

STOCK INDEX FUTURES
AND FINANCIAL INNOVATION

股指期货与金融创新

张国有◎主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

STOCK INDEX FUTURES
AND FINANCIAL INNOVATION

股指期货与金融创新

张国有 主 编
徐信忠 彭 弘 袁小文 张玫玫 副主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

股指期货与金融创新/张国有主编. —北京:北京大学出版社,2012.1
ISBN 978-7-301-19960-2

I. ①股… II. ①张… III. ①股票指数期货-研究-中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第270457号

书 名: 股指期货与金融创新

著作责任者: 张国有 主编 徐信忠 彭 弘 袁小文 张孜孜 副主编

策 划 编 辑: 朱启兵

责 任 编 辑: 梁庭芝

标 准 书 号: ISBN 978-7-301-19960-2/F·3009

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.cn

印 刷 者: 涿州市星河印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

730毫米×1020毫米 16开本 17.25印张 328千字

2012年1月第1版 2012年1月第1次印刷

定 价: 45.00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

序

《股指期货与金融创新》文集的出版,源于一年半前的一次重要时刻和北京大学的一次论坛。2010年4月16日,中国股指期货上市。这一天,成为中国金融衍生品市场的一块里程碑,开创了我国资本市场指数投资的新时代。这是一个令人期望的事情,也是令人思考的开端。仅仅隔了1天,4月18日,第四届中国金融创新论坛在北京大学举行,研讨股指期货与金融创新的相关问题。美国芝加哥商业交易所集团终身名誉主席利奥·梅拉梅德先生专程从美国赶来出席论坛并发表演讲。从论坛至今,已有一年半的时间,股指期货市场大体平稳,也经历了不少起伏,各种有关股指期货的评价常常风起云涌,特别是有许多具有风险警示意义的议论。去年4月,我在论坛上有个发言,从战略角度谈了我关于股指期货及金融创新的一些看法。我觉得股指期货虽然祸福相依,但事在人为。中国的事情,历来独特,应当另眼相看。10年内,中国人在这个领域需要经验和教训的磨炼,这个过程是免不了的。

如果以中国股指期货上市这一天为界,长周期地看问题,例如用一代人即30年左右的时间来看问题,到2040年,中国的股指期货市场是什么状态?中国金融衍生品市场会是什么状态?中国是个什么状态?提出这样的问题,并不是要给出30年后的刻画和结论,因为给30年后的状态下结论,我们还没这个本事。但是可以督促我们用长周期思维来看待问题,从30年的愿景来协调今天的行为。这样的框架可以使我们更沉稳地思考,不去急于求成,避免浮躁不安。

就中国未来金融衍生品市场的持续平稳发展来看,金融创新,包括金融衍生品的发展,以及由此生出的经济运作机制,因其对经济的影响,应该作为国家经济政治发展中的战略性问题引起各方面的重视,以应对国际市场的挑战。金融衍生品及其市场经营,对中国来说还是个新的领域,我们需要参考先行国家的经验,比较稳健地推动发展,尽可能避免金融衍生品市场对国家经济的过度冲击。我们可以借鉴但不能照搬先行国家的经验,也不能迷信某些模式,而要依据中国的国情和未来30年的宗旨和规则来解决中国的金融衍生品市场的问题。当然,中国金融衍生品市场,因为它的虚拟性,经营得不好,有可能成为危机的引发点。但只要我们认识到这一点,规范经营,力求避免连锁反应,就可以阻止或者延缓危机的发生。这里的关键在于坚持自律约束与他律约束相结合,双律齐下,建立稳健的机制,维护金融衍生品市场的良性循环,共同遏制重大风险的根源。因为金融衍生品市场对中国是个新领域,所熟悉的人并不多,加上一知半解的人不节制地忽悠,容易造成

