

上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

期货与金融衍生品系列丛书

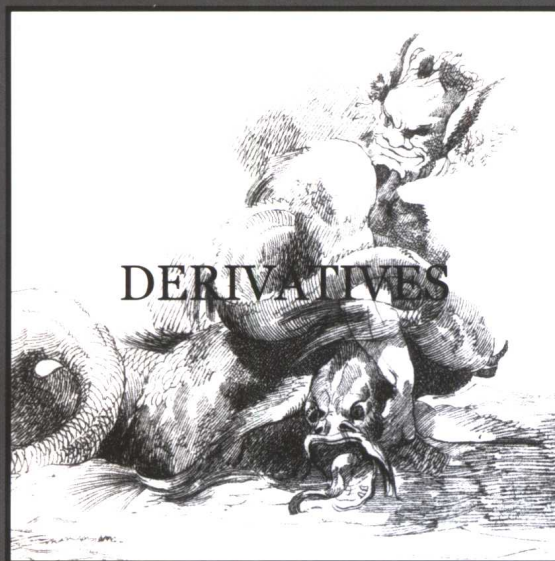
主编 姜 洋

金融？野兽

金融衍生品的发展与监管

阿尔弗雷德·施泰因赫尔著

陈 晗 张晓刚译



上海远东出版社



上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

1200411002

期货与金融衍生品系列丛书

主编 姜 洋

金融！野兽

金融衍生品的发展与监管

阿尔弗雷德·施泰因赫尔著

陈 晗 张晓刚译



F830.9
679

上海远东出版社

DERIVATIVES The Wild Beast of Finance All Rights Reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning or otherwise, except under the terms of the Copyright, Designs and Patents Act 1988 or under the terms of a licence issued by the Copyright Licensing Agency, 90 Tottenham Court Road, London, UK W1P 9HE, without the permission in writing of the author.
Authorised translation from the English language edition published by John Wiley & Sons, Ltd.

本书由 John Wiley & Sons, Ltd. 授权上海远东出版社独家出版。未经出版者书面许可, 本书的任何部分不得以任何方式复制或抄袭。

金融野兽?

金融衍生品的发展与监管

著 者 / 阿尔弗雷德·施泰因赫尔

译 者 / 陈 晗 张晓刚

特约编辑 / 李向荣

责任编辑 / 徐维东

装帧设计 / 姚 荣

版式设计 / 李如琬

责任制作 / 晏恒全

责任校对 / 周国信

出 版 / 上海远东出版社

(200336) 中国上海市仙霞路 357 号

<http://www.ydbook.com>

发 行 / 新华书店上海发行所

上海远东出版社

制 版 / 南京展望文化发展有限公司

印 刷 / 上海望新印刷厂

装 订 / 上海望新印刷厂

版 次 / 2003 年 8 月第 1 版

印 次 / 2003 年 8 月第 1 次印刷

开 本 / 787 × 1092 1/18

字 数 / 446 千字

印 张 / 24.222

印 数 / 1 - 3100

图字: 09-2002-076 号

ISBN 7 - 80661 - 505 - 9

F · 107 定价: 58.00 元

本书评论

施泰因赫尔博士针对一个重要的课题撰写了一本极具价值、雪中送炭的著作。今天,国际金融市场是如此宽广,没有边界,现代化的通信手段更使国际金融市场不仅变成了世界性市场,而且从运作上来说也可谓是瞬息万变。而在这样一个市场中,各类衍生品占到了相当大的一部分。因此,这样一个课题无疑已经引发了诸多关注,而本书是迄今为止介绍和分析衍生品及其市场的最完整、最综合以及最透彻的著作。事实上,我认为对于感兴趣于此课题的人来说,这本书既可作为一本手册,又是一本参考书,可以时时查阅,这些价值没有其他哪本书可以相比。作者也有自己清晰的观点,并在书中表露得相当透彻。他相信并具有说服力地证明了这样一个论点:风险管理是近年来金融领域中最为重要的发展之一。衍生品,以及将风险管理加以运用的市场,当然包括有组织的股票交易所,是维持金融环境稳定的重要因素。

