

我国商品类场外衍生品市场发展研究

上海期货交易所 宋斌

一、我国商品类场外衍生品市场发展情况

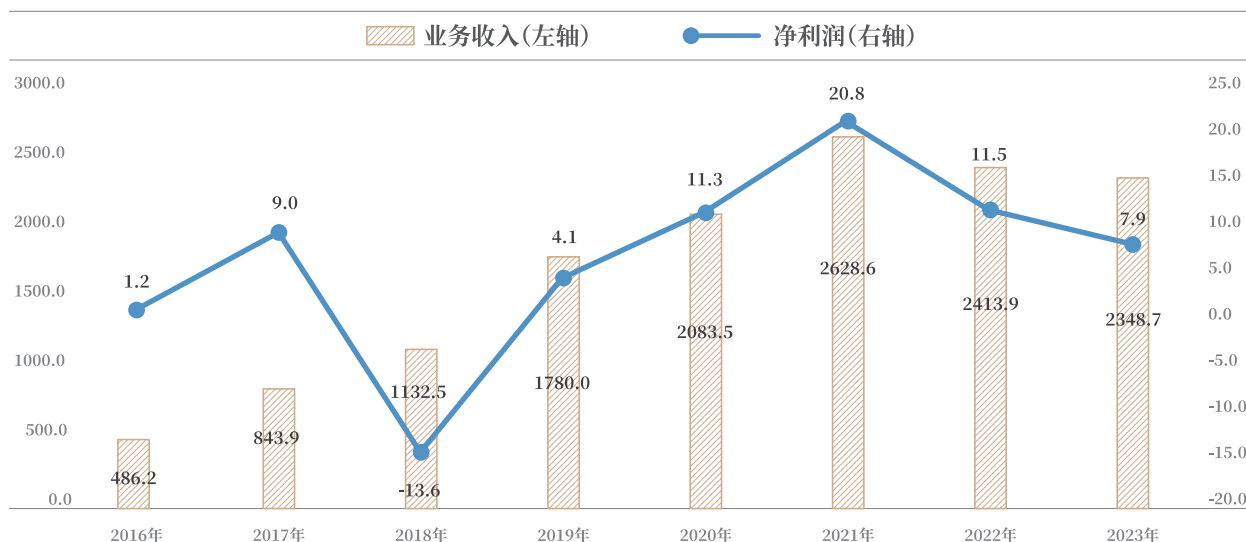
（一）风险管理业务成为期货公司重要业务增长点，但近年经营压力加大

根据中国期货业协会（以下简称中期协）的官网数据，截至2024年3月，国内有97家风险管理公司在中期协备案试点业务，其中67家开展场外衍生品业务、85家开展基差贸易业务、48家开展做市业务、19家开展仓单服务业务。

2016年-2021年，风险管理公司业务收入持续增长，成为期货公司除经纪业务之外的重要业务增长点。2022年-2023年，由于市场环境变化和竞争加剧等原因，风险管理公司业务

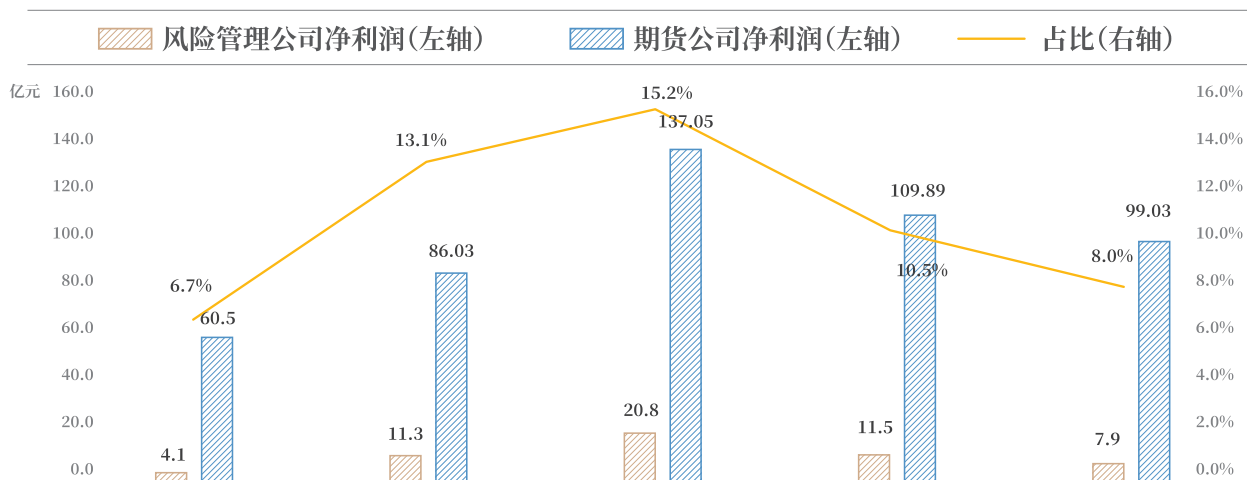
收入和净利润有所下降。2023年，风险管理公司实现业务收入2348.7亿元，同比减少2.7%；实现净利润7.9亿元，同比减少31.5%，较2021年的行业峰值下滑62%（图1）。同时，风险管理公司净利润在期货公司净利润的占比由2021年的峰值15.2%下滑至2023年的8.0%（图2）。

