



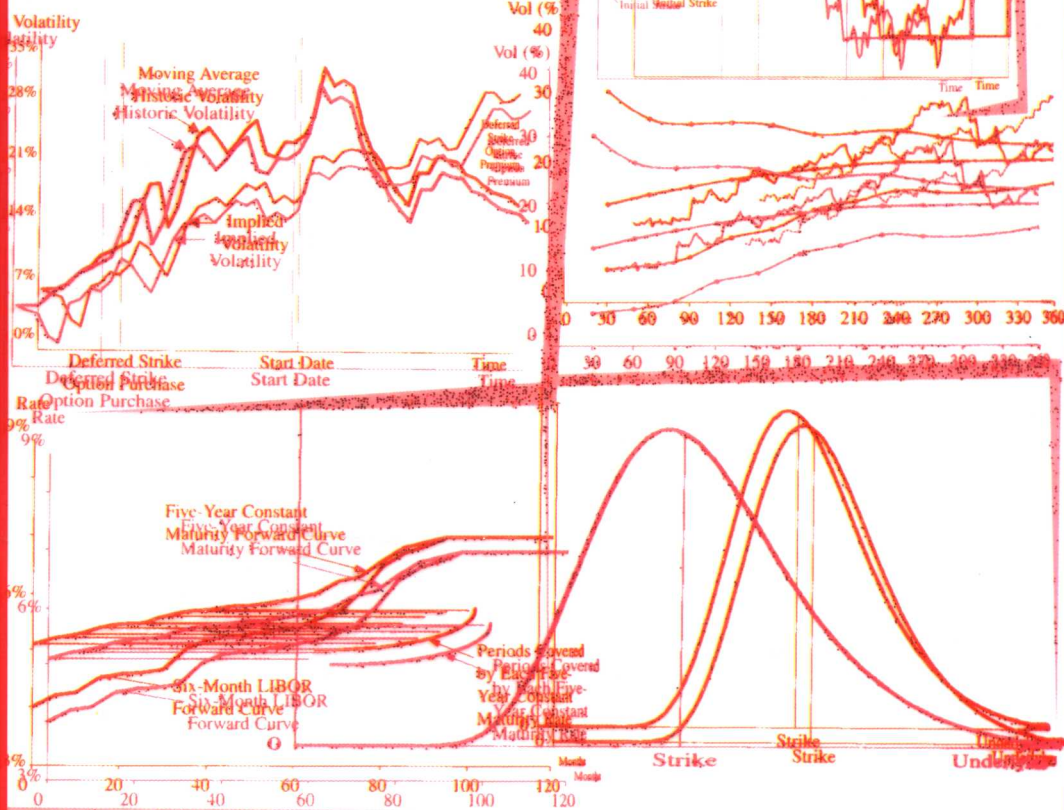
金融风险管理

词典

The Dictionary of
Financial Risk
Management

[美] 加里·加斯蒂尼
马克·克里茨曼 / 著
谌季强等 / 译
谌季强 / 审校

华夏出版社



金融风险管理

词典 The Dictionary of Financial Risk Management

[美] 加里·加斯蒂尼
马克·克里茨曼 / 著
谌季强 / 审校

谌季强 (Jiqiang Chen)
陆颂茜 (Songqian Lu)
黄敏 周小燕 (Yvonne Zhou)
林维娜 (Weina Lin)
张晓莉 (Shirley zhang)
王胜虎 练小川

译

图书在版编目(CIP)数据

金融风险管理词典/(美)加斯蒂尼,(美)克里茨曼著;湛季强等译.
—北京:华夏出版社,2007.1

ISBN 978-7-5080-4103-2

I. 金… II. ①加… ②克… ③湛… III. 金融-风险管理-词典
IV. F830.2-61

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 139808 号

Gary L. Gastineau, Mark P. Kritzman: *The Dictionary of Financial Risk Management*
Copyright © 1996, 1999 Gary L. Gastineau. First Edition © 1992 Swiss Bank Corporation. Chinese language edition published by HuaXia Publishing House.

