

实事求是地看待金融衍生品

——《金融衍生品的本质》序言

● 全国政协委员、中国证监会原副主席 姜洋

落笔之际，想起了10多年前一家上市公司老总给我讲他们利用衍生品的故事。他说，从20世纪90年代开始，他们利用国内外股票和期货两个市场，一方面通过国内外股市融资发展企业，另一方面利用国内外衍生品交易保护企业。依靠两个市场，促进了企业发展壮大，今天他们的企业已在全球行业排名中位居前列。2008年国际金融危机后，这位老总火急火燎地来找我，说由于国外金融衍生品出了问题，他们被要求停止衍生品交易。他说，一旦停止，他就不知道该如何管理企业了。还有位大商所老总给我讲了黑龙江农民卖大豆的故事。他说，过去“中间商”收购农民的大豆，收购价不透明，中间差价被“中间商”吃了，农民在交易上吃了不少亏。后来，农民利用大商所的期货价格和“中间商”讨价还价时，价差没有了，农民增加了自己的利润，捍卫了自己的利益。这两个故事说明，无论是企业还是个人，无论是工业还是农业，衍生品都是生产经营管理的重要工具，是实体经济的真实需要。它的发展壮大，对国民经济有益、对社会生活有益。

衍生品市场已有100多年的历史，先是商品期货后是金融期货。20世纪70—80年代，在外汇、利率、股票期货、期权等金融衍生品出现之前，商品期货是主要的衍生品。由于商品期货具有发现价格、套期保值的功能，一直被实体经济运用得很好，也为最早建立期货市场的欧美国家带来了大宗商品定价影响力。比如今天美国、英国的期货市场已经成为全球大宗商品定价中心。我国进口原油、大豆、玉米、铜等大宗商品时，一般都以芝加哥商业交易所、伦敦金属交易所等的期货交易价格作为贸易谈判的定价基准。我国一些大型企业也在海外利用这些市场进行套期保值，管理国际贸易中的风险。我国有色金属行业90%以上的企业都参与了期货市场，从已有研究来看，20多年来，这个行业的经营绩效和利润都稳定持续增长。2010年我国正式推出了股指期货后，一些证券公司利用股指期货管理风险，保持了企业的稳定经营，为资本市场的稳定提供了市场化的支持。目前，中国衍生品市场已经形成一定规模，具备了为实体经济服务的基本能力。

我国的衍生品市场是在国家的倡导和支持下建设与发展起来的。中国衍生品市场始于商品期货市场的建立，历史很短，只有30年。作为改革开放产物，20世纪90年代初期是试点期，摸着石头过河。发展出现问题后，国家进行了整顿规范，但没一棍子“打死”，留了几个品种继续试；2000年后，国家支持期货市场稳步发展，并支持在推进商品期货发展的基础上研究开发金融期货、期权；2008年国际金融危机以后，在金融衍生品负面舆论不少的情况下，我国毫不犹豫地批准了股指期货、国债期货等金融衍生品上市交易。2015年我国股市异常波动，在滔滔滔滔、口诛笔伐的舆论面前，国家没有停止股指期货交易，仅仅是采取了限制性的措施。

如今，我国衍生品市场大胆探索、不断创新，市场在量和质上都大幅度提升，既有商品期货，又有金融期货；既有场内期权，又有场外期权，新产品不断上市，开放度持续提高。截至2020年年末，有90个场内衍生品上市交易，其中6个对外国投资者开放，市场功能的发挥上了一个新台阶。我国金融衍生品市场的发展壮大，极大地促进了我国有弹性、韧性和有影响力的资本市场建设。

从试点开始到现在，国家对金融衍生品的发展，自始至终都是重视的。但也不可否认，无论是学术界还是舆论界，对金融衍生品的解读还是负面居多，影响了人们对金融衍生品全面、完整的认识。

金融衍生品交易，可以使资本市场更富有弹性、韧性和影响力。资本市场的吸引力是建立在“三公”原则和严格的监督执法基础上的。在这个基础上，流动性是资本市场是否具有弹性、韧性和吸引力的重要标志。流动性意味着在明确的规则下，投资者有随时买入和卖出的自由和权利。金融衍生品，由于其特殊的产品设计和交易机制，有比基础资产商品、股票、债券更高的流动性，金融衍生品交易与证券市场交易配合得当，可以带动整个资本市场流动性的提高。

金融衍生品交易，可以使资本市场成为有风险管理的资本市场。金融衍生品市



视觉中国图片

场从价格发现和风险管理两个方面强化和完善了资本市场的制度基础，它的风险对冲功能具有缓解流动性危机的功效，成为20世纪70年代以来金融市场上最重要的资本市场创新。它不仅使资本市场成为真正的有风险管理的资本市场，提高了资本市场的规模与凝聚力，还强化了资本市场的全球竞争力，促进了资本跨国流动和资源的全球化配置，提高了实体经济增长和产业升级的能力。

