

金融衍生品是建设有风险管理的资本市场的基石

■ 沙 石



▶ 沙石：中国金融期货交易所高级顾问

编者按：以金融衍生品为代表虚拟经济经常被看作是实体经济出现问题的始作俑者，或者是政策失误的替罪羊。本文通过分析金融衍生品对资本市场的影响，及其与实体经济的联系，认为金融衍生品是建设有风险管理的资本市场的基石，并且能有效促进实体经济增长、创新和转型。

2015年中国资本市场的大幅震荡和8·11汇改后的人民币汇率波动，引发了持续的股市下跌和严峻的资本外流。在以往全球性金融危机中屡见不鲜的国际资本回流现象可以看出，其中受冲击最大的是新兴市场国家。新兴市场国家有较强的经济增长动力，但资本市场体系相对薄弱，尤其是缺乏健全有效的风险管理市场，即金融衍生品市场。与发达国家相比，新兴市场国家资本市场欠发达、缺乏有效的风险管理机制，从而导致资本市场风险较高、稳定性较差。所以，完善资本市场机制建设，尤其是发展金融衍生品市场，应该成为新兴市场国家重要的中长期政策目标之一。

金融衍生品在现代资本市场和实体经济的地位

在中国，虽然对资本市场制度的基础和内涵还有争议，但不论是学界还是政府都对资本市场于一国经济的重要性深信不疑。资本市场是现代经济发展和增长的不可或缺的组成部分。资本市场的融资功能使公司扩大资本和生产规模成为可能；资本市场强化了市场竞争、促进了创新；资本市场公开透明的流动性扩大了投资者群体并降低了投资风险。对中国这样一个大国来说，没有资本市场，经济发展和技术创新就会备受限制，经济影响力和国际竞争力更无从谈起。

风险管理的需要催生金融衍生品市场

金融衍生品是资本市场20世纪70年代以来最重要的金融创

新，其发展是随着布雷顿森林体系的解体、跨国资本管制的放松、汇率进一步自由浮动和利率市场化的结果。

可见，金融衍生品的发展绝非没有根据，无中生有。它产生于资本市场风险管理的内在需求，而这一内在需求根植于实体经济中从事生产、贸易、融资、投资和并购等各类经济活动的参与者的内在需求。金融衍生品市场规模发展之快、影响之深远是其服务资本市场，进而服务实体经济的客观结果。

经历了1987年股灾和20世纪90年代初各种与金融衍生品市场有关的众多风险事件后，西方国家学界、业界和政界对金融衍生品意义的辩论基本结束。这之后，几乎再没有人质疑金融衍生品的意义和作用了。人们转而关注于如何优化和强化金融衍生品市场的监管。

金融衍生品市场的宏观经济意义

诺贝尔经济学奖获得者、期权定价的创始人之一罗伯特·莫顿（Robert Merton）认为，“虽然任何美好的东西一旦过度都会变得令人厌恶，但是，金融衍生品对金融行业、对实体经济的贡献不仅意义深远，而且实实在在。金融衍生品的作用主要在于使各类参与者能够以最低的成本进行风险管理，这使得资本市场更高效、更完整”。另一位诺贝尔经济学奖获得者莫顿·米勒（Merton Miller），在1992年的一篇题为《金融创新：成就和展望》一文中指出，“金融期货期权市场的运转就像一个巨大的保险公司，高效的风险分担机制是金融衍生品革命性的集中体现”。

罗伯特·莫顿和莫顿·米勒所说的金融衍生品为实体经济带来的实实在在的贡献和金融衍生品的革命性影响，在于它为资本市场引入了真正的风险管理功能。

有风险管理的资本市场

金融衍生品市场，作为现代资本市场的一个重要组成部分，从价格发现和风险管理两个

方面强化和完善了资本市场的制度基础。金融衍生品交易的是基础资产的价格属性（风险），而不是基础资产本身。衍生品交易并不改变标的物（基础资产）的所有权。这种交易的灵活性、便捷性、有效性和低成本，使之成为广大投资者更为青睐的交易标的。而金融衍生品市场参与主体的多元性，使这个市场的流动性明显高于现货市场，这不仅更易于基础资产的价格发现，而且更容易转移或承担风险。这比传统上在二级市场进行的头寸管理、做空股票、分散投资等避险方法更便捷有效，更易管理，而且成本极低。正因为如此，金融衍生品市场使资本市场真正成为了有风险管理的资本市场。

