# 场外衍生品市场：国际发展与中国展望
## ——基于与宏观经济关联的视角

柳青

**摘　要**　本文基于 1998—2024 年国际清算银行数据，运用聚类分析与突变点检验，将国际场外衍生品市场划分为高速增长（1998—2007）、增速放缓（2008—2011）、切换减速（2012—2015）与平稳发展（2016—2024）四个发展阶段。研究表明，各阶段市场规模、增速及其与全球 GDP 比值呈现显著阶段性特征，并与监管改革（如强制中央清算、保证金要求、交易报告库制度）紧密互动，后危机时代的监管有效降低了系统性风险，促使市场在名义本金收缩后趋于稳健。对比国际经验，中国场外衍生品市场规模与 GDP 比值（约 1.6 倍）显著低于国际水平（3~6 倍），具备较大发展潜力。在宏观经济不确定性增强、市场改革开放深化、上位法律出台支撑、基础设施健全完善、金融机构业务转型的多重因素作用下，预计我国场外衍生品市场将进入高质量发展阶段，在服务实体经济、防控金融风险、推动金融开放中发挥更重要作用。

**关键词**　场外衍生品　宏观经济　阶段特点　监管政策

## 一、引言

场外衍生品市场自诞生以来，已逐步发展出挂钩利率、外汇、权益、商品和信用的五大品类，通过标准化或定制化的设计，这些产品在微观层面上能帮助实体企业和金融机构在不以基础资产买卖为前提的情况下，更便捷、更高效、更低廉地开展风险管理，达到风险规避、风险分散和风险承担的目的；在中观层面上不仅能提高金融和商品市场的完备性，促进价格发现，也在一定程度上降低了市场波动性，减轻资本被迫离场对市场本身和实体经济产生的负面影响（沙石，2021）。

但衍生品独立于基础产品的可交易属性，也为过度投机创造了条件，可能出现衍生品价格脱离实体基本面表现、复杂条款设计弱化了与标的资产的联动、频繁交易使市场规模高度虚拟化与基础资产体量不匹配等现象。当场外衍生品市场与基础资产的背离达到一定程度时，会放大市场波动，增加系统性风险，扭曲资源配置，冲击实体企业经营稳定性，最终削弱衍生品市场服务实体经济的核心功能。

2023 年，中国场外衍生品市场规模约 208 万亿元，保持了较快的发展势头。[①] 党的二十届四中全会审议通过的《中共中央

柳青，大连商品交易所场外业务部总监助理。文责自负，与所在机构无关。

① 国内场外衍生品市场规模2023年的数据根据中国银行间市场交易商协会、中国期货业协会、中国证券业协会，以及广发证券相关报告数据加总估算（详见后文脚注）。

关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》提出要“稳步发展期货、衍生品和资产证券化”，为场外衍生品的未来发展确定了基调。如何最大程度地发挥其对于实体经济和金融市场的正面作用，防范系统性风险，本文认为至少要考虑以下两方面：一是发展规模与宏观经济体量的匹配度；二是基于场外衍生品属性的风险控制机制和监管安排。为此，本文通过量化方法考察国际场外衍生品市场发展与经济发展之间的关系，在此基础上划分四个阶段，并梳理每个阶段的发展特征和监管动向，在此基础上展望中国场外衍生品市场的发展空间。

## 二、文献综述

### （一）场外衍生品的宏观经济影响

现有研究一方面认为场外衍生品具有风险缓释和资源配置功能，在降低价格波动风险、提高就业等方面对宏观经济增长具有积极作用。Vo et al.（2019）的实证研究显示，美国、日本和印度的场外衍生品市场在短期内对经济增长具有显著正向驱动，而中国市场虽短期存在负效应，但长期仍呈现积极贡献。这种积极的影响，首先体现在场外衍生品通过价格发现与风险转移功能，降低企业融资成本，提升资本配置效率，尤其助力跨国企业应对汇率、利率波动（Haiss & Sammer，2010）。其次场外衍生品对提高就业具有促进作用。Jayadevan et al.（2025）基于1991—2019年158国面板数据开展计量分析，发现场外衍生品市场发展与经济全球化具有交互作用，能通过贸易开放和外商直接投资渠道间接降低失业率。同时，场外衍生品对宏观经济的正向溢出效应具有空间传导特征，区域内金融市场联动可放大其就业促进作用。在市场中观层面，衍生品能有效对冲金融行业的系统性风险，如信用风险、市场风险（Sajjad et al.，2013），另外，在企业微观层面，场外衍生品也能助力企业技术创新，场外衍生品通过放松企业融资约束，使企业的债务使用规模提升，利率负担下降，进而带动企业专利申请量增长（Heller，2024）。

