



系列专题之衍生产品专题（一）

读懂 CDS 市场首次数据披露	- 2 -
人民币衍生品风险不容忽视	- 6 -
纽约泛欧交易所集团和郑商所今后将共同发展期货期权市场	- 7 -
纽交所 CEO：衍生品并非都是“魔鬼”	- 9 -
外汇衍生品频惹祸 各国欲念“紧箍咒”	- 11 -
金融创新：要不要金融衍生品	- 13 -
中国还要发展金融衍生品吗	- 15 -
金融衍生品的“罪与罚”	- 16 -
深度剖解华尔街危机链	- 19 -
金融衍生品工具监管：差之毫厘谬以千里	- 27 -
中信泰富为何被衍生品击倒？	- 28 -
信用危机是最大的经济危机	- 30 -
衍生品交易应“严”字当头	- 32 -
健全金融衍生品交易风险管理制度	- 39 -
吴晓灵：不应关闭衍生品发展大门	- 40 -
次贷危机并非全是金融衍生品惹的祸	- 41 -
次贷风暴对我国保险业的三大启示	- 44 -
美国金融动荡给国内衍生品市场的启示	- 48 -
业内人士建议尽快统一金融衍生产品交易主协议	- 49 -

读懂 CDS 市场首次数据披露

发布时间：2008-11-10 来源：第一财经日报 作者：张鸿飞 仲宇

随着欧美立法机构及监管机构对信用违约掉期（Credit Default Swap, CDS）市场的指责声浪日高，痛斥不透明、不受监管的 CDS 市场加剧了金融危机的严重性，在 11 月 4 日美国总统选举之夜，庞大的 CDS 市场终于打开一扇门窗。

负责 CDS 交易结算的美国托管信托和结算公司（Depository Trust & Clearing Corp.，下称“DTCC”）公布，CDS 市场全球交易规模为 33.6 万亿美元，参考债券包括各国国债、企业债券、资产抵押债券等。DTCC 同时公布了这些 CDS 如何在交易对手类型、参考债券所属行业（Sector）、各类 CDS 打包成的指数、约 1000 种单一债券、CDS 期限等各类指标之间的分布。如此详细的数据在 CDS 市场 10 多年历史上尚属首次。

CDS 基本知识

CDS 是一种类似保险的合约，以某一种债券作为参照物，交易双方不一定拥有此种债券，A、B 两方对此债券的信用观点不同，A 方从 B 方购买保险，例如投保额为 500 万美元，保险价格双方议定，A 方向 B 方交纳保费，一旦参照债券违约，双方交易即终止，办理退赔手续，B 方偿付 500 万美元给 A 方。由于原先 CDS 市场极其不透明，监管机构不知道每一项交易的细节，导致华尔街各大行之间错综复杂的债务纠缠，一旦某家大型交易对手倒闭便会给 CDS 市场带来极大的混乱、信贷市场的极大恐慌。巴菲特将 CDS 产品称为“定时炸弹”。CDS 主要券商雷曼兄弟的倒闭引起的金融风暴便可知其中的杀伤力。

CDS 的杀伤力还在于在参照债券违约时，对债券违约亏损的放大作用。由于交易对手双方不必拥有参照债券，在购买保险时担保额由双方任意确定，不必也无法预先知道已经有多少 CDS 以该债券作为参照，保额可能远远超过该参考债券尚未付清的余额。一旦债券违约，涉及的赔偿金额会远高于债券本身的数额，而且被卷入的机构会更多。

以前的 CDS 市场规模均由国际掉期和衍生产品协会（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）公布，该协会从 2001 年起开始调查 CDS 市场规模，当时为 9190 亿美元，到 2007 年底达到顶峰 62 万亿美元。今年 7 月底下降为 55 万亿美元。在这次金融风暴尤其是雷曼倒闭以后，数家结算机构对重复的 CDS 交易进行解套（unwinding）、冲销（netting），使得 CDS 市场规模大为减少。对此市场规模的反复修改争论本身便说明 CDS 市场不透明。

交易解套相当于保险中的退保，有主动解套和被动解套两种。主动解套在贝尔斯登、雷曼倒闭前的几天达到巅峰，主要是各个交易对手将与这两家投行的交易解除，赔偿再高罚金也在所不惜，或者将与这两家进行的交易转至另外一家机构（novation），除了交易对手改变外，其他参数不变。贝尔斯登被摩根大通收购后，账簿上的所有 CDS 交易由后者担保。雷曼破产后，各大机构又开始主动解套与摩根士丹利的交易，因为担心大摩会步雷曼的后尘。被动解套相当于保险中的退赔，参考债券发生了违约事件，如房地美和房地美被政府接管、雷曼破产、华盛顿互惠银行倒闭被政府接管又被卖给摩根大通、冰岛三家银行被政府接管均被视为违约事件，所有以这些机构的债券为参照物的 CDS 全部解套，投保一方得到另一方的赔偿。

另一种被动解套是由于交易对手的违约。雷曼原是 CDS 市场主要市场制造商（market maker），与各机构有数百万项的衍生品柜台交易（over the counter, OTC），相信有不下 50 万项的 CDS 交易，所有这些交易全部解套。

重复的交易是指两个交易对手在不同时间反复买卖同样的债券保险，比如 A 方今天从 B 方买得 500 万保险，若干天后 B 方以同样保费从 A 方买得同样数额的保险，这样两项交易相抵。各大券商会每个季度定期解除冲销这些交易。冲销的目的的一则可以减少交易对手之间的繁杂付费手续，此外 CDS 市场从业人员希望冲销能够减少市场规模。太大的 CDS 规模被外界认为导致更高的风险，更易制造市场恐慌。雷曼破产后，其债券 CDS 票面总额被预测 4000 亿美元，市场陷入极大恐慌，但是统计结果只有 720 亿美元，在经过冲销掉重复交易后，最后易手的金额仅为 52 亿美元。如果市场预先知道这一数据，雷曼破产后的金融市场的历史将会被改写。CDS 公开数据所反映的当前金融风险分配

DTCC 的数据表明，债务越多的公司被参照的 CDS 也越多，这些交易有近 80% 在华尔街大行之间交易。同时，参照的债券中各国国债和各企业债券不相上下，预示着市场对各国国债违约的担忧。

按照交易票面总额划分，15.4 万亿美元的 CDS 交易参照债券是单一的各国债券、企业债券，或者资产抵押债券，另外的 14.8 万亿美元则交易各类 CDS 指数或者将指数按照风险分成的各种标准组块（standard index tranche）。由于指数的标准化，这些指数和组块是 CDS 市场交易量最为活跃的产品。华尔街投行甚至将交易单一债券 CDS 小组和交易指数及标准组块的小组分开，前者称为信贷流动交易小组（credit flow desk），后者为信贷混合交易小组（credit hybrids desk）。CDS 指数由交易最为活跃的同类、相似评级的 CDS 组成，约有十多种，每种指数每半年更新一次，将违约的 CDS 成员剔除，换入交易更为活跃的成员。这些指数有北美优质评级企业债券（CDX IG）、北美劣质评级企业债券（CDX HY）、欧洲企业债券（ITRAXX Europe）、北美资产抵押债券（ABX）、房贷抵押债券（CMBX）、企业贷款债券（LCDX）、金融业债券（FINANCIALS），还有日本、除日本外亚洲的企业债券等。DTCC 的数据显示，如果冲销掉重复的交易，在各国国债的 CDS 交易中，意大利国债的 CDS 交易净额为 227 亿美元，有 3253 项交易；西班牙国债 CDS 交易余额为 166 亿美元，1900 项交易；巴西 122 亿美元，交易数超过 1 万项。以下为德国 114 亿美元、俄罗斯 83 亿美元、希腊 82 亿美元、土耳其 76 亿美元。英国 29 亿美元/381 项交易，美国国债是 16 亿美元/129 项交易，中国 19 亿美元/1667 项交易，日本 18 亿美元/293 项交易。如果不抵消重复交易，土耳其以 1886 亿美元的 CDS 票面总额夺魁，但是抵消掉重复交易后，净额为 76 亿美元。

西班牙房地产市场低迷，全国经济在 15 年中首次陷入危机，信贷市场的冻结导致金融机构的股价大跌。西班牙国债 CDS 保费在 10 月 24 日达到 112 基点最高纪录，9 月初则为 47 基点。11 月 5 日的收盘价是 80 基点，与 10 月 10 日的价格持平。意大利 10 年期国债的价格在 10 月 24 日达到 138 个基点，在 11 月 5 日的收盘价是 108 个基点，意味着担保 1000 万美元 10 年期的年保费是 10.8 万美元，是 8 月份保费的双倍。

在参照物为企业债券的 CDS 中，德国最大的银行德意志银行（Deutsche Bank）的 CDS 交易余额最高，达到 124 亿美元，其次是通用电气的 121 亿美元，再次几乎全是华尔街金融机构，如摩根士丹利（83 亿美

元）、美林集团（82 亿美元）、高盛（69 亿美元）、全国房贷（Countrywide，67 亿美元）、花旗（60 亿美元）、瑞士银行（60 亿美元）、瑞信集团（58 亿美元）、巴克莱银行（55 亿美元）、摩根大通（54 亿美元）、伯克希尔·哈撒韦（51 亿美元）。如果不看 CDS 保费，这些 CDS 交易余额排序大约说明了 CDS 市场对这些金融机构的债券违约的担忧。在雷曼兄弟申请破产保护的前一天，原为华尔街第三大投行美林集团在 9 月中旬被美国银行收购，接下来的一周内，第一和第二大投行高盛和摩根士丹利被股市和 CDS 市场双重绞杀，摇摇欲坠，逼迫财政部出台 7000 亿美元的挽救市场计划，两家最后的投行在一周内同时宣布转型为银行控股公司，在 10 月中旬又分别从财政部得到 100 亿美元的政府资金注入。高盛由于主要业务如企业合并（M&A）、证券承销（ECM、DCM underwriting）在 2008 年大幅降低，华尔街一些分析师认为该行在今年第四季度可能出现 1999 年上市以来的首次亏损，高盛本周宣布裁员 10%，约 3200 人。摩根士丹利则取消了今年圣诞节的庆祝活动。高盛、大摩的 5 年期 CDS 价格在 11 月 5 日的收盘价分别为 311 和 423 基点，股价在 9 月份以后分别下跌 45%和 53%。

CDS 保费价格不包括在 DTCC 的公开数据之中。国债中 CDS 保费最高的国家是冰岛、阿根廷、巴基斯坦、乌克兰，最安全的国债则为马耳他、加拿大、德国、美国、英国、日本、法国、芬兰。中国 5 年期国债的保费是 140 美元，意味着 1000 万美元中国国债每年的保费是 14 万美元，这是美国国债 CDS 保费的 4 倍左右。

DTCC 公开交易数据是为了增加 CDS 的透明度。本周欧洲央行（ECB）与监管机构、银行、投资机构讨论如何在欧洲 CDS 市场增加透明度事宜。ECB 后来宣称，设置中央交易对手机构是明智之举。欧洲在本周同时举行冰岛三家最大银行违约事件后的 CDS 拍卖，确定各行 CDS 的回复率（Recovery Rate）。美国证监会希望监管机构对 CDS 市场施加监管，声称 CDS 数据不透明导致券商之间的多角债务严重威胁金融体系。美联储纽约分行最近三年一直致力于推动 CDS 市场的监管，对 DTCC 的数据公开表示欢迎。

（作者张鸿飞现任欧洲 Dexia 金融集团美国子公司 FSA 金融产品首席风险官，仲宇任职于华尔街某投行 CDS 交易分析部门。）

中国证监会官员彭俊衡表示场外衍生品监管要加强

发布时间：2008年11月10日 来源：证券日报 作者：郝春明

中国证券监督管理委员会期货部副主任彭俊衡在年会上表示，源于美国次贷危机的金融海啸席卷了全球金融市场，形成了巨大的金融危机。中国的期货市场也同样受到了百年一遇的冲击。最严重的冲击是在国庆节过后的十月份，不过，中国期货市场面对这场海啸经受住了考验。

彭俊衡说，我们的期货市场是平稳运行的，没有出大的问题。他指出，全球的场内金融衍生品市场都没有出问题。从金融衍生品的分类来看，有场内的衍生产品，也有场外的衍生产品，美国的次贷危机主要在场外的衍生产品上面。场内受到集中监管的衍生产品市场，都没有出问题，全世界都没有出问题，中国的金融市场也没有出问题。2002年以来，国九条发布以后，中国的期货市场出现了又好又快的发展局面。2007年我国期货市场全年的成交额是41万亿元，比2006年成倍的增长。今年1到9月份，我们的交易额达到了54万亿元，比去年同期翻了一倍还要多。这说明了我们的期货市场在快速发展。

彭俊衡指出，面对这场金融海啸，我国的期货市场在快速发展的时候没有出问题，主要缘于四个方面的原因：

第一，主要是场内的产品市场受到了严格监管。中国的期货市场现在有17个期货品种，这17个品种中每一个品种的上市都是经过了层层审批，都是反复的研究论证以后才挂牌交易的。产品的上市程序非常严格，这是重要的原因。

第二，我国期货市场已经建立了一整套行之有效的法律法规体系。已经颁布了期货交易条例，在国家笼统的法律法规下面，建立了包括证监会颁布的九个管理办法，包括交易所、协会相关的法规和细则60多个，从而可在这样的一套法规体系下运作和监管期货市场。

第三，在实践监管中，落实了一系列的监管措施。其中最重要的一个措施是加强了实名制的管理，期货市场实名制是我国的期货市场在中国信用体系不健全的情况下，落实风险监管措施的最重要的一个环节。中国期货市场建立的初期，市场风险集中在弃仓，出现爆仓的情况下，他会把手机关掉让你找不到人。关于弃仓，我国也曾经跟美国学习过，美国的信用体系比较健全，他们不知道弃仓是怎么回事。因此，我们必须探讨一个办法解决我们自己的事情。此外，在中国期货保证金监控中心对保证金的监控下，保证金被挪用的可能性很小。正是由于在证监会、期货业协会、期货交易所和期货公司和投资者五位一体的监管体系下，在实际运行中落实各项监管措施，才使得期货市场得以保持又好又快的发展。

