第一章
导　论

一、问题的提出

金融衍生工具是金融全球化、各国金融自由化以及国际金融创新的产物。1973 年布雷顿森林体系崩溃，以有管理的浮动汇率为核心的牙买加体系取而代之。牙买加体系的主要特征是汇率制度安排多样化、国际收支调节手段多样化以及国际储备多样化，因此，在牙买加体系下金融风险不断滋生。随着固定汇率制度被浮动汇率制度所取代，工业化国家和发展中国家普遍加快了金融自由化和金融创新的步伐，国际资本流动的规模和速度不断增加，国际和国内金融市场的利率、汇率以及通货膨胀率的不确定性加剧。在此情况下，跨国企业和金融机构迫切需要各种新的金融工具来规避各种各样的金融风险；投机性极强的国际游资强烈需要新的投机或投资手段来规避现有的金融制度安排以便获得潜在的制度收益，于是，金融衍生工具便应运而生并得到了迅猛发展。

经济全球化是当今世界经济发展的主流和不可逆转的趋势，商品和资本在全球范围内循环和周转以便寻求最佳的配置。作为

需要全本请访问 www.ertongbook.com

虚拟资本的特殊形态的金融衍生工具，是推动商品和生产要素在全球范围内流动和配置的润滑剂。如果没有虚拟资本的润滑和放大作用，现代经济运行不仅会突然间放慢脚步，而且会大幅度滑坡和萎缩。金融衍生工具发展速度之所以如此之快，与其多样化的经济功能是不无关系的。金融衍生工具的主要功能有：风险规避、价格发现、投资效应、完善金融市场体系、克服信息不对称和改善企业治理结构。除此之外，金融衍生工具还具有其他功能，如促进资源的合理配置、仓储管理等功能。目前国际金融市场上交易的金融衍生工具已达 1 200 多种。国际清算银行的调查表明，截止 1995 年 3月底全球金融衍生工具交易的未清偿余额达 57.3 万亿美元。

金融衍生工具在中国的出现最早可以追溯到 18 世纪的旧中国。据考证，我国最早的金融期货市场产生于 1870 年的宁波。旧中国证券交易所和期货市场的正式成立则是 19 世纪 20 年代的事了。1891 年欧美商人在上海开办了具有交易所性质的“上海股份公司”,并于 1905 年开设了上海众业公所（Shanghai Stock Exchange），又称上海证券交易所，主要从事外商的证券和物品交易。为了与英美争夺势力范围，在华日商也在上海设立了上海取引所，从事证券、棉花、棉纱等商品交易。面对外国列强的经济控制与侵略，中国的有识之士大声疾呼，并积极组织开办中国自己的交易所。 1918 年 6 月 5 日北京证券交易所正式开业。1920 年 7 月 1 日，几经周折，历经四年艰苦筹备的上海证券物品交易所正式成立。交易所和期货市场在我国的出现是中国民族工商业第一次飞跃的产物。然而，由于旧中国资产阶级的脆弱性以及政府当局监管不力，交易所和期货市场在后来的发展中走上了一条畸形膨胀的道路。据统计，截止 1921 年 11月，仅上海市的交易所就达 112 家。此外，汉口、天津、广州、南京、苏州、宁波等地也开设了 50 多家交易所。这些交易所很少是依法成立的，正常的交易极少，主要

依靠炒作股票,哄抬物价,牟取暴利。交易所和信托公司的盲目发展和过度膨胀形成了明显的泡沫经济。不久，由于市面银根收紧，股票价格急剧下挫,泡沫经济最终逃不脱崩溃的命运,交易所和信托公司纷纷破产，此后，旧中国的金融衍生交易陷入低潮。1949 年新中国人民政府针对当时的经济形势查封了上海证券大楼，1952 年 7月天津证券交易所也宣布停业。至此，金融衍生工具交易在我国处于完全停止状态(姚兴涛,1999)。