根据市场调研，风险管理公司2023年净利润下滑主要有以下原因：一是市场竞争加剧，基差贸易业务收益下滑；二是商品类场外衍生品波动率下降影响衍生品业务收益；三是2023年下半年股市持续下跌，权益类场外衍生品如雪球产品规模下降，对冲风险加大。



资料来源：中国期货业协会

图1：风险管理公司历年业务收入与净利润情况（单位：亿元）



资料来源：中国期货业协会

图 2：风险管理公司净利润在期货公司净利润中的占比

根据中期协数据，2024年第一季度，全国150家期货公司营业收入为36.24亿元，同比增长0.1%，净利润为11.73亿元，同比增长6.3%。在经纪业务收入出现较大下跌的背景下，期货公司尤其是头部期货公司更加重视风险管理业务，希望以专业的场外衍生品业务创造更多收益和利润。例如永安期货在2023年年度报告中提出，“2024年推动场外创新产品的成长、成熟，积极适应监管要求和市场变化，充分发挥母子公司协同优势，保持业务增长；”南华期货在2023年年度报告中提出，

“场外衍生品方面，2024年继续加强产品设计和开发能力、持续推出创新品种，以更好地满足各类企业和机构的差异化风险管理需求。”

（二）衍生品业务以互换和场外期权为主

风险管理公司目前开展的场外衍生品业务包括场外期权、互换和远期三类。2023年全年，风险管理公司累计新增场外衍生品3.18万亿元，其中场外期权占比60%，互换占比30%，远期占比10%（表1）。远期业务规模较小，因此本文聚焦场外期权和互换业务。

表 1：风险管理公司场外衍生品业务产品分类

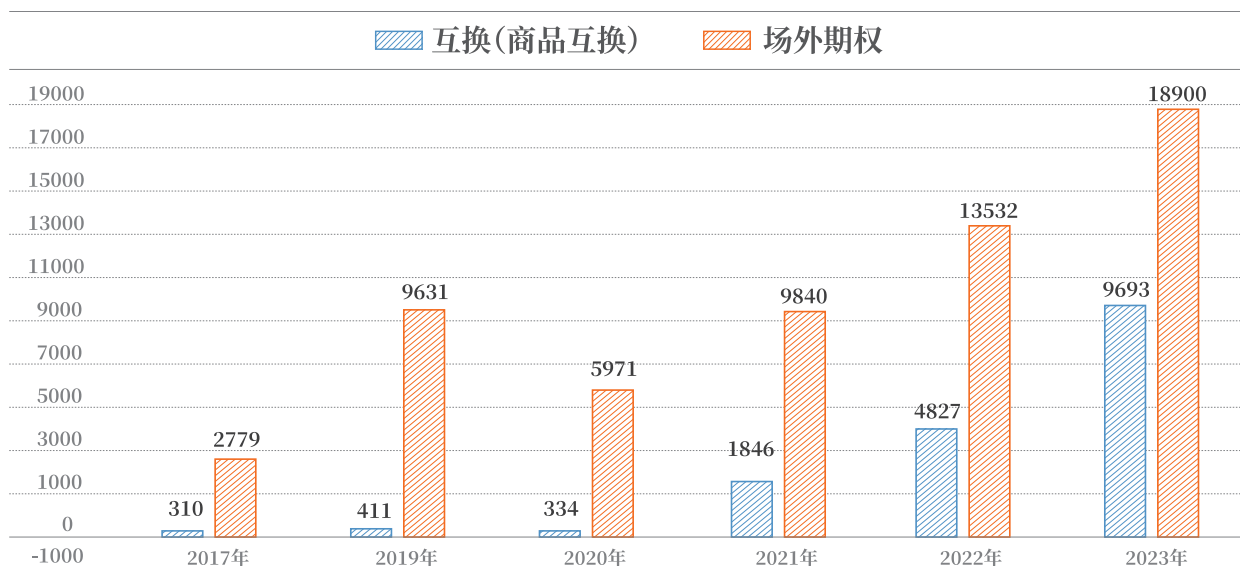
合约类型	累计新增名义本金（亿元）	占比	月末存续名义本金（亿元）	占比
期权	18,900.23	59.40%	3,527.53	77.63%
远期	3,224.40	10.13%	204.81	4.51%
互换	9,692.75	30.46%	811.47	17.86%
总计	31,817.38	100%	4,543.81	100%

