

文章编号: 1005—0523(2005)03—0035—04

培育金融衍生产品市场, 促进我国利率市场化的进程

赵晓海

(华夏银行总行资金营运部, 北京 100000)

摘要:随着我国利率市场化的进程日益加快, 在国内市场利率环境逐渐走高的情况下, 系统性的利率风险将是任何一家经济实体单独难以承担的, 对所有市场主体将不可避免地带来利率波动风险, 这种风险恰恰成为推出金融衍生产品的基础条件. 目前无论是银行间市场还是交易所市场, 在目前都缺乏有效的回避系统利率风险的工具. 我们注意到了交易所市场利率期限结构远端的上移已经使市场投资者遭受了重大损失, 只有尽早推出利率衍生工具, 如: 国债期货和远期利率协议, 才能担当起利率市场化进程中主要配套机制的作用. 因此建议管理层尽快出台远期交易、利率期货等衍生产品来应对未来的利率风险.

关 键 词: 金融广场; 利率; 期货

中图分类号: F81

文献标识码: A

随着金融全球化、自由化和市场化进程将不断加快, 我国加入 WTO 后, 及早研究国外金融衍生产品发展的过程、作用及其风险, 借鉴其经验和教训, 结合我国金融风险现状与趋势, 适时适度地发展我国金融衍生产品市场, 已成为我国金融业发展的重要课题之一. 为规范国内金融衍生交易的发展, 银监会于 2004 年 2 月 4 日正式颁布了《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》, 对衍生交易的准入和风险控制等进行了规范. 此前, 金融机构开办衍生产品交易业务所受的约束, 大多散见于中国人民银行和国家外汇管理局发布的各类外汇管理规定. 这些规定不利于金融机构对衍生产品交易业务实行有效的风险管理, 也不利于监管部门实施审慎监管. 该管理办法的出台为我国金融衍生市场的形成和金融衍生产品的规范有着重要的指导意义.

1 现有利率风险管理工具及局限性

随着利率市场化的加快推进, 各机构对利率风险的认识和重视程度不断提高, 目前机构投资者已

经大量使用定量化分析工具以控制利率风险; 在没有正式的利率风险对冲机制之前, 也在设法对冲和控制利率风险. 目前机构投资者主要采用的利率风险管理技术有:

1) 缺口管理策略

缺口管理是以收益为基础, 针对资金缺口的利率风险管理, 主要为商业银行和寿险公司所用. 资金缺口为一段时间内利率敏感性资产与利率敏感性负债之差, $F_{\text{gap}} = A_{\text{rs}} - L_{\text{rs}}$

其中, F_{gap} 为资金缺口, A_{rs} 为利率敏感性资产, L_{rs} 为利率敏感性负债. 当利率上升时, 负资金缺口情况会有利息支付大于利息收入, 从而导致净利息差缩小, 此时, 正资金缺口则有利息差增加; 反之是利率下降时情形. 只有在并资金缺口时, 即保守缺口管理时, 利率的波动不会影响净利息收入. 积极的缺口管理, 则需要设法预测利率走势, 调整资金缺口为正或负, 以加大由于利率变动而带来的净利息差. 显然, 如果能准确预测利率变动走势时, 资金缺口管理技术非常有效, 否则, 所形成的利率缺口将面临更大的利率风险. 另外, 短期负债利率的变

收稿日期: 2004—12—13

作者简介: 赵晓海(1973—), 男, 北京人, 大连理工大学在读研究生.

动较长期资产利率的变动要快,不易衡量利率敏感性资产和负债,计划期的选择主观性强,频繁的缺口调整会使净收益变动风险增加;所以,缺口管理技术实施起来也有一定难度。

2) 久期管理策略

久期可以用来衡量组合未来现金流的平均期限,久期管理也就是期限缺口管理,可以是对资金缺口管理的补充,它以价值为基础,反映资产价值对利率的敏感性。久期缺口为资产价值与其久期之积减去负债价值与其久期之积。

$$\Delta D = [PV_A \times (-D_A)] - [PV_L \times (-D_L)]$$

其中, PV_A 为资产现值, PV_L 为负债现值, D_A 为资产久期, D_L 为负债久期。因为久期越大对利率变动越敏感,久期缺口越大净值对利率也越敏感;所以,对当利率上升时,正久期缺口情形下,资产价值比负债价值下降快,净值的市场价值下降;负久期缺口情形下,资产价值比负债价值下降慢,净值的市场价值上升。当利率下降时,刚好相反。在久期缺口为 0 时,净值不受利率变动影响;积极的久期管理策略将根据利率的预期变动管理久期缺口,以最大化资产净值。由于资产与负债的久期匹配有一定难度,实用中也有一定的局限性。

