



临沂大学博士教授文库
LINYIDAXUE BOSHI JIAOSHOU WENKU

金融衍生品交易 及监管研究

——基于金融危机视角的分析

JINRONG YANSHENGPINJIAOYI JI JIANGUANYANJIU
——JIYUJINRONGWEIJISHIJIAO DE FENXI

李贞彩 著

山东人民出版社

全国百佳图书出版单位 国家一级出版社



临沂大学博士教授文库
LINYIDAXUE BOSHI JIAOSHOU WENKU

金融衍生品交易 及监管研究

—— 基于金融危机视角的分析

李贞彩 著

山东人民出版社

全国百佳图书出版单位 国家一级出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融衍生品交易及监管研究:基于金融危机视角的分析/李贞彩著. —济南:山东人民出版社,2014.9
ISBN 978-7-209-08728-5

I. ①金… II. ①李… III. ①金融衍生产品-金融交易-研究 ②金融衍生产品-金融监管-研究
IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 221004 号

责任编辑:杨 刚



金融衍生品交易及监管研究
——基于金融危机视角的分析
李贞彩 著

山东出版传媒股份有限公司
山东人民出版社出版发行
社 址:济南市经九路胜利大街 39 号 邮 编:250001
网 址:<http://www.sd-book.com.cn>
发行部:(0531)82098027 82098028
新华书店经销
山东省东营市新华印刷厂印装

规 格 16 开(169mm×239mm)
印 张 19
字 数 310 千字
版 次 2014 年 9 月第 1 版
印 次 2014 年 9 月第 1 次
ISBN 978-7-209-08728-5
定 价 46.00 元

如有质量问题,请与印刷单位调换。电话:(0546)6441693

前 言

2008 年国际金融危机成为国际金融衍生品市场发展的分水岭。金融危机扭转了金融衍生品长达几十年持续、快速发展势头,改变了金融衍生品发展的大环境。具体而言是指,首先,金融危机的爆发使以信用违约互换为代表的金融衍生品遭受了诸多非议,也使得国际社会重新审视这些金融衍生品;其次,金融危机使各国政府不同程度地摒弃了遵循多年的金融自由化政策,开始对金融衍生品市场实行明显严格的监管,金融衍生品宽松的监管环境不复存在。

那么,依据马克思虚拟资本理论,金融衍生品交易与 2008 年国际金融危机到底存在怎样的关系?当前各国进行的金融衍生品监管改革能否消除监管套利?诸多问题还有待于进一步探讨。本书考证金融衍生品交易在金融危机前的风险积聚以及金融危机中的风险传播,基于马克思虚拟资本理论解读金融衍生品交易与金融危机之间的内在逻辑关系,剖析金融危机暴露出的金融衍生品监管缺陷,比较分析当前各国的金融衍生品监管改革,归纳趋势、反思不足,并构建我国的金融衍生品交易监管体系。

本书从界定金融衍生品的概念出发,回顾金融衍生品的发展脉络,阐述金融衍生品与金融危机的不解之缘,梳理金融衍生品交易的监管理论,包括管制理论、自律监管、变轨监管以及自由放任的监管理论。然后,本书通过剖析次级抵押贷款链条上金融衍生品的交易机制,进一步分析和考证金融衍生品交易在金融危机前的风险积聚机制和危机爆发后的风险传播机制,并运用马克思虚拟资本理论解读金融衍生品交易与金融危机之间的联系。这个联系具体表现为金融衍生品作为一种新型的虚拟资本,其交易

的指数式增长，推动了虚拟经济的膨胀，从而造成了虚拟经济与实体经济的背离，2008年国际金融危机是虚拟经济与实体经济背离的必然结果，而虚拟经济膨胀的制度原因在于监管缺失。

