

上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

期货与金融衍生品系列丛书

主编 姜洋



China Financial Derivatives Forum **专集** 中国金融衍生品论坛

上海期货交易所 编著

百家出版社

上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

期货与金融衍生品系列丛书

China Financial Derivatives Forum
中国金融衍生品论坛
专集

ISBN 7-80703-467-X



9 787807 034674 >

ISBN 7-80703-467-X/F · 20

定价：66.00 元

 上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

期货与金融衍生品系列丛书

主编 姜洋



China Financial Derivatives Forum 专集
中国金融衍生品论坛 专集

上海期货交易所 编著

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融衍生品论坛专集 / 上海期货交易所编. — 上海:
百家出版社, 2006.6

(上海期货交易所期货与金融衍生品系列丛书)

ISBN 7-80703-467-X

I. 中 ... II. 上 ... III. 金融市场 - 研究 - 中国 - 文集
IV. F832.5-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 013567 号

参加本书译校人员:

杨柯、崔瞳、金登贵、卢庆杰、杨再斌、余书炜、杨继、
张宏民、肖辉、谷艳玲以及复旦大学国际金融系翻译组。

- 书 名 中国金融衍生品论坛专集
编 著 上海期货交易所
责任编辑 唐少波
封面设计 曲庭贤 杨侃真
出版发行 上海文艺出版总社 (www.shwenyi.com)
百家出版社 (上海市茶陵路 175 弄 3 号)
经 销 全国新华书店
印 刷 上海求知印刷厂
开 本 640 × 935mm 1/16
印 张 34.25
插 页 4
字 数 520000
版 次 2006 年 6 月第 1 版第 1 次印刷
印 数 1-3100 册
ISBN 7-80703-467-X/F · 20
定 价 66.00 元

主 编：姜 洋

副主编：劳光熊 胡 政

霍瑞戎

编 委：姜 洋 劳光熊

胡 政 霍瑞戎

陈 晗 祁国中

鲍建平 张晓刚

丛书总序 (Preface)

金融衍生品市场对很多不理解的人来讲，还是谈虎色变，认为会带来很大的风险，是一个“零和博弈”的赌场。从表面上看，衍生品交易是一种“零和博弈”，然而，衍生品交易的作用在于将投资风险从风险厌恶者转移到风险偏好者那里，从而使得每一个参与者都实现了与其相适应的风险水平，结果是吸引更多的资金投入基础市场。在投资日益国际化的大环境下，如果不利用衍生产品的对冲和价格发现功能，才是最大的风险。

虽然期货与金融衍生品市场没有融资功能，但它提供了与融资功能密不可分的一项职能——风险管理。利用衍生品市场进行风险管理，与传统风险管理手段相比，具有更高的准确性和时效性。衍生品市场的流动性可以对市场价格变化做出灵活反应，并随基础交易头寸的变动而随时调整，较好地解决了传统风险管理工具管理风险的时滞问题。衍生工具操作时多采用财务杠杆方式，大大降低了交易成本，同时具备更大的灵活性。如果没有完善的期货与金融衍生品市场，货币市场和资本市场的融资规模不可能得到有效扩大，融资效率也不可能得到显著改善。

从国际经验看，期货，尤其是金融衍生品正在改变着基础市场的风貌。金融衍生品市场的发展，对金融市场的规模、效率、功能、完整性、安全性、国际化等诸多方面大有帮助，其主要表现在直接作用和间接作用两个方面。一方面，金融衍生品市场是金融市场的一个重要组成部分，有助于健全市场结构，扩大市场规模；另一方面，金融衍生品市场的发展又可以大大促进金融市场各组成部分的快速发展。从某种意义上讲，金融衍生品市场的发展对金融市场发展的间接作用比直接作用要大得多。金融衍生品市场为市场参加者提供了一个风险管理的市场，使基础金融市场得到补充和完善。

加入世贸组织后，我们的商品市场就暴露在巨大的国际市场风险



面前，尚未完全市场化的中国经济将真正参与资源的全球性优化配置，也意味着将承受来自国际市场的各种冲击。国内与国际两个市场充分衔接，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的价格保持一致，接踵而来的是国际市场由于需求、价格的波动而带来的随机的、不可预测的风险。这其中，不能回避的一个现实就是，我国应该有一个完备的市场体系，尤其是应该有一个完整的金融市场体系。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、金融衍生品市场，目前只有商品衍生品市场，一个缺乏风险转移市场的金融体系是不健全、不完善的。中国证券市场的发展，债券规模的扩大，客观上也要求衍生金融产品与之匹配，只有衍生市场不断发展完善，才能为国内外的经营主体提供一个风险规避、套期保值和增加收益的市场。

