用集中清算模式的场外衍生品交易双方在达成交易后，无需继续暴露在相互的交易对手方风险之下，交易双方均转为对中央对手方的净风险敞口。探究 2008 年全球金融危机成因，往往被认为包括宏观经济事件、政府政策、监管缺陷以及金融机构借贷标准放宽等，但结合这次危机，国际社会对衍生品市场监管进行了深刻反思，后续也推动了场外衍生品市场集中清算机制的探讨和建立。

### 一、境外衍生品集中清算制度

#### （一）防范金融市场系统性风险的“破局之棋”

在全球金融危机之前，部分场外衍生品，如利率互换，已实现了集中清算。而雷曼兄弟特殊金融公司（以下简称雷曼兄弟）破产事件则印证了中央对手方清算机制在危机中似乎有较为良好的表现。

伦敦清算所提供的 SwapClear 业务为包括雷曼在内的 20 家大型银行提供利率互换产品的集中清算服务，雷曼兄弟破产前，伦敦清算所 SwapClear 清算衍生品的名义总金额

已超过 100 万亿美元。而雷曼兄弟也拥有 9 万亿美元的场外产品组合，远超其在交易所市场中的资产组合规模。2008 年 9 月 15 日，由于未支付保证金，雷曼兄弟迅速被宣布违约。在此情况下，伦敦清算所需要最短时间内将雷曼兄弟的场外交易组合平仓，而这一巨大组合的交易笔数多达 66,390 笔。根据伦敦清算所的保证金制度，此前伦敦清算所向雷曼兄弟收取了约 20 万亿美元的初始保证金，在此基础上，SwapClear 采取了以下违约处置措施：根据伦敦清算所的业务规则，清算会员有义务轮流指派代表协助伦敦清算所处置违约事件。因此，雷曼兄弟违约后，来自六家大型银行的资深交易员组成了违约处置小组来协助平仓。伦敦清算所以对雷曼兄弟的组合进行对冲，处置小组每日对风险头寸进行评估，并根据组合及市场的变化进行进一步对冲。在违约发生首周内，大部分雷曼兄弟客户的头寸就被转移到了其他具备偿付能力的清算会员处。伦敦清算所分两次对雷曼兄弟的资产组合（连同其宏观对冲）进行了拍卖出售，均顺利完成。在平仓过程中，伦敦清算所仅仅动用了雷曼兄弟三分之一的初始保证金，剩余保证金则被退还给了雷曼兄弟的破产管理人。因此，业界往往认为伦敦清算所 SwapClear 在处理雷曼兄弟破产事件上取得了成功。

由于已实行中央对手方清算的场外衍生品和交易所市场在金融危机中表现优异，有效防止了系统性风险的进一

步蔓延与扩散，由此，中央对手方清算机制成为防范金融市场系统性风险的“破局之棋”。

## **（二）金融危机后对衍生品的重要监管改革措施之一**

金融危机后，国际社会进行了深刻反思并着手推动一系列的监管改革，旨在消除跨国银行和传统双边模式下的场外衍生品市场的风险。2008年11月15日，二十国集团（G20）在美国华盛顿举行第一次峰会。峰会就各国合作应对国际金融危机、维护世界经济稳定达成重要共识，通过了47条金融领域改革行动计划。其中包括加强信用衍生品市场的应变能力和透明度，减少系统性风险，改进场外市场的基础设施等。时任美国总统乔治·布什也发表了相关观点称，信用违约互换等对不确定损失提供保险的金融产品应通过集中的清算机构进行处理。

### **1、G20 匹兹堡峰会声明**

2009年9月25日，G20匹兹堡峰会发布了领导人声明，其中明确要加强对场外衍生品市场的监管：应最迟于2012年底实现所有标准化场外衍生品合约在交易所或电子交易平台交易，并在适当情况下，通过中央交易对手进行清算。场外衍生品合约信息应提供给交易存托机构。对不通过中央交易对手进行清算的合约应实行更高的资本金要求。要求金融稳定理事会及其相关成员定期评估执行情况、以

及这是否能够充分影响提高衍生品市场透明度、降低系统性风险及保护免受市场滥用行为。

## 2、巴塞尔协议III

国际社会经过反思，认为巴塞尔协议II对银行的资本要求严重不足，并且在全球金融危机前诱发了监管套利等危险行为，因此巴塞尔银行监管委员会启动了增加资本要求并形成巴塞尔协议III的相关工作。由于在金融危机发生前，仅有约三分之一的交易对手信用风险被资本化，交易对手信用风险也是巴塞尔协议III的重点关注问题。因此，巴塞尔协议III要求剩余三分之二需由新的信用价值调整（CVA）来衡量，以达到覆盖银行的交易对手的市值计价风险的目标。而在巴塞尔协议III下，中央对手方清算的场外衍生品交易可以豁免于信用价值调整的资本要求。