许多误解和误区。所以,还需要建立金融衍生品方面高端人才的培养体系,建立能够支持中国金融创新的理论研究和战略研究的平台,以此来不断地培养、培训中国的专门人才。

在这个集子出版的时候,美国搅起的世界金融危机还没有过去,和美国、英国等许多国家相比,德国恢复的速度稍快一些,以致西方国家有人研究起“德国模式”。现在,德国、法国、英国、意大利等许多欧洲国家又处于欧债危机中。我想的问题不在于此,而是虚拟经济和实体经济的问题。德国的恢复速度在于其实体经济基础、危机中政府的明智政策,以及德国人严谨求实的文化。不要小看这三个因素,这些因素在以后的世界危机中还会有效用,但作用机制会有所变化。有人说德国严谨有余,创新不足,此话偏颇。金融创新是好事,但过度衍生又脱离实体经济,绝对是坏事。有的国家拆除了危机的隔离桩和经济的避雷器,搞了许多新的理念、规则和机制,将其看作发明和创新,推行于世界。在实体经济之外无节制的衍生,这不但搅乱了有根本的金融机制,还侵蚀着实体经济,“聪明”地另行分割着全球财富。将来的社会发展及健康来自于人们的思想和智能,同样,危机也来自于思想和智能。将来的危机大多不是由于人们愚昧而引起,大多是由于人们过度聪明又缺乏节制而生成。这次金融危机的起始及发展,包括近十年世界上发生的重大危机,都给我们与以往任何时代的危机所不同的感受与启示。

我在北京大学光华管理学院做战略研究及教学工作,金融并不是我的本行,股指期货更不是我所熟悉的领域。去年举行论坛时,我是北大的副校长,在论坛上致辞并发表了一些并非内行的观点,由于这个身份和其他方面的工作关系,便被推做了这本集子的主编。今年《股指期货与金融创新》出版的时候,我已经不做副校长,而是北大校务委员会的副主任,因为以前的关系又为文集作了这个序,无论水平如何,算是给论坛一个圆满。去年论坛后,本应在去年年底将文章结集出版,但由于文章的多样性整理、工作效率及其他方面的问题耽搁下来,实在抱歉。文集中大家各抒己见,虽然有些观点可能有点儿时过境迁,但大多观点和看法,尽管时隔一年半,仍然有其重要的价值。各篇文章的看法各有立场,不一定尽善尽美,现在将文章选辑成册,供大家回顾当时的情景及见解。

张国有

北京大学校务委员会副主任
北京大学光华管理学院教授

2011年10月18日

目 录

历史性的时刻	利奥·梅拉梅德/1
金融创新及“虚实经济机制”的战略思考	张国有/5
为股指期货的健康成长创造条件和环境	姜 洋/11
中国衍生品市场步入发展新时代	孙才仁/14
中国经济与期货红利	彭 弘/21
股指期货套保组合的风险管理	张 彬/26
股指期货不会导致股市资金的分流	刘奥南/37
油价暴涨与美国航空公司套期保值的启示	张 良 张家颖/43
碳排放权市场的发展与思考	祁国中 周秋玲/49
股指期货套期保值效率及相关影响因素的实证分析	张芸芸/57
我国沪深 300 指数波动率结构突变的检验: 2002—2008 年	王一鸣 赵 华/68
进一步发挥期货市场功能,为促进经济结构调整和增长 方式转变服务	杨迈军/76
对金融创新与监管的冷思考	袁小文/86
期权上市品种选择问题的探讨 ——基于 CBOT 和 NYBOT 农产品期货、期权 数据分析	魏振祥/97
美国政府补贴期权试点尝试	王学勤/128
股指趋势量化分析指标体系的构建与应用	刘 超/151
沪深 300 指数期货期现套利的实证研究 ——基于持有成本理论	尹 波/157
股指期货有助于降低股票市场波动的不对称性	林伟斌 刘文财/174
均价原则:西部矿业套期保值操作核心理念	卢庆杰等/180