本书中文简体字版专有版权由 Swiss Bank Corporation 授予华夏出版社,版权为华夏出版社所有。未经出版者书面允许,不得以任何方式复制或抄袭本书内容。

金融风险管理词典

[美]加里·加斯蒂尼 马克·克里茨曼 著
湛季强等 译

策 划:于泽俊 陈小兰

责任编辑:李雪飞 罗 云

出 版 者:华夏出版社

(北京市东直门外香河园北里4号 邮编:100028 电话:64663331 转)

印 刷 者:北京人卫印刷厂

经 销 者:新华书店

开 本:670×970 1/16 开

字 数:510 千字

插 页:2

版 次:2007 年 1 月北京第 1 版 2007 年 1 月北京第 1 次印刷

定 价:68.00 元

本版图书凡印刷、装订错误、可及时向我社发行部调换

译者序

2004年夏季回国访问时,正值国内进行四大国营银行改革的讨论。我是做市场风险管理工作的,自然很关心大家对风险管理在银行改革方面的看法。在回国期间,我和业内外人士进行了不同层次的交谈,一方面感到国内的金融界人士思想很活跃,一片生机勃勃的景象;另一方面,我也发现还存在着初期发展不可避免的成熟现象,例如所用的金融语言很不一致,港台地区和大陆的中文翻译并用,不同部门、不同地区和不同的从业人员使用不同的中文翻译来讨论同一个问题,这就使得交流变得很困难。在和不同人士的接触中,不少人认为参与金融市场的直接目的只是赚钱,对市场的其他功能(例如资金流动和风险管理等功能)的认识和理解还不太深入和准确。我想,这必然会影响人们对风险管理在银行改革方面的重要性的认识,这就引发了我对翻译一本金融风险管理字典的兴趣。

由加里·加斯蒂尼和马克·克里茨曼共同编著的这本金融风险管理的专门词典涵盖了较为广泛的内容,对金融,特别是对金融风险管理工作者来说,无疑是一本很好的日常参考书。同时,它的写法通俗易懂,不要求读者具有金融、市场、数学等方面的深厚知识,因此对金融领域或金融风险管理有兴趣的读者来说,它也是一本非常适宜的阅读书。如果通过本书的使用,读者能够更好地理解金融市场的作用,了解金融风险管理的重要性,体会到风险管理体系的建立需要全社会的共同努力,特别是如果本书的翻译能够促使大家采用共同的语言讨论金融问题,进而对我们国家的金融语言的统一有所裨益,那么我和我的合作者们就会感到无限的欣慰。

本书翻译的原则是简明、专业、大众化。我们尽可能多地采用国内外比较通用的译法,但也提出了一些新的概念,例如“Position”,我们翻译为“市位”,而不是常用的“头寸”,相应的“Long Position”和“Short Position”则分别翻译为“长仓市位”和“短仓市位”,而不是“多头”和“空头”。“Exposure”翻译为“风险”、“风险度”或“风险投入”,而不是“暴露”或“敞口”。对“Call Option”和“Put Option”,我们则分别翻译为“买进型期权”(或简称为“买权”)和“卖出型期权”(或简称为“卖权”),而不是“看跌期权”或“看涨期权”。对于“Swap”,我们翻译为“互换”,而不是“掉期”,对于“Over-The-Counter”,翻译为“个案型交易”,而不是“场外交易”或“柜台交易”。这是我们的一些尝试,希望能起到抛砖引玉的作用。

在这里,我要感谢我的合作者们的辛勤劳动。他们在繁忙的工作中抽出时间,几乎无报酬地牺牲了多个周末和夜晚。翻译分工如下:谌季强(Jiqiang Chen)翻译了前言、致谢、金融风险管理基本要点以及E、F、M、P、Q的部分条目及G、I的所有条目;陆颂茜(Song qian Lu)翻译了A、B、C的所有条目;黄敏翻译了J、K、L、N、O的所有条目及M的部分条目;周小燕(Yvonne Zhou)翻译了P的部分条目及S、T、U、V、W的所有条目;

