

第一章

衍生品市场概述

本章学习目标：

1. 理解衍生金融工具的定义、特点及功能，掌握远期、期货、期权和互换这几种基本衍生金融工具的合约内容、特点及相互的区别；
2. 掌握衍生金融工具市场的类型及交易主体的类型和区别；
3. 了解国内外衍生金融工具市场的发展历程及现状。

自 20 世纪 70 年代以来，衍生金融工具在金融领域扮演着越来越重要的角色。衍生金融工具的市场规模日益扩大、品种日益繁多，并且越来越多地融入人们的经济活动中。例如，面向普通投资者的银行理财产品就越来越多地嵌入衍生金融产品，以满足其个性化需求。因此，不仅金融从业人员需要掌握衍生金融工具的基本原理和运作机制，企业经营者与普通投资者也有必要对此做充分的了解。

第一节 衍生金融工具的定义及特征

一、衍生金融工具的定义

衍生金融工具是这样一种产品：它的价值由它所依附的标的变量 (underlying variables) 来决定。衍生金融工具的英文为 financial derivative, 通常简称为 derivative, 这个词在中文里存在不同的翻译；除了衍生金融工具外，也有译作金融衍生工具、金融衍生品、金融衍生产品等。之前，国内学者在界定衍生金融工具的时候，习惯把衍生金融工具的衍生基础总结为“金融工具”“传统金融商品”或“基础资产”等，今天看来，这种总结不够准确。事实上，并不是所有衍生金融工具都是在金融工具或金融商品的基础上衍生出来的，甚至用更为宽泛的“资产”这个概念也无法囊括所有的衍生基础。例如，气候衍生产品的价值取决于某个地区未来的气温状况；信用违约互换的标的其实是违约风险。即使表面上看起来是在金融产品的基础上衍生出来的衍生金融工具，其真正的标的变量也可能有所不同。例如，股票期权和股指期货都可以说是在股票的基础上衍生出来的，但前者的标的变量是股票价格，后者的标的变量是股票指数。因此，衍生金融工具的衍生基础归根结底在于标的变量，标的变量是决定衍生金融工具价值的根本。

二、衍生金融工具的特征

与传统的金融工具相比，衍生金融工具具有以下显著特征。

（一）复杂性

衍生金融工具的复杂性一方面体现为其构造的复杂性,另一方面体现为其定价的复杂性。从其构造上来看,衍生金融工具不仅可以从基础变量衍生,而且可以在衍生金融工具的基础上进行多次再衍生,还可以对各类衍生金融工具进行不同形式的组合,从而设计出新的衍生产品。总之,较之于股票、债券这类传统金融工具,衍生金融工具的构造要复杂得多。而构造的复杂性通常会为其定价估值带来较大的困难,从而使其定价模型也变得越来越复杂。在当今的衍生金融工具市场上,设计衍生产品以及为衍生产品定价不仅会用到艰深的数学方法,也可能会用到现代科学决策技术、最新的计算机信息技术(IT)等。这种特性一方面为衍生产品的多样化设计和精确定价提供了可能性;但另一方面,也必然导致普通投资者在理解、掌握衍生金融工具方面更加力不从心,从而为某些不良金融机构和从业人员诱导、欺诈投资者提供了可能性,也给金融监管带来了极大的困难。

（二）多样性

人类历史上恐怕没有哪类金融工具能像衍生金融工具这样给我们的金融市场带来如此丰富多彩、性质各异的金融产品。前面提到,衍生金融工具是在标的变量的基础上进行衍生的结果,而标的变量的选择本身就多种多样,可以是股票、债券的价格或价格指数,可以是利率或汇率,也可以是气候抑或是信用风险。理论上讲,标的变量可以是任何能够引起足够关注的变量。从其产生的方式来看,衍生金融工具既包括远期、期货、期权、互换等基本类型,也可以在衍生金融工具的基础上再多次衍生或者进行组合构造,衍生出形式各异、丰富多彩的金融产品。衍生金融工具的多样性特征极大地满足了具有不同偏好的投资者的需要。

（三）杠杆性

衍生金融工具通常采用保证金交易制度,只需交存少量保证金,就可以进行总金额相当于保证金几倍到几十倍甚至上百倍的基础产品的交易。衍生金融工具的保证金制度及高衍生金融工具杠杆性的特征,一方面极大地降低了交易成本,使投资者可以以较少的资金建立起较大的交易头寸,为衍生金融工具交易规模的扩大提供必要的条件;另一方面,高杠杆性同时也使得衍生金融工具的风险被多倍放大。

衍生金融工具的这种杠杆效应对套期保值者(hedgers)或套利者(arbitrageurs)来说,意味着他们只需提供较少的资金就可以为规模庞大的资产进行保值或大规模的套利。例如,如果你需要用股指期货为总市值100万元的股票组合进行套期保值,假设套期保值率为1:1,也就是说你需要签订合约价值为100万元的期货合约,而假如保证金率为5%,则意味着你只需要5万元的资金就可以为价值100万元的股票组合进行保值。这显然极大地减少了资金的占用,降低了保值的成本。

衍生金融工具的杠杆效应也使投机者(speculators)可以以少量的资金进行大规模的投机,一旦投机获益,则会极大提高其资金的利润率;当然,如果亏损,其损失率也必然较高,从而提高了交易的风险性。

(四) 高风险性

衍生金融工具通常被视为高风险的投资品种。衍生金融工具的交易有可能给投资者带来巨大的损失或高额的收益。自 20 世纪 90 年代以来,由衍生品交易引起的巨大金融损失事件层出不穷。甚至在 1997 年的亚洲金融危机和 2008 年的次贷危机中,衍生金融工具也成为非常重要的推手。事实上,主要的衍生金融工具,如远期、期货、期权等,其创立的初衷都是规避风险,而且规避风险一直都是衍生金融工具的重要功能。那么,为什么以规避风险为初衷创立并一直具有规避风险功能的衍生金融工具市场会被人们认为是高风险的市场,不仅可能导致重大损失,甚至可能导致金融危机呢?

