

发展金融衍生品市场 服务风险管理新常态

张慎峰



张慎峰，中国金融期货交易
所董事长

当前，我国经济发展进入新常态，“降速度、调结构、换动力、防风险”成为主要特征，尤其重视风险防范化解机制的建立与完善。今年两会的政府工作报告中就再次强调要加强多层次资本市场体系建设，并首次提出“发展金融衍生品市场”。从全球市场经验和我国实际情况来看，发展金融期货等衍生品市场，是完善风险管理体系的不二选择，更是我国经济新常态下的基础性制度建设和全面深化宏观金融改革的重要配套措施。必须统一认识，加快金融衍生品市场建设，着重发挥风险管理功能，积极服务发展改革大局。

发展金融期货市场，是满足社会避险需求、服务经济新常态的基础制度建设和重要战略安排

金融市场作为资金融通和资本配置的市场，对其他各类生产要素市场化配置有强烈的导向作用，一个发达的资本市场是市场决定资源配置的先导。在建设高效资本市场的过程中，完备的金融风险管理体系是必要而迫切的，因为如果缺乏有效的风险管理工具，包括银行、证券、保险等在内的各类金融市场主体都将可能暴露在单边头寸的不确定性之中，这将使金融机构缺乏稳健经营的信心，进一步将牵制利率和汇率市场化改革的进程，最终影响金融服务实体经济的效率。

20世纪70年代，布雷顿森林体系解体，美元与黄金脱钩，货币对内价值和对外价值都不再稳定，利率、汇率价格波动成为市场主要的风险来源，金融风险管理的需求快速增加，金融期货由此应运而生。金融衍生品

市场通过对风险的分散和转移，实现对风险的再次分配，尤其是金融期货交易，通过标准化合约的集中交易，将基础金融资产的价格不确定风险转移出去，投资者只承担自己可以管理的风险，不可控的风险转移给有能力且愿意承担的主体，为市场参与者提供了积极有效的风险管理工具。全球市场长期实践证明，金融期货等衍生品市场通过发挥价格发现和风险管理等功能，提升了整个经济金融体系的风险承受能力，有助于优化资源配置，增强经济弹性，化解风险积累，保障金融安全，促进实体经济健康发展。

随着我国经济发展进入新常态，经济增长从高速向中高速转变，从粗放式增长向集约式增长转变，从要素和投资驱动向创新驱动转变，增长模式深刻转变，既带来了新机遇，也蕴含着新挑战，各类隐性风险逐步显性化，风险管理需求迫切。第一，降速意味在更多的领域去杠杆、去泡沫等结构转换，原来高速发展时期累积的地方政府债务问题、影子银行体系、房地产泡沫等经济中的风险隐患显现，迫切需要穿上“救生衣”。第二，经济结构转型升级中，尤其是利率市场化等重大金融改革深入推进，利率汇率等金融要素价格活跃度提高，风险管理需求迫切。第三，创新驱动需要完备的风险管理市场提供保障。因为实体经济的创新驱动，必然要求金融领域的创新配合，金融创新则要求以有效风险管理为保障。因此，必须从更高层次认识发展金融期货等衍生品市场的迫切性和重要意义，尽快建立健全化解各类风险的体制机制，充分运用市场化手段进行风险的社会化分散与管理，促进新常态下的发展内涵平稳顺利转换。

我国金融期货市场运行平稳扎实，风险管理功能逐步发挥，市场管控发展模式安全可靠

完整的多层次资本市场包涵产品发行、交

易流通和风险管理三个层次，是一级发行、二级流通和三级风险管理有机联系、不可分割的系统工程。以股票市场为例，一级市场 IPO 实现资产的静态定价，二级市场通过交易实现资产的动态定价和优化配置，三级风险管理市场则实现了市场风险的分割、转移及再分配。我国金融期货市场于 2010 年 4 月 16 日正式起航，五年来已上市沪深 300 指数期货、5 年期国债期货和 10 年期国债期货三个品种，上证 50 和中证 500 两个指数期货也将于 2015 年 4 月 16 日上市。针对我国市场散户为主等固有特点，金融期货市场在总结借鉴商品期货市场发展经验基础上，着重探索制度创新，实行了投资者适当性、分级结算、限制异常交易等一系列风控制度，市场发展模式风险可控、安全可靠。总的来看，我国金融期货市场运行平稳，管理严格规范，产品不断丰富，功能逐步发挥，服务资本市场发展全局的积极作用日益显现。

