

# 我国金融衍生产品推进次序及风险管理研究

攀 登 曹宏成

## 一、发展我国金融衍生产品的重要性

金融是现代经济的核心，而金融衍生产品则是现代经济发展到一定阶段的产物。发展金融衍生产品可以促进资本市场体系与功能的完善，对于我国金融市场化改革具有重要的意义，主要体现在以下几个方面：

1、有利于完善市场经济体系。市场是资金、技术、劳动、土地、产品等诸多市场的综合，也是基础市场和衍生市场的统一。基础市场是衍生市场存在和发展的基础，但是如果只有基础市场而没有衍生市场，价格形成机制和资源的优化配置机制则缺乏充足的条件。

2、有利于增强中国市场对外资的吸引力。加入 WTO 后，我国金融市场国际化步伐将会大大加快，发展我国金融衍生产品市场，可以为国外投资者提供规避风险的市场机制，增加中国市场的吸引力，扩大引进外资的数量。

3、有利于我国企业增强竞争力，以应对加入 WTO 的挑战。目前我国很多企业通过国内外上市、重组、并购、融资实现规模的快速扩张，这就意味着，汇率、利率等金融资产价格波动的风险将对企业的稳定发展产生更大的影响。金融衍生市场通过价格发现和规避风险功能，使参与其间的企业增强了驾驭市场的能力，提升了经营者素质和决策水平，在促进企业跨国经营和提高企业综合竞争力方面发挥着积极作用。

## 二、金融衍生产品推进次序的理论基础——次序理论

既然金融衍生产品对金融市场化改革具有如此重要的意义，那么，如何发展金融衍生产品，或者说，按何种次序发展金融衍生产品成为值得关注的话题。

兴起于上世纪 80 年代中期的次序理论认为，当一个经济体从存在扭曲的状态，转型到最优的政策框架时，理论上最好的做法，是一下子同时实行所有的改革。可是，在现实世界中，由于存在一系列复杂的因素，世界是不完善的，所以这种最理想的办法，事实上没有可能。在这种情况下，基于现实世界不完善的次优定理，却可以为排序理论提供重要的理论依据。按次优理论，如果某一经济体虽然在进行改革，但在其改革过程中某些扭曲由于某种原因会仍然存在，则这时同时实行所有的改革，便不再是最优的。这便是有名的一般次优定理。这时，逐步和分别地进行经济改革，就是适当地选择。

次序理论另一个主要的理论支柱，是所谓的迟滞性理论。可以证明，不少经济过程带有迟滞性(hysteretic)，它们会产生路径依赖性，而这会产生多重均衡。所谓迟滞性是指这样一种现象，当某种作用力的根本原因逆转之后，其效应本身却没有相应地逆转。它来源于物理中的迟滞现象，或平衡阻碍作用。对这种现象的研究，现已移植运用于经济分析。

当然也有很多人对次序理论提出了反对意见：认为次序理论缺少一个坚实的

基础，不可能事先找到“最优”的改革顺序。我们认为：虽然“最优”次序存在困难，但经济政策行动，确有必要排定次序，并且在不同政策行动之间，确也存在着先后关系，因而排序也确有可能。

### 三、我国发展金融衍生产品需要注意的原则和基本次序

#### 1、我国发展金融衍生产品需要注意的原则。

(1)要与我国经济和金融市场改革的进程相适应、相协调。相对于我国经济与金融市场的改革进程而言，金融衍生产品的推进次序处于微观层面，因此局部必须服务于整体，既不能超前也不应拖后，保持适应与协调是我们应该坚持的第一原则。

(2)要按照从简单到复杂、从低级到高级、从低风险到高风险的步骤，分步实施，稳妥推进。金融衍生产品种类繁多，不同的衍生产品发展所需的基础和条件不同，因此金融衍生产品的推进是一个系统工程，需要市场基础、投资者结构、法律法规的完善等多方面的协调，其间必然还会遇到很多预想不到的事情。鉴于金融衍生产品的推出需要冒一定的风险，因此坚持由简单到复杂、从低级到高级、从低风险到高风险的原则是必要而且审慎的。

