

优先发展场内衍生品市场 适应多样性风险管理

□北京金融衍生品研究院 刘文财 李虹

在美国，场外衍生品的主要代表——掉期（SWAP），其在经济功能上与期货类似，但却是为了规避期货市场的监管而产生，而在美国政府的纵容下经历了缺乏监管的野蛮生长过程，终于成为一头巨大无比的金融野兽而诱发了2008年全球金融危机。此后，美国政府痛定思痛，出台新的监管法案，把期货市场的监管惯例引入到掉期市场。于是掉期开始回归，并出现了期货化的趋势。美国掉期市场发展惨痛的教训提醒我国，一是要坚持优先发展场内衍生品市场的战略；二是要推进场内衍生品市场的改革，满足实体经济多样性的风险管理需求；三是期货交易所要尽快为场外衍生品市场提供清算服务。

一、掉期交易的野蛮生长

远期、掉期、期货、期权是最基本的四种衍生产品，也是现代企业管理风险的必备工具。但掉期，特别是信用违约掉期（CDS）被指责在2008年全球金融危机中推波助澜而臭名昭著。

鉴于美国期货发展史上“桶店”泛滥的危害，从1921年，美国国会通过《期货交易法》，一直到1974年美国商品期货交易委员会（CFTC）成立，期间监管期货的法律虽几经修改，但一直对场外衍生品交易处于严控状态。

1974年通过的《商品期货交易委员会法》，虽然拓展了《商品交易法》的适用范围，适用于除洋葱之外的所有商品（包括金融），而且成立了美国商品期货交易委员会（CFTC），并授权CFTC对“所有涉及到将来交割商品卖买合约及在此之上期权交易有专属监管权”。但随后国会又通过了财政部修正案，该修正案规定，《商品交易法》不适用于外汇交易、证券权证、证券权利、分期贷款合约转手、回购期权、政府证券、按揭或按揭购买承诺，除非该合约卖买在交易所进行。因为财政部担心，《商品交易法》中商品宽泛的定义将使场外交易的国债与外汇在《商品交易法》框架下进行监管。如果没有财政部修正案，这意味着，国债与外汇的场外交易是非法的，除非它们在CFTC批准的合约市场中交易。这一修正案为包括掉期在内的场外衍生品的发展打开了方便之门。

作为一类新型的场外衍生品——掉期率先在外汇领域出现。1981年世界银行与IBM公司在所罗门兄弟公司的撮合下完成瑞士法郎与美元的掉期。1982年，利率掉期出现。到1987年，掉期的交易量已经增长到4500亿美元。交易的标的也从金融扩展到商品。1987年4月大通曼哈顿银行提议发售原油掉期，7月美国货币监理署批准了此项计划。同年10月，美联储批准花旗公司的商品掉期发售计划，随后股指掉期也出现。20世纪90年代初，信用违约掉期也出现了。

不同于外汇等金融资产掉期，因为根据财政部修正案，它们的交易已不受CFTC监管。但实物商品掉期交易明显违背《商品交易法》，因为它们类似于期货合约。根据规定，所有涉及到将来交割的商品卖买合约都必须到监管机构指定的商品交易所进行交易，不得进行场外交易。这一基本原则已经执行六十多年了。商品掉期的出现，可能使销声匿迹六十多年的桶店重新泛滥。实际上，CFTC早就担心国会1974年通过财政部修正案可能会削弱CFTC对桶店的监管，而这一担心终于变成现实了。因此，1987年12月，CFTC介入了大通曼哈顿银行商品掉期的调查，有效地阻止了商品掉期在国内的销售。随后，CFTC就此事发布了一个公告，建议修改法规或建议就特定掉期发布监管无异议函。CFTC甚至质疑其它监管机构批准的掉期交易的合法性。公众对CFTC公告的反应非常强烈并且意见分歧很大。有些认为CFTC对掉期的监管权有些过头了，是不负责任的，也是不公正的。有些认为CFTC有权发布监管无异议函，因为这些机构销售的掉期违反了《商品交易法》。在这种情况下，财政部催促CFTC撤回公告以避免监管政策的不确定性引起掉期市场更严重的问题。财政部也要求国会澄清《商品交易法》对掉期及其OTC交易的适用性，建议1989年国会对CFTC的再授权会议是一个澄清这个问题的好时机。1989年7月，CFTC发表掉期政策声明，指出“大多数掉期交易，虽然具有期货与期权合约元素，但不适合在《商品交易法》下监管”。同时也颁布对包含商品期权和期货，兼具商品期权、期货合约和证券特征的结构性金融工具（当时被称为“混合工具”）的

