

国内场外衍生品市场空间巨大

长江期货 李富

衍生品的场外交易市场 OTC (Over-The-CounterMarket)是一个分散的无形市场。它没有固定的交易场所,交易一般在经营衍生品的机构投资者和投资者之间,以议价的形式进行的。其主要交易的金融衍生品包括远期和外汇互换、远期利率协议、利率(货币)互换协议以及利率(货币)期权。

与场内衍生品交易市场对比, 场外交易市场有以下几个不同点:

首先, 场外交易市场没有固定的交易场所, 因此交易市场相对分散, 缺乏统一的组织以及管理章程, 但因此在监管制度上比场内交易市场要宽松。 虽然交易市场分散, 但是由于电子化交易的发展, 场外交易效率并不低于场内交易。 并且根据 BIS 数据显示, 场外衍生品交易的名义本金已经远超过场内衍生品交易。

其次, 场外交易市场的组织方式采取的是做市商制, 而并不是场内交易所采用的经纪制。在场外交易市场上投资者是直接和衍生品经营机构进行交易。从这个角度上来看, 衍生品经营机构在场外交易市场上充当着双重角色, 既是市场的组织者, 同时也是参与者。

场外交易市场的另外一个特点就是, 交易的衍生品是通过私下协商议价达成的非标准化合约。这样的优势在于, 场外交易的衍生品是根据客户的需求量身定做的, 可以很大程度上满足客户的需求。但其劣势在于, 由于合约本身是非标准化的, 而且市场监管较为宽松, 交易本身存在的违约风险较高。因此, 一些机构投资者会选择在场外交易的同时, 利用场内交易进行对冲风险。

国外衍生品场外交易发展及现状:

OTC 金融衍生品的市场份额主要分布在欧美国家, 英国一直保持着 OTC 市场的领先地位, 伦敦是 OTC 金融衍生品市场最大的中心。除此之外, 美国、德国、法国、日本等国家的 OTC 金融衍生品交易也表现活跃。

从产品结构的角度考虑, 主要的衍生品市场一般都是先推出汇率类衍生产品, 然后推出利率、股指类产品。其原因在于, 布雷顿森林体系的瓦解引起了大规模的汇率风险(美元是核心的国际货币), 因此市场迫切需求外汇工具来规避汇率风险, 所以汇率类衍生品最先推出。随后, 由于汇率与利率之间有联动关系, 汇率的波动会导致利率市场以及价格股票市场的波动, 因此利率类、股指类的衍生品也成为了投资者的重要需求。

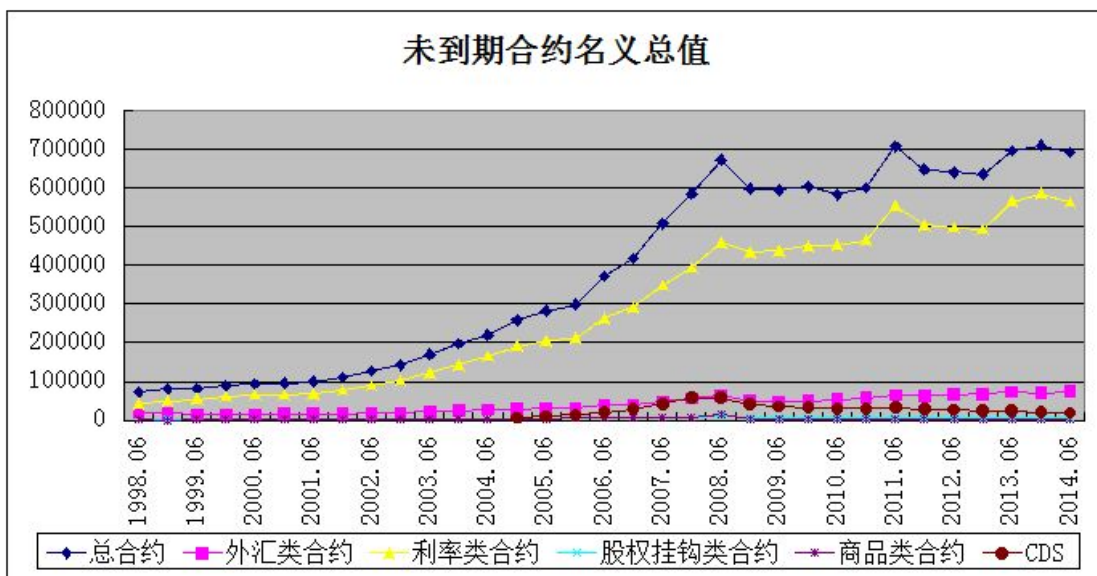


图 1, 数据来源: <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32>

图 1 是根据 BIS 统计数据所绘制的从 1998 年 6 月到 2014 年 6 月 全球金融衍生品 OTC 市场的未到期合约名义总值按合约种类分类的图表。（其纵轴单位为：十亿美元）