改革开放以来我国曾经在期货、国债期货、股指期货、货币期货、认股权证和可转换债券等方面进行过试点工作。 1990 年 10 月 12 日，中国郑州粮食批发市场经国务院批准，以现货交易为基础，引入期货交易机制，作为我国第一个商品期货市场正式开业。在郑州粮食批发市场启动之后，全国各地迅速建起了一大批交易所和期货市场。1991 年 6 月成立的苏州商品交易所于 1992 年 10 月推出黑色金属的远期交易合同， 1993 年 3 月推出了钢材的标准化期货合约。1991 年 6 月 10 日深圳有色金属交易所宣告成立，它是我国第一家生产资料期货市场和第一个以交易所挂牌的期货交易所，该所于 1992 年 10 月正式推出特种铝的标准化期货合约。1992 年 9 月第一家期货经纪公司——广东万通期货经纪公司成立，同年底中国国际期货经纪公司开业。到 1993 年，在缺乏统一管理的情况下，受地区和部门不同的经济利益的驱使，各地各部门纷纷创办各种类型的期货交易所，形成了期货市场建设中的一哄而上、盲目发展的局面。到 1993 年底，全国各类期货交易所已达数十家，如果加上具有办成期货交易所倾向的各种交易市场，权威人士估计其总数可达 1 000 家(刘迎秋,1996)。

1992 年上海证券交易所首次设计并推出了中国第一批国债期货合约,包括 12 个品种,即 91(3)、92(3)、92(5)三个国债现券的 3、6、9、12 四个月交割的合约。由于当时国债期货只对机构投

资者开放,期货合约面值较大(每口 20 万元),而且金融期货在我国是一个刚刚诞生的新事物，国债期市在开始的近一年内交投十分清淡,1993 年上交所国债成交量仅为 25.72 亿元。1993 年 10 月,为了配合银根紧缩,促进国债发行和活跃二级市场,上交所重新设计国债期货品种,修订交易规则,将合约面值降低为每口 2 万元,并于同月 25 日向全社会包括个人投资者开放国债期货交易。从此,国债期货交易渐旺,成交量逐步放大。1994 年第二季度上交所国债期货成交量超过该所股票成交量。从 1994 年 9 月到 1995 年 2 月,在上交所国债期货迅速发展的示范作用下,全国各地迅速效仿,相继开办了十多个国债期货交易市场,包括上海、深圳交易所,武汉、天津证交中心,以及北京、广州、四川、深圳、沈阳、重庆、大连、长春、郑州等商品交易所共计 14 家。同时,国债期货的交易量也成倍放大。

在国债期货交易日渐升温的过程中，违规事件也随之发生。1994 年 9 月在‘ 314’,品种(1992 年 5 年期国债,1994 年 9 月份交割)上发生了严重违规事件。到了 1995 年国债期货交易更为‘ 火爆”,1 月份日成交金额就突破千亿元大关，季度总成交金额近 3 万亿元，违规事件更是接踵而来。1995 年 2 月 23 日,万国证券公司在‘ 327 ’品种(1993 年 3 年期国债,1995 年 6 月交割的合约)上发生巨额亏空的情况下,随即违规开仓,在交易时间的最后 8 分钟连续抛出 1 056 万口的空单，强力打压市场价格，使当日市场价格由暴涨 3 元以上一下子变为下跌 0.71 元,此举严重地扰乱了市场秩序,引起市场交易的极度混乱。上交所当晚便着手调查,于次日取消了 2 月 23 日最后 8 分钟的全部交易记录，并停市进行协议平仓。万国证券公司在这次事件中损失十几亿元人民币，走向了倒闭的命运。这就是震惊全国的‘ 327 ’事件。“327 ’事件以后,中国证监会发出了《关于暂停全国范围内国债期货交易试点的紧急通知》，监管不力和过度投机使中国早产的国债期货市场很快地夭

折了。

针对期货市场的盲目发展，监管当局从 1993年底开始进行治理整顿。在对期货市场的清理整顿中，经国务院同意，中国证监会于 1995 年保留了 15 家试点期货交易所，陆续停止其他数十家交易所的期货交易。1998 年再次将交易所精简合并，只保留郑州商品交易所和大连商品交易所，合并成立上海期货交易所。1994 年对期货经纪公司进行了重新审核和清理整顿，停止了期货经纪公司的境外期货经纪业务，以及期货经纪公司、非银行经纪机构和各类咨询公司开展的外汇期货交易。经过清理整顿，中国期货市场在市场制度建设和法律法规的完善等方面有了长足的长进。