中国工业尤其是制造业的快速发展，必然带来对风险管理工具及衍生品市场的巨大需求。衍生品市场可以创新工具，发展期货及金融衍生品市场有利于减缓加入世贸组织后我国经济所面临的巨大压力，有利于建立起一道保障国民经济发展的安全屏障，有利于提高我国的综合竞争力。

吸引国际资本的重要前提就是有一个成熟、发达的金融市场，使外商的投资具有安全性、流动性和盈利性。新兴市场经济国家在吸引外资时，无不通过制度创新建立了相应的为外国投资者所能利用的避险市场。韩国则是一个典型的亡羊补牢的例子，在1997年亚洲金融危机时，韩国也深陷其中，相当重要的一个原因在于未能及时完善风险管理市场。韩国吸取金融风险防范的经验教训，大力推动金融衍生品市场的建设，目前金融衍生品交易量在全球名列前茅。韩国是第一个从亚洲金融危机中复苏的国家，得益于包括大力发展金融衍生品市场在内的金融开放政策。

从整体上考虑，吸引国际资本，金融中心的作用不可忽视，而发展金融衍生品市场是建立国际金融中心的必备条件。上海正在建设国际金融中心，对金融衍生产品的研究与开发提出了新的要求。境内外机构投资者在金融创新方面的竞争将进一步加剧，对风险管理的要求会越来越高，规避系统性风险的强烈需求将推动中国金融衍生品的研

究和开发。

发展金融衍生品市场实质上是金融创新的过程,金融创新取决于经济的市场化程度。我国经济市场化改革已经取得了重大进展,经济市场化整体水平得到了很大提升,基本具备发展金融衍生品市场的宏观经济制度基础。随着货币价格市场化进程的推进、基础金融市场的发展和机构投资者队伍的壮大,开发并逐步推出特定金融衍生产品的时机已经成熟。发展成熟的金融衍生品市场,充分发挥其风险管理和价格发现功能,将有助于经济稳定和资源配置效率的提高,也有助于政府掌握准确的经济动态信息,丰富宏观调控手段。

上海是我国期货市场起步最早的地区,其期货市场的发展经历了起步探索、清理整顿、规范发展这样一个曲折的过程。经过十余年的探索发展,上海的期货市场正面临着新形势带来的难得机遇和严峻挑战。面对新的形势和发展契机,上海期货交易所将战略目标定位于努力建成规范、高效、透明,以及以金融衍生品交易为主的综合性期货交易所。在产品体系方面,将逐步形成包括工业品等的商品系列和包括股票指数、利率和外汇产品的金融系列两大类产品;在产品深度上,以期货合约为先导,逐步推出期货选择权合约并最终形成较完整的产品体系。在市场开放与会员国际化方面,逐步吸收国外会员并达到一定比例。在国际交流与合作方面,加强与国外同业的交流,争取成为国际上各主要期货行业协会会员。在技术创新方面,构建一流的、具有国际水准的交易平台,把上海期货交易所建设成为高新技术密集、辐射面广、运行效率高和交易成本低的期货交易中心。在风险管理方面,逐步改进现有结算与实时风险监控系統,在一定阶段引进国外成熟的期货、期权结算系统,或进行合作开发。在人才结构与内部管理制度方面,构建人才高地,进一步提高员工队伍的整体素质。在确保金融监管当局有效监管的前提下,分步骤稳妥地推出金融衍生品交易,发展离岸金融业务新品种,有计划地不断实现金融品种业务创新,从多方面强化上海期货交易所在全国的领先和中心地位,并力争早日在上海建成以金融衍生产品交易为主的综合性期货交易市场,把上海建成亚太地区主要的衍生产品交易中心之一。