人们从事衍生金融工具交易的目的各不相同。有人是进行套期保值,有人是进行投机。于套期保值者而言,他们通过衍生金融工具的交易,确实可以在相当大程度上规避风险。但如果交易对象是投机者,从市场整体来看,这个原本应由套期保值者承担的风险其实并没有被真正地消除,只不过是转嫁给了投机者而已。投机者之所以愿意被转嫁风险,是因为他们希望通过承担高风险来追求高收益。而如果衍生金融工具的交易是发生在投机者之间,对整体市场而言,那就等同于创设了新的风险。再加之衍生金融工具市场的高杠杆性,投资者只需交存少量保证金就可以进行十几倍甚至几十倍于保证金的衍生品交易,这意味着无论投资者是盈利还是亏损,其盈利率或亏损率同样会相应地放大。正是因为衍生金融工具市场可以创造和扩大风险,人们通常会认为它是一个聚集风险的市场。

正如我们在前面的分析中指出的那样,如果你作为纯粹的套期保值者或套利者进入市场,那么你面临的风险并不会太大,而投机者则会面临较大的风险。从事衍生金融工具交易的金融机构或公司在对它们的一线交易员进行授权时,通常只会授权其进行套期保值、套利或有限额的投机交易。但在实际操作中,一些交易员会自觉或不自觉地由套期保值者、套利者转化为投机者,或者是超过授权限额进行投机交易,进而有可能造成巨额亏损,如 1995 年的巴林银行事件、2008 年的法国兴业银行事件以及 2004 年我国中航油事件。

第二节 衍生金融工具的类型

一、远期

远期合约(forward)是一个特别简单的衍生证券,合约双方约定在未来的某一确定时间,以某一确定的价格,买卖一定数量的资产。远期合约中应当标明交易标的、交易的有效期以及交割时间、交割价格等。

当远期合约的一方同意在将来某个确定的日期以某确定价格购买标的资产时,我们称这一方为多头(long position);另一方同意在同样的日期以同样价格卖出该标的资产,这一方就称为空头(short position)。远期合约的交割价格(delivery price)是指经双方约定的到期交割资产的价格。远期价格(forward price)是远期合约中标的物的远期价格,它是和标的物的现货价格紧密相连的,是从现在看的现货未来价格,是一个未知的经济概念。在一个相对有效的市场,交割价格能够成为观测远期价格的窗口,因此称为远期合约

的价格发现功能。作为一个“零和游戏”的衍生产品,在合约签署时刻,公平的交割价格应当使合约价值对双方都为零。这也意味着,处于远期合约的多头或空头状态无须任何成本。从这个“无成本”条件出发,如果忽略交易过程中产生的税收、佣金等摩擦费用,基于无套利经济福利原则,可推导出交割价格的理论值,这也就是远期价格的理论值。显然,远期理论价格随着时间变化而变化,而不同时间签订的合约交割价格一般在远期理论值上下波动。这也意味着,一旦签订远期合约,多头或空头投资者手中合约到期时可能产生盈利预期,因为在到期日,远期变成了即期,此时固定的交割价格与现货价格可能产生一定差距。

远期合约具有如下特点。

- (1) 没有经过标准化,通常采用一对一协商签署合约,场外交易居多,缺乏流动性。
- (2) 风险较大,买卖双方违约的可能性较大。
- (3) 在远期合约到期之前,往往没有双方之间的现金流产生。
- (4) 在远期合约到期时,其必须进行交割,不能通过反向对冲进行平仓。

远期合约的优点是合约的内容可根据买卖双方的意愿协商确定,因此它的灵活度很高;缺点是流动性较差,导致市场效率也比较低,而且由于履约时间较长,其信用风险也很大。

二、期货

期货合约(futures contracts)也是一种合约,即协议双方同意在约定的将来某个日期按约定的条件(包括价格、交割地点、交割方式)买入或卖出一定标准数量的某种金融工具的标准化协议。

期货合约和远期合约都是约定在未来某一时间买卖某一特定金额标的物的合约,其经济功能很相似。但根据合约条款的不同,它们也有许多不同之处,表现在以下几个方面。

(1) 标准化程度不同。期货合约与远期合约在标准化程度上存在差别。其主要表现在期货合约是标准化的,在合约标的资产的质量与数量、合约的交割地点与时间、交割方式以及合约的规模等条款上具有明确的规定。但是远期合约就相对自由和灵活,远期合约交割标的物的数量、质量,以及交割的方式、时间、地点等都是可以根据双方的意愿进行协商的,所以它的规范性和标准化程度就比较低。

(2) 交易场所不同。期货合约一般在交易所进行交易,都是开放式的,不需要自己去寻找交易对象,一般不允许私下进行场外交易。远期合约并没有像交易所那样的固定交易场所,它需要自己去寻找合适的对象在场外进行交易,所以远期合约通常可能会在金融机构的柜台或者通过电话等通信方式进行场外一对一询价交易。

(3) 违约风险不同。期货交易采用保证金每日结算制度,结算公司或期货交易所一般也都会为期货合约提供合约如期履行的担保,所以期货合约违约的风险相对来说较小。但是远期合约仅以双方的信用作为担保,如果到达约定时间,一方不愿意履行或因不能履行而违约,则合同另一方将遭受损失。

国际期货市场的发展,大致经历了由商品期货到金融期货、交易品种不断增加、交易规模不断扩大的过程。其中,商品期货的标的物为实物资产,历史悠久,种类繁多,主要包括农产品期货、金属期货、能源化工期货等,一些大宗商品的期货交易在社会经济生活中产生广泛影响;金融期货是指以外汇、债券、股票指数等金融工具作为标的的期货合约,产生于 20 世纪 70 年代的美国。

截至 2021 年底,我国期货与衍生品市场上市品种数量达到 94 个,其中商品类 84 个(期货 64 个、期权 20 个)、金融类 10 个(期货 6 个、期权 4 个)。

三、期权

期权(option)是期权持有者所拥有的一项权利,这项权利规定在合约到期日当天或是到期日之前,权利持有者可以以一个约定价格,出售或是购买特定数量的标的资产。因为期权的持有者只有权利而没有义务,所以他需要支付一定的费用才能够获得期权,这个费用也叫作期权费,也就是期权价格。在到期日来临时,期权购买人可以选择是否执行期权,即是否出售或购买约定的资产。对期权的出售者而言,因为获得了期权费,所以其只有义务履行条约,没有选择的权利。

期权合同必须包含以下四种要素。

(1) 到期期限(expiration date),即定义中的到期日。只有在到期日内,期权才是有效的。所以权利持有者需要在这个期限内行使权利,若到期未行使期权,将视为持有者放弃期权或期权失效。

(2) 执行价格(exercise price),即定义中的约定价格。这是期权合约双方事先约定好在到期日买卖标的物时所执行的价格。

(3) 数量(quantity),即定义中的特定数量。所谓数量要素,即为期权合约中规定的具体买卖标的物的品类和数量。

(4) 标的资产,这是期权持有者实施期权的对象。它可以是期权交易涉及的物化商品或者金融商品,是现货或者是期货。

期权的优点是:它不存在保证金被占用的问题,也不必担心因标的物的价格剧烈变动,需要权利人追加保证金,或是因此而产生的平仓问题。

期权的缺点是:由于期权的买方只有权利没有义务,因而期权的购买者需要支付的期权费一般都比较高的,并且某种资产的波动率越高,卖方的潜在损失也就越大,期权费也就越高。

四、互换

互换(swap)是交易双方约定互相交换现金流的协议。互换可以分为许多种类,按交换对象的不同,可以分为货币互换、利率互换、商品和股票互换等。其中,货币互换诞生于 1979 年的伦敦,利率互换也于 1981 年诞生于伦敦,直到 1989 年互换才开始大规模地进行交易,而现在互换已经是世界上交易量最大的衍生品了。