未到期合约名义总值是一个市场活跃程度的重要指标。纵观 1998 年到 2014 年这 16 年全球衍生品 OTC 市场的发展情况，在 2008 年金融危机以前，未到期合约名义总值一直在稳定上涨，并且达到了一个历史高峰。这表明 OTC 市场在某些方面迎合了投资者的需求，并且这个市场上的交易越来越活跃。金融危机爆发以后，未到期合约名义总值有所下降，并且稳定在一个水平直到 2011 年重新开始回升。从 2011 年 6 月到 2014 年 6 月，未到期合约名义总值都在一个较为狭窄的区间内波动。

从图 1 我们可以看出，整个市场的未到期合约名义总值变化趋势跟利率类合约的未到期合约名义总值变化趋势大致相同。换言之，利率类未到期合约名义总值的变化趋势主导着整个市场的变化趋势。其原因，主要是因为利率类合约名义总值占整个金融衍生品合约名义总值的比重巨大，其他合约比重太小，其波动对整个市场的影响能力有限。

根据 BIS 公布的 2014 年 6 月底的半年度统计数据总结，利率衍生品的未到期合约的名义总值为 563 万亿，占整个全球 OTC 市场上金融衍生品未到期合约名义总值的 81%。其中，421 万亿为利率互换协议的未到期合约名义总值。可见当今 OTC 市场上，利率衍生品是最流行的商品，其中市场份额最大的是利率互换协议。与此同时，外汇衍生品以 75 万亿的名义总值，占有 11% 的市场份额，成为了全球 OTC 市场上交易第二活跃的衍生品类别。

值得一提的是，CDS 曾在 07 年险些超过外汇类衍生品，成为市场份额第二大的衍生品类别，但是自 07 年以后，CDS 未到期合约的名义总值一直在持续下降。在这一期最新报告

中，CDS 的未到期合约名义总值为 19 万亿美元，而 07 年底的峰值为 58 万亿美元。这反映出近几年中间经纪商的活动频率有所下降。

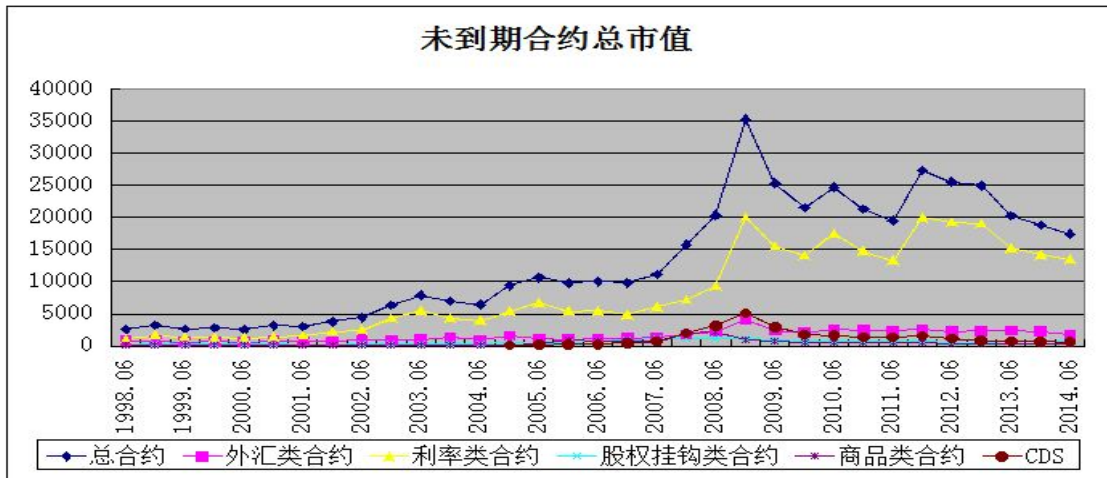


图 2, 数据来源: <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32>

图 2 是根据 BIS 统计数据所绘制的从 1998 年 6 月到 2014 年 6 月 全球金融衍生品 OTC 市场的未到期合约总市值按合约种类分类的图表。（其纵轴单位为：十亿美元）

