

新形势下如何认识衍生品市场的功能

上海期货交易所发展研究中心 卢庆杰

次贷危机以及法国兴业银行、曼氏期货公司的风险事件发生后，有相关人士将原因归咎于衍生品市场的发展。通过分析，我们可以发现，次级抵押贷款危机的根源在于流动性过剩和房地产抵押贷款市场的信用缺失，且主要发生在场外交易市场；而法国兴业银行、曼氏期货公司的风险事件主要由于风险控制环节出现漏洞，而非衍生品本身的缺陷。在通货膨胀压力下价格的不确定性进一步增强的前提下，随着我国经济的市场化和国际化程度的进一步加深、金融脱媒的进一步深化，企业的稳健经营对期货市场的价格发现和风险规避功能的需求会进一步增强。在规范场外交易市场的前提下，企业的生产经营和宏观经济的平稳运行呼唤衍生品市场的有力发展，衍生品市场在我国的经济发展中将起到举足轻重的作用。

一、次贷危机已将美国经济推向衰退的边缘

美国经济不确定的前景使 2008 年全球经济，特别是包括中国在内的新兴市场经济增加了不确定性。

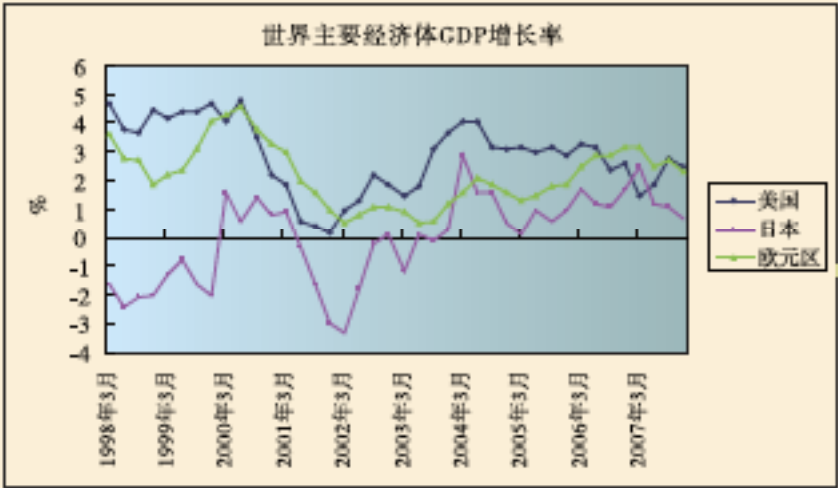
（一）危机导致美国经济面临衰退 全球经济受到冲击

随着次级抵押贷款危机的进一步演化，美国经济正面临衰退的风险。美国四季度经济同比增长 2.5%（见图 3），环比增速仅为 0.6%。进入 2008 年以来，金融机构越来越多的次贷损失被披露出来，美国 2 月非农就业人数比上月减少 6.3 万人（见图 4），2 月份的新屋开工下降了 0.6%，营建许可申请大幅下降了 7.8%，多数经济学家认为，美国经济已经陷入衰退。美联储 2 月 20 日再次下调了美国经济增长的预测，由先前的 1.8% - 2.5% 下调到 1.3% - 2.0%。随着危机的进一步恶化，达到这一增长率目标也面临严峻的挑战。

而受次级抵押贷款危机的影响，欧元区和日本等经济体的经济增长也处于下降的通道中，2007 年第四季度，欧元区 GDP 增长率为 2.3%，环比增长率仅有 0.4%；