与其他衍生品相比,它具有以下优点:首先,它集外汇市



案例分析 1-1 利用货币互换规避汇率风险

场、证券市场、短期货币市场和长期资本市场于一体,因此它不仅可以融资,还可以进行理财。其次,互换交易是非标准化的,更容易满足交易者的要求,因此互换交易被广泛使用。再者,互换由于不需要对头寸等进行日常管理,不仅使用方便,而且能够实现风险的快速转移。最后,互换交易没有硬性期限,因此其长度是任意的,并为交易者提供了便利。

但是互换交易也有很多风险:一方面,信用风险是互换的一大挑战,互换方和中介机构可能因各种原因违约和拒绝付款,此时互换合约无法履行。另一方面,利率风险也是互换交易的一大劣势,因为互换交易通常会持续数年,在此期间利率容易发生变化。

第三节 衍生金融工具的市场

一、场内市场与场外市场

与其他金融工具的交易市场一样,衍生金融工具的交易市场也分为场内市场和场外市场。

场内市场也称交易所市场(exchange market),是指通过交易所进行衍生金融工具交易的场所。根据美国期货业协会(FIA)的《2021 年全球金融衍生品市场年度调查报告》,截至 2021 年,全球加入 FIA 数据库的衍生品交易所共计 85 家。其中,有的交易所历史较为悠久,如美国芝加哥期货交易所(CBOT)成立于 1848 年,而芝加哥商品交易所(CME)成立于 1898 年。有的交易所则成立时间比较短。我国内地目前有 5 家期货交易所,其中大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心(后于 2013 年分设上海国际能源交易中心)均成立于 20 世纪 90 年代,中国金融期货交易所成立于 2006 年,而广州期货交易所成立于 2021 年。近年来,全球一些重要的交易所纷纷合并。例如,CBOT 和 CME 原本是竞争对手,但在 2006 年 10 月宣布合二为一,从而成为全球最大的交易所。传统的场内市场竞价采用公开喊价系统(open-outcry system),而目前世界各地的交易所都逐渐采用了电子化交易系统。各交易者的交易指令通过各自经纪商与交易所清算机构联网的计算机网络输入清算机构的主机系统进行集合竞价。

场外市场又称 OTC 市场(over-the-counter market),它是一个由电话和计算机将各交易员联系起来的网络系统。其参与者主要是机构交易者,包括各金融机构、企业和投资基金等。其中金融机构往往会成为某些流行交易品的做市商(market maker)。它们会针对某些交易品进行双向报价,即既报买入价(bid price,即做市商愿意买入的价格,其他希望卖出的交易者可按此价格卖给做市商),同时又报卖出价(offer price,即做市商愿意卖出的价格,其他希望买入的交易者可按此价格从做市商处买入)。卖出价高于买入价,其价差(spread)为做市商的收益。

除了交易组织方式的不同之外,场内市场和场外市场的主要区别还包括以下两点。

(一) 场内市场交易的对象是标准化的衍生品合约

标准化合约是指合约标的、合约规模、报价单位、最小变动价位、涨跌停板幅度、交易时间、合约交割月份、最后交易日、最后交割日、交割地点、交易保证金、交易手续费、交割方式等内容都由交易所事先规定好的标准化的合约。投资者选择在该交易所进行交易就

必须接受上述标准化条款。将合约标准化极大地增强了合约的流动性,也增强了合约对交易者的吸引力。而场外市场的交易对象为非标准化合约,其流动性要弱于标准化合约。但是非标准化合约的内容更为灵活,交易双方可以自行协商合约条款,使最终的合约内容更符合双方的需要。

(二) 承担的违约风险不同

场外市场的交易者需要承担交易对手的违约风险,而场内市场交易的违约风险近乎为零。因为场内市场交易是通过交易所的清算机构完成的,所以交易所必须保证合约的最终履行。表面上看,似乎是所有的违约风险都集中到了交易所,但交易所可以通过一系列风险管理制度,如保证金制度、强制平仓制度、涨跌停板制度等,将违约风险控制到近乎为零。

场外市场和场内市场各有其优势,近年来其交易规模都处于稳定发展过程中。但比较起来,场外市场有合约品种灵活多样、能满足不同投资者个性化需要的特点。

二、衍生金融工具市场的交易者类型

按交易者的交易目的,衍生金融工具市场的交易者可以分为三类:套期保值者、套利者和投机者。

套期保值者参与衍生金融工具交易的目的在于规避他们将面临的风险。例如,某个食用油加工商已经跟多家大型超市签订了合约,内容为:9个月后由该加工商出售给超市一批大豆油,价格为150元/桶。现在,该加工商面临的问题是,如果9个月后原材料(即大豆)的价格上涨,这批预售合同就可能少赚钱甚至会亏钱。所以,加工商希望可以预先锁定9个月后的大豆买价。这时,加工商就可以通过买入10个月后到期的大豆期货来达到套期保值的目的。9个月后,如果大豆价格上涨,则期货头寸会有盈利产生,从而可以在一定程度上冲销现货价格上涨的负面影响。当然,如果大豆价格下跌,则期货头寸会产生亏损,从而抵消大豆价格下跌带来的额外好处。但无论哪种情况,都可以说是达到了锁定价格、规避不确定性风险的目的。在上述期货交易中,该加工商即为套期保值者。从表面上看,套期保值者和投机者在交易所的交易并没有明显的区别,但是它们各自承担的风险却有很大的不同。套期保值交易的风险较低而投机交易的风险较高。因此,某些交易所会在保证金要求等风险管理制度方面对套期保值者和投机者区别对待。这就要求交易所必须首先确定套期保值者的身份。为此,交易所一般都会制定相应的套期保值管理办法,如大连商品交易所就有《大连商品交易所套期保值管理办法》。

套利者是通过同时针对两个或两个以上的、彼此价格存在相关性的交易品种进行相反头寸的交易,利用其相对价差获取无风险收益的市场参与者。套利者可以在基础资产和衍生品之间进行套利,如债券现货和债券期货;也可以在不同期限的同类衍生品之间进行套利,如3个月的远期利率协议和6个月的远期利率协议;还可以在不同市场的同一产品之间进行套利,如芝加哥商品交易所的大豆期货和大连商品交易所的大豆期货。

投机者与套期保值者相反,其参与市场的目的不是规避风险,而是要通过承担风险来换取获得高收益的可能性。投机者一般在现货市场上并没有净头寸,交易衍生金融工具

的目的就是获取衍生金融工具价格波动带来的价差收益。例如,若沪深 300 股指期货 IF1810 的价格是 3 400 点,某投机者认为该价格即将上涨,于是建立了 10 份多头头寸,1 个月后,该价格上升至 3 430 点,不考虑交易费用,该投机者可获 $90\,000[(3\,430 - 3\,400) \times 300 \times 10]$ 元的盈利。当然,如果价格下跌,该投机者必须承担亏损。

需要指出的是,无论是套期保值者、套利者还是投机者,都是衍生金融工具市场不可或缺的一部分。套期保值者发挥了衍生金融工具市场的规避风险功能;套利者的存在可以防止衍生金融工具的价格发生过大偏离,防止过度炒作,有利于市场回归均衡;而投机者可以给市场提供足够的流动性。衍生金融工具市场中真正的套期保值者比例很小,95% 以上的参与者都是投机者。

