



金融博士后工作报告精选

第一辑

金融衍生品： 发展现状及制度安排

田 超/著

 中国金融出版社



金融博士后工作报告精选

第一辑

金融衍生品： 发展现状及制度安排

田超/著

 中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：孙 蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

金融衍生品：发展现状及制度安排 (Jinrong Yanshengpin: Fazhan Xianzhuang ji Zhidu Anpai) / 田超著. —北京：中国金融出版社，2006.9

(金融博士后工作报告精选. 第一辑)

ISBN 7 - 5049 - 4140 - 9

I. 金… II. 田… III. 金融市场—研究—中国
IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 090203 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: //www.chinafph.com](http://www.chinafph.com)

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 12.25

字数 242 千

版次 2006 年 11 月第 1 版

印次 2006 年 11 月第 1 次印刷

印数 1—3090

定价 28.00 元

如出现印装错误本社负责调换

一、研究目的和意义

金融是现代经济的核心。现代金融发展集中反映在金融衍生品市场的大发展上。当前金融衍生品在国际金融市场中的地位与作用越来越重要,被称为广义资本市场的核心。

从发达国家的经验来看,金融衍生品的出现和金融衍生品市场的建立是市场经济发展到高级阶段的必然结果。目前,不仅发达的资本主义国家在原有的市场基础上不断地改进金融衍生品市场,而且新兴的市场经济国家和地区也利用后发优势大力地发展金融衍生品市场。

随着我国加入世贸组织,我国经济将进一步融入世界经济一体化的潮流中,但目前我国资本市场品种单一,结构与功能还不完善,金融衍生品市场发展远远落后于发达国家。因此,开展金融衍生品交易,发展我国金融衍生品市场已经迫在眉睫。据有关资料显示,我国的经济市场化程度已达 65%,而成熟发达的市场经济国家的市场化经过数百年的发展也不过是 80%。毫无疑问,中国推出金融衍生品必须实现跳跃式的发展,即不可能像发达市场经济体那样经过漫长的历程自发而来,而应该是超越某些阶段的跳跃式发展。因此,在推出金融衍生品的初期,多少总会带着一定的主观性和盲目性。中国过去推出了金融衍生品而后又取消的经历,正说明了这一点。

在这种国际环境中,为了建立完善的市场经济,稳妥地建立金融衍生品市场,中国发展金融衍生品的可行性研究对现在和今后都具有重要的意义。具体来说,主要有以下几方面的重大的现实意义。

第一,随着经济全球化和经济金融化的进程加快,发展金融衍生品市场将有利于金融稳定,从而使得市场经济得以发展。加入世贸组织,象征着我国已经从过去封闭的计划经济体系中脱离出来,我国的经济体系越来越受到市场的力量和全球贸易格局的影响,我国的商品市场将面临国际市场的风险,国内各类资源、各类产品的价格将逐步与世界范围内同类商品价格同步,接踵而来的

是国际市场价格波动带来的随机的、不可预测的风险。同时，中国工业尤其是制造业的快速发展，将带来对风险管理工具，即衍生品市场的巨大需求，尚未完全市场化的中国经济将承受来自国际市场风险冲击的严峻考验。因此，引入金融衍生品对于中国经济安全有效的发展具有举足轻重的意义。

正如世界金融期货创始人、芝加哥商业交易所（CME）永久名誉主席利奥·梅拉梅德所指出的，美国乃至世界其他金融市场的发展历史证明，金融衍生品在规避风险、提高资本利用效率等方面发挥的作用不可替代。国际货币基金组织（IMF）在其发布的《全球金融稳定性报告》中，专门论述了金融衍生品在新兴市场中的作用，认为金融衍生品提供了规避外汇、利率、市场和违约风险的功能，使资本流动、资产组合的选择余地更为宽广。