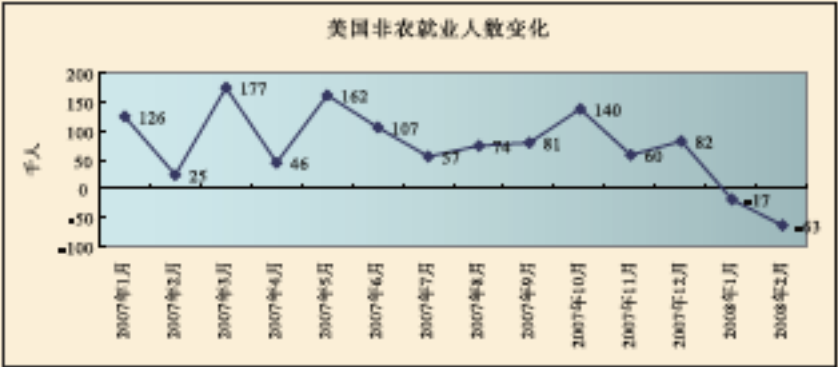
日本 GDP 增长 0.7%。欧盟委员会 2 月 21 日下调了欧盟经济增长的预测，由先前的 2.4%下调到 2.0%，也下调了欧元区经济增长的预测，由先前的 2.2%下调到 1.8%。次贷危机影响的人群已经不限于低收入群体，正在向正常甚至高收入人群蔓延，与此相应，正常房贷、车贷、信用卡等传统的信贷领域违约率也开始上升。

图3、世界各主要经济体GDP增长率



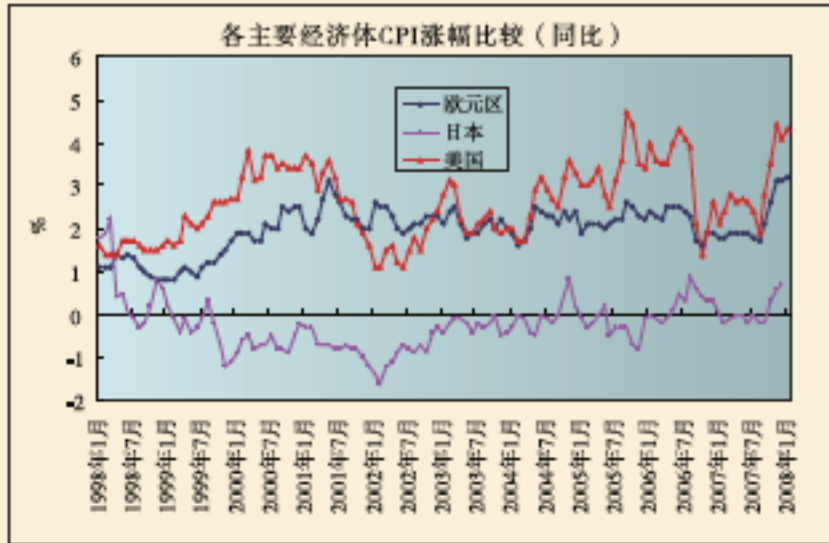
数据来源：Bloomberg

图4、美国非农就业人数变化



数据来源：Bloomberg

图5、世界各主要经济体CPI涨幅比较



数据来源：Bloomberg

能源和食品价格上涨使各经济体同时面临严峻的通货膨胀压力。美国1月份消费者物价指数(CPI)与1月份核心CPI指数持续飙升,其中CPI同比上升4.3%(见图5),核心CPI同比升幅为2.5%;2月份相应数据分别为4.0%和2.3%,仍处于高位运行,表明石油、食品及大宗商品价格的高涨已经渗透至其他商品及服务领域。欧元区今年1月份按年率计算的通货膨胀率创下历史新高,达到3.2%,大大超过欧洲央行将通胀率控制在2%以内的目标。日本1月CPI上升0.7%;去除价格变动较大的生鲜食品后,核心消费指数同比上升0.8%。该指数已连续4个月上升。汽油和食品价格上涨是推动日本核心消费价格指数上升的主要因素。

一旦经济陷入通货膨胀与增长停滞并存的所谓滞胀局面,宏观政策将面临无计可施的尴尬局面。如果实施扩张性政策,必然会加大通货膨胀压力;如果实施紧缩性政策,又会打击本已不振的经济。近来美国和一些欧洲国家的央行已进入这种政策抉择的两难境地。次贷危机开始影响经济基本面,但同时能源、食品等商品价格又大幅上升,央行只能采取微调或观望态度,目前美国通胀率高于经济增长率的现象说明滞胀正在由可能转化为现实。

