

Entering WTO and
Financial Risk

入世与 狙击金融风险

李恒光 / 著

我国如何保障“入世”后的金融安全及整个经济安全？
什么是金融衍生品？
衍生金融品的巨大风险到底源自何处？
中国如何面对开放经济下的国际金融市场？
加入 WTO 将会给中国带来何种金融风险？

石油工业出版社

人世与狙击金融风险

李恒光 著

F832.59

200108

L

石油工业出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

人世与狙击金融风险/李恒光著.
北京:石油工业出版社, 2001.8
ISBN 7-5021-3448-4

I. 人…

II. 李…

III. ①金融-风险管理-研究-中国

②金融-安全-研究-中国

IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 045291 号

石油工业出版社出版发行
(100011 北京安定门外安华里二区一号楼)
北京国民灰色系统科学研究院计算机中心排版
河北省地勘局测绘院印刷厂印刷

*

850×1168 毫米 32 开本 12.25 印张 310 千字 印 1—5000
2001 年 8 月北京第 1 版 2001 年 8 月河北第 1 次印刷
ISBN 7-5021-3448-4/F·145

定价: 22.00 元



李恒光,女,祖籍山东,1964年生于吉林敦化,现为哈尔滨工业大学博士研究生,青岛大学国际商学院金融学硕士研究生导师。主要从事应用经济管理研究,公开发表论文150余篇,出版专著3部、参编教材6部,主持并参加了包括国家自然科学基金项目、国家社会科学基金项目等在内的纵向课题7项,承接并完成了地方政府、金融机构及工商企业等委托的横向课题9项。

责任编辑：刘 玮
封面设计：金 子

Entering
WTO
and
Financial Risk

序

金融作为经济杠杆之一，其作用对现代经济来说是极其重要的。但是，能否运用得当，其效果又是截然不同的。正因为如此，研究现代金融，特别是研究在临近 WTO 背景下的金融风险、金融安全是一个严肃的课题，李恒光女士呈现给读者的这本书，其选题及用意不言而喻。

从金融学科的发展动向看，在作为一种全新的发展思想和发展战略的可持续发展逐步得到世界范围的普遍认可的大环境下，金融的可持续发展问题显得愈益重要。而要保证金融的可持续发展，就必须探讨金融发展中如何规避金融风险、谋取金融安全等问题；从目前的研究现状来看，对既是风险防范手段同时又是最大风险源的衍生金融商品的研究还处于起步阶段，金融创新理论与我国金融创新实践的吻合与背离的研究还相对薄弱，对金融风险的国际传递机制还需要理论上的深度挖掘：从国民经济发展的全局着眼，我们说 21 世纪的世界经济面临二战以来最严重的金融挑战，必须把经济发展与金融开放、金融风险和金融安全等有机地结合起来综合考虑。

由于本书涉及了“衍生金融商品”、“金融风险控制”、“金融安全的获得”、“入世”、“国际金融关系”、“国际金融合作”、“国际货币体系”、“国际资本流动”等等多个层面，各个层面相互衔接形成了有机的联系，是一本选题准、立意新、研究深、读者面较广的不可多得的苦心钻研之作。因此我热诚向广大读者推荐这本涉及金融领域前沿问题的新作。

（中国证监会首席经济学家、教授）

目 录

第一篇 金融创新与金融风险控制

纵观 20 世纪 80 年代以来国际金融市场出现的新变化,主要表现在全球化、功能一体化和金融创新三大方面。这三大变化在提高市场效率、满足客户多样化需要的同时,也给风险管理理论界和实务界提出了亟待解决的严峻课题。以金融创新中不断涌现的衍生金融商品为例,问题的关键并不在于衍生金融商品产生了新的风险,而在于传递风险的速度和传递方式的复杂,使对风险控制和风险监管的透明度降低,从而给内部管理人员、外部交易对方以及监管机构评估、衡量风险增加了难度。

第一章 金融创新核心产品及其交易市场概述	(3)
一、衍生金融商品	(3)
二、衍生金融市场	(29)
第二章 金融创新核心产品的交易风险及其监管	(48)
一、衍生金融商品交易风险	(48)

二、衍生金融商品交易监管	(77)
第三章 金融创新的引致研究及金融创新实践	(92)
一、金融创新及其经济影响	(92)
二、金融创新实践及未来取向	(108)

第二篇 新世纪初中国金融热点问题思考

随着世界经济一体化和经济全球化进程的加快,尤其是东南亚金融危机的爆发和我国入世的临近,“开放经济下的国际金融”、“WTO”、“金融风险”、“金融安全”等问题成了人们关注的热点。这些热点问题的内在机理如何?相互间存在着怎样的联系?本篇中的第四章力求对此做深度的挖掘和系统的分析探讨。本篇第五章就金融风险的国际传递机制进行了研究,以满足金融进一步开放的客观需要。而对于我国国内金融风险化解中的债转股,第六章有相关分析。