由于巴塞尔协议III通过多措并举大幅度提升了对交易对手信用风险的资本要求，因此显著推动了集中清算的实施。

## 3、美国多德-弗兰克法案

2009年中旬，美国奥巴马政府正式公布全面金融监管改革方案，从金融机构监管、金融市场监管、消费者权益保护、危机处理和国际合作等方面构筑安全防线，期望以此恢复对美国金融体系的信心。2010年7月15日，美国参议院以60票赞成、39票反对的结果通过了最终版本的金融

监管改革法案，为该法案成为法律清除了最后障碍。美国总统奥巴马于2009年7月21日签署了《多德-弗兰克法案》，这一法案被认为是“大萧条”以来最全面、最严厉的金融改革法案。其中一项核心内容就是加强对金融衍生品的监管，以防范金融风险。

关于加强场外衍生品监管的重要内容包括，将大部分场外衍生品移入交易所和清算中心；要求银行将信用违约掉期等高风险衍生品剥离至特定的子公司；对从事衍生品交易的公司实施特殊资本比例、保证金、交易记录和职业操守等监管要求。

2012年11月，美国期货委员会公布了首个强制清算决定，要求对特定的利率互换和信用违约互换提供强制清算。在《多德-弗兰克法案》下，商业的非金融机构终端客户参与特定的对冲交易可获得清算要求豁免。

#### **4、欧洲市场基础设施监管规则**

与美国类似，欧洲也在G20制定的标准基础上，颁布了针对场外衍生品的新监管框架——《欧洲市场基础设施监管规则》(EMIR)。

EMIR对标准化场外衍生品合约提出了五方面的监管要求，具体包括集中清算、交易报告库、非集中清算场外衍生品合约风险管理、对金融基础设施的最低要求以及批准程序。

在集中清算要求方面，EMIR 明确了所有符合标准化条件的场外衍生品应通过中央对手方进行强制清算，该强制清算义务适用于投资公司、信贷机构、保险机构等金融机构，其他非金融机构如果其衍生品合约头寸超过一定标准也应适用强制清算义务。相关参与人可以直接成为中央对手方的清算会员，也可以以 CCP 清算会员的客户的身份进入清算。由欧洲证券和市场管理局（ESMA）决定场外衍生品是否满足强制清算的条件，具体方法可以通过“自上而下”的方式确定，即监管机构基于系统性风险、流动性、其他重要因素考虑决定；也可以通过“自下而上”的方式确定，即 CCP 决定衍生品交易是否需要集中清算并上报监管机构批准。

而对于未满足强制集中清算的场外衍生品，EMIR 要求通过尽职审查确保已采用适当的安排或程序来管理、防范和化解操作风险和交易对手的信用风险。

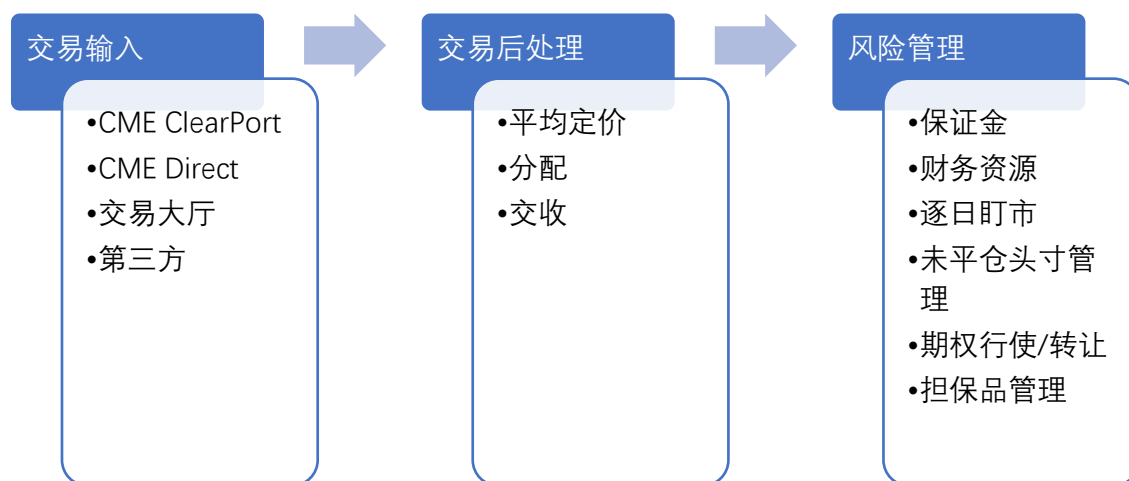
## **二、境外市场场外衍生品集中清算实践**

### **（一）芝加哥商业交易所集团清算平台**

2006 年 10 月 17 日，美国芝加哥两大交易所——芝加哥商业交易所与芝加哥期货交易所——正式合并，成为芝加哥商业交易所集团（缩写为“CME Group”）。在经过兼并整合之后，CME 亦对清算业务进行了整合，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灵活的清算服务，服务范围包括能源、农产品、股票、外汇、利率和金属市场。

