

金融衍生品与全球资本竞争

沙石

(中国金融期货交易所, 上海 200122)

摘要: 从经济的视角看, 当代主要国家之间的竞争形式已经从全球资源和市场的竞争, 升级为全球资本的竞争。国际资本带来产业进步、科技创新, 带来市场和就业, 对一国经济的贡献是传统大国竞争方式无法比拟的。现代金融衍生品是在资本跨国竞争中诞生的, 对西方大国资本市场的规模成长、效率提升和科技创新发挥了巨大的推动作用。目前我国金融衍生品市场发展水平与中国的经济大国地位和进一步市场开放的大局极不相称。本文阐述了金融衍生品在扩大我国资本市场对外开放、助推人民币国际化、保障金融安全、强化我国全球资本竞争地位等方面的必要性和重要意义。随着我国“五位一体”的衍生品监管体系的完善和风险管控能力的提高, 加快金融衍生品市场发展和国际化步伐应该早日提上议事日程。

关键词: 资本竞争; 金融衍生品; 人民币国际化; 金融安全

Abstract: From economic standpoint, the competition among world major powers had shifted from traditional competitions for manpower, natural resources and trade to the competition for global capital since the World War II. Comparatively, global capital, especially financial market investment, usually has far more significant effects on a country's industrial development, technology innovation, and market expansion. The modern financial derivative since its emergence in 1970s has led to a rapid modernization of the capital markets in world major economies and has become a crucial element in attracting international capital. In China, the development in the financial derivatives markets is still in its early stage. This is quite inconsistent with the size of our capital markets and the scale of our economy. Further developing our financial derivatives markets and making them increasingly accessible to international investors are extremely important in increasing shares of overall global investment in our stock and bond markets, escalating the process of RMB internationalization, improving the country's financial market securities, and strengthening China's capability in the competition for global capital.

Key words: competition for capital, financial derivatives, RMB internationalization, financial securities

作者简介: 沙石, 经济学博士, 中国金融期货交易所高级顾问, 研究方向: 金融衍生品。

中图分类号: F930.9 **文献标识码:** A

全球资本竞争及其影响

作为全球第二大经济体, 中国对世界经济的影响和依赖程度日益提高。在这种背景下, 我国与世界主要国家在经济金融领域的合作与竞争受到广泛关注。

一、从全球资源和市场竞争到全球资本竞争

纵观欧洲近代史列强之间的纵横捭阖、相互倾轧, 以及大航海时代海外殖民地的掠夺狂潮, 20世纪以前大国竞争的共同特征就是资源和市场的争夺。撇开地缘

政治、宗教和军事的对抗, 大国竞争实力主要取决于谁拥有更多的土地、人口、各类资源和市场。贸易竞争是各国获得比较优势的主要手段, 而军事实力则是贸易竞争的保障。当贸易受阻、竞争升级时, 战争成为最后手段。这种竞争状态一直延续到20世纪中。尽管西方资本市场在二战以前已经发展了300余年, 对各国经济、军事实力和竞争地位有至关重要的影响, 但资本的跨国竞争并不多见。

二战之后, 各国资本市场得到了快速的恢复和发

展。布雷顿森林体系的建立开启了以美元为主导的全球资本流动和跨国资本的竞争。大国竞争逐渐从资源和市场的竞争升级为跨国资本的竞争。跨国资本竞争最初体现为欧洲各国为恢复战后经济、获得更多的国际资本而展开的竞争，主要是竞争源自美国的直接投资。跨国直接投资的目的不再是资源和市场的占领，而是资本的增值。投资者通过跨国直接投资实现资本增值的同时，也给投资目标国带来了更多的就业、增长和繁荣。而一个开放的资本市场保证这些增值的资本可以在当地再投资或回流到投资者所在国。可见，国际资本的跨国竞争使投资者所在国和投资目的国获得双赢的结果。

上世纪70年代初，布雷顿森林体系瓦解，浮动汇率体制加大了资本跨国流动的风险，但这并没有抑制资本跨国竞争的格局。相反，随着以汇率、利率和股指等金融衍生品为主的风险管理市场的快速发展，资本跨国流动和竞争的规模日益扩大。更值得注意的是，随着80年代以后全球贸易壁垒不断下降，全球经济一体化程度日益提高，大国之间贸易和市场激烈竞争的特征日益减弱。跨国资本的竞争，尤其是金融资本的竞争，逐渐成为现代大国经济竞争中更显著的特征和更重要的内容。

