

立信金融丛书

# 金融衍生品市场论



姚兴涛 著

JINRONG YANSHENGPIN SHICHANGLUN



立信会计出版社

# 金融衍生品市场论

姚兴涛 著

JINRONG YANSHENGPIN SHICHANGLUN

立信会计出版社

· 立信金融丛书 ·

## 金融衍生品市场论

姚兴涛 著

立信会计出版社出版发行

(上海中山西路 2230 号)

邮政编码 200233

新华书店经销

立信会计常熟市印刷联营厂印刷

开本 850×1168 毫米 1/32 印张 10.5 插页 2 字数 252 000

1999 年 3 月第 1 版 1999 年 3 月第 1 次印刷

印数 1—5 000

ISBN7-5429-0637-2/F·0583

定价：17.00 元

12/4/08

## 序

金融衍生品市场在国外已得到长足发展,但对中国人来说还是件陌生事。尽管近几年来国内陆续发表了一些有关这方面的书籍和文章,但大多为务实性和技术性介绍,缺乏系统的理论研究,而正是这种研究才有重大理论意义和现实意义。

众所周知,金融衍生品市场是市场经济发展的产物,并随经济的市场化、国际化程度提高而加速发展。我国社会主义市场经济体制的确立,是衍生品市场存在和发展的基础。90年代以来,我国陆续推出了一些商品期货,并在部分地区出现了国债标准合约、股票指数合约和外汇期货交易,但不久由于出现了如“327风波”为代表的一系列事件,国债期货试点被停止,商品期货规模收缩。问题出在哪里?应当怎么办?

显然,正确的态度应如本书作者在“导论”中所说,“对中国衍生品市场发展,肯定不能因几次风险事故而无视国际衍生品市场迅猛发展的必然性和经济效应,也不能因为试点阶段出现的挫折而‘因噎废食’”。为了从衍生品市场发展的历史和不同市场发展的对比中正确认识这一市场发展的必然性及所需要的条件、其正面和负面效应、有效监管与市场有效性的关系,尤其是认识中国衍生品市场试点路径选择上出现的偏差,作者特围绕金融衍

衍生品市场发展的一些基础理论问题进行创造性研究,并用以对中国衍生品市场发展的思考。这样的研究,不但有理论高度,对探索建立有中国特色的、高效率的金融衍生品市场也有重大的实践参考价值。

在这本著作中,作者力求把理论阐述和实践归纳相结合,逻辑推理和历史概括相结合,实证的和规范的分析相结合,从多方位、多视角探索研究,在充分占有和剖析实际资料的基础上,紧紧把握金融衍生品市场最新发展中体现的特征和趋势,落脚于分析中国衍生品市场发展的历史和现实,探讨这一市场未来发展的正确路径选择。

应当说,作者确实在本书中作出了一系列值得重视的创造性研究:

一是关于金融衍生品市场功效及市场失灵和监管的论述。作者揭示该市场在微观方面具有的避险、投机、价格发现及降低信息不对称性的基本功能及一些延伸功能,在宏观方面具有的资源配置、降低国家风险及容纳社会游资的功能,这些功能决定了金融衍生品市场的需求,但这些功效的发挥和市场需求的满足取决于要有一个有效率的市场,因为金融衍生品市场实质上是一种为市场经济高效运转提供的制度安排,例如,期货市场降低了交易费用,提供了保险功能。然而,金融衍生品市场本身又有缺陷,使垄断、外部性、公共物品、信息不对称而导致的市场失灵在这一市场运转中有更突出的表现,造成这一市场的更大风险。为控制风险,保护投资者利益,确保市场完备性,必须加强监管。本文在正确阐明监管 10 项原则,比较不同监管模式优缺点,总结监管制度新发展的经验的基础上,提出了一元二级监管制度是符合历史潮流、符合我国国情的可行制度。

二是对金融衍生品市场发展趋势的归纳,提出这一市场发展过程中呈现出来的电子化、市场国际化、品种创新高速化、技术工程化、监管集中化、应用普遍化及市场规模迅猛发展七大趋势的日益强化是全球经济自由化、国际化、一体化、证券化和以信息技术为代表的高新技术应用的必然结果。

三是总结出新兴金融衍生品市场发展的共同路径选择:以股权类衍生品为突破口,循序渐进地使股权类衍生品市场逐步深化,这种路径选择是由新兴市场特点、条件及需求决定的必然选择。