第四章 WTO 与金融风险和金融安全	(126)
一、WTO 与金融风险	(126)
二、WTO 与金融安全	(168)
第五章 金融风险的国际传递机制	(224)
一、汇率和利率的调节与均衡	(226)
二、汇率的震荡及效应分析	(275)
第六章 金融风险化解与债转股	(284)
一、中国经济改革理论的重大发展	(284)
二、积极推进债转股工作的顺利进行	(295)

第三篇 入世背景下的国际金融问题

国际金融关系、国际金融合作、国际货币体系、国际资本流动等一直是开放经济下需要认真对待的与一国经济发展密切相关的问题。在我国即将加入世贸组织的今天,对这些国际金融问题研究有着非常重要的现实意义。

第七章 国际金融关系与国际金融合作	(308)
一、国际金融关系	(308)
二、国际金融合作	(317)
第八章 国际货币体系与国际资本流动	(327)
一、国际货币体系	(327)
二、国际资本流动	(345)

第一篇 金融创新与金融 风险控制

纵观 20 世纪 80 年代以来国际金融市场出现的新变化，主要表现在全球化、功能一体化和金融创新三大方面。

银行业的全球化始于 20 世纪 60 年代，到 80 年代全球化的步伐进一步加快。证券市场全球化的起步较晚，但发展迅速。其全球化的程度表现在跨国和跨交易所的证券交易、境外上市数量的增长、提供全球性服务的证券商的诞生等方面。证券业务全球化的主要形式是：其一、最传统的形式是在国内市场购买外国证券和在国内市场发行外国人的证券（跨国交易）；其二、国内市场发行的证券在外国上市，或在一级市场发行、上市的证券在另一市场交易（跨交易所交易）；其三、上述两种方式的综合，即证券在全球范围内配售并在多个市场交易。导致金融市场全球化的原因是多方面的，但取消外汇管制、信息技术革命提高了对外国证券的了解程度、机构投资者对投资组合多元化的偏爱等因素起到了相当重要的作用。

国际金融市场的第二大变化是在金融集团内证券业和银行业日益融合，从而模糊了传统商业银行和投资银行的界限。两类银行业务的融合在很大程度上发端于主要国际金融中心的放松管

制。在英国，1986年伦敦证券交易所修改了其规则，允许包括银行在内的外部机构获取其会员资格。证券业和银行业的融合结束了英国300年来金融服务业中两类业务一直分开的历史。在美国，尽管1933年《格拉斯·斯蒂格尔法》形式上仍然禁止银行从事证券业务，但通过对该法的扩大解释，近年来美国管理机关已允许银行通过其专门的分支机构开展重要的证券活动。

国际金融市场的第三大变化是金融创新的飞速发展，尤其是衍生金融商品交易的迅猛膨胀。推动金融创新的主要动力是信息技术革命及其带来的计算机价格大幅下跌。收集、处理、传播信息的简便和低成本，大大推动了诸多方面的金融创新，如从资产到证券的现金转换（资产证券化）以及衍生金融商品的多样化（期货、期权、掉期、远期利率协议和相关的套期保值工具）等。在20世纪80年代中，仅有美国和其他少数国家有期货和期权交易，而到了90年代，所有经合组织国家及包括中国在内的新型市场都建立了证券交易所。

上述三大变化在提高市场效率、满足客户多样化需要的同时，也给风险管理理论界和实务界提出了亟待解决的严峻课题。以金融创新中不断涌现的衍生金融商品为例，问题的关键并不在于衍生金融商品产生了新的风险，而在于传递风险的速度和传递方式的复杂，使对风险控制和风险监管的透明度降低，从而给内部管理人员、外部交易对方以及监管机构评估、衡量风险增加了难度。本篇第一章和第二章将围绕国际金融市场的最新发展态势，重点就与衍生金融商品交易风险相关的问题展开论述；本篇第三章则就金融创新理论及中国的金融创新实践作简略的分析。

第一章 金融创新核心产品及其交易市场概述

一、衍生金融商品

(一) 衍生金融商品概念的界定及主要品种的差异比较

自 20 世纪 90 年代初以来，国际金融界接二连三地发生了数宗震惊世界的、因从事衍生金融商品交易而导致巨额亏损的重大事件，这使得人们对衍生金融商品及衍生金融市场的认识不再陌生。