2002年9月25日，美联储主席格林斯潘在伦敦兰凯斯特宫发表的《世界金融和风险管理》的专题演讲中指出：“在美国过去的两年半期间，虽然股票市场的财富缩水8万亿美元，资本投资也出现了严重紧缩，还有‘9·11’事件，但美国的经济挺过来了，美国主要的金融机构都没有被迫拖欠债务。金融衍生品市场的风险对冲功不可没。在过去的15年期间，金融衍生品以超乎寻常的速度发展，期货以及其他复杂衍生品的概念得以深化，加上计算机和通讯网络的进步，对冲风险的成本显著降低，机会也大大增加，金融系统也因此发展的比20多年前更灵活、有效和富有弹性，世界经济也因此变得更富弹性。”

第二，从金融市场体系结构来讲，一个完整的金融市场体系至少应该包括资本市场、货币市场和金融衍生品市场。经济总量较大的国家一般都建立了多层次的资本市场体系。在美国多层次的资本市场体系中，特别应该提到的是以芝加哥商业交易所（CME）为代表的交易场所提供的各种金融衍生品交易，不但为整个社会提供了各种风险不一的投资产品，满足了对投资风险有不同偏好的各类投资者的需求，其交易量也已大大超过股票、债券的现货交易量。更重要的是，它为资本市场提供各种可供选择的避险工具，使得市场出现单边市（无论是上涨还是下跌）时，能够在很大程度上化解市场的系统性风险。这也是为什么道·琼斯指数从12 000点跌到7 000多点、纳斯达克指数从5 000点跌到1 300多点，美国证券市场运行总体上仍能保持稳定、健康态势，股灾没有摧毁社会金融安全系统，没有重蹈1929年大萧条的重要原因。

韩国1997年10月遭遇亚洲金融危机冲击，1996年开始发展金融衍生品市场，两件大事几乎是发生在同一个时期。韩国先后推出股票指数期货和期权、国债期货和期权、美元期货和期权、黄金期货和期权，形成了有层次、多品种的金融期货产品体系，吸引了大批国际和国内的投资者参与交易，逐渐改善了韩国的金融形势。韩国外汇储备由1998年底的52亿美元迅速回升至2001年底的1 028亿美元。韩国期货市场的成功发展稳定了基础金融市场和推

动了出口贸易的迅速发展，致使韩国经济得以从金融危机中复苏。

第三，发展金融衍生品市场有助于我国争夺国际金融控制权。以新加坡为例，新加坡借鉴国际金融衍生品市场的先进经验，利用其连接欧洲早间和北美晚间的优越时区位置，积极向周边国家和地区出击，抢夺其金融资源和实物资源。1986年，新加坡抢在日本之前一年半推出日经225股指期货交易。1997年，新加坡又抢在我国台湾地区之前一年半推出摩根台湾股指期货交易。新加坡还先后推出了泰国、我国香港、马来西亚、印度的股指期货，并计划推出中国股票指数期货。新加坡还开展了原油纸货交易。新加坡期货市场通过采取积极进取的市场拓展政策，变无资源为有资源，变别国资源为本国资源，通过完善的金融服务和金融管理，推动了新加坡国际金融中心的形成和发展，成为亚洲仅次于日本的国际金融中心。从欧美之间的竞争中可以看出，金融衍生品的崛起正在改变着金融市场的面貌，衍生品已经越来越成为国际金融市场的主流产品和金融控制权的关键。国际间的竞争会越来越激烈，在投资日益国际化的大环境下，国际期货巨头的下一个目标也许就是中国。法国巴黎银行和美国花旗集团等11家外资金融机构已先后获得了由中国银监会颁发的从事衍生品交易业务的许可证。

2005年我国已经进行了人民币汇率改革的历史进程，但是，国内居民的外汇投资渠道狭窄，目前只能进行实盘外汇买卖和B股交易，缺乏更多的保值增值工具。而国际金融跨国公司的触角已经伸了过来，已拿到了在中国开展人民币衍生品业务的批文，另有其他外资银行尚在等候中。英国《银行家》认为，随着中国准备在2007年开放银行业市场，中国正在成为全球银行、外汇和其他衍生品市场的焦点。