第四，在十几年的探索中，期货中介机构的风险管理、风险控制的水平得到了大幅度的提升。同时，期货公司资本金实力大幅度的提升也是抗风险能力增强的重要因素。

彭俊衡表示，在全球资本市场出现崩溃式的连续暴跌的情况下，我国的期货市场能够经受住考验，是用事实证明在中国应该继续稳固地进一步推进有集中统一监管的场内衍生品市场的发展。

彭俊衡指出，场外衍生品更应该加强监管，次贷危机是场外衍生品监管不利最典型的代表。美国衍生品的过度复杂是导致其监管缺失的重要原因。美国在金融创新中，场外衍生产品过度创新，复杂的衍生产品已经到了监管者看不懂，甚至到了高盛他们这些大公司中的同事也看不懂的程度。不过，我国商品期货的交易量虽然已经是全世界排名第二了，但是就场外衍生产品市场来说，我国还处于非常初级的阶段。美国对于次贷危机的教训总结是，场外衍生品市场发展过度了，监管不够，但对于我们来说，发展还不够。我们的场外衍生品还是一个很小的市场，但是应该从美国的失败中吸取教训，场外衍生品从开始就要加强监管。

彭俊衡最后表示，稳步地推进场内衍生品市场的发展，应该是我们的既定方向。通过实践可以清楚地看到，美国次贷危机对我们的启示就是要加强监管。

人民币衍生品风险不容忽视

发布时间：2008-11-07 来源：中国证券报 作者：杨能良

最近美元一直保持强势，市场上接连曝出中信泰富等大型企业在外汇投资上巨额亏损的消息。目前国内办理人民币衍生产品的企业不在少数，许多代理进口企业办理的总额度都在10亿元人民币以上。众多银行在业绩的驱动下（可带来大额人民币存款和中间业务收入），也鼓励客户大规模地从事上述交易。如操作不当，假如市场发生大幅逆转，潜在的风险令人担心。

一段时间以来，全球多种货币兑美元均不断升值，加之这些货币的存款利率较高，通过操作持有这些高息货币资产到期再兑换成美元之类的衍生产品，就可以获得可观收益。如果在操作此类衍生产品上锁定风险与收益，倒不必关注汇率的变动；而如果未锁定风险，在相关汇率大幅变动情形下，就可能承担巨大风险。目前，欧元、澳元等多种货币兑美元已大幅贬值，故企业在衍生产品上出现巨亏不足为奇。

2005年以来，人民币兑美元不断加速升值，在2008年初达到顶峰，1年远期报价较即期升值将近10%。同时，由于人民币存款基准利率达到4.14%，美元LIBOR却维持在2%-4%之间，许多银行大力鼓励进口客户通过质押人民币贷美元，同时锁定远期汇率，预期收益率从2%一直攀升至5%以上，众多进口付汇企业获得惊人的收益。尤其对于代理进口企业，由于代理对外支付大额外汇，故通过质押人民币贷款进口付汇，可获得远超过代理费收入的额外收益。

由于缺乏统一的市场认识和政策指导，银行对此类人民币衍生产品的起名花样百出，操作方式也不尽相同。一些银行在办理时，会严格要求客户锁定远期汇率，可能在国内市场上办理远期购汇（DF），也可能在离岸市场要求客户的关联公司办理远期购汇（NDF）；另一些银行在业绩驱动下，可能未要求客户办理远期购汇，以期获取更大收益。尤其在2008年上半年，人民币兑美元一度升值达10%，银行可能已在市场上已难以找到远期购汇的对手方而放任之敞口。

令人关注的是，人民币兑美元也开始出现贬值苗头。市场人士称，押注人民币贬值并非不看好人民币，主要是各国货币兑美元跌得太多了，如果人民币不跌，我国出口优势将受到削弱。如果人民币在2009年上半年贬值2%-5%，而上述企业办理人民币衍生产品的预期收益率一般在1%-5%之间，假定平均的预期收益率在2%左右，则人民币贬值2%将达到盈亏平衡点。

以一个办理100亿人民币衍生产品的代理进口付汇企业为例，假定平均预期收益率为2%，即账面预计盈利为2亿人民币，假定在到期日人民币贬值2%，如未锁定汇率，则承担2%的亏损；如在离岸市场，通过关联公司锁定远期汇率，则到期国内体现为2%的亏损，而离岸关联公司体现为4%的收益（总收益保持

2%)，则需要从离岸关联公司调回收益以弥补境内公司的亏损，在非经常性外汇汇入上目前仍存在外汇管制，有可能造成流动性困难，影响企业正常经营。

在当前市场还未发生逆转之前，上述问题应引起监管部门和众多企业的重视。监管部门应对所有银行办理的上述产品进行梳理，要求银行和企业及时披露敞口与潜在风险，及时采取可行对策以降低风险危害。涉及衍生产品的企业应及早清理所操作的业务及敞口，及早准备对策，保持良好的流动性，以渡过可能集中暴发的风险。

纽约泛欧交易所集团和郑商所今后将共同发展期货期权市场

发布时间：2008-11-06 作者：张焕平

11月5日，郑州商品交易所与世界规模最大的交易所集团纽约-泛欧交易所集团签署《合作谅解备忘录》，双方就两家交易所今后共同发展期货、期权市场，建立长期、建设性合作伙伴关系达成一致。

郑州商品交易所的上市品种白糖、小麦、棉花、PTA和菜籽油与纽约-泛欧交易所集团中上市的商品期货品种相同。根据《合作谅解备忘录》条款，郑州商品交易所和纽约-泛欧交易所集团将交换所在地期货、期权市场的情况和有关信息，包括规章与政策、市场情况与开发条件等，以帮助对方更好地了解市场。

郑州商品交易所总经理赵争平在双方签署合作谅解备忘录仪式上说，“早在5年前，郑商所就已经与集团中的伦敦国际金融期货交易所（LIFFE）开展了友好合作，LIFFE为郑商所提供了人员培训。今天，同纽约-泛欧交易所集团签署合作谅解备忘录又是一个新的开端，这对于处在新兴市场中的郑商所来讲意义重大。”

赵争平表示，目前郑商所发展呈现出了良好的成长性，近三年来，市场流动性显著提高，市场规模呈现出跨越式增长的良好态势，连续三年成交量增长幅度超过100%。下一步，郑商所将进一步丰富粮食作物品种体系；同时将上市能源、原材料及相关化工产品。同时，郑商所已开展了多年的期权品种研究，商品指数品种的研究也在进行当中。

纽约-泛欧交易所集团首席执行官邓肯·尼德洛尔在合作谅解备忘录签字仪式致辞中说，“这种合作伙伴关系使纽约-泛欧交易所和郑州商品交易所在衍生品、业务发展、IT系统、市场营销和培训等方面的合作得到了拓展，希望以后能一同推出新的产品，供全球投资者投资。”

纽约泛欧交易所集团旗下的伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)执行董事戈瑞·琼斯先生表示，目前国际上出现三个明显趋势，市场全球化，场外交易越来越多的通过交易所结算，以及期权产品的快速发展。对此，纽约泛欧交易所集团和郑州商品交易所的战略相似，需要展开合作。”

附纽约泛欧交易所集团与郑州商品交易所合作谅解备忘录主要内容：

(a) 双方同意，郑州商品交易所将向纽约-泛欧交易所集团提供中国商品市场的情况与信息，例如宏观环境、法规政策、市场情况和开发条件等，以帮助纽约-泛欧交易所集团更好地了解中国市场。

(b) 双方同意，纽约-泛欧交易所集团将帮助郑州商品交易所增进对国际商品衍生品市场的运行、产品和法规的了解。纽约-泛欧交易所集团将与郑州商品交易所分享衍生产品设计、业务开发、市场推广和培训方面的信息。

(c) 纽约-泛欧交易所集团将帮助郑州商品交易所审视在相互市场开发方面的合作范围。

纽交所 CEO：衍生品并非都是“魔鬼”

发布时间：2008-11-06 来源：第一财经日报 作者：石婵雪

尼德奥尔表示，中国现在的衍生品交易所规模较小。虽然它们成立时间并不是很长，但它们的发展速度非常快

次贷危机爆发，金融衍生产品成众矢之的。纽约泛欧交易所集团(下称“纽交所”)首席执行官邓肯·尼德奥尔(Duncan Niederauer)日前来华，在接受媒体采访时表示，并非所有衍生品都是“魔鬼”。

场外衍生品是元凶

尼德奥尔表示，衍生品可分为两类，一种在交易所挂牌交易，一种在场外交易，后者才是次贷危机的元凶。

纽交所的“中国之旅”，首站在北京与大连商品交易所签署合作备忘录，在中美两国与国际间共同发展期货和期权交易市场。

尼德奥尔表示，与西方主要国家相比，中国衍生品市场尚未发展起来，但有很好的机会。“中国现在的衍生品交易所规模较小。虽然它们成立时间并不是很长，但它们的发展速度非常快。”

纽交所认为，帮助中国投资者认识衍生品，是其与中国交易所合作的主要目的之一。“我们通过旗下的LIFFE与中国的一些商品交易所展开合作，可以为双方创造出很多机会。一方面，我们会为它们提供一些技术帮助，在中国展开培训，尤其是对投资者进行教育；另一方面，我们也可以直接同中国的交易所进行合作。”尼德奥尔表示。

IPO 良机还需等待

受次贷危机蔓延的影响，全球IPO(首次公开发行股票)市场进入冰封状态。尼德奥尔对此表示，纽交所应承担更多责任。

“我们已同一些风险投资者组建行动小组，我是行动小组联合主管之一，成员主要为风险投资者、投行和由风险投资支持的公司的首席执行官。下周我们会见两到三次面，讨论市场上、监管上可以做些什么，以使中小企业更易上市。”



尼德奥尔建议，由于受恐惧心理主导，市场谣言繁多，除非必须立即在资本市场筹资，否则企业有必要再耐心等待，在市场重新平稳后上市才较理想。“明年市场应该会给这些企业提供一些机会，我们可以起到的作用是帮助这些企业做好准备。”

尼德奥尔表示，纽交所作为上市公司，要为在纽交所上市的企业作代言人。最近全球都在讨论关于卖空规则应如何制定，作为代言人，纽交所需要了解上市公司的意见和观点，并向监管机构反映。

在“中国之旅”前，尼德奥尔在给纽交所员工的鼓励信中引用“股神”沃伦·巴菲特的名言：“当你身边所有人都非常担心时，你要注意寻找机会，往往这时机会自己就会出来。”

外汇衍生品频惹祸 各国欲念“紧箍咒”

外汇市场剧烈动荡给参与全球外汇衍生品交易的公司带来重创

发布时间：2008-11-06 来源：第一财经日报 作者：赵刚

金融风暴引起的外汇市场剧烈动荡已给参与全球外汇衍生品交易的公司带来重创，包括中国内地、韩国、印度、中国香港等亚洲各经济体正准备对这一交易加强监管。而欧美各国已经开始要求加强对衍生品交易的披露。

韩国金融监管服务机构的政府官员 Hyeon Jung Gun 11月3日称，韩国将在12月前宣布关于限制韩国企业购买外汇衍生品交易合约的规定。此外，中国内地之前已经对各家企业提出了外汇交易进行套期保值而不进行投机的提醒，而中国香港特区政府正在着力调查银行对金融衍生产品的不当销售行为。“有很多公司进行了过度对冲，而银行对于外汇期权交易的风险提示不够。” Hyeon 这样表示，他称，在新的监管规则下，公司的对外汇衍生品的交易将在实际需要的基础上进行。

韩国中小企业联盟主席 Kim Tae Hwan 称：“我们希望避免这一损失的再度发生，希望政府能够出台对衍生品交易更为严格的规章。外汇衍生品交易已经成为了投机的工具，这给出口商带来了无法限量的损失。” 据悉，韩国企业此次外汇交易损失都是栽在一种所谓的 KIKO (knock-in knock-out options)，根据该期权合约，只要韩元兑美元在一个幅度内波动的话，购买期权的企业将会获得固定的交换率收入，但是如果美元的升值超出这个界限，这些企业就需要付给对方2倍于合约的金额。

根据国际清算银行的统计，外汇衍生品场外柜台交易 (OTC) 在2006~2007年间里膨胀了78%，总规模几乎达到了56万亿美元。而今年以来，韩元兑美元已经贬值了28%，根据标准普尔的估计，这使得韩国企业在外汇衍生品交易中损失了近24亿美元。已经有100多家韩国出口企业因外汇衍生品合约亏损对包括韩国新韩银行、韩国外换银行、花旗集团和渣打银行在内的13家银行提出了法律诉讼。而澳元兑美元21%的贬值，也令中信泰富的损失预计将达到20亿美元。在中信泰富发生损失后，已经指认汇丰控股、法国巴黎银行和花旗集团为外汇衍生品出售商。香港金融管理局正在调查这些金融机构对金融衍生品投资的风险提示是否恰当，该局发言人表示，年内将完成对衍生品交易的监管规则。

香港券商 CFC Seymour Ltd. 的首席投资策略师 Dariusz Kowalczyk 表示，外汇衍生品交易应当接受监管部门的监督，他比喻称，汽车制造商可以生产高速的轿车，但司机必须持有驾照并受限速的要求。

此外，包括美国证券交易委员会和欧盟监管机构的西方国家政府，也已表示将加大对金融衍生品交易的披露要求，美证券交易委员会主席考克斯周一再次督促对信用违约互换和市政债券的交易披露。

金融危机冲击下更需积极套保

发布时间：2008-11-04 来源：上海证券报 作者：刘文元

不能仅以从事期货交易盈亏多寡来简单评价期市功能

近期国际金融危机引发的国际、国内期货市场价格剧烈波动，导致一些参与套期保值期货企业的期货头寸出现了亏损。在上周六召开的“2008（北京）第二届期货高管年会暨期货市场发展理论研讨会”上，一些期货专家表示，中国期货市场充分发挥了其风险管理功能，不能以个别亏损和个案否定期市功能；相反，理论界应该进一步深入研究套期保值，进一步鼓励期货参与期货进行风险管理。

