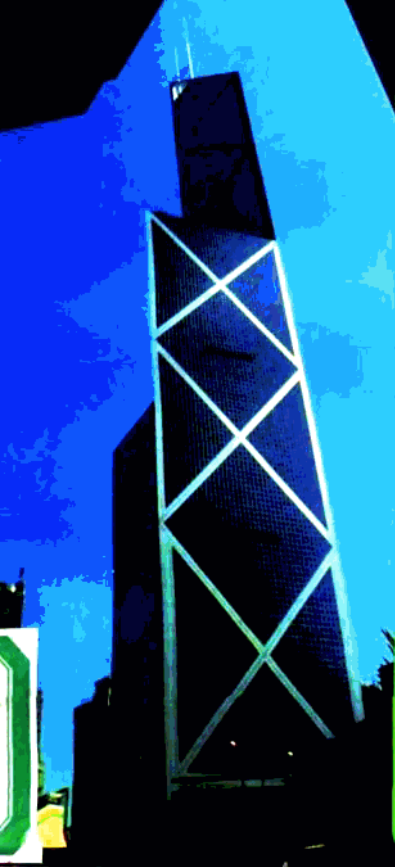


金融创新工具交易

● 王爱俭

● 天津大学出版社



序

(一)

在我国市场经济体制改革和市场发展的过程中,我国的金融体制进行了不间断的改革,吸取了世界市场经济发展中的有益成果,金融工具不断增多,金融服务范围不断扩大;新型的金融市场如股票市场、债券市场、期货市场从无到有,以惊人的发展速度展示着金融深化改革的魅力。

金融业在市场经济发展中的重要性,就像血液流通对人体活动那样,是须臾不可离的。有一个活跃的金融机制,才能有活跃的市场经济。因而,随着经济的进一步发展,便很自然地要求金融创新,以期有更多的金融工具,适应市场经济中的不同需要。近 20 年来西方金融机构推出的金融工具有上百种,提供了范围更大、更灵活的经营手段,使市场筹资、融资更为灵活方便,适应了多层次的市场需求。

金融期货就是近几十年来兴起的金融创新形式。由于它是在原来的传统金融工具如货币、股票、债券的基础上衍生出来的,又与这些金融工具价格密切相关的新的投资工具,从而被理论界称作金融衍生工具。投资的本质是获利性,可是投资收益是发生在未来的某一时间,这就产生了时间的因素,现在预期能够获利,但将来是否能够

获利是不确定的。由于对未来的不确定性,而产生投入本金和预期收益损失或减少的可能性,便是风险。风险的形成有市场风险、利率风险、购买力风险、企业经营风险和财务风险,还有政治稳定与政策变动的风险。这些年来,在许多国家的股票市场、债券市场、利率市场及外汇市场上,风云迭起,波澜起伏,使投资者蒙受很大损失。随着金融市场规模的日益扩大,市场参与者寻找新的可以减少或者消除投资风险带来损失的手段,金融衍生工具的交易,即股票、债券、利率、外汇以及黄金等的期货交易及期权交易、互换交易应运而生。而且它们适应性强、覆盖面广,诞生之后就很快超越商品期货。目前,国际期货市场上金融期货的交易额,大体是商品期货交易额的4倍、5倍、6倍。

金融创新工具的发展大体上有以下几方面的积极意义:(1)通过金融工具创新适应了多方面的需要;(2)为金融业提供了范围更大,更加灵活和服务更加周到的经营手段;(3)有利于提高金融市场效率;(4)有利于反映金融商品的价格走势,促进科学预期,实现价格发现功能;(5)有利于投资者利用金融期货避免利率、汇率以及股价涨跌等方面的交易风险。

(二)