LME 塑料期货失败与大商所塑料期货成功 的原因与启示	刘宇光 赖宝全 郑贻瑜/188
美国大豆补贴政策对我国大豆产业发展 的启示及相关建议	王玉飞/196
论期货市场品种的演变与创新	吕保军/207
谈商品期货交割地点的选择	王宗芳/213
美国次贷危机对农产品期货市场的 影响及思考	王伟筠 刘宇光 刘 日/223
商品基金折价为哪般 ——指数基金应用股指期货需注意 的危险	高子剑 孟卓群/234
开展期权交易的现实意义及可行性研究	大连商品交易所/239
多品种波动属性比较研究	周 健/246
对美国金融市场高频交易发展的相关思考	大连商品交易所/259
金融危机中投资者恐惧指数的决策参考作用	刘文财/264
后记	/271

历史性的时刻^①

芝加哥商业交易所集团终身名誉主席 利奥·梅拉梅德

1972年,当金融期货诞生时,我清楚地意识到我们正在进入一个未知领域。我们为全球市场引入了一个全新的概念,实现了一次重大的金融创新。这个创新提供给金融市场的参与者一个重要的机会。从那时起,他们可以像一个多世纪以来农产品市场的参与者所做的那样,用期货来管理金融市场的风险。我们清楚这个想法一定会成功,或一定很有价值,即使不知道它是否会被金融界所接受。这是一个危险的、令人充满恐惧的时刻,对于我来说金融期货是个不可能实现的梦。如果我们失败了,不仅我们会损失个人名誉,倡导这个革命性想法的芝加哥商业交易所也可能会承受不可弥补的损失。

现在,我们已经知道了答案。金融期货是时代所需,它不仅仅在美国取得了飞速成功,还飞快地从外汇期货拓展到利率期货、股指期货。不久以后,金融期货这一创新想法已经在全世界各个金融中心受到热烈追捧。实际上,在国际货币市场(IMM)上市20年后,诺贝尔奖获得者——经济学家默顿·米勒还赞誉金融期货是过去20年里最大的金融创新。

我很荣幸能和大家共同见证中国股指期货上市这个历史性的时刻。我被我眼前发生的一切所震撼,这一刻是那么的特别和具有历史意义。在这个场合,任何词语都无法贴切地表达我心中的感受。昨天上市的沪深300股指期货代表着那个曾经遥远的梦终于变成了现实。如果默顿·米勒今天还在世的话,他一定会称中国金融期货的诞生是30年前美国芝加哥金融期货革命的重要延续。但我知道,如果没有众多中国天才人物的远见,这一历史时刻就不会到来。我特别赞赏和钦佩中国国家领导人的智慧和胆识。这些富有远见的领导们知道,为了跟上中国经济发展的步伐,发展一个更具流动性和更有效率的资本市场是至关重要的。因此,发展金融期货是时代的需要。今天沪深300指数期货合约的推出代表了实现这个目标

^① 本文来自2010年4月18日在北京大学第四届中国金融创新论坛的主题演讲。根据演讲记录稿整理编译。

过程中非常重要的一步。我还要衷心地祝贺中国证监会和中国金融期货交易所的总经理朱玉辰,以及上海证券交易所、深圳证券交易所、上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所的领导们,是你们不懈的努力和坚定的决心让今天得以实现。同时,我也为芝加哥商业交易所在这一过程中起到的作用感到由衷的自豪。我们的亚洲团队一直是中国金融期货交易所的亲密顾问,并为其提供结算软件SPAN的培训。如有需要,我们非常愿意随时为中金所进一步提供技术建议和协助。

昨天上市的沪深300指数期货是一个很好的开始。该指数由上海证券交易所和深圳证券交易所的300只股票编制而成,覆盖了中国股票市值的70%,它很好地代表了中国股市的走势。当然,这还只是中国金融期货和衍生品市场发展征途上的第一步。中金所将为市场参与者提供一个管理中国股票市场风险的重要金融对冲工具。假以时日,它一定会像芝加哥商业交易所在1982年上市的标普500指数期货一样,成为股票市场不断发展壮大过程中不可或缺的工具。虽然这个市场不会是解决今天中国资本场所面临的所有问题的万灵药,但这是帮助我们朝着正确方向努力的关键一步。

