

# 金融衍生产品交易风险及其防范

## ——从中航油期权交易巨亏谈起

黄诗城

[摘要] 简析了中航油新加坡公司在金融衍生产品交易中巨亏的原因,归纳出金融衍生产品可能涉及的特定风险类型,对导致金融衍生产品交易危机的主要原因进行了分析,认为必须重视金融衍生产品交易的内外部监管。

[关键词] 衍生产品交易;风险防范;金融监管

[中图分类号] F830.59 [文献标识码] A [文章编号] 1008-584X(2005)02-0062-04

### 一、中航油期权交易巨亏分析

金融衍生产品是一把“双刃剑”,一方面,通过衍生产品交易,可以规避市场上的风险;另一方面,由于金融衍生产品具有高杠杆性,看起来数额不高的保证金背后往往是一桩巨额的交易,其损失往往数目不菲。近 20 年以来,发生了许多与金融衍生产品交易有关的机构破产事件,如巴林银行倒闭案,东南亚金融危机等。中航油新加坡公司在 2004 年底也因在金融衍生产品——石油期权交易中亏损 5.5 亿美元。

期权(option)作为金融衍生产品的一种,最主要的作用就是进行套期保值(或称对冲),但也有许多人以此进行投机活动。所谓套期保值,就是一方在持有现货头寸时,为了防止未来价格的不确定变动,在衍生产品市场上持有一笔等额相反头寸的、以他所持有的现货为标的物的衍生产品。衍生产品的价格是由其标的物决定的,因为头寸相反,如果现货价格下跌了,交易者在现货市场的损失会被期货市场得到的收益而抵消;同样地,在现货价格上涨的情况下,现货市场的收益会被期货市场得到的损失而抵消。这实际上就消除了未来价格的不确定性。

中航油进行的石油期权交易则是出于投机的目

的。中航油认为石油价格在未来会下降,因此它除了进行套期保值的交易之外,还进行了投机交易。所谓投机,无非就是低买高卖。根据期权交易的原理,当一方认为标的资产的价格要下跌时,为了获得投机收益,它可以进行两种交易:一种是买入该资产的看跌期权,并交纳期权费,那么只要未来标的资产价格下跌,投资者就将盈利,而且盈利可能是无限的,亏损至多只是期权费(如图 1 所示);而另一种办法就是卖出该资产的看涨期权,那么它的盈利是固定的期权费,而亏损则可能是无限的(如图 2 所示)。

乍看之下,采用第一种办法的可能收益最高,但这仅仅是可能收益,事实上它的收益不可能达到无限;而反观第二种方法,尽管盈利仅是固定的期权费,但是只要现货价格在其约定价格之下,多头便不会执行期权,那么作为“空头”的中航油公司就可以赚取期权费,其进行投机的成本就很低,要获得投机收益,只需要“期待”石油现货价格下降。这实际上就是对石油现货价格的一场赌博。在这场赌博中,中航油最终因为“巨额豪赌”而巨亏。

### 二、金融衍生产品交易风险分类

尽管金融衍生产品是为了规避风险而创造出来的,但由于衍生产品交易过程中涉及大量风险,这不能不引起我们的重视。国际证券事务委员会和巴塞尔委员会在 1997 年 7 月 26 日发布的《衍生品风险

