

对金融衍生工具交易的理性审视

方士华

在金融市场一体化的今天,金融衍生工具交易市场(或称金融期权期货市场)正打破金融市场的传统分类方法,成为与货币市场、资本市场、外汇市场及黄金市场平行的市场,然而又须臾不离于这些市场的交易中,与它

们相互渗透。衍生金融交易滋长和膨胀之迅捷为任何其他金融交易之不及,足实掀起了金融市场的一场革命,反映其在国际金融市场不可轻视的作用和地位。因此对金融衍生工具交易的理性审视是非常必要的。

一、金融衍生工具的合理性一面

衍生金融交易是近十几年才发展起来的一种投资手段,它是在有价证券等原生资产交易基础上派生出来的一种交易方式(也称派生金融商品交易),通过对股价、利率、汇率等未来行情走势的预期判断,以支付少量保证金签订远期合同或互换不同金融商品等进行衍生工具交易。期货、期权、调期交易等是具有代表性的金融衍生工具。衍生金融交易

的特点主要表现为它们可以用少量保证金做大笔交易,若运用得当,便可以用低成本获得高收益,还可以通过套期保值分散和转移风险。从金融衍生工具交易的运作中所含的衍生规律可见其合理性一面。

1. 时间衍生规律 时间衍生是指金融衍生工具在时间上呈现由现在向未来衍生的趋势。在一个成熟的市场上供求平衡是其



国营运资金供应方式的改革方向。

如何既重视提高国有商业银行的信贷质量,又要加强对一部分尚处于困难境地中的国有企业的金融扶持,美国 ABCP 项目的一些做法值得我们借鉴。银行在注重提高信贷质量的同时,又要采取措施,扩大银行金融服务的对象范围,ABCP 项目的推出,就产生了这样的效应。银行如果在注重提高信贷质量的过程中,将偿债能力差的一部分国有企业,

逐出银行金融服务的范围,实际上缩小了银行的市场,也降低了银行经营的效率。

中国目前是世界上居第2位的引进外资的大国,大量的外资企业、合资企业对营运资金供应的需求很高,中国具备了发展 CP 市场的巨大潜力。按照国际惯例,逐步建成有中国特色的 CP 市场,对完善现有的中国货币市场是有利的。

(作者单位:上海对外贸易学院)

基本的内在要求,但即期交易受时间限制,供求不平衡成为普遍现象,供求平衡却是一种特殊现象。经营者的未来收益就具有某种不确定性,也包含了各种不安全因素。而金融衍生工具在时间上的趋于未来性恰好弥补了即期交易的不足。在金融期货市场买卖的都是关于未来的某种金融商品的标准化合约。它们通过对冲作用和套期保值功能使经营者锁定成本,固定收入,转移未来的价格风险。其他金融衍生工具如调期、期权等也具有类似功效。金融市场中汇率、利率等的易变性使金融交易的经营者有规避未来某种不确定风险的要求,期货等衍生工具的出现正是顺应了这种需要而得以迅速发展。

2. 功能衍生规律 功能衍生是指金融衍生工具在原生工具功能的基础上呈现扩展或增加的趋势。金融市场中一般金融工具的流动受使用用途的限制,带有空间和时间上的局限性,这种局限性表现在难以形成反映市场的信息全量,妨碍了企业实行资本存量的调整。金融工具的功能衍生可以冲破这种局限性。如可转换证券便有这种功能上的衍生。可转换证券是指可以按发行时所附条件进行转换的一种证券,即在将来某一特定时期按特定价格及相关条件转换成发行企业的其他证券的债券或优先股。债券可按条件转换为优先股或普通股。优先股可按条件转换为普通股或债券。发行这种可转换证券,可使企业在不追加资金来源的情况下,自动调整企业未来的资本结构,并增强企业财务杠杆的灵活性,为进一步筹资创造条件。

3. 种类衍生规律 种类衍生是指金

融衍生工具在衍生过程中以原生工具为基础呈现种类增加的趋势。投资金融工具的风险性使投资者热衷于组合投资以分散风险。金融工具的种类衍生正是迎合了这种需要。如优先股的产生便是如此。优先股股票优先于普通股分取公司收益或剩余资产,是在普通股的基础上衍生而来,其作用在于它便于公司增发新股票,而且优先股一般没有表决权,不参与经营决策,避免了经营决策权的分散。