一是充分发挥了“减震器”的宏观稳定作用，显著提高股市内在稳定性。

从股指期货上市前后 5 年对比来看，沪深 300 指数涨跌超过 2% 的天数分别下降了 52.27% 和 56.55%，将与沪深 300 成分股在波动率、盈利能力和所属行业等方面相似的非沪深 300 上市公司作为一个参照系，对比股指期货上市后该参照系的波动率与沪深 300 成分股的波动率，发现股市波动率下降了 11%，股市波动极值范围大幅缩小，系统风险明显下降，单边市特征显著改善。

二是成为股市风险的“泄洪渠”、投资者避险的“逃生舱”和财富管理的“保险单”，日益广泛应用于各类投资者的风险管理，百姓投资安全更有保障。

截至 2014 年底，中金所法人账户 5437 个，其中特殊法人 4425 个，证券、基金、期货、信托、QFII、保险等市场机构已进入股指期货市场。正是有了股指期货，投资者才敢于坚定持股，

为股市提供了长期稳定的买方力量。以证券公司为例，股指期货上市以来，证券公司股票投资规模逐步摆脱大盘涨跌的影响，稳定在1300亿元左右，股指期货参与程度较高的12家证券公司，其大盘蓝筹股持仓比例由不足30%提升至50%。

三是成为提升股市核心竞争力的“助推器”，股指期货加速了产品和业务创新，吸引和推动各种机构和长期资金入市。

通过使用股指期货，机构既加快了业务创新，也实现了稳健经营。目前理财产品中相当一部分已使用了股指期货，且使用股指期货的产品业绩效果显著好于未使用股指期货的产品。广大中小投资者也受益于理财市场的发展，通过机构间接参与并分享股指期货带来的创新制度红利。如嘉实沪深300指数基金利用股指期货规避系统性风险、消减现金拖累、降低业绩跟踪误差，其150万客户无一不受益于此。

四是催熟先进投资理念，变个人投资者直接参与为间接参与，变短期投机为长期投资，变简单跟风炒作为策略驱动交易，起到股市投资文化“催化剂”的作用。

股指期货上市之后，投资者在参与方式、持股结构、投资理念等方面迎来了崭新的变革，股市过度交易、高换手率的特征明显改善，沪深300指数成份股日均换手率由股指期货上市前一年的609.2%下降到最近一年的126.8%，降幅达到79.2%，风险管理理念开始普及，机构乃至个人投资者越来越多地使用股指期货进行风险对冲，A股市场投资进入对冲新时代。

