



· 经济学博士文库 ·

DOCTORAL LIBRARY OF ECONOMICS

衍生品市场 发展与 宏观调控研究

—— 安 毅◎著 ——



STUDY ON THE
DERIVATIVE MARKET
DEVELOPMENT
AND ITS IMPACT ON
MACROECONOMIC CONTROL



中国市场出版社
China Market Press



· 经济学博士文库 ·

DOCTORAL LIBRARY OF ECONOMICS

衍生品市场 发展与 宏观调控研究

—— 安 毅◎著 ——



STUDY ON THE
DERIVATIVE MARKET
DEVELOPMENT
AND ITS IMPACT ON
MACROECONOMIC CONTROL



中国市场出版社
China Market Press

图书在版编目 (CIP) 数据

衍生品市场发展与宏观调控研究/安毅著. —北京:
中国市场出版社, 2006. 9

ISBN 7-5092-0110-1

I. 衍... II. 安... III. 金融市场—影响—宏观调
控—研究—中国 IV. ①F832.5②F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 116710 号

书 名: 衍生品市场发展与宏观调控研究

作 者: 安 毅

责任编辑: 王 群

出版发行: 中国市场出版社

地 址: 北京市西城区月坛北小街 2 号院 3 号楼(100837)

电 话: 编辑部(010)68034118 读者服务部(010)68022950

发行部(010)68021338 68020340 68053489

68024335 68033577 68033539

经 销: 新华书店

印 刷: 河北省高碑店市鑫宏源印刷厂

规 格: 880×1230 毫米 1/32 9.75 印张 250 千字

版 本: 2007 年 1 月第 1 版

印 次: 2007 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN7 - 5092 - 0110 - 1/F · 64

定 价: 25.00 元

序

安毅的新作《衍生品市场发展与宏观调控研究》即将正式出版。这本书是他在博士论文基础上修改完成的。作为他的博士生导师，我对此感到十分欣慰，也非常乐于为此书做序。

衍生品是现代市场经济中最激动人心的创新内容。国际衍生品市场最初主要集中在商品期货、期权交易方面，市场发展空间相对有限。自从布雷顿森林体系瓦解和国际石油危机后，世界金融市场开始出现剧烈动荡。1972年芝加哥商品交易所开发出世界上首个金融期货。从那时起，国际金融衍生品市场就一直呈现急剧膨胀态势。借助衍生品市场卓越的价格发现功能和风险管理功能，现代市场体系对资源的配置机制更加臻于完善和健全，这对当代国际资本市场和世界经济的发展产生了难以估量的影响。

然而，衍生品是一把双刃剑，不仅使微观交易商得到了精致的避险工具，同时也使其面临重大亏损的可能，甚至整个国际经济体系也因此承受若干负面影响。进入20世纪90年代，衍生品交易推波助澜的金融危机和经济动荡已经发生多次，其中包括1992年欧洲货币体系危机、1994年墨西哥金融危机及1997年东南亚金融风暴。

衍生品市场的这种功能和作用不禁使人们深入思考、反复扣问：衍生品市场作为不同于现货市场、却又与之紧密联系的新兴事物，究竟会对金融深化、市场结构、市场行为、市场机制、市场效率产生什么样的影响？市场结构和功能的变化如何对宏观经济产生影响，宏观调控体系是否面临全新的挑战或转变？这两大方面的问题紧密地联系在一起，日益成为需要关注的问题。关于这个问题的研究在国内并没有引起足够重视，国外发达市场经济