资料来源：中国期货业协会

（三）衍生品业务名义本金持续快速增长

根据中期协数据，2023年风险管理公司场外期权新增名义本金1.89万亿元，同比增长

39.7%，较2017年增长5.8倍，6年复合增长率31.5%；互换业务新增名义本金0.97万亿元，同比增长1.01倍，较2017年增长30.3倍，6年复合增长率63.5%（图3）。



资料来源：中国期货业协会

图3：风险管理公司的互换和场外期权名义本金规模（单位：亿元）

从数据可见，2017年以来，相比于场外期权，互换业务发展更快。一方面，由于互换业务产品结构更易于被产业客户尤其是中小微企业接受；另一方面，大连商品交易所、郑州商品交易所、上海期货交易所三家期货交易所积极发展互换业务，在一定程度上发挥了市场培育和投资者教育功能。

（四）衍生品标的以境内期货交易所品种为主，对上期所品种需求较大

1. 商品类场外衍生品中，风险管理公司主

要参与境内标的，证券公司境内境外标的都有参与。

以2023年12月底持仓情况为例，风险管理公司86.7%的持仓以境内商品为标的，包括农产品（占比41.1%）、能源化工（占比22.9%）、黑色金属（占比12.1%）、贵金属（占比7.2%）和有色金属（占比3.4%）等。相比之下，证券公司有31.8%的持仓以境外商品为标的，同时境内商品以贵金属（占比55.7%）为主要标的（表2）。

表 2：风险管理公司场外衍生品持仓标的资产

资产类型	风险管理公司	占比	证券公司	占比
商品类	2389.8	100.0%	4383.7	100.0%
境内	2072.5	86.7%	2988.1	68.2%
贵金属	172.2	7.2%	2443.1	55.7%
黑色金属	289.6	12.1%	117	2.7%
能源化工	547.2	22.9%	190.4	4.3%
农产品	982.7	41.1%	90.6	2.1%
有色金属	80.1	3.4%	147	3.4%
其他	0.7	0.0%	0	0.0%
跨境内外	4.6	0.2%	0	0.0%
境外	312.7	13.1%	1395.6	31.8%

2.风险管理公司的衍生品标的以境内期货交易所品种为主，上期所品种占比较高。

2023年12月底，以持仓名义本金计算，风险管理公司81.0%的持仓以境内期货交易所品种为标的，其中21.5%的持仓以上期所和能源中心品种为标的。在上期所品种中，主要以螺纹钢和黄金为标的。以日均新增名义本金计算，上期所品种占比为34.4%。上期所贵金属、黑色金属、有色金属等品种市场影响力强、产业需求大。风险管理公司为产业客户提

