

# 日本的金融衍生品市场

Japan's Financial Derivatives Market

上海期货交易所博士后工作站 崔瞳博士

By Dr. Cuitong, Postdoctoral Program of the SHFE

## 1. 前言

上个世纪的 80 年代末，日本借助其强大的经济背景曾经一度使其金融衍生品市场在短时间内迅速发展成为世界最大的交易中心之一。尽管最近十年经济发展的停滞给金融衍生品市场的发展带来一些负面影响，衍生品交易的规模有所下降，但是日本经济的雄厚实力仍然让日本的金融衍生品市场继续在世界范围内名列前茅。由于金融衍生品的商品特性比较复杂，也由于日本金融机构信息披露的程度比较低，长期以来人们对日本的金融衍生品市场不甚了解。但是近年来随着国际上对各国金融机构信息披露的要求不断加强，也随着对金融衍生品统计制度的不断完善，越来越多的资料数据让我们对日本金融衍生品市场有了一个更深入的了解。本文的一个主要目的就是日本的金融衍生品市场的发展及其现状做一个比较详细的介绍。另外，最近我国的金融衍生品市场也在悄然无声地成长起来，对日本金融衍生品市场的了解一定也会对促进我国金融衍生品市场的发展有一定的借鉴作用。

## 2. 日本金融衍生品市场诞生的背景

在战后的很长一段时间里由于证券交易法的规定，日本国内证券期货被禁止交易。但是自进入上个世纪的 80 年代之后，一方面由于日本经济的日益成熟，另一方面也由于金融市场的自由化和国际化，日本政府的有关部门开始意识到创设证券期货交易市场的迫切性。

上个世纪的 70 年代末和 80 年代初，随着金融市场的自由化和国际化，国债，股票等证券价格的波动风险急剧上升。从国债来看，自 1975 年大量发行之，国债发行余额从 1975 年 14.9 兆日元增长到 1985 年 132.9 兆日元，10 年间几乎增长了 10 倍。而交易所的国债交易额从 1975 年 492 亿日元增长到 1985 年 47.9 兆日元，10 年间增长了 974 倍（整个债券市场的交易额从 1975 年 55 兆日元增长到 1985 年 2515 兆日元，10 年间几乎增加了 46 倍）。1985 年国债余额和 GNP 之比为 9.9%。国债发行余额大幅度的增加势必导致国债持有者所面临的债券价格风险的增加，因此对于国债持有者的金融机构、证券公司、机构投资者以及事业法人来说要求规避债券价格变动风险的需求迅速增加。从股票来看，进入上个世纪的 80 年代之后，日本股票市场的规模也迅速扩大。全国上市股票的市场价值总额从 1975 年底的约 50 兆日元增加到 1986 年的约 350 兆日元，扩大了 7 倍。市场规模的急速增加同时也带来了股价的剧烈波动。对于日本国内外的机构投资者来说规避股价变动风险的需求也日益高涨起来。

价格波动带来了日本国内对证券期货交易的巨大需求。然而从另一个方面来

看，加快资本市场建设的迫切性也促进了证券期货市场的诞生。当时，在国外许多国家的资本市场中都已创设了金融期货交易市场。在 1972 年芝加哥商业交易所（CME）推出各国货币的金融期货之后，芝加哥各地的交易所先后在 1974 年推出黄金商品期货，1975 年推出政府住宅抵押证券（GNMA 债），1976 年推出财政部短期证券（TB），1977 年推出财政部长期证券（T-BOND）等的金融期货。1977 年之后，期货交易的对象被进一步扩大，商业票据，财政部中期证券（T-NOTE），可转让存款（CD），股票指数都进入了交易市场。同时，交易市场也在不断增加，以芝加哥为开始，悉尼（1979 年），多伦多（1980 年），纽约（1980 年），伦敦（1982 年），新加坡（1984 年）相继开设了金融期货交易市场。在这种情况下，快速建成日本的金融期货交易市场成为日本当局完善资本市场并和世界接轨的一个主要课题。