不过,我们要注意,我们要走的肯定不会是一条平坦而笔直的大路,成功也不会一蹴而就。衍生品,无论是场内还是场外的,都是复杂的金融工具,需要专业知识和经验才能熟练使用。期货是一个价格发现和规避风险的工具,而不是一个让我们承担更多风险的赌博工具。虽然投机交易是一个成功的衍生品市场不可或缺的组成部分,但这不能成为我们建立这个衍生品市场的动机。这一点需要我们在使用这些衍生品之前清楚地理解。

此外,大家不要期望中金所会在一夜之间成功。经验告诉我们,一个成功的指数期货市场要产生足够的流动性需要几年以上的时间。在初始阶段,所有的市场参与者才开始逐步了解期货交易的实际操作,肯定会出现疑虑、不安的情绪,也会存在很多潜在的问题,但这都是正常的。我也坚信交易所的领导都明白这些。在初始阶段,市场也很倾向于将任何问题的责任都归咎于股指期货,比如某只股票价格出现不正常,现货或者期货走势出现暴涨暴跌,某个市场参与者出现大笔亏损,有人违反交易规则进行操作,或者是市场突然掀起一股投机狂热,又或者是任何其他的问题,新推出的股指期货都有可能成为替罪羊。我可以保证肯定会有这样的现象发生,但在绝大多数的情况下,这些指责都将被证明是错误的。

去年我在北京的一个金融研讨会上发表讲话时曾经提到一个观点:“写错字别怪铅笔。”是的,正如我们不能将写错字的责任归咎于铅笔一样,正如我们不能将受伤的责任归咎于铁锤一样,我们不能将任何错误的结果归咎于金融工具。这些金

融工具本身是不能产生任何结果的,它们都是由人来使用的。如果一个投资者,无论是机构还是个人,在没有完全理解金融工具的使用方法以及它可能带来的风险之前,就开始运用这个金融工具,那么结果很可能是造成自己受伤或者祸及无辜。期货市场本身不会出问题,不遵守交易规则、不能很好地执行好的商业决策和规章制度的市场参与者才会造成问题。期货市场本身也不会改变标的物市场的走势,经济基本面才是决定市场走势的根本原因。实际上,几乎所有的学术研究都表明,长期来说,股指期货市场能够起到稳定股票市场的作用,避免市场的大起大落。同样,期货市场也可以成为经济的传信使者,有时带来好消息,有时带来坏消息。我们不能因为带来的是坏消息就责怪传信使者,他本身并没有错,他只是尽职尽责地传递了信息而已。

如今,衍生品市场,包括场内和场外,给我们提供了一系列的风险管理工具,从能源产品到金融产品,从证券类产品到环境类产品,从农业到银行业。但我们要能够区分场内(即在交易所上市交易的衍生品)和场外(即我们通常所说的柜台(OTC)衍生品)的区别。在我们刚刚经历的这场全球性金融危机里,高盛、美林、花旗、美国银行、美国国际集团等大型金融机构都需要政府的救助才能够存活在期货市场里,而芝加哥商业交易所却成为正确的典范。场内期货交易正常运转,不需要政府救助,没有任何违约事件发生。造成这样鲜明对比的原因就在于:期货市场提供了价格透明性、流动性、中央对手清算制度,特别是芝加哥商业交易所的每日两次的盯市结算制度、零负债结算体系以及政府机构的监管。实际上,在芝加哥商业交易所110年的历史里,我们一直遵循按市价结算的责任与义务。