另一方面，场外衍生品也可能放大风险，加速风险传递，从而对宏观经济的稳定构成威胁。Wang & Ying（2024）的研究表明，金融危机期间，场外衍生品的杠杆效应会加剧市场波动，其复杂结构导致风险的跨机构、跨市场传染。场外衍生品市场的投机行为可能扭曲资产价格，脱离实体经济基本面，而交易集中化导致的“大而不能倒（Too Big to Fail）”问题，会将微观的机构风险转化为系统性风险（Haiss & Sammer，2010）。一旦场外衍生品出现流动性错配，在一定条件下就会加剧金融体系的脆弱性，对宏观经济稳定构成威胁。Lazový & Sipko（2014）对高收入国家1986—2012年数据的分析发现，场外衍生品名义本金规模与经济增长呈负相关，且会显著推升失业率。此外，衍生品的风险传导存在空间溢出效应，单一国家的衍生品市场风险可能通过贸易和资本渠道扩散至区域经济体（Jayadevan et al.，2025）。

### （二）场外衍生品的监管和业态发展

正因为场外衍生品对宏观经济的影响具有两面性，因此更应该发挥监管政策的引导作用。Somanathan & Nageswaran（2015）提出，衍生品具有“双刃剑”属性，在合理规模下可通过风险管理、价格发现提升市场效率，但过度交易则可能成

为“金融大规模杀伤性武器”，因此应该关注场外衍生品市场的监管，也要避免“一刀切”政策抑制其服务实体经济的功能。在金融体系成熟、监管完善的经济体中场外衍生品对经济增长的正向驱动更显著，而过度投机与监管缺位则会削弱其积极影响，需通过合理的制度设计引导其服务实体经济。场外衍生品的杠杆属性可能加剧市场波动，需建立精准的风险监测体系，兼顾业务创新与风险防控，避免风险向宏观经济传导（杨玉成 等，2022；刘宇 等，2016）。Andersen & Moreno（2023）认为场外衍生品市场一方面助力新兴市场通过风险分散优化资源配置，另一方面也可能因资本波动性加剧经济脆弱性。新兴市场需考虑通过积累外汇储备、降低货币错配等方式，缓解衍生品带来的外部冲击风险。新兴衍生品市场发展需结合自身金融自由化进程，通过分层监管、跨境协作，平衡市场发展与风险防控，避免因监管滞后引发系统性风险（Haddad，2023）。对监管机构来讲，提高场外衍生品市场透明度是实现有效监管的前提条件。史蒂芬（2013）指出场外衍生品市场监管改革（如集中清算、交易报告库制度）能降低系统性风险，为宏观经济稳定提供制度保障，各国监管差异可能导致监管套利，进而影响全球宏观经济平衡，需推动监管规则的全球协调与统一。

## 三、国际场外衍生品：发展阶段的划分与分析

根据国际清算银行（BIS）统计，国际场外衍生品市场的总体规模从 1998 年的 80 万亿美元，增长到 2024 年的 698.97 万亿美元，其中在 2013 年达到峰值 710.01 万亿美元。在 2008 年金融危机之前，衍生品市场快速增长，最高年增幅达到 40%，金融危机之后增速明显放缓，近 5 年的年均增长率维持在 3%~8%（图 1）[①]。从资产类别结构看，利率衍生品始终占据主导地位，占比持续保持在 70% 以上；外汇衍生品次之，占比约在 20%；权益和信用类衍生品的占比均在 1%~2%；商品衍生品规模最小，占比在 0.3%~0.4%，值得关注的是商品和信用衍生品在金融危机后，出现了较大幅度的回调（图 2）。在此基础上，我们综合运用聚类分析、分段拟合残差分析、统计量突变检验对国际场外衍生品市场规模与全球经济增长指标进行考察，依此划分了四个市场发展阶段，并进一步梳理了各阶段的宏观表现、市场特征和配套监管。

### （一）阶段划分方法

我们整理了 BIS 发布的 1998—2024 年全球场外衍生品名义本金增长率（简称衍生品增长率）、全球 GDP 增长率（简称 GDP 增长率）和场外衍生品名义本金总规模与 GDP 的比值（简称总规模 /GDP），通过这三个指标数据，基于以下步骤对市场发展阶段进行划分。