三、衍生金融工具市场的功能

衍生品市场自产生以来,之所以不断发展壮大并成为现代市场体系不可或缺的重要组成部分,就是因为衍生品市场具有难以替代的功能和作用。正确认识衍生品市场的功能和作用,可以进一步加深对衍生品市场的理解。

(一) 价格发现

价格发现的功能是指场内交易的衍生品市场能够预期未来标的资产现货价格的变动,发现未来的现货价格。例如,期货价格可以作为未来某一时点现货价格变动趋势的“晴雨表”。场内衍生品市场之所以具有发现价格的功能,主要是因为:一是交易所交易的参与者众多,除了会员以外,还有其所代表的众多商品生产者、销售者、加工者、进出口商以及投机者等。这些成千上万的买家和卖家聚集在一起进行竞争,可以代表供求双方的力量,有助于公平价格的形成。二是市场交易中的交易人士大多熟悉某种商品行情,有丰富的商品知识和广泛的信息渠道以及一套科学的分析、预测方法。他们把各自的信息、经验和方法带到市场,结合自己的生产成本、预期利润,对商品供需和价格走势进行判断、分析和预测,报出自己的理想价格,与众多对手竞争。这样形成的期货价格实际上反映了大多数人的预测,因而能够比较接近地代表供求变动趋势。三是交易所市场的透明度高,竞争公开化、公平化,有助于形成公正的价格。在集中化的交易场所中,自由报价,公开竞争,避免了现货交易中一对一的交易方式容易产生的欺诈和垄断行为,因此交易中发现的价格具有较高的权威性。

(二) 规避风险

任何一个衍生产品的推出都是出于避险的需要。期货、期权等衍生品的规避风险功能是通过套期保值实现的。套期保值是指在衍生品市场上买进或卖出与标的现货数量相等但交易方向相反的合约,在未来某一时间通过卖出或买进期货合约进行对冲平仓,从而在衍生品市场和现货市场之间建立一种盈亏冲抵的机制。

以大豆期货交易为例,在我国东北,大豆每年 4 月份开始播种,到 10 月份收获,有半年多的生长期。大豆价格受市场供求变化影响,经常发生波动,价格下跌给生产者带来损失的可能性是客观存在的。如果大豆生产者预计在收获期大豆价格可能会下降,为了规

避价格风险,他可以在播种时就在期货市场卖出交割月份在 11 月份的与预计大豆产量相近的大豆期货合约。如果大豆价格在 10 月份时果然出现下跌,尽管他在现货市场上以低价格出售承担了一定的损失,但他可以在期货市场上将原来卖出的合约进行对冲平仓来获得相应收益,期货市场的收益可以弥补现货市场的亏损。如果生产者判断错误,10 月份现货价格不仅未跌反而上涨,那么对生产者来说,套期保值的结果是用现货市场上的盈利去弥补期货市场上的亏损,同样能实现保值的目的。需要指出,生产经营者通过套期保值来规避风险,但套期保值并不是消灭风险,只是将其转移,转移出去的风险需要有相应的承担者,期货投机者正是期货市场的风险承担者。从客观来看,投机者的存在保证了衍生品合约交易的流动性,为生产经营者参与套期保值提供了很大便利。

(三) 资产配置

随着全球化程度日益加深以及全球经济不稳定因素增多,国际大宗商品市场和金融市场波动加大,各国金融市场中参与主体面临的风险增多,因此在后金融危机时代,越来越多的投资者开始重视衍生品市场,并期望借助衍生品市场的独特优势对其持有的资产进行优化配置。而金融衍生品的迅猛发展以及大宗商品交易金融化程度的提高,也为越来越多的机构和个人提供了资产配置的平台,衍生品市场也相应地具备了资产配置的功能,从而在一定程度上满足了投资者对于规避风险以及个性化、分散化、多元化的资产配置需求。

投资者将衍生品作为资产配置的组成部分主要基于以下两个原因:首先,借助衍生品能够为其其他资产进行风险对冲。进入 21 世纪以来,全球经济不稳定因素增多,市场波动加大,特别是 2008 年爆发于美国的金融危机更是严重破坏了市场秩序,给投资者带来了严重损失。在这样的背景下,越来越多的投资者开始重视衍生品市场,并借助套期保值来对持有的资产进行保护。其次,期货及衍生品市场的杠杆机制、保证金制度使得投资期货及衍生品更加便捷和灵活,虽然风险较大,但同时也能获取高额的收益。借助商品交易顾问(CTA)等专业投资机构,普通投资者也能够较为安全地参与期货及衍生品市场。因此,越来越多的投资者开始以直接或间接的方式参与期货及衍生品投资。

第四节 衍生金融工具市场的发展历程及新趋势

一、衍生金融工具市场的发展历程

衍生金融工具中最早出现的是远期,而后逐渐发展出期货,期权和互换则是到 20 世纪 70 年代才产生的。早在古希腊和古罗马的市集就有约定日后交货的买卖行为。这可被认为是远期合约的雏形。在 13 世纪的比利时,商人也开始进行类似交易,并在 14、15 世纪期间发展成为有组织的市场。后来这种有组织的市场逐步演变为期货交易所。早期的期货交易所主要从事农产品期货交易。全球第一家商品交易所是 1570 年成立于英国的伦敦皇家交易所,此后,阿姆斯特丹建立了第一家粮谷交易所,比利时的安特卫普开始了咖啡期货的交易。1730 年,大阪食米交易所开始开展食米远期交易,美国也出现了小规模的地方性市场。在这一时期,无论是期货交易所还是期货交易本身,与今天我们所熟

悉的模式都有一定的距离,可以被称为期货交易的雏形。较为规范化的期货交易开始于1848年。这一年,美国芝加哥期货交易所建立。交易所在成立之初采用远期合约交易方式,其特点是实买实卖,交易者利用交易所寻找交易对手。交易的参与者主要是生产者、经销商和加工商,后来,一些非谷物经营商看到转手倒卖谷物合约能够赚钱,便进入交易所买卖远期合约赚取买一卖的价差,这部分人就是早期的投机商。为了进一步规范交易,芝加哥期货交易所于1865年推出了标准化期货合约,这是现代意义上的期货交易发展过程中的第一个里程碑。同年,芝加哥期货交易所又开始实行保证金制度,为交易者买卖的合约提供履约担保。保证金制度的实施消除了交易双方不按期履约而产生的诸多矛盾,这被称为期货交易发展过程中的第二个里程碑。1883年,为了处理日趋复杂的结算业务,交易所成立了结算协会,专门对会员的交易进行结算,结算体系的出现使现代期货交易机制完善起来,这被称作期货交易史上的第三个里程碑。