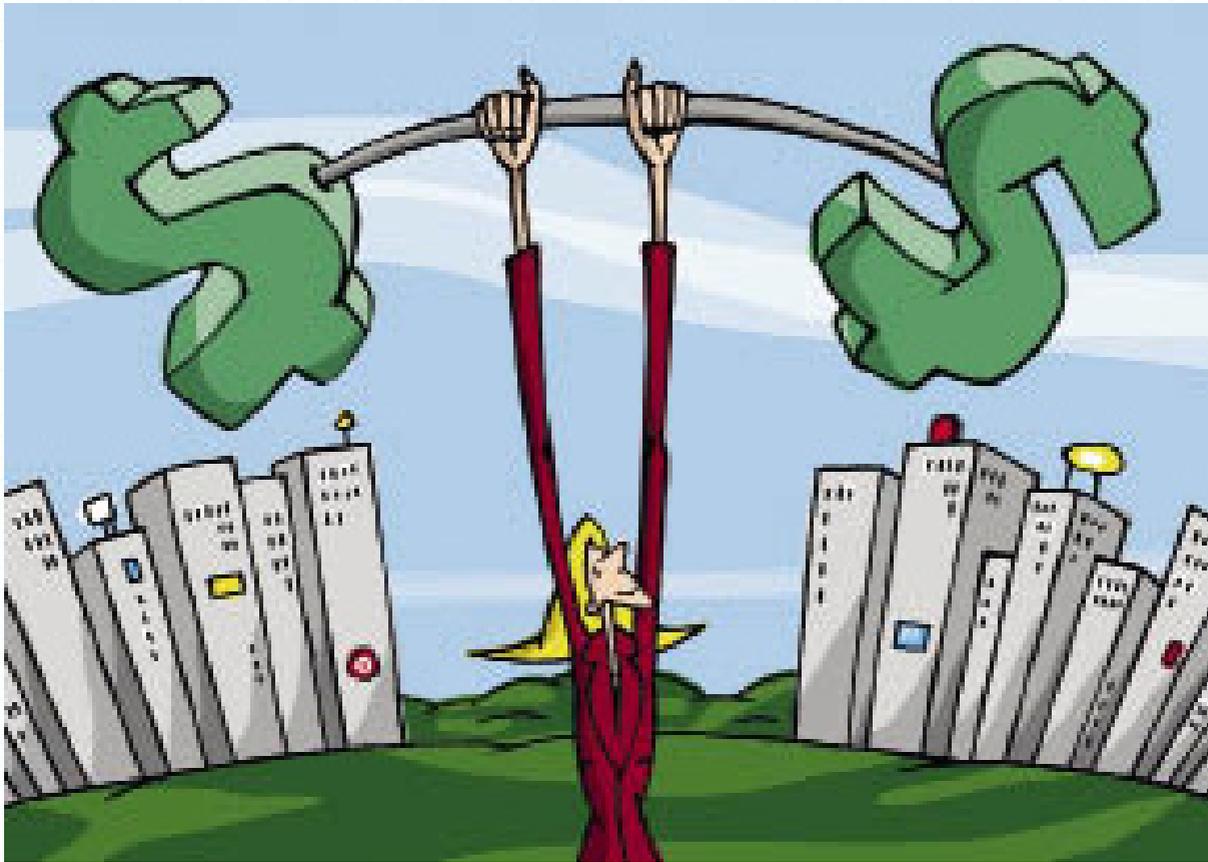
牢牢把握宝贵机遇，聚焦品种体系健全，加快发展我国期货市场

五年前，在2008年全球危机后极为复杂的经济形势下推出股指期货，充分表明了党中央、国务院推进资本市场改革发展的坚定决心。五年后，股票市场经历了完整的牛熊周期转换，

股指期货中性风险管理工具的属性已为社会所广泛接受，特别是“发展金融衍生品市场”首次写入今年政府工作报告，进一步表明金融衍生品已经受到政府和社会的充分认可，期货市场发展迎来了宝贵的最佳发展契机。

面对历史机遇，我们必须清醒地看到，我国期货市场起步晚、品种少、上市慢、制约多，市场发展与功能发挥还不充分。一是品种数量少，避险服务范围小。境外市场品种丰富，既有期货还有期权，完整覆盖了股权、利率、外汇等主要资产系列，巴西、南非、印度、俄罗斯等金砖国家分别达到66、62、48个和39个，中国香港、中国台湾和韩国的产品数量也分别为24、20和16个，而我国目前仅有3个金融期货品种，还没有期权和外汇品种。二是持仓规模小，现货覆盖率低，避险功能发挥还有很大空间。截至2015年3月24日，我国股指期货市场持仓25万手，持仓规模约为3000亿元，仅相当于两市46.79万亿总市值的0.64%，或两市38.72万亿流通市值的0.77%，不但绝对比例还相当低，而且也远低于国际市场水平（2013年末，我国股指期货的现货覆盖率，即股指期货持仓规模/股票资产规模，只是国际平均水平的1/32）。三是起步晚，发展慢，难以跟上国际发展速度。例如，印度期货市场自2000年6月起步，仅用17个月就建立起完整的股权类衍生产品体系，到2008年已经建立起涵盖股权、利率和外汇三大线的完整产品体系。在我国境内市场发展迟缓的情况下，香港、新加坡、美国等市场积极发展中国概念衍生品市场，国际竞争压力日益显著。总的来看，当前社会风险管理需求日益丰富、强烈和多元化，但期货市场发育程度有限、不能充分满足社会避险需求，关键症结就在于品种上市慢、数量少，制度供给不足，“巧妇难为无米之炊”。

必须深刻认识、主动适应和积极服务经



济新常态，认真贯彻“发展金融衍生品市场”的工作要求，以建立健全品类齐全、功能完备的产品体系为切入点，凝心聚力加快发展金融期货市场。这是建设多层次资本市场的重要内容，更是提升金融服务实体经济能力的重要抓手。中金所作为金融期货市场的组织者，将秉承“社会责任至上”的核心价值观理念，积极布局权益类、利率类、汇率类三条产品线，努力推出更多金融期货品种。一是完善权益类产品体系。在保障沪深300股指期货平稳运行的基础上，做好上证50股指期货、中证500股指期货上市，加快推出沪深300等股指期货，不但要管理方向性风险，更要管理波动性风

险，满足多元化的风险管理需求。二是保障5年期国债期货和10年期国债期货平稳运行，抓紧推出其他关键期限国债和利率类期货及期权合约，逐步健全利率衍生品体系，完善反映供求关系的国债收益率曲线。三是适时推出汇率类期货及期权产品。中金所将积极完善产品体系，努力打造中国金融风险管理平台，配合经济新常态下创新转型需求，让金融期货在更大程度、更广范围内服务资本市场和实体经济健康发展。❏

(本文转载自《清华金融评论》2015年第4期)