#### 1. 聚类分析

首先，通过聚类分析，识别可能存在的分段情况。第一步，我们将数据标准化。将三个变量的取值标准化至 [0,1]，以消除量纲影响，详见公式（1）。

$$X=\frac{x-\min(x)}{\max(x)-\min(x)} \qquad (1)$$

① 图1~4，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

表 1　聚类分析结果

| 聚类编号 | 年份划段 | 聚类内特征一致性 |
|---|---|---|
| 1 | 1998—2007 年（突变点 2008） | 0.87（高一致性） |
| 2 | 2008—2011 年（突变点 2012） | 0.82（较高一致性） |
| 3 | 2012—2015 年（突变点 2016） | 0.85（高一致性） |
| 4 | 2016—2024 年 | 0.89（高一致性） |

表 2　残差分析对比结果

| 变量 | 整体拟合 SSE | 分段拟合的总 SSE[注] | 残差降低率 |
|---|---|---|---|
| 衍生品增长率 | 3428.6 | 892.3 | 74.0% |
| GDP 增长率 | 68.2 | 15.7 | 77.0% |
| 总规模 /GDP | 42.1 | 6.3 | 85.0% |

注：为了方便比较，将分段模型的残差平方和（SSE）进行加总得到总 SSE。

第二步，构建特征向量。每一年的三个标准化变量组成一个特征向量，见公式（2），形成 27 个样本。

$$X=[X_1, X_2, X_3] \quad (2)$$

其中，$X_1$ 为衍生品规模增长率；$X_2$ 为 GDP 增长率；$X_3$ 为衍生品规模 /GDP。

第三步，设定聚类分析的最小样本数为 3。即每个聚类至少包含 3 年数据，保证分段有效性。

通过聚类分析发现，总体数据可以归为四个类别，对应的年限分别为 1998—2007 年、2008—2011 年、2012—2015 年和 2016—2024 年（表 1），记为假设分段。

2. 分段拟合残差分析与统计量突变检验

（1）分段拟合残差分析

利用分段拟合残差分析，对假设分段进行检验。结果表明，所有假设分段拟合的残差平方和（SSE）均优于整体数据的残差平方和，3 个变量的残差均显著降低，残差降低率在 70% 以上（表 2）。说明分段模型更贴合数据特征，分段点存在合理性。

（2）突变点统计检验

对聚类分析识别的 3 个分段点，即 2008—2009 年、2013—2014 年 和 2016—2017 年，通过 t 检验验证相邻两端的均值是否存在显著差异。检验结果表明，3 个分段点中，除 2016—2017 年的“总规模 / GDP”均值无显著差异外，其余变量在分段点前后的均值均存在显著差异，符合突变点特征（表 3）。

### （二）发展阶段分析

根据以上分析结果，我们将 1998—2024 年的衍生品市场分为 4 个阶段，并更细致地考察 GDP 增长率、衍生品规模增长率和衍生品规模与 GDP 比值三个指标的变动态势（图 5~6，表 4），分析每个阶段衍生品市场体量与经济发展、监管动态之间的深层逻辑，并着重梳理金融危机后场外衍生品改革及落地的演进。

1. 第一阶段（1998—2007）：高速增长阶段

1998—2007 年，在宏观经济和衍生品市场都处于快速增长期，全球 GDP 增速最快达到 5%~6% 之间，衍生品市场的增速最快达到 40%。衍生品市场规模与 GDP 的比值也处在快速上升期，从 3 倍左右上升到 10 倍。以信用衍生品为代表的场外衍生品的结构日趋复杂，底层资产的风险水平逐步提高，成为投机交易的主要标的，这也为 2008 年的金融危机埋下了伏笔。

衍生品规模的快速发展，与宽松开放的监管态度相关。1998 年，美国联邦机构检查委员会（FFIEC）发布关于投资证券和终端用户衍生品活动的监管政策声明，

表 3　检验结果

| 分段点 | 变量 | 前一段均值 | 后一段均值 | t 统计量 | p 值 | 结论 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2008—2009 年 | 衍生品增长率 | 22.6 | 1.4 | 3.82 | 0.003 | 是（差异显著） |
| | GDP 增长率 | 4 | 3.5 | 2.15 | 0.048 | 是（差异显著） |
| | 总规模 /GDP | 6.8 | 9.4 | –3.27 | 0.007 | 是（差异显著） |
| 2013—2014 年 | 衍生品增长率 | 1.8 | –11.7 | 4.05 | 0.002 | 是（差异显著） |
| | GDP 增长率 | 3.7 | 3.4 | 2.08 | 0.052 | 接近显著（临界） |
| | 总规模 /GDP | 8.9 | 6.9 | 5.12 | 0.001 | 是（差异显著） |
| 2016—2017 年 | 衍生品增长率 | –11.7 | 4.7 | –3.96 | 0.003 | 是（差异显著） |
| | GDP 增长率 | 3.4 | 3.8 | –2.21 | 0.045 | 是（差异显著） |
| | 总规模 /GDP | 6.4 | 6.4 | 0.12 | 0.908 | 否（但其他变量显著） |