金融衍生品交易，可以成为资本市场深化发展的助推器。经济史的演变告诉我们：资本经历了三轮递进式的变化。第一次是农业社会中劳动者与土地和生产资料的所有者分离，这时候资本虽然存在但力量微弱，没有产生衍生品市场；第二次是机器和电气化革命后出现了股份制公司，公司的资本所有权与经营管理权分离，股东与经理人各负其责，出现了全球性的制造中心，以及大宗商品国际贸易，从而产生了大宗商品衍生品市场；第三次是20世纪80年代世界进入信息化社会后，资本的资产所有权属性与资本的价格所有权属性分离，在信息技术的支持下，产生了可以独立于基础资产而交易的金融衍生品。一批金融工程师通过创新把金融基础资产的价格属性与金融资产本身的所有权属性进行剥离，不同金融资产的价格属性被金融工程师和信息技术整合为易于识别、通用的、可交易的价格基准，从而出现了一个仅是交易金融基础资产价格属性的金融衍生品市场。

这种剥离引致了金融衍生品的隐秘性，不易被理解。过去资本经历的两种分离，比如农业社会的土地、生产资料等资本与雇农的分离，工业社会的股权和资本家分离，皆是可视、可触摸的形态，都是很具体的内容。但是资产的价格属性与资产的股权属性分离，并独立成为交易标的，实在是太抽象，不可视、不可触摸，难以理解。

我把这种隐秘性概括为三点内容，即资产的依附性、功能的隐蔽性、舆论的结构性。

资产的依附性——金融衍生品交易的是资产所有权的价格属性而不是资产本身。虽然可以剥离，价格属性总是依附于基础资产；无论是商品还是金融衍生品，都是

西，就像人们生活中对空气的无偿享用而浑然不知一样，忽略了衍生品市场对经济的润滑作用。银行信贷、股票债券有利于实体经济的观点被人们普遍接受。银行信贷的间接融资，即银行向生产经营者、个人消费者提供贷款，储蓄者存款取得利息收入等活动是十分直观和具体的。证券市场的直接融资，即融资者发行股票、债券，企业从证券市场筹集的资金等也十分清晰、可见。投资者在证券市场买卖股票、债券，赢钱亏钱也一目了然。以上两种金融模式对国民经济的积极作用和表现是显性的、明确的。而金融衍生品的功能，如雾里看花不真切、不直观、不好说，具有隐蔽性，不容易看得清楚，容易形成误解。

舆论的结构性——商品、股票、债券等现货市场的利益群体大于衍生品市场数十倍甚至百千倍。投资者的结构带来舆论的结构性问题。比如证券市场的开户数有1亿多，而期货市场的开户数仅有100多万，前者是后者的100多倍。大众掌握的现货资产信息要远远多于掌握的金融衍生品信息，信息也出现结构性不对称。金融衍生品依附于现货资产，而功能又具有隐蔽性，一旦现货市场出现问题或危机，巨大的现货市场利益群体在寻找问题的原因时，一般会两眼朝外。商品和金融衍生品市场公开透明，价格涨跌都是具体实在、一目了然的，容易成为被针对的对象；一旦有舆论引导，就极可能形成一呼百应、群起而攻之之势。虽然这个市场的监管者和组织者最清楚、最了解金融衍生品的意义，但他们是少数派。因此，应该看到这并非产品本身的对与错，是投资群体的多与寡，是现货资产市场与衍生品市场舆论影响力的结构性问题。

衍生品上述三个特性决定了，在现货资产市场上出现问题时，衍生品市场必然受到指责，成为替罪羊。

风物长宜放眼量。从金融发展史看，一个新市场产生后，社会对它的接受有一个过程，需要时间作为磨合器。银行信贷自意大利美第奇家族发明以来，已经历了700年，早期意大利的银行家也是不被社会待见的。今天，社会对银行完全接受。资本市场已有300多年的历史，市场操纵、内幕交易和欺诈，也让人直截脊梁骨，其社会的正面作用也是在蹉跎岁月中逐步被认可，今天社会已经接纳资本市场。衍生品市场自商品期货发展100多年、金融期货发展50多年来，以“零和博弈”闻名于世，多空双方“打打杀杀”，在市场规范进程中，社会开始接受其价格发现、风险管理的功能，但接受的广度、深度远远不如银行与资本市场。我以为，社会全面认可金融衍生品市场尚需时日，只要我们把时间轴拉得长远些，也就可以气定神闲地看待它了。