但是，人们对衍生金融商品的确切定义并不是十分清楚。

事实上，对于什么是衍生金融商品，目前学术界有很多争论，争论的焦点主要集中于对衍生性的理解，以及衍生金融商品外延所包括的内容的宽严上。衍生金融商品是英文 derivatives 的中文意译。在英文词典中，derivatives 的原意是派生物、衍生物，它的动词形态是 derive，表示“从（本源中）……得到、起源于……”的意思，它的英文反义词是 original（原物、起源）。换言之，derivatives 表示从某种原生事物中派生出来的事物。1994

年8月,国际互换交易协会(International Swaps and Derivatives Association)在一份报告中对衍生金融商品作了如下描述:“衍生金融商品是有关互换现金流量和旨在为交易者转移风险的双边合约。合约到期时,交易者所欠对方的金额由基础商品、证券或指数的价格来决定。互换交易、远期交易、利率上限和利率下限是双方协议成交的,期货和认股权证则是在交易所交易的标准衍生工具。”不难看出,上述描述对衍生金融商品的概念作了较为严格的界定。

与其形成鲜明对照的是,有的学者把衍生金融商品的外延在可能的范围内尽量扩展,认为凡是由传统金融商品派生出来的新型金融商品都属于衍生金融商品的范畴。传统金融商品相对于衍生金融商品而言,又被称为基础金融商品或原生金融商品。根据目前的发展,原生金融商品主要有:外汇汇率;债务或利率工具(如债券、存单、商业票据等);股票和股票价格指数等三大类。衍生金融商品既可以是在原生金融商品的基础上直接派生(如外汇期货、利率期货、股票期货、股票指数期货、外汇期权、利率期权、股票指数期权、利率互换、货币互换等,我们可以称其为基本衍生金融商品或第一代衍生金融商品),也可以是在基本衍生金融商品的基础上再次派生(如各类期货期权、互换期权等,我们称其为第二代衍生金融商品)。此外,还可以将某些衍生金融商品的某些参量和性质进行重新设计,从而得到与其亲代有差异的新型衍生金融商品(如杠杆互换、逆向互换、两面取消期权、走廊式期权等)。根据这样的衍生规则往下推,衍生金融商品的种类理论上说是可以无限增加的。

但衍生金融商品家族是否真的会这样子子孙孙繁衍下去,则要看是否存在对一系列后续衍生金融商品的需求与供给,而这是不能脱离未来社会经济发展现实的。短期看,衍生金融商品在金融创新浪潮中不会无声无息。事实上,衍生金融商品自诞生以来

也的确是不断有新品种问世。我们研究目前的衍生金融市场，显然没必要也不可能研究所有这些衍生金融商品，故本篇对衍生金融商品概念的界定采用的是被大多数人所接受的经合组织的一个定义^①：“一般来说，衍生交易是一份双边合约或支付交换协议，它们的价值是从基本的资产或某种基础性的利率或指数上衍生出来的。今天，衍生交易所依赖的基础包括利率、汇率、商品、股票及其他指数”；“‘衍生金融商品’一词也还被用来包括具有上述衍生性，或包含了选择权的债务工具以及其他工具，如以本金与利息收入而创造出来的债务工具。”

简单说来，本篇在使用衍生金融商品一词时，表示自身价值依附于某种原生产资产（underlying assets）价值的金融工具。通常这种原生金融资产是指货币、外汇存款、股票、债券等传统的金融商品。或者更简单而又规范地按着美国财务会计准则公告第119号“衍生金融商品和金融商品价值的揭示”将衍生金融商品定义为：价值由名义规定的衍生于所依据的资产或指数的业务或合约，即衍生金融商品是指现金、手持证券以及引起某种合约上的权利、义务所产生的合约。因此，衍生金融商品在本质上是一种尚未履行或正在履行中的合约。合约在签订时只是规定了双方在一定期限内的权利和义务（它可能赋予一方在将来某个时候对既定资产的债权，同时对另一方的债务也作出明确的约束；它也可能只为一方提供一种决定期权交割与否的权利），却没有发生任何“交易”。但合约签订以后到履行或撤消以前，衍生金融商品的价值（标的价格）不断变化，导致相应的风险和报酬不断转移到企业。例如，一家美国进口商2000年11月从英国进口商品，三个月后支付货款。为避免汇率上升的风险，该美国商家在

① Claude Brown “How to Recognize a Derivative”, *International Financial Law Review*, May 1995, P28—29.

