



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

衍生品市场 对经济增长的作用

冉华 著



中国金融出版社



上海期货交易所

SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

期货与金融衍生品系列丛书

姜 洋 主编

衍生品市场对经济增长的作用

冉 华 著



中国金融出版社

责任编辑：张 驰

责任校对：张志文

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

衍生品市场对经济增长的作用 (Yansheng pin Shichang dui Jingji Zengzhang de Zuoyong) / 冉华著. —北京: 中国金融出版社, 2005. 10

(期货与金融衍生品系列丛书/姜洋主编)

ISBN 7—5049—3828—9

I. 衍… II. 冉… III. 金融市场—影响—经济增长—研究
IV. ①F. 830. 9 ②F061. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 116828 号

出版

发行

中国金融出版社

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>, (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河印务有限公司 (瑞丰)

尺寸 155 毫米×225 毫米

印张 14.25

字数 233 千

版次 2006 年 1 月第 1 版

印次 2006 年 1 月第 1 次印刷

印数 1—5090

定价 34.00 元

如出现印装错误本社负责调换



作者简介

冉华,生于1969年,经济学博士。先后在投资公司、证券公司、中国证监会工作。曾参与多个课题研究,并在《经济管理》、《世界经济》、《数量经济与技术经济》、《投资与合作》及《经济学消息报》、《中国证券报》、《金融时报》等报刊杂志发表论文多篇。

上海期货交易所

期货与金融衍生品系列丛书编委会

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 鲍建平 张晓刚

总 序

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,目前我国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年亚洲金融危机中,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 10 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；在产品深度方面，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場，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

上海期货交易所

2003 年 1 月

序一

从商品期货诞生的那一天起，衍生品市场^①对于经济增长是否具有积极作用就是众说纷纭，肯定的，否定的，怀疑的都有。毋庸讳言，由于衍生品市场的高风险性，持否定怀疑论者在相当程度上占上风。直到现在，一些商界、政界和学界的知名人士对衍生品的功能和作用还心存疑虑。全球投资首富巴菲特先生把衍生品同大规模杀伤性武器相提并论，一些媒体记者将衍生品描述为金融野兽。部分新兴转轨国家的政府由于各种原因还存在着限制衍生品市场发展的观念和制度，一定程度上制约了衍生品市场的发展和功能的发挥。在学术界，衍生品更多的是被看做一种技术层面的交易工具，从经济学角度研究衍生品市场在经济增长中所起作用的文献还不多见。关于衍生品市场与经济增长之间关系的争论还在继续，深入研究这个问题在理论和实践中都是非常有意义的。

影响经济增长的因素有哪些？不同时代、不同国家的经济学家都会给出自己的答案。亚当·斯密把国富民强归结为分工和技术进步，诺思认定西方世界的兴起是因为产权的明晰界定，熊彼特坚持认为企业家的创新和经济增长密不可分，小钱德勒的观点是工业组织创新带来规模经济，而马克思则用劳动价值论作出了独特的解答。

《资本论》的出版时间是1867年，真正意义上的标准化期货合约交易肇始于1865年的芝加哥，而英国第一家期货交易所——伦敦金属交易所诞生于1877年。马克思本人虽然没有预见并分析到衍生品市场对于经济增长的作用，但他的理论却是可以用来解释衍生品市场的作用。

^① 这里的衍生品市场是最为宽泛的定义，既包括传统的商品期货（现货衍生品）市场，也包括新兴的金融衍生品市场。

在没有期货市场的时候，芝加哥的农民只能依靠现货市场上的价格来确定自己的生产方式。现货市场的价格只能反映当期的价格，不能告诉农民未来六个月或者一年后的价格。如果根据现货市场目前的高价来扩大产量，成熟收获的时候农民可能又会面临卖不出价钱的困境，即所谓的增产不增收。这也是马克思在《资本论》里面所描述的“惊险的跳跃”的情形。

芝加哥期货交易所出现后，商品衍生品市场逐渐引导农民改变了生产方式。农民的劳动从简单劳动升华到了更为抽象复杂的劳动方式：不再看天吃饭、埋头种地，而是盯住行情播种，提前锁定销售价格，使得商品到货币原本惊险的跳跃变得顺滑流畅。芝加哥的农民根据期货交易所提供的远期商品价格确定现在的种植计划，就利用了期货市场的价格发现功能。交易所一年后的期货大豆价格高就多种大豆；行情不好就少种或者进行其他农业生产；如果交易所的价格合适就可以直接做卖出套期保值，让庄稼在地里的时候，就实现“惊险的跳跃”，这就是期货市场风险管理功能的具体体现。