## 1、清算基础设施



CME Clearport 是一项灵活的清算服务，允许市场参与者按场外交易条款进行交易，并提交清算，依据适用规则，以场外掉期或期货的方式（通过期货转掉期的交易方式，即 EFS）清算产品。CME 清算所通过为 IRS 和 CDS 市场提供专属服务的方式，为场外市场提供清算服务。为巩固其作为共同对手方的地位，让市场参与者在不同的市场使用不同的产品，CME 清算所拥有三种相互独立的保证基金及助务安全保护屏障：分别为 IRS、CDS、期货和非 IRS 及 CDS（基本保证基金）的场外清算产品而设立。

## 2、保证金制度

CME 清算所规定了适用于场内及场外交易的产品（包括 CDS 和 IRS）最低履约保证金要求，在每个结算周期内，CME

清算所以对每笔新合约收取履约保证金，并确定现有头寸的价值变动。未平仓期货头寸以及与新开仓期权合约相关的期权权利金都以市值计价调整，由此计算变动保证金。

对于场外清算的 IRS 和场外清算的 CDS，CME 清算所持续监视波动率变化、执行回溯检查，对保证金覆盖率进行评估，以确保某一头寸和投资组合保持适当的覆盖率；同时在需要保持期望的覆盖率时可以提出追加担保的要求。CME 清算所允许在这些产品中为清算会员的自营账户设定保证金“净值”。CME 清算所为每个客户计算保证金要求，并为客户隔离账户汇总出保证金总额。

IRS 保证基金规模按照防范两个最大的净债务方违约设计。个人清算会员上缴额按高于 5 千万美元或者按清算会员资金比例份额计算，根据：(a) 最近 90 天会员潜在残余亏损（清算会员带给清算所的残余风险）的平均值（占 90%），(b) 最近 90 天会员名义资产总额的平均值（占 10%）。

CME 清算所不断重新计算保证基金需求量，并要求清算会员在每个季度初在基本保证基金中、每个月初在 IRS 和 CDS 保证基金中都存放必要的追加资金：更普遍作法是作条件担保。

### 3、可接受的担保品

可接受的担保品主要考量担保品的可接受程度，同时确定是否给适当的折扣，要求类型是否符合条件（核心资

本金、储备金、集中资金和保证基金)。积极主动的清算委员会利用各种担保品来满足履约保证金要求，包括：现金，包括美元和其他坚挺的外币；美国国债，包括 TBILL、TBOND、TNOTE、TSTRIP 和 TLGP；各种美国中介机构产品，包括优质的贴现支票和票据、记名式息票，抵押贷款担保证券；优质的外国政府债券；信用证；实物黄金；各种有价证券，包括优质的标普 500 指数股票；各种专业担保计划；货币市场共同基金计划；承诺替代担保品的三方担保品管理计划；参与银行信托基金总账中的现金及利息。

#### 4、会员资格

清算所会员可以对全部或部分清算产品使用清算特权。入会条件可能会因产品类别而有所不同，但总的来说包括：保持充足的财务资源、足额缴纳相应的保证金、满足基于风险的资本金要求、并表明其对于所需产品（包括适当的风险管理政策和程序）具有足够的认识和经验。

无论一家公司是否是在 CME、CBOT、NYMEX 或 COMEX 上市的期货及期权的全部或其中一家交易所的清算会员，都有可能成为场外衍生品清算会员、IRS 清算会员或者 CDS 清算会员。OTC、IRS 和 CDS 清算会员都需要遵循相关系列规则所设定的要求。进行场外衍生品清算的会员，其最低资本金要求取决于该公司得到授权的场外产品的类别：

如果该清算会员进行交易所内单一大宗商品，如农产

品、金属和能源产品)及/或外汇产品的场外交易清算,最低资本要求为5千万美元:

如果该清算会员对信用违约掉期(CDS)及上面所列的其他场外衍生品进行清算,最低资本金要求为5亿美元:

如果该清算会员对利率掉期(IRS)及上面所列的其他场外衍生品进行清算,最低资本金要求为10亿美元。

但是,作为IRS清算会员的银行最低必须保持一级资本50亿美元。此外,如果一家公司资本金不足10亿美元还要进行IRS清算,可以根据特殊条件且经过IRS风险委员会批准,需提供一个母公司担保人使其具备IRS清算会员资格。