3) 通过回购合同锁定利率风险

通过预先设定期限的回购合同,以锁定相应期间内资产的利率风险。这种方法有一定效果,但缺乏相应的法律保障。

4) 场外私下远期债券交易

场外私下的远期债券交易,多在机构之间使用,以锁定一定时期内资金借贷、债券交易的利率风险;由于这种方式可以不受资产管理规模的限制,可以绕过证券法规定的‘不能接受全权委托’和‘不得向客户承诺收益、不得参与分成’的规定,也不受到法律法规的保障。投资者亦采用常见的风险度量和管理工具,如夏普比例、詹森比例、信息比例、VaR、跟踪误差对投资组合进行风险度量和绩效评价。然而,这些风险管理工具在市场整体风险暴露,市场没有风险对冲工具和机制时,投资者用之无力抵挡市场系统性风险。总之,由于中国利率市场化的进程正在有步骤地加速推进,利率的市场化必然带来利率波动幅度的加大,如果没有有效的利率风险管理工具作为配套机制,必然会影响利率市场化的顺利进展,也影响到整个金融市场应有作用的发挥。

2 市场呼唤利率衍生产品

通过以上分析并结合我国债券市场的实际情况,我们认为为形成对冲利率风险的有效市场机制,率先推出远期利率协议和利率期货(国债期货)较为恰当。

1) 远期利率协议

远期利率协议是由对未来利率走势进行保值或投机的双方签订的一项利率的远期合约。在远期利率协议合约中,交易双方规定一个未来某一时间的协议利率,并规定以某种利率为参照利率,到结算日时,如果参照利率与协议利率不同,则必须由一方方向另一方支付一定的差额,以作为补偿。这一差额系根据参照利率与协议利率的实际偏差情况,以及合约给定的期限和本金计算得到。在远期利率协议的买卖中,买卖双方只是在形式上收支交易的本金,实际上并没有任何本金的转移,交易者的成本、风险大为降低,同时也增强了市场的流动性。尤其是对于银行来说,由于在远期利率协议条件下,没有本金的流动,所以可以成为资产负债表外的金融工具,也就意味着无需满足严格的资本足额要求,仅需要极少数额的保证金即可。远期利率协议从本质上讲是一种场外进行的利率期货。与利率期货相比,它的优点是:1、无需交纳保证金,从而利率风险管理的成本较低;2、合约的金额和到期日比较灵活,人们可以根据资金的实际需要灵活确定,从而能在一定程度上提高利率风险管理的效率;3、在正常情况下不存在基差风险,便于管理。

2) 利率期货

利率期货是指以债券类证券为标的物的期货合约,它可以回避银行利率波动所引起的证券价格变动的风险。利率期货一般可分为短期利率期货和长期利率期货,前者大多以银行同业拆借中 3 月期利率为标的物、后者大多以 5 年期以上长期债券为标的物。利率波动使得金融市场上的借贷双方均面临利率风险,特别是越来越多持有国家债券的投资者、急需回避风险、套期保值的工具,在此情形下,利率期货应运而生。最早开办利率期货业务的是美国,70 年代末,由于受两次石油危机的冲击,美国和西方各主要资本主义国家的利率波动非常剧烈,使借贷双方面临着巨大的风险。为了降低或回避利率波动的风险,1975 年 9 月,美国芝加哥商业交易所首先开办了利率期货——美国国民抵押协会

抵押证期货,随后又分别推出了短期国库券、中长期国库券、商业银行定期存款证、欧洲美元存款等金融工具的利率期货。进入80年代英国、日本、加拿大、澳大利亚、法国、德国、香港等国家和地区也分别推出了各自的利率期货。

利率期货具有以下功能:(1)价格发现。(2)规避风险。投资者可以利用利率期货来达到如下保值目的:(a)固定未来的贷款利率。(b)固定未来的借款利率。3、优化资产配置。利率期货交易具有优化资产配置的功能,具体表现在以下几个方面:(a)降低交易成本。(b)利率期货可以方便投资者进行组合投资,从而提高交易地投资收益率。(c)提高资金使用效率,方便进行现金流管理。由于期货交易的杠杆效应能极大地提高资金使用效率,使得投资者建立同样金额头寸的速度要比现货市场快的多。

影响利率期货价格波动的因素主要有:(1)货币供应量。(2)经济发展迅速。(3)政府的财政收入。当出现财政赤字时,利率会受到一定的影响。(4)其他国家利率水平。(5)其他因素。社会政治环境、失业率等。

3 适时推出利率衍生产品已经具备条件

利率市场化的进程日益加快将不可避免地对所有市场主体带来利率波动风险,这种风险恰恰成为推出国债期货的基础条件。利率期货在于防范债券市场中利率风险的作用首先,利率期货有助于投资者在认购债券时,规避相关的利率风险。在利率市场化的条件下,发行债券时事先规定利率,会由于市场利率的走高而出现价格走低的情况。而通过卖空利率期货,就可以有效避险。1982年12月13日,在CBOT的长期债券期货交易停市时,美国财政部甚至为此推迟了20年新国债的发行,他们认为在没有保值交易存在的情况下,势必会影响长债的发行。实际上,从我国1993—1995年国债期货实践看,利率期货交易对于债券市场流动性的影响是巨大的,带动了整个国债市场的发展。国债期货推出前1993年1—5月,国债现货成交总额为21亿元,日均成交0.19亿元;而在国债期货推出后的1994年同期,国债现货成交总额则高达378亿元,日均成交3.74亿元,分别为前者的18.5倍和19.7倍,大大提高了市场的流动性。

