

教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目 (07JZD0010)

中国金融衍生品市场 监管体系重构

ZHONGGUO JINRONG YANSHENGPIN SHICHANG
JIANGUAN TIXI CHONGGOU

张玉智 著

 中国金融出版社

-20

教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目
(07JZD0010)

中国金融衍生品市场 监管体系重构

张玉智 著

F832.5

2239

 中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏

责任校对：刘 明

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融衍生品市场监管体系重构 (Zhongguo Jinrong Yanshengpin Shichang Jianguan Tixi Chonggou) / 张玉智著. —北京: 中国金融出版社, 2009. 10

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5199 - 1

I. 中… II. 张… III. 金融市场—监督管理—研究—中国
IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 148405 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印务有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 13

字数 229 千

版次 2009 年 10 月第 1 版

印次 2009 年 10 月第 1 次印刷

定价 36.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5199 - 1/F. 4759

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序

张玉智是长春工业大学教授，目前在北京大学做访问学者，我是他的指导老师。他参与了我主持的教育部哲学社会科学重大课题攻关项目《金融市场全球化下的中国金融监管体系研究》（07JZD0010）的研究工作，重点研究金融衍生品市场的监管问题。他著述的《中国金融衍生品市场监管体系重构》一书，是该项目的研究成果之一。他希望我为此书作序，我欣然命笔，也想借此机会谈谈对金融衍生品市场监管的一些看法。

金融衍生品即金融衍生工具是相对于原生金融工具而言的，主要是指在金融市场上一系列自身的价值依赖于标的资产价格变动的合约的总称。这里的标的资产可以是商品，如石油、小麦、玉米、咖啡，也可以是金融资产，如股票、债券等。金融衍生工具也可以是基于或衍生于金融基础产品（如货币、汇率、利率、股票指数等）的金融工具。

美国是金融衍生品市场最发达的国家。美国的金融业相当发达但受政府管制较严，因而美国的金融机构创造出很多金融衍生工具以规避管制，包括各种金融期货、期权、货币互换在内的新型的金融衍生工具相继出现，后又其他国家广为流传。世界各地还出现了若干新兴的金融市场从事金融衍生工具交易，如芝加哥国际货币市场、新加坡国际货币交易中心、伦敦国际金融期货交易所、法国国际金融期货交易所等。电子计算机的发展使金融资料处理和传送出现了革命性的变化，从而产生了终端服务、销售点系统、家庭银行业务及自动清算所等，这些创新便利了客户并使金融创新活动更加深入到百姓之中。不可否认，这些新的金融工具在防范投资风险或借贷风险方面有明显的作用，不少新的工具突破了传统上对金融机构在业务范围、利率方面的管制。各种金融期货、期权、货币互换等新的金融工具相继出现，提供了更为广泛的资金筹措渠道，同时降低了融资成本，在一定程度上规避或减轻了投资风险。金融衍生品市场的发展，促进了金融业的进一步发展，促进了经济与金融的国际化。

然而金融衍生工具市场一开始就是风险很高的市场。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工具有关。1995年2月，英国巴林银行的交易员尼克·里森投机于日经指数期货交易失败，造成9亿美元的巨额亏损，使巴林银行两百多年的基业顷刻间灰飞烟灭。几乎与此同时，中



国上海国债期货市场发生了国内最大的金融衍生工具交易违规案——空头券商使用透支大量沽空国债 327 品种，即震惊中国金融界的“327 事件”，中国万国证券公司损失了 15 亿美元。在巴林银行风波前后，国际上曾发生过多起因金融衍生工具交易造成巨额损失的事件。据统计，1987 年至 1995 年 7 月，见诸报端的这类重大损失多达 113 则，总计亏损 162 亿美元。