(二) 救市措施及竞争性的利率下调将为未来的流动性风险埋下伏笔

为了应付次贷危机及可能产生的经济衰退,美联储与各大工业国央行联手多次向市场注资,美联储从2007年9月19日至2008年3月18日连续多次降低利

率，在不到半年的时间内利率下调了 3 个百分点至 2.25%。市场预期美联储可能还会继续降息，以应对美国经济可能到来的衰退。虽然面临严峻的通货膨胀的压力，美联储可能还是会牺牲通货膨胀目标，降低利率，进而促进经济的增长。

随着美联储降低利率，其他国家或地区也相继跟进。比如，加拿大中央银行 1 月 22 日和 3 月 4 日宣布将银行间隔夜拆借利率分别降低 25 个基点和 50 个基点，当前基准利率水平为 3.5%。1 月 22 日，香港金管局表示，港元基本利率下调 75 个基点至 5.00 厘。2007 年 12 月 6 日和 2008 年 2 月 7 日，英国央行货币政策委员会两次分别下调了关键利率 25 个基点至 5.25%，以应对消费支出增长乏力及十年来最严重的房价下滑。欧元区面临的严峻的通货膨胀压力使得欧洲央行不敢效仿美联储采取降息以刺激经济增长的做法。因此，有专家表示，随着美国利率的不断下调，不排除欧元区跟进降息的可能。这种竞争性的利率下调会进一步导致全球的流动性过剩和货币贬值，使金融市场的波动会更加频繁，宏观经济调控面临更大的困境。

二、次贷危机及流动性过剩下的衍生品市场

（一）次级抵押贷款危机主要涉及场外市场

高风险的信用衍生品将房地产市场的信用风险放大，将实体经济的危机扩大到信用衍生品市场，并加速了危机的蔓延，反过来又对实体经济的发展产生负面影响。不过，次级抵押贷款危机中涉及到的信用衍生品的问题主要发生在场外交易市场，而法国兴业银行、曼氏期货公司的风险事件主要由于风险控制环节出现漏洞，而非衍生品本身的缺陷。场内交易由于具有严格的风险控制手段和交易机制，能够有效地防范交易过程中产生的风险，充分发挥价格发现和风险规避的功能。

（二）美国市场信心不振增加了商品价格的不确定性

三月份密歇根大学/路透社消费者情绪指数由二月份的 70.8 降至 70.5（见图 6），高于华尔街经济学家普遍预计的 69.0，但仍然是 16 年来最低水平。消费者信心指数在美国是一个非常重要的经济数据，如果消费者信心不振，美联储的注资和降息给市场增加的流动性不能有效转化为消费和投资，而是去追逐大宗

商品的保值，推高了原油、黄金等商品价格，从而形成泡沫，影响了对实体经济增长的刺激力度。另外，市场对美联储的强烈的降息预期使美元指数步步走弱，也为主要以美元为定价基准的商品价格提供了支撑。但另一方面，美国经济衰退将降低对能源等大宗商品的需求，市场的悲观预期将使商品价格挫跌，使商品价格的波动加大。