上述战略目标的实现需要有丰富的研究成果来支撑。在自身拥有实力雄厚的研究开发团队的基础上,上海期货交易所还通过合作研究和委



托研究等多种形式集聚了一大批致力于期货与金融衍生品研究的社会力量，以海纳百川的态势，形成期货与金融衍生品的研究中心。

为进一步推动行业研究，上海期货交易所编辑出版了“期货与金融衍生品系列丛书”，以此作为一个载体，采集和选编了国内外专家学者和实际工作者的最新研究、翻译成果，把握创新趋势，深入探讨虚拟经济和实体经济的关系。这套丛书试图从品种、制度和市场等各个方面剖析期货与金融衍生品的运作规律和发展趋势，深刻分析金融创新、金融风险、金融安全、国际金融中心建设等方面的关系，力争做到资料翔实，分析全面，相信这套丛书的出版能对我国期货市场和金融衍生品的运作研究起到良好的推进作用。

姜 洋



全国人大常委会副委员长成思危出席
中国金融衍生品论坛



中国金融衍生品论坛中外嘉宾合影（从右至左）：中国证监会期货监管部主任杨迈军；商品期货交易委员会委员 Walter Lukken；上海证券交易所理事长耿亮；芝加哥商业交易所特别政策顾问、前任主席 John F. Sandner；芝加哥商业交易所 (CME) 名誉主席 Leo Melamed；中国证券监督管理委员会主席尚福林；上海市常务副市长冯国勤；芝加哥商业交易所首席执行官 Craig Donohue；诺贝尔奖得主、金融学教授，Oak Hill Platinum 合伙人公司董事长 Myron Scholes；上海期货交易所总经理姜洋



中国证券监督管理委员会主席尚福林
(左)、上海市常务副市长冯国勤(右)出席
中国金融衍生品论坛



出席中国金融衍生品论坛嘉宾：芝加哥商业交易所(CME)名誉主席
Leo Melamed(左四)、诺贝尔奖得主、金融学教授、Oak Hill Platinum 合
伙人公司董事长 Myron Scholes(右三)、芝加哥商业交易所首席执行官
Craig Donohue(左三)、芝加哥商业交易所特别政策顾问、前任主席 John F.
Sandner(右一)、Hale 顾问有限公司国际经济学家和组建人 David Hale(左一)、
上海期货交易所总经理姜洋(右二)、上海证券交易所副总经理刘啸东(左二)



中国金融衍生品论坛

专题讨论和圆桌会议

金融衍生品是资本市场发展中的重要组成部分。“中国金融衍生品论坛”的目的在于提高中国高级金融官员关于包括金融期货在内的衍生产品对实现自由金融体系的目的和益处的认识。论坛进一步探讨了中国在未来几年中发展出金融衍生品市场的前景。

中国市场发展迅速，中国具有成为亚洲主要经济实体的潜力。因此，全球金融机构对于中国金融市场的继续发展怀抱巨大兴趣。该论坛将为经济专家、行业领袖、中国高级官员和他们的顾问们在一些热点问题上进行思想交流和信息交换提供一个有价值的机会。

专题讨论：“有效金融衍生品市场的角色和作用”

[主持人：David Hale 先生，Hale 顾问有限公司国际经济学家和组建人]

- ★推动金融衍生品的成长
- ★金融工程和风险分担
- ★通过金融衍生品管理波动
- ★中国融入全球金融市场
- ★通过市场机制分配资本
- ★发展透明的市场结构
- ★清算所在管理信用风险中的作用

讨论嘉宾：

- a) Douglas Coombs, 花旗集团新兴市场总监
- b) Water Cheung, MD & Head Derivatives, DBS (新加坡) 债券和市场董事总经理和衍生品主管
- c) Stephen Cheung, 香港城市大学 Yan-Leung 经济学系
- d) Alex Chi, 摩根士丹利 (香港) 证券部董事总经理
- e) 程兵, 中国科学院金融工程与风险管理研究中心常务副主任
- f) 陈支左, 上海证券交易所新产品开发小组组长





讨论嘉宾：

- a) Walter Lukken, 商品期货交易委员会委员
- b) Walter C. Hutchens, 马里兰大学 Robert. H. Smith 商学院副教授
- c) Wanda Tung, 摩根大通银行（上海）中国法律事务主管
- d) 杨迈军, 证监会期货监管部主任

专题讨论：“期货佣金商在交易所交易的衍生品市场中的地位”

[主持人：John F. Sandner 先生，芝加哥商业交易所特别政策顾问、前任主席]

