

□ 施兵超

衍生性金融工具与金融风险管理

近年来,衍生性金融工具与衍生性金融市场正日益成为金融领域的热门话题。人们对这些新金融工具与新金融市场的评价可谓众说纷纭,褒贬不一。如何正确地认识和对待这些新金融工具及新金融市场,乃是金融理论界、金融实务界及政府决策部门所共同关心的问题。在本文中,笔者拟从衍生性金融工具与金融风险管理的关系这一角度,提出自己不成熟的看法。

一、金融风险管理的需要与衍生性金融工具的产生

衍生性金融工具是70年代以来国际金融创新的产物。自从产生以来,它的发展异常迅猛,其成交量直线上升,新品种不断问世,市场范围迅速扩展。随着衍生性金融工具交易规模的日益扩大,由这种交易所引发的金融风险日益增大。进入90年代以来,许多大银行、大公司皆因参与这种交易而蒙受巨大损失,甚至因此而破产的事件也屡见不鲜。1995年2月,国内外相继发生“巴林事件”和“327事件”,引起人们对衍生性金融工具的广泛而又热烈的讨论。在讨论中,人们往往强调衍生性金融工具的风险性,甚至将衍生性金融工具看作这些灾难性事件的祸根。

其实,这种认识是错误的。产生这种错误认识的原因,在于曲解了衍生性金融工具的基本性质。从各种衍生性金融工具的产生和发展,我们可清楚地看出,它们本身并不产生任何金融风险。相反,它们是人们有效地管理各种金融风险的工具。

所谓“金融风险”(Financial Risk),是指包括金融机构在内的各种经济主体在金融活动或投资经营活动中因各种金融因素的不确定变动而受到损失的可能性。金融风险的种类很多,其中最主要的有外汇风险、利率风险、信用风险、流动性风险、货币的购买力风险、金融市场的价格风险以及国家风险等。在这些金融风险中,大多是在70年代以后形成,或在70年代以来变得日益严重的。各种衍生性金融工具也正是在金融风险日趋复杂、日趋严重的条件下,为满足人们管理金融风险的需要而产生和发展起来的。

自从本世纪70年代以来,国际金融领域发生了翻天覆地的变化。1973年,维系国际货币金融秩序数十年之久的布雷顿森林体系彻底崩溃。从那时起,以美元为中心的固定汇率制度为浮动汇率制度所替代。外汇市场风云四起,汇率波动既频繁,又剧烈,各个经济主体普遍地面临着日益严重的外汇风险。为迎合人们管理外汇风险的需要,美国芝加哥商业交易所(CME)特设国际货币市场(IMM)分部,于1972年5月16日率先开办外汇期货交易,首开金融期货交易之先河。

70年代末、80年代初,西方各国纷纷放松、甚至取消外汇管制与利率管制。于是,在整个世界范围内形成了一股金融自由化的热潮。在这一热潮中,金融风险与日俱增,其中尤以外汇风

险、利率风险及金融市场的系统性风险为最明显、最突出。

金融风险的日益增大,越来越严重地威胁着各经济主体、尤其是各种金融机构的生存与发展。因此,金融风险管理显得越来越重要,人们对金融风险管理工具的需求越来越迫切。随着人们避险需求的日益扩大,各种新的金融风险管理工具也如雨后春笋般地涌现出来。在这些新的金融风险管理工具中,发展得最成功,人们运用得最普遍的,就是各种类型的衍生性金融工具,如金融期货、金融期权、金融互换及远期利率协议等等。

衍生性金融工具之所以被广泛地运用于各种金融风险的管理,是因为它们在金融风险管理中具有既简便、又有效的优点。所以,它们一经产生,往往得到迅速的发展。综观各种衍生性金融工具产生的背景和发展的历程,我们不难看出,它们的产生,无一不是为了迎合人们管理金融风险的需要;而它们的发展,又无一不以人们避险需求的扩大为主要动力。因此,就基本性质而言,衍生性金融工具实是一种行之有效的管理金融风险的工具。

二、衍生性金融工具的投机与新金融风险的引发

“水能载舟,亦能覆舟”,谓人们对某事物用之得当则有利,反之则有害。人们对衍生性金融工具的运用也正是如此。

从各种衍生性金融工具的产生和发展来看,它们似乎都有这样一个显著而又值得注意的两重性:作为一种套期保值的工具,它们原是应人们管理各种金融风险的需要而产生和发展起来的;但是,作为一种获利性的投资工具,它们却又往往给投资者带来新的、更为严重的金融风险,即由衍生性金融工具的交易所引发的金融风险。