四是关于金融衍生品市场对基础市场稳定性影响的分析,说明经济系统的不稳定源于内部冲击、随机冲击、政策冲击和自主冲击诸因素,而冲击的前提是自身的不稳定,冲击对经济系统影响的大小取决于系统内部不稳定性的、冲击力量、系统结构及应对措施。冲击会利用金融衍生品市场的杠杆性使冲击力量放大。

五是对我国金融衍生品市场试点效率的评估和存在问题的原因剖析,以及在此基础上对我国期货市场经济机制设计和金融衍生品市场发展路径选择的研究和探索,指出我国金融衍生品市场试点具有高成本、低收益的特点;目前我国期货市场处于低效率锁定局面是初始选择偏差的结果,应当从信息机制、激励机制出发在各个层次上完善期货市场试点的机制。从理论和实践上看,我国金融衍生品市场发展的路径应当是:坚持“法制、监管、自律、规范”的八字方针和“先试点,后推广,宁肯慢,务求好”的指导思想,坚持“先规范、后发展”原则。

上述这些论点和分析,包含了一系列创造性见解,既有对金融衍生品市场发展最新理论的深刻理解,也有对

全球近几年发生的一些金融事件的经验教训的科学总结；既有对世界金融衍生品市场演变的对比分析，又有对我国金融衍生品市场过去和现状的深刻研究；既有对金融衍生品市场现代理论的正确介绍，也有对我国金融衍生品市场运行机制和路径选择的对策性建议。可见，这确实是一部从理论和实践结合上对金融衍生品市场科学研究的精品。

这部著作的前身是他的博士学位论文。我在审阅此文稿时就感到此文思想观点深刻和新颖。各位参加论文评阅和答辩的专家也都给予了很高评价。当然作为一篇博士学位论文，尤其是作为一篇国内学者对金融衍生品市场的系统性理论研究，论文主题涉及的不少方面的研究还有待进一步深化和提高，如对股指期货标的指数选择问题如何作量化分析，金融衍生品市场与其基础市场的联动机制的研究等都可进一步深入。但无论如何，这部著作作为我国学者对金融衍生品市场作系统深入的理论研究作出了一个良好开端。我相信，随着我国社会主义市场经济的不断发展，作者本人及广大学者一定会在这个领域取得更为丰硕的研究成果，为我国金融衍生品市场的健康发展提供思想武器。

尹伯成

1998年12月于复旦大学

## 摘 要

金融衍生品市场的迅猛发展和不断出现的巨额亏损事故是近 20 年来国际金融市场引人注目的现象。中国金融衍生品市场试点以 1990 年 10 月 12 日中国郑州粮食批发市场的成立为标志,经历了许多波折,迄今只有商品期货试点。本文针对国内的研究以实务性、技术性介绍居多的状况,从理论上对金融衍生品市场发展的有关问题进行系统的研究。

本文首先对“金融衍生品”这一概念进行界定,阐述金融衍生品市场的一些基础性问题,包括金融衍生品的种类、特点及市场特征,概要介绍了金融衍生品市场发展的历史,近年来迅猛发展的动因,并对近年来一系列金融衍生品风险事故进行评析。

理论研究是全文的核心,围绕着金融衍生品市场作为为经济提供服务的制度,是降低交易费用的制度之一,是一种有效率的制度这一思想,从宏观、微观上阐述了其功效,指出:微观功效决定对金融衍生品市场的需求,宏观功效则决定供给,综述了经济理论从不同方面对其功效的研究。市场功效的发挥需要一定的条件,现实中由于多种因素使其存在缺陷而导致“市场失灵”,市场包含着各种风险,由此出发,系统地研究了金融衍生品市场的监管问题,提出了监管的三个目的、十项原则,比较了不同



监管模式的优缺点和监管制度的最新发展,提出:一元二级监管模式是一种发展趋势,即政府依法行政监管、交易所自我管理将得到强化并分担行业自律的职能,阐述了不同层次的监管措施和国际监管合作的途径与趋势。本文概括出随着理论的发展、金融工程技术的突破、现代通讯技术和信息处理技术的发展,金融衍生品市场发展呈现七大趋势,并从比较研究中找出了新兴金融衍生品市场发展的共同路径选择:以股权类衍生品为突破口,循序渐进地使股权类衍生品市场深化。1997年发生的东南亚金融危机再次使金融衍生品市场成为众矢之的,其与基础市场稳定性的关系成为关注的重点,本文尝试从经济系统稳定性出发,对影响稳定性的冲击、冲击对金融衍生品的利用、两个市场的互动机制及投机活动对稳定性影响大小进行了阐述。