2007 年发生的由美国次贷危机引发的全球金融危机实际上也是金融创新和金融衍生工具市场的危机。其中一个非常重要的原因就是“过度创新”，或者叫“疯狂地金融创新”，这种金融创新创造出的金融衍生品及其交易已经和实体经济完全脱离了。美国放贷机构为了转移次贷风险，把房贷打包组成资产池，进行资产证券化，大量发生资产抵押支持证券 MBS 和资产担保证券 ABS。这还不算，它们还以这些证券为抵押担保，再发行债权抵押支持证券 CDO。从 MBS、ABS 到 CDO 的过程中，证券化产品的收益率进一步提高。由于收益率的提高，对冲基金等投资者大量介入 CDO 市场。2006 年末全球 CDO 市场约为 550 亿美元，其合成型 CDO（CDO 再证券化）约为 890 亿美元。从房贷到 MBS 再到 CDO，金融创新使收益率提高，也使风险加大并越来越难以计量。在 CDO 基础上又产生了 CDS 衍生证券。CDS 是一种在两个交易对方之间建立的信贷违约互换合同。买方向卖方定期支付保费。如果合同指定的第三方在有效期内发生信用违约事件，买方将获得来自卖方的赔偿。CDS 交易类似于卖方向买方提供的一种信用保险。全球衍生品市场自 2000 年以来得到了极大发展。2003 年至 2007 年，美国信用衍生品合同的复合增长率达到 100%，而 CDS 占有绝对支配地位。截至 2008 年第二季度末，CDS 在美国信用衍生品市场中占到 98.77%。全球 CDS 市场未清偿余额由 2001 年 6 月末的 6 315 亿美元飙升至 2007 年 12 月末的 62.17 万亿美元，增长了 97.45 倍！甚至超过了全球 GDP 的规模！^① 在次贷危机爆发后，由于很多次级抵押贷款债权出现违约，很多投资者因为支付不起巨额赔偿金而濒临破产。由于收不到投资者的赔付，发起人也不再支付 CDS 保费，这就导致 CDO 违约，最终导致 CDO 证券持有者蒙受损失。

这里向我们提出了两个严肃的问题。

第一个问题是金融衍生品市场能不能脱离实体经济而盲目发展。实践告诉我们，金融衍生品是不可以脱离实体经济而无限和随意地去创造的。金融衍生品的创造必须要和实体经济相结合，适应实体经济的发展。过度的、无

^① 资料来源：美国证券托管清算公司 DTCC。



限制的、脱离实体经济需求来创造金融衍生品，反过来可能对实体经济产生很大的负面影响。此次金融危机就是一个证明。

第二个问题是如何监管金融衍生品市场。在分析国际金融危机的原因时，人们习惯于将审视的目光投向这场金融风暴的始作俑者——金融衍生品，并将罪魁祸首归结于金融衍生品的高杠杆性，却忽视了金融深化和金融创新的累积效应。实际上，金融衍生品在以难以置信的力量创造市场的同时，还有着令人恐惧的破坏市场的能量。这种能量并非来自于金融衍生品本身，而是来自于对金融衍生品的监管。正是那些放任的金融深化和不负责任的金融创新，使得许多像“垃圾”一样的金融产品在资产证券化神话的掩饰下被一次次地再衍生成有价的信用衍生品，被一次次折价转卖出售，银行、投资银行、中介机构肆意在这些信用衍生品上牟取利益。此时，在表面繁荣的掩饰下，相对健全的金融衍生品监管体系形同虚设，监管部门没能够居安思危，仍然幻想着资本主义的“信用至上”。这样，危机的爆发也就不足为奇了。各国在对金融创新、对金融衍生品市场的监管上是存在很大问题的，像美国这样原以为金融监管体系比较健全的国家，却连谁来监管投资银行、谁来监管高杠杆、谁来监管衍生品市场的问题都没有解决。因此，发展金融衍生品市场必须加强监管。

20 世纪 80 年代中期以来，我国金融业稳步对外开放，我国金融机构参与国际金融市场的程度有所提高，包括远期、期货、互换、认股权证、可转换债券在内的金融衍生品市场在我国有了进一步的发展，股指期货、融资融券业务也已经进入试点和实际操作阶段。这无疑是我国多层次资本市场体系建设进程中具有里程碑意义的大事。多年来的金融改革与实践探索推动了我国金融衍生品市场的发展创新。

我国发展金融衍生品市场必须吸取发达国家的经验教训，完善金融监管体系，加强对衍生品市场的监管。

应该说，像美国这样金融业高度发达、衍生品市场监管体系比较健全、资本市场法律非常完善的经济体，仍然摆脱不了金融危机的宿命，那么对于我国这样的处于资本市场发展初级阶段的发展中国家来说，建立健全金融衍生品市场的监管体系就更为关键。有人说中国与美国有很大的不同，如果说美国是金融创新过度的话，中国则是创新不足。毫无疑问，中国需要金融深化、需要金融创新。改革开放 30 年，中国就是走了金融深化和金融创新的路。没有金融创新，没有中国金融体系的改革，没有银行体系和资本市场体系的支撑，包括货币供应量的大幅度增加，就绝没有中国经济的高速发展。就资本市场来说，我们至今尚未形成一个多层次的资本市场体系。我们的股票市场发展较快但还不够稳定，企业债、公司债市场还未发展起来，商品期



