



北大汇丰现代金融丛书

PKU-HSBC Finance Series

丛书主编 海闻

# 2010年全球金融衍生品 市场发展报告

Development Report on Global Financial  
Derivatives Market (2010)

巴曙松 牛播坤 等著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS



# 2010年全球金融衍生品 市场发展报告

Development Report on Global Financial  
Derivatives Market (2010)

巴曙松 牛播坤 等著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

2010年全球金融衍生品市场发展报告/巴曙松等著. —北京:北京大学出版社, 2010.6

(北大汇丰现代金融丛书)

ISBN 978-7-301-17277-3

I. ①2… II. ①巴… III. ①金融市场-研究报告-世界-2010 IV. ①F831.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第101391号

书 名: 2010年全球金融衍生品市场发展报告

著作责任者: 巴曙松 牛播坤 等著

策划编辑: 张 燕

责任编辑: 谢 超

标准书号: ISBN 978-7-301-17277-3/F·2525

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

电子邮箱: [em@pup.pku.edu.cn](mailto:em@pup.pku.edu.cn)

印 刷 者: 北京汇林印务有限公司

经 销 者: 新华书店

730毫米×980毫米 16开本 20.25印张 385千字

2010年6月第1版 2010年6月第1次印刷

印 数: 0001--4000册

定 价: 48.00元

---

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:[fd@pup.pku.edu.cn](mailto:fd@pup.pku.edu.cn)

# 总序

2010年6月

随着经济的发展和全球化的加深,金融业的改革和发展越来越成为中国以及世界关注的焦点。许多危机是由金融引发的,不少国际冲突是围绕金融的;推动一些国家发展的是金融,阻碍一些经济发展的也是金融。世界金融体系如何改革?中国金融行业如何发展?怎样开发和管制好金融衍生工具?如何推动人民币的国际化进程?越来越多的金融问题摆到了我们面前。

为推动对中国与世界金融问题的研究,在汇丰慈善基金的支持下,北京大学于2008年12月成立了“汇丰金融研究院”(Peking University HSBC Finance Research Institute,简写HFRI)。作为北大汇丰商学院的重要组成部分,金融研究院旨在加强国内外著名高校、研究机构、政府部门以及知名学者之间在金融研究方面的交流,构建开放的学术交流平台,促进金融研究的发展,为政府决策提供理论与实证依据。

除了举办“北京大学汇丰金融系列讲座”,召开每年一度的“北京大学汇丰金融论坛”,资助学者开展相关的金融研究项目以外,汇丰金融研究院还组织出版了“北大汇丰现代金融丛书”。丛书主要收录研究院的优秀研究成果,也包括其他学者撰写的优秀金融学术专著。在当前中国改革与发展进入深层次的阶段,衷心希望这些专著的出版,能为中国学界的金融研究做出贡献。



2010年6月

# 《2010 年全球金融衍生品市场发展报告》

## 课 题 组

### 专家指导委员会

海 闻教授,北京大学副校长,北京大学深圳研究生院院长兼汇丰商学院院长

宋 敏教授,香港大学中国金融研究中心主任,北京大学汇丰商学院教授,北京大学汇丰金融研究院执行院长

朱玉辰博士,中国金融期货交易所总经理

### 课题主持人

巴曙松研究员,国务院发展研究中心金融研究所副所长,博士生导师

### 课题协调人

牛播坤 华中科技大学经济学院博士

### 课题组成员

巴曙松 国务院发展研究中心金融研究所

牛播坤 华中科技大学经济学院

孙兴亮 中国科技大学管理学院

韩明睿 中国科技大学管理学院

储怀英 中国科技大学管理学院

李明达 北京大学汇丰商学院

何金春 北京大学汇丰商学院

王 程 北京大学汇丰商学院

余朝锋 天津财经大学经济学院

张阿斌 天津财经大学经济学院

洪吉通 中山大学岭南学院

胡 晋 南开大学金融学院

朱瑞珂 上海财经大学金融学院

刘海博 上海财经大学金融学院

杨爱琳 上海财经大学金融学院

陈均峰 上海财经大学金融学院

# 前 言

同样一场金融危机,可以有多角度的解读与反思,其中有的反思会改进金融体制并且防范类似的危机重演;有的反思则可能是郢书燕说,由于所处的环境与出发点存在的重大差异,往往导致最终的结论离开市场的真相很远。