第四，目前，国内相当一部分人对金融衍生品的认识带有主观性和片面性，许多人一提到金融衍生品就将其与高风险联系在一起。怀疑者常常从金融衍生品交易的高杠杆性、低透明度和市场间快速联动等角度出发，担忧如此巨大的市场可能增大经济的系统性风险。中航油事件无疑是企业利用衍生品交易不当而发生的一桩重大风险事故，衍生品交易的风险不仅可能存在道德风险，还存在流动性风险和信用风险，但这些都跟中航油的巨亏对不上号。国资委在2004年12月10日向新闻界通报情况时指出：“中航油新加坡公司开展的指数期货业务属违规越权炒作行为。该业务严重违反决策执行程序，经营决策严重失误，形成巨额亏损……将依法追究有关责任人的责任，并通报各中央企业认真吸取教训，建立和完善境外企业监管和经营风险监控的机制。”应该说，这个态度既是务实的，也是非常恰当的。

一些投资者、学者担心，金融衍生品交易的高风险性可能危及金融系统的安全，引发金融危机和经济危机。事实上，虽然人们关于金融衍生品低成本规

避风险等效率层面上的价值极少存有异议，但围绕金融衍生品交易对金融体系稳定性的影响，则一直存在争论。一些财经报刊或其他媒体对某些极端事件的渲染更进一步对社会产生了误导，一个普遍的观点认为，金融衍生品已使某些国家的金融体系十分脆弱，我们应该避免重蹈覆辙。

对金融衍生品这一新生事物（至少对中国来说是如此），无论从正面还是从反面对其进行认真研究都是有益的。由于它对我国金融安全有重要影响，这种研究和争论就更为重要。即使是反面的观点，也有助于我们从中得到启发，防患于未然。但重要的是，研究和争论都应当建立在严密的逻辑和客观事实之上。遗憾的是，虽然金融衍生品及其对金融市场的影响问题这些年在国内引起了广泛关注，但严肃而深入的研究不多。一些似是而非的观点虽已在学术界和国外成熟市场的实践中被证明是站不住脚的，但仍反复地见诸报端甚至学术刊物中。一些论点表面上听起来头头是道，却违背了基本的逻辑。比如，一些学者论证道，由于掉期交易等创新工具为银行提供了比以前更有效的风险管理手段，银行会倾向于进行更具风险的经济活动，因而金融市场更为脆弱了。这一说法其实就像是说，安全带使得驾驶员能在更多的突发事件中逃生，所以驾驶员会尝试更疯狂的驾驶行为，因而，安全带的使用会导致更多车祸。这种似是而非的论点，已成为严重制约我国发展金融衍生品市场的重要因素之一。

在以上的研究大背景下，本书希望可以对以下几个问题有所研究：

1. 金融衍生品创新的经济效应是什么？其对宏观经济、基础市场的影响效应以及与虚拟经济的互动效应如何？
2. 目前世界金融衍生品市场的市场结构、竞争格局以及治理结构是怎样的？
3. 考虑到金融衍生品的风险，金融衍生品创新与金融稳定和安全的关系到如何？
4. 我国金融衍生品创新现状以及制度变迁是怎样的？

二、研究内容和文书结构

第一章主要概述性地介绍有关金融衍生品与金融创新有关理论。首先是金融衍生品基本概念界定。在此，除了介绍金融衍生品的内涵和功能之外，主要介绍金融衍生品的分类比较和风险属性分析。其次，提出了一个全新的金融衍生品创新的产出函数模型和金融衍生品创新的效应函数曲线，并对模型进行了解释说明。最后，简要地概述了衍生品理论发展回顾和相关文献。

第二章对金融衍生品创新的经济效应进行了考察。从社会福利效应和宏观经济效应机理分析金融衍生品创新的宏观经济效应；然后以美国股市与金融衍生品创新为对象，研究了金融衍生品创新与基础市场的互动；最后，提出金融

衍生品是最高级虚拟经济形式，并提出了金融衍生品的虚拟性的真正意义。

第三章在考察金融衍生品市场在发达国家发展的历史和现状的基础上，对世界主要的金融衍生品市场的发展进行了分析。从当前全球金融衍生品 ETD 与 OTC 市场结构方面来看，发达国家金融衍生品市场具有独特的演进特征；同时，通过研究亚洲、欧洲、美国金融衍生品市场，分析了金融衍生品创新国际竞争格局；信息技术的发展和金融全球化竞争，使得衍生品交易市场治理结构和技术发生变迁，本章对变革原因、变革途径进行对比分析；同时，对交易所的国际化整合和交易所业务拓展国际化进行了分析。