4. 复合衍生规律 它是衍生工具之间的复合使用,一种衍生工具作为新的原生工具,又衍生出新的衍生工具。市场经济的发展,对经济利益集团的经济行为的约束逐渐由过去的政府直接约束转变为社会公众的间接约束。金融衍生工具的复合衍生正是符合了这种需要,使社会公众间接参与决策成为可能。如股票价格指数期货期权交易和外汇期货期权交易。复合衍生形成的金融工具离原生市场愈来愈远,对经济生活的影响方式也愈来愈间接。

金融工具的衍生规律,顺应了市场不断走向统一和成熟的要求。金融衍生工具在本质上是一种风险分散器,其种类的增加,功能的演变,及向未来衍生的趋势性能更好地达到分散风险,稳定市场的目的。金融衍生工具在时间、功能、种类及复合方面的衍生规律为金融市场的活跃和发展注入了持久的活力。从理论上讲,应当可以消除或减少金融市场的各种风险,如利率风险、汇率风险、结算风险等,可以增强资产的流动性,改善负债结构,提高市场效率,满足市场参与者的各种需求。

二、金融衍生工具的非理性一面

金融衍生工具交易的衍生规律揭示了其合理性一面。但事实上全球每一场金融风暴几乎都与衍生金融交易有关。我们可以列出多起近年来国际上发生的因金融衍生工具交

易造成巨大损失的事件。既然金融衍生工具交易在防范金融风险的需要中应运而生,其风险又从何而来。对任何新生事物都要一分为二来看,金融衍生工具本身及其在实际运

用中确有其非理性的一面。如果运用不当或人为差错,就会引发超乎寻常的风险损失和危机。

1. 高度的杠杆原理,使投机性远远大于避险 杠杆性是金融衍生工具交易的重要特征。由于金融衍生工具高度利用杠杆原理,用少量资金进行巨额交易(如在金融期货交易,其保证金一般仅为4~10%),投机性远远大于避险。如不严格进行风险管理,失去监督控制,大量利用这种工具进行投机,信用风险和市场风险加大。在行情预测发生错误,或在交易对方不能履约的情况下,就会发生巨额亏损,甚至造成金融市场的动荡。

2. 投资误导下贸然参与,后患无穷 金融衍生工具种类繁多,已有1200多种,它们的特点、作用、风险程度各有不同。金融衍生工具的发行者往往只宣传其能带来丰厚利润,而对可能带来的风险谈之甚少或避而不谈。这种误导使一些机构决策者对衍生工具的杠杆效应可以成倍增大风险这一原理缺乏认识,贸然参与各种衍生金融交易,并对具体操作者控制不严,从而引发巨额亏损。

3. 热钱滚滚,游资兴风作浪 当前世界短期资金至少有7.2万亿美元,相当于全球经济产生的20%。这些游资的最大特点是趋利性,而通信信息技术的迅速发展,使资

本流动性进一步加强,交易成本日益降低,对利率、汇率的变动更加敏感。世界各地衍生市场已融合为一个游资充斥的环球市场,加剧了衍生金融市场的动荡和不稳定性。

4. 交易者的投机心理膨胀 衍生工具流动性极大,带有天然的投机性。为避免损失或保值,交易者一般在买卖期货合约的同时,要买卖逆向金融衍生工具。在衍生工具交易中惨遭失败者,往往没有做逆向的衍生工具交易以抵补风险,而是把全部资产作为保证金押在衍生头寸的某一头(多头或空头),如果真押对了则回报可观,如果押错则满盘皆输,损失惨重。

5. 监督不力与管理不严 金融衍生工具交易使原有的金融秩序更加复杂化,给金融监管带来更大困难,存在的一个十分突出的问题是缺乏有效的风险监管机制,包括外部监管和内部监管。由于金融管理机构未能及时建立起对从事衍生工具交易的机构和其他投资者的监督机制。随着金融衍生工具交易的迅速发展,产生了越来越多的“管理真空”,纰漏百出。券商或银行内部对一线交易员监管不严也成为风险重要来源。

