

衍生品在历次金融危机中扮演的角色

徐莹珊

上海大学，上海，200444；

摘要：二十大以来，中国正面临着高速发展向高质量发展的转型，金融市场自由化程度提高，金融衍生品被当作对冲工具，广泛地使用。但是，纵观金融业多年发展历程，几次金融危机都与金融衍生品有关。因此，我们需要进一步分析金融衍生品在金融危机中扮演的角色，从而避免金融衍生品的滥用。金融衍生品在历次金融危机中扮演的角色不尽相同，在 1997 年亚洲金融危机和 2007 年美国次贷危机中，它是危机产生的原因和主要途径，在 2020 年中，由于较完善的监管制度，金融衍生品发挥了重要的价格发现和规避风险功能。金融衍生品是一把双刃剑，发展衍生品市场的同时，有必要进一步加强金融监管和信息披露制度。

关键词：金融衍生品；金融危机；金融监管；信息披露

DOI：10.69979/3029-2700.25.01.003

引言

自二十大以来，中国正从高速发展迈向高质量发展阶段，金融市场自由化进程加速，金融衍生品作为常见对冲工具，应用日益广泛。然而，回顾金融业历史，不难发现，数次金融危机均与金融衍生品紧密相关。因此，深入分析金融衍生品在金融危机中的角色至关重要。

1 研究背景与意义

金融衍生工具，即金融衍生品，是构建于基础资产之上的合约，具备特定经济价值，涵盖期权、期货、远期合约及互换等多种形式，因风险规避、价值发掘、套期保值及增强市场流动性等功能，被广泛应用。

其特征包括：高杠杆性，允许小额资本撬动较大收益，但伴随高风险；高风险性，源于高杠杆及对未来价格波动的预测不确定性；跨期性，基于对未来的预期，约定未来交易，影响特定时段内的现金流；定价复杂性，随着金融创新和科技发展，定价机制日益复杂；高度国际化，突破地域和时间限制，顺应经济全球化和互联网趋势。

这些特性使得金融衍生品既能通过套期保值策略帮助商业银行管理风险；又因其高杠杆性，满足投资者的需求。随着互联网、经济全球化及金融自由化的推进，衍生品市场规模持续膨胀，新产品如信用、房地产、能源衍生品不断涌现。

然而，金融衍生品的快速发展也带来了监管挑战等问题。本文通过考察 1997 年亚洲金融危机、2007 年全球次贷危机及 2020 年美国流动性危机，旨在探讨衍生品在金融危机中的角色，以此为鉴，构建规范金融创新

的框架，提升监管效能。接下来，本文将深入剖析上述三次危机的具体情况，分析衍生品的作用，并提出管理和监管策略建议。

2 从金融危机看金融衍生品

2.1 1997 年亚洲金融风暴——索罗斯做空泰铢

2.1.1 事件经过

20 世纪 80 年代，东南亚国家如菲律宾、马来西亚、印尼和泰国等，推进金融自由化，经济高速增长，被誉为“东亚奇迹”。在金融自由化带来的高利率环境中，国际资本大量涌入，其中菲律宾和泰国股市分别飙升 328% 和 122%。当时，多数亚洲国家采用固定汇率制与美元挂钩。同时，外债规模的快速增长，进一步加剧了经济脆弱性。

1994 年，美国经济周期调整导致美联储加息，美元升值，引发国际资本回流。根据“不可能三角”理论，东南亚国家在固定汇率制、货币政策独立性和资本自由流动之间面临抉择，而它们恰好同时追求这三者，导致外债高企、外汇储备捉襟见肘。在此背景下，以索罗斯为代表的国际投机者利用泰国经济的弱点，大量借入泰铢并在市场抛售，泰国因外汇储备不足而被迫放弃固定汇率，泰铢大幅贬值，经济陷入衰退。由于货币贬值具有传染性，泰铢危机迅速蔓延至整个亚洲，导致股票抛售、货币贬值，进而波及全球，引发了一场广泛的金融危机。

2.1.2 金融衍生品在其中的作用

以索罗斯为首的国际资本通过远期合约这一金融

衍生品，做空泰铢。具体而言，索罗斯团队向泰国银行借入了大量远期泰铢合约，同时在即期市场上对泰铢的大规模抛售，人为制造泰铢的贬值压力。泰国金融市场因此陷入动荡，政府为了捍卫泰铢汇率稳定，不得不动用大量外汇储备进行干预。市场的恐慌情绪迅速蔓延，投资者纷纷抢购美元，引发金融危机。

在这一系列操作中，金融衍生品之一的远期合约发挥了至关重要的作用。其跨期性使得交易双方在签订合约时难以准确预测未来市场情况，增加了操作的风险性和不确定性。同时，金融衍生品的国际化程度高，应用范围广，使得索罗斯团队能够充分利用全球金融市场的波动来实施其策略。