2009年以来中国金融市场上不少对此次次贷危机的反思,就存在类似的现象。在种种反思之中,既看到不少对中国金融市场发展存在重要参考价值的总结,也看到不少以讹传讹的反思。例如,有的分析者言之凿凿地认为,是金融衍生品市场直接导致了此次危机,因此中国金融衍生市场的发展应当慎行。实际上,笼统地对金融衍生品进行肯定或者否定,本身就表明对这个市场的了解并不充分。

1998年,长期资本管理公司(LTCM)因过度参与股票波幅和股指期货期权交易宣告破产,之后美国出台的一份政府报告呼吁对金融衍生品市场进行改革。报告指出:“市场历史表明,即使是一些痛苦的教训,也会随着时间的流逝淡出记忆。”时隔十年,2008年百年一遇的全球金融危机爆发,雷曼兄弟、AIG等跨国金融机构因CDS等场外金融衍生品轰然倒下,再次引发了全球关于金融衍生品天使抑或魔鬼的争论。或许正如上述报告中所批判的,人类总是贪婪而健忘的。然而,在危机的当下,在极度悲观情绪的左右下更多的是盲目的指责和批判;美国的政客们此时需要的往往更多的是一个作为金融危机替罪羊的靶子,而不一定是真正解决问题的方案。于是,我们看到,在金融危机爆发后的一段时期以来,对金融衍生品不加区分的口诛笔伐充斥着国内外的舆论,金融衍生品似乎有被“妖魔化”的趋势。

事实上,对于金融衍生品的认识,也可以通过对危机的反思而更为深入和客观,如果片面解读金融危机时期部分场外衍生市场所带来的巨大冲击,而不能全面把握全球金融衍生市场发展的趋势,不仅难以从此次金融危机中汲取有价值的经验教训,同时还可能会对中国的金融衍生市场发展形成不同程度的误导。全面解析和客观评价金融危机中金融衍生品的作用、风险以及表现,总结后金融危机时期金融衍生品市场和监管发展的重要走向,增强全社会对金融衍生品的理解与认识,正是本书写作和出版的初衷。

目前,金融衍生品已经成为金融市场发展的重要驱动力。全球金融衍生品市场交易所市场截至2008年末的未偿付名义本金额约为60万亿美元。OTC市场截

至 2009 年年末的未偿付名义本金额高达 605 万亿美元。

金融衍生品究竟是天使还是魔鬼？这个问题并没有一个非此即彼的答案。

在几年前的安然倒闭事件中，由于购买了 CDS，持有 12 亿美元安然债券的花旗幸运地躲过了一劫。

然而，同样是 CDS，却在此次全球性的次贷危机中将雷曼兄弟送上了不归路。

在金融危机期间，集中清算保护了股票期权、黄金期货以及能源期货衍生品市场。雷曼兄弟破产后的几天内，其集中清算期货以及场外衍生品利率互换合约就被重新进行了分配，没有给国际金融市场上的交易对手方造成损失，也没有造成市场大的动荡。相比之下，雷曼未受监管的 CDS 和非清算利率互换合约则引发了市场的混乱，因为这些合约没有进行集中清算。因此，对金融衍生品市场进行合理的区分，正确认识不同市场对金融市场带来的不同影响，应当成为分析和评判金融衍生品的逻辑起点。