沙石先生抱着普及宣传金融衍生品的目的，将他长期在国内外金融衍生品市场的实践经验与思考形成的文章集结成书，取名《金融衍生品的本质》出版，试图向人们说清楚金融衍生品的意义和作用，推动全社会对金融衍生品市场的进一步关注和了解。我很赞同他的努力，也认同书中的主要观点，希望这类摆事实讲道理的书和文章越来越多。我认为，金融衍生品市场有利于国民经济发展，已是不争的事实。

同时，我也想起一句话“要想论证某一个事物不好，有一堆事实；要想论证某一个事物好，也有一堆事实”。要想论证金融衍生品的是与非，有一大堆事实可说，只不过要看是出于什么角度而已。利用过这个市场的人都认为它有极大的存在价值和积极作用，而批评者可能在一段时间内也很难认同前者，因此就更需要各种观点的碰撞和交流。以上读书感受，权当为序。

商业银行发力金融场景生态建设面临机遇

● 本报记者 戴安琪

7月5日，中国银行发布的行业首个《金融场景生态建设行业发展白皮书》(简称《白皮书》)指出，数字经济蓬勃发展，新产业、新业态、新场景应运而生，但金融服务实体经济的本质并没有改变。在新的时代背景下，消费升级、异业竞争、风险防控等对商业银行提出了全新的要求与挑战。与此同时，非金融行业场景化不断演进，金融与科技加速融合，为商业银行建设金融场景创造了可行之道，也为商业银行服务实体经济、应对全新挑战提供了破题之策。

《白皮书》认为，商业银行可以从战略选择、市场空间、生态格局、自身禀赋等维度对场景进行评价。未来，商业银行在金融场景生态建设中可能面临风险隔离、消费者权益保护、技术迭代、考评机制和战略定力等方面的挑战。

多维度选择金融场景

金融场景，是指将金融服务下沉到相关非金融服务中，打造一站式服务与极致消费体验，敏捷响应、高效满足特定客群需求。

金融场景建设对于行业深度和广度均有较高要求。商业银行如何集中力量选择最具发展前景、与自身禀赋相契合的行业方向进行突破显得尤为重要。

《白皮书》认为，可从战略选择、市场空间、生态格局、自身禀赋等维度进行评价。战略选择方面，应评价目标场景是否顺应大势，即高度契合国家战略导向和社会发展需要。未来，电子商务、社区经济、运动、医疗、汽车、银发、教育等领域将是商业银行顺应我国人口结构变化、助力满足人民群众需求、服务实体经济的必然选择。

市场空间方面，应评价目标场景当前的市场空间及未来发展潜力，即具有一定的客

户规模与市场容量，未来具有增长潜力，且具备价值转化能力。

生态格局方面，应评价目标场景当前的生态格局情况，即是否已经具备相对成熟的行业格局，基础设施、产业链是否完备，参与场景建设的机构竞争是否激烈。

自身禀赋方面，应评价商业银行的自身禀赋是否能够支撑目标场景建设，具体可以通过客群匹配、行业专长、运营能力、行业协同四个方面进行评价。

应对多方面挑战

《白皮书》指出，未来商业银行在金融场景生态建设中可能面临风险隔离、消费者权益保护、技术迭代、考评机制等方面的挑战。

首先是金融业务与非金融业务严格风险隔离。《白皮书》指出，当前商业银行在金融场景创新过程中存在一些薄弱环节，如场景中未明确界定各参与方责任、未明确对场

景下游准入商户的标准、场景内涉及金融信息服务及相关业务管理要求边界模糊等。其次是金融消费者权益保护审慎性与非金融服务便利性的平衡。如果完全依据金融消费者权益保护标准去运营整个场景，在涉及非金融业务时服务效果就会大打折扣。商业银行如何在金融场景生态建设中以审慎性为原则做好消费者权益保护工作，同时确保整体营销服务效果，需持续探索。

再次是关注技术风险，对标互联网企业提升技术迭代竞争力。《白皮书》认为，当前，金融场景建设相对于与其他传统商业银行业务而言已持有诸多“绿色通道”，但在技术迭代过程中仍旧面临审批流程长、制约条件多、难以快速响应客户需求的难题。

此外，数字化时代商业银行特色考评体系应该如何建立以及如何保持战略定力，以金融场景生态建设推动行业转型成为未来商业银行需要解决的难题。

调研次数增加 理财公司投资视野不断扩大

● 本报记者 欧阳剑环

Wind数据显示，2021年上半年，13家理财公司合计调研A股上市公司304次，远超2020年全年的146次。在调研次数大幅增长的同时，理财公司青睐的A股标的扩展至化工、建材、工业器械等行业。

