

从《泥鸽靶》谈衍生产品市场的发展

编者按：上海期货交易所于2004年在“期货与金融衍生品系列丛书”中出版了《泥鸽靶》的中文译本，该书近来在国内产生了很大的反响。本文试图从评论该书的内容入手，讨论我国衍生产品市场的发展。

记得《泥鸽靶》在1997年首次出版时，我还在国外工作，便读了英文原版。该书对重要的衍生品风险事件、流行的衍生产品品种，尤其是银行如何交易这些产品作了生动而形象的描述，笔者当时就有较深的印象。数年来经过在纽约、东京、香港等国家和地区衍生产品市场开展业务的实际体会，特别是在2003年回国工作后不久，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》和《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》也相继推出和实施，复读此书中文版，犹如故地重游，感慨良多，确实“别有一番思绪在心头”。虽时过境迁，原版出版至今多年来国际衍生品市场发生了重大的变化，我国金融市场也从无到有并迅速增长，但该书对乍暖还寒、还处于初春季节的我国衍生产品市场有一定的借鉴作用。本文试图结合《泥鸽靶》一书，探讨今后我国衍生产品市场发展可能出现的问题及相应的解决办法。

一．柜台交易透明度的缺乏与衍生产品的“骗局”

读完此书的读者一定如笔者数年前一样为书中对各种衍生产品的生动介绍和描述所吸引进而震惊。本书内容全部涉及衍生产品的重要领域——柜台衍生产品。柜台衍生产品市场不像相应的交易所市场那样透明和规范，涉及的产品也比相应在交易所交易的产品种类要多得多。柜台衍生产品交易主要是在银行与其客户之间进行的，为客户“量体裁衣”式的特殊金融服务，有着交易所交易的标准化产品难以达到

的作用,这是柜台交易的衍生产品市场之所以存在和发展的主要原因和动力。由于柜台衍生产品种类繁多而且性能复杂,介绍和描述这些产品的功能、特点、定价和风险控制变得相当困难,没有一定程度的数学公式和相应的数学推导,要把产品描述清楚几乎不太可能。所以,在国际市场上数以千计的各类衍生产品书籍大多属于技术和数学类,可读性不是很强,趣味性更低。笔者在国际市场出版的数本书籍也大多属于此类。《泥鸽靶》的作者凭其丰富的经验和流畅的文笔,对流行于国际衍生产品市场上的主要产品作了形象、直观、生动的描述,对这些产品知识的普及确实发挥了巨大作用。这正是此书的贡献和意义所在。

然而,我相信绝大多数读者在读完此书后很少有人会对书中的任何一个具体产品有完全的认识和了解,这也说明了柜台衍生产品的复杂。没有对产品的详细认识和了解就很难知道其功能、作用和其它正面的意义。所以笔者很难认同本书作者贯穿全书的思路和结论:“现在我相信每件事都是骗局,而且我有充分的理由这样认为。衍生产品是骗局,投资银行是骗局”(该书第280页第一段)。暂且不论诺贝尔奖得主、全球著名学者默尔顿·米勒教授和能影响全球金融市场的美国联邦储备银行主席格林斯潘博士等人对衍生产品的著名论述,如果衍生产品确如《泥鸽靶》作者所说的那样是“骗局”,那么在几个衍生产品市场重大风险事件之后,特别是在《泥鸽靶》出版之后,在全球的市场参与者不可能都是“傻瓜”的情况下,柜台衍生产品交易量至少应该下降甚至停止!然而我们看到的事实却是(我们在下面会详

细介绍)：衍生产品的交易不但没有下降，相反还有了相当可观而且持续的增长！

虽然柜台衍生产品市场确实存在很多问题，但并不像《泥鸽靶》作者所说的那样全是“骗局”。尽管如此，《泥鸽靶》一书仍然具有它自身的意义：除了对柜台衍生产品作了可读性很强的介绍和描述外，也确实对该市场所存在的许多严重问题作了深刻的揭露。它山之玉，可以攻己之石。笔者相信，深入探讨这些问题，对促进我国衍生产品市场的进一步发展具有相当重要的意义。