此次金融危机为我们提供了一个十分难得的观察和评估金融衍生品发展及其作用的样本。在这次金融海啸中，金融衍生品稳定市场、管理风险的作用得到了充分展示，特别是场内金融衍生品在金融危机的考验下显示出了旺盛的生命力。例如，危机中全球股指期货市场表现突出，运行稳定，交易量、持仓量显著增加，2008 年全球股指期货的交易量上升了 18%。在危机发生初期，股指期货通过交易量和持仓量的一度持续放大，承担了现货市场的抛盘压力。2008 年 E-mini S&P 500 期货合约和 DJ Euro Stoxx 50 期货合约的交易量分别上升了 52.6% 和 32.2%。在如此极端的风险压力下，全球近 400 种的股指期货没有出现风险事件和大面积违约。股指期货成功地将股票市场系统性风险进行转移和再分配，避免了现货市场出现更大的跌幅，成为真正意义上的避风港。2009 年，随着全球风险偏好的回升，场内金融衍生品交易活动再次活跃起来。即便是备受诟病的场外衍生品市场，目前仍延续萎缩趋势的仅有 CDS。2008 年上半年，场外利率、固定收益以及股票衍生品的交易量创纪录地发生了增长。在经历了金融危机期间的低迷后，除 CDS 外的场外衍生品已经于 2009 年上半年迎来了复苏的曙光。

相比而言，中国内地市场上的金融衍生品市场发展之路更为跌宕起伏。20 世纪 90 年代，国债期货、股指期货等金融衍生品因过度投机而昙花一现。21 世纪以来，国内一些企业一度受损于海外金融衍生品，使得人们往往将金融衍生品与高杠杆、投机等联系在一起，而忽略了金融衍生品固有的套期保值、管理风险的积极作用。这种误解在一定程度上甚至阻碍了金融衍生品市场的发展。

作为国内第一本尝试系统跟踪和关注海内外金融衍生品市场发展现状的报告，本书尝试以今年的研究成果为一个初步的起点，希望每年可以动态总结全球金融衍生市场的最新进展，同时对中国金融衍生市场的发展（包括理论研究和实践上

的主要进展)进行动态的跟踪,争取每年出版一本较为全面的报告,以期形成一份较为连续的关于金融衍生品的动态跟踪研究报告。本书作为年度系列报告的起步之作,疏漏在所难免,在此也恳请各位金融界的专家学者多多批评指正。