## (二) 伦敦清算所清算平台

自1999年中期起,伦敦清算所(LCH)开始为场外衍生品提供清算服务,可谓开辟了为场外衍生品提供清算的先例。伦敦清算所SwapClear服务在雷曼兄弟破产事件中扮演了重要角色,除此之外,伦敦清算所还推出了RepoClear和ForexClear等一系列服务。

### 1、清算基础设施

伦敦清算所场外衍生品清算的主要优势主要有四方面:一是通过多边风险净额减少投资组合风险,最终降低初始保证金要求;二是可以保持一天24小时,一周5天的超长工作时间,以满足客户的需求;三是已形成完整的STP工作

流管理，可以降低操作风险和成本；四是 LCH 具有完善的违约管理程序，由专业成员参与高效有序的清算和违约处置。

### （1）SwapClear

SwapClear 是市场上服务时间最长的全球利率掉期清算服务。目前，SwapClear 共可清算 27 种货币的数百种利率产品，期限从一个月到长达 51 年不等，共有 100 余名清算会员。

### （2）RepoClear

RepoClear 在欧洲各地为利率衍生品回购提供服务。随着其不断扩大现金和回购产品的清算净额，RepoClear 的多边净额清算为清算 80 多家会员提供卓越的资产负债表、结算和风险抵消服务，此外，RepoClear 的赞助清算模式在 14 个政府债券市场为参与者服务。

### （3）ForexClear

ForexClear 成立于 2012 年，其目标是为全球外汇市场提供无本金交割远期外汇交易（NDF）清算专用服务。目前，该服务已扩大其产品范围，包括可交割外汇期权、远期和不可交割期权清算。

## 2、保证金制度

### （1）初始保证金

当会员和客户参与清算时，伦敦清算所收取初始保证金以弥补违约时的潜在损失。伦敦清算所使用历史模拟预

期亏空方法计算初始保证金，该方法使用十年的历史市场数据来估计潜在损失分布。此外，还应用保证金附加条款，覆盖信用风险、流动性风险和主权风险，以免清算会员和客户的固有风险敞口没有被纳入初始保证金模型。

## （2）变动保证金

除初始保证金外，伦敦清算所还计算来自所有交易对手方的每日变动保证金，以跟踪清算交易按市值计价的变化。通过计算变动幅度，确保清算会员和客户了解所有敞口的最新情况，以防止在清算会员或客户面临在很长一段时间内累积的违约情况。

## （三）香港交易所集团场外结算有限公司

香港交易所集团旗下共有四家被认可的清算所，其中包括香港场外结算有限公司（以下简称场外结算公司），场外结算公司主要向会员提供场外利率产品及外汇产品的结算服务，场外衍生品品种主要包括利率掉期（IRS）、不交收远期外汇合约（NDF）、交叉货币掉期（CCS）及外汇合约（DFX）。

### 1、清算基础设施

场外结算公司的系统设施主要分为结算门户网站（OASIS）和场外交易结算及交收系统（OCASS）两部分。OASIS 为场外结算公司与结算会员间用以沟通主要讯息及日

常运作的操作平台。OCASS 是一个多功能综合系统，能够提供交易约务变更、交易登记、估值、交易周期处理、抵押品及保证金结算、市场数据、存金及使用者日常运作及报告界面等多种功能。目前为止已有 MarkitWire, TradeServ 及 Traiana 三个认可交易登记系统 (ATRS) 连接到 OCASS。结算会员可利用任何一个认可交易登记系统呈交交易以进行结算。当有关交易于认可交易登记系统完成交易双方的确认手续，交易资料随即会送到 OCASS。场外结算公司会于确认结算登记前先进行实时检查，以确保交易本身符合产品规格规定及结算会员有足够抵押品接纳新结算交易。就已被接受结算及已记录在 OCASS 的交易，场外结算公司会担任双方结算会员的共同对手方，原来双方结算会员之间的交易会由两宗个别的交易所替代。作为中央对手方，场外结算公司对每宗已结算交易承担相关的交易对手风险，对已结算交易的权益及责任，会一直维持直到有关交易的到期日，或直到有关交易被取消结算为止。

## 2、保证金制度

场外结算公司对结算会员收取初始保证金，用以弥补该结算会员发生违责事件时结算所的潜在损失。初始保证金金额由由场外结算公司保证金模型计算而得，该保证金模型是以情境基础 (scenario-based) 作为运算模式的风险模型。结算会员的交易组合会按不同的历史市场情境及假