二．柜台衍生产品的范围及其复杂性

《泥鸽靶》一书对多种柜台衍生产品的概念、市场推广和交易过程作了不同程度的介绍。这些产品涉及债券、利率、外汇、股票和房屋按揭等基础市场以及这些基础市场产品和指数的组合。

在该书中出现了不少产品名称，例如本金与汇率连结证券 (Principal Exchange Rate Linked Securities, 简称 PERLS)、比索连结美元保证票据 (Peso-Linked U.S. Dollar Secured Notes, 简称 PLUS)、巴西指数化美元证券 (Brazilian Indexed Dollar Securities, 简称 BIDS)、衍生产品加强性资产连结证券 (Derivative Enhanced Asset Linked Securities, 简称 DELS)、布拉迪重新打包 AAA 级证券信托 (Brady Repackaged AAA Securities Trust, 简称 BREAST)、布拉迪重新打包资产证券 (Brady Repackaged Asset Securities, 简称 BRAS)、拉丁美洲证券衍生产品 (Latin American Securities Derivatives, 简称 LSD)、信用增强性期限票据 (Credit Enhanced Duration Notes, 简称 CEDN)、重新包装阿根廷国内证券信托第一期 (Repackaged Argentina Domestic Securities Trust,

简称 RADS)、反向回购协议(Reverse repurchase agreement)、泰铢连结结构性票据、“一篮子”货币、利率掉期和再包装资产载体等等。这些产品的英文原名在英文里直接看来往往也觉得莫名其妙，没有相当的数学描述，很难了解其真正的功能和风险特性。实际上，在该书中出现的众多产品推介人员对他们所推介的产品也不可能有很深刻的了解。正如其他产品的推介人士一样，衍生产品推介人员在拿到项目就可获取奖金的利益驱动下，可以想象他们会利用多种策略进行推销。这样便出现了对客户有意或无意的（连他们自己也未必全清楚）误导甚至“欺骗”。

正是由于这种原因，在风险事件发生之后，客户往往会将银行告上法庭。但很多亏损的企业为了维护其形象，不得不自认倒霉，相关诉讼案件因此也都不了了之。不过像在奥兰治县这样的大型案件中，数家银行也不得不庭和解决并赔款以保护其诚信的形象。我们可以用反推思维想一想，如果他们自身没有任何问题，为何将获得的利润退还给客户？

要详细介绍这些衍生产品，一定至少需要一本专门的著作，我们在本文内难以达到这个目的。有兴趣的读者可以参阅笔者的近作《人民币衍生产品》和在 1998 年出版的《奇异期权》，这两本书对上述的其中一部分产品有详细的介绍和分析。

三．重要风险事件和人员素质

《泥鸽靶》对发生在九十年代的几个重要风险事件，例如美国加州橙县、英国巴林银行、日本大和银行和日本驻友集团分别损失十亿美元以上等事件作了不同程度的生动介绍和解释。这些事件确实对全球整个衍生产品市场有过一定程度的震动和冲击，并使金融机构和企

业认识到：如果风险控制不到位，交易衍生产品可能会给企业带来灭顶之灾。这些风险事件的发生，也使相关国际机构和自律机构加强了对衍生产品市场的监管和风险控制。尽管如此，类似事件仍没有完全杜绝，刚刚过去的中航油事件（中航油为中航油料集团子公司，在新加坡上市）又使此类事件的数目增加了一个。而且笔者确信，如果我们不进一步提高风险防范意识和完善风险管理机制，此类事件今后还会在国内外发生。