以上这些都引出了我的最后一个观点:教育的重要性。很显然,中国的学术界在中国的期货和衍生品市场的发展中起着很大的作用。中国已经有了一批备受尊敬的期货市场专家来进行投资者教育。但这批人的数目还是太少了,随着期货等衍生品市场的不断发展,政府和私营部门对这方面的需求将会不断上升,我们需要更多的、持续稳定的投资者教育团队。中国急需培养出一批精通复杂和高端金融衍生品的人才。为了实现这一目标,中国的学校和大学需要设置期货等衍生品方面的课程和培训。令人欣慰的是,目前已经有一批不错的参考资料,有些是书面理论,有些是实际应用,能够覆盖衍生品交易的各个方面。中国的学校都可以接触到这些丰富的学术知识。而且我相信不久的将来,中国的学者也将为全球衍生品知识库做出他们的贡献。就我个人而言,我很荣幸能够在这方面为中国期货市场做出我的一份贡献——我最新的回忆录《向传统呐喊》(*For Crying Out Loud*)。在此我要感谢芝加哥商业交易所集团产品研发部经理王端端以及北京大学组织的翻译

团队将它翻译成中文并在中国出版。

最后,我还要衷心地祝贺中国在金融征途上迈出了历史性的一步。

(王端端 翻译)

金融创新及“虚实经济机制” 的战略性思考^①

北京大学副校长、北京大学光华管理学院教授 张国有

在股指期货上市的时候,我就金融创新和“虚实经济机制”建设问题谈五个方面的见解。

第一个问题,金融创新,包括金融衍生品的发展,以及由此生出的经济运作机制,是否应该作为国家经济政治发展中的战略性问题引起足够的重视?

我认为,金融创新,包括金融衍生品的发展,以及由此生出的经济运作机制,不但应该,而且必须作为国家经济政治发展中的战略性问题引起足够的重视。理由是:

第一,从布雷顿森林体系解体后,金融创新和金融衍生品的发展,逐渐出现了成型的“虚拟经济”,导致实体经济与虚拟经济同时存在并相互影响。这种前所未有的“虚实经济机制”开始对国家经济乃至全球经济产生了重大影响。2008年下半年从美国开始的世界金融危机,与对虚拟经济调节不当直接相关,由于金融体系的连锁反应,世界各国,尤其是金融体制国家深受其害。虚拟经济脱离实体经济导致的危机,将来一个时期会成为世界危机的重要形态。直到人们的认识和能力能够成熟运作“虚实经济机制”,危机才会受到控制。所以,“虚实经济机制”的协调问题已经成为发达国家的战略协调问题,现在也引起了发展中国家的高度关注。中国经过十年的酝酿,股指期货上市就成为一个分界,中国进入“虚实经济机制”的循环调节中。

第二,对于金融衍生品巨大的“风险创造”能力及其不确定性,已经引起各国政府的高度重视;对金融衍生品工具的应用与掌控已经成为国家间经济平稳发展的竞争点;金融衍生品市场的动向将对国家宏观经济政策形成关键性的影响,或者

^① 本文是2010年4月18日张国有副校长在北京大学第四届中国金融创新论坛开幕式上的主题演讲。根据演讲记录稿整理,作者做了文字的订正和调整。2011年底文集出版时,张国有副校长已改任校务委员会副主任。

形成战略性支持,或者形成系统性破坏。上述各方面,都需要从国家战略层面探索有效的约束机制,取得驾驭与掌控的主动权。这种效果建立在“虚实经济机制”的基础之上。

第三,金融衍生品市场同时也是生成定价经济机制的领域。定价经济、定价能力与金融衍生工具、与衍生品市场密切相关,一个国家金融衍生品市场的发展使定价经济成为国家发展战略的重要组成部分。在期货领域,中国农产品期货交易市场的交易量已经对全球的农产品定价产生了重要的影响。世界主要国家都在探索和建立与金融衍生品市场相关的定价经济的机制,由此发挥世界性影响。

综上所述,对金融衍生品市场的性质、作用及30年影响,需要有一个战略性思考。今后若干年研究的重点,除了在法律框架、交易效率、品种顺序、监管制度等衍生品运作和监管系统的技术层面继续深入探讨以外,更重要的是在金融衍生品对国家经济发展的影响方面,特别在建设“虚实经济机制”方面进行系统性的分析,这样,有利于国家金融战略的设计和协调。

第二个问题,金融衍生品市场的发展是金融创新的结果。中国推动金融衍生品市场的发展,是否需要重走30多年来西方先行国家曾经走过的道路?