二、金融资本全球竞争的特征和意义

同是国际资本竞争，金融资本有别于外国直接投资。外国直接投资对应的是某些具体项目的融资和技术的引进，以及对当地就业和收入的改善。而国际金融资本投资体现为：(1)是国际投资者对一国经济长期投资回报的认可，也是从资本市场的制度体系上为一国经济投下的信任票；(2)金融资本的投资不仅支持特定上市公司或行业的融资和估值，也提升了一国资本市场的容量和功能；(3)国际金融资本参与在提升一国资本积累总量的同时，也促进了资源更优化配置、技术创新和实体经济增长；(4)国际金融资本参与一般也会促进一国采纳更为市场化的经济政策和监管政策。因此，国际金融资本参与会对一国的资本市场和实体经济产生更综合的积极作用，而这种作用是传统的资源、市场争夺和外国直接投资无法比拟的。

当然，金融资本的竞争并不取代国外直接投资的竞争和大国之间的贸易及市场的竞争。金融资本的竞争是资本竞争的高级形式，它包含并很大程度上超越了跨国

直接投资、贸易、市场等大国经济竞争的核心内涵，成为大国经济竞争的最重要组成部分。对大国而言，成功吸引国际金融资本，必然使国际金融资本在股票市场和债券市场所占的比例不断上升。这背后体现的是更多国际资本为我所用，体现的是技术创新能力的增强、就业的增长、资源的保障和市场的扩大，体现的是一国综合实力的增强。

可以说，谁在全球资本竞争中获得先机和优势，谁就获得了经济竞争的主动权，也就为政治、经济和军事竞争创造了坚实的物质基础。开放资本市场是主要大国参加全球资本竞争的前提。获得全球资本竞争的优势是大国竞争优势地位不断增强的必要条件。没有任何大国是在没有国际资本参与下获得经济成功的。因此，世界各主要大国都十分重视发展、扩大和完善资本市场。而各国发展资本市场的目的都不是简单地满足于本国资本市场的功能完善，而是着眼于吸引全球资本，促进全球资源在本国资本市场的高效配置，以最大限度地提高本国的经济实力和竞争地位。

全球资本竞争与金融衍生品市场

一、全球资本竞争催动了金融衍生品市场的发展

资本市场300余年的发展历史证明，每一次市场机制的进步都会使资本流动加速、资本竞争加剧，而这都直接带来一国资本市场功能的改善和经济实力的增强。上世纪70年代初，在以浮动汇率为主导的新国际经济体制下，国际资本跨国投融资的速度和规模加快。国际投资者在各领域拥有了更多选择的同时，也面临着更多、更复杂的风险。这些风险既体现在不同生产要素价格在未来不同时间、不同地点上的不确定性，也体现在不同国际投资者对这些不确定性的需求和判断。在一个利率、汇率、商品价格自由浮动和国际政治风云变幻的世界里，金融衍生品市场应运而生，为投资者交易和管理各种风险提供了有效的工具。由于各类投资者风险偏好和风险敞口不断变化，金融衍生品市场的交易规模快速增长。经过近50年的发展，金融衍生品一跃成为当代资本市场的核心组成部分。

必须强调的是，金融衍生品不仅在跨国投资和贸易中发挥了重要的风险管理作用，也极其有利于一国国内

资本市场和实体经济的发展。其一，投资者可以利用股指、利率和汇率期货期权等产品对投资组合的风险进行有效的对冲和管理，稳定了投资回报，降低了交易成本。其二，投资机构利用金融衍生品开发出更多不同类型风险收益特征的投资产品，从而吸引了更多资本入市，极大提高了资本市场的规模、功能和效率。其三，一国资本市场规模、功能和效率的提高直接提升了一国资本市场的国际竞争力和吸引力，奠定了一国在全球资本竞争中的独特优势，进而促进了一国实体经济的稳定和繁荣。