货市场规模很小,金融衍生工具市场发展缓慢。我们当然需要继续金融创新。然而,金融创新包括发展金融衍生品市场,必须适应我国经济发展的实际情况,应当在现货市场稳定和交易制度完善的情况下推出。另外,我国的金融衍生品市场监管体系并非无懈可击。我国现有的以“一行三会”为主要框架的金融监管体系在对金融衍生品市场实施监管的过程中,依然存在监管空白、监管死角、监管分散、监管重复、监管套利和监管道德问题,法律法规建设仍不完善,应对突发事件的能力依然薄弱。凡此种种,都为我国金融衍生品市场的发展埋下了隐患。因此,建立和健全适应金融衍生品市场发展的金融监管体系和制度势在必行。

正是基于这种考虑,在《中国金融衍生品市场监管体系重构》一书中,作者张玉智博士以金融创新、金融风险和金融监管为主线,通过对我国金融衍生品的发展创新进程和市场监管实践的深层次分析,揭示了当前我国金融衍生品市场监管体系的脆弱性、分散性和局限性,重构了我国金融衍生品市场一元二阶三维多层动态无缝监管体系,这对防范和化解金融衍生品市场风险无疑是大有裨益的,这也正是这部著作的创新之处。

之所以说是创新,是因为这部著作在研究内容、研究体系、研究方法和研究结论上,都令人耳目一新。

从研究内容上看,作者在对我国金融衍生品市场创新的基本理论与根本动因深入剖析后,概括性地综述了我国金融衍生品市场的风险演绎与监管历程;启发性地再现了我国期货市场、权证市场、可转换债券市场、远期市场、互换市场、期权市场以及融资融券业务的监管创新与研究取向;形象性地展示了金融衍生品市场串谋、虚假信号传递、信息操纵以及主体寻租等行为与监管的博弈脉络;借鉴性地阐释了美国、英国、日本以及我国香港等发达国家和地区金融衍生品市场监管体系及其对我国金融衍生品市场监管体系构筑的启示;渐进性地设计了我国金融衍生品市场监管体系重构的指导思想与基本原则、主要层次与整体架构、详细思路与综合内容以及执行步骤与保障措施。这些研究内容在当前国际金融危机尚未结束的背景下,无疑是深刻和新颖的,也是迫切和急需的。

从研究体系上看,作者针对我国金融衍生品市场监管体系在产生与完善过程中形成的体制上、层次上和架构上的矛盾与问题,以金融衍生品市场创新为明线,勾勒出我国金融衍生品市场产生与发展、成熟与创新等不同阶段的属性与特征;以金融衍生品风险为暗线,衬托出我国金融衍生品市场监管体系的不足与局限。通过这一明一暗两条主线,按照概述—分述—综述—详述的研究层次紧紧围绕我国金融衍生品市场监管体系重构这个主题,分九个



专题展开深入研究与具体探索。每个专题自成体系，既相对独立，又相互依存，主题突出，层次清晰，结构严谨，环环相扣。

从研究方法上看，作者博采和借鉴相关学科的多种理论与方法，从多维度、多层次、多视角、多侧面进行了理论和实证研究。通过层次分析法对我国金融衍生品市场的监管现状与监管环境进行系统分析，结合生态学理论设计出信息生态与博弈的相关模型；通过评价研究法构建了我国期货市场效率的评价模型和评价指标体系；通过模型研究法设计出我国金融衍生品市场一元二阶三维多层动态无缝监管体系模型；通过实证研究法采集相关数据对DCE、ZCE和SHFE进行ADF实证检验；通过比较研究法对发达国家和地区金融衍生品市场监管体系进行对比研究，分析其对我国金融衍生品市场监管体系重构的启示；通过网络信息检索法了解国内外在金融衍生品市场监管方面的最新研究成果及研究动态；通过综合归纳法对我国金融衍生品市场监管问题与监管局限性进行综合归纳，并以全新的视角对我国金融衍生品市场监管体系进行重新构建。可以说，作者通过多种研究方法的交叉运用，妥善地把握了金融衍生品市场监管体系重构的研究主线，既增加了研究的深度，又拓展了研究的广度。