表 4　衍生品与宏观经济的四阶段特征

| | 时间 | 衍生品增长率 | GDP 增长率 | 衍生品 /GDP |
|---|---|---|---|---|
| Ⅰ高速增长阶段 | 1998—2007 年 | 持续升高 | 持续升高 | 由 3 到 10 |
| Ⅱ增速放缓阶段 | 2008—2011 年 | 低增长 | 低增长 | 由 10 降到 8 |
| Ⅲ切换减速阶段 | 2012—2015 年 | 负增长 | 低增长 | 由 8 降到 6 |
| Ⅳ平稳发展阶段 | 2016—2024 年 | 低增长 | 低增长 | 稳定在 6 倍 |

废除了前期对高风险衍生品投资的限制。由于当时绝大多数的场外衍生品是由投资银行等金融机构提供并参与交易的，因此场外衍生品交易大多是监管豁免的。这些场外衍生品既可以用于资产配置，也可以用于融资服务，也可能成为很多投资机构规避监管、开展监管套利的工具。[①]

在场外衍生品快速发展的阶段，一些交易所开始介入场外衍生品市场，例如，2002 年纽约商品交易所（NYMEX）和洲际交易所（ICE）考虑为场外衍生品提供中央对手方清算服务。

2. 第二阶段（2008—2011）：增速放缓阶段

2008—2011 年，受金融危机的影响，经济出现高度波动，并进入低速增长阶段，衍生品市场增长速度大幅放缓。衍生品市场规模与 GDP 的比值从 10 倍降低为 8 倍，但仍处于历史的相对高位。2009 年，欧美主要国家开始大幅刺激经济[②]，同时开始加强对场外衍生品市场的监管，场外衍生品市场的发展进入转型期。

尽管信用衍生品市场因前期的失序发展助长了次贷危机，并引发金融危机而备受诟病，但其促进风险分散、提高流动性、增加市场弹性等功能还是得到了肯定。考虑绝大部分场外衍生品仅对合格投资者开放的特点，围绕防范和有效处置金融机构过度投机导致系统性风险传染的主要目标，国际金融组织和多国监管机构发布场

① 例如，2008之前，通过资产证券化将债务转换为证券化产品，再通过场外衍生品进行对冲，对冲后的债务可以转到表外，按照当时的监管要求，对冲后资产可以不用计提风险资本，相当于规避了银行的监管资本要求。

② 2009年奥巴马政府推出8 250亿美元《美国复兴和再投资计划》。2009年欧债危机后，欧盟与国际货币基金组织设立7 500亿欧元救助机制。

外衍生品的监管改革方案，并提出了从交易报告、中央对手方清算、履约保证金等方面规范场外衍生品运行机制的基本思路（徐忠 等，2023）。

具体来看，2009 年 G20 匹兹堡峰会发布《领导人声明》提出标准化场外衍生品合约应通过交易所或指定电子交易平台交易并采用中央对手方清算、所有场外衍生品合约都应提交交易报告库（TR）、对非集中清算衍生品适用更高的资本要求，并要求各国监管机构在 2010 年底完成相关准则制定，强调在金融稳定理事会（FSB）的协调下加强监管协同避免监管套利。2011 年 G20 戛纳峰会进一步明确对非集中清算衍生品合约实行强制保证金要求。

在 G20 确定的改革框架下，国际金融组织着手制定相关指导性技术文件。BIS 所属的巴塞尔银行监管委员会（BCBS）从银行监管端发力，持续完善《巴塞尔协议Ⅲ》，通过信用估值调整（CVA）风险资本要求、杠杆率等工具，提高银行从事场外衍生品业务特别是非集中清算合约的成本，强化银行体系抗风险能力。

在此背景下，2010 年美国出台《多德-弗兰克法案》，将场外衍生品纳入监管，确立美国证券交易委员会（SEC）与美国商品期货交易委员会（CFTC）监管范围与职能，规范交易与清算要求；欧盟也发布《欧洲市场基础设施条例》（EMIR），要求部分交易集中清算与报告，并在 2011 年成立欧洲证券和市场管理局（ESMA ）负责统领相关监管工作。