- ★在中国和其他亚洲市场的期货佣金商
- ★欧洲和北美的期货佣金商
- ★期货佣金商的信用控制
- ★中国金融机构的风险管理
- ★营运风险
- ★为交易所交易基金建立支持性基础设施
- ★证券的清算和结算系统
- ★双边和多边结算系统的差别

专题讨论：“推动衍生品市场发展的法律和监管框架”

[主持人：Jerrold Salzman 先生，Freeman, Freeman & Salzman 事务所合伙人]

- ★支持和管理金融创新和成长的法律和监管框架
- ★发达和发展中国家金融市场监管的教训
- ★在中国发展一透明、法制化监管体系的挑战
- ★市场间的监管竞争



讨论嘉宾：

- a) Robert Tan Hup Thye, 瑞富（亚洲）董事总经理
- b) William Marcus, 东方汇理金融有限公司业务发展全球主管
- c) Steve Ng, 荷兰银行有限公司董事总经理兼区域主管
- d) 袁小文, 长城伟业期货经纪有限公司总经理
- e) 虞启斌, 国泰君安副总经理



技术圆桌会议：“为交易所交易产品开发技术基础架构”

[主持人：白硕先生，上海证券交易所总工程师，总经理助理]

- ★芝加哥商业交易所
- ★上海期货交易所
- ★上海证券交易所

讨论嘉宾：

- a) Jim Krause, 芝加哥商业交易所董事总经理兼首席信息官
- b) 李大鹏, 上海期货交易所首席计算机专家
- c) 郑刚, 上海证券交易所技术中心副总监

专题讨论：“交易股票相关产品、对冲市场风险”

[主持人：刘啸东先生，上海证券交易所副总经理]

- ★创建股票基准
- ★共同基金和交易所交易基金成长的前景
- ★权证、指数产品、股票期权和期货的前景
- ★结构性股票衍生产品的发展
- ★流动性提供者和做事商的角色
- ★在不滋长无序投机的前提下使股票衍生品交易自由化
- ★中国股票衍生品的全球发售

讨论嘉宾：

- a) 关永盛, 恒生指数服务公司董事总经理
- b) Glenn Doody, 标普亚洲指数服务副总裁
- c) 朱闪, 新华富时董事总经理
- d) Philip Tsao, 瑞士银行投资银行部亚洲区董事总经理
- e) 周明, 深圳证券交易所副总经理
- f) 陈晗, 上海期货交易所战略规划部高级总监、金融期货开发工作组副组长
- g) Thorsten Michalik, 德意志银行投资产品集团总监、权证产品负责人(亚洲)
- h) Justin Pascoe, 道富亚太首席投资官



专题讨论：“利率衍生品——发展人民币收益率曲线”

[主持人：胡政先生，上海期货交易所副总经理]

★短期利率衍生品市场的现状和未来发展前景

★远期长债市场近期发展

★阻碍利率衍生品市场发展的结构性和监管方面的问题

★构建人民币收益率曲线

★人民币互换和回购市场的发展

★登记和质押标准、清算和结算手续以及争议解决方案的发展

讨论嘉宾：

a) Changhong Zhu, PIMCO 董事总经理

b) Stephen Green, 渣打银行（上海）全球研究高级经济学家

c) Andrew Zhang, 摩根大通银行（上海）中国信用和利率市场

d) 李扬，中国社会科学院金融研究所所长

e) 周万阜，中国农业银行负债管理总部副总经理



交易所圆桌会议：“交易所交易衍生品业务—CEO 视角”

[主持人：姜洋先生，上海期货交易所总经理]



讨论嘉宾：

a) Craig Donohue, 芝加哥商业交易所首席执行官

b) Ravi Narain, 印度国家证券交易所首席执行官

c) Yeong-ho Woo, 韩国交易所期货市场首席执行官

d) 刘啸东, 上海证券交易所副总经理

e) 邱文昌, 台湾期货交易所秘书长



推动资本市场发展的九条意见，他们说“我们要发展衍生品和商品市场”。所以没有真正的意识形态的障碍，我认为这点对于资本市场和衍生品市场都是真实的。

另外，还有一件既与股票市场，也与他们现在处理衍生品和期货的方法相似的事情，就是政府管制谁能交易，能交易什么以及在何处交易。这是一个与我们一分钟以前讨论的那个机构非常不同的模式。另外一个关键点是国家执行管控，不只是政府，还有大多数提供服务和他们服务的机构的中介、银行和经纪公司，决定我在第二点提到的那些事情。我认为这对于这些类型的市场都是一个重要的环境因素。