金融创新工具是一柄“两刃剑”,它既被投资者用来作“套期保值”,回避风险,也被当作巨额盈利手段。因为金融期货和期权买卖只需交少量保证金,便可做几倍、几

十倍于保证金的合约交易,投机者以小搏大,赢利性高,同时风险度也高。即使是一些经济实力很强的公司和银行,一旦失手,也往往会出现巨额亏损。1994年美国奥兰治郡财政监督从事债券等衍生商品交易,亏损14亿多美元,使该郡财政出现危机;1995年英国巴林银行新加坡分行交易员里森从事日经股价指数期货交易,损失11亿美元,导致巴林银行倒闭,由英资易手为荷兰投资;同年8月,日本大和银行纽约分行行员井口俊英进行美国国债交易,损失10亿美元,虽然因大和银行是庞然大物并未因此垮掉,但纽约分行被美国金融当局扫地出门,大和银行信用等级被降级,信誉遭到重大损伤;1996年6月又发生了日本住友商事职员滨中泰男擅自进行大笔期铜交易,使公司损失18亿美元以上;在我国,也出现了上海万国证券公司和沈阳辽国发从事国债期货交易中严重违规,造成巨额国有资产受到损失的重大事件。这都表明,金融创新使金融工具品种多样化,高新技术采用使金融资产具有更大的流动性,再加上衍生工具以小搏大的特性,交易规模日趋庞大,风险也由此增大。

衍生金融商品交易风险的巨大,已经成为影响国际金融秩序和推进金融创新的障碍,国际金融界对此表现出高度重视。巴林银行事件之后,新加坡联合交易所强化了风险管理;住友商事出事之后,英国证券投资委员会已责令伦敦金融交易所重新评估有关的内部规章制度并且要求在6个月内拿出控制风险的对策。经济学家们则多数认为衍生金融商品是市场适应需要而创造出来的保值工具,如果运用得当,可以有效地防范金融活动中的风

险。但套期保值是和投机并生共存的,没有投机时,套期保值转移风险就没有风险承担者,而一旦出现过度的投机操作,将给经营者带来巨大风险。因此,市场监管部门加强对市场的风险控制 and 风险管理,制定严格的市场监管制度,是非常必要的。但市场监管主要是严格执行法律、法规和规章制度,重点是防止其操纵市场等形式多样的违规行为,而国内外发生的金融期货事件表明,给公司银行造成巨大损失的关键是内部管理失控,因此加强内部自控和自律也极其重要。公司和银行要对负责衍生工具交易的下级进行授权委托和制衡监督,规定委托交易的种类和限额,对每天交易的风险进行评估和止蚀点控制,不能纵容其追求短期效益或暴利而过度投机。一个人既负责前台交易,又负责后台结算,这是很危险的,必须要建立制约平衡机制,建立必要的内部风险管理,然后才能避免不必要的风险和损失。

(三)

在金融工具及其衍生品交易越来越活跃及交易总额达到骇人的“天量”时,美国的强调实物运作的经济学家林顿·拉鲁什认为金融创新所创造的只是“虚幻的金融价值”,造成了泡沫经济的虚假繁荣,泡沫一旦破灭会带来金融危机,并且发布了“世界金融市场濒临崩溃的所谓第九次经济预测”。诚然,金融衍生工具流通的并不是实物资本,例如股票只有在一级市场上发行时才是真正的筹资,以后在二级市场流通买卖的都是对“虚拟资本”的

交易,即交易的是资本的所有权而不是实际资本,至于股指期货期货交易更是连股票都没有,是纯粹的空头资本交易。当炒得火爆之后,不切实际的高盈利预期和普通的投机狂热,会出现以“虚拟资本”的价格超常规上涨为基本特征的虚假繁荣。证券、期货合同等可以重复交易,可以通过货币表现它的收益的“虚拟资本”,会繁衍成为不可数的无限膨胀的“泡沫”,只要货币持有者相信在这些“虚拟资本”的交易中隐含着他们所预期的收益,无论这种预期多么充满幻想,他们都会在纷至沓来的入市交易中去吹涨泡沫。

金融制度并不是独立的,它不能脱离物质经济活动,它是物质经济活动发展的反映,反过来又推动物质经济的生产和流通。“泡沫经济”则是脱离了物质经济,从而在表面上看与一般的经济高涨有某些相似之处,其实有本质区别。经济高涨是以物质生产的增长和投资及消费需求的增长相协调为基础的;而“泡沫经济”则是由虚假的高盈利预期的投机行为带动起来的,它并不是实际经济增长的结果。这样的繁荣既然是虚假的,那么泡沫经济终究有破灭的时候,一旦泡沫破灭,给经济造成的危害将极其严重。这从近几年墨西哥和日本的泡沫经济破灭造成的经济损失和经济增长受挫的实例,可以得到证明。

不过,对于林顿·拉鲁什提出的警告,我们同样要从两个方面来理解和运用。金融工具及其衍生品的过度运用、过度投机,会造成泡沫经济,是我们在运用时要注意的。但是,从我国的实际状况来看,是金融工具及其衍生品运用不足,而不是运用过度的问题。这就不能因噎废