为了揭示金融衍生品交易与监管之间的逻辑关系，本书回顾历史，以求重现金融衍生品监管对金融衍生品交易变迁的反馈机制，以及金融衍生品监管演进对金融衍生品交易产生的影响。之后，本书分析2008年国际金融危机前欧美国家金融衍生品监管框架，发现每个国家对金融衍生品交易的监管方式不仅与其国内金融衍生品市场的发展水平相联系，而且还深深植根于一个国家的政治、社会和文化。美国金融衍生品监管本质上是机构监管和功能监管叠加的混合监管。欧盟成员国在立法原则和技术规则方面存在差异。莱姆法路西框架建议欧盟的金融监管应该借鉴英国的统一监管模式。虽然每个国家对金融衍生品交易的监管方式可能有所差异，但是有一些共同的特点，即基本上形成了政府监管、行业自律和交易所自律监管的三层监管体系。另外，虽然美国、英国和欧洲大陆国家在监管框架上有所差异，以标准为基础的自律监管已经是大西洋两岸场外衍生品市场的主导管理模式。

在上述分析的基础上，本书以2008年国际金融危机为视角，剖析金融危机暴露出的金融衍生品监管缺陷。具体而言，主要存在四个方面的缺陷：其一，场外金融衍生品交易的放松管制。由2000年《商品期货现代化法案》所赋予的场外金融衍生品市场的放松管制“是走向金融危机的一个关键转折点”。其二，对金融衍生品交易主体监管不力，包括暂搁注册制度为衍生品过度发行提供了便利；“综合受监管实体规划”中监管形同虚设；对银行控股公司监管减淡以及对对冲基金的监管豁免。其三，金融衍生品评级监管缺位。美国对信用评级机构的监管经历了一个从行业自律到认证监管的变迁过程。直到2006年年底，才有了对信用评级机构系统监管的法规。但是从2007年年初次贷危机爆发时间上来看，金融衍生品信用评级的泛滥正好处于对信用评级机构的监管盲区，导致评级监管缺位下的金融衍生品AAA级泛滥，金融衍生品评级失真。其四，金融衍生品监管滞后于金融衍生品创新。这一点体现在次级抵押贷款链条上的金融衍生品尤为明显，主要表现在对资产支持证券的监管滞后

与免除登记, SPV 的监管套利与简化监管、SMMEA 对非机构资产支持证券的监管松动、AB 规则的监管乏力、信用违约互换的几乎零监管等方面。

2008 年国际金融危机之后, 国际监管组织、各主要金融衍生品市场在不同程度上进行了金融衍生品监管改革。本书比较分析了欧美国家的金融衍生品交易监管改革, 认为改革在监管主体的权责范围、监管衍生品的覆盖范围、市场参与者的注册及监管、中央对手方的注册及监管、“排出规则”“沃克尔规则”与“结构性分离监管”等方面既存在相似点也存在不同点。随后, 本书归纳监管改革趋势, 认为当前的改革呈现出以下趋向: 其一, 推行场外金融衍生品交易合约标准化。其二, 在场外金融衍生品交易中引入中央清算对手方 (CCP)。虽然, CCP 可以大大降低交易对手的信用风险, 但是, CCP 只是转移风险而不是消除风险, CCP 可能会成为风险的聚集地, 会成为下一个“太大而不能倒”。鉴于此, 本书建议 CCP 的运营模式采用“公共基础设施”模式。并且, 本书搭建了 CCP 最优数量决定的理论模型。其三, 建立交易登记机构以加强信息披露, 提高市场透明度。其四, 注重强化对金融衍生品信用评级机构的监管。

然后, 本书反思当前各国的金融衍生品监管改革, 得出如下结论: 其一, 当前金融衍生品监管改革没能消除监管套利问题。究其原因在于, 目前各国的监管改革上不同步, 在监管力度上也出现明显的差距, 而且改革未能搭建一个国际间相互联系的监管框架。其二, 金融衍生品交易监管是一个多方博弈的过程, 各国监管当局之间既面临着监管竞争也面临着监管合作, 鉴于此, 本书构建博弈矩阵来分析作为博弈方的金融衍生品监管当局在一次博弈以及无限次重复博弈模型中的监管策略选择, 研究结论表明在无限次重复博弈中, 金融衍生品监管当局的最优策略选择是 (合作; 合作) 策略。其三, 金融衍生品创新与金融衍生品监管是一对矛盾的统一体, 是一种动态均衡关系, 处理好金融衍生品创新与监管的关系, 应着重解决好的一个问题就是构建一个激励相容的金融衍生品监管框架, 本书认为产权界定激励是解决方式之一。其四, 从虚拟经济学的视角来看, 金融衍生品交易监管应遵循的一条根本原则就是虚拟经济与实体经济相匹配。因此, 本书建议监管当局关注金融衍生品交易的总体规模的适度性, 以及潜在系统性风险的破坏性, 避免盲目追求金融衍生品发展, 致使