第四点，法律系统面临挑战。这回到我之前讲到的那一点上，即从一个美国人的角度，你可能不想要一个政府机构来介入市场。但是你确实希望强有力的可执行的财产权，这在中国有些困难。为了外国投资者的利益考虑：中国的问题不再是你在某些事情上没有法律可依。正如我提到的许多证券法律是模仿美国的模式，他们已经有了真实的好的世界级的法规，他们也面临着真实的挑战：与法律系统构成方法相关的执行因素。

法律系统不完全独立。地方政府控制预算和法院的人事，有受党的一些影响而监管法院的法律判决委员会。最高人民法院院长会告诉人民代表大会，他碰到了法院腐败的问题。这意味着什么？这意味着对于股票市场和衍生品市场，一个假设是你能够单独制定一项交易，然后确保其执行，或至少是一个很可能的可预期的执行，否则是不太安全的，并且会产生许多明显的困难。

我认为还有一个类似处是股票市场和期货及衍生品交易已经建立在稳定和渐进的观点基础上，优于放开我们市场造成任何类型的破坏的观点上。

但是还有一些困难。中国的股票市场有许多被称为散户的小的投资者。明显的，这在期货和衍生品市场很少见。我认为这是重要的监管点，因为这些是应该更能领会到并照顾自己的参与者，所以对法规的理论支持在这种背景下看来更软弱；第二，这是一件非常好的事情——在期货市场已经没有这么多的结构的问题。通过股票市场，你可能知道他们如何产生大部分的股票掌握在政府手里不能交易的问题。它们可能继续并



迷惑每一个人，这使许多人对市场的变化感到紧张。但是你在我们今天讨论的这些领域中没有这个问题。另一个不同之处是，在中国的许多领域，除了金融、保险、银行和有序证券市场，在通讯的一切领域，你拥有了 WTO 下的自由化的诺言，具体的承诺——现在你能在中国为基金管理公司设立一个合资企业或者一个投资银行。对外国股权占多少比例有一种限制，但那些是中国进入 WTO 的承诺。这与期货市场并无多大关系。

我认为与从银行贷款的公司融资方式相比，就它们在 GDP 中所占的百分比而言，这里的证券市场并不重要是一个事实。现在，期货交易和衍生品占的百分比更小。我认为与国外的情形相比，中国的股票市场也是有差异的。

我想像另一位 Walter 所做的那样，通过为一些事情提供想法来结束我的演讲，这些事情在中国正在阐述如何在这个领域中前进时将有益于思考。无论何时当我看见人们讨论发展期货市场和衍生品时，他们总是强调避免风险的重要性。那显然是正在发生的一部分事情，但是还有一些事情正在发生，那就是中介想要赚钱。为许多客户服务，对吗？你只需承认希望变得富有，而这制造了许多道德风险。中航油新加坡总裁亏空了 5 亿美元，使整个公司破产。他违反了中国法规，虽然他有国外的顾问和审计员，这些顾问和审计员显然并不知道当他们列出更多的份额到那家公司时，那个大的衍生品交易订单正在发生什么。这是一个有风险的建议，即使你寻求减轻风险，你也无法逃离左右。

我认为中国人是非常聪明和勤劳的，所以，我的第二个建议是，只要可能，让他们，而不是监管者，计划这些事情如何发展是有意义的。计划不如市场好，对吧？但是，在中国有时通过法规，有种方法说“我们将决定产品将成为什么，我们将决定谁能交易，何处交易”，而不是让私人团体决定在这种背景下可以实施的权力，然后让市场有机地发展。我想如果你将 5 亿美元放到中国期货监管委员会或 CRSC 的预算中，以加强他们关于没有得到许可不得在海外交易衍生品或是不用某些方式交易的规则，就永远不会像报道毁灭了公司的中航油总裁的故事一样令人印象深刻，因为一旦人们知道那会发生，他们将会小心。坐牢的风险、你的公司破产的风险比起任何一个监管者失察是一个更大的刺激，因为