从图 2 中我们可以看出，该市场所有衍生品合约的总市值在 09 年初达到了顶峰，随后急剧下降，直到 10 年初略有回升，不过从 10 年到 14 年一直处于一个震荡状态，再未达到 08 年产生的峰值。

值得注意的是，在 08 年与 09 年这个时间段以前，整个市场总市值的变动与名义总值的变动趋势类似，都是呈现出一个整体不断上升的趋势。但是这个时间段以后，名义总值虽然在波动，但是整体上依然呈现出缓慢上升的趋势；而总市值在波动中却无法呈现出整体上升趋势，反而有略微下降的趋势。由于总市值可以反应市场的衍生品交易过程中存在的潜在市场风险的规模，名义总值呈上升趋势的同时，总市值呈下降趋势，说明市场参与者在保持交易活跃的同时更加注重了对风险的控制，并非盲目乐观地让资本流入衍生品的 OTC 市场。

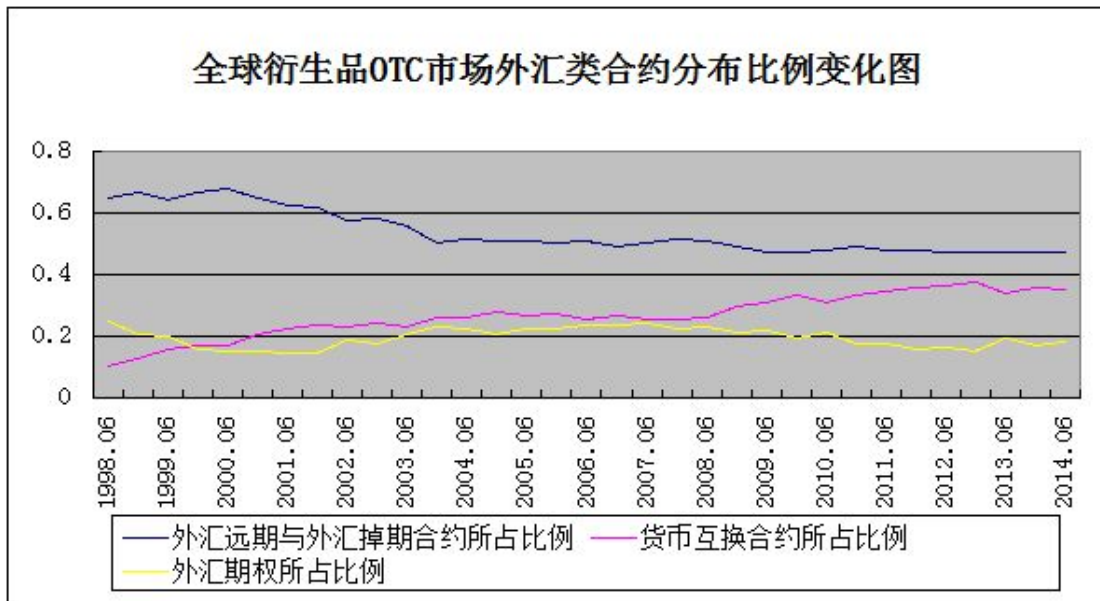


图3, 数据来源: <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32>

图3是汇率类合约的内部结构分布图,它表明了以下几个事实:第一,对于整个市场上的外汇类合约而言,所占其比例最大的是外汇远期与掉期合约(这里的比例计算的是名义总值之间的比例),货币互换合约在1998年到2000年之间所占比例比期权低,但是后来所占比例一直超越期权;第二,外汇远期和掉期合约占整个外汇类合约比例呈一个缓慢的下降趋势,与此同时,货币互换合约所占比例呈稳定上升趋势,期权所占比例在一个狭窄区间内波动。这里可以反映出对于外汇类合约,投资者的偏好逐渐从远期与掉期合约转向货币互换合约。