20 世纪 90 年代我国开始引入可转换债券。 1992 年 10 月深宝安发行了 5亿元人民币的 3年期可转换债券。琼能源、成都工艺、中纺机等转券也纷纷在国内市场登台亮相。 1996 年 5 月国务院证券委员会第六次会议提出，要选择有条件的公司进行可转换债券的试点。可转换债券的发行为国有企业优化资本结构提供了良好的可选择性金融工具。同时，可转换债券的引入也丰富了我国资本市场投融资的方式与工具。由于我国利率市场化程度不高，总体的债券市场规模狭小，目前可转换债券的交易尚未形成足够大的规模。随着国有企业改革的不断深入，以及可转换债券相关制度的变革，可转换债券的交易数量必将会有大幅度的增长。

综上所述，我国在引入期货市场和金融衍生工具方面所做的许多大胆尝试虽然鲜有成功，却为我国今后发展衍生工具积累了经验和教训。“ 前车之辙,后车之鉴 ”,探讨中国发展金融衍生产品受挫的原因，必能为今后的发展提供具有启发意义的思考和见地。

第一，中国的基础性金融市场不发达。西方发达国家的金融

需要全本请访问 www.ertongbook.com

衍生产品的出现一般都是历史的自然过程，是在基础性金融市场有了相当程度的发展以后，客观上产生了对衍生交易的强大需求的拉动下逐步产生的。其衍生市场制度的产生也是一个演进的并与原有的制度环境逐渐交融与整合的过程。我国改革开放后的衍生工具的产生显然是一种跨越式的产生和发展。这种跨越性突出表现在，在基础金融市场尚不发达之时就引入了金融衍生市场。我国试点外汇期货是在汇率没有实现市场化，外汇买卖受计划体制的严格限制,外汇现货市场交易清淡的情况下展开的,这势必导致市场上对外汇期货的需求不足，从而交易十分冷清。我国国债期货市场投机猖獗、畸形发展的重要原因之一也在于国债现货的数量不足，国债期货合约的价格很容易受到少数投机机构的非法操纵。

金融衍生产品的主要功能是发现价格，规避风险和引导供求。衍生产品的这些功能的充分发挥是其得以存在和发展的理由。而衍生产品上述功能的发挥必须具备一定的市场条件，那就是市场制度和机制的完善性以及市场价格的自由波动性。我国在引入金融衍生工具之时是不具备上述市场条件的，当时利率和汇率的市场化程度严重不足，股票市场供求极不均衡。基础性市场的不完备、基础性金融产品在数量和品种上的限制势必导致金融衍生产品市场的先天不足，因而衍生交易在试点中并没有发挥出其应有的功能，对提高资源配置的效率并没有起到实质性作用。

第二，衍生市场制度在变迁过程中的低效率锁定。改革开放以后金融衍生产品和衍生市场在中国的出现是一种政府推动下的强制性制度变迁的结果。期货市场的初始创立和发展是政府大力推动的结果。这和发达国家期货市场的制度创新过程有明显的不同。比如,芝加哥商品交易所的创立是在微观经济主体(银行、厂商、证券经纪机构等）的推动下出现的。在政府推动的制度创新

中,政府可以利用自己的权威和组织资源,减少制度创新的组织和实施成本。但是，政府推动的制度创新却会遇到难以克服的效率问题，这一方面来源于政府的制度供给可能和微观经济主体的制度需求不完全一致,从而制度的潜在效能不能完全发挥 另一方面来源于,在政府推动下创立的新的制度安排和既定的制度环境,以及各种非正式的规则之间可能存在着冲突，从而产生新的效率损失。

中国期货市场所经历的盲目和无序发展正是一种制度变迁中的低效率锁定状态。中国引进商品期货市场是在企业产权制度改革不到位的情况下开始的，当时我国的企业依然是在预算款约束下经营的，企业本身自然缺乏规避风险的需求。这样，在制度变迁伊始，企业的需求就和政府的意图发生了较大的偏离。后来的期货市场发展过程始终锁定在作为市场重要力量的企业的避险需求严重不足，从而期货市场功能极其有限的状态（姚兴涛,1999）.