[收稿日期] 2005-03-30

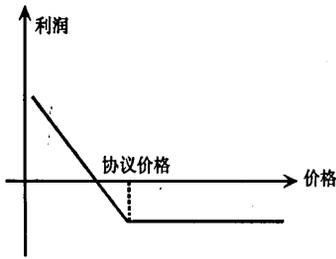


图 1 看跌期权多头的损益

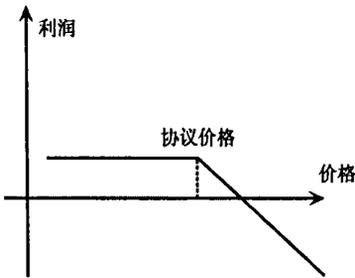


图 2 看涨期权空头的损益

管理指南》中将金融衍生产品可能涉及的特定风险归纳为六类：

1. 市场风险。因衍生产品市场价格波动造成亏损的风险，它突出地表现在投机交易中。市场风险是许多衍生品交易导致亏损以致破产的直接原因。

2. 信用风险。又称履约风险，即交易对手无法履行合约的风险。这类风险主要表现在场外交易中。在场内交易中，通过良好的保证金制度和结算制度，可以较好地规避信用风险。

3. 流动性风险。即合约的持有者将合约转让变现的风险。在标准化的场内交易中（例如期权交易），和约的转让比较容易，流动性风险发生概率较小。因此，场外交易同样是流动性风险的“高发地带”。

4. 操作风险。人为的过失，交易系统或者清算系统故障造成的风险。操作风险可能发生在两个环节：交易者的决策失误，或者是中介机构的操作失误，因此其本质是管理上出现了问题。

5. 结算风险。由成交割风险，即交易对手无法按时付款或交货所造成的风险。结算风险大多是由视察或结算方式不同所导致，但也可能由交易对象本身的性质所引发。它与信用风险具有相似性。

6. 法律风险。指因和约无法履行或草拟条文不足导致的风险。由于金融衍生工具的发展速度极快，尤其是金融创新的迅猛势头（许多金融创新的目

的本身就是规避管制），导致衍生产品交易面临法律风险。

除此之外，金融衍生产品交易还可能涉及到政治风险（如政府当局以及外交等的状况）、突发事件风险（如自然灾害、战争风险）和道德风险。由于道德风险可能发生在多个环节，并可直接引发上述的许多种风险，道德风险的问题已经愈加受到重视。

### 三、金融衍生产品交易“危机”的原因

由于金融衍生产品交易的高杠杆性和高风险性，国内外因金融衍生产品交易导致的破产事件时有发生，因此我们有必要对金融衍生产品交易“危机”的原因予以分析，以采取相应对策。导致金融衍生产品交易“危机”的主要原因为：

1. 对衍生产品交易风险估计不足。由于金融衍生产品进行套利或是套期保值交易过程的复杂性，只有专门部门的人员对其有充分的了解，而金融衍生产品交易往往不会是大企业的主营业务，企业的决策者或许只能拿到一张报表。同时由于知识结构或者是其仅仅对于企业主要业务较为重视，往往会造成其对金融衍生产品交易的潜在风险的认识不足，重视不够；其往往难以做出准确的决策，导致企业难以对衍生产品市场变化有足够快的反应。当金融衍生产品导致企业的重大损失时，决策者往往才“后知后觉”。

2. 公司内部监管制度不严。巴林银行的倒闭事件，是由于内部监管的严重失误最终导致危机爆发的典型案例。这一事件的核心就在于巴林银行内部的人事结构表现出了严重的缺陷——里森一人负责交易和清算两项职责。正因为这个原因，其内部监管造成了“真空”。果然，里森利用权力之便建立“坏账账户”，借以隐瞒交易失误，并进行越权交易，结果账面损失不断扩大。对交易员来说，越权交易或操作失误造成的损失超过一定程度，往往会引发道德风险，进行高风险的投机赌博。因为赌与不赌最坏的结果都一样，但是一旦投机成功就可以弥补损失。因此他的交易行为会倾向于高风险高收益，不会为公司考虑风险。除此之外，滥用激励机制，例如把交易利润和交易员的薪水挂钩，也可能引发道德风险，导致越权交易，最终引发巨大损失。

3. 进行赌博式的投机活动。导致中航油新加坡公司的巨亏，与其 2003 年以来投机性业务开始大规模增加，经营风险加大不无关系。在进行投机的过程中，很容易发生风险扩大。由于在这种投机交