从研究结论上看，作者设计的我国金融衍生品市场监管体系架构具有一定的超前性。该架构以中国金融监督管理委员会为监管核心，在整合了原有“一行三会”监管模式的基础上，构建了包含核心层的政府统一监管分支体系、主体层的行业自律监管分支体系、基本层的市场一线监管分支体系、中介层的社会公众监管分支体系、基础层的法律规范监管分支体系和协调层的国际合作监管分支体系在内的我国金融衍生品市场监管体系。虽然这些思路仍显得有这样或那样的局限性，虽然这些设想的实施不可能一蹴而就，虽然监管体系重构的过程中还会出现这样或那样的问题，但是，能够大胆提出设想并能够不断探索新的模式，这本身就是一种创新。

近年来，关于金融衍生品风险管理方面的论著多有面世。应该说，这些作品在推动我国金融衍生品市场规范发展方面起到了不可磨灭的作用。张玉智博士的著作《中国金融衍生品市场监管体系重构》从金融衍生品市场监管体系重构的全新视角提出了规避金融衍生品市场风险的可操作性思路，对推动金融衍生品市场和谐发展必将起到一定的引领和指导作用。

曹凤岐

2009年6月于蓝旗营

目 录

一、我国金融衍生品市场创新机理与功能定位研究	1
(一) 金融衍生品市场创新的基本理论研究	1
(二) 我国金融衍生品市场创新的根本动因研究	6
(三) 我国金融衍生品市场创新的时代特征研究	11
(四) 我国金融衍生品市场承载的经济功能研究	17
二、我国金融衍生品市场风险演绎与监管研究	23
(一) 我国金融衍生品市场的发展背景研究	23
(二) 我国金融衍生品市场盲目发展时期的风险与监管研究	28
(三) 我国金融衍生品市场治理整顿时期的风险与监管研究	33
(四) 我国金融衍生品市场规范发展时期的风险与监管研究	38
三、社会主义初级阶段期货市场创新与监管研究	46
(一) 我国期货市场交易机理创新研究	46
(二) 我国期货市场交易结构创新研究	50
(三) 我国期货市场效率评价与监管研究	60
四、中国特色权证市场创新与监管研究	67
(一) 我国权证市场结构创新研究	67
(二) 我国权证发行创新与监管研究	72
(三) 我国权证交易创新与监管研究	79
(四) 我国权证交易风险评估与监管研究	83
五、可转债市场创新与监管研究	89
(一) 我国可转换债券市场结构创新研究	89
(二) 我国可转换债券发行创新与监管研究	96
(三) 我国可转换债券交易创新与监管研究	101
(四) 我国可转换债券市场风险评估与监管研究	105



六、我国其他衍生品市场发展监管研究	111
(一) 我国远期市场发展监管研究	111
(二) 我国互换市场发展监管研究	115
(三) 我国其他衍生品市场创设与监管研究	122
七、我国金融衍生品市场监管博弈研究	128
(一) 金融衍生品投资信息传递中串谋的博弈与监管研究	128
(二) 金融衍生品投资虚假信号传递的博弈与监管研究	131
(三) 金融衍生品投资监管与信息操纵的博弈与监管研究	136
(四) 金融衍生品市场监管层与交易所的信息博弈研究	141
八、发达国家和地区金融衍生品市场监管体系研究	149
(一) 美国金融衍生品市场监管体系研究	149
(二) 英国金融衍生品市场监管体系研究	154
(三) 日本金融衍生品市场监管体系研究	159
(四) 中国香港金融衍生品市场监管体系研究	162
九、我国金融衍生品市场多层次监管体系重构研究	166
(一) 我国金融衍生品市场多层次监管体系 重构的思想与原则研究	166
(二) 我国金融衍生品市场多层次监管体系 重构的层次与架构研究	170
(三) 我国金融衍生品市场多层次监管体系 重构的思路与内容研究	173
(四) 我国金融衍生品市场多层次监管体系 重构的步骤与措施研究	182
参考文献	189
后记	195

一、我国金融衍生品市场创新 机理与功能定位研究

金融衍生品市场是近年来发达国家资本市场发展创新的成功典范，一国是否有金融衍生品市场已成为衡量一国金融市场是否完整和成熟的标志。虽然金融衍生品在创新和发展过程中多次诱发国际金融危机，但危机过后，各国的金融衍生品创新却一刻也没有停止过。