是为序。

巴曙松

2010年1月于国务院发展研究中心



# 目 录

## 第一篇 全球金融衍生品市场

### 第一章 当前全球金融衍生品市场综述 / 3

一、迥然不同的 ETD 市场和 OTC 市场 / 3

二、金融衍生品市场发展概况及结构分析 / 8

专题 1-1 典型的创新型金融衍生工具

——韩国的 Kopsis 200 指数期权 / 34

### 第二章 机构投资者与金融衍生品市场 / 36

一、机构投资者参与金融衍生品市场格局:价值链的视角 / 36

二、银行:组织金融衍生品交易的交易商 / 40

三、基金公司:金融衍生品市场的主力参与者 / 48

四、多角色的保险公司 / 57

五、非金融机构:金融衍生品市场的新兴力量 / 61

### 第三章 金融衍生品交易所竞争格局 / 64

一、环境:从自然垄断到自由竞争 / 65

二、产品:从单一品种到一站式服务 / 70

三、治理:从会员制到公司制 / 79

四、系统:从大厅喊价到电子交易 / 83

五、整合:巨无霸的出现 / 86

六、EPIGS 战略的案例分析:芝加哥交易所集团 / 92

## 第二篇 金融风暴中的全球金融衍生品市场

### 第四章 金融风暴中的全球金融衍生品市场概况 / 101

一、金融危机中基础金融资产的表现 / 102

二、处于风暴眼的全球金融衍生品市场 / 109

### 第五章 以 CDS 为代表的场外衍生品与金融危机 / 123

一、CDS 市场的超规模发展 / 123

二、金融危机爆发前 CDS 的市场特征 / 128

三、CDS 市场所蕴涵的风险 / 129

四、CDS 在次级贷款业中的角色 / 131

五、金融海啸中 CDS 的角色 / 134

六、CDS 市场的最新发展 / 136

专题 5-1 雷曼兄弟破产与 CDS 市场危机的化解 / 138

专题 5-2 AIG 的倒下与 CDS / 140

专题 5-3 历次金融危机和金融衍生品 / 145

专题 5-4 金融衍生品与金融机构的倒闭 / 162

### 第六章 金融危机后金融衍生品发展与监管趋势展望 / 172

一、金融衍生品监管面临的挑战:金融危机后的反思 / 172

二、金融衍生品监管现状:多种模式共存的监管格局 / 179

三、金融衍生品监管的未来与展望 / 189

专题 6-1 国际监管组织关于金融衍生品监管的指引 / 195

专题 6-2 金融危机后各国际组织对于衍生品监管的最新观点  
与进展 / 199

### 第三篇 中国金融衍生品市场

#### 第七章 中国金融衍生品市场交易情况 / 203

一、金融衍生品的主力军:利率衍生品 / 203

二、外汇衍生品:汇改后的风险规避器 / 213

三、权益类衍生品:快速发展 / 217

四、资产支持类结构衍生品:发展举步维艰 / 224

专题 7-1 海外金融市场中国概念的金融衍生品发展 / 232

#### 第八章 中国金融衍生品市场监管 / 239

一、我国金融衍生品市场监管思路的演变 / 239

二、我国金融衍生品市场现有的监管制度 / 241

三、我国金融衍生品监管存在的问题和政策建议 / 251

#### 第九章 中国机构投资者与金融衍生品交易 / 254

一、商业银行与金融衍生品 / 254

二、证券公司与金融衍生品 / 270

三、基金公司与金融衍生品 / 273

四、非金融企业参与衍生品交易 / 275

专题 9-1 中国机构投资者投资金融衍生品的  
案例及反思 / 280

专题 9-2 金融衍生品与我国金融产品创新 / 289

参考文献 / 299

后记 / 310

# ■ 第一篇

## 全球金融衍生品市场





# 第一章

## 当前全球金融衍生品 市场综述

### 本章要点

- 从市场视角看,交易所市场和场外交易市场在运行模式、交易品种等方面存在诸多差异。同时,近年来两者呈现此消彼长的态势。

- 从标的资产视角看,利率类衍生品占整个市场名义价值的75%;股票类衍生品占交易所市场的68%;外汇类和商品类衍生品所占比重较小;信用类衍生品近几年增长最快,其中CDS占整个衍生品市场的8%。

- 从产品视角看,远期主要在场外市场,所占比重较小;期货在交易所市场,规模小于期权;利率互换占互换市场未偿付名义价值的一半。

- 从地区和国家视角看,欧美地区占全球期货市场的86%、期权市场的99%;美国占交易所市场交易量的34.5%,英国占场外市场日均交易量的40.9%。

- 从货币视角看,美元衍生品占全球外汇类衍生品日均交易量的88.6%,欧元衍生品占全球利率类衍生品日均交易量的39%。

### 一、迥然不同的ETD市场和OTC市场

金融衍生品市场有两大组成部分:交易所市场(ETD)和场外交易市场(OTC)。两个市场都是为满足投资者特定的交易需求而存在的,但两者在运作模式、交易品种等多方面存在重要差别(见表1-1)。

#### (一) 运作模式上的差别

ETD市场,即使在电子化交易风行的今天,也依然有固定的交易场所。全球最重要的交易所有芝加哥商品交易所(CME)、芝加哥期权交易所(CBOE)、芝加哥期货交易所(CBOT)、伦敦国际金融期货期权交易所(LIFFE)、欧洲期货交易所