3. 第三阶段（2012—2015）：切换减速阶段

在宏观经济基本企稳的情况下，衍生品市场增速出现负增长，衍生品市场规模与 GDP 的比值从 8 倍下降到 6 倍左右。这主要与场外衍生品市场改革措施进入落地阶段有关，随着业务运行机制和机构行为方式的切换，一个更安全、透明和高效的场外衍生品市场正在形成。

一方面，主要国家和地区开始要求标准化场外衍生品必须在互换执行设施（SEF）等指定交易平台交易并执行强制中央对手方（CCP）清算。例如，美国于 2013 年率先对 G4 货币（美元、欧元、英镑、日元）的标准化利率互换和部分 CDS 执行强制性清算规定；欧盟于 2015 年修订 EMIR，强制多个场外利率衍生品通过中央对手方清算。CCP 为了管理自身风险，大力推行交易压缩服务，将多个参与者之间大量重复、可抵消的双边衍生品合约进行终止和替换，最终以更少、更高效的新合约替代。市场机构的净额风险和对冲效果保持不变，但直接大幅降低了市场上衍生品的名义本金总额。

另一方面，非集中清算的场外衍生品规则成型。2013 年，BCBS 与国际证券事务监察委员会组织（IOSCO）联合发布《非集中清算衍生品交易保证金要求》（Margin requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives），提供了非集中清算场外衍生品的初始与变动保证金要求、计算方法及合格担保品标准等方案，并于 2015 年修改了分阶段实施时间表，需要银行等金融机构在机制流程、系统支持、人力资源上进行投入。同时，《巴塞尔协议Ⅲ》对非中央清算的衍生品施加了远高于中央清算衍生品的资本金要求。这种成本差异，推动金融机构优先使用可 CCP 清算的标准化产品，并积极清理无法清算的双边头寸。这种清理和转移过程，也伴随着名义本金总

量的净减少。

随着中央对手方清算的推进，CCP 成为金融体系新的关键节点，“大而不能倒”的风险转移到 CCP 身上。2012 年 4 月，BIS 项下的支付与市场基础设施委员会（CPSS，后更名为 CPMI）和 IOSCO 发布《金融市场基础设施原则》（Principles for Financial Market Infrastructures，PFMI），为包括 CCP 和 TR 在内的所有金融市场基础设施设定了全面、严格的风险管理标准。全球监管机构开始依据 PFMI 对本国 CCP 进行监管和评估，确保其稳健运营。

同时，随着各地区的 TR 陆续建成，FSB 开始重点关注如何将分散在全球的各 TR 数据整合起来，推动数据聚合和跨境数据共享。为此，IOSCO 会同 CPMI 在政策指引中持续强调在交易报告中使用 LEI 来识别交易对手方，LEI 体系在全球范围内得以迅速推广，为 TR 的有效运行提供了关键支撑，并推动不同国家监管机构共享 TR 数据。

此外，当各国规则落地时，跨境监管重叠与冲突的挑战开始浮现出来。为此，替代合规机制被引入，即如果一个司法管辖区的规则被认定为与本国规则足够相似（等效），那么遵守该外国规则的实体在本国可以被视为合规，从而避免了同一笔交易被双方监管机构重复监管。CFTC 和 ESMA 就跨境监管的等效互认和替代合规达成了部分初步安排。

4. 第四阶段（2016—2024）：平稳发展阶段

2016—2024 年，衍生品市场规模与 GDP 的比值基本稳定在 6 倍左右，这主要是因为市场已基本适应标准化产品实施 CCP 清算的模式，逐步进入常态化发展阶段。例如，2016—2024 年，采用 CCP 清算的利率衍生品占比基本保持在 75% 左右；而采用 CCP 清算的信用衍生品业务占比则从 2016 年的 44% 逐步提升到 2024 年的 68.6%。

随着绝大部分标准化衍生品转向 CCP 清算，监管重点转向强化 CCP 的恢复与处置计划，确保即使在极端压力下，CCP 也能有序运作或关闭，而不引发系统性崩溃。2017 年 7 月，CPMI 和 IOSCO 联合发布《中央对手方的韧性：关于〈金融市场基础设施原则〉的补充指引》（Resilience of Central Counterparties: Further guidance on the PFMI），重点关注 CCP 金融风险管理框架下治理、信用和流动性风险的压力测试、覆盖率、保证金，以及 CCP 对其金融资源损失的支撑。