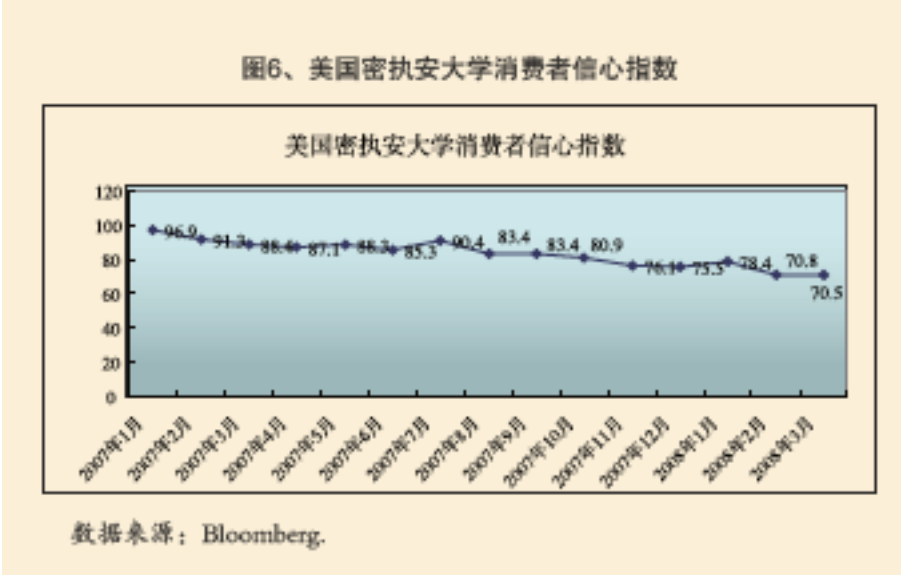


表1、中国GDP与CPI目标与实际值

2008	8%左右		4.8%左右	
2007	8%左右	11.4%	3%以内	4.8%
2006	8%左右	10.7%	3%	1.5%
2005	8%左右	10.4%	4%	1.3%

资料来源：中国政府工作报告各期。

（三）流动性过剩和资金态度的转变加大了商品价格的波动幅度

由于美国、日本和欧元区三大主要经济体多年实行宽松的货币政策，全球流动性过剩问题日益严重。同时，受次级抵押贷款危机的影响，美国经济前景暗淡，使市场预期美联储将进一步降息，美元将进一步走弱。由于美元充当国际基准货币，是国际能源等大宗商品定价的基准货币，美元的走弱为商品价格的高涨提供了条件。流动性过剩和美元走弱使资产、能源与大宗商品价格上涨。

同时，过剩的流动性给市场的追涨杀跌提供了资金基础，商品市场价格常常脱离供给与需求的基本面，使市场信心与市场预期成为决定短期内商品价格的重

要力量。从另一个方面来讲，商品价格的波动也会为国家的宏观调控政策提供参考依据。

三、中国宏观经济形势及衍生品市场功能的发挥

就期货市场的功能而言，从微观层面来讲，价格发现和风险规避的功能是市场参与者的共识。期货已经成为企业确保目标利润顺利实现的风险管理工具，许多企业由于充分利用期货市场的套期保值功能避免了价格风险，实现了快速的发展。世界 500 强公司当中 90% 的公司都使用金融衍生品来规避业务风险¹。从宏观层面来讲，基于微观经济主体的稳健运行，期货市场降低了宏观经济大起大落的可能性，提高劳动生产率，实现经济又好又快的发展。