（一）金融衍生品市场创新的基本理论研究

我国金融衍生品市场的创新，得益于我国经济发展过程中对资本市场、证券市场乃至金融衍生品市场基本功能的需求，得益于金融衍生品市场独具的时代特征。

1. 以提倡学术争鸣为特色：金融衍生品的概念争论

关于金融衍生品的概念，由于人们的出发点和所理解的侧重点不同，其阐释和表述的观点也不尽相同。目前，对于金融衍生品的定义主要有以下几种表述方式：

“派生说”根据金融衍生品的母语“Derivative”原意翻译，认为金融衍生品是派生的产物。田文、张邦辉、汤进喜对金融衍生品的定义为“从某种作为本原的金融资产中将其经济效果的一部分提取而成的商品”。^①他们认为，金融衍生品，英语叫 Derivative，其动词原形 Derive 的意思是“从本原得到……”这个单词的意思是从某种本原的东西中派生出来的东西，在英语字典里，Derivative 通常被译为“派生物”。路透（Reuters）也将金融衍生品定义为“衍生工具是由相关资产的未来价值衍生而来的，由两方或多方共同达成的一种金融合约”。^②

“创新说”对金融衍生品的本质和来源作了进一步的解释，具有一定的理

^① 田文，张邦辉，汤进喜．金融衍生品的风险防范与化解[M]．北京：中国物价出版社，2001：2．

^② 路透．金融衍生工具导论[M]．北京：北京大学出版社，2001：13．



论性和科学性。谢地、丁肇勇将金融衍生品定义为“以另一种或另一些金融工具的存在为前提,以这些金融工具作为买卖对象,其价格也是由这些金融工具所决定的一种新型金融工具”。^①刘振亚认为“金融衍生工具又称为金融衍生品或金融衍生产品。它是一种新型的金融工具,其价格或投资回报最终取决于标的资产的价格。这就是说,金融衍生工具的价值是由其标的资产衍生而来的。用来作为标的资产的,可以是债券、股票、货币等基础性金融工具,可以是其他实物资产,也可以是金融衍生工具本身”。^②

“发展说”从发展的角度,比较客观、完整地阐述了金融衍生品的基本属性和深刻内涵,在学术界有比较深刻的影响。吴晓求将金融衍生品定义为“一种双边合约,其合约价格取决于或派生于原生商品(资产)的价格及其变化。因此,金融衍生工具是相对于金融原生工具而言的”。^③他认为,在金融市场上,按照一定方式派生的资产只要能满足客户的某种需要,这种衍生资产就会有市场,就可得到发展。就金融衍生工具的产生而言,均是在金融市场发展过程中逐渐产生并发展的。

2. 以定位基本功能为视角:金融衍生品的内涵界定

上述几种定义都从一定的侧面对金融衍生品进行了比较全面、客观和深刻的阐述,可以说“仁者见仁,智者见智”。综合学术前辈的研究成果,笔者认为,金融衍生品的定义可以表述为:金融衍生品是适应社会经济发展状况,由金融原生品衍生(派生)出来的,旨在防范、化解、规避金融原生品风险的金融创新工具。

准确地理解和把握金融衍生品的概念,应从以下四个方面入手:第一,衍生是相对于原生而言的,因此,把握金融衍生品的概念,必须熟练掌握金融原生品的概念。债券、股票、货币等基础性金融工具只是金融原生品的一部分,各种实物资产如农产品、金属、能源等也是其标的资产,金融衍生品本身也可以作为其标的资产。第二,金融衍生品是伴随着社会经济的快速发展而产生的,是金融创新的结果。近年来,金融创新的步伐越来越快,新的品种也不断涌现。而且,随着科学技术的进步,随着以信息经济为时代特征的社会发展进程的进一步加快,各种新的金融创新工具将不断被开发和应用,成为经济发展的中流砥柱。第三,金融衍生品的功能越来越强大。金融衍生

① 谢地,丁肇勇. 证券投资学[M]. 长春:吉林大学出版社,1998:137.

② 刘振亚. 美国期权市场[M]. 北京:经济科学出版社,2001:1-2.

③ 吴晓求. 证券投资学[M]. 北京:中国金融出版社,1998:262.