发达的资本主义国家的金融衍生品市场起步较早，发展过程遵循了经济发展的基本规律。金融衍生品市场在新兴市场国家的建立充分利用了后发优势，起步晚，但具有跳跃性。金融衍生品市场在维护经济、金融稳定方面起到了重要的作用，总结这些国家和地区发展金融衍生品市场的经验有利于中国金融衍生品市场的建立。

第四章考察了金融衍生品创新与金融稳定与安全的关系。在提出金融衍生品风险种类和特征的基础上，对金融衍生品创新与金融稳定安全作用机理进行了系统考察和实证分析，并对衍生品创新在韩、日、美金融创新与经济发展方面的经验进行了研究总结。

第五章重点研究中国金融衍生品创新中的政府行为。回顾中国金融衍生品创新历程中政府的角色，中国衍生品创新中明显存在路径依赖与锁定，这是造成中国金融衍生品创新中的制度效率很低的根本原因。本章提出了一个创新成本的制度效率分析模型，以我国期货市场为例对模型的制度效率进行实证分析；最后，从宏观环境、微观环境、基础市场方面对中国金融衍生品创新的制度环境进行了研究。

第六章从制度经济学的角度出发，研究了我国期货市场发展及制度安排。对我国金融衍生品市场试点效率的评估和存在问题的原因进行剖析，以及在此基础上对我国期货市场机制设计和金融衍生品市场发展路径选择进行研究和探索，指出我国金融衍生品市场试点具有高成本、低收益的特点；目前我国期货市场处于低效率锁定局面是初始选择偏差的结果，不管是从完善我国金融市场体系，还是从维护我国金融体系的安全性和稳定性，防范金融危机，增强金融国际竞争力方面看，发展金融衍生品都具有重要的现实意义，应当从信息机制、激励机制出发，在各个层次上完善期货市场试点的机制。在我国发展金融衍生品必须分层次、分步骤地推出各种金融衍生品，不可盲目、随意地发展。对于条件成熟的领域可以先发展，而时机不成熟的金融衍生品只能在条件成熟后才能发展。具体措施是优先开发股指和与国债有关的金融衍生品，与此同时，由于我国的金融市场的市场化程度有待提高，所以，只有在充分做好金

融衍生品开发的前期准备,并认清我国的现状的基础上,才能根据国情逐步地发展我国的其他金融衍生品,逐渐完善我国的金融衍生品市场。

三、研究方法和创新之处

迄今为止,国际金融界对金融衍生品市场的研究主要是以发达的市场经济为背景,最大程度地利用定量分析的方法来解决衍生品交易中技术问题,并尽可能地金融衍生品的发展提供理论的解释和指导。而今天,在市场经济尚处于完善阶段、资本市场还很成熟、金融衍生品还没有得到开发的中国,若硬要遵循西方的研究思路,除了可以了解西方的金融衍生品市场之外,对中国自身发展金融衍生品市场很难起到现实的指导作用。所以,本书研究的基本思路是在界定金融衍生品的基础上,依据金融衍生品发展的历史,从理论上探索发展金融衍生品的经济、金融条件。然后,从实际出发,通过研究发达的金融衍生品市场并对照已经推出了金融衍生品的新兴市场国家与中国的现状来判断在中国发展金融衍生品的现状。最后,在总结中国发展金融衍生品的历史经验的基础上,提出我国发展金融衍生品市场的战略和相关措施。