中国期货业协会副会长兼秘书长李强表示，期货市场功能和作用的发挥是隐性的，期货市场的功能作用既不直观、也难以量化，不能仅以从事期货交易盈亏多寡来简单评价期货市场的功能，更不能以期货市场上的亏损个案作为评价期货市场的依据。不仅不应该限制套期保值，相反，应该进一步鼓励套期保值。国内本应该利用期货市场进行风险管理的现货企业，多数还没有参与到期货市场中来，而国际500强的企业，超过95%利用期货市场进行风险管理。李强强调，目前我国国内进行生产、加工、储运、流通形成有规模的粮食企业至少有几十万家，但是真正参与套期保值的粮食期货的数量不到一万个。

五矿有色金属公司副总经理高晓宇呼吁对套期保值进行理论创新和研究，因为理论创新和实践的发展可以相互促进。他认为，目前套期保值的“数量相同、方向相反、品种相同或相近”这个定义已经出现了几十年，当时只有远期和期货，而目前衍生品市场经过几十年的发展，已经创新出包括期权、掉期等更为复杂的衍生产品，原来的定义大大束缚了企业参与套期保值的手脚，尤其是国有企业，如果使用这些新型衍生工具管理风险，可能给具体负责人带来法律风险，并导致企业在套期保值时违反国家有关规定。

他根据自己企业的实践总结，套期保值最大的核心其实就是期货和现货的匹配关系，在实际当中怎么管理。从这个角度可以把套期保值的策略分成三种。第一种针对具体的现货贸易的保值，就是经常说的期货和现货是非常清晰的一对一的关系，可以从方向、数量、从品种、交割时间、还有平仓的时间上检验它的合规性；第二种对应关系，是把企业的整体风险拿出来进行保护，统计企业一段时间的风险总量，一年的产量或者一年的总销售量，然后确定一个百分比，按照保值比例然后进行保值，控制企业的总体成本或者效益收入，这种保值的目的是为了企业整体经营业绩的稳定性和服务；第三种针对一个具体的资源开发项目的保值，现在尤其一些大型的国有企业做得越来越多。因为这几年中国的资源战略就是“走出去”的战略，一些企业积极到海外开发资源，无论拿油田、有色金属矿等，当拿到一块资源以后，在资源价格高涨情况下，可能拿的成本价格非常高，为了保证这个项目的经济效益，就需要对这个项目进行保值安排，这也是一个国际惯例。

金融创新：要不要金融衍生品

发布时间：2008-11-04 来源：国际金融报

在《货币战争》中，对金融衍生品有这样一段描述：“它们的本质是债务。它们是债务的打包、债务的集合、债务的集装箱……这些债务被作为资产充斥着对冲基金的投资组合，被保险公司和退休基金当作资产放在账户上。这些债务被交易着、延期着、挤压着、拉伸着、填充着、掏出着，这是一个债务的盛宴，也是一个赌博的盛宴。在纷繁的数学公式背后，只有空和多两个选择，每一张合同都是一次赌博，每一次赌博都必见输赢。”

全球金融危机使我们前所未有地意识到金融衍生品的风险，那么作为金融创新的一个重要部分，金融衍生品是否应当继续？

宋逢明：美国金融危机真正的根源有几个方面，一是国际货币制度的不合理，二是金融衍生品复杂化后带来的风险，三是美国对金融创新采取放任态度——这一货币金融战略把全球都拖下水。

吴晓灵：虽然金融衍生产品泡沫是导致目前全球金融危机的重要原因，但不能“因噎废食”，任何金融产品可以锁定风险、分散风险，但不可能消灭风险。

金融衍生产品诞生几十年来，对市场发展起到了很好的正面推动作用。在汇率和利率不固定的情况下，利用期权期货来锁定风险分散风险是必要的。同样，在资产证券化方面，基于收费权基础上的资产证券化要比基于信贷产品基础的证券化更为稳妥。不能因为投行的冒险家们把金融衍生品的泡沫做大而造成了金融危机，中国就不再发展金融创新产品，关键是要控制杠杆率和建立科学的止损机制。

金融衍生品风险巨大的原因在于过高的杠杆率，使得产品带来的风险超过自身的风险承受能力。但衍生产品所制造的泡沫是可以克服的。导致此次全球金融危机的 CDO（抵押债务权益）产品，就是因为其衍生链太长，大量建立在次级按揭贷款基础之上的产品，相当于将大厦建在沙滩上。而次级按揭贷款存在的基础是利率不断下降同时房价不断上升，当房价不再上升、利率为了抑制通货膨胀不再下降，大厦的基础就坍塌了。

因此，要慎重对待复杂的结构性工具和基于分散风险的金融工具。结构性工具要坚持透明原则，要了解其基础产品。而基于信用风险的衍生产品，要坚持对受信人的评级及对授信人的资本要求，其中后者可以减少信用基础产品的道德风险。所有金融衍生产品都必须坚持“穿透性”原则，即让投资者了解其基础产品。



戴根有：美国次贷危机教训深刻：金融创新本来是好事，但其中某些金融产品过度包装，有些金融衍生品诞生之初就风险很大，而消费者却根本没有意识到。

吴晓求：没有杠杆就不是金融，鼓励金融创新就不能全盘否定金融杠杆。华尔街投行的集体消失，并不意味着商业银行的杠杆率就是金融业的标准杠杆率。金融工具的多元性和金融机构的多元性依然存在，对于复杂的结构性产品，我们要做的是充分揭示风险，而不是完全杜绝。资产证券化依然是中国金融发展的基本趋势，不能因美国出了这方面的问题就否定其价值。

结合中国的现实情况，依然应该大力推进金融创新，同时监管要跟上。

中国还要发展金融衍生品吗

发布时间：2008-10-31 来源：中国证券报 作者：张建龙

许多人把美国次贷危机归罪于过于复杂的金融衍生品，这有一定道理。过长的金融创新链条，过高的杠杆率，是美国次贷危机爆发的重要原因。随着次贷危机的加剧，对于中国是否还应继续大力发展金融衍生产品，社会上产生了很多争论。有人认为，应该暂缓发展，因为美国已是前车之鉴；有人则指出，不能如此简单地“吸取”次贷危机教训，美国是金融创新过度，而中国是严重不足。若因美国次贷危机而停止发展中国衍生品市场，恰如对一饿汉大谈营养过剩之危害。笔者认为，中国是否应继续大力发展金融衍生品首先要搞清两个问题。其一，发展金融衍生品有何意义？其二，社会是否有迫切需求？搞清这两点，结论便不言自明。

金融衍生品是建立在商品价格、股指、利率、汇率等基础产品上的金融产品，比如商品期货、股指期货、利率互换，以及对衍生品再加工出来的期货期权、互换期权、期权的期权等。可以说，建立在远期、期货、期权、互换四大基本工具之上的金融创新永无止境。但名目繁多的金融创新并非完全是为了炫耀“奇技淫巧”，而是对各种社会需求的回应。

金融衍生品的最大意义是提供了风险管理的工具。风险管理，不是简单的降低风险，而是风险的转移和再分配过程。简单说，就是把风险让愿意承担的人来承担，让耶稣的归耶稣，撒旦的归撒旦。之所以有人乐意主动承担风险，则是因为风险和收益总是相对应。至于由此产生的投机，我要说，投机不是坏事，恰恰是投机为市场提供了流动性，试想如果世界上真没有投机，恐怕市场也就不存在了。一群怀揣“卑微”思想的个体，在为个人利益奋斗的过程中创造出一个个“伟大”的奇迹，这就是市场的神奇。

中国有对金融衍生品的需求吗？答案是太需要了！对生产企业来讲，需要控制原材料价格剧烈上涨风险，需要防范产品价格大幅下跌风险，需要规避利息支出突然上升风险，需要遏制外汇收入不断损失风险。对机构投资者而言，则需要能为手中的有价证券提供套期保值的工具。这些需求在目前的中国已经得到满足了吗？远远没有！中国的企业目前有太多的风险需要转移却因缺乏工具而无法转移，这是国内企业普遍缺乏风险抵御力的根本原因！

搞清上面提出的两个问题，也就理清了我国金融衍生品未来的发展方向，即满足投资者的个性化需求，让金融衍生品为实体经济服务，为解决中国的实际问题服务。为满足机构投资者套期保值的需求，我们需要股指期货、融资融券等创新业务；为减轻限售股解禁压力，我们需要可交换债券等新型产品。为了满足企业管理利率风险、汇率风险的需要，我们也应该基于利率、汇率开发出相应衍生品。为实体经济服务的金融衍生品，可以作为券商、银行开发结构性产品的丰富“原料”，这将源源不断地为公众提供新投资渠道。创新是金融市场活力的源泉，我们不能因次贷危机而对金融创新望而却步。

金融衍生品的“罪与罚”

发布时间：2008-10-31 来源：中国证券报 作者：王晶

嘉宾：国信证券经济研究所副所长 葛新元

主持人：王晶

摄影：李雪燕

用华尔街的话说，金融衍生品的本质是一种风险对冲工具，用来为股票、债券、抵押贷款等其他投资提供保险。在上世纪80年代时，金融衍生品还只是金融市场里的“小字辈”，而时至今日，这个当初的“小字辈”在高回报的刺激下已经成为市场的“狠角色”。国信证券经济研究所副所长葛新元先生日前做客本报《财经对话》，他认为，金融衍生品小概率事件会惹大祸，经历过这次危机，今后我们在使用衍生工具时应该要对异常情况做出更大的风险准备，绝不能再忽视小概率事件发生的可能了。

“零和”游戏却无赢家

主持人：最近一段时间投资者对衍生工具闻之色变，中信泰富、深南电都涉案其中，能否解释下中信泰富涉及的结构存款和深南电涉及的有关衍生品合约大致是什么情况？

葛新元：中信泰富的合约性质是澳元合约，因为它未来需要用到一笔数目比较大的澳元，为了回避汇率风险签定了这个合约。合约规定当澳元对美元的汇价高于0.87时，中信泰富可以得到一笔差价，如果汇率低于0.87时，中信泰富就要支付汇率的差价。这个合约签订的背景是当时澳元处在高位，接近0.9的高位。这个和约建立的预期是美元会贬值，并且当时全球大部分机构对美元都是看跌的。现在我们回过头来看这个合约，其中肯定是有误的：首先澳元对美元本身已经处在历史高位的时候，还对澳元无限看涨，这是一个失误；同时中信泰富做这样一个结构性合约时，两边的风险收益补偿并不是完全对称的，也就是当澳元汇率过高时，发行人实际上是可以提前终止条款的，而当澳元汇率过低时，中信泰富却没有获得保护性条款，这也是中信泰富最终面临巨大损失的最重要的原因。

深南电衍生品的合约和中信泰富的比较类似，只不过它的标的是石油价格。深南电有两份合约，第一份合约的行使价定在62美元的石油价格，当石油价格高于62美元时，深南电能够获得差价补偿，但有上限，最大的上限补偿是63.5美元，如果石油价格跌破62美元，那么深南电需要承担跌价损失的差价，合约是20万桶，也就是说，在62元以下，石油价格每跌1元，深南电就相当于要支付20万美元。

中信泰富和深南电这两个合约对于发行人都有向上的风险保护，而对于投资人却没有向下的风险保护，等于说，两家公司如若赢利，幅度是有限的，而如若亏损，幅度却没有限制，全部亏光的可能都存在。这种合约之所以会签订，往往都是在比较极端的情况下，比如澳元兑美元，一直都是涨势，并且已经在高位的时候，只有对美元极度看跌、对澳元极度看涨的投资人，才可能接受象中信泰富这样的合约。同样的，深南电是在油价已经百元以上的历史高位时，并且国际各大投行纷纷都说石油价格要突破 200 美元的背景下，对石油价格在 62 美元之上的概率和 62 美元之下的概率的判断极其不对称的情况下，签订了这样的合约。

主持人：衍生品多数都是“零和”游戏，简单的说就是：你亏的就是我赚的，我亏的就是你赚的，而现在是大家都在说亏，并且是数以亿万计的亏损，那么到底是谁赚了钱呢？

葛新元：对于金融市场我们要看真实的钱和帐面的钱这两者之间的差别，举个简单的例子：比如一个公司发行股票，昨天股价是 10 元，那么这个公司的市价就是 100 亿，今天我用 50 元的价格买了 100 股这个公司的股票，那这个时候公司的股价就变为 50 元，此时的公司市值也就变成了 500 亿。那么在这样的情况下，是不是所有的投资者都每股赚了 40 元呢？这显然是不对的。这个时候的每股 50 元完全是帐面价值，也就是名义价值。同样的道理，在这次全球金融风暴中，整个市场都在下跌，所有持有股票的、持有衍生品合约的这些人，他的帐面价值都损失了，而这些是没有兑现的帐面价值的损失。在大部分情况下，亏掉的这些钱是整个市场市值的缩水，是整个市场的损失，而并不是这些钱流到了谁的口袋里去了。

主持人：以前我们一直认为衍生工具是用来避险的，而在这一次风暴中，衍生工具似乎并没有避险而是放大了风险，这是群众的误解还是产品的问题？亦或是这次风暴确实太大，是百年不遇的？

葛新元：这次全球性的金融风暴确实很大，这样大级别的风暴对于金融市场来说应该属于小概率事件，完全是异常状况。在这样的异常状况下，风暴发生之前我们做的任何风险评估以及相应的风险定价现在来看都已经不再适用了，因为小概率事件发生了，所以当初的避险工具反而带来了更大的风险。

海啸带来的反思

主持人：金融衍生工具往往被当做迅速获得高收益的手段，但这次金融海啸发生之后，人们开始重新思考衍生工具到底给我们带来什么？是不是没有衍生工具的过度投机也就不会发生这次危机了？以后应该发扬还是摒弃？

葛新元：我们之前做衍生品、做金融工程，往往对风险进行评估时都是比较机械的从数量统计的角度去进行，对于我们来说，小概率事件基本上很少去考虑。我们从长期的角度评估经济现象，认为只有大概率事件是有价值的，小概率事件如果从长期历史的角度平均来看，影响是很小的。但是这次金融危机告诉

我们，做现实业务时，我们对小概率异常状况要有更充分的准备，不能仅仅按照期望损失的预估值对它进行风险准备，而应该对异常值的风险准备要放大一些，因为毕竟概率是一回事，而小概率事件发生之后造成的巨大损失怎么样收场又是另外一回事。