应用研究首先对香港金融衍生品市场发展历史、经验进行归纳,以期对进一步发展金融衍生品市场有所启示。然后对中国内地金融衍生品市场发展的历史、现状、未来进行了全面系统的阐述,指出了旧中国金融衍生品市场给我们的最大教训是必须建立起强有力的监管体系,做到有令必行、有禁必止;中国期货市场的试点陷入了低效率的锁定状态,其主要原因是制度安排的非均衡、制度环境的非协调及中观层次(地区、部门)的放大机制,从低效率状态退出转入另一高效率均衡状态,必须依靠政府的行政力量;分析了中国对金融衍生品市场的需求,提出了中国金融衍生品市场发展的路径选择,对适时推出股指期货的必要性和可行性进行论证,重点阐述了推出股指期货的几个关键问题。

# 目 录

<b>第一章</b>	<b>导论</b> .....	1
第一节	问题的提出 .....	1
第二节	研究的思路、结构、方法 .....	4
第三节	主要结论概述 .....	8
<b>第二章</b>	<b>金融衍生品与金融衍生品市场的界定</b> .....	16
第一节	金融衍生品与金融衍生品市场 .....	16
第二节	金融衍生品的种类、特点及市场特征 .....	18
第三节	金融衍生品市场的发展历史 .....	26
第四节	衍生品市场的规模及其快速发展的原因 .....	29
第五节	对金融衍生品交易风险事故的评析 .....	33
<b>第三章</b>	<b>金融衍生品市场功效研究</b> .....	38
第一节	金融衍生品市场的微观功效 .....	39
第二节	金融衍生品市场的宏观功效 .....	43
第三节	金融衍生品市场功效的理论评述 .....	51
<b>第四章</b>	<b>金融衍生品市场的有效性及其监管</b> .....	61
第一节	金融衍生品市场的有效性理论 .....	62
第二节	金融衍生品市场的缺陷与风险 .....	68
第三节	金融衍生品市场的监管 .....	81

<b>第五章</b>	<b>金融衍生品市场的发展趋势</b>	113
第一节	金融衍生品市场的交易电子化趋势	113
第二节	金融衍生品市场的国际化趋势	121
第三节	金融衍生品市场的品种创新加快趋势	127
第四节	金融衍生品市场的技术工程化趋势	129
第五节	金融衍生品市场的监管集中化趋势	133
第六节	金融衍生品市场的应用普及化趋势	135
第七节	新兴金融衍生品市场发展的路径选择	138
<b>第六章</b>	<b>金融衍生品市场对其基础市场稳定性的影响</b>	146
第一节	冲击与经济系统的稳定性	146
第二节	投机资本对经济系统的冲击	150
第三节	冲击与金融衍生品市场	166
第四节	金融衍生品市场对其基础市场稳定性的影响	169
<b>第七章</b>	<b>香港的金融衍生品市场</b>	185
第一节	香港金融衍生品市场的发展历史	186
第二节	香港金融衍生品及其种类	192
第三节	备兑认股证市场及其在香港的发展	195
第四节	香港金融衍生品市场的风险管理、监管制度及其市场发展的启示	210
<b>第八章</b>	<b>中国金融衍生品市场研究( I ): 简要的回顾</b>	219
第一节	旧中国的金融衍生品市场	219

第二节	中国金融衍生品市场的理论准备和恢复： 1988—1993 .....	227
第三节	路径依赖与中国金融衍生品市场试点： 1993—1997 .....	234
第四节	中国期货市场的经济机制分析.....	255
<b>第九章</b>	<b>中国金融衍生品市场研究(Ⅰ):未来的 发展 .....</b>	<b>271</b>
第一节	中国发展金融衍生品市场的必要性.....	273
第二节	中国金融衍生品市场发展的路径选择.....	288
第三节	适时推出股指期货的研究.....	300
<b>主要参考文献</b>	.....	<b>314</b>
<b>后记</b>	.....	<b>321</b>