衍生金融工具市场的井喷式发展开始于20世纪70年代,如利率期货、外汇期货、期权、互换等重量级的衍生产品都产生于这一时期。这并非偶然,而是这一时期特殊的经济、金融背景催生的结果。衍生金融工具市场是顺应避险的需求而产生的,因而风险越大的时期就越容易催生出衍生金融工具。20世纪70年代,利率、汇率、通货膨胀率等关键性变量陷入动荡不定的状态,从而使金融市场的风险迅速增加。从通货膨胀率来看,石油输出国组织在成立之后开始上调油价,而石油是主要工业国家的命脉。油价的攀升引发了以石油为原材料的相关产成品的价格上升,并进而扩散为全球性的成本推进型通货膨胀。因此,在20世纪70年代,主要西方工业国都经历了较为严重的通货膨胀,物价变得极不稳定。通货膨胀通常伴随着利率的上升,再加之20世纪60年代西方货币学派开始兴起,并在70年代对西方国家的领导人产生影响,西方国家普遍以货币供应量取代利率作为政府的中介目标,放松对利率的管制,利率变动更加频繁。从汇率来看,1973年布雷顿森林体系崩溃后,以美元为中心的固定汇率制度解体,各国开始实行浮动汇率制度。因此,此前一直处于蛇形浮动状态的汇率在这一时期开始了剧烈波动。综上所述,20世纪70年代利率、汇率、通货膨胀率风险的显著增加,导致对相应避险工具的需求更加迫切,因而催生出诸多新型的衍生金融工具。20世纪80年代之后,西方主要国家逐渐放松了对金融领域的管制,衍生金融工具市场获得了更加宽松的发展空间,开始迅猛增长。20世纪90年代末,信用衍生产品,如债务抵押债券(CDO)、信用违约互换(CDS)等开始快速发展,成为这一时期最为抢眼的亮点。2000年,信用衍生产品合约的总面值仅为8000亿美元,而到2007年6月,已增至42万亿美元。2008年的次贷危机打断了这一迅猛的发展势头,但是在危机后,全球衍生品市场开始迅速恢复。2008—2011年,期权期货“全球交易总额增长了60.9%,增长的部分大多来自一些不受或较少受到2008年和2009年危机影响的、逐年增长的新兴市场,如巴西、中国、印度和俄罗斯”。根据美国期货业协会的统计,2021年全球期货与期权成交量为625.85亿手,同比增加33.68%,成交规模大幅增长。其中,金融类衍生品总成交量为519.92亿手,同比增加39.70%,占场内衍生品总成交量的83.07%;商品类衍生品总成交量为105.93亿手,同比增加10.37%,占场内衍生品总成交量的16.93%。

二、衍生金融工具市场发展的新趋势

近年来,随着市场交易规模的增长和市场结构的变化,全球衍生金融工具市场中的产品、交易者、组织者(交易所)、中介机构、技术支撑和监管政策等方面都呈现出新的发展趋势。

(一) 场内交易的产品设计更为丰富多样

为了满足市场风险管理的需要,期货与期权市场自诞生之日起就在不断丰富产品种类,从合约标的的演进历程看,国际期货市场的场内交易大致经历了农产品期货、工业品期货和金融期货三个主要阶段;场内期权市场诞生较晚,合约标的的演进顺序是先金融标的再商品标的,与期货有所不同。目前,主要场内市场已上市的期货合约大都配有相应的期权合约,而新上市合约则多为期货合约和期权合约同时推出。从近年情况看,合约标的的创新层出不穷,各类价格指数、碳排放权、海运协议等标的新气未脱,房产所有权等新标的又接踵而至,合约产品丰富,多元化特征显著。国际上,期货与期权合约的创新途径主要有三个:一是复制其他市场已有的较活跃的合约,如伦敦金属交易所推出中国活跃的钢材系列品种(铁矿石、焦煤、热轧卷板)和贵金属系列品种(黄金、白银、钯金、铂金等);二是推出创新性标的产品,如芝加哥商品交易所推出黄金/白银比率期货、印度商品交易所推出钻石期货等;三是场外市场场内化,带来创新产品,如洲际交易所(ICE)和芝加哥商品交易所推出的“互换交易”。互换交易通常是场外交易,其合约不具备高度标准化的特征。美国《多德-弗兰克法案》要求将场外交易的互换产品转入清算所或交易所内进行清算,由此可形成一种标准化程度较高的清算互换合约。该类合约可在提交给清算所或交易所进行集中清算时,拆分成两个分别以清算所或交易所为中央对手方的清算互换合约,即“互换交易”。

(二) 交易所国际化由跨国并购为主转为多种方式并举

20 世纪 70 年代,为了增强自身竞争力,主要市场经济国家的交易所掀起了国内并购浪潮,整合资源,发展壮大。进入 21 世纪,随着经济全球化进程的不断加快,国际主要交易所积极实施跨国并购,提高跨区域服务能力,以满足实体经济在全球范围内进行风险管理的需求,同时也为自身开辟了多地区收入来源。CME、纽约泛欧证券交易所(NYSE Euronext)、纳斯达克 OMX 集团(Nasdaq OMX)、ICE 等巨头都是通过跨国并购快速发展起来的。这些交易所的规模扩张速度均高于同期国际平均水平,在节省运营成本和提高盈利能力方面成效显著。其中,ICE 更是通过跨国并购在短短 10 余年的时间里快速成长为跨欧美亚等多个地区、居全球第三的综合性衍生品交易所。

当前,期货交易所的跨国并购已经从以欧美地区为主逐步拓展到新兴市场国家,不仅如此,除了跨国并购方式之外,相互参股、引进境外机构投资者、跨境新设、跨境联网、平台互换等方式也已经成为期货交易所国际化的常用手段,以实现市场融合、互联互通。例如,2016 年,新加坡交易所(SGX)收购波罗的海交易所(Baltic Exchange),实现新加坡和伦敦两个国际航运中心的优势互补;2017 年 2 月,巴西证券期货交易所(BM&F

Bovespa)收购秘鲁利马证券交易所(Bolsa de Valores de Lima)8.59%的股份,巴西证券期货交易所还持有智利、哥伦比亚和墨西哥等多个交易所的股份;2017年3月,印度证券交易委员会(SEBI)宣布,印度商品衍生品交易所将逐步引入外国投资基金、资产组合管理服务机构、共同基金、银行和保险公司等境外机构投资者;2017年10月,SGX在芝加哥成立了北美地区首家代表处以扩大欧美地区业务;2017年11月,香港交易所(HKEX)旗下的香港联合交易所(SEHK)和香港期货交易所(HKFE)在新加坡开设了办事处。

