

g

超配

证监会《衍生品交易监督管理办法(征求意见稿)》点评 理顺场外衍生品模式，推动券商规范加杠杆

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融

◆ 投资评级: 超配(维持评级)

证券分析师:	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	执证编码: S0980518070002
证券分析师:	戴丹苗	0755-81982379	daidanmiao@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040003

事项:

3月17日,证监会颁布《衍生品交易监督管理办法(征求意见稿)》(下文简称“管理办法”)。该监管政策出台目的是为了贯彻落实《期货和衍生品法》,促进衍生品市场健康发展,支持证券期货经营机构业务创新,满足市场各类主体的风险管理需求,以更好服务实体经济、防范和化解金融风险。

核心观点:“管理办法”是针对我国《期货和衍生品法》的配套政策。过去我国衍生品尤其是场外市场缺乏统一交易规则,《期货和衍生品法》和“管理办法”正本清源,促进业务规范扩张。2019年以来,证券行业受益于机构投资者增加和净值型产品增长,预计银行理财、私募基金等提供绝对收益产品的资管机构2023年继续保持规模扩张,利好提供产品解决方案的券商衍生品业务。衍生品尤其是场外衍生品业务对券商业务资质、资本水平、杠杆扩张能力有较高要求,建议关注相关能力较强的龙头券商中信证券、中金公司、华泰证券。

评论:

◆ **起草背景:**我国《期货和衍生品法》已于2022年8月1日起施行,该法规借鉴国际成熟市场经验,确立了单一协议、终止净额结算(专门针对场外衍生品)、中央对手方(CCP)、交易报告库等衍生品交易基础制度,并授权证监会作为衍生品市场监管机构对衍生品交易场所、衍生品经营机构准入、交易者适当性管理、集中结算等内容作出具体规定。为贯彻落实《期货和衍生品法》,在证监会层面统一出台“管理办法”规范衍生品市场的规则。

表1:《期货和衍生品法》提到的重要概念

核心要点	具体解释	分析评价
采用主协议进行衍生品交易制度	衍生品交易方式主要有两种,一种是传统的不采用主协议一对一谈判达成衍生品交易,一种是采用主协议达成交易,交易者可以自由选择。所谓主协议通俗来讲就是衍生品自律监管组织(国际掉期与衍生品交易协会 ISDA、我国银行间市场交易商协会 NAFMII、证券业协会 SAC 等)或金融机	不采用主协议一对一谈判达成衍生品交易,交易成本较高、效率较低,且无法获得单一协议、终止净额结算等制度的保护,降低市场参与者的风险。
单一协议制度	单一协议制度,是主协议下的核心机制之一,是指交易双方确认其签署的通过单一协议机制安排,可以提高双方的交易效率,为终止主协议、补充协议(若有)及针对每一笔具体交易的交易有效约定构成一	净额结算提供前提和基础,降低对手方的信用风险。通过立个完整协议。也就是说,尽管交易双方在主协议下可能达成多笔交易,存法确认单一协议条款的法律约束力,使主协议项下的多笔交在多个交易有效约定,但交易双方之间只存在一个合同关系,而非多个合
终止净额结算制度	衍生品交易中,交易者双方之间往往进行一系列交易,互负盈亏(产生一系列未到期的支付义务)。终止净额结算,是指发生约定情形时,主协议项下届时存续的所有交易或者受影响交易被提前终止,交易双方根据约	可以防止违约方、受影响方(特别是破产时)只履行对其有利的协议,从而大大降低交易对手的信用风险,进而降低金融衍生品市场的系统性风险。由于我国之前没有关于终止净额结算的专门规定,影响了我国衍生品市场的国际竞争力。期货和衍生品法专门明确了终止净额结算的效力,受到国内外的高度关注和广泛欢迎,将极大降低我国企业的衍生品交易成本,打消国际机构参与我国市场的顾虑。
交易报告库制度	我国衍生品市场交易报告库建设近年来取得积极进展。2020年,中国期货市场监控中心成为我国境内首家获得金融稳定理事会(FSB)认可的交易报告库;2021年12月,中证机构间报价系统成为我国第二家获得FSB认可的交易报告库。同时,中国外汇交易中心、中国银行间市场交易商协会获得了FSB的准交易报告库资格(TR-like)。	交易报告库制度是2008年国际金融危机后各国加强衍生品监管的核心举措,有利于进一步加强衍生品交易信息的监管、提高市场透明度、防范化解市场风险,规范和促进衍生品市场平稳健康发展。我国期货和衍生品法规定,国务院授权的部门、国务院期货监督管理机构应当建立衍生品交易报告库,对衍生品交易标的、规模、对手方等信息进行集中收集、保存、分析和
衍生品交易集中结算制度	衍生品结算制度可分为集中结算和非集中结算,期货法未规定实行强制集中结算的衍生品交易范围,而是授权有关部门进行具体规定。所谓中央对手方集中结算,是指合格的结算机构作为中央对手方(CCP)介入已达成	对衍生品交易实行集中结算,有利于降低衍生品交易双方的信用风险和市场整体风险。通过集中结算制度,中央对手方实际上成为了所有买方的卖方和所有卖方的买方,交易者面临的信用风险的主体不再是原交易对手方,而是资金及财务更加稳健的中央对手方,实质上大大降低了市场参与主体的交易对手方信用风险,有利于提升市场的流动性和监管的透明度,并可阻断原来一方违约对另一方的影响,避免发生连锁反应,导致违约风险扩散蔓延,防范系统性金融风险。