那么对于衍生工具我们到底该怎么去看它？到底该怎么去用它呢？现在从市场和投资者的角度看，当前对衍生工具的否定情绪会比较多一些，但我们还是要客观看待衍生工具本身的功能。衍生工具确实能够起到风险交易和风险转移的作用，也确实能够起到风险管理工具的作用，而重要的是我们在使用这样工具时要对异常情境做更大的风险准备，在使用衍生工具的过程中，不能被利益蒙蔽了自己的眼睛，不能一味地追求利益而把杠杆盲目的、不断的放大，要做到适量、适度，这样才真正能够让衍生工具起到风险管理工具的功能。这次的金融海啸告诉我们，如果一味地把衍生工具放大，纯粹把它作为追逐超额利润的工具使用，那么当市场发生和你预期情况相反的特殊情境时，衍生工具反过来就会是使你蒙受超额损失的工具。

A股2009年或现拐点

主持人：现在公司业绩向下已成定局，从历史经验看，A股的走势和业绩增速的关系大概是怎样的情况？相关性有多大？

葛新元：从最近十年的情况来看，股票市场和基本面业绩变化之间的关系是，股市有半年左右的提前反应。从这次的金融海啸我们也可以看到，业绩变脸基本上是从今年上半年业绩中反映出来的，而整个股票市场已经提前半年多就较为充分地反映了这一情况了。

我们预期未来实体经济的调整可能还会持续一到两年的时间，如果纯粹从实体经济和股票市场的关联来说，可以判断在明年下半年A股可能会迎来转折点。当然，这是纯粹从宏观经济与A股的关联这个角度去进行分析的，实际上影响股票市场的因素除此之外还有很多。

主持人：如何看待A股的跟跌不跟涨？A股与国际市场尤其是美股、港股相关性如何？

葛新元：关于这方面我们做过一些统计，最近三年以来，A股市场和美股、H股的相关性都在逐步加强，这次次贷危机发生以来，A股和美股、港股的相关系数明显提高。当然有很大一部分原因在于，这次金融风暴确实太大了，它全面地影响了世界经济整体，中国经济也很难完全独善其身。这次危机的影响层面已经不仅仅限于金融市场了，虽然A股还是相对封闭的市场，但冲击也已经深入到实体经济层面了。从这个角度来说，A股和国际市场的关联度提高完全是可以理解的。

深度剖析华尔街危机链

疯狂逐利的报复

发布时间：2008-10-30 来源：21世纪经济报道 作者：欧阳远路

美国，还有欧洲的经济危机由争议最终还是变得无可争议。

此次金融危机从2007年美国次贷危机开始，到两房事件、7000亿美元的美国金融救援计划，再到澳大利亚、欧、亚、拉美，及众多亚洲国家纷纷向金融机构注资，最后到欲召开全球金融峰会寻找对策，充分显现了危机的全球性。今天，我们有充分的理由预期，它将成为美国经济史和世界经济史的一个划时代事件。

此次危机破产、倒闭或出现巨额亏损的许多金融机构，直到昨天还被我们视作“基业长青”的楷模。

全球如此大面积、大规模、深度陷入金融危机和经济危机，不是几个人云亦云的原因就能解释通的，我们必须从社会发展角度，以批判的眼光，审视、剖析、检讨自身的思想观念和行为。

此次金融经济危机的导火索是次级按揭，但成因是多方面的。金融业本来是实体经济的中介，今天却成为了虚拟经济的中介。银行、证券公司、保险公司、信托公司、投行等互为中介，互相放大风险，利用金融工具和产品的高杠杆比率，成倍制造货币、资产、资本泡沫。这些问题的产生原因，近则是金融业产品设计问题，中则是混业经营问题，远则是金融发展观和价值观念问题，甚至是人类的生存哲学问题。

当代主流金融观和经济发展观导致了金融危机的发生。以金钱为目标的经济和金融发展观不矫正，全球性的金融、经济危机还会出现，其破坏力将会更大。

金融观和经济发展观是问题的源泉

自上世纪80年代，尤其是90年代以来的全球化浪潮中，全球经济和金融领域都出现了令人眼花缭乱的思想、观念和口号。体现在企业生产、经营和管理上的，其观念无非有二：一是如何赚更多的钱，二是如何使员工发挥更高的效率。归结为一条，还是如何赚钱，赚更多的钱，永远赚钱。这种价值观和发展观，在全球化进程中得到了持续的强化和巩固，是导致金融业沉沦的根本原因。

作为为实体经济服务的金融业，在全球化的浪潮中由服务经济到引领经济，再到左右和企图控制经济，由于观念出了问题，经营手段、金融工具和产品自然也会出现问题。

当代，金融业观念的沉沦主要反映在许多金融衍生产品、工具的设计及运作程序上，比如 CDO(债务抵押债券)、理财产品、公开发行的股票规则、股票交易规则、股票指数、基金管理办法的设计和运作程序，产品评级和机构评级等，不少都是以侵害公众利益或大多数市场交易人利益为出发点的，其中“不道德”的案例层出不穷。

在美国最新的一个案例是，2008 年 7 月，美国纽约州总检察长起诉瑞银，指控该行在预见到证券市场危机后，仍引导客户继续持有十亿美元的标售利率型证券，而数名高管上年冬天则已从市场撤出全部个人投资。他们在证券市场爆发危机前 3 个月，抛售了自己 2100 万美元的标售利率型证券，而因市场动荡，约 5 万名瑞银客户总值 370 亿美元的该证券被套牢。

除了高风险的金融衍生产品，连最基本的个人按揭贷款的计息也普遍存在着欺诈行为。在亚洲的一个法制健全的国家，一家银行的个人按揭计息通过复杂的计算公式，每年可以多收客户一个月的利息。这些公式，普通客户根本看不明白，这一案例还是一个专门研究 IT 技术的金融应用的大学教授发现的。

金融观和经济发展观涉及人类社会的发展目标，这个问题本来应该明白无误，即应实现全社会的进步，但一具体到具体的行业，问题就会变得莫衷一是，非常复杂。结果是，最后被普遍认为的真理，其实仅仅是垄断行业、垄断阶层的霸权理论。真理变得难以出现的原因，是因为强势的利益垄断集团、利益垄断阶层垄断了话语权。

混业经营、做大做强是问题的开始

混业经营(又称“综合化经营”)，是导致金融业无限扩张和垄断性金融集团产生的一个重要条件。

金融机构一开始都为分业经营，日本和美国分别在 20 世纪 80 年代、90 年代开始混业经营。混业经营的初始理论和动机是增加盈利渠道，分散单一业务产生的经营风险。然而，结果并未导致金融机构整体效益的增加，更未导致社会财富的增加。混业经营下，金融机构的投资冲动更加强烈，机构内部的股权关系变得非常复杂，一个集团旗下的母公司和子公司，子公司和子公司之间单向持股或互相持股，各项业务的风险不仅不能实现对冲，反而会使风险互相转移，产生叠加和放大。专业分工的消失，金融风险不论对金融公司，还是对于监管当局，或是对于整个经济领域和社会领域，都变得更加不可控。

中国在经济上一直都向美国看齐，美国金融业混业经营后，中国相关理论和依据开始出现，一进入 21 世纪，即打开了混业经营的大门。美国次贷危机发生后，中国的金融机构不仅没有丝毫的警惕和犹豫，反而将危机形势视作扩张的良机，许多机构已经实施，或正在实施，或计划实施雄伟的混业收购和兼并计划。

另一方面，“做大、做强”的发展目标，是导致金融乃至社会经济问题产生的直接原因。

为什么呢，根本的一点是金融企业，尤其银行是负债经营，要无限扩张，就要不断增加负债规模，此后又无限增加资产规模，资产规模到一定程度，受资本金比例的限制，又要用各种行外或社会融资方式补充资本（由于急于扩张、快速扩张，银行几乎从来不采用自我补充资本金这一稳健的形式），如此循环无尽，这对社会贷款增量、证券市场的态势、社会经济的走势产生了一波波影响。由于银行上述行为的动机是使自己做大做强，所以社会效益如何并不是他们所关心的。

在资本金比例上，中国的银行奉行的是最低标准，即以8%的底线运作，欧美和亚洲的一些银行，底线则在12%左右。仅此一点，风险就大了很多。

银行的扩张在市场争夺方面表现突出。如近年国内银行在个贷，尤其是个人住房按揭的市场竞争，已达到血染江河的惨境。对于推销个人住房按揭产品，银行的指标经过层层分解后是逐级放大的，有的分支机构甚至提出了“要不惜一切手段”搞定房地产中介和开发商；一些银行把对客户经理的培训计划用猛兽来命名；在住房按揭的政策执行上，部分银行变通规避监管机构的相关政策，如零首付、转按揭等。

做大做强方面，在中国，几乎没有一家商业银行愿意做地区性的银行，一个诞生在省辖市的商业银行，都提出要跨省设立分支机构，都有成为全国性商业银行的宏伟目标。而在美国，区域或地区性的商业银行有近8000多家，它们乐于为本乡本土服务。

银行的做大做强也导致了经济泡沫、通货膨胀，以及随后的经济衰退，导致了经济的非自然、非需求波动。

以房地产泡沫为例，老百姓的存款通过银行，化作地产商的开发资金，然后，很多老百姓却透支几乎一代人光景的未来收入买一所房子，银行支付给存款人的价格又是负利率，这个金融运作的残酷游戏，大部分存款人是不知真相的。按《理财周报》2008年4月的一文统计，沪深两市105家上市地产公司的平均资本负债率55.7%，其中最高的达89.1%，也就是100块钱资产中有89块钱是从银行借来的。

商业银行的房地产开发贷款和个人按揭贷款在自营贷款总额的占比，即使在风险意识比较强的银行，也接近30%，如果算上以房产作为抵押物的其他贷款，其涉及房地产的贷款要接近50%。

在社会学领域，对大多数事物来说，真理原本很清楚。而许多事物的真理之所以变得扑朔迷离，是因为真理变成了各方利益集团的政治诉求或经济诉求。大量的真理一旦失去了本质，即演变为政治力量和经济力量的代名词，社会危机就会出现。

是问题的动力

目前，对于金融机构高管的巨额薪酬制度，人们多是从社会财富分配的巨大差距角度来进行抨击。在美国，金融机构如证券交易所、投行和综合性银行，年薪过亿美元的高管并非凤毛麟角，几千万美元的也比比皆是。21 世纪以来，全球化目标在中国金融机构高管的薪酬领域进展迅速，许多金融机构高管的薪酬近几年达到了一年一倍增或双倍增。

金融机构高管自己给自己定薪酬的理由有很多，其中之一就是全球化，拿自己和美国的某家机构类比；另一个办法是通过引进境外高管拉升自己的工资。金融机构内部的薪酬差距一般达 200 倍左右，如果计算获得的补贴(可报销费用)更高。从上市公司年报和其它方面披露的数据看，整个金融行业，以最高的 5000 多万和最低的 5 万相比，就是超过 1000 倍的差别。

讨论金融界高管的薪酬，并非为了讨论社会财富的分配，或者不是简单地讨论这个问题。这里要说的是，金融业高管的巨额薪酬导致了金融机构的无限扩张，导致了金融危机的出现，经济秩序紊乱，以致社会动荡。因为，金融机构高管的薪酬一般与所在机构的规模、总资产和利润总额挂钩，这是一个基础因素。要高薪吗？必须扩大规模，增加利润。薪酬还要再高吗？必须再扩大规模，增加利润，如此往复，没有止境。怎样扩大规模呢？增加网点，扩大客户群，增加存款；怎样增加利润呢？多放贷款，多做中间业务。以上是银行的情况。保险业是增加险种，多卖保单；证券公司则是扩大客户群，提高客户的证券成交量，多保荐企业上市等等。

金融机构互相拼规模，拼产品(即“创新”)、拼利润，年度利润可增长 200% 以上，而实体经济的增长仅仅几个百分点，这种情况正常吗？由于当代金融机构掌握着国家、社会法人和自然人的货币财富，即控制着社会上大部分流动性，如此疯狂追逐利润，无疑会造成经济的强力膨胀和随后的泡沫崩溃。

然而，发生金融风险对已有巨额资本的金融界高管来讲，几乎没有损失，当年的薪酬甚至都不会减。从更高的政治层面分析，超大型金融集团或企业集团，尤其是垄断型、主导型的巨型跨国集团是可以影响并左右一个国家的政治甚至全球政治的。

曾任世界银行副行长兼首席经济学家，获 2001 年度诺贝尔经济学奖的斯蒂格利茨说：全球性金融危机与金融业高管的巨额奖金有一定关联，因为奖金刺激了高风险行为。这就像出钱让他们赌博，如果一切顺利，他们携巨额红利走人；而当事情变糟，就像现在那样，他们不用共同承担损失。即便他们失去了饭碗，他们仍能带着一大笔钱走人。给奖金封顶的做法无助于解决这一问题，关键是要建立奖金与长期业绩挂钩的机制。

他开出的药方是：金融高管们的奖金应先由第三方托管10年，如果第二年、第三年，或第四年出现业绩亏损，奖金也将相应削减。

金融衍生品是问题产生的工具

金融扩张和财富敛取需要渠道和工具，各色衍生工具和产品由此产生。20世纪80年代中期，从发展期权和期货开始，到90年代初期摩根大通设计出CDS(信用违约掉期)，华尔街产出了层出不穷的复杂金融衍生品。其结果是，大部分产品开始和金融的初衷背道而驰，一是想方设法从投资者兜里掏钱，二是金融各行业互为利用，互相交易，互相攫取佣金和利息，使金融业狼烟四起，社会经济随之动荡。金融衍生品已成为金融机构掠夺社会财富的有效工具和手段，次贷危机仅仅是其中的一个典型案例。

比如，被我国金融专家视为重要创新的银行信贷资产证券化(ABS)，设计者称其是为了分散银行风险。银行的意图是将信贷资产的收益和风险一并转移到社会。我们把银行的动机和对社会经济实体产生的影响放在一边不论，先看银行实现转移风险的成功一跳后干什么？银行卖出信贷资产后所得获得的资金肯定大于自身所付成本(既然是有利于银行自身的产品创新，亏本肯定是不干的)，这笔钱还是继续放贷。此时，银行等于将一件物品卖了3次：第一次发放贷款给企业是首卖，贷款利息就是价格；第二次是卖给社会；第三次，在获得资金后还是卖给企业。至此，社会的信贷总量已增加一倍多，商品价格由此推高，资产泡沫、资本泡沫随之产生。