笔者在巴林银行于 1995 年倒闭不久后对该事件有过一定的研究，并随后出版了《巴林倒闭和金融衍生产品》的英文和中文版，之后对其它事件也有所跟踪。发生类似事件是多方面内外因素综合在一起的结果，而且往往包括银行和客户双方的因素，很难将责任完全推给银行。因此，除了银行应该在推介过程中增加其产品的透明度外，客户加强自身的产品知识及风险管理意识也是不可缺少的。

在阅读此书中几个重要风险事件的介绍时，我们可以发现一个共同的现象：即事件涉及的企业主管人员对他们所交易的产品的风险程度相对无知。如上所述，柜台交易衍生产品的特性比传统基础产品要复杂得多，其风险程度与杠杆作用也直接相连。要有效地运用好这些产品以便为企业服务，必须对它们有相当程度的认识。所以，如果企业想从事衍生产品交易，就必须先对相关人员进行系统和深入的培训。如果存在侥幸心理，出事只是个时间问题。

四．人才竞争和激励机制

任何一个行业发展的关键，归根到底在于人才。对于像衍生产品

这种知识和经验含量极高的领域来说更是如此。从该书我们可以看出，为获取高回报，主要银行在衍生产品的市场推介、产品设计和管理工作领域不断挖掘和互相抢夺人才。随着我国各银行间的衍生产品竞争不断热化，这种现象在国内银行与外资银行之间、外资银行与外资银行之间也会慢慢变得普遍。

外资银行和其他企业一样是追求利润最大化的机构，在外资银行从业的专业人士也是追求利润最大化的个体。只要拿到业务，个人就可以从中获得利益，但是之后的损失却是相关的公司或银行。巴林银行的里森如果如愿以偿，他在1996年或者甚至在1995年底就可以退休。但结果里森进了监狱，一切损失全落在了银行，巴林也因此倒闭。

可见，有效可行的激励机制问题即使在市场化程度很高的欧美，目前也还没有得到很好的解决。而建立一个能促进衍生产品业务发展，同时又不会招致更大操作风险的有效激励机制，是目前我国衍生产品市场发展面临的一个重要现实问题。

五．交易所市场和柜台市场

《泥鸽靶》一书介绍和描述的几乎全是柜台交易的衍生产品，对交易所交易的产品书中则很少涉及。为了说明风险管理对衍生产品的重要性，我们必须先在这里对交易所交易的衍生产品的作用作一介绍。柜台交易的产品多种多样，可以满足不同客户的特殊需求，是金融创新的力量源泉。但是这些产品缺乏透明性，进行风险管理相当困难。而交易所交易的产品，即场内产品全是标准化的产品，而且其每分每秒的交易价格、交易量和持仓量等数据都可在公开的信息终端上

获得。正是由于这种透明性和公开性，场内交易的成交金额从 1998 年到 2004 年比柜台交易市场增长得更快。表 1 列出了 1995 年到 2004 年每隔三年的全球场内外衍生产品年成交金额。

表 1：全球场内外衍生产品日均和年成交金额

年份	1995	1998	2001	2004
场内日均成交额（十亿美元）	1,221	1,382	2,180	4,543
场内年成交额（万亿美元）	317	359	567	1,181
年均增长率		4.20%	14.60%	27.70%
柜台日均成交额（十亿美元）	843	1,237	1,362	2,372
柜台年成交额（万亿美元）	219	322	354	617
年均增长率		13.60%	3.30%	20.30%
场内/柜台倍数	1.45	1.12	1.6	1.92

数据来源：国际清算银行网站（www.bis.org）。其中日均数字是直接来自国际清算银行每三年在 4 月份公布的统计数据获得，年成交额为日均成交额乘以 260 个工作日而得。柜台日均额包括外汇远期和掉期、货币掉期和期权以及利率衍生产品。