虚拟经济在短期内过度膨胀,侵蚀实体经济的稳定性。

最后,本书在分析我国金融衍生品交易及监管现状与存在问题的基础上,构建了我国的金融衍生品交易监管体系。该监管体系将监管目标设定为投资者保护、市场完备、金融稳定以及虚拟经济与实体经济相匹配,按照夯实法律法规基础、政府监管与自律监管结合、国内国际相互联系的监管框架以及培育与监管并举的思路构建而成。这个金融衍生品交易监管体系主要包括法律法规、政府监管、行业协会自律监管、交易主体内部控制、交易所一线监管、市场服务中介机构监管以及国际监管合作。另外,在这个监管体系中,本书在以下几个方面提出新的观点:其一,政府对金融衍生品交易的监管模式,在近期,维持由历史条件形成的现有分业监管框架下功能监管与机构监管相结合的监管模式,但要健全监管协调机制;在远期,采用目标型监管模式,本书设计了我国的目标型监管模式,并提出了设立金融服务监督管理委员会的设想。其二,本书提出了交易主体内部控制要素,即风险管理意识、风险评估、交易人员和交易资金管理以及内部监督机制。其三,本书认为监管当局既要在 CAFTA 框架下开展区域监管合作,建立区域金融衍生品交易信息的交流与共享机制,搭建区域金融衍生品交易监管合作平台,并建立健全金融衍生品监管合作磋商长效机制;又要开展金融衍生品交易监管国际合作,适当引用国际监管组织的监管标准,积极参与国际监管规则的制定。

目 录

前 言	1
第一章 导 论	1
第一节 选题背景及研究意义	1
一、选题背景	1
二、研究意义	2
第二节 文献综述	3
一、对金融衍生品交易的研究	4
二、对金融衍生品交易监管的研究	6
三、从金融危机视角对金融衍生品交易及监管的研究	8
四、从已获得文献中提炼出的研究思路	11
第三节 研究思路与方法	11
一、研究思路	11
二、研究方法	14
第四节 创新之处	15
第二章 金融衍生品交易及监管概述：交易概况与监管理论	17
第一节 金融衍生品概述	17
一、金融衍生品概念的界定	17
二、金融衍生品的种类	18
三、金融衍生品：一把双刃剑	25

四、金融衍生品的发展脉络	26
第二节 金融衍生品与金融危机的不解之缘	30
一、1987~1989 年 87 股灾	30
二、1994~1995 年墨西哥金融危机	31
三、1997~1998 年东南亚金融危机	32
四、2008 年国际金融危机	33
第三节 危机前后全球金融衍生品交易概况	33
一、场内金融衍生品交易概况	33
二、场外金融衍生品交易概况	39
第四节 金融衍生品交易监管理论	48
一、管制理论	48
二、自律监管与“变规监管”	49
三、自由放任的监管理论	50
第五节 本章小结	51
第三章 金融衍生品交易与金融危机：风险积聚与风险传播	53
第一节 次级抵押贷款链条上的金融衍生品	53
一、美国住房抵押贷款一级市场	53
二、美国住房抵押贷款二级市场	54
三、次级抵押贷款链条上的金融衍生品	56
第二节 金融衍生品的交易机制：以 MBS、CDO 和 CDS 为例	58
一、抵押贷款支持证券（MBS）	58
二、担保债务凭证（CDO）	61
三、信用违约互换（CDS）	65
第三节 危机前金融衍生品交易膨胀式增长背后的风险积聚	67
一、危机前抵押贷款支持证券快速增长背后的风险积聚	67
二、危机前担保债务凭证发行快速增长背后的风险积聚	68
三、危机前信用违约互换快速增长背后的风险积聚	72
第四节 危机爆发后金融衍生品的风险传播	73