林维娜 (Weina Lin) 翻译了 R、Y、Z 的所有条目。另外要感谢张晓莉 (Shirley zhang, 西雅图), 她协助翻译了 D 和 H 的所有条目, 王胜虎 (布鲁克林公共图书馆) 协助翻译了 E、F 的部分条目, 练小川 (佩斯大学) 协助翻译了 Q 的部分条目。湛季强 (Jiqiang Chen) 对全部译文的内容、结构和格式进行了校对、调整以及修改。

我也要感谢华夏出版社于泽俊副社长、陈小兰主任提供的支持和帮助。感谢宋屏 (康奈尔大学)、徐桃发 (布鲁克林公共图书馆) 以多种方式所给予的帮助、支持和关心。

湛季强 (Jiqiang Chen), 博士, PMP
纽约摩根大通银行市场风险技术副总裁

前 言

金融风险管理就是营利性组织和非营利性组织衡量和控制风险及回报之间的得失。金融风险管理这个词汇是金融语言的核心。近年来，金融活动越来越复杂，金融管理人员所使用的术语充分反映了这一复杂性。

这本词典是为专业金融分析师和金融管理人员所设计的。它并不企图与其他参考书竞争，例如《巴伦金融和投资词汇字典》(*Borron's Dictionary of Finance and Investment Terms*)，或者《银行和金融百科全书》(*The Encyclopedia of Banking and Finance*)。本书将对许多没有被它们收入的金融词条和概念给出定义和描述。然而，本书也并不像金融师的初级金融课程或金融市场的日常经验那样，把许多基本的词条和概念也列出来并予以详尽定义。收录词汇的基本标准是：一个字或词可能是正在从事金融工作的专业人员所寻求的。

我们所列出的词汇可能是细心的读者在金融期刊的文章中第一次碰到的。所收录的词条可能是分析师在阅读使用不同定量分析工具的同行所写的文章时所碰到的。我们收录了大量新的(或新命名的)金融工具及其盈利/亏损示意图。在每一个定义里，常见的缩写放在括号里。为节省空间起见，在以完整词条的第一个字母为顺序的排列中找不到的缩写，我们才把它们分别列出来。证券分析师所遇到的只用于一些具体行业公司的专门术语不在我们的收录之列。我们也不打算重复在法规文件中的所有定义。我们尽可能地收录业已普遍接受的用法，但是，国际互换和衍生工具协会(ISDA)文件中的定义，英国银行家协会标准中的定义或审计人员的定义，可能与我们对普遍用法的解释并不总是一致。

本书收录了大量的衍生工具、新产品和定量分析技术。金融专业人员在他们的正式教育中，或在CFA或CPA的总结性课程中，也许还没有学到这些。不过即使如此，在这样的界限下，我们的收录还不是很全面。正如塞缪尔·约翰逊(Samuel Johnson)在他的词典的前言中所说的：“没有任何一种活语言的词典能堪称完美。当一部字典匆忙付印时，一些新词便又冒出来了，而一些旧词又消失了。”

我们的目的不是去创造出一本世界上最完备的词典，而是为正在从事金融分析和管理的的人士提供一本特别有用的词典。正像约翰逊博士所指出的那样，我们也并不心存幻想：“可能每一个作者都渴望得到赞扬，而本词典的编纂人则希望不至于受到责骂，即使很少有人得到这样的负报酬。”

我们鼓励使用这本词典的读者随时为我们指出任何他认为不恰当、不准确或不实在的定义。我们希望这些意见会对将来的版本更为有用。

加里·加斯蒂尼
马克·克里茨曼

致 谢

1992 年春天——那是在我加入瑞士银行不久，当时我正在为客户准备金融风险管理的研究材料——芝加哥的洪水迫使在贸易委员会大楼的瑞士银行办公室不得不关闭，我只好到纽约的交易室上班。

在活跃的交易环境中工作有它的优点，但是不能保证高度集中的分析和写作。我很早就打算收集和整理一本金融风险管理的词典，但我有限的注意力都分散在交易大厅了，无法把它作为复杂的研究项目来做，只能是一有空就写上一段定义。