历史告诉我们，与科学、医学、工业、艺术产品的创新根本不同，金融产品的创新一开始就是为了自身赢得更多的利润而设计，衍生产品的设计尤其突出。这一差别不是道德问题，而是职业属性或职业本质使然。现在，连推崇并以金融衍生产品为生的金融家，都开始认识其罪恶的本质，对冲基金Seabreeze Partners Management主席Doug Kass称美国金融市场过分杠杆化是这场金融灾难的原因。他说，每1美元股本杠杆比率高过30美元，只要资产值回落4%，便可令股本消失。

复杂的金融衍生产品，加上复杂的交易程序，形成复杂的虚拟资产，贝尔斯登在被摩根大通收购时，甚至算不清值多少钱，因为它的资产负债表极其复杂，该用哪些尺度去给它估值？当事双方谁也说不清。由此可见，金融机构的资本会计核算本身就存在风险，金融产品和金融交易的游戏性显现得非常清楚。

这次金融危机中，为什么这么多老牌银行在有资本充足率约束和存款保险制度的情况下仍会顷刻轰然崩塌？原因就是资产证券化及金融产品高杠杆化的情况下，金融最基础的支撑——诚信和信誉——遭到无端践踏；资本充足率等各种约束均名存实亡，会计核算失灵、失真；已经国际化的金融机构由于混业经营，市场风险、信用风险在国际金融市场高速传导、扩散，流动性变得高度脆弱。整个金融体系变得不堪

一击，因为它不像传统存贷业务，有实体经济需求和支撑。

警惕金融创新过剩

有关金融衍生工具和衍生产品的交易量，以及名义本金的统计，由于大都是表外业务，相互之间具有复杂的关联关系和不透明性，统计非常复杂和困难，国际上并没有一个权威的机构可以进行完整、准确的统计。

有不完全统计显示，全球衍生金融工具市场交易总额，1999年为100万亿美元，2007年近677万亿美元，其中场内交易量80万亿美元，场外交易量596万亿美元。Fitch统计，2006年仅信用类衍生市场就达到了50万亿美元的规模，其中2003年至2006年增长了15倍。CDS市值为62万亿美元，在2008年前的7年中，增加了100倍。

有资料统计，仅贝尔斯登经手的衍生产品场外交易就有100万亿美元，在被JP摩根大通接管前自身还有90000亿美元。AIG涉及的CDS金额也高达4460亿美元。

2007年10月至2008年9月18日，全球被蒸发的财富约4.6万亿美元。也就是说，金融衍生产品，全球经济在4.6万亿美元的区间玩了个蹦极，其对自然人、企业和社会的破坏作用无论怎么计算都不过分。

今天，金融创新产品大部分都是衍生产品，并且大部分是N次衍生产品，它们能够不断变换组合。如，CDS不仅包装信贷资产，还包装五花八门的各种金融产品。只有很少的金融工具、金融产品的设计人和使用者（不是利用这些产品和工具的投资人）才知道它们的风险所在，众多的金融从业人员，也是不明就里。原因就是其“技术”含量高，“程序”复杂，被认为是少数精英的行为。

2008年5月，沃伦·巴菲特在伯克希尔(Berkshire Hathaway)公司股东大会上这样评价CDO：弄懂CDO的一个证券，需要读75万字的报告。银行发明的这种以按揭贷款为基础的证券组合的金融衍生产品简直是疯狂的。

日本《经济学人》称，“这是一个尾巴指挥脑袋的年代，尾巴指的是金融经济，脑袋指的是实体经济。全球存款加上包括股票和债券等虚拟资产已经达到实物资产(名义GDP)的3.2倍，而在经济全球化之前，前者只有后者的1.7倍。”层出不穷、花样繁多的金融衍生产品告诉我们，现在是一个思想过剩的年代，思想过剩对金融业尤其可怕。



以一家中等规模的商业银行为例，其公司业务的产品多达150种。在零售业务和私人银行业务方面，产品更是不计其数，有一家银行仅其中的受托理财业务，就有800多个产品。这都是思想过剩，精力过剩的表现。在金融领域，一定要警惕思想过剩产生的危机。

金融业风险控制需全球化

纵观金融业的发展轨迹，现在已由原来的集中社会闲散资金给有需要的人，即资金融通和结算，发展到赚明天的钱，再发展到赚未来的钱，其目标是为了自身的无限利益，引导全社会透支无限的未来。结果显而易见——这只会使部分人攫取了天量财富，却无形中毁灭了人类社会的今天和明天。银行由早期为社会创造财富，挖掘和激发生产力，变为今天主要为自己创造财富。如何赚取最大利润以成为当代金融机构的唯一取向。

金融业食利特征导致的金融产业的无限扩大，近年连美国金融界的高层人士也忧心忡忡，尤其对投资银行过度发展，经济和金融专业的高才生纷纷投身投行业感到担忧。一个社会，那么多人不从事实体经济，不进行科学、文化和艺术创造，而蜂拥在所谓的投行、基金等投资领域，又不是实业投资，而是虚拟投资，玩“资本运作”游戏，天天想着用虚拟的产品在虚拟市场攫取社会财富，金融灾难和经济灾难的怎么不会将临？

金融业的过度“发展”，金融观念不矫正，金融扩张不停止，多次衍生工具不废除，终将牵引社会经济进入死胡同。如果不加干预，未来的世界很可能将按照跨国金融垄断资本的目标发展，这结果十分可怕。对此，政治家、社会学家甚至经济学家都还没有足够的认识。

对于此次金融危机的原因，格林斯潘、保尔森、伯南克、中国金融界的高级官员，及许多经济学家都发表过类似言论——说得最多的是监管不力、金融创新过度。

我们必须从社会发展角度审视当代的金融业。虽然金融业近十年来引入了风险控制和内部控制的理念、手段和方法，但远不足以抵消其发展观念和发展方向错误所带来的灾难，同时对于其树立正确的发展观，确立正确的发展方向也丝毫没有帮助。因此，目前的全球金融危机、经济危机并不是像有些学者所讲的，是一场周期性危机，是一次小概率事件，而是当代金融业发展的必然。

端正金融业的发展思想和观念，规范金融业的行为，像经济全球化、金融全球化一样，金融风险的控制也需要全球化。为此，我们必须首先从思想观念和宏观方面寻求出路，即要树立正确的人类发展观和经济社会发展观。经济发展速度、国民经济总量、人均国民收入等，并不是准确评价人类发展状态、方向的



正确概念和指标。发展不是扩张、垄断和控制的代名词。发展和存在的关系要有机统一，科学和谐型发展、环境友好型发展、社会友好型发展、和平共处型发展、互利互惠型发展、幸福存在型发展，才是人类正确的社会观。发展不是人类生存哲学的首要命题和根本命题，和谐的存在才是人类生存哲学的根本命题。

在行动上，要逐步做到以下几点：

一是各国可根据国情对超级垄断型金融机构概念和尺度进行界定，要制定法律，限制其无限扩张，遏制垄断型、主导型的超级金融集团出现。由于金融业的特殊性和重要性，可以就限制金融垄断专门立法。

二是联合国在防范全球金融风险方面应担负最高的国际责任，发挥无可替代的作用。要对防范全球金融风险

进行国际立法，不允许有跨国型垄断金融集团出现。制定在全球化背景下各国共同遵守的金融规则。各国，首先是发达国家和发展中大国的金融业及金融机构要端正金融观，矫正畸形发展思想，不输出金融风险。

三是 IMF 的职能要重新定位，要担负对各国金融行为的监管和全球金融风险的防范职能和金融争端的裁决职能，有对成员国违法金融行为的控制手段和有效的惩罚手段。

金融衍生品工具监管：差之毫厘谬以千里

发布时间：2008-10-28 来源：上海证券报 作者：白江

这次金融海啸，让我们对金融衍生工具的负面影响有了刻骨铭心的记忆。但分析近年来在金融衍生产品市场出现的一系列重大亏损的结论是：所谓的风险主要来自人为因素，即监管制度和交易规则的缺陷或决策失误，而不在衍生工具本身。

我国自上世纪90年代推出的金融衍生产品交易一开始便与风险事件相伴而行，最终被迫中断其发展进程。值得深思的是，金融衍生品市场本身是高风险市场，国外市场上资金的拼杀中也不乏损失惨重的案例，但监管过程中风险控制的结果却完全不同。国外风险事件往往导致市场参与主体的破产倒闭，比如百年雷曼兄弟的破产等，而我国则是市场本身的丧失，反映出我国金融衍生工具控制理念上的缺陷。当发展金融衍生产品工具已经成为我国金融市场发展的现实迫切需求时，先试点后规范的模式是否能完全适用，看来是很值得探究的。

首先，西方金融衍生产品市场是建立在发达的基础市场之上并适应其需求产生和发展起来的，具有广泛的认同性。而我国一开始就先天不足，在缺乏法律规范的情况下，容易滋生投机和混乱。

其次，金融衍生工具不同于其他金融产品，在缺乏规范和监管时容易对市场造成冲击。

第三，面对目前我国立法层次低、行业色彩重的现状，在借鉴和移植西方成熟金融衍生产品时，基本的法律制度应当首先到位，然后才是产品创新。否则便无法尽可能地减少资源浪费和负面效应，最大限度地发挥金融衍生产品的作用。

值得一提的是，目前的实际情况是，交易所在证券市场中本质上不再是一个独立的自律管理机构，基本上是靠证券监督管理机构一己之力在管理证券市场。证券市场监管模式从证券市场早期的自律绝对主导转化为行政绝对主导，从一个极端走到另外一个极端。另一个基本的事实是，域外交易所不论采取会员制或者公司制，都有营利需求，差别仅在于盈利分配机制。对金融衍生产品交易而言，交易所为获取更多盈利，具有扩大市场规模和市场参与者的直接动机，存在急于采取风险控制措施、袒护大机构投资者之可能，而我国目前的规定中交易所依然是不以盈利为目的。

为此，在抵御金融海啸的同时，针对我们的国情是否需要重新审视定位自律管理和行政监管，理顺两者关系，兼顾市场主体、交易所和行政监管机构不同的利益取向和功能，三者各司其职、相互制衡，既严格执行交易规则，又相对较小影响市场的流动性，求得监管的松紧度与短期与长期竞争优势的平衡？这些不仅是一个模式的确立，更需要一系列法律、法规及制度的出台，更需要解决人的监管问题。

中信泰富为何被衍生品击倒？

发布时间：2008-10-27 来源：证券日报 作者：蒋先玲

一、中信泰富投资累计期权杠杆式外汇合约导致巨亏

在国人持续关注来自大洋彼岸的金融危机及其惊人的救市措施时，10月22日公开的中信泰富投资外汇衍生品导致巨额亏损的消息终于让国人将视线拉向国内。同时，也让人联想到2004年中航油新加坡公司投资石油期货交易，造成了5亿多美元的损失。而且，关于这次发端于美国的金融危机，其直接原因也是美国金融机构对于次贷衍生产品的过度投资。因此，我们会问：衍生产品到底怎么了？它为何有如此大的魔力？

我们从导致中信泰富巨亏的衍生产品的特点说起。中信泰富在澳大利亚有一个名为SINO-IRON的铁矿项目，该项目是西澳最大的磁铁矿项目，项目中需要的设备和大量成本支出都必须以澳元来支付。为了降低澳元升值带来的货币风险，因此公司签订若干累计期权(Accumulator option)的杠杆式外汇买卖合同。

二、累计期权杠杆式外汇合约的魔力

累计期权合约的运作方法是先选定一只股份，如果该股股价在合约股价的105%以内，投资者可以在一年(250个交易日)内每天按照折让价(通常是合约股价的80%)连续购入一定数量的股票，但如果股价升破合约股价的105%，则合约结束；但如果股价跌破协议接货价，投资者就必须以协议接货价每天买入双倍的股份。这种衍生品的吸引力在于当市场上升时令投资者可以平价买到看涨的股份或资产，但是，当资产价格下跌时，投资者将损失惨重。即收益有限，但亏损可是无限的。

三、加强对衍生产品的审慎监管

衍生产品带来如此大的“灾难”，是否意味着我们就不能发展衍生产品呢？答案是否定的。其实，衍生产品本身没有错，自20世纪60年代以来，金融衍生产品不断问世，给世界创造了巨额的财富，也推动了各国经济及世界经济的迅速发展。美国是世界经济的火车头，也是金融衍生产品最发达的市场。这说明了以衍生产品为代表的虚拟经济对实体经济的贡献。但是，由于衍生产品的高杠杆特征，其风险也是巨大的。所以，加强对衍生产品投资的监管是非常必要的。

在美国，次贷危机之所以演变成金融危机，其原因之一是美国金融机构忽视对次贷衍生产品所可能带来的风险的重视，过度追求高额利润所致。2004年的中航油事件，也是由于中航油新加坡公司存在多头交



易、分散交易、管理混乱的问题，直到亏损巨大，资金链断裂，缺乏有效监管所致。中信泰富投资的外汇杠杆合同被认为是投机性很强的高风险产品，一定程度上也存在职员违规投资问题，显示存在监管缺失。

四、对我国存在外汇敞口企业的警示

“中信泰富事件”也好，“中航油事件”也好，对于我国存在外汇敞口的企业来说，是否意味着无法规避外汇风险了呢？回答当然是否定的。首先，我们应该清楚，任何风险管理方法都是有代价的，也就是有成本的，因此，不能贸然行事。其次，企业可以选择风险相对小的衍生产品，比如无杠杆的远期外汇合约，或者货币互换等等。而且，远期外汇合约的操作应与实际的外汇需求相结合，衍生品的合约头寸应与实际的业务头寸相接近，这样才不至于带来灾难性的后果，不能从投资的角度进行衍生产品买卖。显然，中信泰富在投资累计期权杠杆外汇合约时存在着投资或投机的心理动机。因此，如果企业在风险管理中从实际需要出发，在利用衍生产品规避风险的同时，才可以最大限度地节约成本。

信用危机是最大的经济危机

发布时间：2008-10-23 来源：中国证券报 作者：张荣楠

近来，从两房危机、雷曼破产、美林被收购到中国的三鹿事件，无论是全球还是中国，正经历着一场突发性的飓风，令人招架不住。而这些事件的背后却揭示出全球信用体系正面临着前所未有的危机这一深刻的现实。