# 第一章

## 导论

### 第一节 问题的提出

近 20 年来,金融衍生品市场的迅猛发展和不断出现的巨额亏损事故成为国际金融市场引人注目的现象。据国际清算银行(BIS)统计,1996 年在有组织的交易所交易的金融衍生品合约数达 1 162.2 百万张,比 1986 年的 314.8 百万张增长 269.2%,还不包括商品类衍生品交易;而在金融期货诞生前的 1971 年,美国期货市场成交量只有 1 460 万张合约,1996 年美国仅场内交易金融衍生品合约量达 424.2 百万张合约,美国以外的市场则更是从 1986 年的 26.6 百万张猛增到 738.3 百万张,增长达惊人的 2 675.56%;以未清偿期末帐面余额计,场内交易金融衍生品 1995 年底达 91 853 亿美元,而 1996 年上半年即 6 月底的未清偿场外交易帐面余额达 210 689 亿美元,1995 年底为 177 126 亿美元,是场内交易的 1.93 倍;1996 年 6 月底的场外交易未清偿余额比 1990 年增长 510.64%<sup>①</sup>。目前,国际金融市场上已知的金融衍生工具已有 1 200 多种,全球各主要金融中心(从传统的芝加哥、纽约、伦敦、法兰克福、东京等到新兴的新加坡、香港、吉隆坡、圣保罗等)均有发达的衍生品市场。

从 90 年代开始,金融衍生品市场的主要“玩家”,一些大型金

融机构(商业银行、投资银行、证券公司)已经从以前的以规避风险为目的,转变为多元化业务的一部分。1985年,资产规模在10—50亿美元的大银行,有40.59%使用利率衍生工具,到1993年比重增加到58.17%;而资产在50亿美元以上的大银行,1993年已接近全部使用利率衍生工具;中小银行使用衍生品的比重亦有显著增加。所有银行使用衍生品的总比重由1985年的10.91%增长到1993年的17.22%。1993年,香港八家较大商业银行,包括美国花旗银行(香港)和香港汇丰银行,盈利的85%来自衍生业务市场,而传统信贷业务提供的利润仅占10%左右。有资料表明,美国信孚银行、摩根士丹利、美洲银行以及国际间最大的借贷者——世界银行等许多银行都是衍生业务的受益者,1989年以来,信孚银行衍生品交易量已占其资产的一半以上,超过了传统银行业务的收入;摩根士丹利从事衍生交易的收入比重由1986年的17.1%激增到1993年的38.9%。

在金融衍生品市场迅猛发展的同时,不断出现的巨额亏损也令世人震惊。巴林银行由于尼克·利森衍生品交易亏损10多亿美元,而使具有233年历史的老牌银行一夜间倾覆;万国证券国债期货违规交易,亏损10多亿人民币,被称为“建国以来最严重的金融丑闻”;住友商社在有色金属期货交易中亏损达28亿美元……。1995年1—9月,全球各大金融机构投资者在衍生品交易中,亏损累计达到164亿美元,比1994年的138亿美元要多出18.8%。由于这一系列的风险事故不仅引起一个国家内的金融动荡,还使国际金融、商品市场动荡加剧,这就促使人们更加科学、全面、理性地去认识衍生品交易。

中国现代意义上的金融衍生品市场发展可以追溯到1870年的宁波。当时因为中国各地所用银两标准不同,相互间的汇率一直处于波动之中,一部分人出于套期保值的需要,一部分人出于投机的需要,在宁波开始了“买空卖空”的期货交易。当地政府曾数次

“勒令”禁止,但收效甚微<sup>②</sup>。

1949年以前,中国金融衍生品市场曾有过迅猛发展的时期。1920年,“上海证券物品交易所”正式成立,交易品种有证券、棉花、棉纱、金银四种。随后,各种交易所在全国各地建立,有影响的品种是棉纱、金银,其交易价格对全球,尤其是远东市场有重要影响。但期货市场的发展因抗日战争爆发而停止。抗战结束后,在上海曾一度恢复,终因金融秩序混乱而未有起色,解放后至1952年即告停止<sup>③</sup>。

金融衍生品市场是市场经济的产物,并随着市场化、国际化程度的提高而逐步发展。1978年以后,中国以市场化取向的经济体制改革逐步深入,是衍生品市场在中国得以存在、发展的基础。1990年10月,中国第一家金融衍生品市场——“中国郑州粮食批发市场”成立,发展至目前有14家商品交易所交易农产品、有色金属、建材等商品期货。1992年12月18日,上海证券交易所推出了大陆第一批国债标准合约。海南证券报价交易中心曾在1994年1月推出过股票指数期货合约,但立即被中国证监会通报批评,累计成交111手后停止交易。1992—1993年间,上海外汇调剂中心在国内首先推出了人民币兑美元的期货交易,对我国外汇市场上开办金融衍生工具作了有益尝试。1993年上海外汇调剂中心还适时推出了货币互换业务。1994年4月4日,“中国外汇交易中心”开始运作,交易品种有美元和港币的即期买卖,1995年3月1日,新增日元即期买卖,并计划于1995年4月4日开设人民币对美元的远期外汇交易,终因各种原因,最后一刻未能推出。国债期货在1994年下半年、1995年初这段时间,交易火爆,两家证券交易所、一些证券交易中心和商品期货交易所均进行国债期货交易,由于“过度投机”盛行,引发了“327”风波。1995年5月17日,中国证监会发出紧急通知,停止了国债期货试点。这样,中国金融衍生品市场仅存商品期货交易。