品的主要功能是回避金融原生品的风险,以及发现金融原生品的真正价格。然而,由于金融衍生品本身所具有的特殊性质,其强大的经济发展推动功能将越发展现,这也是金融衍生品成为最有朝气的金融产品、金融衍生品市场成为最有活力的金融市场的主要原因。第四,金融衍生品在规避金融原生品风险的同时,其自身也蕴涵着巨大的风险。

3. 以突出结构体系为特征:金融衍生品的类型划分

金融衍生品虽然产生较晚,但其市场潜力巨大,发展迅速,品种繁多。根据金融衍生品基础证券的品种、交易形式及自身交易方法的不同可对其进行不同的分类。

谢地、丁肇勇对金融衍生品进行了较为系统的分类,并对每一种类型的含义都进行了简单的阐述:第一,根据基础证券不同,可将金融衍生品分为股权式衍生证券、货币衍生证券和利率衍生证券;第二,根据金融衍生品的交易形式不同,金融衍生品可分为收益风险对称衍生证券和收益风险不对称衍生证券;第三,根据金融衍生品自身的交易方法及特点不同,可将金融衍生品分为金融远期、金融期货、金融期权和金融互换。^① 吴晓求认为金融衍生品具有以下几种类型:第一,远期类合约,是指在未来的某一时间交割某种商品或资产的标准化协议,主要包括远期合约、期货合约、互换合约;第二,期权类合约,主要包括期权合约、利率上限与利率下限、互换期权;第三,其他金融衍生品,包括认股权证、可转换公司债、商品派生债券、美国存股证等。^② 杨迈军、汤进喜对金融衍生品进行了简单、通俗、明了的分类:第一,根据形态分类,金融衍生品可以大致分为远期合约、期货合约、期权合约和掉期合约四大类。第二,根据原生资产分类,即股票、利率、货币和商品的衍生品。如果进行细化,股票类还可以分为股票和股票指数的衍生品,利率类又可以分为以短期存款利率为代表的短期利率和以长期债券利率为代表的长期利率的衍生品。货币类中包括不同币种之间的比值,商品类中包括各类大宗实物商品。第三,根据交易方法分类,金融衍生品可以分为场内交易和场外交易两种类型。^③

在充分吸收前人研究成果的基础上,笔者按照有助于把握金融衍生品研究的结构体系、有助于由浅入深地掌握金融衍生品的基本知识、有助于培养

① 谢地,丁肇勇.证券投资学[M].长春:吉林大学出版社,1998:15.

② 吴晓求.证券投资学[M].北京:中国金融出版社,1998:265.

③ 杨迈军,汤进喜.金融衍生品市场的监管[M].北京:中国物价出版社,2001:135.