食,不能因为怕出现泡沫经济而拒绝对多种金融工具及其衍生品的采用。

在经济运行中,尤其是在新兴的金融工具及其衍生品的市场中,完全没有泡沫是活跃不起来的。尤其是在市场发展初期,人们对市场不了解,只有少数敢于“吃螃蟹”的人士的投入与获利,才能吸引更多的人进入市场。以股票市场来说,股票的本质是投资,但投资是发生在一级市场;当进入二级市场流通时,其运行的机制却是投机。股市运行的一个基本特点,便是通过持续的无特定对象的买卖活动,从中攫取股票价格变动的利益,但风险和利益并存,股价的起伏波动,解套和被套的现象时时刻刻都在发生,这才使得股市成为充满机会的动态过程,股市才会有吸引力。

仅仅从投资价值和投资回报的角度来探讨股票价格的形成机制,并且以此作为判断股价合理与否的标志,认为价格高了便是有了泡沫,而泡沫有害无益,这种见解是脱离中国和世界股市实际的见解。在我国,B股、法人股都极具投资价值而无人问津,是因为它的投机机制不健全,价格不活,A股市场的股票在熊市期的投资回报率高于牛市期,然而在熊市期股市交投冷淡,到牛市期却是交投活跃,成交量成数倍、数十倍增长。这是因为牛市期除了上市公司分红的投资回报之外,股民还可以有差价可搏,大多数股民能够通过股市或多或少分享社会经济增长成果。我国股市一度处于熊市,不得不暂停新股发行。进入1996年以后大量发行新股,一级市场久盛不衰,直接融资的份额较过去有相当大的增长,其支撑点正在于二级市场

场股票价格有较大上升。尽管目前每月深沪两市有20只左右的新股上市,但每月都有10多万个新增股民,他们带来巨额入市资金,深沪股市日成交量经常近百亿元,使得发新股不再成为难题,使直接融资有了良好前景。所以,股市中有点泡沫是有利于经济运行还是不利于经济运行,市场已经作出了自己的回答。

股市价格总有起伏波动,当有的预期价格趋升,有的预期价格趋跌,这种异向预期力量大体均衡时,股市价格比较平稳;而当出现同向预期,即普遍认为价格会上升而竞相购入,普遍认为价格会下跌而竞相售出,便会出现同频振荡,引起股价的大起大落,使股市投资者有较大风险。尤其是机构投资者如投资基金管理公司本来应该以其多数资金投资于股票,成为股市的稳定力量。但机构因为持股量大,出售不易,为了避免在股价下跌时被套牢受到损失,往往是股价拉到一定高位便抛售套现,这是中国股市不能出现长期牛市的重要原因。在国外,投资基金管理公司可以长期持有股票,其手段是通过买卖股票指数期货进行套期保值,从而减少股票价格变动中的风险,有利于维持股市秩序,减轻同频振荡、价格大起大落的威胁和分段交易风险。所以,今年股市活跃有利于新股上市,发展直接融资。而当股票市场发展到一定规模之后,考虑推出股票的衍生品即股票指数期货合约交易,这在将来会成为现实。

(四)

在我国,金融改革深化和金融工具创新以罕见的速

度发展,这与金融从业人员知识匮乏不相适应的矛盾日益突出。由王爱俭副教授撰写的《金融创新工具交易》一书,正是满足了这方面的需要。此书作者搜集了大量的中外资料,进行了系统而细致的科学研究。目前,我国研究金融创新工具交易具有两个很重要的作用:(1)可以解决金融业在与国际接轨时,如何使我国金融资产保值、增值;(2)可以利用金融创新工具,规避国际金融市场风险转嫁我国。所以,我们说作者在以下几个方面作了努力。

1. 富有新意。本课题立题新颖,为了能全面系统地反映和论述金融创新的最新成果,全书在结构布局上精心安排,在每一章中,努力做到既有理论又有实务,并突出重点。

2. 论证充分。可以说大部分金融创新工具和业务在国际上是 80 年代兴起,目前在我国正起步发展。为了促进我国金融业与国际接轨,步入国际金融创新工具市场,作者通过大量调查和研究,探索了国际上成功的经验和教训,详细论述了金融创新理论、体系、交易技巧及风险管理等,书中的资料、图表或案例,取材新颖,对问题的论述,做到条理清楚论证充分。