芝加哥期货市场在推动农业生产方式革命方面起到了作用，而伦敦金属期货市场则适应了工业化革命的需求并促进了英国生产力的提高。19世纪中叶，英国本国的金属供应不能满足世界工厂的需要，不得不从遥远的智利进口铜等金属。由于从订货到货物运抵存在一个时间差，贸易商、生产商和消费者都面临价格风险，都希望货物出发之前把到岸的价格锁定。在伦敦金属交易所成立后，期货市场帮助参与各方有效地规避远期价格波动风险，从而增强了买卖双方开展国际贸易的信心，促进了世界工厂所需商品物资的大规模输出输入，推动了19世纪英国经济在全球的崛起。

金融期货的兴起不仅促进了衍生品市场的跨越式发展，而且引发了金融领域的深刻革命，推动了国际金融体系的产业升级。到了20世纪六七十年代，随着西欧各国经济的复兴，美国国际收支状况不断恶化，屡屡遭遇黄金大量外流、美元不断贬值的危机，导致第二次世界大战后确立的双挂钩固定汇率制，即布雷顿森林体系岌岌可危。1971年8月15日，尼克松政府不得不宣布停止美元和黄金的兑换，固定汇率体系崩溃，国际货币制度开始实行浮动汇率制。汇率的频繁波动，使得国际金融贸易业务的参与者面临更多的不确定性和风险。时势造英雄，梅拉梅德——芝加哥一家提供黄油、鸡蛋、猪腩等期货

合约中介买卖的交易所主席，敏锐地发现了潜藏的革新机会，他找到当时还未获得诺贝尔奖的芝加哥大学经济学家弗里德曼教授，请他分析外汇期货市场的必要性和可行性。弗里德曼在论文中这样写道：“一个成功的外汇期货市场应当发展起来，这显然符合我们国家的利益，这个市场会鼓励我国的其他金融活动，通过服务出口提供更多的附加收入，并减轻执行货币政策的负担。”当时尼克松政府的财政部长乔治·舒尔茨对梅拉梅德讲，如果弗里德曼同意，他也没有问题。于是，1972年5月芝加哥商业交易所设立了国际货币市场分部，推出了外汇期货交易。从此，金融衍生品的星星之火以燎原之势在全世界的市场经济国家蓬勃发展。

在简单回顾了衍生品市场的发展和经济增长因素的演变之后，我们可以发现，衍生品市场与经济增长之间存在着良性互动关系。当经济发展到一定阶段，随着总量的扩大，不确定性和风险因素都在增多，必然产生对衍生品的客观需求，内在自发地需要衍生品市场为实体经济保驾护航。衍生品市场的出现和发展，能够帮助市场参与主体以主动的方式管理风险，让风险厌恶者将不确定性转移给愿意承担风险的人，使得经济体系对于现实世界的动荡更加富有弹性，提高经济运行效率，促进资源的有效配置，保证经济的可持续增长。

当前，全球衍生品市场日新月异，在经济可持续增长中的作用日益明显。处于经济转轨过程中的中国，在企业走入市场的同时，政府的宏观调控行为也日益市场化。随着中国经济逐渐融入世贸组织市场经济体系，企业、银行和政府都面临国际商品和金融市场价格波动所带来的机遇和挑战，这一形势比以前任何一个时候都显得突出。稳步发展衍生品市场，对于维护我国经济利益、保持经济金融的稳定与安全都具有积极意义。在这种背景下，冉华同志的选题具有十分必要的立论基础。他从分析衍生品市场对经济增长作用的角度入题，在研究传统经济增长理论及其缺陷的基础上，将衍生品市场经济功能提高到风险配置的高度，并将风险配置功能纳入经济增长模型。书中提出了衍生品市场阶段性功能的观点；建立了衍生品市场监管目标及监管模式选择函数；给出了衍生品市场规模与GDP的回归方程式；利用基差原理测算商品期货交易对经济增长贡献方法等。这些观点和结论在理论和实践上都有一定的参考价值和启示，相信本书的出版能够对梳理衍生品市场与经济增长之间的理论实证关系有所裨益，对澄清关于

衍生品行业长期混淆的误解和偏见有所帮助，因此十分乐意为之作序并向读者推荐本书。

姜 洋

2004 年 6 月

序二

衍生品市场无论在理论上还是在实践上都存在颇多争论。各方面对衍生品市场的功能认识并不统一，其中一个关键问题在于衍生品市场缺乏令人信服的理论定位。作者在较长时期从事我国证券市场和期货市场的监管工作的基础上，根据我国建立和完善社会主义市场经济体制的需要，通过深入研究和总结实践经验，针对我国衍生品市场发展亟须解决的一些理论和实践问题，完成了这本书的写作。全书研究了衍生品市场对经济增长的作用，阐述了衍生品市场研究在经济学中的应有地位，分析了我国衍生品市场发展过程中需要解决的问题，具有很好的理论意义和指导意义。