市场经济就是信用经济，信用是市场经济正常运转的基石，信用缺失对一国经济的影响将是十分巨大的，甚至是灾难性的。可以说信用不仅关乎企业的生存发展，更关乎国家经济安全和整体性安危，从这一意义上说，信用危机是最大的经济危机。

产品提供的是生命成长的“乳汁”，由于不重诚信，缺乏责任变成了害人的“毒汁”。产品质量是企业信用的底线，对于金融企业而言更是如此。本次美国次贷危机的形成和恶化，不仅是金融意义上的“信用危机”，也是道德意义上的“信用危机”。金融领域从来就不可避免地存在巨大的“金融道德风险”。

首先，房贷机构缺信。两房拥有国家信用担保下的特权。应该说，准政府机构的金字招牌使公司获得了无限的发债权，且融资成本大大低于私营机构。当“两房”进行的直接和间接融资在整个住房融资体系中举足轻重的时候，自然也产生了较高的、非均衡的市场集中风险。

其次，投资银行缺信。投资银行等机构将次贷产品进行层层分解和打包，将本来是高风险的产品，包装成精美的证券化产品，推销给普通投资者。

再次，评级机构缺信。评级机构将风险极高的垃圾房屋债券，评级为高等级的优质债券，使得普通投资者对该类产品产生乐观预期和非理性追捧。

最后，联邦政府缺信。国家信用是金融体制的最后依托。联邦政府多年来对于两房疏于监管，无形中纵容了风险的不不断膨胀，而事发后又将“风险社会化”，其所触犯的“道德风险”则从价值层面上对国家信用造成严重冲击。金融危机的历史经验表明，国家信用是建立在金融稳定的基础之上的，一旦遭遇金融风暴，很有可能连国家信用一起毁掉。

信用因华尔街的假账而动摇，对财富创造的信仰因CEO的贪婪而堕落。从本质上来讲，次贷危机的根源就是金融企业不顾触犯金融道德风险，非理性放大金融杠杆，令金融风险无限积聚，使泡沫破裂的灾难性后果超出了金融体系所能承受的临界点，进而引发银行危机、信用违约危机、债务危机、美元危机等一系列连锁反应，而这一系列危机的背后凸显的则是美国出现了整体性的信用垮塌。

第一波银行危机。信用链条的断裂使更多金融（银行）机构濒临危机边缘。随着贝尔斯登和雷曼宣布破产、美林被并购，华盛顿互助银行（WM），美国国际（AIG）等金融机构日益恶化的财务问题也将对金融市场造成沉重打击，瘫痪整个银行体系。

第二波市场危机。还将引发代表未来预期的信用衍生产品市场。作为为固定收益资产提供一种保险形式，信用违约互换(CDS)的违约危机，将带来交易商如何解除价值巨额美元的合约问题。当前信用违约掉期市场交易的62万亿美元的规模，也将整个世界金融市场暴露在一个前所未有的和无法估量的系统性风险之下。

第三波赤字危机。政府买单将造成巨额财政赤字。之前有预计2008年美国周期性调整后的预算赤字为4070亿美元，约占GDP的5.4%，而随着接管两房2000亿美元的财政注资以及联邦政府将在公开市场收购“两房”发行的按揭抵押证券的巨额亏空（如按最终损失率5%来计算，接管两房的债券损失在2500亿至3000亿美元之间），美国联邦政府账面上的债务和国债负担将大幅上升，导致经济恶化。

第四波美元危机。美元霸权地位颠覆或陷美元危机。美国金融动荡以及实体经济恶化的风险将导致世界范围内对美国金融产品的大量抛售和美元下跌，由于美元世界储备货币的地位和全球贸易的70%以美元结算的客观现实，如果各国减持美元资产或资本逃离可能引发美元危机，当前拉美一些国家“去美元化”的倾向就很明显。

第五波全球性债务危机。随着两房（抵押担保业务）接管、雷曼（资产证券化业务）倒下、AIG（对冲基金业务）濒临危机，美国房地产债券市场欠下了巨额负债，不仅会给抵押贷款市场的前景带来巨大的不确定性，也将使世界各国持有美国国债遭受抛压，继而引发一场全球性债务危机。

危机考验了我们，也警示了我们。从国际金融发展的历史看，此次次贷危机表明其背后世界经济深层因素正发生悄然变化。危机发生后，人们总要问责于监管。监管只是被动的约束，终有“漏网之鱼”，他律不如自律，只有在制度设计、政策制定、机制构建等方面将信用建设摆在首要位置上，坚持经济发展与社会责任相统一，通过严格的法律体系和惩戒机制，构建以企业信用、个人信用为核心，社会信用为基础，政府信用为保障的国家信用体系建设，才能远离风险与危机。

衍生品交易应“严”字当头

发布时间：2008-10-22 来源：中国证券报 作者：格林期货 王拴红

由美国次贷危机引发的金融风暴席卷全球，并导致大批老牌金融机构破产、华尔街落败、股市剧烈震荡等，进而演变为全球性经济危机，这一连串类似“多米诺骨牌”效应的危机事件让投资者见识到了金融衍生品带来的负面影响。不同于“中航油事件”、“巴林银行倒闭”等个例危机事件，这次金融风暴的影响更广，更让业内外人士对“衍生品”心有余悸。

其实，“衍生品”本身无罪，不管是简单的由实物衍生而来的期货还是本轮危机中涉及到的复杂金融衍生品，都有其存在的道理，对它们的适度运用是有利于促进市场发展和经济运行体系更为灵活。

本轮危机中被提及的金融衍生品大致包括远期、掉期、期权、期货等，其中的期货我们比较熟识，我国商品期货已经有十几年发展历史，历经初期的动荡，如今已发展得成熟而稳健。我们已经熟知，商品期货成立的初衷是为了规避风险，使企业通过期货市场在“现”与“期”之间、近期和远期之间建立一种对冲机制，锁定价格成本，消除价格风险，从而能够集中精力于本业的生产经营，而所谓的风险也通过期货市场被层层消化掉了。比如一家企业分析原材料要涨价，于是在期货市场上买入该原材料的期货合约，实现实体经济风险的规避，这样原料涨价的风险即转移到虚拟经济中了，而卖出期货合约的投资者A在价格上涨后会意识到出现了失误，因此买入期货合约平仓，这样已经变小了的风险就会转移到下一位卖家B上，卖家B承受一定亏损后会将又减小了的风险转移到卖家C，这样通过持续的交易买卖，最终风险会趋于无形。

金融衍生品固然要比商品期货复杂得多，但原理却完全一致，都是为了有效管理和降低企业经营风险的一种工具。其本身是社会经济发展的体现，是一种必需品，但过度使用且不守纪律则会带来巨大风险。不论是“中航油”、“巴林银行”这样的个例，还是这次全球性金融危机，都说明了这一点。本轮金融危机就是以雷曼兄弟投资银行为代表的金融机构不顾资信，过度运用金融衍生品，脱离管制，引发市场失效、风险失控而造成的。

衍生品交易中有一重要的杠杆原理，它使投资结果成倍放大，无论最终的结果是收益还是损失，都会以一个固定比例增加。这一原理尤其强调衍生品交易的参与者们要遵守交易纪律。对于借助衍生品市场转嫁风险的企业和机构来说，要必须遵守套期保值的纪律，严格遵循“交易方向相反”、“商品种类相同”、“商品数量相等”、“月份相同或相近”这四大套保操作原则，否则，交易就可能起不到套期保值交易应有的效果，达不到规避价格风险的目的；而对于承接风险的投机者来说，则要遵守资金管理的纪律，切忌满仓操作，同时做好止损。

目前，我国金融期货交易所已经成立两年多，金融衍生品在我国的发展仍将是必然趋势，此次金融危机的发生更深刻地告诫人们，从事衍生品交易严守交易纪律是生存之本。只有这样，在运用和发展金融衍生品时才能让它适当地发挥出应有作用。

次贷危机真正根源究竟是什么？

发布时间：2008-10-20 来源：上海证券报 作者：吴建环

谴责华尔街投资银行家贪婪、质疑美国经济发展模式有问题、认为美国人借贷消费过度都有道理，但还比较表面，至于指责人民币大量投资美国债券市场导致美国次级债券等在内的债券产品发展过度，简直离谱。危机真正根源在于美国监管机构失职，在于美国监管体制存在重大漏洞。

随着美国次贷危机引起的负面影响不断扩大，美国人一方面疲于应对危机，一方面恼羞成怒地责怪这场危机的“元凶”。先是谴责华尔街投资银行家的贪婪；接着有学者认为美国经济发展模式有问题，美国人借贷消费过度；近日更是有个别西方学者想嫁祸于中国，认为人民币汇率定价有问题，积累了大量外汇储备，然后大量投资美国债券市场，导致了美国次级债券等在内的债券产品发展过度。

前面两个观点有点道理，但也只是表面现象；第三个观点错得离谱，不值一驳，因为主要是美国和欧洲的金融机构参与了次级债的发行与投资，中国购买的次级债占美国发行的次级债总额的比例很低。其实，次贷危机的真正根源在于美国政府监管机构失职，在于美国监管体制存在重大漏洞。

美国政府为金融机构高投资杠杆推波助澜

美国金融产品体系像个倒置金字塔，底层是基础资产，如住房贷款、信用卡贷款、工商企业贷款、消费贷款、教育贷款等等，在此基础上构造出金融衍生产品的大厦。伴随着近10年来的金融创新浪潮，以住房贷款等为基础资产，美国的金融衍生产品市场发展迅猛，产品设计得越来越复杂，这些产品的真实价值和风险等方面信息的透明度也随之下降。

“9·11”事件后，为了刺激经济的发展，美国政府不断降低利率，2001年至2004年，利率降到了历史低点。为了争取更多的客户和资金，投资经理们不得不选择高风险的投资策略，大幅提高杠杆水平，或者收购高风险的资产，次贷及其相关衍生产品自然受到热捧。而美国政府寄希望于房地产市场的发展来拉动经济增长，暗示信贷机构放宽贷款条件，为次贷业务的发展以及实施次贷衍生产品等高杠杆投资创造了有利条件。

也正是在此背景下,美国证券公司平均的总财务杠杆(总资产/股东权益)超过20倍,而净财务杠杆((总资产-低风险资产)/有形股东权益)达到15倍左右。投行杠杆更高,以贝尔斯登为例,其总杠杆率、净杠杆率分别为30倍和16倍。高杠杆虽然提高了资本回报率,却也对风险的估算提出了更高的要求,一旦金融机构低估了风险,导致拨备额不足,就使单一业务的风险在20倍、甚至30倍的杠杆作用下,放大至整个集团,并且在全球化加速的背景下将这种风险迅速传染给世界各主要金融市场。

借贷消费并非危机原因

美国的个人消费近几年的年均增长率达到4%,去年美国消费占其GDP的比例达72%。客观上说,当今世界主要国家的工业技术、农业技术水平已相当高,物质生产能力已大大提高,不怎么费力即能满足物质消费需求。最终制约人类经济增长的不是生产能力不足,也不是投资不足,而是消费需求跟不上。我们当前不也正在努力扩大内需,以转变过度依赖出口和投资的经济增长模式吗?因此,美国老百姓借贷消费没有错,问题在于,由于政府管理和监管不力,美国抵押贷款经纪商的进入门槛非常低,向不具备偿还能力或资信能力差的家庭大量发放住房按揭贷款,次级抵押贷款及相关衍生品业务发展严重失控,美国房地产市场泡沫迅速膨胀,为次贷危机埋下了祸根。

美国金融监管体制存在重大缺陷

次贷相关衍生产品包装过度以及金融机构财务杠杆过高是本次金融危机的重要特征,但是并不能因此而否定金融创新,金融创新仍然是当代金融和经济发展的重要动力。金融创新本身没有错,问题关键在于金融监管是否能同步跟上。在法律允许的范围内,追逐利润最大化是投资者和企业家的正当追求,若是美国金融监管到位了,高风险的次级贷款及其金融衍生产品在市场上就不可能发展到当今这么大的规模,美国金融机构的杠杆也不会达到如此之高。因此,将次贷危机归咎于“华尔街投行家的无耻贪婪”是有失偏颇的,或者也可能是白宫在找“替罪羊”以推卸责任。

次贷危机的主要根源在于美国的金融监管体制存在重大缺陷,没有及时跟上金融形势和金融创新的发展,主要理由如下:

其一,《1999年金融服务现代化法案》标志着美国金融业进入混业经营时代。但是,美国到目前实际上仍然实行分业监管,金融监管机构多达七家,如果把带有某些监管职能的机构算进去,监管机构则更多。保险公司、商业银行、投资银行等分别属于不同的政府机构监管。次贷证券化过程中有众多的不同类型的机构参与,需要各监管机构高度协调配合。监管机构过于庞杂就会出现协调和配合问题,更容易出现监管漏洞。



其二，美国金融监管体制是在分业经营时代形成的，重点仍是机构监管。自实行混业经营以来，美国金融市场发展迅速，金融创新层出不穷，产品日趋复杂，资金高度流动，功能监管无疑应当成为金融监管的主体，可偏偏美国功能监管较弱，证券市场和期货市场虽然有证券交易委员会和商品期货交易委员会负责监管，但监管都比较薄弱。从整个金融体系的监管看，投资银行以外的金融机构在证券市场上的活动，几乎没有什么监管。机构监管具有只认机构性质不认业务的特点，功能监管是按照不同金融业务监管，不管某一项业务由什么机构开展，都采取同样的监管标准。

其三，场外（OTC）市场衍生产品发展过快，监管滞后。总体上看，场内市场交易的衍生产品基本都没有出现问题，相比之下，次贷相关衍生产品都没有在交易所上市，产品标准不统一，在发展太快而监管没跟上时就很容易出问题。

其四，金融衍生产品是一把双刃剑，正确利用其发现价格和套期保值的功能可以起到规避风险的效果；但如果投机过度，则金融衍生品又会带来莫测风险。近年来，由于监管不力，次贷等相关衍生产品等明显存在投机过度现象。（作者系交通银行发展研究部）