人们分析问题和解决问题的能力的原则，将金融衍生品划分为：远期型、选择权型、互换型、再衍生型和其他型五种类型，如图 1-1 所示。

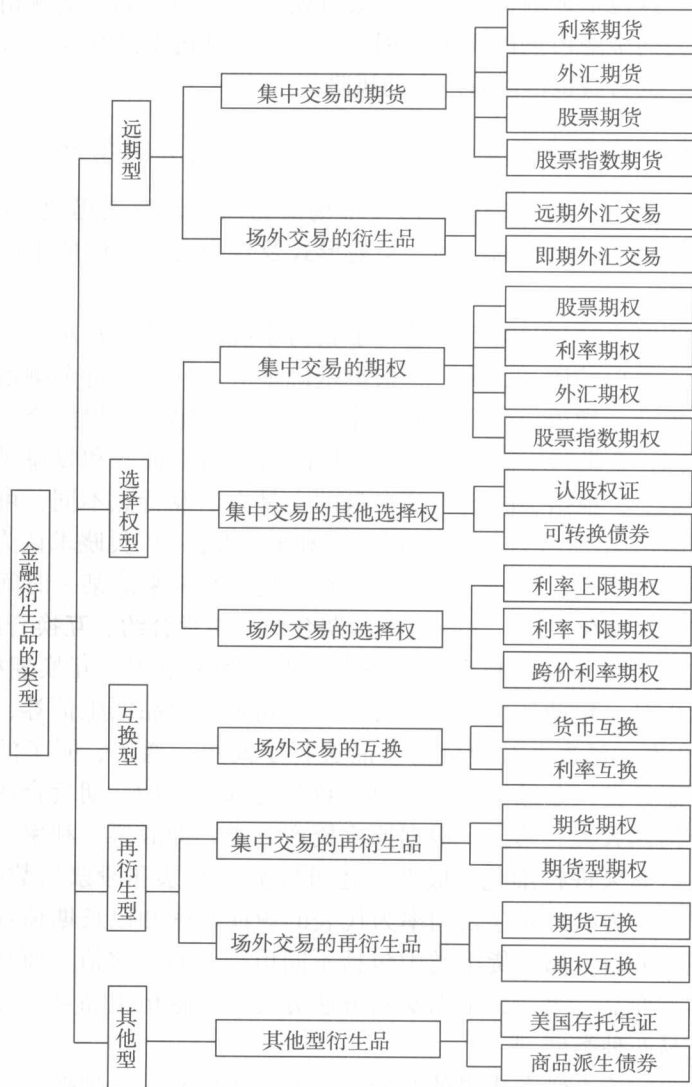


图 1-1 金融衍生品的类型划分

需要说明的是，在上述分类中，我国的金融衍生品仅占很少的部分。



4. 以研究参与主体为内涵：金融衍生品的群体取向

金融衍生品市场是进行金融衍生品交易的市场。^①它是相对于金融衍生品标的资产交易市场而言的，后者常被称为现金市场或现货市场。从近年来金融衍生品市场发展的实践来看，金融衍生品市场的参与者大致可分为三类，即套期者、套利者和投机者。

套期者是金融衍生品套期保值功能的直接受益者。他们希望通过金融衍生品回避自己核心业务中存在的风险，并以此为目的在市场上进行套期保值的运作。例如，我国一家公司和一家英国公司签订销售合同，并预计每隔6个月收到500万英镑的货款。考虑到英镑和人民币的汇率可能会变动，我国这家公司可以通过英镑的互换合约来锁定其汇率风险。

套利者和投机者是属于同一种类型的交易者。^②套利可分为跨市场套利、跨品种套利和跨期套利三种情况。

跨市场套利是指在两个或两个以上的不同市场买卖同一种金融衍生品，以期从中获得无风险利润的行为，即以低价买进后，立刻以高价卖出。例如，假如某一股票同时在上海和香港两地的证券交易所上市交易，这种股票在上海市场上的价格为每股8元，在香港市场上的价格为每股6港元，而港元兑换人民币的即期汇率为100:80。套利者如果发现了这一价格差异，即可以在香港市场买进该股票，同时在上海市场卖出该股票。这样，若不考虑交易成本，每股可以赚取价差4港元或3.2元人民币。

跨品种套利是指在一个或几个金融衍生品交易市场上针对不同的品种但具有一定的相关性的衍生证券进行交易，以期获得差额收益的行为。例如，在农产品期货市场上，大豆和大豆油、豆粕是相关性比较强的品种，每一个品种的价格波动，都会引起其他品种价格的涨跌。如果市场上大豆的价格居高不下，而同期大豆油或豆粕的价格却还没有及时启动，那么交易者（跨品种套利者）就可以买入大豆油或豆粕期货合约，并卖出大豆期货合约，从而在二者价格理性回归的过程中实现跨品种套利。

跨期套利是指当一个市场的同一个品种的不同月份合约价格发生背离时，对不同月份的合约进行相反方向的买卖操作，以获取差价收益的行为。仍以农产品期货为例，当3月份小麦合约的价格为1620元/吨，而7月份的小麦

^① 安毅，梁建国．国际金融衍生品市场的最新发展及国内相关研究评述[J]．经济界，2003（4）．

^② 巴曙松．中国金融衍生品前瞻[J]．大众理财顾问，2006（4）．



合约价格为 1 840 元/吨时,投资者可以买入 3 月份合约并同时卖出 7 月份合约,从而获取差价收益。

投机者是金融衍生品市场风险的积极追求者,他们置自己的核心业务风险于不顾,期待通过金融衍生品的买进和卖出,从交易中获得高额回报。投机者与套期者最大的区别就在于他们把参与金融衍生品市场看成是一种投资获利的机会。因此,他们根据自己对市场未来走向的判断而参与交易,即要么赌市场会上涨,要么赌市场会下跌。例如,假设某股票当前的市场价格为每股 20 元,而执行价格为每股 22 元的该股票买权的价格为 30 元。某投机者预期该股票价格不久会上涨,于是他买入该股票的买权,从而获得了以每股 22 元的价格购买 100 股该股票的权利。在买权到期时,如果投机者的判断正确,该股票的价格上涨到每股 26 元,则其可以获利 $100 \times (26 - 22) - 30 = 370$ (元) 的利润;如果预测错误,该股票价格低于 22 元,该投机者可以选择放弃权利,他的损失仅为 30 元的期权费。^①