由于国内市场的需求和国际接轨的迫切性，日本国内对于创设期货市场的呼声日益高涨。1984 年 7 月经过证券交易审议会的债券特别分会的审议，提出了题为《关于创设债券期货市场》的提案，提议应该创设以长期国债为交易对象，证券交易所为交易市场，机构投资者为主要交易参与者的债券期货市场。之所以这样提议，是因为在交易对象的选择上，当时长期国债在发行量以及流动性等方面最符合期货交易的前提条件；在交易市场的选择上，考虑到期货交易每日清算的特点，证券交易所的计算机系统比较适用，而且和新创设一个市场相比利用现有的计算机系统成本也比较低；在主要交易参与者的设定上，和美国芝加哥以个人投资者为主的交易市场相比，日本的投资者构成更接近于英国市场的以金融机构、证券公司、事业法人、生命保险机构、年金基金等为中心的投资者构成，因此以机构投资者为主要参与者的设定更符合日本的实际情况。

根据以上的提议，1985 年 6 月日本议会通过了证券交易法的修正法，决定于同年 10 月创设债券期货市场。其中修正法还允许银行等金融机构参与证券交易所的债券期货交易<sup>8</sup>。于是 1985 年 10 月在日本东京证券交易所开始了国债期货交易。

### 3. 日本金融衍生品市场的发展

根据定义，金融期货一般包括外汇期货、利率期货和股指期货。然而由于证券业和银行业长期处于分业状态，日本金融期货的范围并不包括有价证券期货这一部分。因此，日本金融衍生品的市场交易主要分成两大类：证券期货交易和金融期货交易。证券期货交易受到证券交易法的约束，而金融期货交易受到金融期货交易法的约束。

在 1985 年导入国债期货交易之后，1987 年 6 月大阪证券交易所在证券交易法允许的范围内又推出以 50 种股票打包组成的股票期货交易，也称“股期 50”<sup>9</sup>。但是，当时有价证券期货产品的推出主要是由证券界主导的，对于银行界来说并不希望期货产品推出的主导权都落在证券界的手中。在这样的背景下，1988 年 1 月，经过双方的协商，确定了如下所示的今后发展证券·金融期货交易的方

<sup>8</sup> 当时的日本证券交易法规定，能够直接参加证券交易所交易的只限于证券公司以及根据政令所规定的外国证券公司。

<sup>9</sup> 根据当时的日本证券交易法股票的差额清算方式是被禁止的，但是由于“股期 50”最终是以现货的有价证券来进行结算的，从法律上看这种交易可以被认为是有价证券的买卖交易，因此是符合当时的证券交易法的。但是，在以后的证券交易法被修订之后，股票的差额清算方式被解禁，伴随着日经 225，TOPIX 等股指期货交易的导入，“股期 50”的交易规模日益减少，最终于 1992 年 3 月停止交易。

针，并且根据这个方针，又一次对证券交易法做了修改，修改后的证券交易法与金融期货交易法于 1988 年 5 月 25 日通过议会的表决成立。

- 关于证券期货交易（期货中含期权）由证券交易法来制约，而关于金融期货交易由金融期货交易法来制约。
- 证券期货交易在证券交易所，金融期货交易在金融期货交易所上市交易。
- 关于金融期货市场以及证券期货交易市场，从尽量扩大交易参与者的角度考虑，金融期货交易所认可证券公司的加入，而证券交易所认可银行参与国债期货交易以及外国国债期货交易。

图表1 日本证券金融期货·期权市场的发展

导入时期	交易名与交易所名
1985年10月	长期国债期货交易（东京证券交易所）
1987年6月	股票期货交易即股期50（大阪证券交易所）
1988年9月	东证股指期货交易（东京证券交易所） 日经平均股价期货交易（大阪证券交易所）
1989年4月	债券期权交易（柜台交易）
1989年6月	日经平均股价期权交易（大阪证券交易所） 日元短期利率期货交易，美元短期利率期货交易以及日元货币期货交易（金融期货交易所）
1989年10月	东证股指期货期权交易（东京证券交易所）
1989年12月	外国国际证券（T-BOND）期货交易（东京证券交易所）
1990年5月	债券期货期权交易（东京证券交易所）
1994年10月	FRA, FXA（柜台交易）
1997年7月	个别股期权交易（东京，大阪证券交易所）