#### 2、我国发展金融衍生产品所遵循的基本次序。

##### (1)优先发展场内交易，适度利用场外交易。

场内交易，即在高度组织化的交易所进行交易。场外交易又称柜台交易，是指交易双方直接进行交易的方式。从国际金融衍生产品市场的发展看，场外交易从规模到增长速度上均超过有组织交易所的交易。场外交易迅猛发展的优势在于灵活多变，更能够适应大型投资机构的需要。但是场外交易的弊端在于交易标准化程度低、市场透明度不高、潜在风险较大，必然要求较为完善的法制监管体系与之相适应。我国商品期货发展的实践证明，在我国当前法制尚不健全、信用意识淡薄的情况下，优先发展场内交易有利于金融衍生产品市场的健康发展。与此同时，随着我国对外开放的不断推进，我们可以允许更多的开展国际业务的金融机构和企业适度地利用国外的场外交易市场，以规避经营风险、提高管理水平，并为我国场外交易的未来发展积累经验。

##### (2)先金融期货，再期权、互换。

从期货市场的发展顺序来看，期权是在期货之后发展而来。从某种程度上讲，期权是期货的高级形式，其中许多期权是以期货合约作为标的物进行交易的。其目的是为期货交易提供一种保值工具。期权和互换较复杂，初始条件严格，没有广泛成熟的期货交易基础，难以发展，所以要等待时机。我国应该在总结商品期货运作多年经验的基础上，首先推出金融期货产品，取得一定发展之后，在投资者对金融衍生产品的认识更加充分，操作技能成熟、法制体系完善、监管能力提高的前提下，结合市场需求和宏观环境的协调情况，再逐步推出金融期权、互换等衍生产品。

##### (3)先股指期货，再国债和外汇期货。

投资者的需求是金融衍生产品存在和发展的基本动力，我国证券市场的发展对股指期货提出了现实的需求：第一，股指期货能满足证券市场参与者，特别是机构投资者规避股市系统性风险的需求。第二，通过发挥股指期货规避风险和价格发现功能，吸引更多风险偏好程度不同的投资者进入市场，使股票市场形成由风险厌恶型套期保值者和风险偏好型投机者共同组成合理的投资者结构，有助于

发现公平的股票价格，增加股票市场的流动性和深度，对股市的规模扩大和稳健运行具有重要作用。在我国目前的市场条件下，上市股指期货的市场障碍小于国债期货和外汇期货，中国的股票市场经过 10 多年的发展，开设股指期货的条件已基本成熟。因此，股指期货应成为我国金融期货的首选品种，随着利率市场化和人民币资本项目可自由兑换的最终实现，应逐步恢复国债期货和外汇期货，并渐次发展其他金融衍生产品市场，最终形成较为完备的金融衍生产品市场体系。

利率衍生产品是目前国际上交易量最大的金融衍生品。随着我国债券发行规模的扩大，可交易债券量逐年增加，到 2003 年 6 月末，全国银行间债券市场债券托管余额已超过 2.8 万亿元。目前我国利率市场化水平已经大大提高，除存、贷款利率外，其他商业性利率均已放开。利率波动频繁，债券市场交易活跃，这一切为利率衍生产品的开展创造了条件。在利率衍生品中可以优先开发长期国债期货与银行间市场短期利率期货。

加入 WTO 后，资本项目的对外开放与人民币完全自由兑换也被提上议事日程，因此，研究汇率衍生品有重要的现实意义。2004 年底我国外汇储备已达 6099.32 亿美元，2003 年国家黄金储备为 1929 万盎司，2003 年 12 月末全国金融机构本、外币存款余额为 22 万亿元。我国巨大的货币储备没有相应金融衍生品进行保值与增值，面临着很大的金融风险。金融衍生品包括期货、期权、远期、互换等，我国可根据市场需要与条件，逐步做好各外汇衍生品交易准备，如外汇与黄金的期货期权交易、各种互换与远期交易等。从而逐步建立起一个较为完整的金融衍生品市场，为我国金融业服务水平的提高与资本市场的发展做出贡献。