S. G. 华宝有限公司前董事长
/SBC 华宝公司高级顾问 伊普斯登·罗尔勋爵

“阿尔弗雷德·施泰因赫尔为他的书选了一个再合适不过的论题。关于衍生品人们说了许多废话,但没有哪一个可以与施泰因赫尔这本认真而又不乏趣味、让人不忍释卷的论述相比。”

欧洲货币研究院前院长 亚历山大·拉姆法卢西

“阿尔弗雷德·施泰因赫尔以其对相关历史、社会和技术影响力的深厚理解,将过去 1/4 世纪中衍生品发展所引发的金融革命中最关键的因

素加以总结分析,论述中肯贴切,无论专业人士或是一般读者都能够有所收获,并让他们对新世纪的电脑化趋势对银行、交易所和监管机构所产生的更为剧烈的变革有所警惕。”

LIFFE 董事长 杰克·威格尔斯沃思

“一本充满想法、亦庄亦谐的书。有关政策方面的建议对控制制度性风险至关重要,值得仔细研究。”

德国联邦银行前行长

/Sal. Oppenheim Jr. & Cie 银行行长 卡尔·奥托·珀尔

“阿尔弗雷德·施泰因赫尔将衍生品世界的有关情况,包括历史、影响——不只是对监管机构的影响——还有它们的发展娓娓道来。他突出介绍了衍生品在衡量风险程度、确定风险价格和对冲风险时各方面的价值,同时,他关于限制制度性风险的主要建议是:鼓励场外交易集中结算,或者进行更为优化的场内交易。无论对从业人员、官员还是学生来说,这都是一本非常具有价值的著作。”

伦敦经济学院 查尔斯·A·E·古德哈特教授

“今天,没有哪一个经济学家或是政府官员可以对衍生品——它们提高金融中介效率的潜能和它们的作用范围(如果使用不当将会使金融丧失稳定)——一无所知。阿尔弗雷德·施泰因赫尔针对此项专题的介绍,可读性、趣味性皆强,是提供给业内人士和业外一般读者的精神食粮。”

国际清算银行总经理 安德鲁·D·克罗克特

“阿尔弗雷德·施泰因赫尔的文字将清晰而权威地引领大家漫游现代金融领域中的神秘一角,这块区域重要性日益显著,已成为国际资本市场的主要支撑。高级管理人员,如果他们需要知道自己的金融专家们到底有多高水平,尤其需要读读此书。”

纽约大学萨洛蒙中心主任 英戈·瓦尔特教授

丛书总序

上海期货交易所总经理 姜 洋

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。通过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。衍生市场的流动性可以对市场价格变化作出灵活反应,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时的时滞问题。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,其主要作用表现在直接和间接两个方面。一方面,金融衍生品市场是金融市场的一个重要组成部分,有助于健全市场架构,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。从某种意义上说,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。衍生品为

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 WTO 后,我国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优化配置,也意味着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。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价格同步,接踵而来的是国际市场由于需求、价格波动带来的随机的、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、不完善的市场体系,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相匹配,衍生市场的不断发展、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——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,同时金融衍生品市场有利于减缓加入 WTO 给我国经济所带来的巨大冲击,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。金融衍生品市场是保证安全性、流动性和盈利性的重要制度。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用的避险市场。韩国是一个典型的亡羊补牢案例。在 1997 年亚洲金融危机中,韩国也深陷其中,相当重要的一个因素在于韩国未能及时完善风险管理市场。之后,韩国吸取金融风暴防范的经验教训,大力推动金融衍生品市场,目前金融衍生品交易量在全球名列前茅。韩国能够成为第一个从亚洲金融危机复苏的国家,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,对金融衍生品研究与开发都提出了新的要求。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,规避系统风险的强烈需求将推动中国金融衍生品的开发研究工作。

发展金融衍生品市场实质是金融创新的过程。金融创新的经济基础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,将有助于资源配置效率的提高和经济稳定,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之一,其发展经历了起步探索、清理整顿、规范发展这样一个曲折的历程。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在内的商品系列和包括股票指数、利率和外汇产品在内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,加强国外同业交流,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,构建国际水准的一流交易平台,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,致力于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