在这个词典初稿完成的时候，我瑞士银行的同事们很帮忙，也很支持。他们查对定义的正确性，建议添加其他词条，有时还提出重议一些新课题。Perry Beaumont, Prescott Beighley, David Dubendorfer, Arash Farmanfarmanian, Gerald Herman, Phillip Nehro, David Purcell, Glenn Satty, Sebastian Steib, Joesph Troccoli 和 Eric Weinstein 给予了我很大的支持和帮助。

Charles Baubonis, Rolf Boni, Edward Chamliiss, Thomas Curran, Steven Depp, Jeffrey Diehl, Keith Fishe, Michael Gorham, Thomas Hickey, Gordon Holterman, Claire Leaman, Suzanne Martin-Reay, Satish Nandapurkar, Micheal Reveley, Barry Seeman, Sam Serisier, Jim Singh, Christophe Trefalt 和 David Weiner 也给了我进一步的建议和批评，对此我非常感激。

在出版方面，Albert Gerra 和 Masatsugu Takahashi 为第一版的图表打下了良好的基础。Elisabeth Thompson 以她超人的技能，耐心准备和编辑了第一版的文字和图表。

作为第一版版权的持有者，瑞士银行允许把原有的定义并入新的精装本和电子版本——这也是认识到金融风险管理的词汇不断增加这一事实。

这个新的版本增加了三位新的编纂人。合著者马克·克里茨曼对金融定量分析方面的词条的定义使得本词典更加完备。读者会发现，他所提供的内容大大扩充了本词典的内容。Don Rich 贡献了大量的新词条，并协助我和马克定义它们。他在金融数学工具方面的见解是极其宝贵的。我的助手 Margaret Shergalis 负责出版和图表，她富有技能和热情，充分利用电脑图表的进步技术，帮助我把很多互为参考的东西编织在了一起。James Angel, Micheal Bickford, Nenette Carter, Don Chance, George Chow, David DeRosa, Ognian Enchev, Frank Fabozzi, Stephen Figlewski, Jack Clark Francis, David Helson, Andrew Kalotay, Ira Kawaller, Robert Kopprasch, Sandra Lee Kurecki, Robert Loffredo, Chip Lowery, Richard Mikaliunas, Paul O'Connell, Marguerite Oneto-Tatum, Phil Rivett, Charles Smithson 和 Joseph Stefanelli 帮助检查了修改后的部分或全部手稿的内容，贡献了新的条目，还提供了其他帮助。

有许多评阅者和读者打来电话，建议收入另一些条目，同时还指出了一些不可避免出现的错误。对于他们友好而有益的评论，我深表感谢。我特别要感谢国际金融工程师和金融工程教授协会的执行主任 John F. Marshall 的支持和鼓励。

加里·加斯蒂尼

目 录

前言	1
致谢	1
金融风险管理基本要素	1
A	9
B	26
C	44
D	87
E	107
F	126
G	142
H	150
I	155
J	170
K	172
L	174
M	187
N	201
O	208
P	216
Q	241
R	244
S	262
T	295
U	308
V	311
W	316
Y	320
Z	322
附录	325
希腊字母表	325
部分货币符号	326
债务评级	327

金融风险管理基本要素^①

新的金融工具的诞生并不仅仅是因为华尔街的某些人认为引进比现存工具更花哨的新工具“很有趣”。实际上,对新工具的需求基于借贷者和投资者的资产债务管理情况、法规的限制(如果有的话)、财务会计和税务方面的考虑。^②

——弗兰克·法博齐 弗兰科·莫迪科安尼

很多有关 1994 年和 1995 年衍生工具的灾难性新闻与弗兰克·法博齐和弗兰科·莫迪科安尼的上述评论不相符。有些金融工具的买卖可能是为了“好玩”(或者为了利润),但并没有全面考虑报价所包含的理性道理。