供挂钩上期所期货品种的场外衍生品后，进入场内市场进行期货交易，进一步提升了上期所期货品种的流动性，以场外业务促进了场内市场，助力场内市场更好提高价格影响力。

表3中，“跨期货交易所”指如螺纹钢和铁矿石价差等涉及多个期货交易所的品种。

“境内其他”主要包括商品现货品种、上海黄金交易所交易品种、银行间市场交易品种以及期现价差品种等。

表 3：风险管理公司场外衍生品持仓标的交易场所（单位：亿元）

境内	持仓名义本金	占比	日均新增名义本金	占比
境内期货交易所	2043.7	81.0%	73.1	81.9%
上期所	532.4	21.1%	29.6	33.1%
能源中心	11.1	0.4%	1.2	1.3%
大商所	773.9	30.7%	19.7	22.1%
郑商所	718.8	28.5%	22.3	25.0%
广期所	7.5	0.3%	0.3	0.3%
跨期货交易所	2	0.1%	0.2	0.2%
境内其他	91.4	3.6%	6.3	7.1%
境外	380.4	15.1%	9.7	10.9%
跨境内外	4.6	0.2%	0.00	0.0%
合计	2522.1	100.0%	89.3	100.0%

（五）商品类场外衍生品期限较短，90%为6个月以内

2023年12月底，以风险管理公司持仓名义本金统计，商品类场外衍生品期限较短，其中3个月以内的持仓占比为56.8%，6个月以内的持仓占比为91.8%。这与权益类形成鲜明对比，

权益类场外衍生品中，6个月以上的持仓占比56.4%（表4）。可见，在大宗商品行业，企业应用场外衍生品进行套期保值，期限以6个月内为主。商品类场外衍生品主要以期货合约为目的，流动性强的期货主力合约主要为近月合约，导致商品类场外衍生品的期限较短。

表 4：风险管理公司场外衍生品持仓期限情况（单位：亿元）

期限	商品类持仓名义本金	占比	权益类持仓名义本金	占比
1（含）个月内	616.9	25.8%	195.8	9.4%
1-3（含）个月	741.3	31.0%	331.2	15.9%
3-6（含）个月	836.2	35.0%	380.8	18.3%
6-12（含）个月	193.5	8.1%	664	31.9%
12 个月以上	1.8	0.1%	508.9	24.5%

资料来源：中国期货市场监控中心

（六）标的品种集中度较高，前10名超75%

以2023年底的风险管理公司和证券公司的持仓名义本金统计，商品类场外衍生品中，黄金品种位居前两位，合计占比49.4%。与上

期所相关的品种是黄金（占比13%）、螺纹钢（占比3.3%）和热轧卷板（占比2.3%），合计占比达到18.6%。前3名合计占比55.5%，前5名合计占比64.2%，前10名合计占比75.9%（表5），显示出较高的品种集中度。

表 5：境内商品品种集中度情况（风险管理公司和证券公司合并计算）（单位：亿元）

排名	品种	持仓名义本金	占比
1	AU9999 现货	1839.8	36.4%
2	黄金	657.1	13.0%
3	棉花	311.5	6.2%
4	豆粕	269.9	5.3%
5	螺纹钢	169.3	3.3%
6	玉米	123.4	2.4%
7	PTA	122.4	2.4%
8	玻璃	118.3	2.3%

续表 5

排名	品种	持仓名义本金	占比
9	热轧卷板	115.5	2.3%
10	生猪	112.9	2.2%
前 3 名合计		2808.3	55.5%
前 5 名合计		3247.6	64.2%
前 10 名合计		3840.1	75.9%
前 20 名合计		4439.8	87.7%
全市场合计		5060.6	100.0%

资料来源：中国期货市场监控中心

（七）主要交易对手方是中小微企业，服务实体作用明显

以2023年底持仓名义本金统计，风险管理公司的主要交易对手方是境内一般法人，占比64.4%。相比之下，证券公司持仓中，89.9%是境内金融机构，如表6所示。由此可见，风险管理公司在以场外衍生品服务实体企业方面发挥了更大的作用。在上期所后续商品互换业务中，要积极与风险管理公司合作，充分发挥风险管

理公司贴近产业客户、服务中小微企业的作用。

在风险管理公司以境内一般法人为交易对手的1539.9亿元持仓中（表6），小微企业持仓1008.5亿元、中型企业477.3亿元，合计占比96.5%。中小微企业在日常经营中面临价格波动风险，但由于缺乏套保专业人员，不敢也不会进入期货市场进行套期保值。风险管理公司以中小微企业为主要服务对象，帮助不能直接进入期货市场的实体企业进行风险管理。