此外，在中国期货市场的制度创新中出现了特定的利益集团,那就是地方政府和某些行政部门。这些利益集团起初是作为中央政府的代表，参与组织和实施期货市场的创建。当他们发现在本地区或本部门的管辖范围创建期货市场有利可图之时，便会竞相向中央要项目,争额度,甚至容忍某些打政策‘ 擦边球 ’的现象的存在。结果,便出现了期货交易所和期货经纪公司的盲目发展,以及违规事件的接连不断的发生。

中国的国债期货不是产生于投资者套期保值的内在需求，而是作为‘ 活跃二级市场,带动一级市场 ’的一项制度创新被政府和监管当局首肯的。国债期货产生初期,投资者需求不旺,国债期货交易自然十分清淡。由于交易所收取的手续费与成交量成正比例关系，追求高额的成交量便成了交易所与生俱来的内在动机。中国国债期货市场也就是在各交易场所追求成交量，竞相“ 繁荣市

场 ’的过度竞争中被炒作起来的。为了实现较高的成交额,交易场所竞相拉拢市场主力或大户，主动为其提供各种优惠条件。一般的散户投资者往往揣摩市场主力的意图而盲目跟进。主力和大户则乘机造市，加剧国债期货市场的波动并从中获利。没有交易场所的纵容和协助，“327”、“319 ”等超量违规开仓事件也就很难出现。

第三，对风险控制的认识不足，理论准备不充分。金融衍生工具的交易具有高杠杆性和高风险性的特征，因而对衍生工具的风险管理应该有更高、更具体的要求。美国在 1984 年就已经开始了对金融衍生工具监管问题的研究。在这方面有重大影响的包括，三十人小组(Group 30) 做出的有关金融衍生工具风险管理的研究报告，以及国际清算银行(BIS)的有关报告。西方发达国家在商品期货交易方面有着悠久的历史和丰富的监管经验。改革开放以后，中国的期货市场是在政府的推动下很快地引入的。管理部门和交易所缺乏对期货市场的监管知识和经验，期货市场也没有形成健全的配套的衍生产品监管法规。无论是政府、交易所还是投资者对金融衍生工具风险的认识都是间接的，肤浅的。我国对金融衍生工具风险管理的理论准备尤其显得不足，仅仅停留在对国外先进经验的引进上，缺乏对本土经验的概括和提炼。我国研究金融衍生工具的方法也比较落后，主要表现在定性研究较多，定量研究较少；规范性研究较多，实证性研究较少。目前发达国家在金融工程和金融风险管理技术方面的研究已经达到很高的水平。而我国的研究大多数停留在定性描述的层次上；很多宏观研究缺乏对微观基础和微观机制的研究作支撑。

在经济全球化和中国加入 WTO 的背景下，逐步放开国内金融市场、推动金融深化是我国政府的必然选择。势不可挡的经济全球化必然包括金融的全球化；而金融全球化必然带来金

融衍生工具的全球化运用。促进金融衍生工具在中国的发展既是我国金融制度和国际金融制度对接的需要，也是我国企业和金融机构参与国际竞争、规避制度、防范风险的必然要求。

金融衍生工具的主要功能是规避风险，然而，如果没有愿意承担风险并藉此获利的投机者，风险便无处转移，金融衍生工具也就失去了产生的必要性。因此，金融衍生工具的避险功能和投机功能是相辅相成的，是同一个事物的两个方面。其实，投机在经济生活中广泛存在，并非衍生产品的专利。但是，由于衍生产品上的投资具有强大的杠杆效应，它的投机能量远远大于与其相应的基础资产上的投资的投机能量。投资于衍生产品上的投机资本可以推动是它自身几倍甚至几十倍的基础资产数量，这就是为什么衍生工具总是和投机紧密联系在一起的原因。

金融衍生工具犹如一把双刃剑，在规避和转移风险的同时产生了新的金融风险。20 世纪 90 年代以来，国际金融市场上与衍生交易有关的巨额亏损和倒闭事件每每发生：英国的巴林银行倒闭，日本的住友商社巨额亏损，美国的“奥兰治（Orange）事件”，我国的“327”国债期货风波等等；同时，金融衍生工具也成为国际游资冲击发展中国家的主要手段：在墨西哥金融危机、东南亚金融危机以及 98 香港金融风波中金融衍生工具是国际炒家进行金融投机的主要工具。金融衍生工具是一把双刃剑，这种双刃剑的魔力就来源于其高杠杆性、低交易成本、流动性强以及交割便利等特点。正如我们不能因噎废食一样，我们不能寄希望于通过消除衍生工具的这些基本特性来驱逐投机者，达到回避风险的目的。正确的态度是，全面深入地了解衍生工具的功能和风险特性。在引入和运用衍生工具之时，首先做好立法和规范方面的工作，建立完善的风险监管制度和监管体系。面对经济金融全球化和国际金融市场的剧