国家的相关研究也不多见。作者较为敏锐地捕捉到问题所在，将研究进一步扩展到衍生品对宏观调控的影响方面。仅就理论创新而言，这不能不说是一个崭新的尝试。

选择这样一个题目同样具有很强的现实意义。本书提出了衍生品市场引发宏观风险的两个主要途径：市场发展失误诱发大规模投机；交易失败在金融和经济中引发连锁反应。中国内地衍生品市场发展初期，由于市场发展路径选择不当，发生了若干重大风险事件。20世纪90年代中后期，国家对期货市场进行了严格的整顿。近些年，中国的市场条件发生重大变化，各交易所分别推出一系列关系宏观经济运行的期货品种（如粮食期货、燃料油期货），央行允许开展国债远期交易、外汇远期交易，股指期货、国债期货也在孕育之中。这些新的期货和金融衍生品究竟会对中国未来的宏观经济产生何种影响，宏观经济管理部门如何应对衍生品交易迅速膨胀带来的各种机会和挑战，已经成为金融当局和理论界不得不关注的重大问题。

安毅对期货和金融衍生品有着浓厚的兴趣，又有着长期的宏观经济学学习背景。通过浏览大量文献和深入研究，本书提出了几个特别值得关注的观点：第一，应选择合适的衍生品发展路径，积极推动衍生品市场发展，建立衍生品市场和现货市场紧密联系的现代市场机制，通过充分发挥市场配置资源的基础性作用，降低宏观调控压力。第二，衍生品市场大规模发展必然对传统宏观经济政策产生新的机遇和重大挑战，因此应充分利用衍生品市场的发展契机，改进和优化传统调控方式和调控机制。

当前，国际衍生品市场仍处于飞速发展过程中，未来几十年不可穷尽。随着经济国际化步伐的加快，中国的衍生品交易规模和结构都会发生重大变化，也必将对国家经济安全 and 经济发展产生日益重要的影响。国际国内复杂的市场环境和经济形势要求人们对衍生品市场有更客观、全面、深入的认识。可以说，将衍生品这个非常微观的范畴与经济安全、宏观调控这些重大社会经济

问题结合起来，本身就需要无所畏惧的理论勇气和坚忍不拔的探索精神，需要一大批专家学者为此长期辛勤的耕耘。本书不仅仅是在理论创新上的一个有益尝试，同时也为政府管理部门提出了全新的命题，即如何打破传统管理思维，将衍生品市场与经济发展、国家安全和宏观调控结合起来，并对此作了初步但又颇有创新的研究和探讨。我希望作者沿着这个方向继续努力，取得更新的成果，也希望有更多富有才气的研究者加入到这个行列之中。我想，这也是广大读者的期盼。

是为序。

高铁生

2006年9月

内 容 摘 要

衍生品是商品经济发展的必然产物。随着衍生品市场的不断发展,衍生品交易已经不再只具有微观意义,而是开始对金融深化、虚拟经济和实体经济协调发展及宏观经济运行和调控产生重大影响。

关于衍生品和衍生品市场

在第一章导论基础上,本书第二章展开了对衍生品和衍生品市场基本范畴和关系的研究。作者认为,衍生品是指市场主体之间按照事先协商的交易价格和交易期限等内容,就基础产品、指数或其他变量签订的未来买卖合同;衍生品市场则是以衍生品为交易对象,具有相应组织设计制度的交易体系。

本书以马克思主义经济理论为出发点,提出尽管早在自然经济中人们就创造和使用了一些商品远期交易方式,但这些衍生品仅仅处于萌芽状态。衍生品的大量产生和发展与商品经济有着不可分割的联系,商品使用价值和价值的矛盾关系、供求关系波动和风险损失,以及社会分工都为衍生品交易创造了客观需求和现实基础。

衍生品交易对于宏观经济运行和调控具有重要影响,这种影响主要来自于衍生品的特性和衍生品市场的功能。衍生品的基本属性是远期性、派生性、虚拟性、信用性、风险性、杠杆性和表外性。衍生品市场的功能则包括微观功能(风险转移和价格发现)、宏观功能(配置经济资源,降低社会交易成本,提高经济效率;降低国家经济风险;引导社会投融资)、改革功能(改革生产和流通体制,改革金融体制,改革宏观调控体制)和创新

功能（金融工具创新和市场结构创新）。衍生品市场所具有的独特功能使模型发生变化，即 IS 曲线斜率出现上升；LM 曲线斜率趋于平缓。这说明衍生品市场交易降低了货币政策效率，增强了财政政策效应。