表 6：商品类场外衍生品对手方类型（单位：亿元）

对手方类型	风险管理公司	占比	证券公司	占比
境内一般法人	1539.9	64.4%	93.7	2.1%
境内金融客户	847.3	35.5%	3941.8	89.9%
私募	175.4	7.3%	592.9	13.5%
券商	140.5	5.9%	426.0	9.7%
风险管理公司	341.7	14.3%	338.4	7.7%
期货公司	0.0	0.0%	0.3	0.0%
银行	17.7	0.7%	2854.3	65.1%
保险	172.1	7.2%	0	0.0%
境外	2.5	0.1%	348.2	7.9%
合计	2389.7	100.0%	4383.7	100.0%

（八）风险管理公司集中度高，前10名合计占比超过80%

如表7所示，风险管理公司子公司集中度很高，其中前3名合计占比52.5%，前5名合计占比64.6%，前10名合计占比82.5%，行业头部效应明显。从服务的实体企业对象来看，风险管理公司交易对手方集中度并不高，前3名合计占比12.1%，前5名合计占比

16.4%，前10名合计占比25.3%，显示出服务客户的多元化。

2022年，上期所核准7家风险管理公司（中信中证资本、浙期实业、东证润和、永安资本、新湖瑞丰、国泰君安风险、中泰汇融资本）为商品互换一级交易商、2家风险管理公司（物产中大资本、徽丰实业）为商品互换二级交易商，基本涵盖了头部风险管理公司。

表 7：风险管理公司子公司集中度和对手方集中度（单位：亿元）

排名	子公司集中度		对手方集中度	
	持仓名义本金	占比	持仓名义本金	占比
前 3 名合计	2375.6	52.5%	547.7	12.1%
前 5 名合计	2922.6	64.6%	741.8	16.4%
前 10 名合计	3727.5	82.5%	1144.9	25.3%
前 20 名合计	4205.7	93.0%	1673.3	37.0%
全市场合计	4520.9	100.0%	4520.9	100.0%

资料来源：中国期货市场监控中心

二、场内外联动情况

（一）持仓联动分析显示：场外衍生品为场内期货带来流动性

风险管理公司在与交易对手方达成场外衍生品交易后，主要进入场内期货市场进行风险对冲。中国期货市场监控中心（以下简称监控中心）《场外衍生品监测分析周报》2023年第48期数据显示，2023年底，开展场外衍生品业务的风险管理公司在场内非做市持仓金额为3565亿，是场外总持仓名义本金的0.79倍。

这表明，场外衍生品在满足中小微企业风

险管理需求的同时，也为场内期货市场带来了基于实体企业套期保值需求的交易，改善了场内期货市场的交易者结构。场外衍生品既以场内期货为标的，又提高了场内市场的流动性，场内场外相互促进、共同服务实体经济。

国际金融市场的案例也说明，许多金融机构在场外衍生品的风险敞口，仅仅依靠场外市场的对手方是消化不了的，需要到期货交易所进行对冲。国际货币基金组织（IMF）2004年发表的工作报告提出，场外衍生品市场和场内衍生品市场利用它们的比较优势均衡发展。场

外市场的交易商通常需要在流动性更好的场内市场对冲他们的市场风险，并且场外市场推动了场内市场的产品创新。场外衍生品通过使用场内期货的价格为产品定价，实际上是对期货市场发现价格和套期保值功能的延伸，使其服务更多的企业和机构，有效拓展期货市场服务实体经济的深度与广度。

(二) 场外衍生品相比场内规模较小

2023年，风险管理公司场外衍生品名义本金仅3.2万亿元，市场规模明显小于场内市场。对冲持仓与品种总持仓对比前十名中，比例值最高的棉花的对冲账户持仓金额占场内期货品种总持仓金额的比例为9.2%，其余品种比例均为9.0%以下（表8）。

表 8：对冲持仓与品种总持仓对比前十名（单位：亿元）

序号	期货品种	对冲账户持仓金额①	场内持仓金额（双边）②	比例 = ① / ②
1	棉花	152.4	1661.8	9.2%
2	棉纱	0.6	8.8	6.8%
3	甲醇	50.6	714.6	7.1%
4	锰硅	19.4	318.5	6.1%
5	不锈钢	16.7	301.7	5.5%
6	天然橡胶	34.5	642.5	5.4%
7	纸浆	18.5	355.2	5.2%
8	十年期国债期货	212.1	4217.4	5.0%
9	硅铁	16.9	346.9	4.9%
10	聚氯乙烯	32.9	682.1	4.8%