从表 1 我们可以看出，从 1998 年到 2004 年，场内衍生产品成交金额的年均增长率远高于柜台交易的衍生产品；场内和柜台产品成交金额近 6 年平均增长率分别为 21.9% 和 11.5%，分别为同期全球国内生产总值年均增长率 3.8% 的 5.8 和 3.0 倍。场内产品比柜台产品增长要快的主要原因是场内市场的透明度高，同时柜台市场依赖场内市场对其短期头寸进行避险交易。随着国际场内市场电子化程度的进一步普及和交易成本的降低，场内交易金额将以更高的速度增长。

六．风险管理

衍生产品本身是风险管理的工具，但由于其普遍具有杠杆作用，衍生产品本身的风险管理也变得越来越重要。作为场内衍生产品的组织者，交易所必须起码执行“逐日盯市”制度对其风险进行控制。随着技术的发展，有些交易所已经开始实行或试行“日间盯市”的做法

从而降低自己的风险。从事场内交易的机构大多也要对其资产组合进行“逐日盯市”以降低其风险。

而柜台交易的产品由于其透明度低，其价格很难直接从任何公开渠道获得，因此很难对其进行“逐日盯市”。虽然这些产品的价格很难从公开渠道获得，但它们和交易所交易的产品一样，也受相同的基础因素如利率、汇率的影响。柜台交易的产品价格必须定期例如每周或每月根据交易所交易产品价格的隐含信息来一计算这也就是《泥鸽靶》一书所指的“按市值结算”。否则柜台交易的产品价格及其回报将没有根据，操作人员可以根据自己想象的参数决定其交易的回报或者“给自己发奖金”。在十多年前，美国的金融机构柜台衍生产品交易中确实出现过不少这种“给自己发奖金”的例子。由于篇幅关系，这里不宜细述。有兴趣的读者可以从笔者的近作《人民币衍生产品》一书中，了解到我们是如何根据交易所交易的产品的隐含信息对柜台交易的外汇衍生产品进行定价和风险管理的。

综上所述，柜台衍生产品交易离不开场内市场的信息，也离不开场内产品对其近期头寸进行避险操作。

七．从南美到东南亚再到中国

2004年笔者在中欧管理学院讲授“金融衍生工具与金融创新”课程时，安排《泥鸽靶》一书为阅读书籍。在介绍衍生产品发展时也讲过，国际金融机构的目标从瞄准南美到东亚，下一个就是中国了。我们在看此书时，印象深刻的一点是国际金融机构如何与墨西哥和巴西金融机构交易本金与汇率连结证券、比索连结美元保证票据和巴西

指数化美元证券等等。在墨西哥危机前后推广的无本金交割远期和期权等产品，在东亚金融风暴之前就被推广到了东亚国家和地区，这些产品在东亚金融风暴前后发挥了重要作用（《人民币衍生产品》一书对这些产品及其在东亚金融风暴中的作用有系统而详细的介绍和分析）。

衍生产品在十几年前就传入我国，国内银行与很多境外银行交易过众多类型的柜台衍生产品，也有过损失亿元以上的案例。长期以来，境外金融机构高度关注我国柜台衍生产品市场，数年来也一直与我国银行开展各种类型的柜台交易。2001年我国正式加入了WTO，虽然在WTO条款允许外资进入我国金融业务的时间表中，并没有明确衍生产品的进程，但传统银行、保险和证券业务与衍生产品密不可分的特性给与了境外机构从事我国柜台衍生产品交易更大的可能性。

为了迎接WTO的挑战，加快我国金融机构产品创新的能力，促进和规范我国商业银行和其他非银行金融机构衍生产品交易业务的发展，并解决相应衍生产品的主要问题，中国银监会于2003年10月11日公布了《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》（以下简称《办法》），并于2004年2月开始正式实施。《办法》的出台和实施使我国的国内外金融机构参与柜台金融衍生产品交易有章可循。《办法》实施一年多以来，已经有13家国内和9家境外金融机构拿到了在我国从事柜台金融衍生产品交易的牌照，同时还有很多境内外金融机构在努力申请。在《办法》的鼓励和推动下，2004年我国柜台衍生产品有了很大的发展。境外金融机构可以根据《办法》合理合法并