烈波动，发展中国家和地区一方面要积极而谨慎地引入各种金融衍生工具，发挥其防范风险、规避制度、价格发现等功能；另一方面要从宏观和微观同时着手，防范衍生工具自身风险，确保国家的经济金融安全。

鉴于我国发展金融衍生市场的必要性和风险防范在金融理论和金融实践上的重要性，本书试图运用博弈论、信息经济学以及制度经济学的理论和方法对金融衍生工具的风险形成和传导机制进行研究，并尝试性地提出通过有效的金融制度安排防范和化解金融衍生工具风险。

二、金融衍生工具及其发展简况

金融衍生工具是相对于金融基础工具而言的，为了准确地界定什么是金融衍生工具，有必要首先界定一下金融基础工具的概念。在所有的金融工具中，股票、债券、货币和外汇等属于基础性的、原生性的金融产品，因为它们直接代表了某一现实的实物资产的要求权。这些金融产品的价格（股价、债券价格、利率、汇率等）也是原生的，其变化直接源于与之相应的实物资产的收益的变化。因此，我们可以对金融基础工具的概念作出如下界定：金融基础工具是指货币、外汇、所有权性金融商品和债务性金融商品等金融资产，以及这些金融资产的价格的总和。

金融衍生工具是相对于金融基础工具而言的。金融衍生工具（financial derivative securities），也被称为金融衍生产品、衍生证券等，是金融市场上一系列自身价格依赖于标的资产价格变动的合约的总称（Jarrow，1996）。这里的标的资产既可以是金融资产（比如股票、债券、外币、外汇或者其他衍生工具），也可以是一般商品（比如小麦、石油、矿产品等）。衍生工具所依附的标的变量可以是交易证券的价格，例如股票期权是一个衍生工具，其价格依赖于股票的价格。衍生工具甚至可以依赖于几乎任何

变量，从生猪价格到某个滑雪地的降雪量。从交易方式上来看，金融衍生工具可以分为期货（futures）、期权(option)、远期(forward)和互换(swaps）四大类。按照交易方式划分是金融衍生工具分类的主要方式，此外还可以根据金融衍生工具交易的市场结构来划分，这样，金融衍生工具就分为场内交易的衍生工具和场外交易的衍生工具。场内交易的衍生工具也称交易所交易的衍生工具，是在交易所里按照交易所制定的规则，以标准化合约的形式进行交易的衍生工具，如金融期货、上市金融期权等。场外交易的衍生工具也叫店头交易的或柜台交易的衍生工具，是指在交易所以外的场所交易的衍生工具，如远期、互换、未上市的(银行间的)期权等。

金融衍生工具的产生由来已久，早在上世纪初期就有了商品的远期交易和期货交易。关于期权合约的最早记载甚至可以追溯到古希腊的有关文献。然而，现代金融意义上的衍生产品的正式出现却是在本世纪的 70 年代。1972 年维系各国固定汇率制度的布雷顿森林货币制度因陷入无法逾越的“特里芬难题”而摇摇欲坠，并最终走向崩溃。世界金融秩序的稳定性被打破，汇率、利率等金融变量的波动性加剧。在布雷顿森林体系宣告终结的前两个月,芝加哥商品交易所(CME)适时推出了世界上第一张场内交易的外汇期货合约。此后，芝加哥期货交易所（CBOT)和芝加哥商品交易所于 1975 年分别推出了联邦政府全国抵押协会存单和财政部短期债券利率期货合约。整个 70 年代世界金融衍生产品市场得到了蓬勃发展。以下列示了一些主要衍生金融工具及其产生年代。

年份	所产生的衍生金融工具
1972	外汇期货
1973	股票期货
1975	国库券期货、抵押债券期货

需要全本请访问 www.ertongbook.com

1977	长期政府债券期货
1979	场外货币期权
1980	货币互换
1981	股票指数期货、中期政府债券期货、利率调换等
1983	利率上限和下限期权、中期政府债券期权、合约期权、股票指数期权等
1985	期货合约期权、调换期权、欧洲美元期权等
1987	平均期权、商品调换、复合期权等
1989	上限期权、欧洲货币单位期货、利率调换期货
1990	股票指数调换
1991	证券组合调换
1992	特种调换

资料来源：*Economist*，1993，April 10th，International Bank Survey.