但是，衍生品市场对宏观经济政策的实际影响要比模型变化所揭示的政策含义更为复杂。首先，衍生品市场发展对商品市场的影响不一定通过利率—投资关系实现。石油、粮食衍生品交易对宏观经济的影响主要通过供给冲击和价格变化实现。其次，衍生品交易对货币政策传导的影响也异常复杂，往往受到市场结构和金融体制等多方面因素的影响。

衍生品市场发展的条件和路径

发展衍生品市场和有效发挥衍生品市场功能需要一定的条件，这些条件实际上是影响宏观经济运行的微观结构问题。条件不具备时，发展衍生品市场容易使宏观经济运行面临巨大风险；条件具备、路径合理时，衍生品市场将有助于优化资源配置和提高宏观调控效率。第三章从纵向和横向两个方面对衍生品市场发展的条件和路径作了深入研究。

纵向研究。把衍生品市场发展与金融深化紧密联系起来。第一，提出金融深化的含义，认为金融深化是总量和结构的双重变化。第二，衍生品市场发展是金融在结构上的变迁和功能上的跃升。

横向研究。通过深入比较发现，影响衍生品市场发展的主要因素包括金融中介、现货市场、政府监管、社会思想和信用制度。

我国加快发展衍生品市场具有很强的现实需求。发展该市场有助于推动国民经济增长和发展，促进经济开放和确保国家经济安全，推动市场化改革和转变宏观调控体系，促进金融深化，维护国家经济利益。目前存在一些阻碍衍生品市场发展的因素，但

更多的是社会思想认识和监督管理制度落后方面的问题。本书认为,鉴于我国经济发展具有“新兴+转轨”的特殊性,在国际经济中处于“竞争+追赶”的位置上,因此,发展衍生品市场不能坐等条件完全成熟。合理的做法是超前研究,选择恰当时机推出条件基本具备的品种。只有如此,才能实现衍生品市场发展与国民经济运行的良性互动。

中国市场化改革、衍生品重点及宏观效应

第四章深化了第三章的研究,将研究重点集中在中国衍生品市场发展方面。本章提出,发展衍生品市场应该与市场化改革、与宏观经济增长和调控结合起来。基于这种思想,重点研究了与社会总供给有关的粮食和石油的期货问题;与社会总需求变动有关的利率期货和股指期货问题。研究发现,开展粮食期货交易、石油期货交易以及国债期货交易和股指期货交易对推动体制改革和提高经济运行效率具有积极作用。

衍生品市场发展对宏观经济运行的影响

第五章从三个方面研究了衍生品市场对宏观经济运行的影响。首先,衍生品市场的不断发展对经济运行结构具有深远影响。不仅改变了国民收入分配结构,同时还推动了虚拟经济与实体经济的相对脱离,使宏观经济运行和调控面临前所未有的机遇和挑战。其次,衍生品市场发展与宏观经济稳定有着密切的关系。通过衍生品交易可以有效抑制宏观经济异常波动。但是,问题往往具有另一面。衍生品交易失败或者不当的市场发展路径很可能引发宏观风险和经济动荡。本书认为衍生品交易影响宏观经济稳定的机制主要包括:透明度不高隐匿了真实的市场风险;逃避宏观监管;制造和深化危机;增加处理危机的复杂性;衍一现市场脱钩为经济混乱推波助澜。最后,衍生品交易影响国际资本流动和国家经济安全。目前国际上大部分的场外衍生品被用于跨

境交易。衍生品交易使国际资本流动具有了未来性、隐匿性和不确定性等特点,可能使国际收支出现突发性逆转。根据衍生品的性质及其与国际资本流动的基本关系,本书以中国香港和泰国为例,进一步研究了对冲基金利用衍生品对国民经济进行投机攻击的基本机制及其造成的宏观影响。