在研究方法上,本书立足于对发达市场经济国家的衍生品市场的发展过程进行理论解释,并在此基础上力图得出一般性的规律,而对新兴市场国家发展金融衍生品市场的实践着重进行概括性总结,对中国自身的情况研究则集中地进行实证性的分析和判断。在整个研究的过程中采用纵向的历史概括和横向的比较研究相结合、实证研究和规范研究相结合、理论阐述与实践归纳相结合的方法,尽可能地多方位、多角度阐述问题。力图充分地占有历史资料的同时,紧密地把握金融衍生品市场发展的新特点和趋势,分析中国金融衍生品市场发展的历史和现状,研究其未来发展的方向与步骤(顺序)。在此过程中尽可能地使研究的论据充分、正确;资料丰富、翔实;使整个研究在系统性和逻辑性上保持一体性。

本书力图在以下几方面取得有探索性的研究成果:

1. 在回顾金融衍生品与金融创新有关理论的基础上,提出自己的金融衍生品创新的产出函数模型。
2. 从宏观经济、基础市场和虚拟经济的角度,比较全面地分析金融衍生品创新的经济效应。
3. 利用掌握的新资料,全面分析世界金融衍生品结构、国际竞争格局、交易市场治理结构变革和技术变迁以及交易所业务拓展国际化。
4. 系统考察衍生品创新与发达国家(地区)经济的关系。
5. 考察中国金融衍生品创新中的制度变迁,对中国金融衍生品创新中的制度效率予以分析。

6. 提出我国期货市场发展的最优制度安排。

金融衍生品市场在国外已得到长足发展,但对中国人来说还很陌生。尽管近几年来国内陆续发表了一些有关这些方面的书籍和文章,但大多为实务性和技术性介绍,缺乏系统的应用型理论研究,而这种研究更具有理论意义和现实意义。

作为对金融衍生品市场的系统性理论研究,本书主题涉及的不少方面的研究还有待进一步深化和提高,如对我国期货市场和金融衍生品市场发展的战略选择问题如何作量化分析、金融衍生品市场与其基础市场的联动机制的研究等都可进一步深入。研究是手段而不是最终的目的,最终的目的是要服务于实务操作与政策制定。实际上,从世界衍生品市场的发展史来看,学术研究、实务操作与政策制定之间总是保持着良好的互动关系。

中国作为一个新兴市场经济国家,发展金融衍生品市场具有后发性优势。只要能够科学合理地制定中国金融衍生品市场发展战略,就能充分利用这一优势。在中国期货市场自身发展与外部环境越来越好的今天,加紧学术研究,尤其是加强对我国期货市场微观结构的研究,将会对提升品种交易质量、活跃期货市场、设计优质产品,更好地服务于国民经济的发展作出更大的贡献。

四、主要研究结论

综合前面的理论和实证分析,主要结论有:

第一,金融衍生品的主要功能是价值发现和规避风险,并不会给金融体系带来新的系统性风险因素;相反,其特有的功能往往还会对金融市场的稳定性产生有益的影响。

第二,在人们常常关注的八种潜在风险中,风险暴露规模和复杂性、交易的高集中度、交易的透明度和逃避监管的可能性、结算风险以及市场联动性风险这五种风险对我国来说无须多虑,理论和实证材料都证明这些因素并不构成新的系统性不稳定因素;另一方面,基于我国的市场条件,法律风险和操作风险值得我们在引入衍生品交易时重点关注;此外,OTC 市场上的信用风险也应引起重视。

第三,股指期货等金融期货产品,对股票市场具有重要的稳定作用,而且对于我国这样的新兴市场来说,这种稳定作用可能会更为显著。具体地说,(1)股指期货在历史上的股灾中不仅不是危机的根源,而且还为现货市场承接了部分下跌冲击力,限制了股指的进一步下跌;(2)对于我国来说,股指期货等衍生品的套期保值机制有助于减小“财富效应”,避免再次出现近年来这样过于漫长的熊市;(3)金融期货中的杠杆效应伴随较大的投资风险,但对系统风险没有明显影响;(4)从中长期看,发展股指期货等金融衍生品市场有助于拓

展国内外资金入市，有利于现货市场内资金的增长。

第四，在信用市场较为发达的前提下，银行系统会因金融衍生品场外交易（OTC）而更为安全；但是，在国内信用评级制度等尚未普及和完善的前提下，银行贸然介入大规模的 OTC 交易可能造成过高的风险暴露。