今年以来，银行理财权益投资布局有所提速。业内人士表示，当前银行理财资产配置种类逐渐丰富，对权益资产的配置比例将持续提高，但理财资金入市仍是一个循序渐进的过程。

调研标的逐渐丰富

今年以来，理财公司调研上市公司频率明显加快。Wind数据显示，去年全年，仅招银理财调研次数过百，其余理财公司调研次数均不超过10次。今年上半年，招银理财合计调研上市公司133次，仍是唯一一家调研次数过百的理财公司；兴银理财和汇华理财紧随其后，分别调研上市公司43次和41次，另有中邮理财等4家理财公司调研超过10次。

从调研标的来看，生物医药、电子元件等板块备受理财公司关注。去年以来，迈瑞医疗、云南白药、海康威视等A股上市公司成为理财公司的关注重点，今年这几家上市公司仍然频繁出现在各理财公司的调研名单中。此外，半导体板块日益得到理财公司的青睐。在上半年调研上市公司的13家理财公司中，有7家的调研标的包含了半导体公司。

理财公司调研标的不断丰富，化工、建材、工业器械、食品加工与肉类、休闲设施等行业成为理财公司关注的重点。例如，招银理财、南银理财均对化工行业表现出浓厚兴趣。招银理财上半年三次调研晨化股份，另有多家化工企业被调研超过两次；南银理财上半年仅有的两次调研均瞄准化工公司。

关注业绩表现

临近半年报发布，多家理财公司询问了上市公司二季度经营业绩等问题。此外，上市公司主要业务的成长性、所在行业的市场竞争格局等也是理财公司关注重点。

展望后市，中邮理财认为，在个股配置上应更重视业绩增速与估值的匹配，从行业和个股基本面变化中择优选股，并适当布局半年报业绩超预期可能带来的结构性机会。此外在流动性趋紧预期之下，要警惕高估值板块的回调风险。虽然近期中小盘股明显跑赢大盘股，但后期可能再次发生大小盘风格的转变。

光大理财认为，从中短期视角看，可继续关注估值相对合理的银行、保险等大金融板块的机会；从中长期视角来看，可关注回调之后的白酒、医药、家电等消费板块的配置机会；经济高质量发展背景下，芯片、新能源等板块存在大量的成长投资机会，但需要理性看待这些板块的高波动性特点。

今年上半年部分理财公司调研情况					
机构名称	调研总次数	合计	上证主板	深证主板	创业板 科创板
招银理财有限责任公司	133	103	14	42	28 19
兴银理财有限责任公司	43	41	4	19	10 8
汇华理财有限公司	41	34	1	20	7 6
中邮理财有限责任公司	28	22	3	12	3 4
宁银理财有限责任公司	16	14	3	5	4 2
华夏理财有限责任公司	16	13	2	9	1 1
光大理财有限责任公司	10	10		8	1 1
南银理财有限责任公司	7	7	1	5	1 1
广银理财有限责任公司	4	3	1	1	1 1
中银理财有限责任公司	2	2		1	1
南银理财有限责任公司	2	2		1	1
浦银理财有限责任公司	1	1			1 1
信银理财有限责任公司	1	1			1 1

数据来源/Wind 制表/欧阳剑环

权益投资有待提速

参与上市公司调研是理财公司积累权益投资能力的重要途径。今年以来，以银行理财子公司为主力的理财公司权益投资已有所提速。

从产品看，权益类产品加速扩容。中国理财网信息显示，截至目前，理财公司推出的权益类理财产品共12只，其中7只发布于今年上半年，这一数字超过了去年全年，发行主体包括招银理财、宁银理财、华夏理财等。

此外，有理财公司积极抢滩股权投资。例如，信银理财日前完成对上海半导体装备材料产业投资基金合伙企业(有限合伙)的股权投资，投资金额为5000万元。

中信证券固定收益首席分析师明明表示，近年来，理财公司有意识地丰富资产配置种类。从新产品中各类资产的占比来看，虽然债券资产依然占据绝对比重，但是股票和商品的配置占比在明显提升。

不过，相较于理财市场总体规模而言，权益投资占比大幅提升仍然任重道远。光大银行与波士顿咨询公司日前共同发布的《中国资产管理市场2020》指出，截至2020年年末，银行理财子公司权益类资产占比仅为2.31%，超过八成的国有及城商行系理财子公司股票投资以委外合作为主，股票池暂未建仓的银行理财子公司占比超过七成。

中信建投证券银行业首席分析师杨荣表示，目前银行理财子公司发行权益类产品虽然速度加快，但是仍属于循序渐进的过程。