资料来源:中国政府网,国信证券经济研究所整理

- ◆ **起草原则:** 具体起草过程中,证监会一是坚持功能监管,即将证监会监管的各类衍生品经营机构、衍生品交易场所、衍生品结算机构、衍生品交易报告库、交易者等统一纳入监管;二是坚持统筹监管,即拉齐各个市场之间的监管标准,尤其加强场内场外之间,衍生品市场与证券市场、期货市场之间的监管协同协作;三是严防风险,着力提升衍生品市场的透明度;最后预留一定业务创新空间。
- ◆ **关注内容:** “管理办法”共八章52条,主要对衍生品交易和结算、禁止交易行为、衍生品经营机构、交易者、衍生品交易场所、衍生品结算机构等进行了规范,下文基于表格进行整理如下。

表2：“管理办法”中重要涉及内容

涉及维度	具体说明
明确调整范围和基本原则	关于调整范围，结合证监会监管的衍生品市场相对独立、自成一体特征，本办法仅调整证券期货交易场所组织开展的衍生品市场，以及证监会监管的证券公司、期货公司及其子公司柜台衍生品市场，不调整银行间衍生品市场，也不调整银行业、保险业金融机构组织的柜台衍生品市场。 明确以下原则：衍生品交易应当以服务实体经济为目的，以满足交易者风险管理需求为导向；限制开发结构过度复杂的衍生品合约；标准化程度高的衍生品交易在衍生品交易场所进行；衍生品行业协会、衍生品交易场所和衍生品结算机构应当采取措施，促进提升衍生品交易的标准化程度。
规范衍生品交易，防范交易风险	明确衍生品合约的开发程序，明确衍生品交易可以采用主协议方式或者根据交易场所的业务规则达成，主协议等合同范本应当报证监会备案，明确证监会可以根据监管需要对衍生品交易实行持仓限额和大户持仓报告制度，明确保证金制度，明确对冲交易规范。
明确场内场外持仓合并要求，加强衍生品市场与证券、期货市场的统筹监管	借鉴国际经验，明确持仓合并原则，对于股票市场与衍生品市场的持仓合并，要求在履行信息披露义务或者收购时，将股票持仓和以该股票为标的的衍生品持仓合并计算；对于期货市场与衍生品市场的持仓合并，要求在期货合约或者衍生品交易实施持仓限额和大户报告制度时，将挂钩同一或者相似标的的期货持仓和衍生品持仓合并计算。
规范衍生品结算，防范结算风险	明确集中结算要求，有标准化程度高、流动性强、定价公允等特征的衍生品交易，可以由衍生品结算机构作为中央对手方进行集中结算；集中结算的衍生品合约由衍生品结算机构向中国证监会报告后公布；衍生品交易采用集中结算方式的，保证金、分级结算、违约处置等制度由衍生品结算机构或者衍生品交易场所确定。
明确交易者管理要求，加强交易者保护	明确非集中结算要求。衍生品经营机构参与非集中结算衍生品交易的，应当及时进行交易确认，采取有效的风险缓释措施，以防范交易对手方风险；对于参与非集中结算衍生品交易的衍生品经营机构，中国证监会可以提高其注册资本和净资产要求，衍生品行业协会可以提高保证金标准。 明确准入门槛，只有符合证监会规定的专业交易者标准才能参与衍生品交易，衍生品行业协会和交易场所可以制定差异化的不低于专业交易者的标准，从事套期保值等风险管理活动可以豁免全部或者部分标准。衍生品经营机构应当严格履行交易者适当性管理义务。 明确账户实名制。交易者应当以本人名义申请开立交易账户；禁止交易者向他人出借交易账户或者借用他人交易账户；衍生品经营机构应当按照衍生品交易报告库规定的标准开立交易账户。