（一）中国宏观经济及金融市场的发展

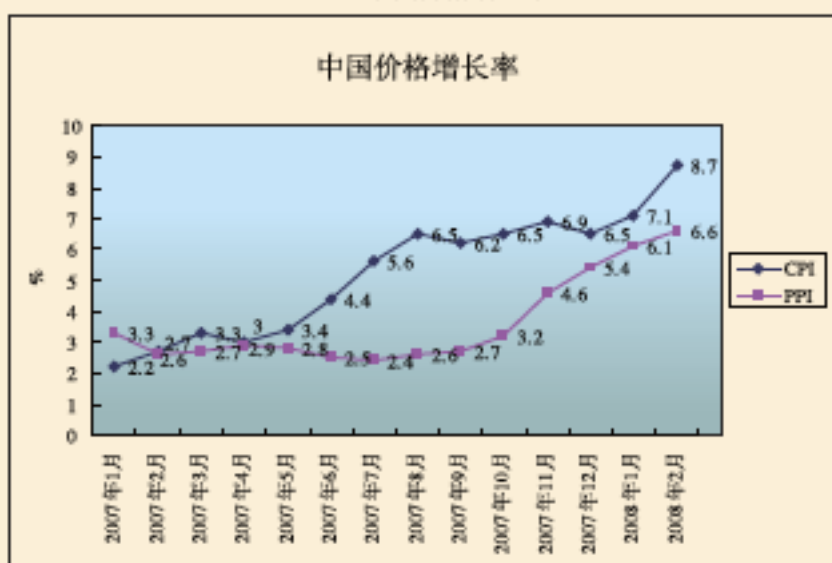
1、通货膨胀是中国当前面临的最突出的问题

国务院总理温家宝在第十一届全国人民代表大会第一次会议的政府工作报告中说，今年国民经济和社会发展的预期目标是国内生产总值增长 8% 左右；居民消费价格总水平涨幅控制在 4.8% 左右。

虽然 2008 年初中国遭遇了雪灾，且面临美国及世界经济放缓的外部环境的不确定性，中国仍将今年的 GDP 增长目标定在与往年的目标相同的 8% 左右的水平，显示中国政府高层对中国经济增长的乐观预期。不过，由于国内生产成本上升、人民币升值以及中国外贸政策的调整，中国的出口面临很大的压力；而另一方面，今年政府的财政支出和转移支付力度加强²，我们预计，如果宏观调控政策得当，中国今年的 GDP 仍能保持较快的增长。

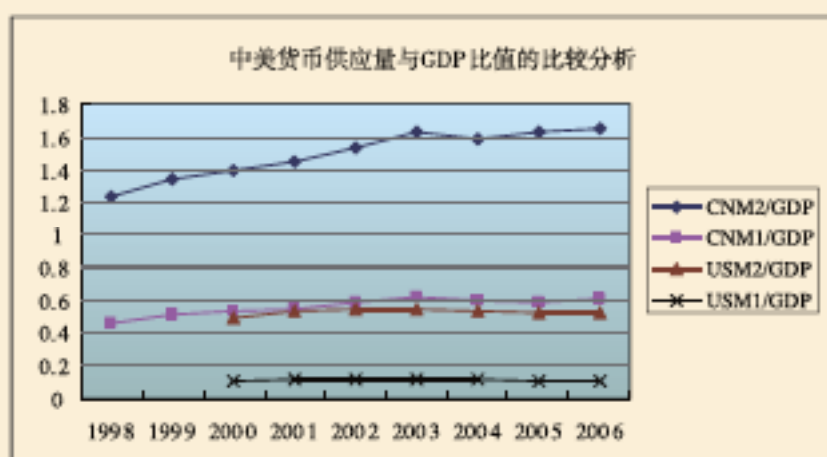
目前中央政府最担心的，实际上是通货膨胀压力。政府工作报告指出今年的通货膨胀目标为控制在去年的 4.8% 水平，这可能低估了今年的通胀率，2 月份居民消费价格指数已上升 8.7%（见图 7），2 月份生产物价指数升幅也达 6.6%，通胀明显有恶化、蔓延之势。因此报告有关宏观调控部分，着重强调的是如何应对通货膨胀，具体列出九项措施，如增产提高供应、加强物价监管、落实低收入群众的补贴等，凸显防止通胀恶化“是今年宏观调控的重大任务”；货币政策也配合继续从紧。