此次金融危机深刻揭示了远期合约等金融衍生品在面对突发事件时可能带来的巨大风险。当资本量足够大且操作手法巧妙时，通过类似远期合约的方式进行零和博弈可能导致严重的市场动荡和损失。因此，对于金融衍生品的监管和风险防范显得尤为重要。政府和金融机构也应加强自身的风险管理和应急响应能力，以应对未来可能出现的类似危机。

2.2 2007 年美国次贷危机

2.2.1 事件经过

2000 年后，美国互联网泡沫的破裂给经济带来了重创，为了重振经济，美联储连续 13 次降息，联邦基金利率从 2001 年初的 6.5% 下降至 2003 年 6 月的 1%，旨在刺激经济增长，但这也导致了市场上流动性过剩。

在这样的背景下，金融机构为了寻求更高的利润，创造了“次级贷款”。次级贷款，即次级抵押贷款，因其针对的是信用评级较低、还款能力较弱的借款人而得名。在 2001 年至 2006 年期间，美国的抵押贷款规模激增了 4070 亿美元，其中次级贷款占据了相当比例。由于这些借款人的信用状况不佳，贷款利率普遍较高，使得次级贷款成为了一个高风险但潜在收益也较高的产品。

与此同时，为了进一步增强市场的流动性，许多抵押贷款公司采用了“资产证券化”的手段，将手中的住房抵押贷款打包成各种金融创新产品，如抵押贷款证券（MBS）、债务担保证券（CDO）以及信用违约互换（CDS）等，并通过多重包装和转手将这些证券推向市场。

随着次级贷款的发放，美国的房地产市场也迎来了前所未有的繁荣。从 2001 年到 2006 年，美国的名义房价指数在短短五年内增长了 73%，住宅投资占总投资的

比例更是高达 32%。然而，这种繁荣背后却隐藏着巨大的泡沫和债务风险。

2004 年，美国经济周期发生变化，为了抑制通货膨胀，美联储调整货币政策，开始加息，这不仅抑制了居民的购房需求，还加重了次级贷款借款人的还款压力。随着断供比例的逐渐上升，建立在次级贷款基础上的各种金融衍生品开始遭受巨额损失，最终导致了泡沫的破裂和贷款机构的破产。

由于这些贷款公司在此之前已经将手中的证券进行了多重包装和转手，存在连锁反应，危机迅速蔓延至整个美国的金融系统并由于境外机构持有扩散到了全球，引发了全球性的金融危机。

2.2.2 金融衍生品在其中的作用

在此次金融危机中，次级贷款构成了资产证券化的基础，而 CDS 等金融衍生品隐藏和传播风险。危机的根源是由于金融衍生品的高杠杆性和定价的复杂性。

高杠杆性使得金融机构在盈利的同时，也面临着巨大的风险敞口。即便在经济繁荣时期，金融机构也应审慎行事，不可盲目追求杠杆效应带来的收益。它们需要深入分析经济周期的波动和基本面，合理评估自身状况，以防政策突变等外部因素导致的资不抵债或其他严重后果。

另一方面，金融衍生品的定价机制复杂，资产的多层嵌套，使得企业和投资者难以准确评估资产的真实风险。金融市场的羊群效应进一步加剧了这一问题，投资者往往盲目追随大机构的投资决策，最终可能触发难以预料的“黑天鹅事件”。

然而，金融衍生品本身在增强市场流动性方面发挥了积极作用。在次贷危机爆发前，美国房地产市场的繁荣得益于金融衍生品市场的蓬勃发展。多样化的金融产品不仅扩大了市场规模，还促进了资金的流动和配置效率。

因此，对于金融衍生品，我们应持审慎而全面的态度。在利用其增强市场流动性的同时，也应加强监管，防范其潜在的风险。通过提高透明度、加强风险管理和投资者教育等措施，我们可以更好地发挥金融衍生品的积极作用，同时降低其可能带来的负面影响。

2.3 2020 年美国流动性危机

2.3.1 事件经过

2008 年金融危机后，美欧采取了量化宽松政策和低利率策略，旨在维护社会稳定和促进经济发展。然而，

这些宽松措施也催生了资产价格泡沫。

2020 年 3 月,新冠疫情在全球范围内肆虐,与此同时,OPEC 与俄罗斯未能达成减产协议,导致国际原油价格急剧下跌,4 月时,原油期货价格甚至跌至负数。这一系列事件引发了美国金融市场的剧烈动荡。从 3 月 9 日起,市场遭遇了显著的流动性紧缩,股票、债券和黄金价格同步大幅下滑,全球避险情绪高涨,投资者抛售,导致国债收益率飙升,美股更是四次触发熔断机制。此外,外汇市场上美元需求激增,推动美元指数迅速攀升,进一步加剧了流动性危机。值得注意的是,这场美元流动性危机还具有传染性,对全球金融市场造成了广泛冲击。