因此，有风险管理的资本市场对资本有更强的凝聚力，它在一定程度上降低了资本市场的波动性，特别是减轻了资本被迫离场或出逃对资本市场本身和实体经济产生的负面影响。

这正是著名的诺贝尔经济学奖获得者、美国芝加哥学派的代表人米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman），在1972年撰写的《外汇期货市场的必要性》一文中阐述的重要观点。弗里德曼强调必须在美国建立外汇期货市场，因为这对美国最有利。他认为美元是外汇投机和干预的主要货币，如果美元的风险管理市场建立在美国以外，则大量的避险和投机交易必然造成大量美元跨境交易，造成国际收支大幅波动。而如果外汇期货市场建立在美国，它将不仅提高美国外汇市场的规模和重要性（相对于欧洲美元市场），而且减少了大量不必要的美元跨境交易，同时还可以促进国内货币市场的发展，有利于美联储公开市场操作的实施。

有风险管理资本市场的比较优势

风险承担更安全

在全球一体化的大背景下，经济周期、金融风险、政策风险等都带有全球性的特征。有风险管理的资本市场并不能阻止这些风险的产生、发展和蔓延，但可以在一定程度上减弱或

减缓这些风险对投资者、资本市场和实体经济的冲击。因为投资者可以通过金融衍生品市场，使风险以市场化的手段得以再分配。而这种风险转移可以在无须卖出现货资产的情况下得以完成。因为风险承担的后果变得更为可控，投资者在投资决策时的安全感也大为提高。

比如有利率和汇率衍生品保护的企业和机构可以更自主、更积极地选择境内外借贷融资和规模扩张，同时不必担心汇率和利率波动对生产运营带来的干扰。有股票衍生品保护的企业可以从容计划各种扩融、资产重组、并购等业务。

资本市场更稳定

金融衍生品市场之于资本市场类似于保险行业之于现代社会。当危机发生时，有风险管理的市场可以减轻危机对资本市场和实体经济的破坏性，也更容易使资本市场和实体经济从危机中恢复过来。这可以从比较欧美市场20世纪经济危机和危机恢复的过程中加以佐证。金融衍生品市场产生之后，类似20世纪30年代初的全球经济危机对各国资本市场和经济的严重而持久的破坏再也没有发生过；全球或区域性经济、金融危机及其影响更趋温和了。即使是2008年的金融海啸，也被各国政府较快地通过有限的政府干预和市场手段有序化解了。

此外，有风险管理的资本市场也更容易促进新技术、新产业的发展；更容易减轻资产重组、产能淘汰而产生的对资本市场和实体经济的破坏性。

资本市场更有吸引力

资本市场的吸引力是建立在公平合理的制度和严格的监督执法基础上的。在这个基础上，流动性是资本市场是否有吸引力的重要标志。流动性意味着在明确的制度和规则下，投资者有随时买入和卖出的自由和权利。一般来说，一个流动性不足的市场一定是一个功能缺失且缺乏吸引力的市场。

金融衍生品的流动性在市场面临危机时尤

为明显，也尤其必要，因为这个时候现货市场的流动性容易迅速萎缩。金融衍生品市场充沛流动性的存在，使投资者可以及时对冲避险，减轻甚至避免恐慌性砸盘和踩踏的现象，可以使投资经理有必要的手段减轻市场波动对投资组合的冲击。在这样的市场里，投资者清盘离场的概率会减小，而国际资本也会因为容易腾挪避险而减少不必要的资本回流的本能冲动。因此，保护市场流动性（包括证券和衍生品市场）是发达资本市场的监管者最重要的监管目标之一。

投机交易不可或缺

对资本市场至关重要的流动性与投机交易密不可分。资本市场中各类投机交易者的参与是资本的社会化（股票市场）、风险管理的社会化（衍生品市场）过程中不可或缺的。

投机交易者是有风险管理的资本市场的的重要组成部分。虽然投机交易者可能更倾向于较短期的交易，但是他们是市场风险的主要承担者。正是因为有了这类风险承担者的存在，金融衍生品市场才可能有充足的、风险管理所必须的流动性，资本市场的风险管理才能得以进行。当然，过度投机，尤其是违规交易行为，必须受到严格的监管和控制，以保持市场的有序和公正。

金融衍生品的虚实之辩

在我国建立一个开放、完整而有效的金融衍生品市场（包括股指、利率、汇率等衍生品），可以使国际和国内投资者在应对下一次资本市场大幅波动时具备更好的抗风险能力；可以使中国资本市场更富弹性和韧性、更有吸引力；甚至可能使中国资本市场成为国际资本回流的避风港之一。有风险管理的资本市场上形成的资本凝聚力是中国实体经济增长、创新和转型的可靠基石。

本文转载自《清华金融评论》