

从商品到商品衍生品再到金融衍生品

——在中国金融衍生品论坛上的讲话

上海期货交易所总经理 姜洋

由于对衍生品定义理解的不同,使得人们对于衍生品的起源时间也形成了不同的看法。有的人认为衍生品起源于19世纪芝加哥的谷物贸易,有的人认为衍生品起源于17世纪日本的大米交易,还有的人认为衍生品起源于11世纪中国宋朝王安石的青苗法。但大家都公认,衍生品的最初原始形态是远期商品合约。如果从最早的远期商品合约来看衍生品的起源,公元前的美索不达米亚文明时期(距今4000多年)就有了远期合约的存在,当时叫做谷物贷款,它符合远期合约的特征。在合约签订时,买方即向卖方支付价款,而卖方则在收获谷物或其他作物后以实物形式偿还贷款(可以看作交割)。

当然,这样的理解有点过于宽泛,在现代经济社会中,我们所需要的衍生品并不是一般的衍生品,只有在出现了有组织、集中交易的衍生品市场之后,衍生品才具备了成为风险管理工具的关键条件。因此,尽管最为宽泛意义上的衍生品概念已经出现了4000年,但真正意义上的商品期货却诞生于19世纪中叶的芝加哥。商品期货交易的产生,不是偶然的,是在现货远期合约交易发展的基础上,基于广大商品生产者、贸易商和加工商的广泛商业实践而产生的,是商品经济发展的必然结果。

到了上个世纪六七十年代,随着西欧各国经济的复兴和美国国际收支状况不断恶化,美国屡屡出现黄金大量外流、美元不断贬值的危机,导致二战后确立的双挂钩固定汇率制,即布雷顿森林体系岌岌可危。1971年8月15日,尼克松政府不得不宣布停止美元和黄金的兑换,宣告了固定汇率体系的崩溃,国际货币制度开始实行浮动汇率制。汇率的频繁波动,使得从事国际金融贸易业务的参与者面临更多的不确定性和风险。梅拉梅德先生——芝加哥一家提供黄油、鸡蛋、猪腩等商品合约买卖的期货交易所主席,是他敏锐地发现了潜藏的革新机会,于1972年5月推出了外汇期货交易。从此,发轫于商品期货市场的金融期货,以燎原之势在全世界的市场经济国家蓬勃发展,到了今天,芝加哥商业交易所已经是全美规模最大的集商品衍生品和金融衍生品为一体的期货交易所。

金融衍生品的兴起不仅促进了衍生品市场的跨越式发展,而且引发了金融领域的深刻革命,推动了国际金融体系的产业升级。根据美国期货业协会的统计,在全球去年(2004年)所有成交的期货和期权产品中,利率、股票和外汇的期货与期权成交表现显著。全球期货、期权合约成交量达到88亿张,比2003年增长9%。而在国际清算银行最新统计中,今年(2005年)二季度全球在交易所进行交易的金融衍生品交易额上升了11%。包括期货、期权、外汇和股票指数在内的金融衍生品交易额从一季度的3.34亿美元上升到3.72亿美元。

从“商品”到“商品衍生品”再到“金融衍生品”这么一条发展道路,是一条有着上百年历史,被实践所证明的道路,参与各方都已经形成了一整套独特的交易、结算和风险管理机制,有着广泛的国际经验、扎实的市场基础和稳定的制度基础。这条路径的形成,本质上是因为当商品经济发展到一定阶段,随着总量的扩大,不确定性和风险因素都在增多,必然产生对衍生品的客观需求,内在自发地需要衍生品市场来为实体经济保驾护航。而衍生品市场的出现和发展,使得风险可以被剥离出来并设计成为可交易的工具,使得市场参与主体能够以主动的方式来管理风险,让风险厌恶者将不确定性转移给愿意承担风险的人,使得经济

体系对于现实世界的动荡更加富有弹性，提高了经济运行效率，促进了资源的有效配置，保证了经济的可持续增长。同商品衍生品的原理完全一样，金融衍生品既在微观上为投资者提供回避风险的渠道，提供套利和投资机会，在宏观上还有助于降低国家的经济运行风险，保证国家经济平稳运行，维护国家经济、金融体系稳定与安全。

中国的期货市场经过十几年的发展，已经成为中国市场经济体系中不可或缺的重要组成部分。尤其是经过近年来的恢复性增长，中国期货市场在国际期货市场中的地位明显上升，在国际大宗商品定价中的作用显著增强。上海期货市场作为建设上海国际金融中心的重要环节，近年来得到了长足发展。上海铜期货市场已经具有全球铜价格的“定价话语权”，被公认为全球三大铜交易中心之一，为中国铜行业提供了有效的规避国际市场价格风险的手段，全国近80%产量的铜生产企业和贸易商都参与了铜期货交易。上海燃料油期货运行一年来，在宏观层面，其“中国定价”和“中国标准”功能开始显现；在微观层面，其在推动石油商业储备建设、规避企业价格风险和规模化培养专业人才的效应开始发挥，为今后推出原油、汽油、柴油等多品种石油期货奠定了坚实的基础。

目前，中国交易的期货品种还限于商品期货，一些大宗商品和原材料还没有期货品种，金融期货尚付阙如。近来，随着中国资本市场股权分置改革顺利进入积极稳妥推进阶段，人民币汇率形成机制改革正在深入进行，利率市场化正在稳步推进，客观上也要求中国的市场经济体系能够提供规避和管理金融资产价格波动风险的产品和工具，从而有效地化解和转移金融交易风险。

为切实树立和落实科学发展观，深入贯彻国九条中关于“逐步推出为大宗商品生产者和消费者提供发现价格和套期保值功能的商品期货品种”、“积极研究开发与股票和债券相关的新品种及其衍生产品”的要求，全面落实全国证券期货监管工作会议精神，积极配合股权分置改革，推进上海国际金融中心建设，上海期货交易所加大了商品和包括股指期货在内的金融衍生品的研究与开发力度，重点形成金融、金属和能源期货三大系列产品。我所正在抓紧研究上海期货市场对外开放的试点方案，以此促进市场运行质量的提高和价格信号的代表性、权威性。我所将坚持不懈地做好市场一线监管和服务工作，切实加强风险控制，维护投资者合法权益，推进市场培育和扩大，深化基础性制度建设，以公信力和功能发挥来增强市场的集聚力和影响力。