在 1986 年至 1994 年的近十年间，金融衍生工具无论在品种上还是在规模上都得到了迅猛发展，衍生市场逐步成为全球金融市场的主要组成部分。根据国际清算银行的统计，截止 1994 年国际金融市场上的衍生工具已达 1 200 多种，由它们加以组合而衍生出来的更加复杂的衍生品种更是不胜枚举。另据 BIS 统计表明，全球部分有组织的衍生工具的交易量这一时期平均年增长率为 40%，而场外市场的交易量的增长速度则更快。金融衍生工具的迅猛发展对世界金融市场做出了巨大的贡献。它使市场交易的对象从一般的商品和生产要素扩展到风险。金融衍生市场可以被看成是交易风险的市场。市场上形形色色的风险不仅可以从投资的利润中分离出来，而且可以分别定价。投资者就可以专注于自己熟悉或偏爱的投资领域，而把不愿承担的风险顺利地转移出去。这无疑有利于专业化和分工的进一步发展，进而促进市场的扩大和生产率的提高。

目前全球金融衍生市场的交易规模仍然保持着强劲的增长势头。全球金融市场的剧烈波动是金融衍生市场发展的动力源泉。

近年来国际金融市场上的利率、汇率以及股票价格极不稳定，因而市场上套期保值和投机获利的需求十分旺盛，需求的旺盛推动了衍生市场的日益活跃。从亚洲的金融危机、欧元的诞生，到美国的新经济、LTCM 巨额亏损事件都会对金融市场和投资者的心理产生重大影响。所有这些都会反映在金融衍生市场资产价格的波动上。

交易所和场外市场（OTC）的竞争加剧。随着计算机技术和通讯技术的革命性进步，OTC 市场的交易技术改进十分迅速，全球电子交易网络和自动清算系统已初具规模，OTC 市场的交易规模和发展速度已经明显超出交易所的交易规模和发展速度，而成为衍生交易的主要市场。国际清算银行以及国际掉期及衍生产品协会对历年来衍生产品市场所做的调查统计，有助于我们具体了解衍生产品的交易所交易和 OTC 市场交易的详细情况(见表 1.1 和表 1.2）。为了维护自己在衍生交易中的地位，交易所也在积极推进交易的电子化和网络化，在线交易系统在各大交易所的应用方兴未艾。比如，1999 年 7 月 CME 引进了欧元合约的平行交易系统，使公开喊价与屏幕交易同时进行。交易所交易的电子化和网络化，一方面有利于增强交易的效率，降低交易成本，从而提升交易所的竞争力；另一方面也加大了交易系统的风险性（张陶伟，2001).

表 1.1　在有组织的交易所交易的金融衍生产品名义交易额　（单位：10 亿美元）

工　具	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年 Q_1	2003 年 Q_2
期　货	294 410.0	318 611.0	287 507.4	316 563.4	446 360.1	501 918.0	139 278.5	170 427.2
利率期货	274 580.9	294 792.6	263 766.1	291 564.0	420 934.2	472 200.7	130 990.5	161 255.9
货币期货	3 466.1	3 068.4	2 578.9	2 419.9	2 499.3	2 513.1	833.3	1 002.0
股指期货	16 363.1	20 750.1	21 162.4	22 579.5	22 926.6	27 204.1	7 454.8	8 169.2
期　权	62 342.8	69 088.1	61 628.6	66 234.7	148 548.0	191 621.5	58 686.7	75 533.7
利率期权	48 611.1	55 480.4	45 627.8	47 372.0	122 765.9	154 509.8	49 286.9	64 969.7
货币期权	685.3	397.8	289.0	211.8	355.9	422.7	109.2	113.8
股指期权	13 046.4	13 209.9	15 711.8	18 650.8	25 426.2	36 689.0	9 290.5	10 450.1
总　计	356 752.8	387 699.1	349 136.0	382 798.1	594 908.1	693 539.5	197 965.2	245 960.9