3. 操作性强。书中系统介绍了金融创新工具的交易方法和操作技巧,其中有不少案例取自于最近国内外书刊的有关资料 and 实际部门,再进行加工整理,有助于读者及时了解和熟悉有关金融衍生工具交易的最新作法,掌握较新金融市场动态,具有较强的操作性。

世界的金融创新浪潮正在继续,我国的金融改革正在深化,金融工具亦是日新月异,不断推出新的品种。希

望作者在已经取得可喜成果的基础上继续研究,拿出更多的新著来。

1996年8月8日于北京拾弥斋

戴国晨^①

^① 戴国晨系我国著名经济学家、全国政协委员、中国社会科学院经济研究所研究员、博士生导师。

金融创新工具市场概述

金融创新工具市场(Derivative Financial Instruments)的兴起和发展是70年代以来国际金融市场最为突出的变化之一。被称为金融创新工具的金融期货、期权以及互换等金融衍生手段的迅速扩散和广泛运用,将80年代初期开始的新一轮金融创新推向高潮,并带来融资中介过程和金融体系的深刻变化,对国际金融活动和金融市场的发展产生了重大而深远的影响。

§ 1.1 金融创新工具及其特点

金融创新工具是基于或衍生于金融产品(如货币、汇率、利率、股票指数等)的金融工具。与其他融资工具不同的是,创新工具自身并不具有价值,其价格是从可以运用创新工具进行买卖的货币、汇率、股票、债券等的价值中衍生出来的。这种衍生性给予创新工具以广阔的运用空间和灵活多样的交易形式。目前,在国际金融市场上最为普遍运用的创新工具包括金融期货(Financial Future)、期权(Option)和互换(Swap)。

金融创新工具或者衍生产品是由传统金融产品(如货币、股票、汇率)派生出来的。由于它是衍生物,不能独立存在,其价值在相当程度上受制于相应的传统金融工具。这类能够产生衍生物的

传统产品又称为基础工具。根据目前的发展,金融基础工具主要有三大类:(1)外汇汇率;(2)债务或利率工具(如债券、商业票据、存单);(3)股票和股票指数等。虽然基础工具种类不多,但是借助各种技术在此基础上都可以设计出品种繁多、特性不一的创新工具来。

目前,通过各种派生技术进行组合设计,市场中已出现了数量庞大、特性各异的衍生产品。主要有:(1)创新工具与基础工具的组合。如期货衍生产品与基础工具的结合,即有外汇期货、股票期货、股票指数期货、债券期货、商业票据期货、定期存单期货等形形色色的品种。(2)创新工具之间的组合,构造出“再创新工具”。如期权除了以基础工具作为标的物之外,也可和其他创新工具(如期货)进行组合,如“期货期权”。互换与期权组合可构造出“互换期权”(Swaption)一类的新创新工具。(3)直接对创新工具的个别参量和性质进行设计,产生与基本创新工具不同的创新产品。如期权除了“标准期权”之外,通过一些附加条件,可以构造出所谓“特种创新工具”,例如“两面取消期权(binary double barrier knock out option)、“走廊式期权”(corridor option)等。金融创新工具中具有无数种创造派生产品的技术。由于金融创新工具迅速地发展和品种数量的增多,有关金融创新工具的定义和范围至今尚未完全统一。但作为与传统金融产品截然不同的创新品种,金融创新工具表现出若干特点。

一、金融创新工具的特点

金融创新工具有自己的特性,主要表现如下。

1. 价值受制于基础工具的价值变动

由于是在基础工具上派生出来的产品,因此金融创新工具的价值主要受基础工具价值变动的影响,这是创新工具最为独到之处,也是具有避险作用的原因所在。股票指数的变动影响指数期货的价格,认股证跟随正股价格而波动,正是这一特性的表现。

2. 创新工具特性复杂

相对于基础工具,金融创新工具特性显得较为复杂。这是因为,一方面金融创新工具如对期权、互换的理解和运作已经不易;另一方面由于采用多种组合技术,使得创新工具特性更为复杂。这种情况导致金融产品的设计要求高深的数学方法,也要求运用电脑技术,所以大量创新金融产品是出自于精通数学的专家之手,同时也导致大量金融创新产品难为一般投资者所理解,难以明确风险所在,更不容易完全正确地运用。