有人对金融市场和金融工具提出了批评,这包括对产品推销行为的抱怨,也包括对负责降低风险的管理人员所做出的市场推测的责备,他们预测市场系统会坍塌,感叹许多新的工具和技术太过复杂。这些指责的一部分是有依据的,但需要做些更正。其他的一些指责,特别是对市场坍塌的预测以及对工具复杂性的抱怨,则有失公允。

我们把推销行为和市场推测的问题留给其他人来讨论。事实上,金融工具使用或采用的合适与否,这每一个具体案例都要由当事人协议解决,由监管人员或法庭来决定。对一小部分市场参与者所遇到的非常具体的那些问题,我们将不加以评论。但在下面简单的介绍性评论中,我们将可以自信地告慰大家,金融体系并不存有什么危险。本书的另一个目的,就是要消除金融市场和金融工具的神秘色彩和复杂性。如果人们能了解大部分金融工具的主要是用来对企业进行融资和风险管理的,那么很多在这两方面的迷惑就会一扫而光。

在以下的讨论中,我们将区分不同类型的风险,讨论它们各自如何影响金融体系的健康发展。我们也将解释金融中介人如何为世界各地的不同金融机构投资者、大型公司和政府部门提供金融风险管理的产品和服务,而他们自己并不一定承担多大风险。

风险转移的过程要比最近的一些评论所描述的要简单得多。金融中介人之间所交换的市场风险可以分成简单易懂和便于管理的几个基本单元。而对于一些非市场风险,则管理上较为困难,它属于公共政策辩论的范畴,是政治或制度上可以解决的问题。随着公众对金融市场和金融机构的信心的增加,只要有政治意愿,这些明摆着的政策问题就可以迎刃而解。

① 这篇论文的早期存本是本书第 1 版的序言,在许多刊物上有所发表,包括发表在《金融分析家杂志》(*Financial Analysts Journal*),1993 年第 9-10 月期上。此序言为本书的这一新版作了一些修订。

② F.J. Fabozzi and F. Modigliani, *Capital Markets—Institutions and Instruments* (Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1992), p. xxi.

价格移动或利率风险

金融中介再分配的市场风险就是价格、利率和汇率风险。价格和利率风险有不同的形式，但所有的市场具有两个共同特征：

1. 价格和利率的任何变化总是对市场上的某些人不利。对市场不利变化的投入的广为人们知的称谓就是市场风险。
2. 一个人的风险通常是对另一个人的潜在奖励。通过一系列的风险和奖励的交换，风险管理交易的双方都有好处。

为了对原始价格风险环境作出详细的说明，我们可以从三个重要市场参与者的角度来考虑发行一个新的普通股票：

- 向市场出售新股票的发行公司；
- 购买初始股或从第二市场购买股票的资产经理或投资人；
- 随着资产经理或投资人不断变化的需求而在第二市场从事股票交易的市商。

下图说明了每一个市场参与者的风险概念。

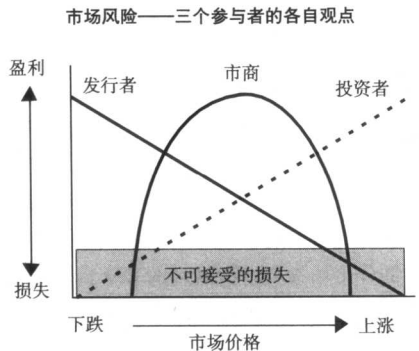
每一个市场参与者都面对着经济损失——账务损失或机会损失——而他们各自从不同的角度来看损失的可能性。

先来看看市商的风险。这是一个经典的风险市位。他对任何大的价格变化都有风险投入。最能令他高兴的是买卖间的简单转让，他要价多少，买方就付多少；他给多少，卖方就要多少。然而，由于他所报出的连续性买卖价，当股价向任何方向变化较大时，市商自己都面临着潜在的损失。如果股价下跌，按要求市商要买进股票，他手中的股票市值就要下降；如果股价上涨，按要求市商要卖出股票，减少手中的股票。因为手中股票不多，他对股价上扬过程的参与是有限的。他甚至要空卖股票去满足市场的要求。作为空卖者，市商要面临在股市挺进时自己还要掏腰包的损失。当股市价格大涨大落时，市商的市位是不利的以及危险的。