设市场情境，模拟计算由会员违约到完成违约会员交易转移期间清算所可能蒙受的损失。场外结算公司每一年会进行其风险管理框架和措施的独立验证。

变动保证金反映合约每日市场价值变动，亦即合约因市场变化产生的损益。场外结算公司每日对每一合约进行估值(mark to market)以计算变动保证金，并监控评价结果以评估各结算会员与场外结算公司之间变动保证金收付金额。

场外结算公司采用计算变动保证金的方式较为透明并为市场所认可。计算变动保证金的市场资料来自第三方供应商且于日中不时更新，场外结算公司将检视接收的市场资料以确保资料反映目前市场情况。场外结算公司将发出保证金追收通知，向结算会员收取抵押品以覆盖结算会员账户的风险敞口。结算会员必须于结算规则与结算程序规定时限内缴付。目前场外结算公司有权发出三类保证金追收通知，包括常规/特别即日追收变动保证金、日终变动保证金、其他规定于结算规则与结算程序之保证金追收通知。

## **2、抵押品管理**

场外结算公司以最新可取得的价格及相关的折扣率对结算会员缴交的抵押品进行估值。结算会员可通过每日用户报告取得结算账户内抵押品的详细资料。

场外结算公司认可的合资格抵押品包括现金和非现金

两大类。场外结算公司接受四种货币现金(美元、港元、人民币(离岸)及欧元)为合资格抵押品，现金抵押品可用于缴付保证基金和保证金；接受美国国库票据/债券、香港外汇基金票据/债券及中华人民共和国财政部以离岸人民币计价发行的债券（离岸人民币国债）作为合格的非现金抵押品，并可用于缴付保证金。

场外结算公司将以基础货币(即港元)对所有抵押品进行估值，抵押品适用的折扣率反映该抵押品之价值与流动性在上一次估值与场外结算公司能套现该抵押品两个时点的期间可能发生的潜在损失。场外结算公司亦以基础货币(即港元)计算所有结算会员缴付的非现金抵押品的价值，并依据非现金抵押品的资产类型和剩余到期期限，对其应用不同的折扣率。

此外，场外结算公司针对抵押品设置了集中度限额，该限额不但应用于个别结算会员，也应用于场外结算公司整体，以减少接受非现金抵押品所产生的潜在风险。

### **三、境内衍生品集中清算的必要性及可行性**

目前，境内外市场已有部分场外衍生品，如利率互换、指数信用违约互换等产品实现集中清算，推进场外衍生品集中清算及其服务标准的确定，有如下优势：

## （一）降低场外衍生品集中清算的对手方风险

不同于交易所交易的标准化合约衍生品（如期货和期权），场外市场衍生品通常由交易双方私下协商并有双方直接进行交易，在合约条款方面较标准化的场内衍生品更为灵活，合约期间也更长<sup>28</sup>；同时场外衍生品交易双方的分散化和异质性等特点，增加了交易的不透明性，从而导致了场外衍生品市场潜在的、具有挑战性的交易对手方风险问题。

交易对手方风险（亦被称为交易对手信用风险）是指与交易主体签订金融合约的另一主体（交易对手）无法履行既定合约履行义务（违约）而带来的信用风险。交易对手方风险主要存在于衍生品合约，特别是场外衍生品合约之中，主要原因为：