第五，任何金融交易都需要完善的交易制度和反应快速的监管体系作保证，发展金融衍生品市场更是如此。

根据分析，提出以下建议：

1. 推出股指期货，为国内股市引入有效的避险工具是当务之急。目前国内的市場条件不适于推广利率掉期等 OTC 产品，但应该加速建立和完善企业征信和评级体系；此外，可在某些股份制银行进行信用衍生品交易的试点。

2. 完善法规体系。为使股指期货交易有法可依，应根据股指期货交易的特点，修改《期货交易管理暂行条例》中的有关内容，制定《股指期货交易管理办法》。从长期看，为完善法规体系，应按照国际惯例，制定我国的《期货法》或《金融衍生证券交易法》。

3. 完善交易所交易制度，加强内部控制。重要的是规则明确完善，监管及时。不一定要对市场参与者施加诸多限制，但必须严肃交易纪律，严守交易规则。

4. 打破证券市场与期货市场间的壁垒，切实疏通两个市场间的联系。金融业的混业经营是当前国际市场发展的趋势。国际机构投资者可在期货市场、证券市场及其他市场间进行有效的组合投资。我国期货市场与证券市场相隔离，如现行《期货交易管理暂行条例》中规定金融机构不得进入期货市场，而股指期货的参与者主要是证券公司、投资基金。因此，在开展股指期货交易中必须打破我国证券市场与期货市场间的壁垒。

5. 调整期货市场的会员结构。目前期货经纪公司经营范围狭窄，不能完全适应股指期货交易的开展。因此，一方面应扩大期货经纪公司的经营范围，另一方面应允许抗风险能力强的证券公司、投资基金、保险公司等作为期货市场的会员进行股指期货交易，以满足证券市场发展的需求与股指期货交易发展的内在要求。另外，也可根据国际惯例建立专业的期货基金。

6. 考虑到上海的金融中心地位，金融期货应设立在上海期货交易所。

目录

C O N T E N T S

绪论	1
第一章 金融衍生品与金融创新有关理论	1
第一节 基本概念界定	3
一、金融衍生品创新与金融创新	3
二、产生背景和历程回顾	7
三、金融衍生品分类比较和风险属性分析	11
第二节 金融衍生品创新的产出函数模型	17
一、函数模型构建	17
二、金融衍生品创新的效应函数曲线	20
三、模型解释说明	21
第三节 理论发展回顾和相关文献综述	21
一、国际主要理论流派评述	22
二、国内研究现状评述	27
第二章 金融衍生品创新的经济效应	31
第一节 金融衍生品创新的宏观经济效应	33
一、社会福利效应的主要研究成果	33
二、宏观经济效应机理分析	36
第二节 金融衍生品创新与基础市场的互动	41
一、相关文献回顾	41
二、美国股市与金融衍生品创新	43
第三节 金融衍生品创新与虚拟经济	44
一、虚拟经济与金融衍生品界定	44
二、金融衍生品是最高级虚拟经济形式	46
三、金融衍生品的虚拟性的真正意义	47

第三章 世界金融衍生品市场分析	51
第一节 当前全球金融衍生品市场结构分析	53
一、全球 ETD 与 OTC 市场	53
二、金融衍生品市场的结构	54
三、发达国家金融衍生品市场的演进特征	62
第二节 金融衍生品创新国际竞争格局	66
一、亚洲衍生品市场	66
二、欧洲金融衍生品市场	69
三、美国金融衍生品市场	72
第三节 衍生品交易市场治理结构变革和技术变迁	73
一、治理结构变革改变市场竞争格局	73
二、主要变革途径对比分析	75
三、变革原因	77
四、交易方式的电子化	79
第四节 竞争：交易所国际化	81
一、交易所的国际化整合	81
二、交易所业务拓展国际化	83
第四章 金融衍生品创新与金融稳定和安全	87
第一节 金融衍生品风险种类和特征	89
一、金融衍生品风险种类	89
二、金融衍生品风险特征	92
第二节 金融衍生品创新与金融稳定安全作用机理	93
一、金融安全与稳定内涵	93
二、运行机理的系统考察	95
三、金融衍生品创新与金融市场稳定实证分析	99
第三节 衍生品创新与经济的发展	106
一、韩国和日本金融衍生品创新与金融稳定经验分析	106
二、美国金融创新与美国经济发展	108
三、新加坡、中国香港和韩国的发展经验	109
第五章 中国金融衍生品创新中的政府行为	115
第一节 中国金融衍生品创新中的制度变迁	117
一、衍生品创新中的政府的角色	117
二、中国金融衍生品创新历程回顾	118