(4) 先局部试点，再完善推广。

在金融衍生产品的市场布局上，应先选择金融中心城市进行试点，再完善推广。在试点中不断完善交易规则和管理制度，完善市场组织体系的建设，最大限度地降低金融衍生产品市场的负面效应。就我国的现实来说，一些金融中心城市如上海、深圳等，其金融高层的规模和运行质量与上世纪 90 年代初期相比已经有了质的飞跃，金融市场的基础设施建设和配套服务体系也有了长足的进步，可以先行开展金融衍生产品市场的试点。

#### 四、金融衍生产品的风险分析

金融衍生产品通过将投资风险从风险厌恶者转移到风险偏好者那里，使市场参与者都能承担与之相适应的风险。但金融衍生产品本身的使用，又会产生新的风险，主要有以下几种：

1、信用风险。指由于对方违约或无力履行合约而带来的风险，包括两方面的内容：一是对方违约的可能性；二是违约引起的损失。前者取决于交易对方的资信，后者取决于衍生产品的价值。信用风险是场外衍生产品的主要风险。至于场内衍生产品，每个交易者的对手都是交易所，几乎不存在违约风险。

2、市场风险。指金融衍生产品的价值变动对金融衍生产品的使用者产生影响的风险。人们普遍认为衍生产品波动幅度比传统产品市场大，故风险也更大，这是片面的。交易者买卖衍生产品。一般是为了抵补资产或负债所面临的市场风险或信用风险，将资产负债业务与衍生产品业务结合起来看，总的风险会由于应用了衍生产品而减少。举个例子来说，一个具有浮动利率资金成本的银行在发放一笔固定利率贷款的同时，做一笔固定利率对浮动利率的利率互换业务，其承担的利率风险就大大减少了。但当衍生产品变成投机手段时，也确实会主要因杠杆

的作用而产生更大的风险。衍生产品的杠杆比率可达10倍、20倍，这使投机利润或损失相应扩大10倍、20倍。

3、流动性风险。流动性风险指由于市场深度不够或因受到震荡发生故障，金融衍生产品交易者不能在合理的时间内获得市场价格，不能轧平或冲销头寸而面临无法平仓的风险。金融衍生产品作为新的金融工具，其流动性风险是很大的。尤其是较新的产品问世时间不长，参与交易者少，市场深度不够，一旦市场发生大的波动，往往找不到交易对手与场内衍生产品相比，场外衍生产品更具有流动性风险，因为这些产品一般是为大客户度身定制，更加难以在市场上转让。

4、操作风险。指由于缺乏内部控制，交易程序不健全，价格变动反映不及时或错误预测行情，操作系统发生故障等原因造成的风险。由于衍生产品交易的复杂性，欺诈在此类风险中的危险性很大，其主要表现形式有：越权交易，挪用客户保证金为自己从事衍生交易，误导客户，即向客户提供虚假行情，夸大盈利，隐瞒风险，进行私下对冲，隐瞒亏损等。

5、法律风险。指由于金融衍生产品合约的条款在法律上有缺陷、不具备法律效力等原因无法履约而带来的风险。许多衍生产品是在近十年才出现的，有关法律未经时间和案例的考验，很不成熟。产生纠纷时，有时会出现无法可依的现象，在司法实践中也不明确，交易双方因此得不到法律的保护。

## 五、金融衍生产品的风险管理

在金融衍生产品交易中进行有效的风险管理，必须要依据交易主体的不同定位和风险承受程度，确定切实可行的风险管理策略。

### 1、宏观层次的风险管理。

宏观层次的风险管理主体是证券监管当局，这也是最高层次的风险管理组织。证券监管当局监管的目的，是通过严格的市场监管，形成公开、公正、公平的市场环境。证券监管当局风险管理的内容，主要应体现在制度建设方面。而市场活跃、市场功能有效发挥得以保证的一个重要前提，是适度的投机行为。因而，监管当局从宏观层次上对金融衍生品进行管理的核心，是“度”的处理。从这个意义上来看，市场监管是一门行为艺术。

