



您的位置：首页 - 文章选登

市场是金融衍生品发展最好的老师(罗培新；3月30日)

文章作者：罗培新

一度为国内12个城市所竞相角逐的金融衍生品交易所，最终落户上海。这家筹建中的交易所将以金融衍生品为交易对象，已是确定无疑。但金融衍生品将会遵循怎样的上市路径？是否如同股票和债券一样由交易所制定上市规则然后由证监会审批？金融衍生品又会遵循什么机制来创新交易产品？

这些尚未揭开神秘面纱的问题，恰恰是发展一个健康的金融衍生品交易所、发展一个健康的金融衍生品市场的关键。

“双刃剑”效应

金融衍生品是高级形态的金融品种，顾名思义，之所以称为“衍生”，是因为它们建立在股票、债券、外汇等“原生”品种和现货市场的基础上，是后者发展到一定阶段的产物。举例来说，商品衍生出了商品期货，国债衍生出了国债期货，股票和外汇分别衍生出了股指期货和外汇期货等。

在最近的短短30多年时间里，金融衍生品市场因具备价格发现和风险转移等功能而迅速抢占了原有的金融市场份额。在全球范围内，金融期货等衍生品交易规模已从1976年的不足1%，上升至目前的80%以上。欧美等国的金融衍生品市场成交规模近几年大幅上升，近十年来韩国等亚洲国家的金融衍生品成交额也远远超过了现货交易。

股指期货等金融衍生品交易与现货交易的一个重大区别是存在较高的杠杆比率。在期货市场上，交易者只需按期货合约价格的一定比率，交纳少量资金作为履行期货合约的财力担保即可。在英国，一个初始保证金只有2500英镑的期货交易账户可以进行的金融时报100种(FTSE-100)指数期货的交易可达70000英镑，杠杆比率为28:1。

硬币总是两面的，金融衍生品一方面有套期保值功能，另一方面则极具投机性，并且，金融衍生品的强杠杆性和高度虚拟性，极易放大风险。20世纪90年代以来，全球几乎每一场金融风暴都与金融衍生工具联系在一起。诺贝尔经济学奖获得者阿莱甚至将金融衍生工具的急剧膨胀称为“发疯”。1987年10月19日，华尔街股市一天暴跌近25%，从而重挫了全球股市。在这一令人闻之胆寒的“黑色星期五”中，股指期货一度被认为是造成恐慌性抛压的“元凶”之一。特别是20世纪90年代以来，频频发生的危机事件，使得金融衍生工具的风险问题备受瞩目。典型事件有：1993年，德国金属工业公司在利率互换中损失13亿美元，昭和壳牌石油从事外汇期货交易损失1660亿日元；1994年3月英国里昂联合公司由于从事出售美元看涨期权等金融衍生交易而损失1.47亿英镑，美国保洁公司从事美国利率及欧洲货币掉期，损失1.57亿美元；1995年，中国国债期货发生“327”风波，万国证券公司由此发生10多亿人民币的亏损而倒闭，巴林银行因期货交易而亏损13.6亿美元，致其宣告倒闭；2001年，世界上最大的能源交易商、美国第七大公司安然公司由于过度参与能源和信用衍生产品而宣告破产；2004年，中国中航油新加坡公司由于从事投机性石油期货交易，累计损失达5.5亿美元。

金融衍生品巨大的风险，使人们对其噤若寒蝉。自1995年“327”国债期货事件以来，我国一直紧闭国债期货之门，股指期货则更是迟迟没有提上议事日程。但我们不能因噎废食，在国债、股票等现货市场发展到今天的规模的时候，缺乏国债期货、股指期货等制度安排，无疑是使投资者失去了一个极好的套期保值工具，我国股指多年来大幅起落，与此不无关联。

于是，2006年1月1日实施的证券法规定，证券衍生品种发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定，从而为证券类金融衍生品的推出，预留了法律空间。但金融衍生品的“准生证”如何设计，法律却语焉不详。

“审批制”还是“核准制”、“注册制”？

我们可以以商品期货为例来阐释金融衍生品的上市机制。目前全球期货品种上市存在审批制、注册制和核准制这三种模式。发达国家多采取注册制。在金融衍生产品发达的美国，2000年生效的《商品期货现代化法案》(CFMA)，取消了许多《商品交易法》

和美国商品期货交易委员会(CFTC)的限制性规定，大幅度增加了交易所自主创新的空间，期货交易所可以在遵循自我认证程序的基础上，不经CFTC事先批准就上市新的产品、制定新的上市规则。这样，交易所可以更及时地推出新的产品和进行修正，增加了交易所的全球竞争能力。日本在期货新品种上市方面，过去一直实行“有益论”，即必须证明上市交易的新品种对社会有益，然后报各期货主管大臣批准。1990年之后，“有益论”改为“无害论”，即交易所根据发展需要可以先试验上市新品种，经过两年试运行后证明对社会没有危害，再报期货主管大臣批准然后正式上市交易。这样就大大简化了交易程序，提高了市场效率。欧洲期货交易所由于本身就是政府机构，完全可以自己开发产品，无须经过政府审批，新品种上市机制完全按照市场机制运作，由交易所自己决定。

我国1999年9月1日起施行的《期货交易管理暂行条例》第17条规定，“期货交易所上市、中止、取消或者恢复期货交易品种，应当经中国证监会批准”。因而，我国期货品种上市都要经证监会审批，而且交易所不得随意修改或调整已经批准的期货合约。另外，尽管上市期货品种的权力被授予证监会，但在实际操作中，还需要经国务院批示后由中国证监会征求相关部委和地方政府的意见，最后报国务院批准。由此看来，我国实行的是严格的审批制。

这种金融衍生品创新模式，是在特定历史阶段形成的，具有历史的必然性。在市场自身及法制建设的环境、水平发生了极大变化的情况下，这种金融衍生品创新模式，亟需改革。

把选择权交给市场

证券品种单一，特别是证券衍生品种欠缺，严重影响了我国证券市场竞争能力。当前的金融衍生品创新模式与证券市场需要并不适应，其原因在于：一是它更看重的是防风险，求稳妥。缺乏创新的动力和压力，对待市场创新的需求往往慎之又慎。最贴近市场的交易所没有决定权，而相对远离市场因而对实际情况知之不详的部门却握有审批权，这种状况极易贻误金融创新的最佳时机。二是推出新产品，大多需要制定专门的行政法规，而这需要经过复杂而漫长的调研、论证、起草、审议程序，能否推出、何时推出，存在很大不确定性。

有鉴于此，必须构建一套政府可依此免于承担责任的金融衍生工具创新机制。把对具体产品的评价和判断更多地交给市场。如在金融衍

生工具的评价标准上，可以采用“无害论”的做法，即金融交易所等市场组织只要能够证明拟上市的品种对社会不会造成不良的影响，就可以在金融交易所上市交易，将上市新品种的未来前景交给市场。而且，对于金融衍生品种，上市条件更应当由金融交易所规定。其显见的原因是，金融衍生品种类型各异，法律无法对上市条件事先逐一具体规定。在境外市场，无一例外地由金融衍生品种交易场所规定上市条件，毕竟，市场才是最好的老师。

文章出处：《南方周末》

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

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