（注）根据西村吉正《日本的金融制度改革》（2003年）并做了部分修改。

在完成了期货市场法制建设之后，包括 1988 年在内之后的三年里，日本的证券·金融期货市场相继推出了许多金融衍生品（见图表 1）。例如 1988 年 9 月东京证券交易所推出了东证股指期货交易，大阪证券交易所推出了日经平均股价期货交易（也称日经 225）；1989 年 6 月大阪证券交易所又推出了日经平均股价期权交易，而日本金融期货交易所也推出了日元短期利率期货交易，美元短期利率期货交易以及日元货币期货交易；1989 年 10 月东京证券交易所也推出了东证股指期货期权交易，并于同年 12 月又推出了外国国际证券（T-BOND）期货交易；1990 年 5 月东京证券交易所又新推出了债券期货期权交易。

为了给投资者提供更多样的避险手段，也为了提高本国市场的竞争力，1996 年 12 月经过日本大藏省（后改为财务省）下属的证券交易审议会金融衍生品特别分会讨论建议放开证券交易所的个别股期权交易。在这个建议之下，1997 年 7 月个别股期权交易开始在东京和大阪证券交易所开始上市交易。

以上主要对日本金融衍生品的市场交易的发展进行了阐述。众所周知，金融衍生品交易不仅包括市场交易，还包括柜台交易（OTC 交易）。1989 年 4 月债券期权在柜台市场上开始交易。进入上个世纪的 90 年代以后，利率自由化的进一

步深化以及国际间交易规模的不断扩大,大大增加了汇率和利率风险,1994年7月1日日本大藏省通过修改条例,放开了柜台市场上的利率远期(FRA)及汇率远期(FXA)这两种产品,充实了金融机构规避这两种风险的工具。1997年成立的金融系统改革法中更进一步放开了柜台市场中的有价证券类金融衍生品交易。

#### 4. 日本金融衍生品市场的规模

上个世纪的80年代中期之后,以其雄厚经济实力为背景,日本金融衍生品市场迅速成长起来。

日本金融衍生品市场的发展从其规模上可以说非常迅猛。自1985年上市至1987年短短的两年里日本国债期货市场的日平均交易额达到9万亿日元,一举超过了芝加哥期货交易所美国国债和伦敦国际金融期货交易所金边债券期货的交易量。另外,根据国际清算银行(BIS)每三年一度对世界金融衍生品交易的调查显示<sup>10</sup>,以名义本金来计算1995年3月末日本的交易所市场的日交易额为4,507亿美元,远远领先于美国(1,960亿美元)和英国(2,480亿美元);而在OTC市场,以名义本金来计算1995年4月日本的金融衍生品日平均交易额达到1,386亿美元,居英国(3,510亿美元),美国(1,620亿美元)之后处于世界的第三位。因此到上个世纪的90年代中期,日本的金融衍生品市场的规模已经不逊色于国际上金融衍生品交易发达国家中的任何一个国家。

但是,近年来日本市场在国际上的地位有所下降。从图表2国际主要金融衍生品OTC市场日平均交易额及市场占有率的统计可以看到,1998年日本市场的占有率下降到第四位,2001年下降到第七位,2004年有所回升,上升了一位,但是其市场占有率却从2001年的2.9%下降到2004年的2.6%。另外,尽管最近几年日本金融衍生品交易有所回升,但是2004年的最新数据还是低于1998年的水准,而且其中2001年的日平均交易额和1998年相比几乎减少了一半。

近几年日本金融衍生品市场国际地位下降的原因一般可以从三个方面考虑。第一,是近十年来日本经济发展长期停滞的结果。众所周知,经济发展的长期停滞必然伴随着资本市场规模的缩小,而金融衍生品市场作为资本市场的一部分必然受到宏观经济所带来的影响。第二,1999年以后金融衍生品市场规模的大幅度缩小是日本央行实行零利率政策所带来的结果<sup>11</sup>。在零利率政策的背景下,针对利率风险的套期保值需求大幅降低,从而导致利率衍生品的交易额大幅减少,而在以后可以看到,金融衍生品交易的产品构成中利率衍生品占据的份额往往是比较大的,因此利率衍生品的交易额减少势必影响金融衍生品的交易规模(例如东京市场2001年利率衍生品的交易额和1998年相比减少了50.3%,金融衍生品交易总额同比减少了48.5%)。第三,和日本市场形成鲜明的对比,国际市场上利率衍生品交易大幅增加。和1998年相比,2001年国际市场利率衍生品的交易额增加了84.5%,其中利率互换增加了113.5%。这主要的原因是由于在美国上个世纪90年代以后经济的持续向好导致国债发行量减少,长期国债作为保值工具的有效性降低,因此代替美国国债交易,利率互换的利用急剧增加。而在欧洲,