易中,交易方大量持有单一头寸,因此将承担巨大的市场风险。当价格剧烈波动时,由于衍生产品交易的高杠杆性,交易者将面临巨额的收益或是亏损。投机亏损如果到了一定程度,就很容易引发道德风险,赌博的心态膨胀,指望进一步的投机以“力挽狂澜”,弥补损失。中航油就是不断推迟交割,希望未来市场价格回落,并不断扩大交易盘口,其投机风险已经完全失控,最终导致衍生产品合约相继被逼仓而巨亏。

在投机的过程中,当自有资金难以满足时,就可能转向借款。特别是当银行资金被卷入大规模投机时,还将引发流动性风险,严重的后果就是银行挤兑的发生。因此,金融衍生品交易中的赌博式投机交易,可能导致风险扩散,危及整个金融市场的安全。

#### 四、金融衍生产品交易的内外外部监管

目前我国已经有 26 个企业可以做境外期货交易;在国内,随着金融改革的发展,国内金融衍生产品交易也将逐步推广。目前在债券市场以及投资理财产品市场,金融衍生产品的应用也日益广泛。例如买断式回购等投资工具,同样可以进行“高杠杆效应”的投资操作。在我国构建衍生产品交易市场的过程中,“高杠杆效应”隐含的投机风险问题,不能不引起高度的重视。为此,必须重视金融衍生产品交易的内外外部监管。

1. 外部监管的健全完善。外部监管的建立完善必须从立法、监管机构、执行标准、监管程序以及市场透明度等方面下功夫。目前,我国在立法上速度较快,已相继发布了《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》以及《投资基金管理条例》,新《公司法》也即将推出。但是由于我国目前的监管还没有走上规范化轨道,因此在自律机制等方面仍存在不足,需要健全完善。

(1) 健全行业自律机制。目前我国金融法规尚未健全,金融监管仍以集中式的行政监管为主,行业协会起步较晚,行业自律意识较为薄弱。行业自律的不足导致我国的监管同市场动态相比显得更加滞后,同时也只能实行总量控制和计划管理。在衍生产品交易的灵活性面前,滞后的监管往往无能为力。因此,必须健全行业自律机制,使之成为建立规范化衍生产品交易监管的重要基础。

(2) 加强国际监管与合作。由于进行国际间的交易流程更为复杂,许多国家加强了衍生产品交易监管方面的国际合作。例如,在巴林事件之后,英国

已经与美国证券交易机构实现了衍生产品市场的资料互换。我国在参与国际衍生产品交易时,同样需要加强国际合作。当前在海外从事带有博彩性质投机生意的中国企业不在少数。从近年总体情况看,交易失大于得,每隔三五年,就会有一次大的损失。因此,我国要开放国际间的衍生产品交易,应当加强国际监管与国际合作,实现信息共享,对重大交易予以共同监管。

此外,在防范与化解金融风险的过程中,要避免形成“政府会为危机买单”的预期,防止由此产生的道德风险。

2. 内部监管方面的完善。由于法律或是外部监管往往具有时滞性,有时损失已经无法避免。要防范衍生产品交易风险,还必须依靠有效运作的内部监管。这就涉及到了公司治理结构的问题。为了防范衍生产品交易风险,内部监管必须包含以下三个方面基本要求:(1) 高层人员的监督管理;(2) 完善的内部审核和报告制度;(3) 合理的人事结构,做到权责分明。

内部监管的完善方面最首要的是对高层人员的监督管理问题。例如在中航油事件中,中航油集团实际上在 2004 年 10 月 3 日就开始了解到事件的严重性,如果那时集团决定斩仓,整个盘位的实际亏损可能不会超过 1 亿美元。尽管同样是巨额亏损,但比起 5.5 亿美元来说,损失显然是大大减少了。高层人员监督管理的缺失导致了中航油集团多损失 4.5 亿美元。尽管不是要求所有决策者都懂衍生工具,但是决策者必须认识到衍生产品交易的高杠杆性和高风险性,要能够听取财务部门或金融机构专家对于衍生产品交易特别是套期保值的建议,并作出及时的决策。

其次是内部审核和人事结构的问题。要有规范交易员或者是财务总监的完善监管措施;要吸取巴林银行倒闭等事件的教训,在人事设置、权责范围上严格规定各岗位人员的行为,实行不同权责的分离,交叉审核和“双人原则”等,防止监管“真空”的出现;同时在设计激励机制时,应当避免鼓励投机交易的机制缺陷,防止道德风险的发生。

#### [参考文献]

- [1] 尚理慧. 金融投资工具应用与风险管理 [M]. 北京:中国计划出版社,2003.
- [2] 沈小胜. 论金融衍生产品的风险及其监管 [J]. 厦门大学学报,1997,(3):44~47.

