



# 內地衍生市場起錨

# 金融創新「雙刃劍」

## 汲取雷曼爆煲教訓 加強監管控制風險

香港文匯報訊(記者 蔡競文)中國版CDS(信用違約掉期)——信用緩釋工具(CRM)上月的啟動揭開中國債市衍生品快速發展的序幕。最新的消息透露,人民幣利率期權交易,以及基於匯率的金融衍生品等亦已納入監管層規劃藍圖、企業債發行的核准程序將簡化,以及超短期融資券(SCP)業務也即將啟動。隨着中國金融創新產品的進一步深入發展,中國發展人民幣利率期權交易,以及基於匯率的金融衍生品已如箭在弦,而如何在發展的過程有效控制風險,仍是市場不容忽視的重要課題。

業內人士指出,當前匯率彈性增加及利率更趨向市場化,人民幣市場縱深化發展已初具條件,但真正推出並形成一個活躍的市場仍需要較長時間,而隨着SCP等新型信用產品的推出,以及發改委等審批部門放寬發行審核的表態,企業將獲得更多的直接債務融資便利。

### 簡單產品利市場發展

據路透社報道,中國銀行間市場交易商協會副秘書長馮光華日前在海南出席中國信用風險緩釋工具(CRM)市場發展高端論壇時表示,計劃研究推出人民幣利率期權交易,並將積極培育基於人民幣匯率的金融衍生品,逐步拓展至亞洲日圓、亞洲歐元、亞洲美元和國際債券、銀行貸款等為基礎的金融衍生工具。

交通銀行金融市場部副總經理李亦對傳媒表示,從金融危機後國際信用衍生品市場的發展趨勢看,結構簡單、便於交易和風險管理,容易被投資者接受,也有利於增強市場的透明度,逐步提高業務運作能力。同時在交易模式、產品定價和風險管理技術等方面,對信用風險緩釋工具展開更深入的研究,待條件成熟後逐步開展更高級別的產品創新。

### 業界籲統一「交易商」

此外,馮光華指出,中國要加快金融衍生品市場創新機制的轉變,穩步推進金融衍生產品的創新發展,推動現有產品的發展,不斷豐富產品序列。此外,要引入更多具有多元化和差異化需求的投資者,以豐富投資者類型;進一步梳理和整合現有層次,建立統一的金融衍生品市場「交易商」制度。

馮光華續稱,中國還要進一步完善貨幣經紀制度,加快建立及時性強、覆蓋面廣、準確度高的衍生品交易信息數據庫,進一步推動統一的金融衍生品清算平台的建立與完善,推動衍生品相關法律問題的解決,會計、稅務制度的完善以及金融衍生品利率基準和估值體系建設。

馮光華表示,將逐步拓展《NAFMII主協議》的使用範圍,為越來越多的境內外交易商參與境內金融衍生品交易提供平等的協議文本。

### 集中清算機制降風險

另外,為控制金融衍生品交易風險,引入中央交易對手制度,採取集中清算機制也是非常重要。上海清算所董事長許臻舉例稱,雷曼兄弟公司倒閉時,有9萬億美元的掉期產品和1萬億美元回購產品,能源與其他衍生品的風險敞口,總數超過6萬筆交易,因為採用LCH的集中清算,最終損失並未超過雷曼兄弟已提交的保證金35%左右,帶給LCH和清算會員的損失仍為零。惟其未引入集中清算的4,000億美元CDS違約頭寸,雖然經過多邊淨額軋差降至52億美元,但最終淨損失仍由市場承擔,並給交易對手造成巨大的賬面虧損。

## 人幣前景光明 券商力撐遠期合約



高盛駐香港首席亞太經濟學家 Michael Buchanan。

香港文匯報訊 基於人民幣升值預期符合眾望,海外機構看好人民幣遠期外匯合約發展的前景,高盛及野村表示,該類合約為明年亞洲外匯市場的最佳投資選擇。

### 歐債波及匯率走向

高盛建議買入2年期無本金交割人民幣遠匯合約,並指若歐洲債務危機刺激美元需求,人民幣將是亞洲地區最有可能上漲的貨幣。日本最大的投資銀行野村看好3個月期人民幣遠匯合約,預計中國將在國家主席胡錦濤下月訪問華盛頓的前夕允許人民幣加速升值。