衍生品系列丛书”，以此作为一个载体，采集选编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。

致 辞

献给阿莱莎和阿德里安，希望他们聪明地投资于未来，并对冲掉他们的打赌风险。

献给我所爱的以及为此书而受累的人们；也包括本吉和海德克，它们一直赞许地、无限热情地摇着它们的尾巴。

也献给弗里亚。

中译本序言

衍生品的产生有着深厚的历史渊源,而金融衍生品的创新与发展则是以 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系的崩溃为新的里程碑,在 20 世纪 90 年代以来,随着金融自由化、投资全球化和技术创新的推动,金融衍生品市场的发展更是日新月异,出现了许多新特点,并对金融市场的监管模式构成了挑战。

本书是欧洲投资银行总经理阿尔弗雷德·施泰因赫尔博士在 1998 年推出的力作,受到了金融界的广泛好评。该书对金融衍生品进行了精辟的回顾与评价,对金融衍生品及其市场进行了深入分析,对公共政策选择与金融市场监管模式存在的问题进行了解剖并提出了框架性建议,对金融衍生品未来的发展进行了展望。应该说,施泰因赫尔博士的部分预言已经得到了验证,这充分说明了作者的专业水准与洞察力。

近年来,国际金融衍生品市场的发展非常之快,令人有目眩之感。相比而言,中国仍然在为该领域能够出现突破性发展的局面而进行艰苦的前期准备工作,但中国在金融衍生品领域的巨大发展潜力已经吸引了全球的目光。2002 年 9 月,第 23 届伯根斯托克衍生品市场国际论坛在瑞士举行,该会由瑞士期货期权协会(SFOA)举办,已经成为全球最具影响力的衍生品论坛之一,会议组织者把“中国:机遇与挑战”作为会议的核心讨论主题。

金融衍生品的产生源于对风险规避的需求,本质上是风险管理工具。美联储主席格林斯潘于 2002 年 9 月 25 日在伦敦发表了《世界金融和风险管理》的演讲,高度评价了金融衍生品在风险管理中的积极作用。他说:“在过去的两年半期间,虽然美国股票市场缩水、资本投资紧缩及

“9.11事件”影响,但美国的经济挺过来了,主要的金融机构都没有拖欠债务,金融衍生品市场提供的风险对冲作用功不可没。在过去的15年间,金融衍生品以超乎寻常的速度发展,期货及其他衍生品的概念得到深化,加上计算机和网络技术的进步,对冲风险的成本显著降低,金融系统也因此发展得比以前更加灵活、有效,世界经济对于那些真正的金融危机的抵御则更具弹性。”

随着我国金融市场的改革与对外开放,建立包括资本市场、货币市场和金融衍生品市场的完整的市场体系成为不可避免的必然选择。金融衍生品的功能是为资本市场、货币市场参与者提供风险对冲工具,在金融衍生品市场不存在或欠发达的情况下,何以规避风险?决策者和投资者是否清楚——单一多头的投资策略实际上是在增加投资者的风险?1998年亚洲金融危机暴露出来的一大问题,是某些经济体的某些部门的风险过于集中,却无力对冲这些风险,而这仍然是许多亚洲国家至今没有解决的问题。在这种条件下,以银行为主导的金融体系缺乏价廉且流动的债券与金融衍生品市场,以便金融机构和投资者能够以合理的成本分散与对冲风险。因此,完善我国金融市场体系,要求发展金融衍生品市场;完善风险管理手段,要求发展金融衍生品市场;开放资本市场、吸引外资,要求发展金融衍生品市场;而积极防范金融危机,同样要求发展金融衍生品市场。

经过多年实践,上海已经在期货领域积累了许多发展衍生品市场的经验。在金融衍生品方面,上海期货交易所进行了积极探索和不懈努力,希望以利率期货、股票指数期货为突破口,逐步构建我国的金融衍生品市场,实现把上海期货交易所建设成为以金融衍生品为主的综合性期货交易所的战略发展目标,并把上海建设成为亚太地区重要的金融衍生品交易中心。在这一过程中,要充分吸取国外的经验教训,“他山之石,可以攻玉”。阿尔弗雷德·施泰因赫尔博士的这本论著是他山之一石,上海期货交易所陈晗高级总监、张晓刚总监熟悉国际金融衍生品市场,从事金融衍生品市场方面的研究多年,由他们把这本书介绍给国内读者,相信会加强对于我国发展金融衍生品市场的理性思考。