股票的发行者和拥有股票组合的投资者从不同的角度来看风险。他们各自只是从市场的一个方面来看。股票发行公司在市场上扬时承受着风险。如果他们等到市场上扬后才发行股票，他们会用少一点股份来获得同样数量的资金。对于发行者来说，风险是股票发行后股价的上涨。如果今天发售股票，明天股票下降，那是很幸运的。

资产经理或投资人为他们的组合投资进行股票买卖，股价的可能下跌是他们要面对的风险。如果明天股价下跌，他们会后悔不应该那样急着买。当然，买到手后就上涨，对股票投资者来说是求之不得的。

在这个简单的股市描绘中，市场参与者没有采用明显的方式为降低风险而去交易回报潜力。在现实的世界里，由股权和期货交易所以及金融中介所提供的风险管理的产品和服务



务可以用来帮助降低风险。

许多市场参与者为了求得保护以免受不利价格波动的影响，他们愿意把他们从有利的价格行为中获利的可能机会拿来做交易。股权和期货交易所和金融中介的基本功能就是去帮助资产和债务经理——投资者和股票发行者——修正风险和回报率，以把部分或全部价格变化的影响转移给其他人。实际上的或可能的损失所造成的伤害常常要比同等程度的获利所带来的喜悦大得多。因此，许多市场参与者宁愿放弃可观的获利机会而求得对风险的保护。人类这种对风险的自然规避就产生了提供金融风险管理产品和服务的市场。

在股票市场或者几乎所有其他价格或利率风险的情况下，互换、股权、远期或期货合约及传统的金融工具的组合，可以通过多种方式对参与市场的人在价格或利率变动中进行再分布。当把一个单一的市场或市场的一个单元与世界各地的金融工具或市场结合起来时，风险与回报再分配的机会就变得非常复杂。然而，所有金融风险管理背后的基本原理都是一样的，即用一类风险和奖励去交换对这个市场参与者的效用取向更为接近的另一类风险和奖励。

所有的金融管理的基本特征是为发行者、投资者、市商、银行、公共金库或非营利性公司修正他们的自然风险/回报的市位。管理人员评估金融工具，衡量化解不必要风险或增加回报的能力。这个过程的结果应该是能够反映公司股东们意愿的金融结构。

风险管理过程

最复杂的风险管理结构可以分解为任何一个高中生都能完全理解的一系列单元。有各种专业特长的博士——媒体中所描述的“火箭科学家”——在金融风险管理中扮演了重要角色。然而，一个博士不需要理解金融风险的每个细节或评估风险控制的整体有效性。

在简化的股票市场的例子中，期权可以帮助发行者以从下跌股价中获利的机遇作为交换，为上扬股价所可能带来的损失提供保护。相应地，投资者可以通过期权，以优势作为交换求得对弱势的保护。可转换债券和一些股票，例如可赎回累积优先股(PERCS)，这类债券本身就内嵌有风险再分布的期权条款，市商可以购买期权以保护自己不受任何方向较大股价变化的影响。

如果价格或利率风险是仅有的风险类型，则市场上就不会有任何关于风险管理协议的争议。归根到底，成人间愿意交换的仅仅是资金流，他们所希望的是，这些交换可以改进或保护他们财政状况的健康发展。

当一个专用的风险管理合约把金融风险从一方转移到另一方时，这一过程往往使人们误解，以为这些金融工具仅仅是用于降低某些特殊风险，提供这一产品或促进风险交换的金融中介是吸收风险的储存地。实际上，这一产品的创造者主要是提供了流动性。金融中介的典型功能就是把各种风险以及相应的回报加以分解、重组，再分布到其他的市场参与者那里。

例如，一个合约有可能把养老金或利润分成计划与下跌的市场隔离开来。另一个合约也可能把等同的股市风险投入转移给一个近期需要大量现金流动并要立即参与股市价格变化的投资者。提供这种转移服务的中介人并不承担任何增加的股市价格风险。