另外,人民幣升值將有助減輕中國處於兩年高點的通脹壓力,並降低美國對中國採取貿易制裁措施的可能性,主因美國批評中國利用被低估的人民幣匯率來增強出口優勢。據彭博調查分析師的預測,人民幣明年有望成為表現最佳的全球四國貨幣。

高盛駐香港的首席亞太經濟學家Michael Buchanan表示,即使歐洲主權債務危機打擊歐元,人民幣也很可能升值。該行的基本觀點是亞洲的貨幣都會升值,惟如果歐元區非核心國家的債務危機愈演愈烈,這將阻礙亞洲貨幣升值。

### 信用風險緩釋工具交易商應具備的條件

- 一、註冊資本或淨資本不少於8億元人民幣。
- 二、配備3名以上(含3名)具有一定從業經驗和相應業務資格的業務人員。
- 三、最近2年沒有違法及重大違規行為。
- 四、建立完備的內部控制制度、風險管理制度和衍生品交易內部操作規程。
- 五、配備直接開展銀行間市場交易的相關系統和人員。
- 六、具備自我評估衍生品交易風險的能力和衍生品交易定價能力,並能夠承擔衍生品交易風險。

### 信用風險緩釋工具核心交易商應具備的條件

- 一、具有銀行間債券市場或外匯市場做市商資格。
- 二、註冊資本或淨資本不少於40億元人民幣。
- 三、從事金融衍生品交易2年以上(含2年),有獨立的金融衍生品交易部門,並配備5名以上(含5名)具有一定從業經驗和相應業務資格的業務人員。
- 四、有獨立的風險管理部門和較強的風險管理能力,並配備5名以上(含5名)風險管理人員。
- 五、具有較強的金融衍生品定價估值能力,金融衍生品報價、交易活躍。

■有交易員指出,人民幣匯率非市場化成為發展匯率衍生品的主要阻礙。

## 利率市場化「兩率」產品吃香



■上海清算所自去年11月開始順利運行至今,首隻產品——信用風險緩釋合約(CRMA)亦已上線。

香港文匯報訊 央行行長周小川上周四指出,利率市場化在「十二五」將有明顯推進。而與此同時,中國規劃推出利率和匯率衍生品,華安證券投資總監張成瀾認為,該類衍生品的推出是金融市場進一步完善的必由之路,市場對此需求早就「呼之欲出」。北京一家國有銀

行的外匯交易員表示,現在利率和匯率衍生品基本具備一定的市場環境,只要管理層決心籌劃,應該很快就能推出。

### 清算所籌備完畢

經過數年的快速發展,目前中國已初步具備在金融市場推出各類衍生產品的基本環境,貨幣及債券市場發展,初步形成利率市場化的條件;兩家合資貨幣經紀公司經已在華成功運行,第三家即將開業;上海銀行間市場清算所也籌備完畢,而首隻產品——信用風險緩釋合約(CRMA)經已上線。

不過,張成瀾認為,儘管利率衍生品可以很快地在華建立起系統,但能令利率產品普遍參與,還需要做普及工作。此外,市場不引進更豐富的投資者,新的衍生產品的活躍度就集中在幾個大的交易機構手裡。

### 市場存在適應期

以香港為例,成熟的市場環境為人民幣各項產品的發展奠定堅實基礎,目前該離岸市場以人民幣計價的利率、匯率期權產品皆已推出。相對之下,以內地發行的信用風險緩釋憑證(CRMW)來看,創設至今近一個

月之成交僅屈指可數的兩筆,這與其選擇信用級別較高的標的不無關係,惟也可以看出市場接納一個新的投資品種,再到形成一個活躍市場無法一蹴而就。

誠如張成瀾所言,北京一券商和上海一基金公司人士均表示,他們短期內對上述衍生品均沒有興趣,一來沒有這方面的牌照,二則也沒有這樣的資金實力和承擔風險的能力。

### 促進人幣國際化

相對於利率衍生品,張成瀾更看好匯率衍生品的市場前景,並表示人民幣國際化進程中肯定需要相關產品推出,國家才能有匯率戰略的布局。

以目前合格境外投資者(QFII)主要經由外資行進入中國市場來看,匯率衍生品的主要參與機構也將以他們為主,主因對該類衍生品熟悉度較國內機構有明顯優勢,激活市場方面也能起到積極作用。