此外，其他核心改革也全面落地与深化。一是非集中清算衍生品保证金要求已经在美国等主要经济体生效，自 2016 年经过近 8 年时间基本完成了分阶段、分实体规模的实施计划，进入全面常态化运行；二是对于 TR，监管着力点从推动“有数据”转向“用好数据”，CPMI 和 IOSCO 等机构开始推动数据标准化，陆续发布唯一交易识别符（UTI）、唯一产品识别符（UPI）和关键数据元素（CDE）的指引，并推动在各国的落地应用；三是跨境监管的协调与替代合规已发展成为一个由美国、欧盟、英国、日本、新加坡、中国香港等主要市场相互连接构成的多边、网络化的互认体系，成为全球金融监管日常运作的常态化组成部分，极大地缓解了市场割裂的风险，降低了机构的合规成本。

值得一提的是，2020 年新冠疫情引发市场巨震，这是对 2008 年后建立的场外衍

生品监管框架第一次重大压力的测试。监管框架特别是 CCP 清算和保证金要求总体上防止了金融体系的连锁违约，但同时也暴露了新的问题，例如，追加保证金导致的市场流动性压力（Dash for Cash），促使监管机构反思保证金要求的顺周期性问题。

此外，为应对未知风险，监管前沿开始延伸到气候变化相关风险、网络安全和数字资产（包括加密货币衍生品）等全新领域并探索应用人工智能、机器学习等科技手段来监测市场行为和系统性风险，这都显示出监管框架需要具备应对未来挑战的延展性（柳青，2022；柳青和李正强，2025）。

## 四、中国场外衍生品市场发展展望

根据 2023 年公开渠道披露数据[①]，银行间衍生品市场名义本金 196.82 万亿元[②]，证券公司场外衍生品业务规模约在 8.05 万亿元[③]，期货风险管理公司场外衍生品业务规模为 3.18 万亿元[④]，合计约 208 万亿元。2023 年中国 GDP 为 129.43 万亿元，因此 2023 年中国场外衍生品规模与 GDP 的比值约为 1.6 倍。参照 1998—2024 年国际场外衍生品市场规模与 GDP 的比值关系，如按最低 3 倍估算，我国场外衍生品规模相对于 GDP 规模约有 1 倍以上的增长空间；如按进入平稳发展阶段的 6 倍估算，我国场外衍生品规模相对于 GDP 规模约有 4 倍的增长空间。

考虑到宏观经济不确定性增强、市场改革开放深化、上位法律出台支撑、基础设施健全完善、金融机构业务转型的多重因素，预计我国场外衍生品市场将进入高质量发展阶段，未来将在服务实体经济、防控金融风险、推动金融开放中发挥更积极作用。

**一是**宏观经济面临的内外环境不确定性较大，将催生更多利用衍生品管理风险的需求。目前，全球经济增长动能不足，国际经贸秩序遇到严峻挑战，地缘政治冲突易发多发，国内经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，但面临社会预期偏弱，有效需求不足，新旧动能转换任务艰巨等阶段性挑战。在此背景下，①人民银行持续保持适度宽松流动性，利率处于下行周期，无论是从对冲短期的低位震荡，还是防范未来利率趋势反转，利率产品相关的投融资主体都需要重视通过利率互换等衍生品对冲风险。②全球贸易保护主义抬头背景下，汇率波动幅度与频率显著加大，实体企业尤其是外贸型中小企业的汇率风险管理需求迫切，带动了外汇类场外衍生品需求。③受全球供应链重构、能源转型及极端天气影响，原油、有色金属、农产品等大宗商品价格呈现高波动特征，实体企业对原材料成本与产品价格的风险管理需求向全产业链延伸。④国内经济结构调整过程中，部分行业信用风险暴露概率上升，通过信用衍生品分散风险，并助力部分有困难的企业拓宽融资渠道或有一定需求。

① 考虑到数据可得性，此处估算2023年数据。
② 数据来源：中国银行间市场交易商协会《中国场外金融衍生品市场发展报告（2023年度）》。
③ 数据来源：中国证券业协会、中证机构间报价系统股份有限公司2024年1月发布的《场外业务运行情况通报》中披露的截至2023年11月份的场外衍生品规模，以及广发证券《证券行业2023年报总结》。
④ 数据来源：中国期货业协会《风险管理公司试点业务报告（2023年第12期）》。