本书在对衍生品市场历史上几次大的争论进行描述和各时期研究文献进行综述的基础上，提出了衍生品市场经济功能变迁的观点。作者通过对传统经济增长理论进行研究，指出传统经济增长理论不适用于发展中国家和虚拟经济高度发达的现代经济，提出基于资源和风险配置效率的经济增长理论模型，并从定价机制角度研究了衍生品市场对经济增长的作用。此外，作者论述了衍生品市场的风险特征和风险传导机制，对衍生品市场的监管理论、监管目标、监管方法及监管模式的选择进行了较为系统的研究。还针对中国所处新兴加转轨时期的实际情况，从维护国家经济金融安全的需要、后工业经济时代产业竞争的需要和促进农业向产业链条高端进发的需要等多个角度，论述了中国发展衍生品市场的必要性与可行性。

本书有一定的理论创新和理论水准。我认为，本书最值得强调的创新点在于：从宏观上，提出了资源配置系统与风险配置系统共同运转，从而推动经济增长的理论模型。作者将社会经济运行分为资源配置与风险配置两大系统，将衍生品市场的经济功能提升到风险配置的高度，提出基于资源和风险配置效率的经济增长理论概念模型，从而

在理论上实现了将衍生品市场功能作为经济增长重要因素的想法；从微观上，提出了衍生品市场通过调整风险的时间结构和空间结构，使风险的总量发生变化，从而减小风险对经济的负面影响。这些观点使我们在认识上达到了一个新的高度，即风险与资源一样，是可以优化配置的，同时，它们也为加快发展我国衍生品市场提供了理论支持。就是说，在经济发展过程中，我国一方面要增加社会投入，另一方面又要注意改善和完善经济运行机制，加快发展风险管理市场，实现对经济风险的优化配置。

此外，作者提出了衍生品市场规模与国民生产总值的回归方程式，建立了利用基差原理（即风险对冲原理）测算商品期货交易对经济增长作用的方法等都有一定的实践意义。

由于目前国内外现有这方面的研究文献较少，因此本书的研究只是一种尝试性的探索，还有不少欠成熟的地方。加上本书研究的面较宽，有些内容研究还不够深入，具有一些粗线条特征，希望作者及有兴趣的读者能继续作出不懈努力。我相信，本书的研究成果对于推动衍生品市场理论研究，提高对衍生品市场在经济增长中重要性的认识都有积极意义。

汪同三
2004年6月

目 录

第一章 导论/1

- 第一节 选题背景与写作思路/2
- 第二节 研究方法、研究内容与创新/5

第二章 衍生品市场学术争论与经济功能变迁/9

- 第一节 衍生品市场的产生与发展/9
- 第二节 各时期研究重点及研究成果概述/15
- 第三节 关于衍生品市场是否需要限制的几次争论/19
- 第四节 衍生品市场经济功能的变迁/26

第三章 衍生品市场发展对经济增长理论的影响/32

- 第一节 经济增长理论回顾/33
- 第二节 传统经济增长理论的局限性与面临的挑战/40
- 第三节 衍生品市场发展与经济虚拟化对传统经济增长理论的挑战/46
- 第四节 美国经济增长与衍生品市场相关性分析/53

第四章 衍生品市场风险配置功能对经济增长的作用/62

- 第一节 风险理论与风险管理/62
- 第二节 衍生品市场的风险配置原理与配置效率/71
- 第三节 从资源与风险配置效率角度考虑经济增长模型/82
- 第四节 风险配置对实体经济影响的数量分析——以商品期货为例/90
- 第五节 当代风险管理前沿与发展趋势/94

2 衍生品市场对经济增长的作用

第五章 衍生品定价机制对经济增长的作用/98

- 第一节 衍生品与现货价格波动相关性研究文献综述/98
- 第二节 价格机制在现代市场经济中的核心地位/101
- 第三节 衍生品市场价格及形成机制分析/105
- 第四节 衍生品价格形成机制对经济增长的理论意义/114
- 第五节 衍生品价格机制对经济增长贡献的测算/118

第六章 衍生品市场风险特征、风险传导机制与监管要求/135

- 第一节 衍生品市场的高风险性根源/135
- 第二节 衍生品市场风险特征与传导机制的形成/143
- 第三节 衍生品市场监管的理论基础/149
- 第四节 监管目标与监管方法的选择/155
- 第五节 衍生品市场监管体制选择/161
- 第六节 监管约束及加强对监管者的监督/171

第七章 中国发展衍生品市场的观察与思考/173

- 第一节 中国期货市场十年简要回顾与评价/174
- 第二节 充分认识现阶段期货市场的功能/182
- 第三节 站在新的高度看待中国衍生品市场的作用/185
- 第四节 中国期货市场的发展方向与内容/194

参考书目/204

后记/211