我认为,中国可以借鉴但不能照搬先行国家的经验,也不能迷信某些模式,而要依据中国的国情和未来30年的宗旨和规则来解决中国的问题。理由是:

第一,在金融衍生品市场先行发展的国家先行遇到了问题,并先行思考和陆续解决了一些问题。过去30年,西方国家,特别是美国道路给了我们丰富的经验:美国在金融领域里持续的创新精神和创新实践;美国对自由主义经济成就的自豪和对在全球经济中未来优势的担忧;放松金融管制的自由化政策和筹资手段证券化的急剧发展;全球化的国家筹资设计及国家债务等等。以这些背景为促动力,使价值得以依赖于某种或多种标的物,新衍生出来了多种多样的外汇期货、利率期货、汇率期货、股指期货、期权等一系列金融衍生品合约。这些方面虽然埋下了许多导致危机的隐患,但也确实为世界金融界带来了新的手段和新的机制。这些都是了不起的金融创举,也是20世纪最后30年美国经济活力的重要机制。对美国道路,包括其他发达国家推进金融衍生品市场的机制应该给予系统的分析和借鉴。

第二,汲取美国道路的经验教训,中国金融衍生品市场不应该是自成一体“股市博弈场”,不是也不应该是经济危机的发源地。其基本宗旨应该是坚持金融衍生品市场要为实体经济服务,成为促进、导引国民经济发展的力量。所以,中国的金融衍生品市场需要借鉴30多年来各国各地区的经验、规则和标准,需要在建设市场内部风险控制机制的基础上,着重建设对外部实体经济进行风险调控的机制,使衍生品市场发挥对实体经济的“保险作用”,积极促进和导引实体经济健康发展。

第三,借鉴30多年来西方先行国家曾经走过的道路和经验,但也不必亦步亦趋。中国人口是美国的5倍,且小生产者传统根深蒂固,民主素质、市场经济的训练时间比较短。中国稳定的重要性比美国大10倍。所以,中国不能处于动荡不定的经济环境中,也不能接受放松金融管制的自由化机制。在中国,“实事求是、循序渐进、和谐发展”比什么都重要。中国乱了,对谁都没有好处。希望中国经济体系稳定健康发展,并不妨碍依据中国国情继续进行金融创新,继续寻找能够清晰地分离和释放风险的口子,维护国家金融安全和经济安全。

综上所述,在金融衍生品市场发展方面,先行国家为世界作出了贡献,这些先行的经历十分宝贵,中国应当实实在在地汲取和学习。今后30年会重复以前的问题,更会提出新的问题,特别是要在拥有十几亿人口的发展中大国来解决问题。所以,中国推动金融衍生品市场的发展,可以借鉴,但不必照搬30多年来西方国家的模式,中国有条件、有能力在金融衍生品市场发展方面为世界提供新的理念和经验。

第三个问题,中国金融衍生品市场的发展,会不会像一些国家一样,成为金融危机、经济危机的策源地?

我认为我们能够避免,除非跟着美国跑。这里的关键在于坚持金融衍生品的理论与中国实践相结合,不盲从现行国家的经验,从中国实际出发,寻找解决中国问题的办法;在管理上,坚持自律约束与他律约束相结合,企业、政府双律齐下,共同维护金融衍生品的市场机制,共同遏制发生危机的源头。其基本想法是:

第一,自律的核心理念是按照规则和社会责任实行自己管理自己。所谓自律约束,就是机构和个人,在自律宗旨指导下,在运作规则、市场纪律、经营道德等各方面有一整套“自己管理自己”的措施办法,并对自己的行为结果负责,使金融衍生品市场按照自律的原则和规则组织起来。