3. 创新工具设计具有灵活性

正因为可以通过对基础工具和金融创新工具的各种组合,创造出大量的特性各异的金融产品,其创新产品更能适应不同市场参与者的需要,可根据所要求的时间、金额、杠杆比率、价格、风险等级等参数进行设计,满足其特殊需要,因此相对其他金融工具具有更大的灵活性。

4. 创新工具多具有财务杠杆作用

金融创新工具在运作时多采用财务杠杆方式,即采用交纳保证金的方式进入市场交易。这样,金融创新工具市场的参与者只需动用少量资金即可控制资金量巨大的交易合约。期货交易的保证金和期权交易中的期权费即是这一种情况。财务杠杆作用无疑可显著提高资金利用率和经济效益,但是另一方面也不可避免地带来巨大风险。近年来,一些国际大机构在创新工具的交易方面失利,很大程度上与这种杠杆“放大”作用有关。

5. 交易活动的特殊性

金融创新工具交易的特殊性主要表现在两个方面。一是集中性。从交易中中介机构看,主要集中在大型投资银行等机构进行。美国目前占了全球金融派生产品交易量的相当比重,但是在美国3000多个金融机构中,只有300多个从事此类交易,而且其中10家大型机构即占了交易量的90%,可见交易的集中性。二是灵活性。从市场分布看,大量的交易活动是通过场外交易方式进行的,即用户主要通过投资银行作为中介方参与派生产品交易,投资银

行代为寻找对家或直接作为交易对手个别进行。因此大量的产品交易是非标准化的。这在很大程度上也是由于金融创新工具的灵活性所致。

二、金融创新工具交易与其他交易比较

在期货交易所,除了金融创新工具交易外,还有商品期货交易、金融现货交易、金融远期交易等。为了更深入地理解金融创新工具交易的特点,以下将金融创新工具交易与以上其他交易做一比较。

(一)金融创新工具交易与商品期货交易

金融创新工具交易是在金融现货交易的基础上发展起来的,商品期货是在商品现货基础上发展的,所以二者有很多相似之处,主要表现在:

第一,交易对象的规格、数额标准化和规范化以及付款方式的一致性;

第二,价格公开、市场交易透明度大,给每一个交易者以平等自由的竞争机会,期货交易市场是买卖双方直接聚会的地方,两者寻找成交对象都十分容易;

第三,金融创新工具交易与商品期货交易都是一种远期交割的贸易,而且期货合约是标准化、可转让的,因而在到期之前可以随时转卖出去,而不需要真正地供货或提货,即所谓的“买空卖空”,从而吸引了投机者的参与,使市场活跃起来,同时也为套期保值者进行保值交易以减少风险创造了条件;

第四,二者都具有特殊的结算方法以及交易会员制度,交易者使用度高。

但是,二者也存在显著的区别。最明显的区别是二者的交易对象不同。金融创新工具交易的对象是与金融相关联的合约,从利率、外汇、股票指数期货到各种金融期权、互换;商品期货交易的对象是有实物形态的商品。此外,金融创新工具交易的投机性比商品期货交易要强。

(二)金融期货交易与金融远期交易

金融远期交易是金融期货交易的前身。随着商品经济的发展和演变,金融远期交易渐渐发展成为金融期货交易。我们知道,商品交易有两种方式:一种是一手钱、一手货的现货交易,另一种是先成交后收银货的远期交易。在漫长的商品交易方式演变过程中,远期交易随着商品交换的发展发生了很大变化,其形式和内容都逐渐复杂起来,形成了特有的发展规律。随着商品经济的发展,市场不断扩大,商品交换方式日益发达。远期交易虽然有利于建立稳定的购销关系,克服了现货交易的许多弊病,但它在日趋发达的商品市场上也暴露出了它的弱点和局限性,而这些弱点和局限性正形成了金融远期交易与金融期货交易之间的区别。