三、中国衍生品创新中的路径依赖与锁定·····	121
第二节 中国金融衍生品创新中的制度效率分析·····	124
一、创新成本的制度效率分析模型·····	124
二、制度效率的实证分析：以期货市场为例·····	127
第三节 中国金融衍生品创新的制度环境·····	133
一、宏观环境·····	134
二、微观环境·····	136
三、基础市场·····	137
 第六章 我国期货市场发展及制度安排·····	141
第一节 我国期货市场历史与现状·····	143
一、我国期货市场发展回顾·····	143
二、我国期货市场的特征·····	145
三、期货市场发展的深层次原因·····	153
第二节 我国期货市场的最优制度安排·····	155
一、金融衍生品创新的制度安排·····	155
二、金融衍生品推出的制度实施·····	164
第三节 结论及建议·····	169
一、中国金融衍生品市场发展的战略抉择·····	169
二、我国期货市场展望·····	173
 博士后阶段发表的文章和承担的研究报告·····	176
 博士阶段发表的文章和承担的研究报告·····	177
 参考文献·····	179
 后记·····	181

第 一 章

金融衍生品与金融创新 有关理论

纵观国际金融的发展史,金融衍生品的诞生是市场经济高度发展的必然结果,是金融市场体系完善到一定程度的内在产物。同时,它也是国际金融市场发展的重大成果,是20世纪国际金融市场上最具革命性的金融创新。

20世纪70年代布雷顿森林体系崩溃后,浮动汇率制形成与经济全球化和金融自由化浪潮使得利率、汇率、证券等多种金融产品价格剧烈波动,金融机构及投资者对能转移和规避风险的新型金融产品的需求剧增,由传统的金融产品衍生出来的金融衍生品不断创新,交易的品种不断增加,市场规模迅速扩大,成交量也急剧上升。与此同时,其交易的手段也日益多样化和复杂化。

目前,金融衍生品作为国际金融市场的交易手段已经越来越频繁地得到了运用,这些由传统金融产品中衍生出来的金融产品已逐渐成为国际金融交易的主角,衍生品市场也发展成金融市场的核心。

第一节 基本概念界定

一、金融衍生品创新与金融创新

(一) 金融衍生品概念

金融衍生品(Financial Derivatives)是20世纪七八十年代全球金融创新的重要组成部分,由于其品种数量庞大,又正处于发展中,因此,对金融衍生品的概念进行准确界定并非易事,迄今为止,还没有一个被大家公认的定义,而其名称叫法也不统一,如金融衍生品、衍生金融产品、金融派生品等。

美国经济学家弗兰克·J.法博齐这样解释道:“一些合同给予合同持有者某种义务或对某一种金融资产进行买卖的选择权。这些合同的价值由其交易的金融资产的价格决定,相应地,这些合约被称为衍生品(Derivatives)。金融衍生品包括期权合约、期货合约、远期合约、互换协议、上限与下限协议等。”^①另一些国外的文献资料中,关于金融衍生品的定义更多的是根据不同对象作出不同的描述。

美国财务会计委员会(FASB)将金融衍生品定义为价值有名义规定的衍生品所依据资产的业务或合约。巴塞尔委员会的定义是:一种合约,该合约的价值取决于一项或多项背景资产或指数价值。简单地说,金融衍生品是从传统的金融产品衍生出来的新型的金融产品。

国内许多经济学家对金融衍生品的定义为:“金融衍生品是指从传统金融产品中衍生而来的新型金融产品。从理论上讲,金融衍生品是根据某种相关资

^① 弗兰克·J.法博齐:《资本市场:机构与工具》,经济科学出版社,1998年。