资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

◆ 市场空间：

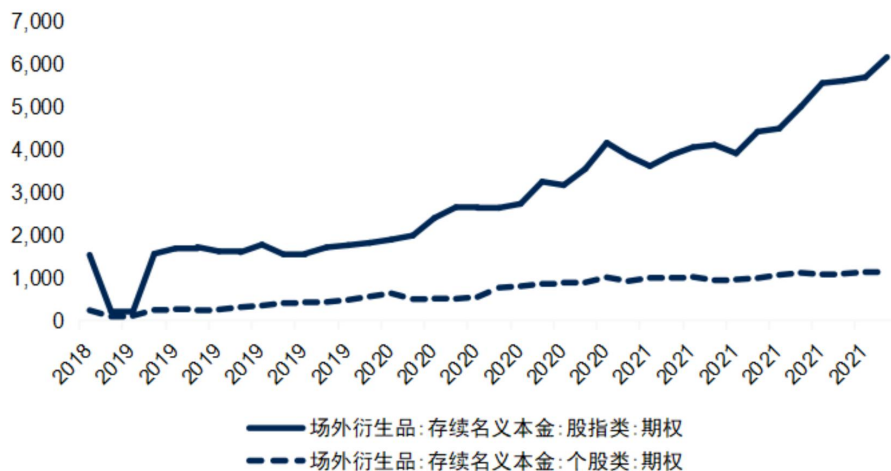
衍生品包括利率类、外汇类、权益类、大宗商品类、信用类。我国目前已形成了银行间场外衍生品市场、证券期货场外衍生品市场以及商业银行柜台场外衍生品市场三大市场体系，其中银行间市场的场外衍生品模式以外汇交易中心平台为主导，证券场外衍生品整体以证券公司柜台为主，机构间市场为补充的模式。

衍生品市场需求多元。一是企业避险需求，根据罗东原¹（2022），使用衍生品用于避险的上市公司在所有公司中占比达19%，随着汇率、利率、商品价格波动加剧，相关需求持续扩张；**二是产品创设需要**，银行表内研发结构化存款、理财子利用“雪球”设计绝对收益产品、私募机构提升杠杆，均需要股指期货、股指期权、收益互换、个股期权等衍生品实现，其中后两者属于场外衍生品，创设空间更大。**从市场生态看**，大型券商可以成为衍生品做市商向市场提供流动性，同时为资管机构和工商企业提供避险和获利解决方案，中小金融机构成为市场自营交易者；**从国际经验看**，境外投行场外衍生品业务以做市和代客交易为主，通过扩大业务规模、获得息差，获取低风险非方向性收入成为盈收来源。根据BIS（国际清算银行）统计2022年中期数据，全球场内衍生品名义本金约为80万亿美元，而同期场外规模为590万亿美元，对我国而言场外比场内业务有更大发展空间。

资料来源：罗东源，证券公司场外衍生品业务发展现状及展望，金融市场研究，2022

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

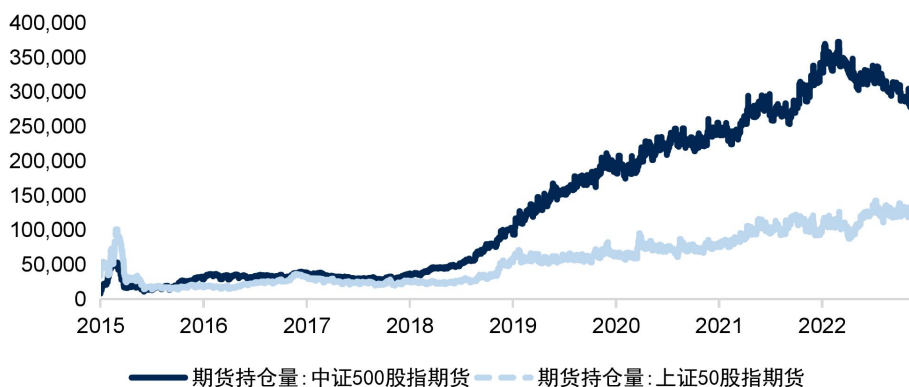
图1: 我国近年来股指期货规模增长显著



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

场内衍生品: 受益政策松绑, 品类持续扩张。市场规模受政策周期影响较大, 2015 年的股指期货交易热度随市场大幅上涨达到历史新高。随着股市剧烈波动, 为稳定市场, 中金所及时调整衍生品交易限制, 衍生品交易热度在 2016 年降至冰点; 2017 年后中金所衍生品交易规定逐渐放松。尤其是《期货与衍生品法》通过后, 2022 年下半年衍生品集中上市, 包括中证 1000 股指期货和期权、中证 500ETF 期权、深证 100ETF 期权、中证 50 股指期货等, 截至 2022 年底, 权益类衍生品有 12 种。

