

发展我国金融衍生工具的条件、意义和路径^{*}

刘志范

(怀化职业技术学院,湖南怀化 418000)

摘要:由于我国利率市场化进程加快、人民币汇率形成机制逐渐完善和基础金融市场规模扩大,我国已具备发展金融衍生工具的条件。发展金融衍生工具有利于市场投资者规避风险、降低筹资成本和拓展金融机构的业务范围。建立有序的市场机制,完善监管体系,加强国际合作,健全金融衍生工具的风险管理机制,完善相关法律法规等,是发展我国金融衍生工具的路径。

关键词:金融衍生工具;风险;监管

中图分类号:F832

文献标识码:A

文章编号:1007-4074(2010)04-0102-03

基金项目:中国职业技术教育学会科研规划项目(732721)

作者简介:刘志范(1963-),男,湖南邵东人,怀化职业技术学院教师。

一、发展我国金融衍生工具的条件

(一)利率市场化进程加快。从1978年起,我国开始了对整个经济体制的改革,金融体制改革随之进行。利率体制改革作为金融体制改革的重要内容之一也在逐步深化。1993年我国明确了利率市场化改革的基本设想,1995年中国人民银行初步提出市场化的基本思路,1996年6月1日放开银行间同业拆借市场利率,全国性同业拆借利率市场逐渐形成,全国银行间拆借利率开始扮演基础利率的角色,对社会资金供求的调节作用日渐明显。以后又逐渐放开了债券市场债券回购和现券交易利率、贴现和再贴现利率。^[1]人民银行逐步放开利率的管制,1999年对保险公司大额定期存款实行协议利率,并于2000年9月21日实行外汇利率管理体制,放开了外币贷款利率,对300万美元以上的大额外币存款利率由金融机构与客户协商确定。这些举动,逐步扩大了金融机构贷款利率的浮动权,简化了贷款利率种类,探索贷款利率改革的途径。2004年10月29日,人民银行报经国务院批准,调整了存贷款基准利率,同时放松了对金融机构的利率管制,这是利率市场化改革迈出的重要一步。这些利率市场化的改革为我国金融衍生工具市场

的健康发展奠定了良好的基础。

(二)人民币汇率形成机制逐渐完善。1994年以前,我国先后经历了固定汇率制度和双轨汇率制度两个阶段。1994年1月1日,我国对外汇管理体制进行了改革开放以来最重大的一次改革,实行银行结售汇,建立统一的银行间外汇市场,实行“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度”。1996年12月1日,我国接受了国际货币基金组织第八条款,实现了人民币经常项目可兑换。2003年《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中指出完善人民币汇率形成机制,保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。在有效防范风险前提下,有选择、分步骤放宽对跨境资本交易活动的限制,逐步实现资本项目可兑换。2005年7月21日起我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率形成机制的逐步完善和发展为金融衍生产品的发展创造了条件。

(三)基础金融市场规模扩大。基础性金融市场是发展金融衍生工具市场的基石,只有基础性市场具有丰富的品种和巨额的交易规模,才能支撑起衍生金融市场。我国现

* 收稿日期:2010-05-15

已经建立起国债、股票、外汇、同业拆借等基础性金融市场,并且也已经具有了相当的规模,今后还要积极促进这些市场向深度与广度扩展,并不断加强其规范性。截止到2008年11月底,我国银行间债券回购成交51.58万亿元,银行间市场(含银行间信用拆借、质押式回购和现券交易)主要的资金融出方为政策性银行、国有商业银行和股份制商业银行,成交净额占净融出总额的比重分别为38.72%、31.15%和27.45%。沪深两市股票、基金和权证分别成交24.35万亿元、0.53万亿元和6.54万亿元。2008年,尽管面临国内外经济金融形势复杂多变等诸多不利因素的挑战,我国金融市场仍然保持了迅猛的发展势头,在2007年快速扩张的基础上,2008年的金融市场规模得到继续拓展和壮大。除股票市场以外,其他各子市场成交量同比均有较大增长,为开展中、长期利率衍生产品创造了条件。

二、发展我国金融衍生工具的意义

(一)有利于市场投资者规避风险。金融衍生工具的产生主要是满足人们规避风险的需要,为投资者提供了对冲风险和套期保值的工具。由于我国证券市场缺乏有效的风险规避工具,许多投资者特别是机构者感到目前进入股市的风险比较大。若能在适当时机推出一些金融衍生工具,必将激发这些投资者入市的兴趣,使交易更加活跃,最终将推动整个证券市场的发展。目前,我国已上市普丰、兴和与景福等指数型的证券投资基金。这些基金的资金约50%投资于指数的股票组合,在市场普遍低迷的行情下,指数型基金很难保证盈利。若能推出相应的股票指数期货产品,则指数基金可通过卖出指数期货合约的办法来弥补现货(指数股票组合)市场上的损失。因此,指数期货的推出必将大受指数型证券投资基金的欢迎。^[2]