豁免监管框架。这给市场参与者一个信号，即掉期交易不属于期货，不受CFTC监管。

1992年10月，布什总统签署了CFTC再授权法案，即《期货交易实践法》。该法授权CFTC豁免合格合约参与者之间的掉期交易不受《商品交易法》的监管。1993年1月，CFTC开始豁免特定掉期交易监管。满足以下条件的掉期交易将受监管豁免：掉期交易必须在合格的掉期交易者进行。合约掉期交易者是指受到监管的金融机构。满足一定总资产或净值要求的商业实体、特定的养老基金、州与地方政府及总资产超过1000万美元的个人；掉期交易不可以是同类资产有具体条款的标准化协议的一部分；达成掉期交易条款时，必须把参与方的信誉考虑进去；掉期协议不可以多边交易执行设施交易。

虽然掉期监管豁免条款为这类交易松绑，但关于它适用范围的担心仍然存在。因为国会从未就没有掉期监管豁免条款的情况下，掉期交易是否应该受《商品交易法》管辖作过结论性的意见。关于掉期的准确身份，例如它们究竟是远期、期货、期权，还是其它东西，仍然是不明确的。在掉期监管豁免条款下，CFTC仍然保留了对这类交易反欺诈、反操纵的监管权。1993年4月，CFTC根据《期货交易实践法》豁免权，豁免了指定能源品种的特定延期买卖合约的监管。

1994年，摩根大通公司发明了在2008年金融危机中臭名昭著的信用违约掉期（CDS）。当时，摩根银行授予了埃克森石油公司48亿美元的信用额度，而这笔信用额度面临埃克森公司海底石油溢出的惩罚性损失风险。摩根银行把这笔授信额度卖给了欧洲重建和发展银行以免除持有这笔信用额度防止埃克森违约需要的准备金。

上世纪90年代，场外衍生品交易爆发的几起风险事件，导致美国各监管机构之间是否要加强对场外衍生品的监管进行了激烈的辩论。由于受到伦敦等国际金融市场的竞争，为了维护本国金融市场的竞争力，美国决策者支持了反对监管的一方。1999年，由财政部牵头的美国总统金融市场工作小组提交的报告认为，美国对场外衍生品监管政策的不确定性将阻碍金融市场的创新，损害美国在全球金融市场的领导地位。为此建议修改《商品交易法》给场外衍生品交易以明确的法律地位，以促进场外衍生品市场的创新、竞争、效率、流动性以及透明度。

在总统金融市场工作小组的推动下，2000年美国国会通过了《商品期货现代化法案》（CFMA）。该法案终结了几十年来关于衍生品市场的争论。法案规定：既然大多数OTC衍生产品在老练的参与者之间交易，它们就不必像期货与证券一样遵循现有监管法规。相反，参与OTC交易的市场参与者在一般性的“安全与稳健”的标准下受到它们监管者的监管。CFTC作为衍生品市场的主要监管者在这场争论中败北，仅保留有限的措施去监管OTC市场。国际市场抄袭了美国的模式，金融服务业花了几十年的时间进行艰苦的游说，终于使掉期与期货不同。

显然，这为包括掉期在内的OTC衍生品市场快速发展创造了有利的环境。在2007年信贷危机爆发之时，全球场外衍生品的名义持仓价值约600至700万亿美元，年交易额约1800万亿美元。目前在美国衍生品市场，期货的名义持仓价值约为30万亿美元，而掉期的名义持仓价值为250万亿美元。发展历史只有30年的掉期市场规模竟然是160多年历史的期货市场的8倍，足见掉期经历了怎样的野蛮生长。

2008年的金融危机狠狠地扇了美国政府一记耳光，放任监管的掉期市场已经成为了一头金融怪兽，如果不把它关进笼子里，后果将不堪设想。美国政府认为，掉期之所以导致美国金融危机是因为没有采用期货市场的交易机理。一百多年来，期货市场的集中清算、透明与对中介机构的有效监管使得这一市场很好地服务于美国经济。应该借用期货市场的经验去监管掉期市场。这也是2010年7月21日奥巴马签署的《多德—弗兰克法》对场外衍生品市场监管的基本思路。该法对场外衍生品的监管主要集中于第七章，共53条，分为两节，分别规定了掉期市场和个股掉期市场的监管。新监管模式的亮点和突破主要可归结为“双头、三进”要求，即由CFTC和SEC分别监管掉期和个股掉期市场，掉期产品及其交易主体“进交易所交易、进清算所清算、进登记处报告”。

（一）监管范围界定

1. 监管权限的划分：双头监管

新框架废除了《商品期货现代化法》中禁止对个股掉期监管的规定，确立了对OTC衍生品市场的“双头监管”架构，即：CFTC监管掉期市场，SEC监管个股掉期市场；二者共同监管混合掉期（Mixed Swap），应协商制定相应监管规则。