资料来源：国际清算银行历年发布的《国际银行业与金融市场发展》季度报告

表 1.2　场外市场交易的金融衍生产品期末名义本金额　（单位:10 亿美元）

工　具	1998 年 12 月	1999 年 12 月	2000 年 12 月	2001 年 12 月	2002 年 12 月
外汇合约	18 011	14 344	15 666	16 748	18 469
利率合约	50 015	60 091	64 668	77 568	101 699
权益工具合约	1 488	1 809	1 891	1 881	2 309
商品合约	415	548	662	598	923
其他	10 388	11 408	12 313	14 384	18 337
总计	80 317	88 201	95 199	111 178	141 737

资料来源:国际清算银行历年发布的关于衍生品 OTC 市场的统计报告

三、研究方法与体系结构

(一)研究方法

根据研究的对象和笔者自身的知识积累与偏好，本书在研究方法上有以下特点：

(1) 实证分析与规范分析相结合。本研究在简要总结中国发展金融衍生工具的历程和对衍生工具风险管理文献述评的基础上，实证地分析了金融衍生工具的契约性、虚拟性及其交互作用是怎样引发金融风险的；对冲基金是如何利用衍生工具和衍生市场攻击新兴市场经济国家的，进而揭示出衍生工具的风险成因。最后，在规范分析的意义上提出防范衍生工具风险的制度安排。力争做到实证分析与规范分析的统一。

(2) 科学的抽象方法与数理模型方法相结合。本书首先应用科学的抽象方法对研究对象进行如下的分析：纷繁芜杂的金融衍生工具首先可以抽象为虚拟资本，并且是虚拟资本的高级形态；这些虚拟资本可以进一步抽象为契约——衍生交易者之间的一种经济合约。如此以来，契约理论、逆向选择和道德风险理论便可以用来分析衍生交易问题。现有文献中极少利用信息不对称理论来分析衍生交易问题，本书在对衍生交易中的四个方面的信息不对称问题进行一般性分析的基础上，建立了一个交易员的道德风险模型，得出了一些较为严谨的研究结论。

(3) 理论分析与案例分析相结合。国际上对期权定价的研究已经达到很高的水平，对风险管理的研究也在日益深入，这些理论成就是本书研究的素材和基石。本书在利用现有理论对研究对象进行理论上的分析与综合的前提下，广泛撷取 20 世纪 70 年代以来,尤其是 90年代以来国际国内有关金融衍生工具的诸多案例，进行案例分析。通过“解剖麻雀”的方法来深化和细化对衍生工具风险成因的理论分析，并增加本书的实践色彩和现实意义。

(二)体系结构

本书的写作目的在于运用经济学的原理和方法，对金融衍生工具的风险形成和防范对策进行较为系统、深入的分析，以期为我国今后推出金融衍生工具做一些理论上的探索和准备。服从于本书的写作动机，本书首先分析了衍生工具的运行机制，从中揭示出衍生工具的功能与风险，并指出衍生工具的功能与风险是衍生工具与生俱来、互生互动的两个方面。其次，分析了信息不对称是如何引发金融衍生工具的微观风险，以及微观风险是如何传导为宏观风险的。再次，论述了金融衍生工具风险度量的方法。最后，提出防范和化解金融衍生工具风险的制度安排，使我们能够在充分发挥衍生工具各项经济功能的同时防止其对经济运行的损害作用。

总的来看，本书的内容主要包括两个部分：

第一个部分是本书的第二至四章，着重分析金融衍生工具风险的形成机理。在本质上，金融衍生工具是用来交换经济风险的一类特殊的契约，是虚拟资本的特有形式。本书在对衍生工具运行机制进行解析的基础上，揭示出衍生工具的功能所在、风险所来，以及功能与风险的互生互动关系。作为一种合约，金融衍生工具在市场交易过程中存在信息不对称问题，这些信息不对称问题及其引发的逆向选择和道德风险使金融衍生工具原本较高的金融风险愈发被人为地放大。本书通过模型构建和案例实证具体分析了信息不对称问题及其引发的逆向选择和道德风险是如何引发衍生工具风险的。在经济全球化和国际金融市场动荡不安的背景下，我们更应该关注金融衍生产品的开发和金融衍生市场的发展而导致的微观风险向宏观金融风险传导的问题。通过研究，笔者认为可能存在三种微观风险向宏观风险传导的路径。

第二部分是本书的第五至七章，主要论述如何防范和化解金融衍生工具风险。金融衍生工具风险度量方法是风险管理的基本

需要全本请访问 www.ertongbook.com