<sup>10</sup> 该调查名为“Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity”。这个调查始于1986年,开始时以调查外汇市场为主,1995年金融衍生品交易也列入调查之列。

<sup>11</sup> 1999年2月,日本央行为了防止经济的进一步通货紧缩,决定把金融调节的目标——短期金融市场的实质利率向零利率引导以求维持市场充足的货币供给量。这就是所谓的史无前例的“零利率政策”。

由于国债市场在欧洲国家中没有统一，以欧元为主的利率互换也成为主要交易对象。

图表 2 国际主要金融衍生品 OTC 市场日平均交易额及市场占有率

单位：10亿美元

1998年		2001年		2004年	
① 英国	171 ( 36.0% )	① 英国	275 ( 36.0% )	① 英国	643 ( 42.6% )
② 美国	90 ( 18.9% )	② 美国	135 ( 17.7% )	② 美国	355 ( 23.5% )
③ 法国	46 ( 9.7% )	③ 德国	97 ( 12.7% )	③ 法国	154 ( 10.2% )
④ 日本	42 ( 8.8% )	④ 法国	67 ( 8.8% )	④ 德国	46 ( 3.0% )
⑤ 德国	34 ( 7.2% )	⑤ 荷兰	25 ( 3.3% )	⑤ 意大利	41 ( 2.7% )
⑥ 瑞士	16 ( 3.4% )	⑥ 意大利	24 ( 3.1% )	⑥ 日本	39 ( 2.6% )
⑦ 新加坡	11 ( 2.3% )	⑦ 日本	22 ( 2.9% )	⑦ 比利时	32 ( 2.1% )
⑧ 加拿大	7 ( 1.5% )	⑧ 西班牙	21 ( 2.7% )	⑧ 荷兰	22 ( 1.5% )
⑨ 比利时	6 ( 1.3% )	⑨ 瑞士	15 ( 2.0% )	⑨ 澳大利亚	18 ( 1.2% )
⑩ 荷兰	6 ( 1.3% )	⑩ 比利时	14 ( 1.8% )	⑩ 瑞士	18 ( 1.2% )
全球总额	375	全球总额	575	全球总额	1220

(注) ( )内为市场占有率。另外图表中数据皆为该当年度 4 月份的调查数据。

(出所) 日本央行网站。

## 5. 日本金融衍生品市场的其他特点

就日本金融衍生品市场的其他特点，下面从产品种类，交易对象，国内外金融机构的市场占有率以及交易集中度等几个方面来进行说明。

### ● 产品种类

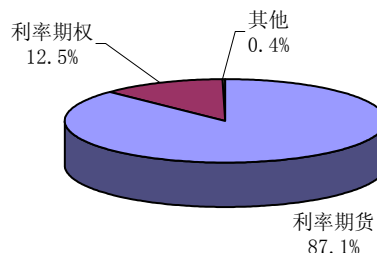
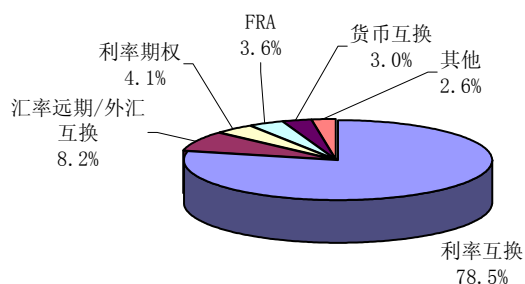
日本的交易市场主要分为交易所市场和 OTC 市场。根据日本央行半年一度对主要 13 家自营商的统计显示<sup>12</sup>，2004 年 6 月末交易所市场金融衍生品的交易余额为 8.7 万亿美元，而 OTC 市场为 15.5 万亿美元。从统计来看，两个市场的绝大多数交易为有关利率的衍生品交易。图表 3 显示了上述两个市场在更进一步细分之后各个主要产品种类所占交易余额的份额。可以看到，OTC 市场中利率互换的比例最大，为 78.5%。而交易所市场利率期货的比例最大，为 87.1%。