图7、中国价格增长率



数据来源：Bloomberg

图 8、中国和美国的货币供应量与GDP的比值比较图



资料来源：中国人民银行、Bloomberg。

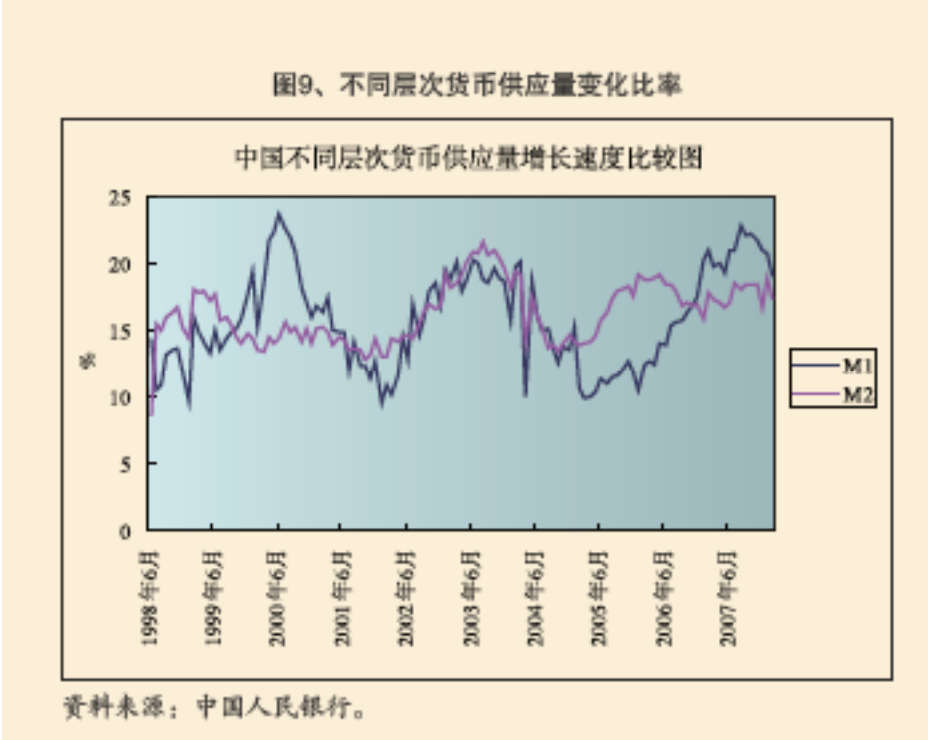
2、金融脱媒是资产价格上升的重要原因

金融脱媒是指投资者和融资者不通过银行等金融机构，而直接以股票、证券、保险、基金等形式进行资金交易的现象。

当前，金融脱媒现象在我国也越来越明显。需要指出的是，根据居高不下的中国的 M2/GDP 指标来看（见图 8），中国的流动性过剩问题由来已久，只是由于以往资本市场的发展滞后及社会保障体系的不健全，过剩的流动性以商业银行存款的形势储存起来，没有以当前的高资产价格、高通货膨胀率等形式表现出来。