一、由次贷危机到全球性金融危机简要回顾	73
二、危机爆发后金融衍生品交易风险传播机制分析	77
第五节 金融衍生品与金融危机：基于虚拟资本理论的解读	86
一、马克思虚拟资本理论的现代阐释	86
二、金融衍生品交易猛增：虚拟经济膨胀	88
三、金融危机：虚拟经济与实体经济背离的必然结果	91
四、虚拟经济膨胀的制度原因：监管缺失	94
第六节 本章小结	96
第四章 金融衍生品交易监管缺陷：金融危机视角	98
第一节 金融衍生品交易监管：交易变迁与监管演进	98
一、早期的金融衍生品交易及监管	98
二、金融衍生品交易及监管：从 1970 年到 2006 年	100
第二节 危机前金融衍生品交易监管框架	107
一、危机前美国金融衍生品交易监管模式	107
二、危机前欧盟：莱姆法路西框架下的监管	110
三、危机前欧美金融衍生品交易监管比较	115
四、国际监管组织对金融衍生品交易的监管	117
第三节 金融危机暴露出的金融衍生品交易监管缺陷	120
一、场外金融衍生品交易放松管制	120
二、金融衍生品交易主体监管不力	124
三、金融衍生品评级监管缺位	128
四、金融衍生品创新监管不足	134
第四节 本章小结	138
第五章 金融衍生品交易监管：改革趋向与反思	139
第一节 危机后金融衍生品监管国际改革实践	139
一、国际组织对金融衍生品监管改革安排	139
二、欧美金融衍生品交易监管改革进程	143

三、欧美金融衍生品监管改革的比较	151
第二节 金融衍生品交易监管国际改革趋向	154
一、推行场外金融衍生品交易合约标准化	154
二、在场外金融衍生品交易中引入中央清算对手方	155
三、组建金融衍生品交易登记机构,提高市场透明度	161
四、注重强化对金融衍生品评级机构的监管	165
第三节 对当前金融衍生品监管改革的反思	166
一、改革未能消除监管套利	166
二、竞争与合作:国际金融衍生品交易监管博弈论分析	169
三、金融衍生品:创新与监管动态均衡	176
四、金融衍生品监管的根本:虚拟经济与实体经济匹配	180
第四节 本章小结	185
第六章 我国金融衍生品交易及监管现状与问题研究	187
第一节 中国金融衍生品市场交易的基本情况	187
一、利率衍生品的交易情况	188
二、外汇衍生品的交易情况	191
三、沪深300股指期货的交易情况	196
四、结构性衍生品:资产支持证券的交易情况	199
五、信用衍生品:信用风险缓释工具的试点情况	204
第二节 中国金融衍生品交易存在的问题与建议	208
一、我国金融衍生品交易存在的主要问题	208
二、政策建议	213
第三节 中国金融衍生品交易监管:演进历程与监管现状	214
一、中国金融衍生品交易监管的演进历程	215
二、中国金融衍生品交易监管现状	217
第四节 中国金融衍生品交易监管存在的主要问题与建议	220
一、我国金融衍生品交易监管存在的主要问题	220
二、政策建议	223

第五节 本章小结	224
第七章 构建我国金融衍生品交易监管体系的设想	226
第一节 中国金融衍生品交易监管体系总框架设计	226
一、目标与思路	226
二、监管体系总框架设想	230
第二节 法律法规建设	232
一、监管法律法规结构体系构想	232
二、近期主要任务	234
第三节 政府监管	235
一、监管模式	236
二、监管协调机制	240
第四节 行业协会自律监管与交易主体内部控制	241
一、行业协会自律监管	241
二、交易主体内部控制	243
第五节 交易所与市场服务中介机构的监管	248
一、交易所的一线监管	248
二、市场服务中介机构的监管	251
第六节 监管合作：区域合作与国际合作	257
一、CAFTA 框架下中国—东盟区域合作	258
二、监管国际合作	260
第七节 本章小结	263
结 语	265
参考文献	268
后 记	287