衍生性金融工具之所以有此两重性,主要是由于衍生性金融市场上有着不同的参与者。

从目前衍生性金融市场比较发达的国家和地区来看,他们当时建立这种市场的初衷,都是为广大的投资者和生产经营者提供一种能够有效地转移或规避金融风险的场所。但与其他任何一种金融工具的交易一样,在衍生性金融工具的交易中,投机也是一种不可避免的交易行为。

如何认识和对待投机,将决定着衍生性金融市场的发展,更决定着这种市场的发展对整个经济所产生的影响。在笔者看来,投机也具有两重性:合法的、适度的投机是衍生性金融市场的发展所必需的;但非法的、过度的投机却是扰乱市场秩序、引发金融危机的根源。

在一个比较完善的衍生性金融市场上,应该既有套期保值者,也有投机者。套期保值者和投机者是相互依存、相互制约、相互利用的交易伙伴。如果只有套期保值者,而没有投机者,则套期保值者将难以找到适当的交易对手,市场也将缺乏必要的流动性。这主要是因为,人们之所以能通过衍生性金融工具的交易来管理他们所面临的各种金融风险,并不是因为这些衍生性金融工具能从根本上消除各种金融风险,而是通过这种交易,人们可将自己所面临的金融风险转嫁给自己的交易对手。但是,金融风险的转嫁显然必须以有人愿意承担为前提。事实上,在衍生性金融市场上,套期保值者所转嫁的金融风险中,有相当一部分正是由投机者所承担的。这就说明,适当的投机不仅是可以的,而且甚至还是必要的。但是,如果在一个衍生性金融市场上,只有投机者,而没有套期保值者,则投机的过度也许是一种必然的结果。我国在前几年开办国债期货交易时,之所以出现如此狂热的投机,固然有很多原因,但我认为,缺乏套期保值的需要也显然是其中一个不能忽视的原因。因为只有套期保值的需要,才是各种衍生性金融市场存在的基础。如果缺乏这一基础,则衍生性金融工具的交易将难免陷于非法和过度的境地。这是由衍生性金融工具的特点所决定的。

衍生性金融工具的一个最重要的特点,是具有高度的杠杆性。这一特点使投机者能以小额资本从事巨额投机,从而有可能以小额资本获取巨额利润。这一高利润的强大诱惑力往往驱使一些投机者铤而走险。为追逐这一可能取得的巨额利润,他们将置巨大风险于脑后,视交易规则为儿戏,操纵市场,兴风作浪。一旦投机失误,他们将血本无归,倾家荡产。近年来,因从事各种衍生性金融工具的投机性交易而损失惨重,甚至倒闭的事件层出不穷。在这些失败者中,有哪一个不是违规操作,试图操纵市场,以牟取暴利的投机者?又有哪一个不是孤注一掷、不留余地的冒险者?

由此可见,衍生性金融工具的投机确实容易引发金融风险,但是,我们不能因噎废食,也不能一味否定投机,更不能绝对地禁止投机,而应该正确地认识投机的两重性,从而适当地引导和控制投机。只要投机被控制在合法的、适度的范围,则由这种投机所引发的金融风险是有限的,这种投机对衍生性金融市场的发展和完善,对一国经济的增长和发展都是有利而无害的。

三、积极创造条件,建立和发展我国的衍生性金融市场

由以上分析可知,各种衍生性金融工具都有着明显的两重性:作为套期保值的工具,它们可有效地管理各种金融风险;而作为获利性的投资手段,它们又通常给投资者带来严重的金融风险。因此,我们既不能片面地否定或反对衍生性金融工具的存在,又不能忽视衍生性金融工具的风险性。从70年代以来国际金融领域的发展趋势来看,建立和发展我国的衍生性金融市场,推出各种适合我国国情、符合我国实际需要的衍生性金融工具,对进一步扩大对外开放和深化金融体制改革都是十分必要的,其必要性主要表现在如下几个方面:

首先,建立和发展我国的衍生性金融市场,是利率市场化改革的需要。

从国际上衍生性金融市场比较发达的国家和地区来看,与利率有关的衍生性金融工具不仅品种最多,而且交易也最活跃。例如,金融互换原是从货币互换开始的,利率互换要比货币互换晚产生一年之久。但是,目前利率互换的成交量要占整个金融互换之成交量的80%以上。利率期货与利率期权在整个金融期货与金融期权中所占的地位也是如此。另外,自80年代以来,形形色色的其他利率衍生工具更是争奇斗异,名目繁多。这就说明,在各种衍生性金融工具中,利率衍生工具的需求量高居榜首。这自然是由利率风险最为突出、人们对利率风险管理工具的需求最为迫切所决定的。