(二)有利于降低筹资成本。通过有关的金融工具的交易,可以降低国内企业在资本市场的资金筹措成本。可以通过利率互换或货币互换工具来降低筹资双方的利率成本,充分发挥各企业在资本市场的比较优势;可以通过签订有关的远期利率协议(FRA)或购买利率上限、利率下限及利率上、下限等期权合约有效锁定资本市场的资本借贷风险,使得其成本确定在一个可控制的区间范围;可以通过签订有关的远期外汇协议或购买外汇期货或期权,来对国内企业的进出口业务所面临的外汇风险进行有效规避。

(三)有利于拓展金融机构的业务范围。金融衍生工具的创新和交易在丰富了市场投资者选择范围的同时,也大大拓展了各金融机构的业务范围。如今,金融衍生工具交易已经成为全球银行业的主要业务组成部分。全球约150多家的大型商业银行与证券公司的主要利润来源于衍生工具的交易和开发,许多大的金融机构设立的金融创新部门盈利已超过了传统部门的产出。因此,在我国进行金融衍生工具的创新和交易,将有力地拓展国内金融机构特别是证券机构的业务范围,让国内传统券商从传统的、单一的证券发行、自营业务拓展到更大的衍生工具创新及交易中去,

积极参与国际资本市场的竞争、不断提高金融创新和金融服务水平。

三、发展我国金融衍生工具的路径选择

衍生金融工具是为了规避金融市场价格风险而产生的,但它同时又聚集了很多风险。在投资日益国际化的背景下,如果不利用合理的金融工具对冲和规避外汇及利率风险才是最大的风险。同时也应该认识到,金融工具本身具有“双刃剑”的特征,如果运用不善,将会导致新的风险。近年来,金融衍生产品市场发展速度迅猛,截止2006年底,全球场内交易衍生产品名义本金余额达到70.5万亿美元,比2005年底增长了21%,场外衍生产品名义本金余额为415.2万亿美元,比2005年底增长了39%。不断发展的MBS、CDO、CDO平方、CDO立方等金融产品,看似繁花似锦,其实一切根基都在于实体经济基础。因此,实体经济的运行状况直接或间接决定着这些产品的市场运行,一旦实体经济发生波动,上述产品的市场将很难幸免于难、甚至会产生几何状的放大效应。美国雷曼兄弟的倒闭就是一个活生生的例子,给中国发展金融衍生工具敲响了警钟,盲目过度的创新会将原本用于规避风险的衍生工具反过来给市场带来更严重的风险。我国金融衍生工具交易价格变动具有明显的市场操纵、过度投机特点,表现为市场价格的暴涨暴跌,超出了交易者或者市场的风险承受能力。主要表现为两类风险,一类是指由于自然灾害或意外事故而造成的损失;另一类是指由于故意错误如交易员欺诈等而带来损失的风险,受损、倒闭的投资机构的资产似乎在一夜之间就化为乌有。因此,我国在发展金融衍生工具时要采取正确的策略和路径。

(一)建立一个有序的市场机制。金融衍生工具市场是金融市场中较高层次的市场。发达的金融市场,是衍生工具发展的前提。完善的金融市场,是各种金融工具及衍生工具创新和发展良好的温床。国外金融衍生工具市场发展实践证明,任何一个有序的金融衍生工具市场必须具备以下4个基本条件:(1)市场制度的适应性。市场制度适应性是指市场制度不会因各种风险而受到威胁,甚至在发生严重危机时,也能采取应变措施补救。(2)市场交易的公正性。所有衍生工具市场参与者在市场上交易是公平的,不受操纵,没有欺诈和不正当竞争,信息是公开的。(3)市场运作的规范性。市场运作的规范性是指市场运作既要有效率,又是流通顺畅的。(4)投资者合法权益的保障性。投资者合法权益的保障性是指市场对投资者的合法收益要给予法律上、市场运作上的保障,使投资者的收益能按时、按量进入账户。金融衍生工具市场运行只有达到上述条件,才能赢得投资者对市场的信心,衍生工具市场才能得以发展。

(二)完善监管体系,加强国际合作。金融衍生工具由于具有高杠杆性和高风险性,导致了一系列震动世界金融体系的危机,发生在1987年的全球性股灾以及1995年的巴林银行破产事件都与金融衍生交易直接相关。我国为防