图表 3 金融衍生品各商品交易的市场份额

<sup>12</sup> 统计名为“Regular Derivatives Market Statistics”。由 BIS 和主要先进国的央行开始于 1998 年 6 月，主要调查 OTC 市场的交易额，日本有 13 家金融机构参加：AOZORA 银行，东京三菱银行，中央三井信托银行，三菱信托银行，瑞穗银行，瑞穗企业银行，瑞穗信托银行，RESONA 银行，新生银行，三井住友银行，住友信托银行，UFJ 银行，UFJ 信托银行。一般认为这 13 家金融机构 OTC 市场的交易额约占到总交易额的 90%。

OTC交易： 15.5万亿美元

交易所交易： 8.7万亿美元



(出所) 日本央行网站。

图表 4 交易对象不同 OTC 市场交易额的变化趋势

	1998年4月中		2001年4月中		2004年4月中	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
银行间交易	238	56.5%	164	75.6%	236	59.9%
对顾客交易	183	43.5%	53	24.4%	158	40.1%
合计	421	100.0%	217	100.0%	394	100.0%

(出所) 日本央行网页。

### ● 交易对象

根据交易对手的类别,日本金融衍生品市场中的交易可以分为银行间交易和对顾客交易。银行间交易主要是指金融机构之间的交易,对顾客交易主要是指金融机构和非金融机构之间的交易。图表 4 显示了交易对手类别不同 OTC 市场日交易额的变化趋势。可以看到,银行间市场的交易额一直保持总交易额的大半部分。这主要是因为除自营交易以外,金融机构必须对与顾客交易所产生的头寸进行套期保值的结果。另外,和 2001 年相比,2004 年对顾客交易增加了 201.3%。这也许与最近几年日本银行经营战略的调整有着密切的关系<sup>13</sup>。

### ● 国内外金融机构的市场占有率

在日本金融衍生品市场中,交易主体可以分为日本本国金融机构和国外金融机构两大类。根据 1995 年的调查,OTC 市场中日本本国金融机构的市场占有率为 58%,国外金融机构为 42%。图表 5 显示了 1998 年以后 OTC 市场占有率的统计情况。可以看到,除了 2001 年外资金融机构的市场占有率低于日本本国金融机构之外,其他年度中则优于日本本国金融机构。

图表 5 日本本国与外资金金融机构的市场占有率比较

<sup>13</sup> 根据日本银行 2004 年 7 月的《从 2003 年度结算看银行经营的趋势》(<http://www.boj.or.jp>) 的介绍,最近日本商业银行的金融衍生品销售的对象逐渐由原来的大公司向中小公司扩大。

(单位: 亿美元, %, 括号内为占有率)

	1998年4月中		2001年4月中		2004年4月中	
本国金融机构	172	(40.8)	147	(68.0)	194	(49.4)
外资金融机构	249	(59.2)	69	(32.0)	199	(50.6)
合计	421	(100.0)	217	(100.0)	394	(100.0)

(注) 图表中数据为4月份中每日交易额的平均值。

(出所) 日本央行网页。

图表 6 金融衍生品交易集中度

	1998年4月中	2001年4月中	2004年4月中
前10位的占有率	64.6%	72.8%	80.1%
前20位的占有率	84.9%	91.0%	95.4%

(出所) 日本央行网页。

### ● 交易集中度

从图表 6 可以看到, 2004 年 OTC 金融衍生品交易的 95.4% 集中在前 20 位的金融机构中, 而且不管是前 10 位还是前 20 位的占有率, 近年来 OTC 市场的交易有向前位集中的趋势。

## 6. 结论

自从 1985 年推出国债期货以来, 经过将近 20 年左右的发展, 可以说日本金融衍生品市场从制度建设到产品种类都已经相当成熟。其之所以发展如此迅速, 主要原因就是在上个世纪 80 年代中后期的强大经济背景下市场对于金融衍生品工具具有强烈的需求。这一点, 作为金融衍生品推出的前提条件, 对于在利率自由化中我国适时地推出国债期货等金融衍生品极具参考意义。

最近, 随着日本经济开始走出低谷, 日本金融衍生品市场的交易量明显回升, 但是不能否认的是, 零利率政策以及长时间的经济停滞给日本金融衍生品市场带来的影响是巨大的。因此, 可以推断今后日本要想重新提升其金融衍生品市场的国际地位很大程度上还依赖于日本经济的复苏程度。