正是由于金融远期交易和金融期货交易一脉相承的特点,才决定了二者的共性,即都是先成交、后交割的交易方式。但是二者也有很大的差别。

1. 交易方式不同

远期交易缺乏一整套正式的规章,交易分散、信息闭塞,没有形成集中的、有组织的市场,因而不能提供正确的价格信号,不利于指导生产和经营。远期合约没有标准化的规定,交易的金融证券在品种、面额、期限、交割日期、数量等方面均按交易者的具体要求,由交易双方直接达成协议,每份合约都与其他合约不同,交易不规范,手续繁琐,易发生交易纠纷,而且合约不能转让,不利于调整生产经营和转移风险。金融期货交易是在一种有组织的、标准的期货交易所中进行的。每个期货交易所对交易都有明确具体的规定,交易品种也是一种标准化、规范化的契约。每份合约对交易的金融证券的品种、期限、面额、数量、交割日期等都有一定规定,即期货合约具有一致性。这样使合约易于转手、便于清算、流通性好、效率高。

2. 交易风险不同

远期交易由买卖双方直接协商,双方都清楚地知道对方是谁;

因而在交易之前，一方必须对每个成交对方的资信情况、履约能力与诚意进行深入地了解 and 调查，以减少风险，防止毁约行为的发行。尽管如此，由于缺乏强制履约机构，一旦一方不能履约，会造成一系列连锁反应，这种情况在远期交易中并非少见。金融期货交易是通过结算所进行的，交易者就是期货交易的会员。他们“各有其主”，并不知道对方是谁，买卖双方都与交易所的清算部分为成交对方，由清算所保证合约的履行。因此，违约的可能性是很小的，即使任何一方违约也不会影响到另一方。期货交易在交易所内以公开拍卖方式进行，而远期交易则利用电话或电传等现代通信设施进行。

3. 交割时间与参与者不同

远期交易是在到期日进行交割，而金融期货交易一般在到期日前利用相反交易抵消，很少到期交割，待到期日才进行交割的合约一般不足全部合约的1%。另外，参与远期交易的主要是在银行同业之间或是一些大部门、大公司之间进行，而参与期货交易的人可以是银行、公司、财务机构或个人。

4. 保证金不同

远期合同不需交保证金，完全凭对交易对方信誉的了解。期货交易所有成交的双方必须交纳保证金，不同的交易所规定不同金额的保证金，一般为合约总额的5%或10%，由结算所每天清算盈余，获利的可提走利润，亏损在保证金降到维持水平以下时要立即补足至原始保证金的数额。

(三) 金融期货交易与金融现货交易

二者之间联系很明显，它们的交易对象相同，都是与金融有关的合约。期货交易价格是在现货交易价格的基础上，考虑到市场上各种因素的影响而人为推断出来的。由于市场价格变化无常，所以一个交易者在现货交易市场上进行货币交换时，往往会在期货市场上对其交易的货币进行保值，以获取正常利润。二者的区别主要有四点。

1. 决定价格的因素不同

金融现货交易的金融工具价格是现时已确定了的的价格,是存在的客观事实,不容改变;而金融期货交易的金融工具价格反映的是所有市场参与者对于未来价格的综合预期,并非实际已存在的事实。由于投机者的参与和主观心理因素的影响,金融期货价格与将来实际价格往往并不一致,投机者正是利用这两种价格的差异进行投机活动的。

2. 交易方式不同

首先,现货交易一般通过一对一的谈判成交,而金融期货交易必须集中在期货交易所里以公开拍卖的方式进行,完全由期货市场机制支配,因而交易集中、信息通达、价格公平、买卖公开。其次,现货交易是真实地买进或卖出一种金融资产,一手交钱,一手交货,真实地实现了资产所有权的转移,而期货交易实质上是一种契约交易,双方通过期货合约的买卖只是承担了一种义务——买进者到期要接受所买金融资产的义务,卖出者到期有交割所卖金融资产的义务。再次,期货交易并不涉及金融资产所有权的转移,买方并不一定真的购买这种金融资产,卖方也并不一定有金融证券出售。

3. 交易规则不同

金融期货交易必须是在期货交易所里进行交易,并且有固定的交易程序和交易规则。交易所对成交方式、结算与担保、合约的转卖或对冲、风险的处理、实物交收等都有严格详尽的规定。在期货市场里,一切服从法律和规则的规定,不允许外界随意干预。对交易人员也有严格限制,参加期货交易必须是会员单位,非会员单位只能通过会员单位进行交易。会员要经过严格审查批准,要交纳席位费和会员费,享有一些特许的交易权利。有些交易所会员分几个等级。等级不同,权限也不同。现货交易并没有如此复杂而严格的限制。相比之下,它带有更多的随意性和分散性。现货交易是简单的一手交钱、一手交货的交易,只要交易双方能互相满足对方的