二者应确保功能相似的产品受到相似的监管，确保规则之间的一致性，以及其他规则的可衔接性。各州不得将掉期尤其是信用违约掉期（CDS）作为保险加以监管。

2. 被监管产品的范围：掉期交易与个股掉期交易

“掉期”在广义上使用，几乎涵盖目前已知的所有OTC产品，比如利率、商品、能源和货币等掉期，以及股指期货；

“个股掉期”（Security-based Swaps）是指那些主要以个股、窄基股票指数或贷款（比如信用违约掉期）为基础的掉期产品，主要包括大多数股权和固定收益掉期。除非获得财政部豁免，否则外汇掉期和远期均应视为掉期。银行的某些传统业务比如存款账户和信用证不属于掉期。此外，《多德—弗兰克法》还将适用于下列境外掉期交易：①对美国商业具有直接和重大影响或联系的交易；②违反监管机构制定的反规避条款的交易。

3. 被监管机构的范围：掉期机构被全面纳入监管

被监管机构主要包括两大类，即市场交易主体和市场基础设施提供者。前者主要包括掉期交易商和主要掉期参与者以及个股掉期交易商和主要个股掉期参与者（以下统称“掉期机构”）、商业终端用户等；后者主要包括衍生品清算组织（清算所）、掉期执行机构、交易数据存管机构（登记处）。其中，市场基础设施提供者主要面临注册以及认证问题。

掉期机构被全面纳入监管是OTC监管新范式的基础，它从机构监管的角度划定了监管范围。掉期机构包括掉期交易商和主要参与者，是《多德—弗兰克法》对市场交易主体做出的新分类与新界定。掉期机构将面临强制注册、资本与保证金要求以及商业行为标准等三方面监管要求。掉期机构还须向其交易对手披露重大交易风险、重大利益冲突和每日价格波动等。

此外，类银行机构都必须停止直接参与掉期交易，须将相关交易剥离到它们的非银行关联机构。这些关联机构应根据《联邦储备法》设立“防火墙”（第23A条和第23B条）。但银行可以参与：①用于套保的掉期；②特定类型的掉期，比如利率、外汇、贵金属、美国国

债等掉期交易。

（二）进交易所

“进交易所”即强制场内交易条款，是指非合格缔约方（Non-ECPs）必须在交易所从事掉期交易（第723(a)(2)条）。

《多德—弗兰克法》规定，CFTC应制定相关规则，明确直接面向本国客户的外国期货交易所应满足的最低标准，包括：日间交易信息的公开发布；头寸限制；限制或减少或出清市场参与者头寸，以避免价格操纵、过度投机、价格扭曲、传输或现金结算程序崩溃等规定；同意向CFTC提供有关大额持仓者头寸和其他总体交易头寸报告等信息。

只有合格缔约方才可以进入掉期执行机构进行交易。其中，掉期执行机构（SEF）是《多德—弗兰克法》对OTC交易平台的新界定，指多个主体能够通过报价和出价的交易平台或系统，包括但不限于指定合约市场（即交易所）以及电子交易平台（如Tradeweb等），它们需要向监管机构注册后才能成为合格掉期执行机构。通过掉期执行机构的集中交易，可以向市场提供交易前和交易后的透明度，鼓励执行效率上的竞争，确保交易记录和查账索引的完整性与可靠性，从而有利于发挥市场价格发现的功能，并有助于防止欺诈等违法行为。

（三）进清算所

“进清算所”即强制清算条款，是指对于监管机构认定需要清算的掉期产品，任何人不得参与未在合法清算机构清算的此类交易（第723(a)(3)条）。合法清算机构是指依法注册或依法豁免注册的衍生品清算组织。清算机构需要向监管机构注册，并接受监管。监管机

构须就用于特定类别的掉期或个股掉期的清算场所进行审批。清算机构对产品条款相同，经济功能相当的掉期可以进行冲销操作；并应不分执行场所，公平清算所有掉期交易。需要强制清算的掉期交易还应在掉期执行机构完成执行环节。

掉期产品的清算义务是强制而非自愿，是常规而非例外。监管机构可以随时对掉期进行清算必要性的审查，清算机构也应向监管机构提交掉期清算申请。其间，监管机构需要考虑以下因素：①是否存在大量未平仓合约、流动性和价格信息；②是否具备清算该类产品的规则、资源以及相应的信用支持机构；③对化解系统性风险的作用；④对竞争的影响；⑤是否存在应急预案。

强制清算和执行机制加速了掉期的标准化进程，使得OTC市场由“黑市”转化成具有较强价格发现功能，信息公开披露的阳光下的市场。这种中央化机制的形成是促进行业基础制度完善的客观需要，将有助于减少对手方风险和监管死角，进一步完善市场基础设施，降低系统性风险。

（四）进登记处

“进登记处”是指，无须强制清算和执行的掉期必须向数据存管机构报告交易数据。若不存在这样的存管机构接受此信息，交易各方需要将这些信息直接报送至CFTC或SEC，并予以公开。