图表索引

图 1-1 本书研究思路示意图	14
图 2-1 2000~2012 年 6 月金融期货成交量和成交额季度变化情况	34
图 2-2 2000~2012 年 6 月金融期权成交量和成交额季度变化情况	35
图 2-3 按合约种类划分的金融期货交易额季度变化情况	36
图 2-4 按合约种类划分的金融期权交易额季度变化情况	37
图 2-5 2000~2012 年 6 月按区域划分的金融期货交易额季度变化情况	38
图 2-6 2000~2012 年 6 月按区域划分的金融期权交易额季度变化情况	38
图 2-7 全球场外金融衍生品市场未清偿合约名义价值(按合约种类)	40
图 2-8 全球场外金融衍生品市场总市值(按合约种类)	40
图 2-9 利率衍生品合约未清偿合约名义价值和总市值	43
图 2-10 场外外汇衍生品合约未清偿合约名义价值和总市值	44
图 2-11 权益衍生品合约未清偿合约名义价值和总市值	45
图 2-12 信用违约互换合约未清偿合约名义价值和总市值	46
图 2-13 不同金融衍生品监管理论下自由度比较图	51
图 3-1 2007 年美国住房抵押贷款市场结构(按未偿还金额划分)	56
图 3-2 次级抵押贷款链条上的金融衍生品	57
图 3-3 截至 2007 年第一季度美国各种债券未偿还金额	59
图 3-4 抵押贷款支持证券交易机制简图	60
图 3-5 担保债务凭证交易机制简图	63
图 3-6 担保债务凭证持有者分布情况	65
图 3-7 基础信用违约互换概览	66

图 3-8	1996~2007 年度美国抵押贷款支持证券发行情况	68
图 3-9	全球担保债务凭证的发行量季度变化情况	69
图 3-10	危机前信用违约互换合约未清偿合约名义价值	73
图 3-11	外国投资者持有美国 ABS 的结构分布	81
图 3-12	美国金融和保险行业总产出(1987~2011)	90
图 3-13	美国金融和保险行业从业人员(1998~2011)	90
图 3-14	美国 GDP 增长率(1987~2011)	92
图 3-15	Jonathan Tenenbaum“倒金字塔”经济结构	94
图 5-1	中央对手方清算降低交易对手信用风险的基本原理简图	156
图 5-2	“公共物品”框架下中央清算对手方最优数量的决定	161
图 5-3	金融衍生品交易国际监管博弈矩阵	171
图 5-4	金融衍生品监管国际合作协调机制简图	174
图 5-5	实体经济对虚拟经济要求的工具和功能体系	183
图 6-1	2006~2009 年我国利率互换年度交易情况	189
图 6-2	2012 年 1~8 月份利率互换各产品所占比重	189
图 6-3	2007~2011 年我国债券远期年度交易情况	190
图 6-4	2007~2011 年间我国远期利率协议年度交易情况	191
图 6-5	2011 年全年外汇衍生品交易量及比重	193
图 6-6	2005~2011 年银行间市场外汇远期交易量	194
图 6-7	2006~2010 年银行间市场外汇掉期交易量	195
图 6-8	2010 年 4 月~2012 年 9 月沪深 300 股指期货月成交量和 月成交金额	197
图 6-9	2010 年 4 月~2012 年 9 月沪深 300 股指期货月成交量与 月末持仓量	198
图 6-10	2010 年 4 月~2012 年 6 月沪深 300 股指期货每日成交持仓比	198
图 6-11	2010 年银行间债券市场债券到期兑付和付息次数占比结构图	204
图 6-12	我国信用风险缓释工具市场交易商结构	206
图 7-1	金融衍生品交易监管目标	227