签订买卖合同的同时，在市场上买入3个月期英镑期货，价值5万美元，交付保证金2500美元。到12月31日，价格涨到7万美元，该美国商家未出售这项期货。在会计上，若按历史成本原则，报表上只能揭示实际交付的保证金2500美元。显然，该项保证金支出既不能代表期货合同签订时的价值，也不能揭示报表编制日（12月31日）该期货合同给企业带来的潜在报酬（2万美元）。这就违背了会计中的充分披露原则。然而，若充分揭示该衍生金融商品给企业的影响，又遇到传统确认、计量所无能为力的难题。所以迄今为止衍生金融商品交易仍属于“资产负债表外（off-balance-sheet）交易”。无论衍生金融商品的品种数量如何庞杂，仔细研究后我们终会发现，它们均源于三种最基本的交易方式：远期、期货和期权。

1. 金融远期与金融期货

从大类上划分，任何商品交易都只有两种形式：一种是成交与交割同时进行（不排除数天内的短期分离）的现货交易；另一种是先成交后交割的远期交易。其他的交易形式都可以归到这两种基本形式之中。期货交易实际上就是远期交易的一个特例，前者是为了弥补后者的缺陷才应运而生，正是这一点体现了金融远期交易与金融期货交易的差异性。金融远期交易与金融期货交易的差异主要表现在以下四方面：

（1）交易的组织形式不同。

远期交易是在场外交易市场进行的，由交易双方就交易的具体要素——达成协议，合约是非标准化的，其流动性极差，不规范且手续繁杂的交易往往容易导致交易纠纷；期货交易则是在集中的、有组织的期货交易所进行，交易的是标准化的期货合约，每份合约都详细规定了金融商品的品种、期限、面额、数量、交割日期、交割地点、最小价格变动幅度等要素，惟一可变要素是

价格，价格在交易所以公开竞价的方式形成。严格的规章、畅通的信息、集中的交易和标准化的合约，使期货交易规范、有序、高效，合约的流动性较好。

(2) 交易的风险不同。

远期交易的信用风险由交易当事者自行承担，因此交易者必须对交易对方的结算能力、信用程度等作详细的资信调查，以此来降低风险，防止违约行为的发生。期货交易则不同，期货交易所都有自己的结算公司和保证公司，有一套完整的结算制度和保证措施，交易所的会员同时又是结算公司的成员，因此在交纳保证金后，客户在进行交易时，无需了解对方资信情况，信用风险概由清算所承担，交易一方违约给另一方造成的信用风险几近于零。远期交易因缺乏中介性的风险承担机构，一旦一方不能履约，交易对方便承受了现实风险。

(3) 保证、结算及履约的不同。

远期交易不需交存保证金，完全是凭交易对方的信誉进行交易，而期货交易买卖双方均需按规定的比例交纳保证金。远期交易期满结算，而期货交易则由结算所每天结算损益，盈利时贷记保证金（即保证金账户上的金额增加，达到一定水平时可以提取现金），亏损时借记保证金（即保证金账户上的金额减少，当减少到规定界限时必须及时追加保证金，否则交易所强行代其平仓，损失由保证金抵扣）。远期交易均在到期日交割具体的金融商品，而期货交易的履约除少部分期满交割金融商品外，大部分均在期货到期日前对冲平仓。

(4) 市场参与者不同。

这体现在几个方面：首先，原则上任何人都可以参加远期交易，交易双方可直接进行交易，亦可通过经纪人进行交易；而期货交易只有在会员与会员之间进行，非交易所会员如要买卖期货合约必须委托会员进行。其次，远期交易的实际参与者大多为银

行、证券商或与银行有良好往来关系的大厂商，没有从银行取得信用额度或由于资金、信息传递等因素影响的个人投资者与中小企业极难有机会参与；而在期货交易中，任何人只要按规定缴存保证金，均可委托会员证券商来买卖期货。再次，远期交易的参与者多为避险者，市场滚动性较小、市场规模不易扩大，且常呈单向交易，易出现有行无市的现象；而期货交易除套期保值者以外，还有大量的投机者参与，市场流动性好，交投活跃。

2. 金融期权与远期及其他衍生金融商品

在期货交易中，如果市场行情与交易者的预测相反时，交易者可能会遭受巨大损失。正是为了弥补金融期货交易的这一缺陷，人们推出了金融期权。金融期权与远期及其他衍生金融商品的区别主要体现在如下三方面：

(1) 风险与报酬特征。

当基础金融商品价格上升1单位时，远期交易一方所获的利润正好等于当基础金融商品价格下降1单位时所遭受的损失，即报酬和损失随基础金融商品价格的上下波动而呈线性特征。期货交易的风险和报酬也具有线性特征，但它是在期货价格（而不是基础金融商品价格）的上下波动中表现出来的。这首先是因为绝大部分期货交易者不是以现货交割形式，而是以对冲方式结束合约地位；其次，虽然基础金融商品价格与期货价格的变动方向相同，但变动并非同步，因此，期货交易的风险与报酬才会在期货价格的波动中相互对称。对于期权交易来说，其风险与报酬很明显是非线性的，当基础金融商品价格上升时，交易一方的利润（损失）可能被固定在一定的限度之内，而当基础金融商品价格下降时，他的损失（利润）可能是无限的。

(2) 现金流量特征。