姜 洋

2003年1月9日

推荐序一

在过去的 25 年时间里,衍生品市场经历了令人瞩目的成长。1995 年以前,整个衍生品市场的两个部分——在交易所交易的产品和场外交易(OTC)市场交易的产品——成长速度基本是相互匹配的。但那以后,OTC 产品的成长继续保持迅猛的势头,但世界范围内交易所产品的成长率相对要低很多,并且呈现明显的地域性差异。

衍生品的成长从根本上改变了金融机构的风险管理模式,金融机构的客户现在能够降低其融资成本,并将风险调整到理想的水平与状态。本书将一个银行家和经济学家的经验结合起来,通过本书可以发现衍生品给个别市场参与者所提供的机会以及衍生品给整个经济带来些什么。

当然,风险只是被转移了,变得不那么明显了,但并未从经济中消失。监管者对于大型国际性银行的资产负债表外信用风险和市场风险的关注程度越来越高。20 世纪 90 年代,一系列问题通过一些广为人知的重大危机事件凸现出来:导致德国金属公司崩溃的传统会计方法问题;墨西哥金融危机中,墨西哥银行的美元头寸缺乏会计透明度;巴林银行倒闭案例中暴露出来的银行内部风险管理问题等。所有这些案例——包括更多其他的事件——在本书中都有仔细的分析,其神秘的面纱将被揭开。这些“长牙时期的疼痛”对于近年来国家内或国际性监管行动的实施已经开始发生作用。我们现在可以说,1998 年的监管架构与 20 世纪 90 年代初相比在适应全球金融市场情况方面要好得多。最近监管方面的重要突破是允许采用银行内部风险管理系统管理市场风险。但如果认为现在不会再有令人担心事情发生的话,则是一个大错。市场的快速演变使得监管者总是落后市场至少一步。我们可以肯定的是只有经验才能显示出有监

管架构下存在的或新出现的问题。

银行业的安全性需要十分细致的预防措施以防止个别银行的问题扩展到其他银行。诸如巴塞尔委员会的资本标准和加强支付系统等措施是非常重要的预防措施,它们加强了金融业的基础设施,但问题在于它们是否已经足够。本书提出了这个问题。

在为监管方面进步叫好的同时,阿尔弗雷德·施泰因赫尔提出应当给予市场参与者更多的责任,监管者的角色不在于对个别机构的连续监督,也不在于将自己束缚在最后拯救者的不舒服的道德责任里。他的基本建议是重建金融基础设施,使得市场参与者可以享有更大的自由,同时承担更大的责任。其中心思想是在一个金融联合企业中分离出“货币功能”,对此加以严格监管。因此储蓄应当投资于流动性好而安全的可交易证券,而金融联合企业的其余部分应当遵循透明度标准和会计标准,但其运作本身则不受限制。

这个建议值得加以考虑,特别是这个建议针对的是金融联合企业,这早已吸引了监管者的注意。

这一思想至少有两个重要的含义。其一,“银行”的概念变得模糊。重要的是机构履行的功能,而不是机构的名称。这看上去似乎是显然的,但事实上,许多国家监管的目标主要是各类机构,如银行、证券公司或保险公司,而实际所有这些公司都提供等同的金融产品。其二,从公共政策的角度,关注的焦点应当是市场失灵。由于主要的潜在失灵在于金融危机的蔓延,因此政策目标不应当是防止某一特定机构的崩溃,而应当防止金融系统遭受传染。

关于衍生品,本书强调了从风险管理观点来看交易所交易产品的优势,并认为至少普通的OTC产品应当通过一个清算所体系来进行监管。有一些互换产品已经这么做了,而将来,在有效增加OTC产品的透明度和降低风险方面还有很多事情可做。作者用了一个非常贴切的比喻,清算所的安排如同一个所有相关因素都可以控制的水族馆,而OTC产品市场则像一个大海。

