

# 中国金融市场国际化和衍生品市场作用

国际掉期和衍生工具协会 (ISDA) 首席执行官、前美国商品期货交易委员会 (CFTC) 委员  
Scott O' Malia

大家上午好！非常感谢洪磊主席和中国期货业协会邀请我在第十六届中国国际期货大会上发表主题演讲。今天，我很荣幸能与中国证监会方星海副主席及其他贵宾一道与大家交流。

本次活动恰逢中国期货业协会 (CFA) 成立 20 周年。中国期货业协会成立于 2000 年 12 月，旨在支持中国公平公开的期货市场发展。在过去的 20 年里，中国期货业协会在政府和业界之间起到了非常重要的纽带作用，推动了期货市场向着积极的方向发展。我们祝贺中国期货业协会迄今所取得的一切成就，并期待今后 20 年的蓬勃发展。

我们国际掉期与衍生品协会 (ISDA) 也肩负着类似的使命——培育安全高效的衍生品市场，促进所有衍生品用户的有效风险管理。2015 年 12 月，ISDA 和 CFA 签署了一份谅解备忘录，旨在加强两个协会之间的合作，促进信息交流。转眼间，五年的时间过去了，我很高兴地看到，ISDA 和 CFA 将继续紧密合作，共同应对我们市场所面临的挑战和机遇，

并分享最佳实践与专业知识。我们十分重视与 CFA 的合作关系，这对我们所有成员都有益处。

鉴于最近发生的一些事件，我们对安全和高效市场的共同承诺比以往任何时候都显得更加重要。2020 年的冠状病毒大流行给全球金融市场带来前所未有的挑战。2020 年年初，冠状病毒的迅速蔓延导致各国被迫进入封锁状态，全球经济形势急剧恶化，市场频繁波动，人们普遍选择远程办公的模式。

为了应对流行病毒，各国政府、中央银行和监管部门采取了紧急的货币和财政措施进行干预，并放宽了即将到期的监管期限。我们感谢全球各地迅速采取的果断行动，使金融市场得以在波涛汹涌的浪潮中继续前行。得益于过去十年来实施的审慎做法和市场改革，衍生品市场迄今已安然度过这场大流行病危机。

## 中国金融市场国际化进程成果显著

尽管 2020 年面临着各种挑战，

但我们看到中国金融市场的市场化取得了重大进展。对于衍生品市场而言，最为重要的消息便是，11 月 1 日，中国人民银行、中国证监会和中国国家外汇管理局采取了重大举措，即：对合格境外机构投资者 (QFII) 和人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 两项制度合二为一，并取消了国际投资者在中国市场的投资额度限制。这些新规精简了相关许可程序，让全世界的投资者都能积极参与中国经济的发展，增加了中国金融市场的流动性和深度。

除此之外，中国还采取了一些其他重要措施。2020 年 2 月份，中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、中国国家外汇管理局和上海市政府联合发布了关于加快上海国际金融中心发展的通知，其中包括一项重要规定，即：海外实体现在可以选择使用 ISDA 主协议进行在岸人民币衍生品交易。

这一变化对于衍生品市场参与者而言是一个非常值得期待的消息，因为他们现在可以在 ISDA 文件提供的



合同确定性下进行人民币交易。对于国际上活跃的公司而言，它们能够在所有交易中使用 ISDA 主协议，而无需将与中国实体的交易切换到不同的文件中，这将切实提高运营效率，进一步减少进入中国衍生品市场的障碍。

其他开放中国债券和外汇市场的措施也已陆续出台。比如银行首次获准交易国债期货；外汇套期保值规则已经放宽，这样一来，外国投资者在债券市场交易时便可以管理其货币风险；2020年7月，中国人民银行和中国证监会联合采取各种措施，将银行间债券市场和交易所债券市场结合起来……这些措施共同见证了中国