表 1-1 ETD 市场和 OTC 市场运作模式的比较

	ETD 市场	OTC 市场
交易场所	固定的交易场所	分散的无形市场
组织方式	经纪人制度	做市商制度
交易方式	公开竞价	议价方式
合约形式	标准化合约	非标准化合约
监管方式	政府监管为主	行业自律为主
主要交易品种	期货、期权	远期、互换

资料来源:课题组。

(Eurex)等。OTC 市场则是一个分散的无形市场,没有固定的、集中的交易场所,由许多各自独立经营的证券经营机构分别进行交易,主要依靠电话、电报、传真和计算机网络联系成交。

ETD 市场多采用经纪人制度。投资者通过各自的经纪商进行交易并交付佣金。OTC 市场主要以做市商制度作为组织方式,不需要经纪商这一角色作为中介人,并且证券公司和投资者往往是交易对手的关系。另外,OTC 市场中,金融机构是绝对的主力。根据国际清算银行(BIS)2005 年下半年的统计,仅有 12% 未偿付合约有非金融机构作为交易对手。

ETD 市场中合约的成交由多方公开竞价,由经纪商或交易所电脑系统撮合交易,并且合约也都已标准化。以期货合约为例,合约面值、标的资产的质量等级、交割的时间和地点、报价方式和价格的最小变动单位等都被规定好。因此,交易所市场中产品的流动性较好。而 OTC 市场是一个以议价方式进行交易的市场,不存在为数众多的买方和卖方,往往只能进行一对一的交易,由双方协商议价。合约内容也由交易双方自行议定,没有上述诸多限制,更具灵活性,适合具有特殊需求的投资者。大部分金融创新也因此出现在 OTC 市场。

ETD 市场中的期货交易具有盯市制度。投资者需要在经纪商处开立账户,根据要求存入一笔保证金。订立合约后,随着期货价格的波动,经纪商自动在保证金账户中存入或扣除当日盈亏。如账户内保证金低于维持保证金水平,且客户未能及时补足差额,就将被强制平仓。这一制度很好地保证了期货交易的安全性,使得违约现象被有效地遏止,而 OTC 市场并无这样的制度。也正因为如此,OTC 市场的衍生品交易具有一定的违约风险。

ETD 市场由交易所执行一线监管的职能,并接受行业协会和政府的严格监管。交易所对场内交易的监管主要包括:审核批准交易所会员资格,监督管理各种金融衍生工具的合约,监督有关交易法规的遵守和执行,维护市场的公平和公正,对交

易中出现的争议进行仲裁和调解,对交易中出现的违法行为进行处理,披露价格信息,执行保证金制度等。行业自律机构有各国的行业协会和行业组织。行业协会和行业组织主要为行业提供服务,对有关争议进行事后处理。如美国的全国证券交易商协会(NASD)、全国期货业协会(NFA)等。在美国,政府监管主要由证券交易委员会(SEC)和商品期货交易委员会(CFTC)负责。其他联邦机构,如联邦储备委员会(FED)和财政部也参与监管。SEC 主要依据《1993 年证券法》对包括债券和期权在内的证券进行监管。CFTC 则主要依据《商品交易法》对期货(包括交易所交易的各种商品期货、金融工具期货和指数期货)进行监管。

与 ETD 市场相比,OTC 市场的监管就要宽松许多,主要依靠行业自律。其规则多是国际互换与衍生品协会(ISDA)制定的相关文件。市场参与者使用的核心文件是 ISDA 在 1987 年第一次制定并于其后不断修改、补充和完善的主协议。为避免各国政府对 ISDA 主协议的不同解释,ISDA 向 34 个国家征求了法律和监管方面的建议,以保证其合法性。这些国家均向 ISDA 承诺,确认了 ISDA 主协议的合法性。1999 年,ISDA 公布了信用衍生品的一系列定义,对 6 个信用事件进行了详细定义和描述。由所有主要交易商组成的金融市场律师团和 ISDA 密切合作,对各种金融衍生品进行了定义和描述,后来对复杂的外汇衍生品也进行了定义和描述。