一是场外衍生品相较场内衍生品的市场规模更大，目前我国境内的场内衍生品，仅包括期货和期权产品。

二是场外衍生品的期限更长，增大了交易对手方发生违约的可能性。

三是存在一些场外衍生品交易者无法或不愿意缴纳保证金来覆盖其风险敞口。从境外的场外衍生品市场实践情况看，存在主权国家、超国家金融机构以及发展银行不为

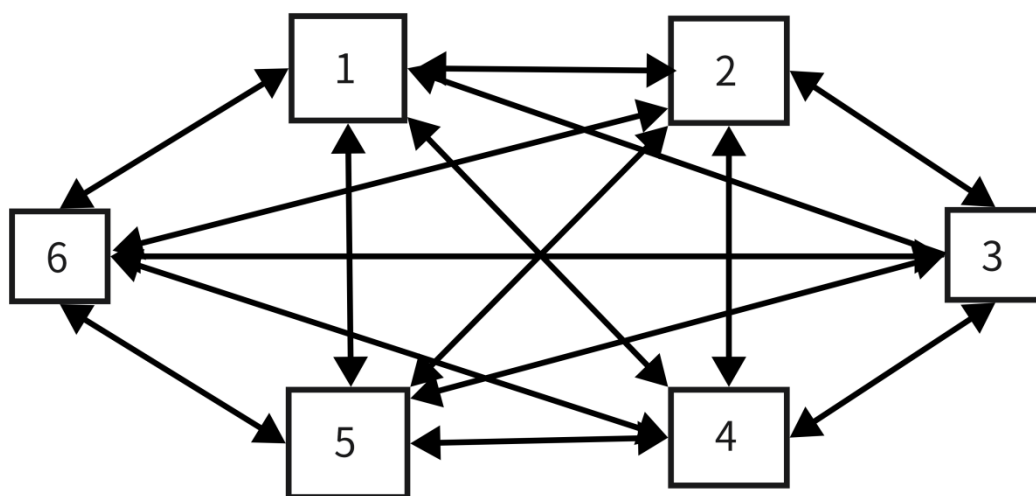
---

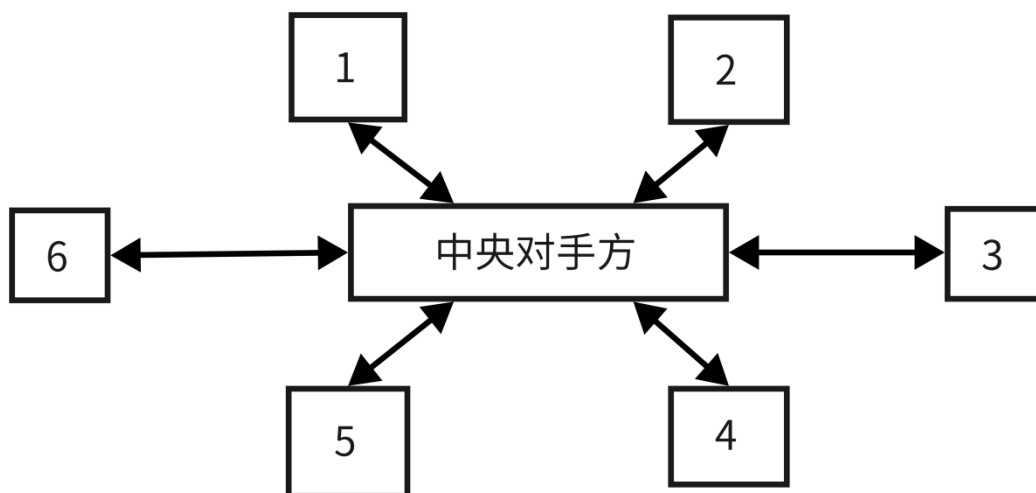
<sup>28</sup> 交易所衍生品合约期限通常为几个月，场外衍生品合约期间通常以年为单位，如30年利率互换、10年信用违约互换等。

场外衍生品合约缴纳保证金的情况（此类机构相对良好的信用部分降低了其风险）。

长久以来，场外衍生品市场主要通过使用轧差协议、保证金要求等来管理交易对手方风险。而通过集中清算，可以有效帮助市场参与者减少场外衍生品市场的交易对手方风险。场外衍生品市场集中清算的优势在于，通过交易商之间的多边轧差降低交易对手方的信用风险。

以下图为例，假设场外衍生品市场有 6 个交易商，他们之间互负风险敞口（忽略交易商客户），则形成了双边市场如图所示，而集中清算的市场则如图所示。





图表 集中清算概念图

对于交易商 A 而言，该交易商分别存在对交易商 B、C、D、E 和 F 的双边风险敞口。这些风险敞口的每一笔都可能存在保证金（亦可能没有，视双方协议要求）或其他协议约定的资本支持要求。而在集中清算模式下，交易商 A 仅对中央对手方存在净风险敞口。中央对手方对该风险敞口收取保证金，并为所有交易商提供违约保护，降低了交易商 A 面临的来自其他交易对手的信用风险。

## （二）节约市场交易成本、提高市场透明度

随着近年来市场不断发展，场外衍生品的交易规模不断攀升，特别是证券公司场外衍生品业务交易规模持续激增。根据中国证券业协会于 2022 年发布的《中国证券业发展报告（2022）》显示，2021 年全年，共新增场外衍生品合计名义本金 8.40 万亿元，同比增长 76.56%，随着场外衍

衍生品市场的扩大，交易结算成本相对较高、市场交易透明度较低等问题逐渐暴露。集中清算有助于降低市场机构的结算成本，减轻了交易机构自行建立和运行结算系统的负担，同时有助于提升市场交易的透明度，推动场外衍生品市场规范发展，为进一步强化对场外衍生品市场的监管提供便利。

### **（三）集中清算符合 G20 的相关要求**

2008 年之后，为应对危机后全球性金融风险，二十国集团（G20）领导人在 2009 年匹兹堡峰会上提出针对场外衍生品市场的一系列改革措施，包括所有标准化合约通过中央对手方（CCP）集中清算等，以降低场外衍生品可能造成的系统性风险。