如上种种均暴露了金融衍生工具交易的非理性一面。

三、金融衍生工具交易在我国金融市场的理性发展

金融衍生工具交易的开展是基础工具市场发展的要求和必然。我国金融市场的发展也要求逐步推出金融衍生工具。近年来我国金融市场发展迅速,体系结构更趋完善,金融创新意识也愈加活跃。1993年上海证券交易所国债期货交易的推出为我国在金融市场创新方面首开先河。虽然国债期货交易终因过度投机而失控,发生了1995年“327”事件,国债期货交易被迫暂停,但这段时间的尝试无疑为我国金融和证券市场创新,为我国金

融衍生市场的发展提供了宝贵的经验和教训。而且应该看到,国债期货交易中出现的不是利率期货自身固有的,而是市场运行不规范,以及监管不力等所致。我们不应因为国债期货市场的一次失败而对金融衍生工具交易产生恐惧。相反,应当总结经验教训,为新的衍生产品的推出作充分的基础准备。金融衍生工具交易在我国的发展是一种必然的趋势,金融创新的大潮流是不可逆转的,是我国社会主义经济发展之必需。

1995 年“327”事件后,金融衍生工具交易在我国尚处于基本空白状态。这种空白的填补应该是渐进式的,必须以我国金融市场基础工具市场的充分发展为条件,做到从简到繁,慎重试点,逐步推广,制定合理的金融创新战略。金融衍生工具的推出可首先在我国的证券市场着手。从我国证券市场发展来看,1991 年上海证交所成立至今,从无到有,从小到大,短短 7 年走过了西方国家证券市场几十年的发展道路,一个以国债市场和股票市场为主体的证券市场体系初步形成,并达到相当规模。1997 年沪深两市上市证券总数达 888 种,上市公司总数 745 家。两市总市值已占我国国民生产总值 1/4,投资者的总数突破 3 200 万人,市场参与者的风险意识得到进一步增强。我国的证券交易及清算系统也已达到国际先进水平。这些均为新的交易品种的推出创造了条件。可以预见今后几年我国股票市场的规模仍将呈迅速扩大的态势。股票市场规模的扩大和市场规范化程度的提高为股票期货,股票期权及股票指数期货等的推出提供了市场条件和基础。另外,在我国外汇市场逐渐成熟的基础上,可以推出远期交易、调期交易、期权交易及期货交易等交易工具,为交易者提供有效的保值

手段。

通过对金融衍生工具交易的理性审视,我们似乎陷入一种悖论,即金融衍生工具既为防止风险、套期保值而生又蕴含更大的风险。我国金融衍生工具交易的发展中也不可回避这种悖论。前些日子中央金融工作会议提出在三年内建立完善的金融市场监管体制,此举将有利于我国衍生金融的发展。在金融衍生工具交易中,尤其要加强对过度投机风险的防范。对每一种衍生金融工具,在推出前要进行缜密的设计和 research 并在实践中不断地修正,注重经验性的归纳和积累,寻求稳健务实的改良措施,进行渐进沉着的建设工作,使衍生金融交易逐渐完善,发挥其在金融市场不可或缺的作用。对金融衍生工具市场的监管须强调风险控制,健全风险监督制度和风险管理控制机制,制定相关的金融法律法规,实施各种有效的风险管理措施。总之,对金融衍生工具市场的风险管理和控制,一方面需要政府强化依法管理和适当的调控,另一方面又要建立市场内部的制衡机制,使我国的衍生金融市场不断完善、发展、壮大。

(作者单位:上海立信会计高等专科学校)



(上接第 24 页)

第五、提高海关估价执法程序的透明度

一项法规的实施效力单靠执法机关的严格执法还是不足的,只有在法规的执行中形成了广泛的监督才能最有效地发挥其应有的效力;而形成广泛监督的前提则是执法程序的充分透明。为此建议:(1)海关估价法规应设立条款赋予进口人获得有关进口货物海关估价的书面说明权利;(2)海关估价法规应设立条款,就进口货物的海关估价程序不能很快完成时进口人交保领取进口货物作出规定,交保应采取按海关初步估计的进口价格交纳与进口关税额相当的保证金形式;(3)海关进口报关资料逐步进入计算机信息网络,以接受进口人和国内生产者的监督。海关资料进入计算机网络不仅能够提高许多对外经贸法规的实施效率,同时也是对外经贸活动进一步发展的需要;在发达国家和地区及新兴工业化国家和地区,企业与海关和银行建立计算机联网已成为开展国际经贸活动的最起码的必要条件。

(作者单位:华东理工大学)