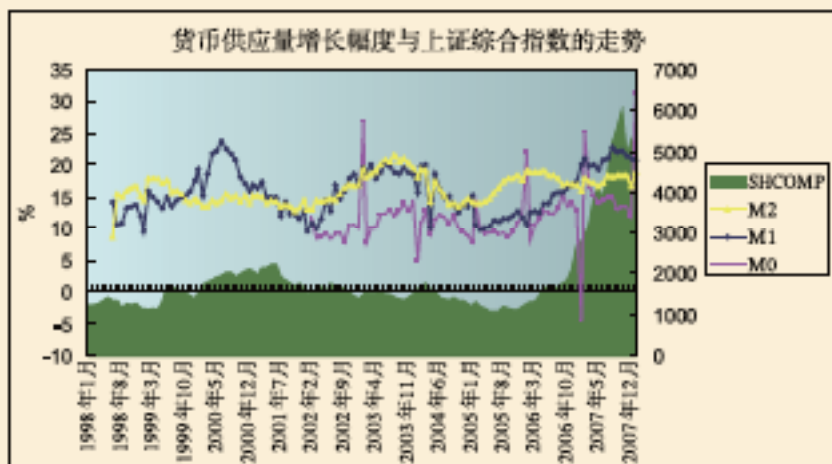
金融市场的发展使金融脱媒成为可能的同时，也使流动性过剩问题更加令人瞩目。

存款的活期化是金融脱媒最直接的表现。改革开放 30 年来，货币供应 M1 的增长速度要显著低于 M2 的增长速度（见图 9）。其间，只是在经济增长速度过快的少数年份中，才会短暂发生 M1 增长高于 M2 增长的现象。这是中国金融深化不断发展（M2 占 GDP 比重提高）以及金融体系缺乏多样化金融资产（存款在金融资产总量中占绝对支配地位）的表现。从 2006 年 11 月开始，M1 增长速度便明显地高于 M2 的增长速度，且增长速度间的“剪刀差”显示了不断扩大之势。不断扩张的直接融资为居民和企业提供了越来越多的金融投资机会是导致这一变化的原因。



金融脱媒推高了资产价格，也使期货交易更加活跃。从货币供应量增长速度与证券市场的关系来看，M1 的增长速度高于 M2 的增长速度的阶段主要有两个时期——1999 年 10 月至 2001 年 6 月，2006 年 12 月至今。第一个时期证券市场产生了一波明显的上涨行情（见图 10），上证指数突破 2000 点；而 2006 年 12 月至今，上证指数不断上升，屡创新高，曾突破 6000 点大关，显示存款活期化及金融脱媒现象直接反应在资本市场资金面的宽松及资产价格的大幅上升。

图10、货币供应量增长幅度与上证综合指数的走势

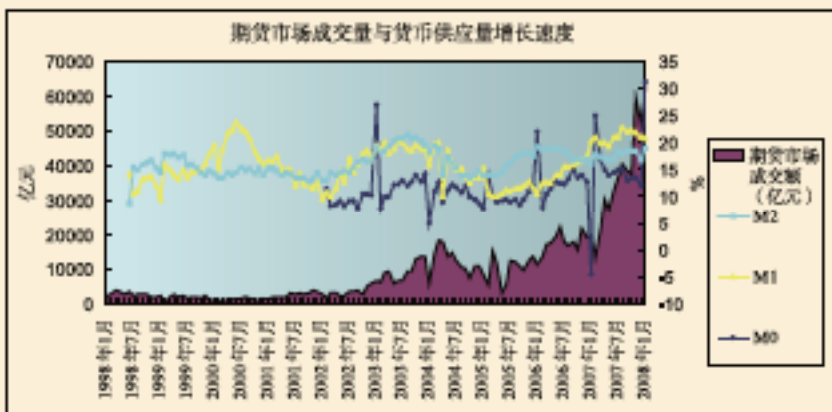


数据来源：Bloomberg

从货币供应量增长速度与期货市场成交额的关系来看，M1 的增长速度高于M2 的增长速度的阶段主要有两个时期——1999 年 10 月至 2001 年 6 月，2006 年 12 月至今。第一个时期期货市场的交易量没有明显的变化（见图 11），而 2006 年 12 月至今，期货市场的交易量直线上升，不断创出历史新高，2006 年 11 月成交额为 2099.29 亿元，

2008 年 1 月期货市场成交额 60309.5 亿元，增长了近 29 倍，显示随着期货市场的发展，本轮的存款活期化及金融脱媒现象对期货市场产生了显著的影响。

图11、期货市场成交量与货币供应量增长速度



数据来源：Bloomberg，中国期货业协会。

（二）衍生品市场在我国的经济发展中将起到举足轻重的作用

1、争取大宗商品的“话语权” 服务于国民经济又好又快的发展

随着中国经济的平稳快速发展,中国消费的许多大宗商品占全球消费量的比重逐步提高,进口量也不断上升。国际市场上的投机者往往利用这一因素,大肆抬高商品价格,使国内企业在原料采购过程中蒙受损失,“话语权”的缺失使企业抵御价格波动的抗风险能力也显得十分微弱。越来越多的企业界和期货界人士认识到,只有在国内推出规范、高效的商品期货交易,才能客观反应国内市场供需情况,并将所形成的价格信号传递给国际市场,才能在全球商品市场发布中国的声音。