**二是**市场化改革及高质量开放的持续深入，将拓展场外衍生品市场发展空间。①利率方面，随着人民银行不断完善短端货币政策利率向贷款市场中长端利率的传导机制，LPR 将更具弹性，带动挂钩 LPR 的利率互换等产品的需求增长；在引入“互换通”后，境外机构可更高效地实现对境内人民币债券投资的利率风险管理，也丰富境内利率互换市场的参与主体，有利于提升境内利率衍生品市场流动性；②汇率方面，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度不断优化，人民币外汇衍生品的品种、期限及清算方式可应需不断丰富，以满足不同类型主体更长期限和更多元化的风险管理需求。③信用方面，近年来信用债市场逐渐打破不同类型发行主体的“刚性兑付”，随着投资者保护机制、市场化违约处置机制、风险及违约债券交易定价机制的不断健全，单名 CDS 或将迎来一定发展机遇，同时资管产品净值化后，信用利差波动风险也逐步凸显，为 CDS 指数的发展创造了契机。

**三是**核心基础机制获得了法律支撑，有力促进境内外衍生品市场的链接。2022 年 4 月《中华人民共和国期货和衍生品法》（以下简称《期货和衍生品法》）出台，为我国场外衍生品市场奠定了法律基础，尤其是为单一协议、终止净额结算、集中清算、履约保障等提供了法律支撑，提升了这些重要基础机制的可执行性和有效性。2022 年 8 月《期货和衍生品法》生效后，国际掉期与衍生工具协会（ISDA）承认了中国为“完全净额结算司法辖区”，我国金融机构在国际衍生品交易时议价竞争力增强，而且由于净额结算缓释信用风险、节约资本和担保品的功用得以发挥，也提升了中资机构场外衍生品业务空间。同时，上海清算所也在该法律颁布后，相继获得了欧盟认可的“第三国中央对手方”和中国香港“自动化交易服务-中央对手方”资质，有助于消除境外投资者参与中国银行间市场的顾虑，吸引更多国际参与者。

**四是**重要基础设施及规则健全并不断完善，为守住系统性风险底线“保驾护航”。①在 CCP 清算方面，上海清算所 CCP 清算业务规模从 2022 年 150.7 万亿元增长到 2024 年的 210 万亿元，年复合增长率为 18.05%[①]，保持了较快的发展势头。随着内部风控能力的提升和外部市场需求推动，预计 CCP 清算将覆盖更大规模、更多品种、更大参与范围的外汇、利率和信用衍生品交易，更充分地发挥降低交易对手信用风险、防范风险跨机构和跨市场传导、提高市场透明度和效率的作用。②在强制保证金机制方面，2025 年国家金融监督管理总局发布《金融机构非集中清算衍生品交易保证金管理办法》，其中变动保证金和初始保证金相关规定将于 2026—2029 年开始逐步施行。预计相关自律组织、基础设施和金融机构将共同协同，在法律文本、保证金计算、交易对账及争议处理、担保品管理等方面做好相应配套准备，确保强制保证金运转的落地，形成真正有效的“安全垫”。③在交易报告库方面，不同品类的场外衍生品监管主体已推动建成或正在建设交易报告库。在此格局下，为更好提升场外衍生品市场透明度、防范系统性风险、

① 数据来源：上海清算所《2022年公司年册》、《2023年公司年册》和《2024年公司年册》。

防止交易市场的滥用，尽可能降低市场机构交易报告成本，加快数据标准化与信息披露基本规则统一，并探索建立适当机制逐步推动境内外 TR 之间数据沟通，为监管机构开展联动风险监测创造条件，可能成为潜在趋势。

**五是**金融机构向综合服务转型，形成了场外衍生品业务发展的微观动力。目前，证券期货行业传统经纪、投行和资管条线通道业务盈利模式不断承压，商业银行存贷款息差被压缩且受到金融中介脱媒的冲击，一些机构已开始探索“价值创造”的综合金融服务，而场外衍生品业务在其中扮演重要的角色。①对证券期货行业而言，一方面场外衍生品业务（如收益互换、场外期权）是典型的资本金依赖型中间业务，证券公司通过充当交易对手方，可赚取基于自身资本实力、风险定价能力和对冲技术的产品设计与做市收入，创造稳定、高附加值的非方向性收入，平滑业绩周期波动；另一方面场外衍生品业务还可赋能客户服务，例如，为私募基金等提供风险对冲和多样化策略实施，为上市公司提供市值管理延伸投行业务服务链条。②对商业银行而言，运用场外衍生品为企业或同业客户提供汇率、利率风险等管理工具（如交叉货币互换、利率期权），获取费用收入和交易价差，是实现传统信贷业务与现代金融市场业务深度融合的重要黏合剂。N

学术编辑：张毓

参考文献

[1] 刘宇,向修海,侯霁洋.衍生品是否能够舒缓经济波动——来自美国的经验[J].上海金融,2016 (5):3-9.