儘管匯率衍生品市場的發展從長期來看是大勢所趨,惟上海一股份銀行交易員指出,短期內推出面臨的困難較大,主要的阻礙是人民幣匯率市場化的問題。如果基於非市場化的匯率設計衍生品,其價格估值等方面都可能出現較大偏離,造成市場的扭曲。

## 外資行參與創設中國版CDS

香港文匯報訊 中國版CDS——信用風險緩釋工具(CRM)11月正式啟動合約交易,首日達成的信用風險緩釋合約(CRMA)共20筆,本金總額逾18億元(人民幣,下同),合約結算方式既有實物結算,也包括現金結算。當中,中債信用增進股份公司涉及10筆合約,本金合計10億元。

交易商協會在其網站公布的新聞稿顯示,國家開發銀行、工商銀行、建設銀行、交通銀行、光大銀行、興業銀行、民生銀行、德意志銀行及中債增等九家交易商合計達成首批20筆信用風險緩釋合約,名義本金合計達18.4億元。

該批合約均針對單筆特定的標的債務,債務類型包括短期融資券、中期票據和貸款,其中針對短期融資券3筆,中期票據9筆,貸款8筆,涵蓋10個不同的標的實體,合約期限以一年期為主,同時也涵蓋從36天到2.21年之間的不同期限類型。此外,合約約定信用事件後的結算方式,既有實物結算方式,也包括現金結算方式。

### 工行藉CRM增信貸空間

據介紹,中債信用增進股份公司與3家對手方簽訂10筆合約,名義本金合計10億元,標的債務涉及3筆中期票據和7筆銀行貸款。此前,該公司宣布,與光大銀行、興業銀行等達成首批以銀行間市場已發債券為標的的CRM合約交易,並與工商銀行簽署貸款信用風險緩釋合約交易確認書,達成首單以銀行貸款為標的的CRMA交易。該筆貸款屬正常類貸款。

工行表示,該行進行該筆貸款信用風險緩釋合約交易,並不是因為信用有問題,而是因為授信額度滿,通過買入貸款CRM合約,可以放出更多的信貸空間。

銀行間交易商協會早前公佈信用風險緩釋工具首批交易商及創設機構名單,包括國家開發銀行、工商銀行、中國銀行、浦發銀

行、匯豐銀行(中國)、花旗銀行(中國)、法國巴黎銀行(中國)、巴克萊銀行上海分行、中信證券和中金公司等。

### AIG因CDS違約險些倒閉

信用違約掉期即CDS,為Credit Default Swap的簡稱,它可以被看作是一種金融資產的違約保險。CDS買家向賣家定期支付「保險費」,而一旦發生違約,則賣方承擔買方的資產損失。08年金融海嘯爆發,AIG便因雷曼兄弟等金融機構倒閉,令其發行的CDS違約而需付上大規模的賠償責任,陷入破產邊緣,最後需由美國財政部出手拯救。

信用風險緩釋合約與CDS大體相同,是指交易雙方約定在一定期限內,信用保護買方按照約定的標準和方式向信用保護賣方支付信用保護費用,由信用保護賣方就約定的標的債務向信用保護買方提供信用風險保護的金融合約。



■匯豐銀行(中國)、花旗銀行(中國)及工商銀行列入信用風險緩釋工具首批交易商及創設機構名單。

### 名詞解釋

#### CDS

CDS是Credit Default Swap的英文簡稱,中文譯作信用違約掉期,是1995年由摩根大通首創由信用卡貸款所衍生出來的金融衍生產品。CDS合約是基於銀行或其他金融機構在提供金融產品後,可能出現債務人違約,為了保障債權人權益,衍生出這種針對債務人違約的保險產品,旨在轉移債權人風險。當借款人向貸款人(銀行或其他金融機構)申請貸款時,貸款人為了保障貸款安全,以支付保費為前提向保險人(多為保險公司)投保。若借款人違約,由保險人代為償還。

#### CRM

CRM是風險緩釋工具的簡稱,其合約稱為CRMA,即信用風險緩釋合約。CRMA與CDS大體相同,是指交易雙方約定在一定期限內,信用保護買方按照約定的標準和方式向信用保護賣方支付信用保護費用,由信用保護賣方就約定的標的債務向信用保護買方提供信用風險保護的金融合約。

#### CRMW

CRMW是信用風險緩釋憑證的簡稱,即將CRMA簡化成一種標準化的產品,由第三方為持有人就公開發行的標的債務提供信用風險保護的有價憑證,並可以在市場中銷售、流通,交易。