(三) 机构投资者的市场参与度稳步提升

机构投资者通常具有雄厚的资金实力、较强的风险承受力和较高的专业水平,是国际衍生品市场稳定运行的重要力量。机构投资者主要包括生产加工商、流通贸易商、金融机构(如银行、保险公司)、基金(如养老基金、商品投资基金)等。近年来,机构投资者的市场参与度稳步提升。国际掉期与衍生品协会(ISDA)发布的调查报告显示,2008年,世界500强企业中,有94.2%的企业都在利用金融衍生品进行风险管理,比2002年提高了4个百分点。其中,加拿大、法国、英国、日本和新西兰的企业均使用了衍生金融工具,德国、美国的企业使用衍生金融工具的分别占97%、92%,而中国的企业仅占62%。另据美国商品期货交易委员会(CFTC)的数据,近十余年来,美国机构投资者合约持仓量已占总持仓量的80%以上。其中,2016年,美国的银行在期货、期权合约上的持仓量分别达到4970万手和3522万手,同比分别增长10.2%和18.2%。

(四) 中介机构集中度提高和业务多元化发展

美国期货中介机构主要包括期货经纪公司(FCM)、介绍经纪人(IB)、商品基金经理(CPO)和商品交易顾问四类。其中,FCM是最主要的期货中介机构,相当于我国的期货公司。近年来,为了降低经营成本和获得规模经济效益,FCM之间不断并购重组,行业集中度持续提高。根据CFTC的数据,截至2021年12月,注册登记的FCM为61家,较21世纪之初最多时的近170家,下降近2/3。然而,美国期货客户保证金规模近年来保持增长态势,截至2017年年底,客户保证金达到1877亿美元,较10年前同比增长10.7%,较5年前同比增长6.8%。截至2017年底,前5名FCM的客户保证金占美国期货保证金总额的比例超过50%,前10名占比超过70%。

多年来,美国客户保证金规模排名前20的FCM相对稳定,它们的共同特点是业务多元化、差异化发展,盈利渠道较多。这20家FCM大致可以分为两类:一是银行系FCM。由于2003年美联储准许商业银行从事商品业务,一些综合性投资银行,如高盛、摩根大通、美林、德意志银行等,或者成立专门的期货业务部门,或者收购现有的期货公司,并依托自己全方位的金融服务能力,为客户提供经纪、自营、结算、代客理财、基金管理、投资顾问以及融资等服务,快速扩张全球期货业务。二是专业型FCM。这类FCM以亚达盟(ADM)期货、福四通(FCStone)期货为代表,都有现货企业背景,是专业从事商品交易风险管理的公司。但是,它们的业务除了风险管理,还依托其现货业务背景为客户提供融资、仓储、物流和贸易等服务。

（五）区块链等新技术成为期货与期权市场发展的新驱动力

20 世纪中叶,第一台电子计算机的问世将期货与期权市场带入 IT 时代,电子交易逐步引入期货业,成为市场发展的主流。20 世纪 90 年代,互联网的兴起推动期货交易所搭建电子交易平台,充分利用互联网或移动终端汇集用户进行交易,实现了又一次行业革命。近年来,以“区块链+”的方式促进云计算、大数据、移动互联网等新一代信息技术的发展,成为公认的重大突破性技术。区块链是分布式数据存储、点对点传输、共识机制、加密算法等技术的集成应用,可去中心化地完成金融衍生品交易中的数据存储、交易、清算和监管等过程,大大降低交易成本和合规成本,是金融发展的新方向和市场发展的新驱动力。纳斯达克证券交易所于 2015 年年底就宣布其通过基于区块链的交易平台 Linq 完成了首个证券交易。全球最大的区块链联盟 R3(包括 70 余家国际大型金融机构)正与英国巴克莱银行、ISDA 共同开发区块链平台 Corda,并开始尝试使用“智能合同”和区块链技术交易金融衍生品。

（六）市场监管趋严促进风控体系升级

2008 年全球金融危机之后,欧美等主要经济体分别出台了严厉的监管法案,扩大金融市场监管范围,升级风险防控体系,提高系统性风险防范能力。具体来看,美国于 2010 年 7 月通过的《多德-弗兰克法案》堪称美国历史上最严格的金融监管改革法案。该法案要求实施对场外衍生品市场的全面监管,指令银行逐步剥离各类商品、股票以及未清算的信用违约掉期交易等,并且提高了金融衍生品交易公司在保证金、资本比例、职业操守以及交易记录等方面的要求。按照该法案的规定,美国专门成立了金融稳定监督委员会,推进信息收集与共享,识别危及美国金融稳定的各类风险,促进金融市场的自我约束,防范系统性风险发生。同年 9 月,欧洲议会通过了《泛欧金融监管改革法案》,构建了由欧洲系统性风险管理委员会、欧盟银行业监管局、欧盟证券与市场监管局和欧盟保险与职业养老金监管局组成的“一会三局”监管新体系。自此,欧盟可对保险业、银行业以及金融交易活动实施分业监管,进一步扩大了监管覆盖面,并从全局控制欧盟信贷总体水平,防止泡沫出现;同时,严密监测金融市场上可能会出现各种风险并及时发出预警。

第五节 我国的衍生金融工具市场

一、期货市场

期货市场是我国目前发展得最好的衍生金融工具市场。中华人民共和国成立前,我国期货市场已有一定程度的发展,中华人民共和国成立后,所有的金融交易市场全部关闭。

（一）快速扩张阶段

1990 年 10 月 12 日,商业部和河南省政府在郑州联合开办了中国第一家引进期货机制的全国性粮食批发市场——郑州粮食批发市场,这是郑州商品交易所的前身。1991 年

6月10日,深圳建立起中国第一家以标准期货合约为主要交易对象的有色金属交易所。1992年1月18日,深圳有色金属交易所正式营业。这标志着中国期货市场正式进入试点发展阶段。1992年5月28日,上海金属交易所也正式开业。伴随着期货市场的成长与发展,中国期货经纪业迅速崛起。1992年12月22日,中国第一家期货经纪公司广东万通期货经纪公司在广东正式开业。同年12月28日,由国家物资部、商业部等联合组建的中国国际期货经纪有限公司也在北京宣告成立。截至1994年年底,我国共建成期货交易所50余家,拥有会员单位3000余家,开发了近50个可以进行期货交易的上市品种,共有1000余家期货经纪机构相继成立。期货市场的迅速扩张与无节制扩充导致期货市场违规事件不断发生。

（二）第一次规范整顿阶段

为抑制期货市场的盲目发展与过度投机,国务院于1993年11月4日发布了《国务院关于坚决制止期货市场盲目发展的通知》。这标志着中国期货市场进入规范的调整阶段。中国证监会按照国务院“规范起步,加强立法,一切经过试验和严格控制”的原则,对中国期货市场进行规范。

1. 清理整顿期货交易所

将50余家期货交易所缩减为14家。清理缩减期货上市交易品种,只批准铜、铝、胶合板、绿豆、橡胶等9个品种在交易所挂牌交易,同时允许少数品种试运行交易。要求期货交易所进行会员制改革,将由部门、地方政府或少数企业出资兴办的期货交易所改为会员共同出资、共担风险、实行自律管理的非营利性组织。

2. 暂停一批品种的期货交易

1994年以后,中国暂停了钢材、白糖、煤炭、粳米、石油和国债等19个品种的期货交易,制止以中远期合约交易为名的期货交易。

3. 清除境外期货交易和外汇按金交易

制止境外期货代理业务,停止各期货经纪公司、非银行金融机构和各类咨询公司开展的外汇期货及外汇按金交易。对期货经纪业务实行许可制度。在以后的几年中,中国证监会遵循“法制、监管、自律、规范”的方针,进一步强化对期货市场的监管。