(二) 我国金融衍生品市场创新的根本动因研究

回顾我国金融衍生品市场的发展历史可以看出,我国的金融衍生品市场是在一定的历史背景下产生的。总体来讲,我国金融衍生品创新的根本动因主要来自以下几个因素。

1. 金融创新:在进一步加强过程中催生了金融衍生品市场的萌芽

金融衍生品的出现具有金融创新典型的特征。金融创新的基本动因有三个:一是对有关政策和规章变动作出反应的防御性动因;二是创造吸引客户与自己的证券选择目标相一致的新工具的主动性动因;三是为满足客户证券组合偏好而创造新工具的反应性动因。这三种动因通过金融资产的供、求双方共同发挥作用,在现实中大致表现为逃避管制和分散、规避风险。

就衍生品中的金融期货、期权和互换而言,其创新动力主要基于降低交易成本和规避风险,这一动因也充分体现在金融衍生品所具有的功能和特征当中。20 世纪 70 年代初期,布雷顿森林体系连续出现危机并于 1973 年正式瓦解,与此同时,货币主义学说和新古典主义经济学说相继成为西方主要国家的主流学说。在它们的影响下,以金融自由化为基调的金融创新浪潮席卷

^① 刘振亚. 美国期权市场 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2001: 4.



了整个西方世界，发达国家相继放宽或取消了对利率的管制，放松了对金融机构及其业务的限制，导致金融市场波动频繁。欧洲、美国、日本等主要发达国家间的国际收支出现严重失衡，这种失衡引起了大规模的国际融资活动，使资金的供求双方为运筹资金寻找更多的途径，从而为推动国际金融市场创新进程提供了重要的前提条件。在这种情况下，金融市场参与者所面临的风险骤然扩大，迫切需要对传统的金融工具加以改进并创造新的金融工具，以规避金融市场风险。为迎合市场的这一需求，作为新兴投资与风险管理工具的金融衍生品便应运而生。

作为发展中国家，我国从 20 世纪 80 年代就开始了金融创新的尝试。20 世纪 80 年代以来，随着中国经济由计划体制向市场体制转轨，许多金融衍生品如商品期货、国债期货、利率期货、股指期货、认股权证、期权等相继登上发展中国市场经济的舞台，扮演着各自的角色，发挥着各自的作用，承担着各自的责任。与此同时，当时的专家、学者不断研究和探索互换、可转换债券、远期等衍生证券的创新品种，并且为这些衍生品的上市进行着不懈的努力和尝试。1984 年，中国银行开始接受国内贸易公司、贷款单位的委托，代理客户从事境外外汇期货交易，开创了我国企业参与国际金融衍生品市场交易的先河。1991 年 9 月 28 日，深圳有色金属交易所推出了我国第一个商品期货标准合约——特级铝合约，标志着商品期货在中国的正式上市。^① 此后 10 年间，商品期货市场经历了无数次的整顿和规范，交易所由鼎盛时期的 50 余家合并为上海、郑州和大连 3 家；交易品种由最多时期的 50 余个，削减为 2009 年 7 月 20 日的 20 个；成交金额由火暴时期的近 10 万亿元减少到 2000 年 3 家交易所的交易总金额 3 万亿元^②，再到 2008 年的 71 万亿元^③。1992 年 6 月，上海外汇调剂中心开办的外汇期货交易是国内最早进行的金融衍生品交易试点，交易的外汇品种有美元、英镑、德国马克、日元等。但由于当时的汇率是双轨汇率制，外汇期货价格难以直接反映对汇率变动的预期，加之国家对外汇现货交易有许多严格要求，外汇交易难以自由及时地进行，市场交投十分冷淡，未能形成市场。这也是国内较早进行金融衍生品交易的试点。

2. 金融风险：在进一步增大过程中触发了金融衍生品市场的产生
布雷顿森林体系解体后，大多数国家转而采取不同程度的浮动汇率制度，

① 董雪梅：对加强金融衍生工具运用的认识 [J]，金融理论与教学，1999（1）。

② 张玉智：“入世”后我国农产品期货面临的机遇与挑战 [J]，农业与技术，2002（1）。

③ 中国期货业协会网站，<http://www.cfachina.org/>。