二、全球资本竞争需要成熟的金融衍生品市场

资本市场对现代经济增长和大国竞争的意义已经被广为认可。近代历史表明，凡是金融交易发展早发展快的国家，其经济和军事实力也日益增强。18、19世纪，英国金融行业世界领先。发达的银行、保险和债券市场为其海外探险和贸易的成功、资本和财富的积累、技术的进步奠定了基础，也成就了“日不落帝国”的百年辉煌。而以股市为特色的美国金融市场从19世纪中围绕着科技创新而兴起。纽约股票交易所在20世纪初超越了伦敦交易所，纽约也从此成为全球第一大金融中心。美国在华尔街金融资本的推动下迅速崛起，成为全球最强大的经济体。

20世纪80年代后，全球主要国家资本市场规模急剧扩张，这与金融衍生品市场的发展有密切联系。以美国为例，美国的资本市场以直接融资(股票市场)和风险管理为显著特征，并向全世界扩张，获得了巨大的经济利益。金融衍生品市场的迅速发展提升了美国资本市场的风险管理能力、金融创新能力、资本流转速度和效率，使美国的国内资本和国际资本得以以更大的规模进入资本市场。截止到2017年，国际金融资本累计投资美国金融资产市值高达7.8万亿美元。资本市场规模和运转效率的提升直接为90年代后期互联网、移动通信、生化科技等一系列科技创新的爆炸式增长提供了资本保障。

近50年来，尽管与金融衍生品不当使用或违规交易有关的风险事件时有发生，甚至场外衍生品的过度交易和监管缺失直接导致了2008年的全球金融危机，但这并不能抹杀金融衍生品本身的意义和作用。金融危机之后的市场共识是加强和完善金融衍生品的交易制度和合规监管，而不是对金融衍生品市场的简单否定。因此，

2010年以来，全球各国监管机构协同推动了更严格的客户保证金隔离制度，建立了场外衍生品中央清算制度，强化了衍生品交易报告制度，提高了衍生品交易风险资本金的合规要求等。这些举措促进了危机后全球金融衍生品市场的稳定健康发展。由此可见，成功的国际资本竞争需要一个产品丰富、规模适当、监管成熟的金融衍生品市场。

金融衍生品：中国参与全球资本竞争的短板

大规模引进外资是中国40年前开始改革开放以来的重要举措之一。截止到2017年，我国累计引进FDI达1.5万亿美元。20世纪90年代初，中国开始发展资本市场。2002年，中国推出了境外合格投资者(QFII)制度，正式开启了中国资本市场的开放进程。2015年以来，我国QFII制度不断放宽和优化，沪港通、深港通、银行间债券市场对外开放和债券通等措施也相继推出。因此，2018年MSCI启动了将中国A股纳入其全球指数体系的进程，摩根大通、花旗银行等全球债券指数也将加入中国国债成分。资本市场开放程度的加深，对我国金融衍生品市场发展提出了更高要求。

一、国际投资者的风险管理需求无法满足

上述一系列股票和国债市场开放的积极举措并没有带来境外投资者参与中国股市比例的明显提高。境外投资者在中国A股市场持有市值的比例近10年来一直徘徊在2~3%左右，远远低于其他发展中国家。这与我国金融衍生品市场面临的困难和国际投资者无法参与现有的股指和国债等衍生品的交易(少数QFII除外)有直接关系。MSCI近期的国际机构调研显示，缺乏衍生品交易工具严重限制了国际投资者参与中国股票市场的能力。MSCI表示，未来提高中国A股纳入权重或将以外境投资者能够参与境内(或境外)中国相关的金融衍生品市场交易为必要条件。

二、国内金融衍生品市场自身的发展困境

国内股指期货市场自2010年诞生以来只有短短不到10年的历史。在2015年股市异常波动之后，股指期货市场一度遭到质疑，但2015年以后的市场波动反复证明，过度限制金融衍生品交易的措施既不改变市场方向，也不减少市场波动，它只能使资本市场总体的风险暴露增加，投资者参与度降低，资本市场融资功能和吸引力下降。此外，

我国国债期货市场直到2013年才开始发展，且至今国内银行保险和外资等大型金融机构仍未能参与交易。目前，我国在指数期权、汇率期货等方面还是一片空白。

客观地看，在我国推动“一带一路”建设、促进更大规模市场开放的大局下，中国金融衍生品市场发展水平已经远远落后于我国资本市场整体发展和国际化的步伐。这不仅不利于中国参与全球资本竞争，也与中国进一步对外开放的发展战略极不匹配。以发展的眼光看待并解决金融衍生品市场发展过程中出现的各种问题，促进市场健康稳定发展才是与时俱进的明智之举。