此后，美国、英国等国家出台了一系列推行场外衍生品集中清算的相关法规，其中：美国《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》规定：“不管是证券类还是非证券类的场外衍生品，如果需要强制集中清算，都应由清算机构向相应的监管机构即 CFTC 或 SEC，提交申请并获得事先授权”；新加坡管理场外衍生品的唯一权威机构新加坡金融管理局（MAS）规定：除外汇远期及互换外所有标准化场外衍生品工具都要进行集中清算，货币期权、远期合约及货币互换必须强制集中清算。进入后金融危机时代，

集中清算已成为各国金融监管防范场外衍生品市场风险的重要手段。

#### **（四）集中清算在境内市场已有成熟先例**

近年来，随着人民币国际化进程推进，利率和汇率形成机制市场。2014年7月起，根据人民银行规定<sup>29</sup>，银行间市场清算所股份有限公司（以下简称“上清所”）开始对人民币利率互换这一场外金融衍生品实行强制集中清算。此外，上清所还为场外大宗商品衍生品、信用违约互换业务提供集中清算服务。

##### **（1）人民币利率互换（IRS）**

2014年1月28日，人民银行发布《关于建立场外金融衍生产品集中清算机制及开展人民币利率互换集中清算业务有关事宜的通知》（银发〔2014〕29号），宣布自2014年7月1日起对人民币利率互换交易实行强制集中清算。由此，中国实现了场外衍生品强制集中清算。

为了进一步降低市场参与者成本，自2014年10月起，上海清算所提供抵押品管理功能，清算会员可以在利率互换中央对手清算业务中提交合格抵押品冲抵最低保证金要求。2017年7月22日，上海清算所推出中长期利率互换

---

<sup>29</sup> 2014年2月，人民银行发布《关于建立场外金融衍生产品集中清算机制及开展人民币利率互换集中清算业务有关事宜的通知》明确，全国银行间债券市场参与者达成的人民币利率互换等场外金融衍生产品交易，应按要求进行集中清算，上海清算所提供集中清算服务。

中央对手清算业务，将可纳入的产品期限从 5 天至 5 年，拓展到 10 年，增强了互换品种的价格发现功能，为市场机构提供有效的中长期利率风险管理工具。2017 年 11 月 10 日，利率互换中央对手清算系统启用合约压缩功能，满足了市场机构降低名义本金、释放授信的需求。2019 年 6 月，利率互换系统完善收费功能，市场机构可根据自身交易特性选择收费方案，降低清算成本。2019 年 8 月，利率互换系统增加中央对手清算实时承接功能，交易平台实现风控前置，提高中央对手清算效率。2021 年 11 月 8 日，上海清算所正式将期限在 3 年及以内的 LPR1Y 利率互换交易纳入中央对手清算，进一步拓展利率互换中央对手清算品种。

## （2）信用违约互换

2018 年 1 月 30 日，上清所推出信用违约互换中央对手清算业务，填补了中国金融市场信用类衍生产品中央对手清算业务空白。信用违约互换业务清算系统实时或批量接收通过中国人民银行认可机构的交易系统、电话、传真以及经纪撮合等方式达成的信用违约互换交易数据。进行要素合规性检查、风险合规性检查等，检查通过后实时生效。同时，清算系统接收信用违约互换业务参与者存续期内合约的清算退出和提前终止申请。

对于通过风控合规性检查的信用违约互换交易，上清所将纳入集中清算并完成合约替代；对于未通过风控合规

性检查的，上清所有权于日终拒绝纳入集中清算。其余流程与人民币利率互换基本一致。

上海清算所根据合约要素所示信息进行信用事件维护，一旦发生信用事件，将对相应合约启动信用事件处理流程，组织完成信用事件清算结算。信用事件结算采取直接从保证金账户划付至上清所中间户的方式完成。

#### **四、建立场外衍生品集中清算服务的标准**

结合前序对境外和境内集中清算实践的研究和探讨，一般均由登记结算机构负责承担中央清算对手方的角色。如果登记结算机构需要提供场外衍生品集中清算服务，需要确定如下标准

##### **（一）明确可纳入集中清算的产品标准**

纳入集中清算的场外衍生品交易需要符合以下三点要求：

一是产品必须具有一定的标准化要求，例如标准的法律和经济条款、交易确认和处理等相关流程。产品标准化是开展集中清算的基础。

二是产品需要具有充分的流动性，一方面能够保证中央对手方每天能够可靠地估计变动保证金要求；另一方面，在清算会员发生违约后，中央对手方会采取平仓违约方组

合的方式进行违约处理，如产品流动性不足，则会将违约风险传递给中央对手方，极端情况下可能会引发系统性风险。

三是产品需要具备一定的规模，采用集中清算是有成本的，例如保证金等相关要求，如产品规模较小，则无需进行集中清算，且产品具备一定的规模才能有满足中央对手方对于流动性的要求。