资料来源：中国期货市场监控中心

(三) 需加强场内外联动监管，避免客户利用场外分仓

为监测客户利用场外衍生品市场分仓从而超过场内限仓标准的情况，监控中心每周计算场内外合并持仓占比指标。场内外合并持仓占比指某对手方在某合约上场内外合并单向大边持仓量除以该合约场内单边持仓量。2023年最后一周，有3家场内外合并持仓占比超过10%的对手方。其中某实业公司在合成橡胶2402

合约的场内外合并持仓占比为30.3%，主要为场内套保持仓，场外折合场内空头1267手。期货交易所应加强与监控中心场外报告库相关部门的合作，不断优化场外分仓风险的识别与日常监控。

三、商品类场外衍生品市场面临的问题

(一) 双边结算不利于控制市场风险

1. 境外市场的经验：场外衍生品由双边结算走向集中结算。

(1) 金融危机之前，美国场外衍生品市场“监管真空”、“脱实向虚”

在金融危机爆发前，美国监管机构坚持认为“市场比监管者更聪明”，对场外衍生品持放松监管的态度。2000年，修改后的《商品期货现代化法案》对场外衍生品进行了监管豁免，市场参与者无须遵守报告或披露的要求，也无须接受任何部门的监管。在“监管真空”的大背景下，美国大型金融机构为追逐巨额利润，“脱实向虚”，设计了大量严重偏离实体经济需要的金融衍生品，且大量衍生品以次级贷款等高风险资产为基础资产，最终引爆了金融危机。

(2) 金融危机期间，中央对手方结算制度在管理风险上发挥了重要作用

2008年金融危机期间，持有大量场外衍生品头寸的雷曼、美国国际集团等大型金融机构陷入困境，市场流动性急剧萎缩，给交易对手带来巨大风险。例如，雷曼持有的720亿美元信用违约互换未平仓头寸给其他市场主体带来52亿美元的净损失。但是，得益于场内期货的中央对手方结算制度，伦敦清算所在雷曼破产后三周内，仅使用雷曼自身35%的初始保证金便成功弥补了违约损失，没有影响任何交易对手，成功管理了雷曼破产给期货市场带来的风险，防止了风险的扩散。

(3) 金融危机之后，场外衍生品的集中结算成为衍生品市场发展的重要趋势

由于中央对手方制度在金融危机期间发挥的重要作用，在场外衍生品市场中引入中央对手方集中结算制度得到欧美监管部门的大力推广。2009年二十国集团（G20）匹兹堡峰会明确要求将场外衍生品市场纳入监管。2010

年7月，美国出台《多德-弗兰克法案》对衍生品交易进行多项改革，其核心在于加强对场外市场的监管，将场外互换交易引入场内。欧盟在危机后发布了《欧盟市场基础设施条例》（EMIR）、《金融工具市场指令》修订案（MiFID II）等新的监管规则，定义了场外衍生品，并将产品标准化程度作为欧洲证券及市场管理局（ESMA）决定对场外衍生品适用集中清算的决定依据。

金融危机发生后，为了顺应场外衍生品监管政策要求和集中结算发展趋势，全球各交易所和清算机构都开始为场外衍生品提供中央对手方清算服务。利率类场外衍生品、信用类场外衍生品中，中央对手方清算比例已达较高水平。商品类场外衍生品也开始走向中央对手方清算，并在交易所场外平台开展交易。

2. 境内场外衍生品市场曾爆发风险事件。

2019年7月，福建“中拓系”相关公司与多家风险管理公司在开展场外期权交易时，未能及时追加保证金，导致相关风险管理公司出现巨额损失。该风险事件发生的重要原因之一在于，在双边结算模式下，风险管理公司无法对“中拓系”相关公司的实际风险进行全面评估，风险管控措施缺位。

（二）场外衍生品数据分散，场内场外联动监管难度大

目前，期货公司风险管理公司向监控中心报送场外衍生品交易数据，证券公司向中证机构间报价系统股份有限公司（以下简称中证报价）报送场外衍生品交易数据。监控中心和中证报价在分析统计相关数据后，需向各期货交易所获取其场内交易数据。同时，风险管理公司在各期货交易所未开立场外衍生品专用对冲