从现在作为一个股票市场监管者的角度来说,我目前对欧洲货币联盟导致的一个统一欧洲资本市场的出现深感兴趣。这一特别的历史事件将深刻地改变欧洲金融市场的效率和完整性——这一点经常被遗忘,但却是欧洲货币联盟的一个重要成果。本书对统一金融市场中的衍生品交易所进行的讨论是富有远见而且考虑周全的。

读者不必同意本书所有的观点或建议——多数人可能会和我一样，对书中至少部分观点提出疑义——但应欣赏作者对这一主题严谨和清晰的处理，而该主题不论从市场角度还是从监管角度都非常重要。不管是从业人员还是一般读者都会从本书学到东西，并对本书的主题有一个扎实的理解。

前巴塞尔银行监管委员会主席
/意大利证监会(CONSOB)主席 托马索·帕多亚·西奥帕

推荐序二

我以无比喜悦的心情阅读本书,因为阿尔弗雷德个性中的三个基本方面已经融会在本书中,而这三个方面也体现在他的日常工作中。

首先,他是一个人文主义者,他的充满智慧的好奇心被经济活动的结果所激发,不管这种结果是社会性的还是文化性的,是过去的还是现在的。他在每一章开头时的“故事”使得阅读更加生动,对于在金融科技这片沙漠中进行必要的枯燥跋涉的旅行者来说是一片绿洲。因此我们可能会想到“历史是伟大的老师”(historia magistra vitae)。但这根本不是阿尔弗雷德·施泰因赫尔的方法,他劝说读者对每一种情形都以批判的眼光来看待,而不要受到先入为主的影响。

第二方面是他的数学方法,这种方法甚至没有用到公式。读者会禁不住欣赏易读文字背后的探求市场行为的不懈努力。本书也坚信技术的进步和掌握并运用对新金融技术的完整理解的重要性,只有这样社会才能从中得到最大的收益。

最后,阿尔弗雷德并不是一个纯粹的金融家。他阐述了衍生品从总体上说,改善了资源的配置,尽管他也强调建立更安全的监管基础设施的重要性。

他用一种基于科学和教导的方法,成功地写了一本令人着迷和有趣的书。实际上,书的背后是新颖的思维模型,这个模型结合了我提到的三个方面:人文主义文化、技术忠诚和深刻的经济理解。欧洲在对付目前的低增长、低失业和相对僵化的结构方面面临挑战。要有效地应对这一挑战需要一种非同寻常的心态,而这正是我欣赏本书的所在。

欧洲投资银行副总裁 马西莫·庞泽里尼

致 谢

本书的起点是我和达维德·福尔克茨-兰道合写的一篇文章《衍生品野兽：套上锁链、围上栏杆或是将其驯服？》。我们开始一起写作本书，达维德写了第二章、第七章和第八章的大部分，但令我非常遗憾的是，由于肩负的责任日益增加，使得达维德未能和我一起写完本书。我对他的感谢和我的遗憾一样多。我和他在国际货币基金组织有宝贵的共事机会，并从中得到了经验和智慧。

在许多向我提供意见或共同商讨而惠予帮助的人们当中，我最需要感谢的是我以前的学生、现在的同事和朋友埃里克·佩雷。另外路易斯·冈萨雷斯-帕切科、诺贝特·武特、帕斯卡·维亚拉和达芙妮·温图拉斯也以多种方式给我提供了帮助。莫雷恩·蒂伯特-麦考以极高的效率帮助我在手稿的很多阶段推上西西弗斯的石头^①。

约翰·威利父子出版公司的尼克·沃尔沃克最早提出了这一项目，戴维·威尔逊提供了完美的编辑帮助。利奥·高夫提供了编辑建议，我的朋友帕特里克·温图约尔和米歇尔·海因茨用他们的绘画天才提供了帮助。所有这些人我都永远感谢不尽。

阿尔弗雷德·施泰因赫尔

① 西西弗斯是希腊古时的暴君，死后堕入地狱，被罚推石上山，但石头在到山顶附近时又滚下，于是重新再推，如此循环不息。——译者注