



您的位置：首页 - 文章选登

金融衍生品市场不应裹足不前(李建国；2003年11月4日)

文章作者：李建国

每每提起金融衍生品人们就谈虎色变。不可否认，金融衍生品的使用确实会增加新的风险，但正如现代交通工具的出现会产生交通事故一样，我们不能因为有交通事故就不发展交通运输业。

中国股市非理性波动、机构投资者严重的投机倾向及其面对系统风险的束手无策无不与金融衍生品匮乏有关。

近期债券市场和股市的联袂下跌，使得商业银行等金融机构损失不小。两个市场的机构投资者强烈地感受到缺乏金融衍生工具的切肤之痛。

机构投资者难为无米之炊

在没有做空机制、没有股指期货等避险工具的股市和债市中，投资者只能通过做多赚钱，当整个市场下跌时，投资者必然要遭受损失。尽管机构投资者可以通过组合投资来降低非系统风险，但面对系统风险，则束手无策。

我们以基金为例，目前基金运作中避险常采用的方式：一是通过资产配置，即调整股票、债券和现金之间的比例来回避市场下跌的风险；二是通过行业配置，将资产投资到有基本面支撑的价值型、成长型行业上，通过行业的不同景气度和成长性来回避市场风险。但由于不同类别的资产价格并非简单的此涨彼跌的关系，在收紧的货币政策下，股市和债市会将面临下跌，如最近央行调高法定准备金率，股市和债市双双下跌，可见通过资产配置来避险有时效果并非尽如人意。减仓可以降低市场下跌带来的损失，但我国基金管理条例规定“持有股票和债券不得低于总资产的80%”，这一限制使得基金经理只能调整股票和债券的比例，即使股票仓位为零，80%的持仓限制也将使基金面临债市下跌的风险。通过行业配置同样难有好的效果，这是因为我国股票市场还不成熟，绝大多数股票价格都是同向运动，在下跌的市场中鲜有逆势上扬的个股。由于没有避险工具，2001年股市见顶以来的持续低迷使得机构投资者损失惨重，2002年出现了第一次基金业全行业亏损，券商的自营和委托理财也亏损累累。

避险工具匮乏，基金的净值波动较大，这也是造成今年开放式基金遭遇赎回的主要原因之一。既然基金不能规避系统风险，基金持有人只好在净值高位时赎回，以回避市场下跌带来的风险。这也是为什么业绩较好的基金同样不能避免巨额赎回的厄运，而基金为了应付赎回只能在二级市场上抛售股票，结果造成市场进一步下跌。可见，由于缺乏必要的避险工具，基金运作有时会陷入困境，在一定程度上不利于市场的稳定。因此，完善的交易机制和丰富的避险工具是大力发展机构投资者不可或缺的基础。

市场非理性波动的根源

我国证券市场长期以来存在着价格波动大、过渡投机的问题。市场不稳定的原因很多，缺乏避险工具就是其中之一。没有避险工具，一旦出现风险，投资者只得抛售证券以减少市场下跌带来的损失，大量的抛售会进一步加剧市场的下跌，同时由于只能做多才能赚钱，于是只有市场跌出相当大的空间才会吸引投资者接盘，因此市场容易呈现出非理性的下跌。若有股指期货或股票期权，股市看跌时，可以通过买入一个看跌期权或卖出股指期货合约，从而以较小的代价实现保值避险或投机盈利的目的，使股市投资风险得到有效的分散，从而可以减少因大量抛售带来的进一步下跌。当然若有卖空机制，在高位卖空的投资者会在低位买入股票平仓，也可以缓解市场下跌的压力。

缺乏金融衍生工具让机构投资者被迫投机。国际成熟的证券市场换手率一般只有50%—80%，而我国自从1992年放开价格限制之后，证券市场的年度换手率一直在300%以上，其中1994年甚至达到838%，而在1996年—1997年的大牛市中，换手率分别达到744%和590%。近年来，随着股市扩容步伐的加快，股市规模越来越大，换手率有所下降，但2000年仍为400%左右，最近两年换手率也在250%左右。换手率过高意味着买卖股票的目的不是在于投资，而是为了追求短期的资本利得，这表明我国证券市场缺乏长期投资者。当然造成这种状况的原因很多，但没有避险工具也不容忽视。因为只有当市场上存在避险工具时，投资者才能真正贯彻其稳定、长期、保值增值的投资目标。