## (二) 市场规模及交易品种的差别

总体来看,以未偿付名义价值计算,OTC 市场较 ETD 市场规模更大。截至 2008 年末,ETD 市场未偿付名义本金额约为 60 万亿美元,而 OTC 市场截至 2009 年中期的相应数据为 605 万亿美元。但其实二者不能直接比较,这是因为 OTC 市场中投资者的平仓操作被计为新的交易,而不像 ETD 市场中那样被冲销掉,所以 OTC 市场的数据往往被夸大。

如图 1-1 所示,近年来两个市场一直此消彼长。ETD 市场的交易量在 2001 年曾创下 47% 的增速,当年 OTC 市场以名义价值计算仅增加了 17%。而 2004 年 ETD 市场交易量仅上升了 9%,而同期 OTC 市场则有 26% 的增长。近年来随着信用违约互换(CDS)等信用衍生品的急剧膨胀,OTC 市场的发展速度超越了 ETD 市场。但由 CDS 等衍生品引发的次贷危机之后,两者的发展孰快孰慢,尚有待于观察。

ETD 市场和 OTC 市场在交易品种方面也存在较大差异。ETD 市场主要交易期货、期权等标准化合约。其中最重要的品种是利率期货合约和股指期货合约(见图 1-2),如欧洲美元利率期货、E-mini S&P500 期权以及近年来兴起的韩国 Kospì 200 期权等(见表 1-2)。



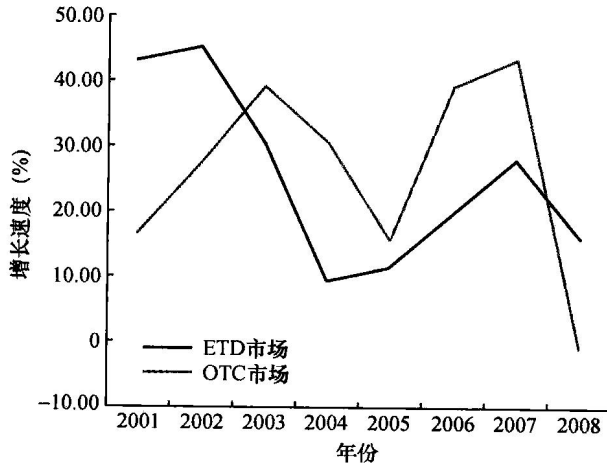


图 1-1 ETD 市场和 OTC 市场的增长速度对比  
资料来源: BIS、FIA。

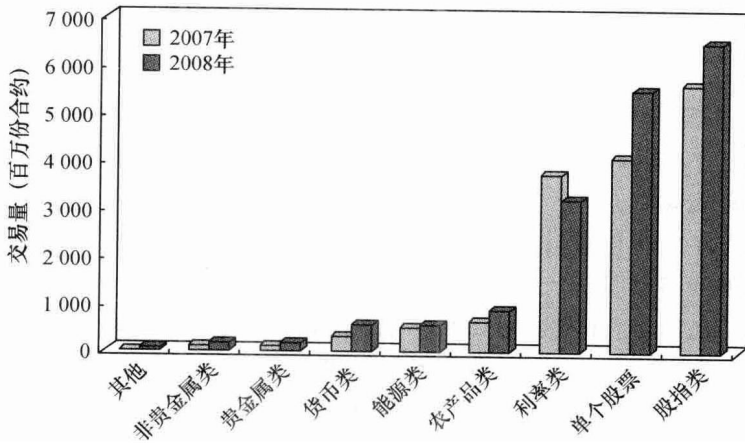


图 1-2 按基础资产分类的全球场内衍生品交易量  
资料来源: FIA。