2.3.2 金融衍生品在其中的作用

在此期间,得益于金融衍生品在风险管理方面的独特优势,全球范围内衍生品市场高速发展。其中,权益类衍生品交易量独占鳌头,而 ETF 类衍生品则展现出最快的增速。从地域分布来看,美洲地区在个股期货、股指期货、ETF 期权及外汇期货等多个品种上交易量大幅攀升;亚太地区在个股期货、股指期货、ETF 期权、利率期权以及商品类衍生品等领域交易量也实现了大幅提升。此外,衍生品种类日益繁多,创新风险管理工具层出不穷。

“原油宝”事件在此期间引发了广泛关注。2020 年,能源类衍生品价格波动剧烈,成为市场焦点。在 2020 年 4 月 20 日晚,芝商所集团旗下的纽约商品交易所 WTI 原油 5 月期货合约价格暴跌至-37.63 美元/桶,跌幅高达 305.97%,导致中国银行“原油宝”产品的投资者蒙受巨额亏损,甚至发生穿仓事件,给金融市场带来了一定冲击。因此,必须高度重视国际商品市场价格波动可能存在的风险,高杠杆经营策略需谨慎对待。

尽管如此,从整体上看,这次流动性危机中金融衍生品交易量的大幅增长,显示了衍生品市场的重要性。尽管存在不确定性,但衍生品在规避风险、价值发现、套期保值以及增加金融市场流动性等方面发挥了重要作用。与前两次金融危机相比,衍生品相关的法律和监管体系有了显著加强。在风险可控、注重金融监管的前提下衍生品有助于增强资本市场的抗风险能力,并为投资者提供有效的风险管理工具。

3 结论

金融衍生品在历次金融危机中所扮演的角色复杂多变。在 1997 年亚洲金融危机与 2007 年美国次贷危机中,它既是危机的原因也是传播渠道;而在 2020 年的

美国流动性危机中,得益于更为健全的监管体系,金融衍生品则有效发挥了价格发现与风险规避的功能。通过对这三次危机的深入分析,我们可以得出以下结论:

首先,金融衍生品因其高杠杆性、定价复杂性及跨期性等特性,蕴含着较高的风险,需引起高度警觉并谨慎投资。尽管它们具备风险规避与转移的功能,但也可能放大并传递风险,导致市场泡沫累积,最终引发金融危机,对实体经济及全球金融市场造成深远影响。

其次,尽管金融衍生品存在某些缺陷,但我们不能因此全盘否定其积极作用。随着经济的全球化与金融市场的日益扩大,风险管理变得愈发重要。金融衍生品在防范汇率风险、实现套期保值等方面发挥着不可替代的作用,对于促进金融市场的稳定发展具有重要意义。

再者,在推动衍生品市场发展的同时,必须进一步强化金融监管与信息披露制度。通过实施严格的备案、定期报告及信息披露要求,确保金融机构能够及时、全面地公开相关信息。同时,提升交易透明度,严格管控风险,能够有效遏制金融风险的累积,最大限度地降低金融衍生品的风险。

综上所述,金融衍生品如同一把双刃剑,其使用效果取决于投资者的决策。作为一种重要的金融工具,在加强风险管控与监管的前提下,金融衍生品应不断得到发展与完善,以更好地服务于投资者,充分发挥其避险与价格发现的功能。

参考文献

- [1] 尹继志. 金融危机生成与扩散机制分析 [J]. 云南财经大学学报, 2009 (1).
- [2] 肖平均. 浅析金融衍生工具在实体企业风险管理中的应用与发展 [J]. 现代商业, 2018(24): 113-114.
- [3] 吴优, 赵奕焜. 商业银行金融衍生品的风险管理分析 [J]. 全国流通经济, 2020(12): 142-143.
- [4] 曹远征. 美国住房抵押贷款次级债风波的分析与启示 [J]. 国际金融研究, 2007 (11).
- [5] 陈晗, 陈勃特. 借鉴欧洲经验, 充分发挥衍生品市场功能 [N]. 中国证券报, 2018-11-11.
- [6] 董继鹏. 我国金融衍生品发展存在的问题及对策 [J]. 吉林金融研究, 2017 (3): 27-33.
- [7] 沙石. 金融衍生品交易的本质和作用 [J]. 中国金融, 2020 (5): 71-73.

作者简介: 徐莹珊 (2000-), 女, 汉族, 福建南平人, 硕士研究生, 研究方向: 绿色金融。上海大学, 200444