资本市场市场化的显著进展。我们高度赞赏官方部门继续致力于开放这些市场，并在安全范围内减少参与国际交易的障碍。

### 衍生品市场对经济增长意义重大

随着越来越多的来自世界各地的参与者开始进入中国市场，市场的规模和重要性也在不断显现，比以往任何时候都更需要强有力的工具，以使机构能够有效地管理其风险。在这个背景下，我想讨论一个正常运作的衍生品市场对金融市场和经济增长所产生的积极影响。

衍生品市场以某种形式存在已久。事实上，我们可以追溯到古代美索不达米亚时代。大约公元前1754年，据《汉谟拉比法典》记载，当时的人们已经认识到经济交易中存在的风险和不确定性，并将这种风险进行转移和分担。

衍生品在历史上不断以不同的形式出现。无论在哪里发生某种形式的贸易，都会相应开发出各种工具，使人们能够减少不确定性、降低风险和优化收益。随着全球贸易的发展和法律制度的健全，这些工具的范围和复杂性也在不断发展，但自《汉谟拉比法典》诞生以来，有关减轻风险的

基本概念大体上没什么变化。

衍生品市场服务于真实用途，使个人和公司能够适当地转移风险，创造经济繁荣所需的确定性。在世界上几乎每一个进行贸易的行业和地区，我们都能看到衍生品被用于降低风险和增加确定性。

制造商利用衍生品锁定发债成本，为新投资进行融资，促进业务增长和创造就业。例如，一家大型汽车制造商可能会发行浮动利率债券，以便为建设新工厂提供资金。但是，这种浮动利率债券具有潜在的利率风险，因此，签订利率互换协议将有助于该公司锁定融资成本，并掌握对债券利率的确定性。有了衍生品，公司继续增长、支付员工工资和支持经济的能力不再因为利率的变化而受到影响。

衍生品在许多行业都有类似的用途。航空公司依靠衍生品来对冲不断波动的燃料成本，这有助于保持燃料价格的稳定性。农业和食品生产企业则利用衍生品来管理作物、牲畜和燃料价格波动的风险，这有助于确保消费者的食品供应和价格的稳定性。

在所有这些例子中，衍生品均创造了确定性和稳定性，从而支持

经济增长。如果没有衍生品，这些行业和其他行业中的成千上万家企业将无法获得发展业务和服务经济所需的确定性。如果没有一个高效和有效的对冲手段，投资将会变得更具挑战性。

一个正常运行的衍生品市场还可以帮助银行规避风险，这样它们就能增加贷款和支持实体经济，进一步支持充满活力的地方流动资本市场。如果企业了解到可以对冲与相关实体的交易风险，它们将会愿意与更多的交易对手做生意。简而言之，衍生品是金融系统中的重要组成部分，它可以帮助我们管理风险，同时提高资本流动性和透明度。下面我要给大家播放一段视频，进一步解释利用衍生品的益处。

全球有成千上万的公司利用衍生品来减少业务风险，同时增加客户面临的确定性，比如放贷机构会利用衍生品为购房者提供固定利率或者浮动利率的房屋贷款。银行也会利用衍生品管理贷款风险，这样就能发放更多贷款。养老金和资产管理人利用衍生品提升和保护养老金和投资的价值，让人们充满自信地计划未来。生产商也会利用衍生品，在为新的投资项目融资时，他

们利用利率互换锁定融资成本，减少利率上升带来的影响。食品和饮料公司利用衍生品管理原材料价格波动的风险，这样他们的主要原材料供应量和价格就能保持在稳定水平。在能源成本方面也是一样，生产商和供应商利用衍生品来减少天然气、石油和电力价格的常规波动，为消费者创造稳定的能源供应。同样，航空公司利用衍生品锁定燃油成本，以便减少燃油成本波动对机票价格造成连锁影响。各种各样的公司都会利用衍生品管理风险，它所带来的确定性和稳定性对于全球经济增长具有极其重要的价值。

## ISDA 致力于推动全球衍生品市场规则体系的建立

虽然衍生品的概念比较简单并已适用了数千年，但随着当今世界变得越来越复杂、关联度越来越高，一个正常运作的衍生品市场需要有一个可预测和强有力的法律框架作保障，其中包括可执行的终止净额结算<sup>1</sup>规则。