（三）第二次规范整顿阶段

1998年,中国又将14个期货交易所撤并为上海、郑州、大连的3个期货交易所。将上市运行的商品期货合约确定为铜、铝、天然胶、粳米、胶合板、大豆、豆粕、啤酒大麦、绿豆、小麦、花生仁、红小豆共12个品种。

（四）规范发展阶段

经过进一步整顿的中国期货市场进入规范发展的新阶段。2006年9月8日,中国金融期货交易所成立。2010年4月16日,该交易所推出沪深300股指期货,开启了我国金融期货时代。2013年9月6日,在睽违市场18年后,国债期货这一具备重大功能的关键品种从尘封的中国金融衍生品历史中涅槃重生,首批5年期国债期货在中国金融期货交

易所正式开盘交易。之后,中国金融期货交易所于2015年4月16日再次推出上证50股指期货与中证500股指期货,并分别于2015年3月20日与2018年8月17日推出了10年期国债期货与2年期国债期货。同时,商品期货市场也获得良好发展,截至2018年10月,3个商品期货交易所的商品期货合约从12个品种发展到50个品种,广泛涵盖农业、化工、金属、能源等多个领域的大宗商品,交易金额也不断增长。特别值得注意的是,2017年3月31日、2017年4月19日、2018年9月21日,3个商品交易所分别推出了以相应期货合约为基础的豆粕期权、白糖期权、铜期权。这对于风险管理以及我国衍生品市场功能的完善有着十分重大的意义。目前,我国内地共有5家期货交易所,各交易所的情况如表1-1所示。

表 1-1 我国内地期货交易所一览表

期货交易所	成立时间	主要交易品种	发展方向
郑州商品交易所	1990年10月12日	期货:普通小麦、优质强筋小麦、早籼稻、晚籼稻、粳稻、棉花、棉纱、油菜籽、菜籽油、菜籽粕、白糖、苹果、红枣、动力煤、甲醇、精对苯二甲酸(PTA)、玻璃、硅铁、锰硅、尿素、纯碱、短纤、花生 期权:白糖、棉花、PTA、甲醇、菜籽粕、动力煤、菜籽油、花生	建设成为比较完善的集农产品、工业品及各类指数于一体的综合性、现代化期货市场
上海期货交易所	1990年11月26日	期货:铜、铜(BC)、铝、锌、铅、镍、锡、黄金、白银、螺纹钢、线材、热轧卷板、不锈钢、原油、低硫燃料油、燃料油、石油沥青、天然橡胶、20号胶、纸浆 期权:原油、铜、铝、锌、螺纹钢、黄金、白银、天胶	建设成为一个在亚太地区以基础金属、贵金属、能源、化工等大宗商品为主的期货市场
大连商品交易所	1993年2月28日	期货:玉米、玉米淀粉、黄大豆1号、黄大豆2号、豆粕、棕榈油、纤维板、胶合板、鸡蛋、粳米、聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯、焦炭、焦煤、乙二醇、苯乙烯、液化石油气、铁矿石、生猪、豆油 期权:豆粕、玉米、铁矿石、液化石油气、聚乙烯、聚丙烯、棕榈油、黄大豆1号、黄大豆2号、聚乙烯、豆油	多元、开放、国际一流的衍生品交易所
中国金融期货交易所	2006年9月8日	期货:沪深300股指、中证500股指、中证1000股指、上证50股指、2年期国债、5年期国债、10年期国债 期权:沪深300股指、中证1000股指、上证50股指	金融类期货交易所

续表

期货交易所	成立时间	主要交易品种	发展方向
广州期货交易所	2021年4月19日	期货：工业硅 期权：工业硅	创新型期货交易所，未来上市品种包括：碳排放权、电力类；中证商品指数、能源化工、饲料养殖、钢厂利润等商品指数类；工业硅、多晶硅、锂、稀土、铂、钯等绿色低碳类；咖啡、高粱、粳米等特色类；国际市场产品互挂类

资料来源：各期交所网站（截至2022年12月31日）。

二、权证市场

我国权证市场的发展可谓“两起两落”，每次发展都如昙花一现。

（一）1992—1996年

这一阶段，我国开始尝试发展权证市场，先后在深圳证券交易所和上海证券交易所推出了飞乐权证、保安权证、金杯权证等。由于定价和机制设计上的不合理以及投资者的认识不足，大多数权证市场反应平淡。1996年6月底，证监会终止了权证交易。

（二）2005—2011年

在淡出人们的视线9年多后，权证利用股权分置改革的机会卷土重来。这次，权证作为股权分置改革的对价支付手段重新进入交易所交易。在此期间，几个标志性事件如下。

- （1）2005年8月22日，第一只股改权证宝钢认股权证在上海证券交易所挂牌交易。
- （2）2005年11月，第一只认沽权证宝钢认沽权证在上海证券交易所挂牌交易。
- （3）2005年11月，交易所允许券商无限创设权证。
- （4）2011年11月，深沪两市最后一只权证长虹CWB1迎来最后交易日。

在此期间，利用权证进行炒作的各类违规案件层出不穷。上海证券交易所共实施权证临时停牌16次，异常交易调查217起，发出警示函、监管问询函、监管关注函90份，先后有223个异常交易账户被限制交易。

随着最后一只权证长虹CWB1最后交易日的结束，作为股改手段的权证完成了它的历史使命，再次退出了我国金融衍生品市场的舞台。

三、期权市场

我国的期权市场分为场内期权市场与场外期权市场。

场内期权的第一个品种是2015年2月9日在上海证券交易所上市交易的上证50ETF期权，首批上市交易的上证50ETF期权有认购、认沽两种类型，属于欧式现货期权，有4个到期月份、5个行权价格、合计40个合约。之后，如第一节所述，三大商品交易

所又分别推出了豆粕期权、白糖期权与铜期权,这三者不同于上证 50ETF 期权的是,它们都是期货期权,其中前两个品种是美式期权,后一个是欧式期权。

场外期权是指在非集中性的交易场所进行的非标准化的金融期权合约,是根据场外双方的洽谈,或者中间商的撮合,按照双方需求自行交易的金融衍生品。2013 年 8 月,国内首只券商场外期权在推出后总体发展平稳。自 2017 年以来,名义本金和交易笔数均呈现加速增长态势。中国证券业协会数据显示,截至 2021 年 12 月,证券公司场外期权存量名义本金 9 906.5 亿元,全年累计新增 36 310.66 亿元,同比增长 39.41%。其中,个股期权名义本金占比为 11.36%;股指类期权名义本金占比为 57.33%;商品类期权名义本金占比为 8.12%;其他类期权名义本金占比为 23.19%。我国目前主要场外期权挂钩标的包括商品、股指、ETF(交易所交易基金)、个股、部分境外标的等。敲入障碍期权与敲出障碍期权在场外期权中已经较为普遍。在实践中,路径依赖型期权在报价系统和券商柜台中非常普遍,典型的如单鲨型期权、双鲨型期权、亚式期权、回望期权等。