第二,“他律约束”是在“自律约束”的机制上建立起来的。由于自行管理的对象就是自己的事业,因此难以避免管理者脱离自律目标而谋取个人或机构的利益,从而既影响公平竞争,又损害投资者的合法权益。因此,在自律的基础上需要“他律约束”,在这里主要指的是市场的政府监管。“他律”的核心理念是按照法律对金融衍生品市场进行政府监管,并把监管纳入法制化轨道。所以,中国金融衍生品市场发展的基本制度是企业自律同政府监管相结合的制度。能自律者不需要他律,不能自律者必须他律,共同限制金融自由主义的泛滥。

第三,中国要坚持有序发展金融衍生品市场,需要坚持四个基本要素:一是市场制度的稳定性,二是市场交易的公正性,三是市场运作的规范性,四是投资者合法权益的保障。坚持在这四个基本要素方面做好建设工作,就能逐渐建设好有序的市场机制。这里需要说明的是,建设有序的市场机制是非常必要的。20世纪

90年代以来,全球几乎每一场金融风暴都与金融衍生品有关。在巴林银行风波前后,国际上曾发生过多起因金融衍生品交易造成巨额损失的事件。近年来衍生工具市场出现了一系列重大亏损事件。尽管如此,衍生工具仍然是规避风险的有效方法之一。美国某金融研究机构曾向最终用户调查他们对金融衍生品交易的看法,80%的人认为,金融衍生品成功地为他们提供了套期保值,60%的投资是有盈利的,11%的人声称赔了钱。不管这样的结果是否完全符合实际,我们需要坚持在这四个基本要素方面做好建设工作,有序地发展中国的金融衍生品市场。

综上所述,我们需要继续把握金融衍生品的性质,在市场运作方面,坚持企业自律与他律相结合,坚持四个基本要素,降低金融衍生品风险对国民经济的冲击,维护中国金融衍生品市场的健康性和稳定性。

第四个问题,在中国,金融衍生品市场的发展是个新事物,将来还会面临一系列的挑战性问题,那么,在中国,如何进行金融创新、建立金融创新机制,才能够不断创新金融市场?

我认为,和美国相比,中国不是过度创新,而是创新不足。不能因为西方金融危机而中国陷入不深,就认为过去没有推进衍生品市场的发展是正确的,不能以金融危机而为中国金融创新不足找到庇护的背景。问题在于中国能否解决自己的金融衍生品市场问题,能否协调好“虚实经济机制”中的各种关系,同时为世界作出特有的贡献。在这方面,我认为需要着重考虑以下几个方面:

第一,探索符合中国国情的自律与他律的金融衍生品市场管理模式。金融衍生品与衍生工具的发展,推动了金融领域的革命性的创新,促进了经济发展的思维方式的转变,传统经济活动的许多边界与限制条件被打破,这为经济发展开创了巨大空间,也为金融创新提出了巨大需求。金融制度不同,管理模式就有所不同。在金融制度环境方面,中国与美国的主要区别在于,美国的特征是资本控制国家,中国的特征是国家控制资本。中国的主要金融资源掌握在国家手中,这个国情为中国金融资产的管理、创新和监管提出了新的课题。

第二,应创造适当的金融创新试验环境与激励机制,调动各领域各类经济主体的创新积极性,鼓励和培养多元化的创新主体。金融创新的市场与资源并不全部集中在现有的特定的金融领域,在我国经济高速发展的背景下,各领域都潜藏着巨大的金融创新的需求、机会与发展空间,有大量的信息、技术、人才、资本和市场空间未被利用。所以,要打破金融衍生工具的神秘化和行业垄断,积极开发和利用中国金融市场潜在的资源,促进国内各领域金融资源的发掘与整合,促进具有中国特色的金融衍生品市场的创新。