衍生品市场发展对商品市场调控的影响

第六章论及石油、粮食等关系国计民生的重要商品在供给方面出现大起大落,很容易冲击宏观经济稳定,造成价格总水平的波动。面对供给冲击,一般可以选择的四种调控方式为财政货币政策、对外贸易、储备调控和政府直接定价,它们具有各自的优缺点。发展衍生品市场对于弥补这四种调控方式的不足并对其进行改进具有重要作用。

第一,有助于从多方面改善宏观调控的外部机制和实施环境,减轻宏观调控压力,减少不必要的政府干预。如推动建立较为完整的信用体系,使宏观调控面临良好的市场秩序;通过现货市场和期货市场之间的价格联系机制,为宏观调控创造更广阔的传导空间和更迅捷的传递方式;调节和稳定国际贸易,缓解宏观不均衡压力。

第二,提供宏观决策信息。期货市场具有信息汇总和价格发现功能,衍生品价格是一种能体现未来市场供求变化的动态均衡价格。宏观调控主体可以根据衍生品价格变化及时调整经济政策,避免陷入滞后调控和盲目调控,从而提高调控效果。

第三,完善储备调控体系。期货市场发展落后和缺乏期货持仓储备已经成为我国重要商品储备体系的一项缺陷。鉴于商品期货是一种基于未来的交易方式,因此我们可以把政府持有的期货合约看作是一种为调控未来市场供需关系而持有的储备工具。期货的虚拟特征并不否定期货持仓储备作为国家储备体系一项重要内容的可行性。期货储备完全可以成为常态经济条件下储备调控

制度的重要补充，与现货储备共同构成完善的物资储备体系。本书初步研究了期货持仓储备的基本调控机制。

第四，丰富宏观调控工具。衍生品可以成为宏观经济管理部门调节供求的重要工具。通过直接参加商品交易所的交易活动，政府可以迅速、有效地干预期货价格，防止期货价格出现暴涨暴跌和大规模期货投机，并以此影响整个期货市场价格体系和现货市场价格。当然，政府利用商品衍生品进行直接调控时，应该严格控制其使用频率和范围。

衍生品市场发展对金融市场调控的影响

1. 衍生品市场对货币总量管理产生重大影响

随着金融衍生品市场的不断发展，各种金融资产的流动性与替代性都得到迅速提高，致使货币总量管理面临多重困难。金融衍生品市场发展改变了货币需求总量；衍生品创新使一些金融资产的流动性增强和风险性降低，从而影响到广义货币总量界定；衍生品可以降低金融市场的交易成本，有助于经济主体以较低的交易成本进行交易；衍生品交易降低了商业银行对准备金的需求；商品期货在某种程度上降低了社会生产者对货币的需求，势必会减少对银行信贷资金的依赖。

2. 衍生品市场发展对货币政策传导机制的影响

衍生品交易对货币政策传导机制具有复杂难辨的影响。第一，对于货币政策的利率传导渠道来说，衍生品将会在替代效应方面发挥积极作用，但是其作用于收入效应的结果很难给出理论判断。第二，衍生品交易对于信贷渠道的影响主要体现在银行信贷渠道方面的削弱，而企业平衡表和居民平衡表则几乎不受影响。第三，衍生品市场在金融资产价格渠道方面会增强托宾 q 效应，但是关于财富效应的变化目前还无法作出判断。第四，在汇率渠道方面，衍生品市场对货币政策传导的影响会因为汇率制度的不同而有所差异。在浮动汇率条件下，货币政策传导会因为衍

衍生品交易而有所削弱；在固定汇率制度下，货币政策传导将得到增强。

3. 衍生品市场发展对货币政策时滞的影响

首先，由于央行在制定货币政策时，可以从衍生品市场上的金融衍生品价格变动趋势获得更加精确、及时的预警信息，因而会缩短认识时滞。

其次，衍生品交易有助于加快货币政策在金融市场的传导。发达健全的金融衍生品市场是促进市场经济体系走向完整的重要因素。它可以极大地提高金融市场的流动性以及提高交易效率，因此完全有助于方便各种套利和投机活动。通过金融市场主体的快速反应，金融衍生品市场交易将大大缩短货币政策信息在各种金融资产之间的传导时间。