# 金融业监管收费制度评析

耿 直,郑薇薇

[摘 要] 对金融业收取监管费是国际上通行的惯例,我国的监管收费标准既符合国际惯例,又考虑了我国的国情,应当给予肯定。监管费实行收支两条线管理,收支情况将全部接受审计和财政部门的监督。收取监管费制度的成功实施需要其它制度的配合。

[关键词] 金融监管;银监会;监管费

[中图分类号] F810.2 [文献标识码] A [文章编号] 1008 - 584X(2005)02 - 0065 - 03

2004 年是中国金融业震荡变革的一年。在四大有商业银行加紧处置不良资产,加快上市步伐的同时,银监会的 59 号文件(《中国银行业监督管理委员会关于收取银行业机构监管费和业务监管费的通知》)给原本平静的金融业带来了新的躁动和困惑。按照这一文件的规定,银监会从 2004 年起对被纳入监管范围各类银行业金融机构收取银行业机构监管费和业务监管费。据测算,按目前的收费标准,中国银监会每年大约可以收取 50 亿左右的监管费。金融业监管收费制度遭到社会各界的一片质疑和反对。不少人认为这是银监会的变相权力寻租行为,既然国家设立银监会作为专门的金融业监管组织,履行监管职能就是银监会的职责所在,再就监管行为单独收费是否有法律依据呢?这笔钱最后究竟进了谁的口袋?为此,有必要对金融业监管收费制度的若干问题作一评析。

## 一、监管收费的合理性问题

对金融业收取监管费是国际上通行的惯例。目前多数国家的银行监管当局都对金融业实行了监管收费制度,如美国、英国、澳大利亚、卢森堡等国监管

当局的费用全部由被监管机构承担,德国、加拿大、韩国监管当局 90% 以上的费用由被监管机构承担。多年来,中资银行海外机构大多向当地的监管机构缴纳监管费用,我国已经加入世贸组织,自然应当向国际惯例看齐。

当然,并不是说既然国外有这项收费制度,我们收也是理所当然的。金融监管收费制度是有其存在的合理基础的。从最基本的成本-收益模式分析,金融业监管的成本可以分为两大类:一是监管引起的显形成本,包括监管机构执行监管过程中所耗费的资源与被监管者因遵守监管条例而耗费的资源;二是监管引起的隐性成本,主要是指被监管者因为监管措施而改变原来行为方式造成的福利损失。其中显形成本又可分为由政府负担的和金融机构负担的两部分,即可划分为行政成本和执行成本两部分,行政成本就是收取监管费的基础所在。我们知道,监管需要有政府设立监管部门来专门负责制定制度和实施有关条例和细则,在这一过程中,要耗费一定的人力、物力、财力。具体而言,监管活动要投入一定的固定成本,如监管机构的设施和设备的购置;监管活动会产生一定的实施成本,如金融监管机构的现场检查和非现场监管工作的开展,从以往中央银行的金融监管实践来看,每一次现场检查和非现场

[收稿日期] 2005 - 03 - 02

[3] 彭涛. 中航油(新加坡)巨额亏损事件[J]. 瞭望, 2004, (50): 37.

[4] 林红梅, 杜宇. 监督缺位下的巨额国有资产流失——中航油境外石油衍生品交易巨亏事件调查

[J]. 上海国资, 2004, (12): 27~27.

[作者单位] 厦门大学 金融系, 福建 厦门 361005.

(责任编辑:刘梅康)