中国金融衍生品市场国际化的意义

本文反复强调，大国竞争无不以强化资本市场建设、建立全球资本竞争优势为要务。而一个健全和开放的金融衍生品市场是建立全球资本竞争优势的一个重要组成部分。21世纪以来，兼并重组浪潮席卷全球衍生品交易所。美国的ICE集团和CME集团通过兼并收购，迅速跃升为全球领先的衍生品交易所集团。这在客观上强化了美国在全球衍生品市场上的主导地位，也提高了美国在全球资本竞争中竞争优势。与之相比，中国近年来金融衍生品市场的发展相对放慢。因此，决策者应该站在大国崛起和全球资本竞争的高度，充分认识我国金融衍生品市场加快发展和国际化的意义。

其一，金融衍生品市场国际化是扩大国际资本参与中国资本市场、提高中国全球资本竞争优势的必要条件。对中国而言，获得全球资本竞争优势就要尽最大可能使境外投资者参与我国的股票和债券市场。国际资本是有限的，国际资本参与越多就意味着我国利用的国际资源越多、意味着经济实力相对越强。因此我国资本市场的制度完善必须把提高国际资本参与度作为重要的政策考量。而金融衍生品市场的国际化为国际投资者参与中国资本市场提供了风险管理工具，可以使跨国资本更安全放心地长期投资我国市场。因此，金融衍生品国际化与提高国际资本在中国资本市场的参与度直接相关。

其二，金融衍生品国际化可以一定程度上减少短期资本跨境流动，对人民币汇率市场稳定有积极的意义。股票指数、国债、利率、汇率等期货衍生品的国际化可以为国际投资者提供有效的风险管理，有助于其长期持

有中国证券金融资产。国际国内经济基本面和政策面的变化无时不在影响着市场估值和市场信心，金融衍生品的风险对冲功能可以使国际投资者无需出卖股票或债券，就可以减轻股票或债券市场大幅下挫的风险。在市场大幅上升后，国际投资者也可以通过金融衍生品适时锁定收益，减少不必要的获利回吐。而这对稳定短期国际资本流动有极大的好处，对减少人民币短期汇率波动的压力有所帮助。

其三，金融衍生品市场国际化对实现人民币成为主要国际储备货币意义重大。海外人民币存款余额，人民币作为贸易结算货币的规模，国际央行与我国央行签署的人民币互换协议的多寡等，虽然重要，但都不是测量人民币国际化程度的实质性指标。人民币国际化最重要的评判标准是国际投资者持有中国金融资产的意愿和规模，也就是人民币作为国际投资货币和储备货币的规模。从这个意义上讲，人民币国际化的实质是中国资本市场的开放，是使国际投资者更多地投资于中国资本市场。国际资本参与中国资本市场的规模越大，人民币国际化的程度就越高，中国作为经济大国的地位就越巩固。而金融衍生品市场的开放在吸引国际投资者方面有着不可或缺的作用，因此也对实现人民币国际化的终极目标有着强烈的支撑作用。

其四，金融衍生品市场国际化，在提升中国全球资本竞争优势的同时，可以提升中国的金融安全。一方面，作为风险管理工具，金融衍生品通常是国际和国内投资者管理市场和政策风险的首选交易工具。投资者管理风险能力的提高意味着市场相对平稳和国家整体金融安全水平的提高。另一方面，衍生品持仓和价格的变化是市场风险的风向标，体现着短期资本流动的方向。关注市场风险就要关注资本的流动的方向和趋势，这是全球投资者和监管者的职业共性。虽然资本市场国际化必须在完善制度框架和循序渐进的基础上稳步推进，也必须对市场泡沫和跨国资本短期炒作高度警惕，但是资本市场国际化程度提高和金融安全并不矛盾。

1997~1998年的亚洲金融危机中短期国际资本对新兴市场汇率和股票市场的破坏，充分证明对短期国际资本流动进行严格监管是绝对必要的。但对正常的短期国际资本流动采取拒绝的态度是不可取的。（下转第24页）