我们知道,利率风险是由利率的不确定波动所引起的。利率风险的大小则是由利率波动的幅度所决定的。在利率管制的条件下,利率风险自然不大,人们对利率风险管理工具的需求也自然不大。然而,随着我国金融体制改革的进一步深化,一项既重要、又棘手的改革——利率的市场化改革,乃是一种必然的和无法回避的改革。

利率市场化是充分发挥利率作用的需要,也是进一步深化其他各种金融体制改革的需要。因此,利率的市场化改革是我国整个金融发展战略的一个重要方面。但在现阶段,我国还没有充分具备利率市场化的条件,其关键之一就是缺乏必要的可用于管理利率风险的工具和场所。

如所周知,所谓“利率市场化”,就是放松、甚至取消利率管制。所以,利率的市场化必将引起利率的不确定波动,且波动的幅度也将是不确定的。于是,利率风险在所难免。为了管理利率风险,我们就不能没有相应的管理利率风险的工具和场所。从西方各发达国家的先进经验来看,各种衍生性金融工具是利率风险管理中最常用、最简便、更有效的工具。因此,对我国来说,建立和发展衍生性金融市场,是利率市场化改革的一个必要条件。

其次,建立和发展我国的衍生性金融市场,是专业银行商业化改革的需要。

专业银行的商业化改革,是指将原有的国有专业银行转化为自主经营、自负盈亏、自担风险、自我约束、自我平衡、自我发展的商业银行。商业银行将以安全性、流动性、盈利性作为基本的经营原则。随着我国金融体制改革的进一步深化,商业银行的安全性必将显得日益重要。

作为金融机构的一种主要形式,商业银行无疑将面临着所有各种金融风险。在金融自由化之前,尤其是在布雷顿森林体系时期,商业银行所面临的金融风险主要是信用风险与流动性风险。但在金融自由化以来,商业银行所面临的金融风险就远较以前来得严重而又复杂,这些金融风险对商业银行之生存和发展的影响也远较以前来得更为重大,其中尤以利率风险和外汇风险为最重要。要有效地管理这些金融风险,衍生性金融工具将是必不可少的,衍生性金融市场的建立和发展更是必不可少的。

另外,从国际金融市场的发展来看,金融证券化的趋势似乎越来越明显。金融证券化必将对商业银行的存贷款业务造成一定的冲击。但是,金融证券化也相对地缩小了商业银行的信用风险。这是因为,金融证券化以后,原来由商业银行承担的信用风险改由投资者和筹资者自己承担了。同时,金融证券化也为商业银行开辟了新的业务领域。例如,金融证券化通常以金融互换为条件。商业银行可利用其联系面广、信息灵通的优势,充当金融互换的中介机构,从金融互换业务中取得比较可观的收益,以弥补存贷款业务的相对减少所造成的损失而有余。这就说明,建立和发展衍生性金融市场,不仅是各种基础金融市场存在和发展的必要条件,而且也是商业银行适应新的金融环境,并在新的金融环境中求得生存和发展的必要条件。

最后,建立和发展我国的衍生性金融市场,是进一步扩大对外开放的需要。

自从60年代开始,国际金融市场已逐渐形成全球一体化的趋势。进入70年代以后,这种趋势越来越明显。随着对外开放的进一步扩大,我国的金融部门也必将加入到这一一体化的行列,我国的金融业务也必将与国际接轨。到那时,我国的金融领域必将面临着越来越激烈的竞争。要在竞争中取胜,我们就必须不断地通过各种途径来增强自己的竞争能力。从70年代以来国际金融领域的发展来看,建立和发展各种衍生性金融市场,推出各种衍生性金融产品,以适应国内外投资者的需要,是增强竞争能力的一个十分重要的方面。

由以上分析可知,建立和发展我国的衍生性金融市场,开展各种衍生性金融工具的交易,是我国金融发展战略的一个重要的方面。当然,由于我国的国情不同于其他国家,尤其是不同于西方发达国家,因此,建立我国的衍生性金融市场也必须从实际出发。例如,在衍生性金融工具的品种选择方面、具体的交易规则方面以及衍生性金融市场的管理方面,我们都必须做到既符合国际惯例,又不失本国特色。

参考资料:

- 1.《国际金融研究》1996、1997年各期;
- 2.约翰·赫尔著:《期权、期货和衍生证券》,华夏出版社1997年版;
- 3.张光平著:《巴林倒闭与金融衍生工具》,上海人民出版社1996年版;
- 4.胡继之主编:《金融衍生产品及其风险管理》,中国金融出版社1997年版;
5. T. J. Andersen: Currency and Interest Rate Hedging, 1993;
6. A. L. Tucker: Financial Futures, Options, and Swaps, 1991.

(作者单位:上海财经大学财务金融学院;邮编:200433)