## **(二) 明确参与集中清算的会员标准**

参考目前场内集中清算实践来看，登记结算公司可以设立一些参与集中清算会员的准入条件。相关条件要求，可借鉴金融机构申请多边净额担保结算业务资格的条件，包括：1) 获得监管部门颁发的相关许可证书（经营证券业务许可证、金融许可证等），获得监管部门或证券交易所批准的相关业务资格，例如衍生品交易商资质；2、承诺对本公司提供多边净额担保结算服务的证券交易承担最终交收责任；3、有关财务指标和风险控制指标符合监管部门及本公司的规定；4、建立完善的结算风险控制制度；5、按照监管部门要求建立压力测试机制；6、设立开展衍生品结算业务的独立部门，并配备充足的专职结算人员；7、建立符合中国证监会及登记结算公司要求的结算业务相关技术系统和风险控制系统等

此外，中央对手方需要对纳入集中清算的场外衍生品交易，收取符合产品风险特征和清算会员资信水平的保证金。

表 1. 场外市场和交易所市场比较

	场外市场		交易所市场
	非集中清算	集中清算	
交易	双边	双边	集中
交易对手	初始交易双方	中央对手方	
产品	所有	必须为标准化、常规化的、可流通的等	
参与者	所有	满足中央对手方清算会员要求，其他机构通过清算会员参与	
保证金	双边，双方根据信用情况实现约定，有一定的协商空间	全额保证金，包括中央对后方要求的处室保证金	
覆盖违约损失的财务资源	监管资本和保证金（如有）	保证金、违约基金和中央对手方自有资金等	

### （三）中央对手方需要制定明确详细的违约处置安排

不同于场外衍生品，交易所期货市场由于合约流动性良好，会员违约后的头寸平仓通常在一天内完成。因此清算会员发生违约后，中央对手方的处置成本相对较小。

结合目前已要求集中清算的场外衍生品市场看，标准的违约处置流程是，中央对手方按照违约瀑布安排，使用违约方的初始保证金和违约基金，处理违约方的投资组合并对冲风险。在对冲之后，中央对手方将违约方的交易进行拍卖，由未违约的清算会员参与竞拍。如果拍卖失败，中央对手方可以强制以其设定的价格分配违约方的资产。

如果违约清算会员的组合规模大或集中度高，整个违约处理流程可能需要更长的时间。

## 五、推进场外衍生品集中清算需关注的问题

场外衍生品纳入集中清算的好处往往受到高度关注，与此同时，业界与学界也提出需要讨论场外衍生品集中清算面临的挑战。

一是可能存在的道德风险。道德风险将会导致会员忽视对交易对手信用风险的控制（因为所有风险均过渡到中央对手方身上）。由于第三方承担大部分风险，因此机构缺乏动力去监控彼此的信用质量并妥善应对。

二是逆向选择。中央对手方也容易遭遇逆向选择的问题，如果会员对所交易场外衍生品风险的认知比中央对手方要多，公司可能会有选择地将风险更高的产品转移给低估风险的中央对手方。

三是市场割裂。清算标准产品的要求可能会造成集中清算交易和非清算交易之间的市场割裂。这可能会导致客户现金流的高度不稳定以及一些实际对冲头寸的（保证金要求）错配。

总体而言，场外衍生品清算从根本上而言是不同于其他金融交易（例如现货市场证券或是远期合约）的清算。其他金融交易通常在几天内完成，而场外衍生品合约（例

如互换)的存续期通常可能长达几年甚至几十年。因此,中央对手方对于期限较长、较为复杂且流动性较低的产品  
的风险缓释是否有效仍有待讨论。

此外,集中清算可能并不适用于非标准化衍生品以及奇异的衍生品,场外市场是金融创新的源泉,并且能够提供成经济且设计精良的风险对冲产品,而强制集中清算也可能妨碍场外市场衍生品的这种积极作用。

课题负责人:	汤俊	申万宏源证券有限公司	执委会成员、金融创新总部总经理
课题成员:	张海平	中证机构间报价系统股份有限公司	党委委员、总经理助理、创新业务部总监
	王巍	申万宏源证券有限公司	金融创新总部副总经理
	徐柔建	申万宏源证券有限公司	金融创新总部运营风控负责人
	关益众	申万宏源证券有限公司	风险管理总部市场风险管理部负责人
	王冬	申万宏源证券有限公司	金融创新总部产品设计负责人
	徐荣	中证机构间报价系统股份有限公司	创新业务部高级经理
	晋康飞	中证机构间报价系统股份有限公司	创新业务部高级经理
	何叶青	中国证券登记结算有限责任公司	结算业务部高级经理
	刘凤牧	中国证券登记结算有限责任公司	结算业务部经理

李怡璇

中国证券登记结算有限  
责任公司

规划发展部经理