最后，衍生品交易对货币政策向实体经济传导的时滞影响具有不确定性。货币政策对实体经济的冲击可能会提早收到反应。这主要因为衍生品交易加快了货币政策在金融市场和金融资产之间的传导，使收入效应和财富效应以及资产价格渠道效应迅速发挥出来。这种较早出现的冲击反应要比没有衍生品市场的情况持续的时间更长，这是因为经济主体对冲风险的活动推迟了对利率变化的敏感性。

4. 衍生品市场对货币政策效果的影响是两方面的

一方面会起到削弱和骚扰的作用，另一方面又会给予慰藉和补偿——发展衍生品市场可以增强市场依靠自身解决问题的能力，并减轻货币政策压力，同时也为货币政策提供可以利用的信息和工具。

5. 央行对金融衍生品的使用与公开市场业务

很多国家央行开始注重对金融衍生品的运用。央行参加衍生品交易有助于增加市场流动性；维系固定汇率制度；缓解金融系统压力；稳定外汇市场。最具意义的是，央行可以利用金融衍生品改进公开市场业务。本书探索性地提出衍生品作为公开市场业

务工具的基本操作机制和若干种类。

6. 发展衍生品市场对我国货币政策的影响

发展衍生品市场对我国货币政策的影响主要源于市场结构的变化。首先,协调的现—远期市场结构能够为国民经济构筑起卓越的价格形成机制和风险配置体系,使货币政策作用的范围更广,增强货币政策效果。其次,利用金融衍生品可以改善我国处于困境的公开市场业务。再次,强化资本市场对货币政策传导的影响。最后,利用市场机制减轻货币政策压力。

结论与展望

在现代市场经济体系发展过程中,衍生品市场发展和宏观调控作为基础市场的重要调节工具,将是客观存在并且需要不断改进的。关于衍生品市场,应该充分认识到:它是商品经济关系中一种必然的、合理的、进步的资源配置方式,只要存在商品经济关系,其就有存在的合理性与必要性;衍生品市场具有不断创新和发展的趋势;发展衍生品市场要考虑与体制改革、宏观经济运行和调控的相互关系。关于衍生品市场对宏观调控的影响,应从五方面加以认识:一是宏观调控的压力在某些方面出现降低;二是宏观调控效率在一些方面被削弱,但在其他一些方面则会得到增强;三是衍生品市场发展造成的虚拟经济和实体经济失衡以及经济安全问题,都应成为宏观调控新的主要内容;四是衍生品市场为宏观调控提供了新的改进空间;五是调控当局必须不断改进调控体系和调控方法。过多强调任何一方而忽略另一方都是片面和不科学的,应该不断对衍生品市场和宏观调控各自的变化机制及其相互联系予以深入研究。

ABSTRACT

Derivatives are the inevitable result of the development of commodity economy. Nowadays, with the increasing development of derivatives market, the trading of derivatives begin to exert profound and wide-spread influence on financial deepening, on the common development of fictitious economy and real economy, on macroeconomy and on macroscopic readjustment and control. It is a very significant issue to research into the relationship between the derivatives market development and macroeconomic control. The central academic innovation of this thesis is taking the lead in China in making an intensive study of the impact of derivatives market on macroeconomic control on the analysis of the market function, development condition and path.

1. Derivatives and derivatives market

After introduction (the first chapter), chapter 2 focus firstly on the concept of derivatives and derivatives market. A derivative is an agreement made by market agents to buy or sell an asset, index or other underlying variables at a certain future time for a certain price. Derivatives market is the market trading various derivatives with the specific organization structure and trading platform.

The thesis put forward an opinion here on the guidance of Marxism that although some original and primary derivatives came into being in natural economy, massive development of derivatives is inseparable from commodity economy. Derivatives originate from 1) conflicting relationship between use value and value of commodity, 2) fluctuation of the supply and demand, as well as risk loss, and 3) the development of social division.