名正言顺地在我国从事柜台衍生产品交易。但如何有效进行柜台衍生产品的风险管理和防范，加强这些产品交易的监管，建立健全的、能适应我国市场现状又能与国际接轨的相关法律法规和规章制度，从而减少已经在境内外发生的风险事件在我国重演的可能性，还需要很多的努力和探讨。

八．发展我国场内市场，促进我国金融系统安全

《泥鸽靶》一书从头至尾揭露了国际柜台交易的衍生产品市场存在的诸多问题，用该书作者的话讲，这些还只是“冰山一角。”这些问题在市场化程度很高、产品知识相对普及、风险意识较强、法律法规相对健全的美国仍会发生，在产品知识相对缺乏、风险意识较弱、法律法规相对还不健全的、处于转型时期的我国，发生的可能性更大。我们已经进入 WTO 的后准备期，离外资银行享受国民待遇的时间仅剩 21 个月的今天，在 2004 年全球柜台衍生成交总额为同年全球国内生产总值 16.7 倍，和国际银行增值服务不可能没有衍生产品的大环境下，我们不得不加快促进我国商业银行和其他非银行金融机构衍生产品交易业务的发展。这样，解决我国衍生产品市场相关的主要问题，建立既适应我国市场现状又能与国际接轨的衍生产品体系变得相当必要和迫切。

通过上面的介绍和分析，我们知道场内金融衍生产品对柜台衍生产品交易的风险规避和管理必不可少。虽然在《办法》的推动下，国内金融机构衍生产品业务发展迅速，但是目前国内还没有一个交易所交易的金融衍生产品，这样大量的柜台衍生产品要么无法进行“盯市”

式的风险管理操作,要么不得不借用境外交易所的信息来对我国金融衍生产品进行风险管理。所以,为了我国银行业改制能顺利进行并保障我国金融安全,必须尽快推出场内金融期货和其他衍生产品。

场内衍生产品在十几年前就传入我国,国外交易所交易的外汇、股指期货和期权在国内也流行过几年。由于当时产品经验的缺乏、市场不够规范等问题,很多个人和国内机构有过相当惨痛的经验教训。中国证监会于1994年下令禁止境内机构从事境外产品交易业务。我国场内衍生产品市场—商品期货随着我国改革开放的进程经过十几年的摸索、探讨和实践,已经在市场监管、风险管理和防范、产品设计等方面积累了相当的经验。2004年全年,期货行业总成交金额达到14.7万亿人民币,比2003年增长35.6%,超过整个证券市场的总成交金额。期货市场积累起来的风险管理经验为我们推出金融期货及其他金融产品打下了相当好的基础。发达国家场内外衍生产品发展的经验也证明,金融期货等金融衍生产品的发展是在商品期货的基础上建立起来的;其他国家如巴西和韩国等国家场内衍生产品成功发展的经验更说明了场内衍生产品的发展,对整个国家衍生产品发展有着重要作用和意义。

总之,《泥鸽靶》是一本介绍衍生产品知识和柜台产品实际交易操作的难得好书,它揭露了衍生产品的复杂性和存在的诸多问题。但是作者对柜台交易的衍生产品的作用和意义等正面功能介绍得太少,从而得出了相当偏激的结论。由于其“量体裁衣”和缺乏透明度的特点,柜台衍生产品市场确实存在着众多难以解决的问题。这些问题只

有依靠场内交易产品的透明度和灵活性来解决。随着国际主要交易所电子化程度的进一步提高和相应交易成本的降低,交易所产品在产品到期时间、合约面值和结算方式等方面的进一步灵活化,场内交易将为柜台交易产品提供更加有效的避险服务和“盯市”信息。我相信,本书在国内的出版,会对衍生产品知识的普及和我国衍生产品市场的健康、持续发展起到积极的推动作用。