数据存管机构应在CFTC和/或SEC注册，并按照监管机构规定的收集类型和标准管理交易数据，并依法向联邦银行监管机构、司法部和其他监管机构等提供交易数据。

此外，在《多德—弗兰克》法案生效之时即已发生的掉期交易应在生效之日起120天内向经过注册的数据存管机构或监管机构登记备案。

三、掉期交易回归期货

参与者担心新监管制度会影响到其它国家的掉期交易，他们更愿到熟悉的期货市场里交易。

（二）降低掉期参与者的资金成本

一是期货的初始保证金低于掉期的初始保证金。期货的初始保证金水平基于一天的风险值（VaR）计算，而掉期参与者在大多数掉期产品上缴纳的保证金基于5天的风险值（VaR）计算。二是不同期货品种之间可以进行保证金冲销。掉期期货与传统的期货品种的保证金可按组合收取，相互之间可以冲销，但掉期不行。

（三）降低掉期交易商的运营成本

掉期等场外衍生品通过复杂的数学模型与金融工程进行打包、交易与管理

金融风险，看起来似乎是一种利润丰厚的行业。然而这种增长是有代价的。场外衍生品的产品创新、模型复杂性需要交易商在前台应用与处理过程增加大量的投入。奇异的产品还需要在不同的平台上交易处理，不同资产类别的产品如信用类与股票类产品也需要在不同的平台上交易。场外交易的自动化处理比率是很低的，导致了每笔交易有很高的成本。一些跟随场外衍生品市场发展的资深人士认识到分隔的市场运作基础设施以及高成本将使这个行业不可持续。为了应对这种变化，交易商认识到在新的环境下成功的唯一方法是把他们的前、后台系统流水线化，进行合理布置，这就意味着交易商需要大量的基础设施投资。而交易所把掉期货币化正是迎合了他们不愿投资基础设施的想法，因为大多数掉期交易商有现成的期货交易平台，无需额外投资。

四、优先发展场内衍生品市场

三点启示。

一是坚持优先发展场内衍生品市场的战略。从实体经济风险管理需求来说，场内、场外衍生品都有风险管理的功能，两者可互相补充。但据统计，在美国，场外衍生品中有75%可由场内衍生品替代，剩余的25%都是高度复杂的衍生品，是金融机构发明的、纯粹用于投机交易的工具，与服务实体经济避险需求无关。在我国，由于地区差别、资源禀赋差异，出于满足实体经济规避风险需求的目的，不同地区可以发展风险可测、可控、可承受的不同场外衍生品市场，但要坚持优先发展低风险的场内衍生品市场的基本战略，加快推出原油、外汇等与国民经济休戚相关的期货品种，上市期权产品。避免因场内衍生品发展不足，而催生场外衍生品市场的野蛮生长，埋下风险隐患。

二是尽快推进场内衍生品市场改革，满足实体经济多样性的套保需求。

我国目前期货市场投机多、套保少的客观现状需要市场组织者好好反思。原因是多方面的，有企业的产权性质原因，有会计处理的原因，有不认同套保文化的原因，等等，不一而足。但期货合约与制度设计不便于企业套保也是一个重要的原因。我国期货市场不像欧美等国期货市场，他们是根植于现货贸易市场而自发产生的，是经济发展自然生成的，是符合自然规律的。而我国期货市场是一个“舶来品”，在合约与制度设计上存在“只知其然，不知其所以然”的问题，一定程度上割裂了期货市场与现货市场的天然联系，存在合约标准化程度过高、不能定制、投机限仓与套保制度的不协调、不利于交割等问题。需要尽快推进场内衍生品的改革，真正打通场内外市场，恢复期货市场与现货市场天然联系，满足实体经济多样性的套保需求。唯有如此，才能真正对各地热衷于场外市场建设的火热局面起到釜底抽薪的效果。

三是期货交易所应尽快提供场外衍生品市场清算服务。金融危机后，场外交易场内清算已经是各国金融监管机构的共识，也是解决场外衍生品问题的主要药方之一。其实，在国际上，一些先知先觉的期货交易所早在金融危机前就布局此块业务了。如巴西期货交易所（BM&F）1994年就开始为场外掉期交易提供清算；美国芝加哥商品交易所（CME）于2001年开始为场外能源衍生品提供清算。金融危机后对场外衍生品市场的监管改革为这些交易所场外清算业务的发展提供了良机。期货交易所为场外衍生品交易提供清算服务具有业务便利移植、降低成本、风控等优势。在国内场外衍生品市场发展开始加速的背景下，期货交易所除了上市新产品外，还应尽快提供场外清算服务，否则就可能失去竞争优势。

（刘文财是北京金融衍生品研究院院长，李虹是北京金融衍生品研究院客座研究员）