[2] 柳青.智能合约技术在场外衍生品业务中的应用[J].中国证券期货,2022(4):4-8.

[3] 柳青,李正强.Web 3.0环境下的场外衍生品市场与监管研究[J]中国证券期货,2025(1):4-9+15.

[4] 沙石.金融衍生品的本质[M].北京:中国金融出版社,2021.

[5] 史蒂芬·G·切凯蒂,李勇,陈小伟.场外衍生品市场监管改革对宏观经济的影响评估[J].金融市场研究,2013(11):110-118.

[6] 申万宏源证券课题组,杨玉成.证券公司场外衍生品业务杠杆效用及风险监测研究[J].证券市场导报,2022(3):2-11.

[7] 徐忠,等.中国债券市场：制度建设与投资人保护[M].北京:中信出版社,2023.

[8] Haddad S.Global financial market integration: a literature survey[J].Journal of Risk and Financial Management, 2023,16(12):495.

[9] Haiss P,Sammer B.The impact of derivatives markets on financial integration, risk, and economic growth [R/OL].https://www.researchgate.net/publication/228309004_The_Impact_of_Derivatives_Markets_on_Financial_Integration_Risk_and_Economic_Growth.

[10] Heller D.Financial market integration and the effects of financing constraints on innovatio[J].Research Policy, 2024(53):1-24.

[11] Jayadevan CM,Hoang N T,Yarram S R.Interaction effect of economic globalization and income per capita on unemployment[J].Economics, 2025,13(3):72.

[12] Lazový J,Sipko J.Impact of Financial Derivatives on the Real Economy[J].Inertnational Journal of Management Excellence,2014,4(1):494-502.

[13] Sajjad F,Noreen U,Zaman K.Impact of derivatives on financial services sector and risk management[J]. Middle East Journal of Scientific Research,2013,18(6): 748-758.
[14] Somanathan T V,Nageswaran V A.The dconomics of derivatives[M].Cambridge University Press, 2015.
[15] Stevens M,Vermeulen C.Derivative markets and economic growth: a South African perspective[J]. Economies,2024,12(11):312.
[16] Vo D H, Huynh S V, Vo A T, et al.The importance of the financial derivatives markets to economic development in the sorld's four major economies[J].Journal of Risk and Financial Management,2019,12(1):35.
[17] Wang B,Ying Y.Analysis of the impact of financial derivatives markets on financial system stability[J]. Journal of Economics and Public Finance,2024,10(4):265-293.
[18] Wang W R.Forecasting and assessing the impact of financial derivatives on financial risk[J].Journal of Financial Risk Management,2024(13):325-332.

## International Development and Prospects for China's OTC Derivatives Market: A Macroeconomic Linkage Perspective

LIU Qing

(OTC Business Department, Dalian Commodity Exchange)

**Abstract** Based on data from the Bank for International Settlements (1998—2024), this study employs cluster analysis and breakpoint tests to divide the international OTC derivatives market into four development phases: rapid growth (1998—2007), moderated growth (2008—2011), transition and deceleration (2012—2015), and stable development (2016—2024). The research reveals distinct characteristics in market size, growth rate, and the ratio of notional outstanding to global GDP across these phases, highlighting their close interaction with regulatory reforms such as mandatory central clearing, margin requirements, and trade reporting obligations. Post-crisis regulations have effectively mitigated systemic risks, leading to market stabilization following a contraction in notional amounts. A comparative analysis indicates that China's OTC derivatives market, with a notional amount to GDP ratio of approximately 1.7, remains significantly underdeveloped compared to international levels (3–6 times GDP), suggesting substantial growth potential. Driven by factors including macroeconomic uncertainties, deepening market reforms, enhanced legal frameworks, improved financial infrastructure, and business transformation at domestic financial institutions, China's OTC derivatives market is poised for high-quality development and is expected to play a more important future role in serving the real economy, managing financial risks, and promoting financial openness.

**Keywords** OTC Derivatives, Macroeconomy, Phased Characteristics, Regulatory Policy

**JEL Classification** E44 D53 G15