2、期货市场可以为政府的宏观经济调控提供参考依据

期货市场上的商品价格反映市场对商品价格未来走势的预期、反映市场供求关系的平衡。对关系宏观经济命脉的大宗商品而言,商品价格的未来走势为政府的宏观经济调控提供了参考依据。对未来价格变动异常的商品,政府可以通过财政政策的倾斜、货币政策的调控力度的收放,以及汇率政策的调整对宏观经济的未来走势进行调节。

3、期货市场可以为企业和银行规避不确定性风险

从国际经验来看,期货在企业的生产经营中扮演着重要的角色。期货公司一般从以下三个方面参与企业的经营活动:(1)帮助企业进行合同管理,帮助合同签订、合同敞口的管理;(2)长期合同管理下的财务安排,即融资安排。甚至可以当长期合同的买方和卖方。(3)高端客户的理财。期货公司可以介入企业的融资安排,即企业在期货公司的保值策略成为企业从银行融资的基本条件,不仅能实现企业经营风险的规避,还能够实现银行贷款风险的化解,同时活跃期货交易,是一种三赢的策略。

4、金融脱媒呼唤期货市场的发展

作为全球金融市场最发达的美国,曾经在上世纪70年代到90年代末,发生过长达30年的金融脱媒的过程,而这一阶段也是金融期货迅猛发展的时期,直接融资在融资整体体系中的比重显著上升。金融脱媒使金融竞争加剧、各种金融衍生产品层出不穷、新兴市场不断拓展,由此而引起的金融市场上的信用风险、市场风险、经营风险和国际风险也会上升,从而影响金融系统的健全与稳定。金融脱媒后,可交易金融资产的增多,将不断增加对用货币作为交易和支付中介的需求,货币需求的范围在不断扩大,其易变性更显著。货币需求的不稳定,进一

步弱化了当局货币调控的效力。因而，金融脱媒后虚拟经济的发展使信心成为主导市场的流动性的关键因素，价格发现和风险规避的功能将使期货市场走上历史的舞台。

5、价格的波动和市场化程度的提高与期货市场相伴而生

期货市场具有价格发现和风险规避功能。只有在价格市场化的前提下、在价格存在波动的条件下，期货市场的功能才能有效发挥。当前的宏观经济发展的大背景存在诸多不确定性，我国与国际市场接轨的程度进一步加大，市场化程度也进一步加深。期货市场是与价格的波动和市场化程度的提高相伴而生的，当前的宏观经济发展形势更需要期货市场的保驾护航。

通货膨胀是当前中国经济面临的首要问题。由于价格变化的不确定性，商品市场可以为企业的生产经营有效传递价格信息，提供定价参考，稳定利润，进而防止宏观经济发展的大起大落。

6、完善市场规则，控制交易风险

期货市场是一把双刃剑，如果利用得好，能够使企业的经营风险得到规避，从而防止宏观经济的大起大落；而同时，由于期货市场是保证金交易，在降低风险规避成本的同时，也使违规交易的风险加倍放大。不过，综观近期衍生品市场上的风险事件，美国信用体系的失灵是次贷危机产生的根源，其根本原因并不在衍生品市场本身；兴业银行和曼氏期货的风险来源于从业者的道德操守和公司的风险控制环节的不完善，与期货品种并没有直接关系。因而，我们不能因噎废食，由于个别风险事件而对衍生品市场总体产生疑虑；风险控制是期货市场平稳健康发展的基石。场内交易由于使用标准合同等，风险较小。场外交易的透明度需要加强。

总之，在通货膨胀压力下价格的不确定性进一步增强的前提下，随着我国经济的市场化和国际化程度的进一步加深、金融脱媒的进一步深化，企业经营对期货市场的价格发现和风险规避功能的需要会进一步增强。在规范场外交易市场的前提下，企业的生产经营和宏观经济的平稳运行呼唤衍生品市场的有力发展，衍生品市场在我国的经济发展中将起到举足轻重的作用。

（责任编辑：张 灿）