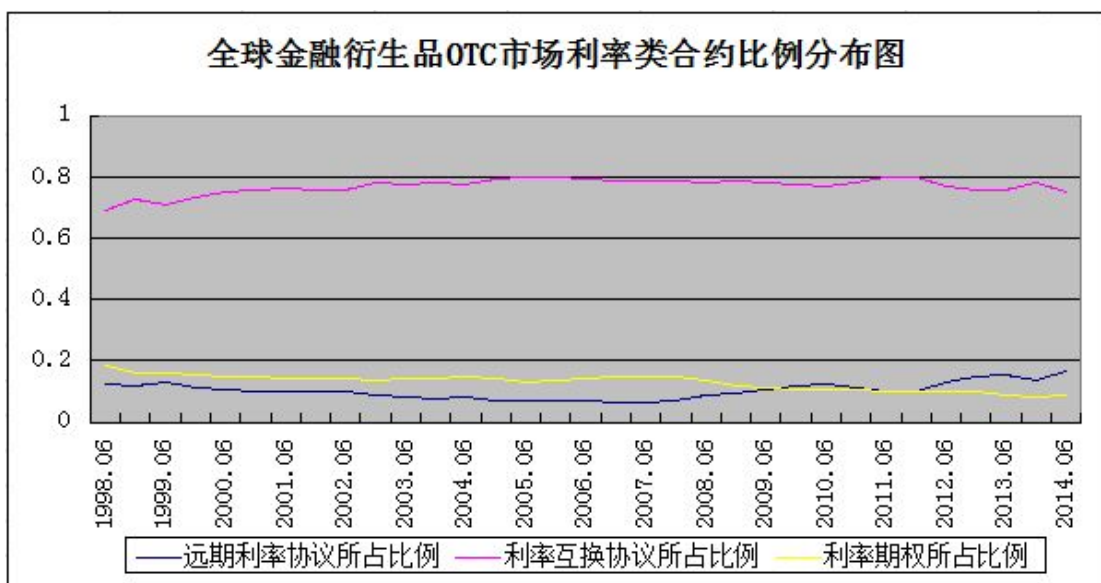


图4, 数据来源: <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32>

图4是利率类合约的内部结构分布图,它表明了以下几个事实:第一,对于整个市场

上的利率类合约而言，所占其比例最大的是利率互换协议，并且这个比例一直高于 70%。在 09 年之前利率期权所占比例高于远期利率合约，09 年之后被反超；第二，三种合约的比例一直都在狭窄的区间内波动，比较稳定，并不呈现出明显的上升或者下降趋势。这说明利率类合约的结构在这 16 年中基本保持稳定，没有发生显著变化，投资者对利率互换协议的偏好一如既往的强烈并且稳定。

国外 OTC 市场的监管制度：

英美等国家的场外金融衍生品交易由于发展的较早，没有历史经验可以借鉴，基本而言是一个由市场需求推动，自发形成的一个过程。因此监管在一定程度上会落后于市场发展。而像韩国、新加坡这样的衍生品 OTC 市场发展较晚的国家，由于有欧美国家在监管方面的一些成功经验和教训，结合本国的特点，在开拓市场之前就建立了高效有序的市场监管体系。

08 年金融危机以前，国际上，场外金融衍生品的监管以行业自律为主导，行政监管和国际组织合作为补充，共同构成一个宽松弹性的监管体系。其中在行业自律监管方面，国际上主要由 ISDA 制定的相文件制约，交易双方通过签署 ISDA 主协议，规定交易双方的权利和义务，确定双方应遵守的市场惯例；国内一般都会设有类似行业协会的自律组织，通过制定协议文本、自律公约，行为指引的方式引导市场成员开展业务。大部分国家行政监管机构通常是发挥监管指导作用，具体业务规范通过自律组织自律管理；但有的国家行政监管机构也会通过采取对参与主体资质水平、合规操作的监管来控制整个市场的风险。比如，美国的监管围绕衍生产品的参与机构进行，由银行监管部门、证监会和商品期货管理委员会分别对银行、证券公司、期货商参与衍生产品交易的风险管理提出监管要求。

金融危机之后，以美国为例，OTC 市场有被纳入统一监管范畴的趋势，其主要迹象存在于 OTC 市场的清算被纳入了中央银行清算，并统一监管。出于对金融危机的反思，场外衍生品市场对防范风险的需求让其逐渐走向“场内化”。

事实上，纯粹的场外衍生品交易已经逐渐被接受统一监管、统一清算的场外衍生品交易所取代。这种趋势是由投资者的需求所引导的，一方面投资者想保留场外交易的灵活与便利；一方面，经过次贷危机的教训，投资者意识到了统一监管、统一结算所带来的安全保障的重要性。并且，由于电子化交易技术的迅速发展和一系列便于场外交易结算制度的创新，传统的场外交易与场内交易的界限越来越模糊。