图 7-2	中国金融衍生品交易监管体系总框架简图	230
图 7-3	我国金融衍生品交易监管法律法规结构体系构想	233
图 7-4	金融衍生品交易监管目标型监管模式	239
图 7-5	交易主体内部控制示意图	246
图 7-6	跨市场联合监管机制	251
图 7-7	我国金融衍生品交易监管国际合作简图	260
表 2-1	场内金融衍生品和场外金融衍生品比较	25
表 2-2	主要金融衍生品出现时间	29
表 2-3	全球场外金融衍生品(OTC)未清偿合约名义价值	41
表 2-4	信用违约互换未清偿合约名义价值	46
表 3-1	MBS 的种类	61
表 3-2	CDO 的主要类型	64
表 3-3	全球担保债务凭证的发行情况	71
表 3-4	外国投资者对美国 ABS 的风险敞口	80
表 3-5	5 个最大的信用违约互换交易商	83
表 3-6	美国国际集团的主要交易对手	84
表 4-1	金融衍生品交易变迁与监管演进对应表(1970~2006 年)	106
表 4-2	危机前国际主要金融衍生品市场监管架构	115
表 5-1	金融稳定委员会发布的有关金融监管改革文件	141
表 5-2	欧盟涉及金融衍生品监管改革的指令或法案	147
表 5-3	CFTC 发布的 DCO 监管规则	153
表 5-4	主要场外衍生品中央对手方(已有的和正在建设中的)及其特点	157
表 5-5	全球主要金融衍生品交易登记机构及特点	163
表 6-1	利率衍生品交易情况	188
表 6-2	2011 年外汇衍生品的交易情况	192
表 6-3	资产支持证券在我国的实践	201
表 6-4	信贷资产支持证券偿还情况	203

表 6-5	首批信用风险缓释合约交易	207
表 6-6	中国银行间市场交易的信用风险缓释凭证	207
表 6-7	全球新兴市场场内金融衍生品一览表	210
表 6-8	11 家股份制商业银行 2010 年年报中对衍生金融工具 会计信息披露情况	211
表 7-1	功能和机构监管模式下的金融衍生品监管设计	238
表 7-2	行业协会监管职责与监管内容	242
表 7-3	金融衍生品交易外部监管和内部控制的比较	244

第一章 导 论

第一节 选题背景及研究意义

一、选题背景

美国次贷危机触发了 1929 年大萧条以来，破坏性最大的一次全球性金融危机。金融危机爆发后，各国金融市场受到了空前的冲击，世界经济剧烈振荡。国际社会积极寻找化解危机的途径，采取了一系列的救市措施，主要表现在：一方面，全球主要央行联合降低利率；另一方面，各国政府纷纷向市场注资以便增加流动性。作为金融危机的发源地，美国最初实施了 7000 亿美元的救市方案；随后，英国政府通过了 5000 亿英镑的一揽子救市方案；德国政府也推出了 5000 亿欧元的银行业救助计划；日本政府向短期金融市场注资 2 万亿日元；俄罗斯政府也向金融市场注资 4750 亿卢布。

在积极救市的同时，人们开始寻求金融危机的“元凶”。金融衍生品特别是场外金融衍生品成为理论界和实务界褒贬不一的争论对象。有学者认为 2008 年金融危机是由复杂金融衍生品造成的，他们认为，正如巴菲特所认为的那样，那些衍生品是“大规模杀伤性武器”；也有学者认为，金融衍生品只是金融危机肇事者手中的利器，金融衍生品作为工具本身并无罪过，将金融危机简单归咎于金融衍生品有失公允，问题出在金融衍生工具的使用上，是由于对金融衍生品的监管缺失造成的。于是在全球金融危机的背景下，国际社会在反思金融危机原因的同时，掀起了一场金融衍生品监管改革浪潮。

美国作为 2008 年国际金融危机的发源地，对金融监管进行了大刀阔斧的改革。奥巴马政府于 2009 年 6 月 17 日公布了长达 88 页的“金融改革白皮书