金融市场发展的内在要求

金融衍生品市场是现代金融市场的重要组成部分，在西方成熟的市场经济体系下，金融衍生品市场始终担当着重要的角色。从国际经验来看，证券市场发展到一定规模，就应该且可以发展金融衍生品市场。证券市场的进一步发展应着眼于风险管理和提高市场效率，而这正是金融衍生品出现的初衷。证券市场中现货交易的风险是自身难以解决的，而金融期货、期权等衍生工具提供了规避风险的方法，同时，衍生品市场有助于提高信息的透明度，降低信息的不对称性，这是因为在金融衍生品市场存在着大量需求不同的参与者，尽可能收集来自各方面的信息，这些通过交易而产生的价格综合信息，有助于提高现货市场的透明度，使投资者可以进行理性投资。证券市场深化的重要标志是其效率的提高，由于金融衍生品市场与基础市场是高度相关的，金融衍生品市场的价格发现功能可以大大地提高信息的透明度，加快信息的传递速度，提高整个市场的效率。

发展金融衍生品有利于分流居民储蓄。目前我国居民储蓄超过10万亿元，如何分流储蓄是管理层关心的问题。而中国股市的高风险使许多中小投资者望而却步。发展金融衍生品市场，为股市提供了多种避险工具，这将有利于股市的稳定，从而可以吸引更多的资金入市，有利于储蓄分流。同时，金融衍生品本身也是投资工具，可为部分投资者所用。投资者的风险偏好是不同的，有的厌恶风险，但有的为了期望的高收益而喜好风险，金融衍生品的投机功能正好可以满足那些偏好风险的投资者。另外，金融衍生品与金融工程技术相结合，可以对某一特定的交易或风险暴露进行重新构造，创造出新的投资品种，实现客户预期的结果。因此，发展金融衍生品市场可以丰富投资工具，满足投资者的不同需求。

证券市场与国际市场接轨的需要。加入WTO后，金融市场开放的程度将越来越高，与国际市场接轨意味着我国证券市场将暴露在巨大的国际市场风险面前，将面临来自国际市场由于供求、价格波动带来的随机、不可预测的风险。缺乏风险转移的金融体系显然是不健全、不完善的，将无法应对突如其来的国际金融风险的冲击。

我国已经推出了QFII制度，但若没有避险工具，对国外投资者的吸引力将大打折扣。因此，随着国际化程度的提高，中国证券市场客

观上要求有与之相匹配的金融衍生品，有了衍生品市场，才能为国内外的投资者提供一个风险规避、套期保值和增加收益的市场。推出金融衍生品也有利于加快在制度、理念、工具等各方面适应国际市场的游戏规则，增强我国证券市场的国际竞争力和吸引力。

发展金融衍生品市场正当其时

我国证券市场经过10多年的发展，规模不断的扩大，上市公司已有1000多家，上市公司的整体素质也在提高，总市值超过3万亿，投资者超过7000万。机构投资者队伍在壮大，特别是基金业的发展，目前已开业的基金管理公司31家，证券投资基金86只，总规模达到了1616亿份，超过A股流通市值12%。利率市场化也有了较大的进展。证券监管部门在10多年的证券市场监管实践中，积累了丰富的经验。我国研究开发并逐步推出金融衍生工具的条件已经成熟。

对于金融衍生品，人们常常谈虎色变，认为风险很大。不可否认，金融衍生品的使用，会增加新的风险，但正如现代交通工具的出现，会产生交通事故一样，我们不能因为有交通事故就不发展交通运输业。金融衍生品的产生是为了对冲风险，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。金融衍生品市场是一个完整的金融市场必不可少的组成部分，其积极作用在国际上早已经得到了认可。

事实上，没有金融衍生工具，就没有释放风险的渠道，风险得不到有效的分散和转移，金融风险就会更大。金融风险的聚集甚至会引发金融危机，危及国家经济安全。最典型的例子就是1929年美国股市大崩盘后一蹶不振导致整个经济大萧条，而1987年美国股市也曾出现较大的股灾，但并没有出现类似的经济危机，没过多久便又兴旺起来了。分析其中奥秘，原因是多方面的，其中之一是当今的美国证券市场有1929年证券场所不具备的金融衍生工具。由于避险工具的存在，大资金基本上没有大伤元气，更没有导致金融界的连锁反映。

文章出处：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所