次贷危机并非全是金融衍生品惹的祸

发布时间：2008-10-16 来源：上海证券报 作者：常清 陈君

一年多以来，美国次级按揭贷款危机导致了抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡及雷曼清盘等一连串事件，这种“多米诺骨牌”效应，让金融产品匮乏的发展中国家见识了虚拟经济的力量。一提到次贷，人们总是将其价值链中的创新工具与金融衍生品联系起来，几乎到了谈金融衍生品“色变”的程度。事实上，次贷危机并不是金融衍生品惹的祸。

2001年，受互联网泡沫破裂和911空难的冲击，美联储连续大幅降息刺激经济增长。低利率和充足的流动性引致大量购房需求，房地产市场一片繁荣，潜在的利益大大刺激了投机性需求和金融机构的放贷心理。

房地产市场和消费市场的繁荣也不断地拉动了美国经济增长。在这个过程中，美国贷款机构为了分散风险和拓展业务，实现利益最大化，把住房按揭贷款打包成MBS（住房抵押贷款债券）进行出售回笼资金。投资银行购买MBS后，把基础资产的现金流进行重组，设计出风险和收益不同档次的新债券，也就是担保债务凭证CDO，然后再推出能够对冲低质量档次CDO风险的信用违约互换CDS，以及二者的结构化产品——合成CDO。这些结构化的组合产品形成了我们所谓的次贷价值链SB-MBS-CDO-CDS-合成CDO。

这些产品的潜藏风险很大，因而收益率也高。由于具有风险对冲工具CDS，CDO被评级公司冠为AAA级债券，获得了全球对冲基金和各大金融机构的青睐。房价不断上升，以住房按揭贷款为基础的CDO的高回报率也自然得到保障。持有CDO的基金组织和金融机构见获利如此丰厚，纷纷通过杠杆融资，反复向大银行抵押CDO，将获得的资金再度投入CDO市场。著名的凯雷基金破产时杠杆倍数高达32倍。这一系列创新产品的活跃，进一步刺激了贷款公司继续发放次贷和房地产泡沫。

2004年上半年开始，由于原油和大宗商品价格上涨，为抑制通货膨胀，美联储连续17次提高利率，美元进入加息周期，大幅提高了抵押贷款成本，次贷的债务人无力偿付本息，被抵押的房产由贷款公司大量作价变现，美国房地产市场由盛转衰，引起连锁反应，贷款公司背负巨额不良资产，MBS和CDO的回报失去保障，信用评级被降低，基金、其他金融机构资产严重缩水，发放杠杆贷款的银行损失惨重，最终酿成危机。

可以看到，危机的起因是利率调高所引起的房地产价格下跌，及其由此导致次级按揭贷款债务人的违约。归根结底，次贷危机源于信用风险和利率风险，风险起于价值链的源头而非中间环节，如果美国宏观经济运转良好，房地产价格稳定，资金贷给有信用的人，就不会发生这种连锁反应。而且这些中间环节在很大程度上是作为风险分散工具存在的。

从目前的市场分类来看，只有CDS属于金融衍生品，尽管次级债MBS和CDO经过了复杂的资产结构化和重组，但作为一种债券仍属于原生品。

CDS是在1990年代中期由摩根大通首创的,相当于一种金融资产的违约保险合同。债权人通过该合约将债务风险出售,合约价格可以视作保费。购买信用违约互换的一方被称为买家,承担风险的一方被称为卖家。双方约定如果标的金融资产没有出现违约情况,则买家向卖家定期支付“保险费”,而一旦发生违约,则卖方承担买方的资产损失。当前,在62万亿美元的CDS市场中,最大的部分是企业债(占80%),而MBS仅占20%。

在经济良好时,CDS的风险很低,能够为贷款和债券避险,是一种良好的投资手段。但在危机发生后,它却因保证金杠杆交易放大了CDO的虚拟需求成为众矢之的。

以期货、期权、远期、互换等为代表的金融衍生品都是有效管理和降低市场参与者的风险的工具,金融衍生品设计的初衷绝不是为了扩大风险。事实上,金融衍生品作为风险转移工具,其良好运作离不开投机者的参与。因为,投资者正是风险的承担者。

在实际操作中,由于金融衍生产品的杠杠性会放大投机风险,需要监管部门严格控制。在次贷链条中,CDS因属于场外交易产品而被疏于监管,才导致市场扩大和反复转让后的权责混乱,违约率上升。

因此,我们认为,次贷危机不是金融衍生品惹的祸。相反,如果次贷链条中有充足的风险转移工具,危机发生的可能性就大大降低了。

作为衍生品之一,期货在众多的理财产品当中应该是一个比较好的管理风险和管理危机的产品。期货最显著的功能就是发现价格,期货价格的形成能够充分反映现在和未来市场、政策等各种影响因素。

在CDO进行大规模现货交易的同时,如果存在CDO的期货市场,那么,在危机发生前,在较早时间,可通过市场力量做空,而房地产泡沫、加息预期等就已经反映在CDO期货价格中了。受期价引导,CDO现货将实现合理定价,市场理性得以提早回归。

这里,还存在着一个认识误区,就是将次贷链条中的金融创新工具都归属为金融衍生品。

我们已经明确只有CDS属于衍生品,而其他产品在本质上皆为次级按揭贷款的资产证券化产品。资产证券化和金融衍生品同属于金融创新领域,但二者是截然不同的,金融创新也不局限于金融衍生品。

次级债券作为资产证券化的产物,其目的在于将缺乏流动性的资产提前变现,解决流动性风险,实际上是一种融资方式,次贷通过这种方式扩大了其债务风险承担者的范围。而金融衍生品的主要功能则是规避原生品交易的风险,是一种转移风险的工具。



同时,次级债券的发行主体是按揭贷款公司和投资银行,他们通过发债把次贷的风险层层分散到了投资者身上,最终导致整个链条爆发危机。而金融衍生品合约的市场参与者往往具有买方和卖方的双重身份,通过衍生品将风险转移到承受力较强的一方。

此外,资产证券化产品通常是固定收益产品,其价格不能反映基础资产质量的动态变化,金融衍生品则是依据原生品价格的变化而波动。例如,当美联储提高利率,CDO的基础资产价格已经发生变化,如果具有CDO期货市场,这一变化就能够体现在期货价格中,进而降低现货需求,也就不会有几十倍的杠杆融资放大风险。

我们要认清美国次贷危机的根源和本质,总结经验教训,积极探索中国的金融衍生品发展之路。不能因为金融衍生品本身具有的风险而否定它的价值。只要加强监管,提高金融创新过程中的透明度,强化投资者和金融机构的风险意识,利用金融衍生品可以极大地减少投资与经济中不确定性。

(作者简介:常清,中国农业大学期货与金融衍生品研究中心主任、教授、博导;陈君,中国农业大学经济管理学院、博士)

健全金融衍生品交易风险管理制度

发布时间：2008-10-12 来源：中国证券报 作者：任晓

中国银行间市场交易商协会日前发布《银行间市场金融衍生产品交易内部风险管理指引》，要求市场各参与机构建立健全金融衍生品交易内部风险管理制度。

《指引》明确，对金融衍生产品交易实行逐级授权管理制度；在金融衍生产品交易中，市场参与者应通过建立履约保障机制或对交易对手的授信额度管理制度来管理信用风险；应严格控制交易对手的信用风险，交易双方交易人员在与交易对手达成金融衍生产品交易前应确认履约保障品是否足额或交易对手授信额度是否足够；市场参与者应根据业务性质对金融衍生产品交易的有关头寸实行止损限额管理；市场参与者应针对金融衍生产品交易设置表内及表外的资产、负债及损益科目，对不同持有目的金融衍生产品交易进行分别核算等。

此外，市场参与者应建立针对金融衍生产品交易业务的应急处理预案，以应对可能发生的重大突发事件；市场参与者应对金融衍生产品交易业务进行内部审计并应建立风险报告制度。

吴晓灵：不应关闭衍生品发展大门

发布时间：2008年09月18日 来源：第一财经日报 作者：邱壑

“现在为止，基本上我们的金融衍生产品还没有放行，在这个方面中国的监管是有些谨慎过度了。因而我们应该在美国的监管问题上吸取正确的教训，而不应该因此关掉了我们进一步发展衍生产品的大门。”全国人大财经委副主任委员、央行原副行长吴晓灵昨日在新浪“长安讲坛”上表示。

对于美国次贷危机的症结所在，吴晓灵说：“美国现在的金融危机确实反映了金融监管出了问题，它的问题不出在金融创新，而出在面对公众的金融创新产品偏离了基本的经济学原理。”

“从中我们可以看到，不是说不能够金融创新，而是说监管应该放在基础产品的质量上。而且，也不能因为现在的（美国金融）监管出了问题，就说中国现在的监管过于严格的状况不应该进行适当的改革。”她说。

次贷危机并非全是金融衍生品惹的祸

发布时间：2008-10-16 来源：上海证券报 作者：常清 陈君

一年多以来，美国次级按揭贷款危机导致了抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡及雷曼清盘等一连串事件，这种“多米诺骨牌”效应，让金融产品匮乏的发展中国家见识了虚拟经济的力量。一提到次贷，人们总是将其价值链中的创新工具与金融衍生品联系起来，几乎到了谈金融衍生品“色变”的程度。事实上，次贷危机并不是金融衍生品惹的祸。

2001年，受互联网泡沫破裂和911空难的冲击，美联储连续大幅降息刺激经济增长。低利率和充足的流动性引致大量购房需求，房地产市场一片繁荣，潜在的利益大大刺激了投机性需求和金融机构的放贷心理。

房地产市场和消费市场的繁荣也不断地拉动了美国经济增长。在这个过程中，美国贷款机构为了分散风险和拓展业务，实现利益最大化，把住房按揭贷款打包成MBS（住房抵押贷款债券）进行出售回笼资金。投资银行购买MBS后，把基础资产的现金流进行重组，设计出风险和收益不同档次的新债券，也就是担保债务凭证CDO，然后再推出能够对冲低质量档次CDO风险的信用违约互换CDS，以及二者的结构化产品——合成CDO。这些结构化的组合产品形成了我们所谓的次贷价值链SB-MBS-CDO-CDS-合成CDO。

这些产品的潜藏风险很大，因而收益率也高。由于具有风险对冲工具CDS，CDO被评级公司冠为AAA级债券，获得了全球对冲基金和各大金融机构的青睐。房价不断上升，以住房按揭贷款为基础的CDO的高回报率也自然得到保障。持有CDO的基金组织和金融机构见获利如此丰厚，纷纷通过杠杆融资，反复向大银行抵押CDO，将获得的资金再度投入CDO市场。著名的凯雷基金破产时杠杆倍数高达32倍。这一系列创新产品的活跃，进一步刺激了贷款公司继续发放次贷和房地产泡沫。

2004年上半年开始，由于原油和大宗商品价格上涨，为抑制通货膨胀，美联储连续17次提高利率，美元进入加息周期，大幅提高了抵押贷款成本，次贷的债务人无力偿付本息，被抵押的房产由贷款公司大量作价变现，美国房地产市场由盛转衰，引起连锁反应，贷款公司背负巨额不良资产，MBS和CDO的回报失去保障，信用评级被降低，基金、其他金融机构资产严重缩水，发放杠杆贷款的银行损失惨重，最终酿成危机。

可以看到，危机的起因是利率调高所引起的房地产价格下跌，及其由此导致次级按揭贷款债务人的违约。归根结底，次贷危机源于信用风险和利率风险，风险起于价值链的源头而非中间环节，如果美国宏观经济运转良好，房地产价格稳定，资金贷给有信用的人，就不会发生这种连锁反应。而且这些中间环节在很大程度上是作为风险分散工具存在的。

从目前的市场分类来看,只有 CDS 属于金融衍生品,尽管次级债 MBS 和 CDO 经过了复杂的资产结构化和重组,但作为一种债券仍属于原生品。

CDS 是在 1990 年代中期由摩根大通首创的,相当于一种金融资产的违约保险合同。债权人通过该合约将债务风险出售,合约价格可以视作保费。购买信用违约互换的一方被称为买家,承担风险的一方被称为卖家。双方约定如果标的金融资产没有出现违约情况,则买家向卖家定期支付“保险费”,而一旦发生违约,则卖方承担买方的资产损失。当前,在 62 万亿美金的 CDS 市场中,最大的部分是企业债(占 80%),而 MBS 仅占 20%。

在经济良好时,CDS 的风险很低,能够为贷款和债券避险,是一种良好的投资手段。但在危机发生后,它却因保证金杠杆交易放大了 CDO 的虚拟需求成为众矢之的。

以期货、期权、远期、互换等为代表的金融衍生品都是有效管理和降低市场参与者的风险的工具,金融衍生品设计的初衷绝不是为了扩大风险。事实上,金融衍生品作为风险转移工具,其良好运作离不开投机者的参与。因为,投资者正是风险的承担者。

在实际操作中,由于金融衍生产品的杠杠性会放大投机风险,需要监管部门严格控制。在次贷链条中,CDS 因属于场外交易产品而被疏于监管,才导致市场扩大和反复转让后的权责混乱,违约率上升。

因此,我们认为,次贷危机不是金融衍生品惹的祸。相反,如果次贷链条中有充足的风险转移工具,危机发生的可能性就大大降低了。

作为衍生品之一,期货在众多的理财产品当中应该是一个比较好的管理风险和管理危机的产品。期货最显著的功能就是发现价格,期货价格的形成能够充分反映现在和未来市场、政策等各种影响因素。

在 CDO 进行大规模现货交易的同时,如果存在 CDO 的期货市场,那么,在危机发生前,在较早时间,可通过市场力量做空,而房地产泡沫、加息预期等就已经反映在 CDO 期货价格中了。受期价引导,CDO 现货将实现合理定价,市场理性得以提早回归。

这里,还存在着一个认识误区,就是将次贷链条中的金融创新工具都归属为金融衍生品。

我们已经明确只有 CDS 属于衍生品,而其他产品在本质上皆为次级按揭贷款的资产证券化产品。资产证券化和金融衍生品同属于金融创新领域,但二者是截然不同的,金融创新也不局限于金融衍生品。



次级债券作为资产证券化的产物,其目的在于将缺乏流动性的资产提前变现,解决流动性风险,实际上是一种融资方式,次贷通过这种方式扩大了其债务风险承担者的范围。而金融衍生品的主要功能则是规避原生品交易的风险,是一种转移风险的工具。