账户，监管难度较大。同时，许多实体企业和贸易企业不受监管，无须报送数据，加大了市场的监管难度。

（三）市场信用不对等，难以凝聚金融机构合力

（1）风险管理公司难以与银行、券商等金融机构开展交易，不能充分发挥自身衍生品交易优势

场外衍生品市场对交易对手方资信要求高。虽然风险管理公司在衍生品交易和产品设计方面经验丰富，但由于我国期货公司和风险管理公司普遍注册资本金不高，因此难以直接与银行、证券公司等资信实力更强的金融机构达成交易。表6显示，以2023年底持仓名义本金统计，风险管理公司的主要交易对手方是境内一般法人，与券商和银行的交易占比仅为6.6%。

（2）期货交易所开展场外业务，能支持期货公司转型发展，还能更好地服务实体经济

期货公司作为期货交易所会员，在以衍生品业务服务实体经济中发挥着重要作用。2024年期货交易所手续费返还政策的调整，直接导致期货公司营收和净利润出现明显下滑，期货公司依赖手续费返还的传统业务模式难以为继，将更加依赖场外衍生品业务实现公司的转型升级。

若由期货交易所对场外衍生品进行集中结算，将有效缓释市场风险，助力期货公司或风险管理公司直接与银行、券商达成交易，充分发挥银行的客户优势、券商的资金优势以及期货公司的衍生品交易优势。期货交易所和各金融机构发挥合力，为实体企业提供更多风险管理工具，不仅让实体企业受益，而且能提升我国

重要大宗商品的价格影响力，形成多方共赢。

（四）交易准入流程繁琐，交易效率不高

由于交易对手方信用风险是场外衍生品业务的主要风险，市场参与者在开展场外衍生品交易前，需要耗费2-3个月进行客户准入审核，极大地影响了交易效率和服务实体企业的时效性。

《衍生品交易监督管理办法（二次征求意见稿）》第八条明确规定，“衍生品交易可以采用主协议方式或者根据衍生品交易场所的业务规则达成。”根据该办法，若由期货交易所对场外衍生品进行集中结算，通过期货交易所对交易商的严格准入审核，将节约全市场的重复性资信审核。交易对手方只要是平台的交易商，就可以根据交易所的业务规则达成交易，不需要线下签署主协议，也不需要进行繁琐的KYC审核（know-your-customer），提高效率 and 时效性。

四、市场参与者对期货交易所开展场外衍生品业务的诉求

（一）希望期货交易所为场外衍生品提供集中结算

1. 希望交易所提供集中结算，解决信用不对等问题。

2022年1月，上期所公布《上海期货交易所商品互换业务管理办法》并启动交易商开户工作。银行、证券公司、风险管理公司等积极提交开户申请。2022年，4家银行、9家券商、7家风险管理公司经核准成为上期所商品互换一级交易商，2家银行经核准成为代理结算商，充分显示了市场对集中结算模式的参与积极性。

2. 集中结算在境内已有成功实践。

上海清算所（以下简称上清所）早在2014年8月就推出了铁矿石掉期和动力煤掉期的集中结算。上清所大宗商品衍生品中央对手方清算业务覆盖了航运、黑色金属、化工、能源、有色金属、碳排放等7个行业板块，目前主要业务集中在化工板块，均以现货价格为标的。2022-2023年，大宗商品掉期业务集中结算规模分别为143.8亿元和235亿元。2024年第一季度，大宗商品掉期业务集中结算规模突破40亿。实体企业和机构迫切需要挂钩期货品种的场外衍生品集中结算业务。

（二）希望期货交易所场外平台与监控中心对接，实现便捷报送

当前，期货公司风险管理公司向监控中心报送场外衍生品数据，证券公司向中证报价公司报送场外衍生品数据。实际报送工作较为繁琐，工作量较大。风险管理公司和证券公司表示，希望期货交易所的场外平台与监控中心对接，在平台完成交易后，能够实现一键报送，提高工作效率。

（责任编辑：李泽海）

作者简介：

宋斌，现任职于上海期货交易所场外业务部，研究方向为大宗商品现货及场外衍生品交易。