Large-scale derivatives trading may exert great influence on the macroeconomy and macroeconomic control, which comes from the idiosyncrasy of derivatives and the function of derivatives market. Some key idiosyncrasies of a derivative include forward, derivative, fictitious, creditworthy, risky, leveraged and off-balance. Those functions of derivatives market include microfunction (transferring risk and discovering price), macro-function (distributing economic resources, reducing social transaction costs, enhancing economic efficiency, reducing national economy risk, conducting investment and financing), reform function (reforming system of production and circulation, reforming financial system, reforming macro-control system) and innovation function (innovating financial instrument, innovating market structure). We can modify IS—LM model by considering the function of derivatives market, and find that IS curve becomes sharply while LM curve not, which means that derivatives trading impact on monetary policy negatively while fiscal policy positively.

Nevertheless, derivatives market plays a more complex role in real economy than in the case of IS—LM model when influencing macroeconomic policy. Firstly, commodity derivatives market can influence macroeconomy not only by interest-investment relationship but also through supply shocks and price fluctuations. Secondly, almost all derivatives trading may influence the conduct of monetary policy.

2. The condition and path of the development of derivatives market

To develop derivatives market and exert effectively market function, we need to research into the conditions of this market development, which are also the micro-structure issues of macroeconomy. When there are enough conditions, derivatives market will help to optimize resources distribution and enhance macro-control efficiency. On

the contrary, derivatives may risk macroeconomy on a single throw. Chapter 3 focuses the research on the condition and path of the development of derivatives market in following two aspects.

Historical research. Here we contact the research of derivatives market with the theory of financial deepening. Firstly, this paper brings forward a new cognition of financial deepening, that is, financial deepening is not only quantity change but also structure transformation. Secondly, the development of derivatives market can optimize financial structure and improve financial function.

Comparative research. By comparing differences and conditions of the derivatives market in many countries and regions, we can find some key factors which may influence the market development. 1) Financial intermediaries. There exists interstimulating relationship between institution investor and derivatives innovation. 2) Underlying market. The more developed of the underlying market, the wider space and the larger potential of the development of derivatives market. 3) Government regulation. It is a very important factor that may impact negatively or positively on the development of derivatives market. 4) Social idea. The idea from all circles is another important thing influencing the innovation and the use of derivatives. 5) Credit system. Derivatives trading need a high-level social credit system.

In China, there exists a strong demand for developing derivatives market. Derivatives market will help to facilitate the growth and development of economy, promote economy opening, secure national economy, propel market-oriented reform, transfer macro-control method, and safeguard national economic interest. There are still some other factors that impede the development of derivatives market. They are mainly social ideas and obsolete regulation. Considering the particularity of China development, that is new-emerging and being-transi-

ting, as well as the situation that she is competing with and overtaking other country, it's time to develop derivatives market. So, what we should do is to research into derivatives market as soon as possible and to permit well-timed derivatives to be traded in exchange or OTC markets, only by which can China realize the well-ordered and harmonious development of derivatives market and real economy.

3. Market-oriented reform, some major futures and their macro effects

Chapter 4 continues to study conditions and path of the development of derivatives market in the case of China. The main opinion of this chapter is that to develop derivatives market it is necessary to consider comprehensively three macro aspects, which include market-oriented reform, economy growth and macroeconomic control. Here investigate such derivatives as grain futures and oil futures which are all related to social supply, and interest futures and stock-index futures which are all related to social demand. The key argument here is that these four kinds of futures will not only help to promote system reform but also improve macroeconomic control.

4. The impacts of the derivatives market development on macro-economy

I study this topic in three aspects in chapter 5.

Firstly, the ever-increasing development of derivatives market has been influencing economy structure strongly. 1) The market may change the distribution of national income. 2) The market may propel the fictitious economy move far away from real economy, and may challenge the efficiency of economy and macroeconomic control.

Secondly, there exist a tight relationship between the derivatives market development and macroeconomy. On one hand, derivatives trading will restrain macroeconomy from fluctuating accidentally and