范金融衍生交易带来的巨大危险,要建立一种高效权威和统一的金融监管协调机制,以确保人民银行、银监会、保监会、证监会的分工合作,实现对银行业、证券业、信托业、保险业、金融衍生交易等进行系统的风险管理。要规定从事交易的金融机构的最低资本额,确定风险承担限额,对金融机构进行定期与不定期的、现场与非现场的检查,形成有效的控制与约束机制。同时要规范金融机构的经营行为,严格区分银行业务与非银行业务,控制金融机构业务交叉的程度。巴林银行的倒闭事件使人们认识到缺乏金融性的协调及信息互不沟通将导致巨大的灾难,因此要特别加强金融监管的国际合作。^[3]

(三)健全衍生金融工具的风险管理机制,完善相关法律法规。健全的风险管理机制,应当包括健全的风险预警机制、风险识别机制、风险评估机制、风险分析机制和风险控制报告机制。进行风险管理时首先要计算风险敞口头寸,即市场价值。敞口头寸的大小决定需对该头寸可能遭受的潜在损失进行评估的次数。其次,建立分层次的风险评价和预警指标体系,使其能够科学、合理、系统地反映整个企业风险状况。最后,建立资本充足率和偿付能力的预警监控制度以及报告机制。

(四)发展符合中国国情的金融衍生工具。必须针对我国国情发展符合中国实际的衍生工具,不能因为国外先发展货币期货,再发展股票期权和利率期货等,中国也一定要沿着这条路走。在债权式、股权式和货币式这三种衍生工具中,由于我国股市发展时间较长、规模较大、投资者较多、相应的法规制度比较健全,因此发展股权式衍生工具条件比其他两种更为成熟。另外,由于我国股市投资者中散户占的比重较大,他们自己出资炒股、盈亏全是自己的,遭受风险较大,避险意识较强。关键一点他们是目前我国最具自主决策特征的投资主体。因此,股权式衍生工具应优先发展。从另一个角度看,在远期、期货、期权和互换这四种衍生工具中,应以发展期货、期权为主,远期和互换交易可适当在小范围内发展。由于期货和期权在国际衍生市场交易中是发展最为成熟的衍生工具,而且都在场内交易,便于

集中交易和监管,套期保值和价格发现的功能也最直接、突出,故应以这两种衍生工具为主。

(五)积极开展金融理论的创新。金融创新对金融体系带来了深刻的变化,商业银行的传统业务将愈来愈不适应市场多样化的金融需求,资本市场将成为现代金融体系运行的核心和基础。在这种情况下,国内有学者认为,传统的金融理论可能面临着深刻的挑战,金融理论正在从宏观的、抽象的内容转向市场化方面。与金融活动实践相适应,金融学趋于技术化、市场化、实证化和微观化。包括资产组合理论、衍生工具的定价理论和风险管理技术,或称为金融工程,正成为现代金融理论的核心内容。而上述理论广泛应用于金融衍生工具的交易活动中,这一方面说明了金融衍生工具及其交易反映着金融活动的方向;另一方面,我国要发展金融衍生工具及其交易,就必须把握好现代金融科学的发展趋势,积极开展理论方面的配套研究和创新。^[4]

(六)消除隐含的政府担保和由此产生的道德行为。我国应逐步建立对金融机构的金融衍生市场业务退出机制。道德行为通常产生于封闭的金融体系或新兴市场中官方提供的金融安全网。一些金融机构就认为政策肯定会替它们承担损失,因而无所顾忌地涉足高风险衍生工具投资项目,使大量金融资产价值面临的风险越来越大。隐含的政策担保会使人们对经济产生过于乐观的预期,会刺激过量的不可持续的资本流入金融衍生市场,产生过度投机行为。

参考文献:

- [1] 黄增玉. 金融衍生品之风险及防范[J]. 财会月刊, 2006(18).
- [2] 李义奇. 发展我国金融衍生品市场的几点建议[J]. 中国金融, 2007(24).
- [3] 吴建刚. 金融危机背景下全球场外衍生品市场的特点及未来走向[J]. 现代经济探讨, 2010(1).
- [4] 胡妍. 对全球金融危机后我国发展金融衍生品的思考[J]. 生产力研究, 2010(1).

(责任编辑:陈伟)

Conditions ,Significance and Means for Development of Financial Derivatives in China

LIU Zhi-fan

(Huaihua Vocational and Technical College ,Huaihua ,Hunan 418000 ,China)

Abstract: The accelerating of marketing process for interest rate, the perfection of RMB interest rate formation mechanism and the expansion of basic financial market scale have provided conditions for the development of financial derivatives in China. Financial derivatives are helpful for investors to avoid risks, lower cost for raising funds and enlarge business scope of financial institutions. Our means to develop financial derivatives is to set up an orderly market mechanism, perfect supervision system, strengthen international cooperation, improve risk management system and formulate relevant laws and regulations.

Key words: financial derivatives; risk; supervision