国内债券市场在经历了长期发展后,已经为利率期货的推出奠定了必要的基础

1) 国债已经基本实现市场化发行,国债发行利率实际已成为一种市场化利率参照标准之一。1995年8月,财政部开始试行采取市场化的招标方式发行债券,目前已经过渡到大部分国债通过无预定价格区间招标方式发行的模式。尤其是2001年开始首次发行15年、20年和30年的国债,国债拍卖发行收益率的市场化进程加快,使得国债利率向基准利率方向迈进。

2) 国债二级现货与回购市场的快速发展已为国债期货交易奠定了必要的现货基础。1988年债券二级市场建立,1991年开始引进回购交易,使得债券日益成为一种被广泛接受的金融资产。到2001年底,债券及回购交易额突破5万亿,同时也被人民银行作为主要的公开市场操作工具。

3) 大量中长期国债发行后国债品种得到了极大丰富,为国债期货合约的设计准备了可行的标的。

4 结论与建议

1) 交易所市场的利率期限结构能较好地代表市场利率,定价债券效果较好;而银行间市场的利率期限结构有扭曲,银行间的长期金融债比长期国债更能反映对未来利率变化的预期。在我国交易所市场,利率预期假设理论不成立,远期利率对将来的即期利率有较强的预测作用,利率期限结构对债券的回报率对明显的预测作用。

2) 当前我国的利率水平明显偏低,未来几年内我国的利率水平将以上升为主。

3) 由于交易所市场、银行间市场以及银行存贷利率的期限结构有明显的不同,不同的机构投资者和个人参与债券交易市场的利率和融资成本有较大区别,因此,不同投资者遵循统一的基准利率不太合理,至使我国目前还没有一与国际市场接轨的基准利率,由于市场分割,对于有市场进入限制的投资者,只能参照能进入的市场的利率标准;不同投资目标,也只能应参照对应的利率标准。

4) 比较银行间市场和交易所市场,由于两个市场在交易主体、交易制度、成员计价制度上的差异,使两个市场在风险揭示上存在差异。

5) 我国债券的主要持有者一机构投资者面临巨大的利率风险,但在现有市场条件下,其应对利率风险管理的策略少,对冲利率风险技术实施难度大,将被动面对系统风险。

6) 建议管理层尽快出台远期交易、利率期货等衍生产品来应对未来的利率风险。

7) 建议管理层改变银行间市场目前的会计核算、市场准入、交易制度以促进其市场化。

Cultivating Derivative Market, Escalating the Approach of Liberalization of Interest Rate in China

ZHAO Xiao-hai

(Hwa Xia Bank, Beijing 100000, China)

Abstract: With the speeding up of approach of liberalization of interest rate in China market, and the domestic interest rate is gradually hiking up, it will be difficult for any single entity to take on systematic interest rate risk alone. Market makers will inevitably be forced to face the risk of interest rate volatility. All these are definitely the fundamental conditions for the emerging of derivatives. Now for either inter-bank market or exchange market, there are few of efficient instrument available to hedge off the systematic interest rate risk. We are aware of that the far end upwards of exchange market interest rate tenor structure has cost investors huge lost. As early the interest rate derivatives are available in the market, such as Treasury Bill Future and Forward Rate Agreement (FRA) etc, as possible they can play as a leading role in the mechanism to cooperate the evolution of interest rate liberalization. Hence, we suggest the regulator to come on with the police for derivatives trading such as forward trading, interest rate future as soon as possible, to account for the interest rate risk in the coming future.

Key words: finance market; interest rate; interest rate future

(上接第 34 页)

督检查中发现的违法乱纪问题,要坚决依法处理,以维护国家财经纪律的严肃性.只有各方通力合作,共同加强监督管理,才能更好地提高会计信息质量.

参考文献:

- [1]《中华人民共和国会计法》(1999 年 10 月 31 日 中华人民共和国主席令第 24 号)
- [2]财政部.会计基础工作规范 1996.
- [3]财政部.企业会计制度 2000.
- [4]中国会计年鉴[M].北京:财政出版社
- [5]会计从业资格管理办法(财政部 2005 年 26 号令)

The Reasons and Actions for Distortion of Accounting Information

YU Qun

(Nanchang Financial Bureau, Nanchang 330046, China)

Abstract: Accounting information is a economic message that is obtained from accounting practice, which reflects the sport state of value of accounting subject. The quality directly influence accounting subject image. The distortion of accounting information has seriously threatened the market economy order and the management of scope of enterprise. So we must analyse the cause of it, take measures on legality building, moral norms, accounting training, managerial system, concept of legality, internal control, accounting supervision, in order to avoid the fullest extent of the distortion of accounting information, and guarantee the quality of accounting information.

Key words: account; information quality; actions