同时,次级债券的发行主体是按揭贷款公司和投资银行,他们通过发债把次贷的风险层层分散到了投资者身上,最终导致整个链条爆发危机。而金融衍生品合约的市场参与者往往具有买方和卖方的双重身份,通过衍生品将风险转移到承受力较强的一方。

此外,资产证券化产品通常是固定收益产品,其价格不能反映基础资产质量的动态变化,金融衍生品则是依据原生品价格的变化而波动。例如,当美联储提高利率,CD0的基础资产价格已经发生变化,如果具有CD0期货市场,这一变化就能够体现在期货价格中,进而降低现货需求,也就不会有几十倍的杠杆融资放大风险。

我们要认清美国次贷危机的根源和本质,总结经验教训,积极探索中国的金融衍生品发展之路。不能因为金融衍生品本身具有的风险而否定它的价值。只要加强监管,提高金融创新过程中的透明度,强化投资者和金融机构的风险意识,利用金融衍生品可以极大地减少投资与经济中不确定性。

次贷风暴对我国保险业的三大启示

发布时间：2008-10-10 来源：证券日报 作者：王小罡

AIG（美国国际集团）：CDS 巨亏损失 12 倍于压力测试

全球保险业泰斗 AIG 在次贷危机的打击下摇摇欲坠。

观其股价，在 2007 年 6 月 1 日达到 72.65 美元的最高价后，一路下跌，到 2008 年 9 月 11 日报收 17.55 美元，破产危机爆发后更一度跌到 9 月 17 日的 2.05 美元，不到 2007 年 6 月的 3%，相对于同期的标普 500 指数，AIG 股价跑输了 93 个百分点。导致 AIG 股价一年多来持续下跌的主要原因，是 AIG 公司最近三个季度的连续亏损。根据公司财务报告，最近三个季度 AIG 亏损共达 185 亿美元，接近于此前五个季度盈利之和 192 亿美元。

实际上，超高等级 CDS（信用违约互换）产品是 2007 年四季度 AIG 巨亏的主要原因，但是对于 2008 年一季度和二季度而言，AIG 净亏损的原因不仅是 CDS 产品，还在于其他次贷相关资产的市值下跌。

有关资料显示，AIG 投资的 Alt-A 住房抵押贷款和次级住房抵押贷款，几乎全都是 AAA 评级和 AA 评级，但仍然免不了市值缩水的打击，可见，次贷危机引爆的系统性风险以及信用评级机构的无能与失职，都值得我们深刻反思。

特别引人注目的是，在次贷危机的肆虐下，AIG 资产负债表的未实现市值损失高达 112.5 亿元，远远超过公司模拟的严格压力情景测试之 9 亿美元投资资产损失，两者相差 12 倍之巨。

我们每一天都在创造历史，但不是每一天都能载入史册。

而我们相信，2007 年-2008 年（或者 2009 年）则必定在全球金融史上留下浓墨重彩的一页，成为今后漫长岁月中金融危机的代名词，正如 1929-1933 年已经成为经济危机的代名词一样。

次贷风暴惊心动魄，对我国保险行业的启示，主要在于投资渠道放开、信用评级机构和金融监管机制三个方面。

首先，保险行业投资渠道放开应该在注重风险控制的前提下继续推进。

从2006年国务院发布《国十条》以来，保险公司投资渠道逐步放开，股票和基金投资比例提高，未上市银行股权投资、基础设施投资、海外投资、不动产投资等投资渠道先后打开，无担保公司债试点、PE投资试点也开始推进，这对提高保险资金投资收益率，增加保单吸引力和保险行业盈利能力具有全局性和战略性的意义。

从AIG的投资资产配置中（如附表所示），我们看到AIG投资渠道比我国同行更广泛之处在于：房产抵押贷款、租赁飞机设备、远期、期权与互换交易以及融资融券业务等。

从AIG经验看，放开投资渠道是一柄双刃剑，一方面，投资收益有望提高，比如AIG的金融租赁（特别是飞机设备租赁）业务利润丰厚，另一方面，投资业务风险也相应提高，比如AIG的CDS（信用违约互换）产品就带来了巨额亏损。

AIG在80年代的总资产收益率高达4%，但以后逐步下降，到2006年则不到2%。AIG为了对抗下滑的总资产收益率，开始介入CDS产品。这类产品在标的债券没有违约时，可以为公司带来稳定的盈利（比如1个百分点的利差），但是风险也是比较高的，一旦发生违约，特别是在金融危机的系统性风险下，债券市值可能缩水一半，也就是说，CDS卖方必须赔付50个百分点的款项，相当于此前50年的收入。

对于AIG来说，出售CDS产品相当于为购买方提供了关于标的债券的信用违约事件的保险产品，可以看作AIG所擅长的财产险产品和责任险产品在金融市场的扩展版本。但不幸的是，对财产险和责任险定价经验无比丰富的AIG，没有想到发生了百年一遇的金融危机，在信用违约大幅增加的背景下，CDS产品的巨额亏损几乎将AIG逼上绝路。

因此，AIG的案例告诉我们，投资渠道要开放，但注重风控的前提永远不能忘，特别是对系统性风险的辨识非常重要。

其次，培育真正对投资者负责的、并且能够预警系统性风险的信用评级机构。

信用评级机构的失职是次贷危机得以爆发的重要原因。

由于CDO（债务抵押债券）和CLO（贷款抵押债券）等次贷相关衍生产品的复杂设计，投资者根本不可能有足够的资料、资料和能力来评估这些产品的内在价值和风险，因此，穆迪、标准普尔、惠誉等主要评级机构发布的信用评级就成为购买者投资的主要依据。

自从2000年美国开始大规模发行次级抵押债券以来，各评级机构就一直认定次级抵押债券和普通抵押债券风险并无二致。这大大促进了次级债市场爆炸式的增长。2007年次贷危机已经初显狰狞，但各大评级机构无动于衷，直到2008年才开始大范围调低次级债的评级。仅在7月10日一天，穆迪就调低了超过400种此类证券的评级，标准普尔在同一天将612类证券列为观望，并在随后两天内调低了大部分证券的评级。评级机构的后知后觉以及迟缓而猛烈的评级调整成为进一步推动次级债危机加速蔓延的动力。

实际上，美国信用评级机构的收入主要来源于证券发行商，却要求它们对市场投资者负责，这也许从根本上来说就是一种制度的错位。

我国的信用评级结构还比较弱小和稚嫩，处于发展初期阶段。但是，随着无担保公司债和各类金融衍生产品的逐步发展，信用评级机构在我国资本市场的地位将日益显著，在平衡金融市场和控制金融风险方面将具有特别重要的地位。我们应该建立健全恰当的激励机制和约束机制，并且引入适当的竞争环境，促使信用评级机构真正做到对投资者负责，有效的预警系统性风险，成为金融市场风控定价和风险控制的核心部门。

再次，金融监管机制应该“前台全面而灵活，后台强化而严厉”。

一方面，金融监管应该保持对前台业务的全面覆盖，不留空白，另一方面，对后台业务的监管应该强化，并且对前台业务实现适度放松，激发市场主体的活力，提高金融市场运行效率。

美国经济学家、前美国联邦储备委员会委员爱德华·葛兰里奇曾经多次揭示美国的金融监管存在着严重的失控问题，“次级房贷市场就像是狂野的美国西部，超过一半以上的这类贷款由没有任何联邦监管的独立房贷机构所发放”。而次贷危机清楚地揭示了：美国监管机构崇尚的“最少的监管就是最好的监管”存在着过于放任自流的弊端，使得贪婪的金融机构有机会利用衍生产品的信息不对称来欺诈和误导客户，最终造成金融风暴。

我国的金融监管和美国存在着某种意义上的“错位”：美国是“前台抓得不够，后台抓得较严”，而我国是“前台抓得较多，后台抓得不够”。

美国的金融监管，在后台方面比较严格，比如保险偿付能力比率要求在200%以上，但在前台方面则崇尚自由竞争，存在着较多监管空白，特别是衍生产品方面。而衍生品风险高、波动大，对公司偿付能力存在着巨大而或有（可能今年没有，但明年就有）的影响，这就削弱了美国金融监管的效力。

而我国的问题在于前台抓得较多，后台抓得不够。只要后台抓不到位，那么前台（业务开拓）就会出现各种各样、层出不穷、无休无止的问题，这样的监管模式存在着监管资源错配的缺陷，并且在某种程度上也扼杀了金融企业的运营活力。另外，我国金融行业的前台监管，也存在着监管重点有偏差的问题。比如保险行业的监管偏重于准入管理，而不够注重对消费者利益的保护。因此，次贷危机启发我们，金融监管模式应该“前台全面而灵活，后台强化而严厉”。

合格投资者认证制度有利金融衍生品运行

发布时间：2008-09-25 来源：上海证券报 作者：傅声霆 王飞

为确保股指期货的顺利推出和平稳运行，我国拟引入股指期货“合格投资者认证制度”，对股指期货投资者的资金实力、教育培训资质、风险承受能力等提出要求。监管机构的这一制度构想，引起了业界的广泛关注。诚然，实施合格投资者认证制度，将提高股指期货的参与门槛，有些普通中小投资者进不来，期货公司的市场开发也有新问题，但从维护我国金融市场平稳健康发展大局，成功实施我国金融衍生品持续创新战略，降低国际金融市场动荡对我国金融体系安全的冲击，保护广大投资者利益角度而言，是十分必要并且可行的。

我国目前资本市场的投资者队伍与成熟资本市场以理性机构投资者为主体的投资者结构具有较大的不同，实施合格投资者准入制度，有利于提高我国投资者素质教育和市场监管，有利于市场形成成熟的投资理念和市场平稳有序运行。

建立合格投资者认证制度，是对广大投资者权益的应有保护。股指期货被广泛认为是专业投资者进行风险管理的工具，而不是普通投资者进行投资炒作的投资产品，普通投资者可以通过购买基金或委托理财等方式间接参与股指期货。如果不加限制地让所有投资者参与其中，虽然看似让大家拥有公平参与机会，实际上是漠视投资者利益的不负责任行为。

合格投资者认证制度应用于股指期货等金融衍生品，有利于增强市场运行机制的稳定性。近年来国际国内证券市场的大幅波动以及南航权证创设以及上市交易中出现的种种问题，使得我国在金融衍生产品的制度设计和投资者教育更加谨慎，而合格投资者认证制度被认为是能进一步增强市场运行稳定性的重要举措。

长期来看，合格投资者认证制度的引入，还将有利于防御境外游资今后对我国股指期货市场的冲击，是约束市场流动性泛滥的内在要求。建立合格投资者认证制度有利于从制度上先行，遏制过度投机给市场带来的潜在风险，推行该项制度意义重大。

美国金融动荡给国内衍生品市场的启示

发布时间：2008-09-24 来源：证券时报 作者：金元期货 冯伟民

由次按危机引起并扩散的金融动荡，在2008年夏天越演越烈。目前美国几大投行破产的破产，嫁人的嫁人，剩下的也很危险。此外，美国最大的保险公司、最大的储蓄银行，还有全美两大房地产“巨无霸”都已经被政府接管或者是积极寻找买家。

这场金融动荡肯定将引起全球经济大调整。但是动荡的原因呢？最重要的原因应该是美国消费透支和全球经济结构失衡造成的。但人们更愿意相信是包括次级债券、裸卖空、卖空、谣言以及包括全球化信息泛滥等因素造成的金融企业倒闭和金融市场动荡。按照这个逻辑理解，幸好国内还没有推出股指期货，还没有推出融资融券，否则还不知道会跌到什么样子呢。真的是这样吗？实际上股指期货也好，卖空也好，都是股票现货市场的真实折射。如果认为是这些工具导致或加深金融动荡，那干脆最好就不要发展股票市场，眼不见，心不烦，直到实体经济动荡躲不过去再面对。但这显然是不能的，毕竟今天资本市场的作用已深深融入了社会的发展过程中。

如果仔细观察美国金融动荡的全过程，会发现次级债券引发的透支消费和宽松货币泛滥是两大推动因素。从中我们可以得到一些经验教训，对于发展包括股指期货在内的国内金融衍生品市场有明显的启示。

一是创新要适度，步子不能迈得过大。次级债券的创新吻合美国资本市场一贯的“有需求要创新，没有需求创造需求也要创新”的思路。过度的创新可能满足了当前盈利和竞争的需要，但是一旦步子过快，过犹不及反而引发不良后果。

二是衍生品市场要明确目标群体。创新工具也好，衍生品市场也好，究竟哪些目标群体最迫切需要，而又有那些群体能适应可能产生的风险，都要找准并明确。开始发展的时候还是不能过分放宽门槛或者迅速扩大目标群体，以后可以视情况逐步过渡或者相机调整。

三是危机时可以弹性管理，但不走回头路。美国在金融动荡非常严峻的时候，频繁出台短期禁止裸卖空甚至卖空的措施，但都有时间限制。目的是为了缓和市场情绪，并没有停止股指期货市场的运作，也没有废止卖空行为，因为这不是动荡的根本原因。实际上，这也是从1987年股市大动荡就得出的结论。

对于国内的金融衍生品市场，特别是股指期货来说，如果明确哪些是有风险承受能力的目标群体，做好技术准备工作，完全可以适时推出。对于有需要并且有风险承受能力的机构投资者和个人大户来说，有没有股指期货，股票市场该跌照跌，该涨照涨，推出也不会逆转或加深动荡，反而能带来风险管理的帮助。



业内人士建议尽快统一金融衍生产品交易主协议

发布时间：2008-07-30 来源：中国证券报 作者：任晓

环球律师事务所张昕今日提供给本报的报告建议，应尽快统一金融衍生品交易主协议，完善金融衍生品交易制度建设。

目前，我国场外金融衍生产品市场上出现了两份主协议并存的局面。张昕认为，两份主协议并存有可能出现同一行为在两份主协议下可能引发不同法律后果的情况，同时，两份主协议并存不利于交易双方控制场外金融衍生产品市场的整体风险，在极端市场情况下，甚至可能放大系统风险。此外，CFETS 主协议下没有专门约定履约保障机制，而是将这一问题留给交易双方以双边谈判的方式自行解决。两份主协议的并存，使得市场参与者无法通过履约保障机制对所有场外金融衍生产品交易进行统一风险管理，从而增加了市场的整体风险。