第三,要特别关注信息理念和信息技术对金融领域的影响。如果说信息技术革命主要表现在信息的传播方式与信息的载体方面,那么,金融创新所引发的信息

革命则主要表现在信息的应用与处理方面。金融衍生工具使信息成为价格变化的重要因素。金融衍生品交易中的信息可以成为有价商品。“程序化交易”使人类智慧与计算机技术实现了跨时空的融合,实现了复杂信息处理与决策博弈。这些具有特殊意义的信息理念与信息技术的进步,对金融创新极有价值,应予以特别关注。

第四,要注重控制金融创新过程中的系统风险和国家风险。这方面,不仅应将重大金融突发事件纳入国家危机管理的体系,而且要建立包括衍生品交易市场在内的实时信息与情报的分析预警机制,建立不同级别的应对预案与目标责任,对于风险暴露而不作为,因此造成的损失应通过相应的问责制度进行规范。组织相应教育培训和模拟预演,提高国家应对金融风险和金融打击的能力。这些方面的进步将有利于衍生品市场的健康发展。

综上所述,探索符合中国国情的自律与他律的金融管理模式,创造适当的金融创新试验环境与激励机制,关注信息理念和信息技术对金融领域的影响,注重控制金融创新过程中的系统风险和国家风险等,通过这四方面,但不限于这四个方面,凝聚我们的聪明才智,去不断创新金融市场及金融期货市场。

第五个问题:如何建立金融创新,包括金融衍生品方面的高端人才及其团队的培养体系,以及能够支持中国金融创新的理论研究和战略研究的平台?

这个问题是第一位重要的问题。因为所有问题的思考和解决都需要合适的人来主持和合适的团队来推动,所有机制都需要合适的人来设计,所有操作都需要合适的团队来进行。围绕这个问题,我想说的是:

第一,金融创新的关键最终归结于人才。金融人才匮乏,尤其是懂得金融衍生品理论与实践的人才的缺乏,成了影响金融衍生品市场发展的最大障碍。金融衍生品具有知识、技术和经验高度密集的特殊性,这个领域的专门人才除了需要系统的专业知识和理论素养之外,还需要通过非常特殊的实际技能的训练。当然,这类人才可以从国外引进,但不能仅仅依靠引进,更多地需要我们自己来培养。所以,要下力量来推动金融衍生品高端人才和高端团队的培养,需要改造、新设、加强现有的相关的金融学科,改革专业设置,改革课程结构,增强实际训练,改变教学方式,以便有好的教育体系,培养出适应我国金融衍生品市场发展的专门人才。

第二,发展社会专门的、专业性的金融衍生品理论与实践的培训机构,使更多的现有从业人员得到继续教育。这方面,要有好的机制,使中国的高等院校与国外的高等院校、使高等院校与继续教育机构、使学校与实际部门结合起来,共同承担培养此类专门人才的任务。中国衍生品高端人才的不断涌现,将促进中国“智囊型”研究机构的成长与壮大,这将为中国金融创新提供巨大的智慧资源,使中国成为全球金融创新智慧与人才培养的新基地。

第三,金融创新研究的失衡之一在于对金融的工程技术研究的高度重视,而对金融基础理论,特别是对金融衍生品基础理论研究的严重不足。现在的状态是大量的全新的经济现象与复杂关系挑战着我们现在的经济理论和经济实践,中国的问题需要中国的学者、中国的官员、中国的企业家坐在一起,并和外国同行一起,共同面对中国的问题,共同研究,拿出解决问题的理论和方法。在这样的机制下,才有可能建设好中国金融创新的理论研究平台和战略研究平台。高质量的研究平台一要高素质的人才,二要高质量的数据库,三要持续的推动机制。这三个条件都和教育及人才密切相关。

综上所述,没有合适的、懂得金融衍生品理论与实践的人才组成解决问题的队伍,没有高水平的研究平台,没有持续的研究机制,中国金融衍生品市场的长期发展就是空话。从这个角度看,建立懂得金融创新、懂得金融衍生品理论与实践的高端人才、高端团队的培养体系,建设能够支持中国金融创新的理论研究和战略研究的平台,这两个方面对于构造“虚实经济机制”的基础十分重要。