长期以来，ISDA 一直积极支持终止净额结算，我们认为这是衍生品市场中最重要的一個风险缓解工具。通过允许各方将其待付款合并为整笔

<sup>1</sup> 终止净额结算 (Close-out netting): 金融专有名词，指金融衍生品交易双方在交易主协议中约定，在合约期内，若一方出现特定违约或合约终止事件，另一方有权终止主协议项下所有未到期合约，每笔合约对应的债务和担保义务等转换为相互间的支付义务，按照协议约定的方法经冲抵轧差后计算出一笔净额，由净支付方转移给净收入方。

支付，净额结算减轻了与交易相关的信用风险，并促进了金融的稳定。它还鼓励国外和国内参与者更积极地参与其中，支持更具流动性和效率的资本市场。

2019年，ISDA对亚太地区衍生品市场参与者展开了调查，受访者明确表示，金融中心的发展取决于金融市场基础设施的深度和广度、健全的法律和监管框架以及净额结算的确定性。ISDA已经与世界各地的主管部门通力合作，推进净额结算的进展。到目前为止，我们已经发布了近80个国家的净额结算意见。ISDA的《净额结算示范法》提供了一个立法模板，适用于尚未认可净额结算的那些市场。

终止净额结算的法律确定性为强大、安全和高效的衍生品和回购市场奠定了一个必要的基础。终止净额结算还为使用抵押物管理交易对手信用风险提供了法律基础。如果不实行净额结算，企业将被要求在全球非结算衍生品保证金框架下按毛额来缴纳保证金，这就意味着在没有实行净额结算的管辖区的实体将对冲风险支付更多的额外费用。

虽然我们仍然认为在终止净额结算方面的法律确定性是必要的，

但必须认识到中国最近在净额结算方面所取得的进展。2017年，中国银保监会表示，《企业破产法》与终止净额结算原则上并不冲突。此后，中国银保监会一直致力于与中国最高人民法院和立法机构澄清和推进这一立场。在最近的《商业银行法》修订咨询中，中国人民银行建议，按照金融稳定委员会（FSB）的《金融机构有效处置机制的关键属性》，将处置期限限制在两个工作日内，以确保在商业银行的处置过程中净额结算仍然可执行。ISDA对中国当局所做的工作表示赞赏，我们期待着在2021年及以后能继续与中国保持密切合作，并在这一关键问题上取得进一步进展。


自2016年9月第一阶段开始之前，ISDA就一直支持IM<sup>2</sup>规则的实施。我们的各种全球举措（包括制定行业文件和标准原始保证金模式）对于确保规则能够安全有效地推出至关重要。

随着2021年9月和2022年9月IM要求实施的最后阶段日渐临近，它们将把许多较小的实体纳入范围内。这些企业将需要了解任何可能影响其选择抵押物的监管和法律障碍。

在亚太地区，ISDA已经探讨了将区域货币证券和资产作为跨境衍生品交易的IM进行贴现的可行性。最近，我们与中央结算公司合作，对各种法律、监管和市场结构问题展开了深入分析，让使用中国政府债券作为抵押物的问题变得更加清晰明了。相关文件将于近期发布，这将有助于企业尽可能有效地满足IM要求。

我在这些发言中谈到了中国金融市场市场化所取得的特别进展，谈到了衍生品市场在支持经济增长方面所发挥的作用，也谈到了建立健全法律框架（包括终止净额结算的确定性）的重要性。

很显然，中国金融市场目前已经到了一个非常关键的时刻。近年来，国际化步伐在不断加快，国际参与度也在不断提高。在终止净额结算和抵押物可执行性方面的法律确定性将是未来几年维持中国衍生品市场长期繁荣所需要的关键发展因素之一。

再次感谢CFA邀请我在本次活动中发言，我期待我们在未来将有更多紧密合作的机会。

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）

2 IM: Initial Margin, 初始保证金。