当前证监会体系下场外期权参与活跃度较高的机构主要有证券公司、期货公司及其风险管理子公司、私募基金等,其中前两类机构最常承担场外期权创设方、做市商的角色。同时,我国券商发行场外期权的集中度高达 90%以上,我国场外期权的发行多是集中在几家规模较大的券商,包括平安证券、中信证券、中信建投、招商证券、国信证券、申万宏源等,场外期权业务的市场化程度较低,存在信息不对称。从场外期权购买方的角度来看集中度,商业银行与私募基金是场外期权的主要交易机构。

四、利率衍生品市场

我国利率衍生品目前有债券远期、人民币利率互换以及远期利率协议几个品种。



案例分析 1-2 外汇期权的避险作用

我国利率衍生品市场发展比较滞后,其根本原因是利率衍生品必须在利率市场化的环境里才能得到较好发展,而我国利率在相当长时期内都受到了严格管制。但自 2005 年以来,我国利率市场化改革已取得了重大进展。2005 年 3 月 17 日,我国又进一步放开金融机构同业存款利率,标志着我国利率已逐渐由市场供求决定。2006 年 10 月,中国人民银行在银行间市场推出上海银行间同业拆放利率(Shibor),旨在构建中国货币市场基准利率,将利率市场化向前推进了一步。2013 年与 2015 年,中国分别完成了贷款利率与存款利率的市场化。伴随着利率市场化的过程,我国利率衍生品也逐步发展起来。

我国的利率衍生品市场包括场内与场外两种形式。场内市场主要是指中国金融期货交易场所,现在已经有 2 年期、5 年期与 10 年期三种期限的国债期货在中国金融期货交易场所进行交易。至于利率衍生品的场外市场,2005 年 6 月 15 日,中国人民银行在银行间债券市场正式推出债券远期交易,标志着我国首个场外人民币衍生品正式诞生。当日,中国工商银行与兴业银行达成了首笔债券远期交易,开启了我国场外利率衍生品市场的先河。2006 年 1 月 24 日,人民币利率互换交易试点启动,国家开发银行与中国光大银行完成首笔 50 亿元人民币利率互换交易,拉开了我国人民币利率互换市场的历史序幕。2007 年 11 月 1 日,远期利率协议业务正式推出,进一步丰富了我国的金融衍生品。

一直到 2010 年,远期利率协议市场交易都不够活跃,交易量没有取得突破。自 2011

年以来,交易量急剧下降,甚至在 2014—2015 年无交易发生。

2021 年,银行间本币衍生品市场共成交 21.4 万亿元,同比增长 6.5%。其中,利率互换名义本金总额 21.1 万亿元,同比增长 7.5%;标准债券远期成交 2 614.8 亿元,信用风险缓释凭证创设名义本金 295.2 亿元,信用违约互换名义本金 36.3 亿元。国债期货共成交 27.5 万亿元,同比增长 4.3%。互换利率有所下降,2021 年末,1 年期 FR007 互换利率收盘价(均值)为 2.21%,较 2020 年末下降 27 个基点;5 年期 FR007 互换利率收盘价(均值)为 2.56%,较 2020 年末下降 28 个基点。

五、汇率衍生品市场

我国的汇率衍生品市场包括多种工具,现在市场上交易的品种有人民币外汇远期、人民币外汇掉期、人民币外汇货币掉期、外汇期权等产品,形成了我国外汇市场衍生品结构体系。可交易超过 30 种发达和新兴市场货币,涵盖了我国跨境收支的主要结算货币。

2005 年 8 月 2 日,中国人民银行发布《中国人民银行关于扩大外汇指定银行对客户远期结售汇业务和开办人民币与外币掉期业务有关问题的通知》,允许银行间债券市场开展人民币与外汇掉期交易业务。2005 年 8 月 8 日,中国人民银行发布《中国人民银行关于加快发展外汇市场有关问题的通知》,据此,银行间市场推出了远期外汇业务,诞生了首款国内人民币外汇衍生品。因为在风险管理成本上的比较优势,人民币与外汇掉期业务一经推出便受到了普遍欢迎。

2007 年 8 月,中国人民银行发布了《中国人民银行关于在银行间外汇市场开办人民币外汇货币掉期业务有关问题的通知》,允许银行间市场开展人民币外汇货币掉期业务。由于涉及利息交换,产品结构复杂,该业务推出后很长时间无人问津,直到 2011 年才实现零的突破。

2011 年 2 月,国家外汇管理局发布了《国家外汇管理局关于人民币对外汇期权交易有关问题的通知》,在银行间市场历史性地推出了人民币对外汇的期权交易。此后,为满足经济主体汇率避险的多样化需求,国家外汇管理局于 2011 年 11 月出台了《国家外汇管理局关于银行办理人民币对外汇期权组合业务有关问题的通知》,对商业银行办理人民币对外汇期权组合业务进行了明确。

2014 年 6 月,国家外汇管理局在《国家外汇管理局关于印发〈银行对客户办理人民币与外汇衍生产品业务管理规定〉的通知》(汇发〔2014〕34 号)中明确,银行可以基于普通欧式期权,为客户办理买入或卖出期权业务,以及包含两个或多个期权的组合业务,放开了对企业实需项下卖出期权的限制,为人民币汇率双向波动时代的汇率风险管理提供了便利。

2018 年,在外汇掉期市场交易量及活跃机构数量稳步增长的前提下,境内货币掉期也得到了长足发展。外汇期权市场也交投活跃,波动率呈现出上涨后回落的态势,反映出市场对于汇率走势和波动的预期。

【本章知识点回顾】

由于衍生金融工具的内涵和外延都处于不断发展变化过程中,对其进行定义就成了

一件具有挑战性的事。就目前而言,我们倾向于将其定义为其价值由其所依附的变量来决定的金融工具。较之于其他传统的金融工具,衍生金融工具具有复杂性、多样性、杠杆性和高风险性的特点。衍生金融工具的基本类型包括远期、期货、期权和互换等,但在基本类型之外还存在大量的变异品种。同传统的金融工具一样,衍生金融工具的交易市场也分为场外市场和场内市场。衍生金融工具的交易主体可按其交易目的的不同分为套期保值者、套利者和投机者,他们都是衍生金融工具市场必不可少的成分。衍生金融工具市场最重要的功能是价格发现和规避风险。

衍生金融工具市场早在古希腊时期就已萌芽。20 世纪 70 年代,衍生金融工具市场开始了井喷式的发展。进入 21 世纪,包括中国在内的新兴国家的衍生金融工具市场开始崛起。

【思考与习题】

1. 什么是衍生金融工具的杠杆性?
2. 既然衍生金融工具具有规避风险的功能,为什么又说衍生金融工具市场具有高风险性呢?

【即测即练】