当然,不能因几次风险事故而无视国际衍生品市场迅猛发展的必然性和其产生的经济效应,也不能因为试点阶段出现的挫折而“因噎废食”,“泼脏水把孩子一同倒掉”,而放弃金融衍生品市场的发展。最令人担心的是,我国的期货市场是在人们尚未弄清楚其好处到底有多大的情况下风起云涌的,现在又有可能在人们并没有弄清楚坏处到底在哪里的情况下烟消云散。“我们觉得不管是让它自生自灭还是人为停止,在政治上和经济上可能是很为不利的”<sup>④</sup>。

所以,如何从衍生品市场发展的历史和不同市场发展的对比中,认识清楚其发展的必然性,发展的充分必要条件,其经济效应及“负作用”?如何正确利用和科学监管这个市场?中国衍生品市场试点在路径选择上是否出现了偏差?如品种选择、试点布局、制度建设等方面是否使试点存在先天不足?中国经济的市场化、国际化程度日益提高,是否对衍生品市场在中国发展有必然的要求,如果存在这种必然性,技术上的难题如何解决?这些问题的解决对我们正确认识金融衍生品,正确利用并适时发展金融衍生品市场具有重要的理论价值和实际指导作用。

## 第二节 研究的思路、结构、方法

### 一、研究的思路

从理论和实践两方面,金融衍生品市场都是一个范围十分广泛的领域。金融衍生品市场研究的理论基础包括一般经济学、货币银行学、国际贸易、国际金融、经济思想史等学科,如对金融衍生品市场产生、发展的动因与趋势的研究运用制度经济学关于制度创新、变迁的理论与模型得到了科学的解释,对货币期货在70年代的出现及随后一系列的创新的研究则运用国际金融、国际贸易等理论获得了许多成果。在实践上,金融衍生品市场在运作中既体现



出市场的一般特征,又表现出不同地域、不同时间、不同类别间的个别特点;既有实物经济领域的衍生品,如商品类远期合约、商品类期货期权等,又包括虚拟经济领域的衍生品,如股权类衍生品、结构型衍生品等。同时,金融衍生品市场又是一个发展极为迅猛的领域,尤其是70年代以来,金融衍生品市场的工具创新和服务创新不断,尽管理论上的突破,如布莱克—斯科尔斯(Black—Scholes)期权定价模型的提出及完善等推动了这种创新,但总体上说,理论研究滞后于市场的实际运行,许多情况下是实务先有,随后才有相应的理论研究解释跟上,如对互换的投机性的认识及其风险的评估,是首先由审计人员在对英国一个区的财务状况进行审计时发现的,随后才引起各方面的重视和研究。90年代以来,随着金融工程技术的成熟,更有第二代、第三代衍生品问世,使得只有设计它的金融工程师才清楚其结构及风险状况。我国的金融衍生品市场尚处于试点初期,实践处于起步阶段而理论研究也是近几年的事。所以,金融衍生品市场研究是一个难度极大的课题。

根据前人的研究成果和本人的能力所及,本文研究的主题是针对国内对金融衍生品研究多为实务性的工具、技术的介绍,缺乏系统性理论研究的状况,围绕金融衍生品市场发展的一些基础理论问题进行研究,并运用于中国金融衍生品市场的发展。研究的思路是:首先对“金融衍生品”这一概念进行界定,对衍生品市场的有关属性、特征进行全面论述和澄清,这是理论研究和实际运作的基础,许多误解和实践中出现的问题正是由于认识上的偏颇而产生的。然后以金融衍生品市场是有效率的制度作为主线,从理论上阐述其功效,并综述了理论研究的成果;从其发挥效率的条件,对金融衍生品市场的有效性及其监管进行论述,尤其是把“市场缺陷”和监管模式问题作为重点;沿着效率改善的进程,对金融衍生品市场的发展趋势进行归纳,找出其发展的一般性特征;对由于1997