图2: 我国近年来中证 500 股指期货扩张显著



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 手)

场外衍生品: 受益机构扩张, 定制创设打开空间。证券期货场外衍生品市场起步较晚, 但受益于机构投资者尤其是银行理财、私募基金扩张, 近年来交易规模提升较快。根据中证协披露, 从 2015 年至 2021 年, 我国证券公司场外衍生品新增名义本金从 0.95 万亿元增长至 8.40 万亿元, 年均复合增长率达 43.8%, 年底存量规模从 0.32 万亿元增长至 2.02 万亿元, 年均复合增长率达 36.0%, 截至 2022 年 6 月末, 存量规模增至 2.2 万亿元, 即使在市场走熊, 仍较 2021 年末增长 9.5%。

表3: 证券公司场外衍生品交易品类多元

标的类型	场外期权		收益互换	
	名义本金 (亿元)	占比 (%)	名义本金 (亿元)	占比 (%)
股指类	5679	57	2299	22
商品类	804	8	367	4
个股类	1125	11	1723	17
其他类	2298	23	5872	57
合计	9907	100	10261	100

资料来源: 中国证券业协会, 国信证券经济研究所整理 (注: 数据为 2021 年底数据, 其他类包括“基金和基金专户、境外股票、股指期货、债券、汇率等”)

表4: 证券公司场外衍生品交易对手方类型丰富 (2021 年底数据)

标的类型	场外期权		收益互换	
	名义本金 (亿元)	占比 (%)	名义本金 (亿元)	占比 (%)
商业银行	5349	54	170	2
证券公司	1287	13	1985	19
私募基金	1214	12	5731	56
期货公司风险管理公司	613	6	357	3
基金公司子公司	257	3	468	5
证券公司子公司	72	1	75	1
其他 (境外机构、一般工商企业)	1113	11	1474	14
合计	9907	100	10261	100

资料来源: 中国证券业协会, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

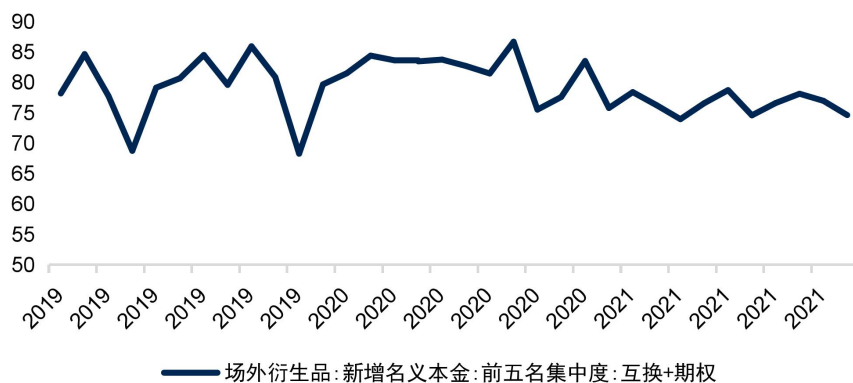
“资管新规”实施后, 证券行业受益于机构投资者增加和净值型产品扩张。衍生品尤其是场外衍生品业务对券商业务资质、资本水平、杠杆扩张能力有较高要求, 截止 2022 年底, 仅有 8 家券商获得场外期权一级交易商资质。建议关注相关能力较强的龙头券商中信证券、中金公司、华泰证券。

表5: 场外期权业务一级交易商名单

场外期权业务一级交易商	业务资格获批时间
广发证券	2018. 8
国泰君安	2018. 8
华泰证券	2018. 8
招商证券	2018. 8
中金公司	2018. 8
中信建投	2018. 8
中信证券	2018. 8
申万宏源	2021. 1

资料来源: 中国证券业协会, 国信证券经济研究所整理

图3: 我国互换和期权机构集中度较高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: %)

◆ 风险提示: 金融监管趋严, 产业创设进度低于预期。

相关研究报告:

- 《完善金融版图, 强化业务协同-国联集团收购民生证券 30%股权点评》 ——2023-03-17
- 《全面实行注册制发布实施点评-迎来春色换人间》 ——2023-02-19
- 《全面实行注册制制度规则点评-券商全面迎来专业投行时代》 ——2023-02-02
- 《证券行业 2022 年 10 月投资策略-券商板块超跌, 关注估值修复》 ——2022-10-11
- 《财富管理行业专题-黑石集团: 另类投资领头羊》 ——2022-08-22

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032