### 2、中观层次的风险管理。

主要有两个方面：

#### (1)交易所风险管理。

交易所风险管理的内容，主要体现在具体交易制度的建立和实施方面。一般而言，交易所的具体交易制度大致有市场准入、信息交换、联合监管以及会员的业务报告等若干方面。主要的交易制度以具体的交易规则来体现，而交易规则就是市场“三公”得以保证的最直接的制度环境。交易所必须注意自身通讯设备和信息处理设备硬件所构成的系统效率的提高，因为，系统失灵或效率瓶颈，极易导致市场信心恐慌，而投资者信心的崩溃，往往能起到超越市场行情自身力度的影响效果，对整个市场乃至整个经济甚至会产生毁灭性的影响。

#### (2)清算所风险管理。

清算风险的管理，主要体现在具体的清算交割制度的设立和实施方面。一般而言，清算所的具体清算制度大致包括登记结算制度、保证金制度、每日结清制度、交易限额制度和风险处理制度等。其中，每日结清制度和交易限额制度是风险管理原则最直观的应用。所谓每日结清制度，就是每个交易日，清算所都要对

任一交易账户的盈亏状况进行清算，扣除浮亏，若低于最低保证金要求：则要求其在第二个交易日之前必须补足，以此达到风险管理动态化的要求。而交易限额制度包括交易规模限制和价格限制两类，前者即通过限制单位会员和单位账户持仓合约数量的方式，强行要求交易参与者控制风险，而后者则通过涨跌停板制度，使市场参与者有充分的时间对行情做出理性的判断。由于金融衍生品并无具体的实物可供交割，必须采用现金清算，在此过程中，清算所实际承担着交易双方中介的职能。

### 3、微观层次的风险管理。

(1)对于机构投资者的风险管理，应当遵循以下原则：

1)熟悉风险的原则。这是针对机构投资者管理层而言的。由于金融衍生产品的复杂性和创新性，许多传统的管理方法已很难对风险进行有效的评价和控制，这就要求掌握决策权的公司领导层，对于金融衍生产品的风险必须有正确的认识。国际清算银行(BIS)和美国金融监管当局就要求公司的董事会和高层管理者必须清楚地了解衍生业务的风险，并制定出风险的管理制度后才可办理具体业务。

2)分散风险的原则。即使是以规避不可分散的系统性风险为目的的股指期货，在交易中也要遵循分散风险的原则。这就要求投资者量力而行、顺势而为。

3)规避风险的原则。对于任何业务都先要有风险判断的意识，对于风险可能导致的后果要有一个客观的评价，如果对于本企业的生存和发展会产生致命的影响，应避为上策。

4)限制风险的原则。必须将可能的风险控制一定的范围内，对外而言，要选择合适的市场与交易工具，不熟不做；对内而言，则是逐级授权、风险比例控制。

5)相互核对风险的原则。即任何业务应保证由两人以上经手，保证内部控制制度的严格执行。例如交易部门和清算部门分开、交易人员和清算人员分开、清算系统开发人员和操作人员分开等等。

(2)对于个体投资者，可以从如下几方面加强风险管理：

1)授权行事。对于接受授权，从事交易的人员来说：在授权的范围内自由发挥自己的聪明才智是首要的原则。这是摒弃单纯的个体风险意识，将自己的风险管理纳入更高层次的、团体风险管理范畴所必需的前提。

2)自我约束。不论是机构投资者的授权交易人员，还是单纯的个体交易者，在从事股指期货这类风险极大的金融衍生产品交易时，都必须有极强的自我约束意识。

3)绝对的纪律性。股指期货的特性，决定了它不可能采取某些股票现货交易的投资策略。如股票现货交易中的“长线是金”，在不注意控制持仓比例的期货交易，可能是致命的。因为股票现货在市场方向选择正确、不存在资金期限压力(如自有资金)的情况下，可以只承担有限的机会成本。而股指期货采用的保证金、每日清算等制度，有追加保证金的要求，在风险管理不善的情况下(如未设止损、持仓过重)，就是一个资金的无底洞。只有绝对的纪律性，才能保证将所面临的风险，控制在可以承受的范围之内。

资料来源：国务院发展研究中心信息网

<http://www.drcnet.com/> 06/14/2005