我国金融衍生品 OTC 市场发展:

人民币利率衍生产品市场:

2005 年 6 月 15 日, 人民银行在银行间债券市场正式推出债券远期交易, 标志着我国首个场外人民币衍生产品正式诞生。当日, 中国工商银行与兴业银行达成了首笔债券远期交易, 开启了我国场外利率衍生产品市场的先河。2006 年 1 月 24 日, 人民币利率互换交易试点启动, 国家开发银行与中国光大银行完成首笔 50 亿元人民币利率互换交易, 拉开了我国人民币利率互换市场的历史序幕。2007 年 11 月 1 日, 远期利率协议业务正式推出, 进一步丰富了我国金融衍生产品的种类。

人民币汇率衍生产品市场:

2005 年 8 月 8 日, 人民银行在银行间外汇市场正式推出外汇远期交易, 成为我国外汇市场的第一个衍生交易产品。2006 年 4 月 24 日, 人民币外汇掉期业务正式推出, 中国银行和中国进出口银行达成银行间市场首笔人民币外汇掉期交易, 由于参与外汇掉期交易能够主动调剂本外币资金余缺, 锁定远期汇率风险, 该业务一经推出, 交易规模迅速攀升, 目前已经成为人民币汇率衍生产品市场最为重要的一部分。

2007 年 8 月 17 日, 人民币外汇货币掉期交易推出, 人民币对美元等 5 个币种的货币掉期业务正式开始上线。在外汇掉期中引入利率互换机制之后, 金融机构获得了相对完整的避险手段, 从而更好地发挥各个市场参与者的比较优势, 使银行间外汇市场进一步做大。

外币对衍生产品市场:

2007 年我国场外金融衍生产品市场推出外币对衍生产品, 3 月 13 日, 第一笔外币对衍生产品远期 EUR.USD 和掉期 EUR.USD 产生, 由此开启了外币对衍生产品市场的发展。目前外币对衍生产品市场的主要产品为外币对衍生产品远期和掉期, 外币对衍生品市场一共涵盖了 9 个货币对。

我国衍生品场外交易市场存在的问题：

第一，市场创新滞后。相比于国外的衍生品场外市场，我国场外市场规模小，品种少，缺少发展的内部推动力。我国衍生品场外市场起步较晚，市场产品本身就无法满足投资者的需求，在监管方面如果能够适当放宽松，鼓励品种创新，促进市场逐步满足投资者的需求。虽然前文已经提到过美国加强了对场外市场的监管，但是笔者认为其主要目的是为了抑制场外市场的发展过远偏离实体经济，这一目的并不符合我国现阶段衍生品场外市场的发展需求。

第二，市场参与者本身存在不足。我国企业投资者在公司治理，内部风险控制以及投资研究能力与国外成熟的机构投资者相比，还有一定的差距。在利率市场化完成以前，货币市场利率不受存、贷款的影响，借贷双方无法通过与利率市场挂钩的衍生品市场进行对冲避险。与此同时，国内非金融机构购买债券主要以持有到期的投资为主，缺少对利率波动的避险需求。因此在过去很长一段时间，我国市场参与者缺乏一个对风险规避的意识与需求。所以现阶段对比国外成熟的机构投资者，缺少一定的投资经验。另外，在投资研究能力方面，国外对于量化投资研究及运用已经比较成熟（当然这也基于市场本身机制较为健全的特点），而国内在这方面的发展尚有可观的空间。

第三，基础建设需要继续完善。目前大部分监管金融衍生品的法规，都是根据具体金融衍生品制定的。随着市场的发展与扩大，会出现更多新的金融衍生品，因此原有的法规需要不断的调整。与此同时，多个监管部门之间也需要加强合作与协调，不仅需要明确各部门在监管中的不同角色分工，而且有必要建立全面的信息共享体系。

对于我国衍生品场外交易市场发展的一些建议：

第一，加快改变市场创新机制。由过去的行政主导统一创新机制转变为以市场自律为主，行政监管为辅为前提的，由市场需求作为创新内部推动力推动市场创新的新机制。

第二，加强对投资者，尤其是机构投资者队伍建设。金融衍生品本身存在一定的风险，但于此同时也是规避风险的重要工具。成熟的投资者能够更好的把握在追求收益和承担风险之间的平衡点。市场中成熟的投资者越多，市场产品的流动性自然就越大，市场发展速度也会因此收益。于此同时，非理性繁荣的泡沫却不会过度膨胀。