出售风险管理产品的金融中介说到底就是风险管理者，但不是风险承担者。除了管理

一个或多个市场的风险平衡“账簿”，金融中介要非常警惕地调整交易对方的信用(当信用成为一个重大问题的时候)。流通性的提供者广泛使用现金证券市场和在交易市场上交易的期权期货合约来管理他们客户的市位风险。金融中介——通过把客户的特殊需求和现金市场与交易所交易的和个案型(OTC)的衍生工具联系起来——为国际资本市场提供流动性。

流动性风险

我们的股票市场的例子假定市商做好了做市的准备，我们的讨论也间接地假设了合适的金融工具是可以拿来做交易的。实际上，不是所有的风险和回报组合都可以自由或活跃地进行交易的。许多金融市场的流通性非常低。低流通性市场的例子有房地产、低市值股票以及金融机构与客户间各式各样的债务合约(包括应收账款、信用卡债务、汽车贷款)等。

金融市场的创新使近年来的流通性风险大大降低了。房地产投资信托、公众有限合伙以及其他几个载体对提高房地产的流通性迈出了可喜的一步。低市值股票的流通性要达到可以接受的程度还有不少路要走，但交易市场上交易的合约，如标准普尔中型股存托凭证(S&P midcap SPDRs)、期权、期货，是在正确方向上跨出的一小步。

金融工具流通性提高的最大成就或许是在证券化领域。信用卡债务、汽车贷款以及客户贷款，如同房产抵押贷款一样，已成为证券化的首选对象。银行和其他贷款发放者不再把这些工具一直持有到期满。它们如同其他传统证券一样，很容易以证券化的形式进行交易。政府机关的附属部门，如政府国民抵押贷款协会(Ginnie Mae)、联邦国民抵押贷款协会(Fannie Mae)和联邦住房抵押贷款协会(Freddie Mac)，在房产抵押贷款的证券化上扮演了关键的角色，但提高流通性的大部分步骤是寻求流通性或试图通过提供流通性而获利的行业者在开创私营市场的过程中所采取的。幸运的是，大部分市场的结构和规则，都一直以足够的灵活性欢迎引进新的证券化工具。

证券化的现象表明，在自由创新的环境里，市场动力可以取得多么大的成就。然而，这些创新还没有消除市场价格不连续性这个特别严峻的流动性问题。

市场价格的不连续性

经济理论的经典市场是一个集合竞价市场，所有的市场参与者相约同时同地、通过公开报价和回价的方式达到一个清市价格。在农业协会里，这些市场每年在丰收季节开一次，但期货合约的发展使得商品一年到头都进行交易。金融市场传统上是在营业日开市，随着许多市场交易量的增加，高效连续的市场——有些每天开市 24 小时——已经成为货币和其他几个广泛持有证券市场的模式。

许多不成熟的风险管理计算方法中都隐含着值得怀疑的假设，即大部分市场从一个交易到另一个交易是连续进行的，价格是逐步变化的。1987 年 10 月的歇市是对市场连续性假设的强烈挑战。

一般说来，市场动力已经有效地处理了价格和利率风险的再分布，它通过证券化和做市所需资金的分配提供流通性，但市场动力还没有妥善处理市场不连续性的风险。很有意思的是，处理这个问题的机制却已经存在——期权市场。

任何愿意接受下滑不连续性风险的人可以出售卖出型期权。不幸的是，有关证券期权

市位限量的规定常常约束市场参与者只能在交易市场上买卖一定数量的期权。因此，很多想通过买卖来保护以避免市场不连续性的大型投资者都不能在期权交易市场进行有意义的交易。反过来，因为几乎没有大型的投资家，挂牌的期权交易市场也往往缺乏深度。一些投资者想以合理的价格在他们的投资组合中用期权构造一个风险自动调节结构，但微弱的期权交易市场把这样的投资者们统统拒之门外。最近，美国和一些欧洲国家开始放松对期权数量的限制，期权市场的流动性应该会逐步得到提高。

在把这种特殊形式的流通性渠道介绍给很注重它的客户这一方面，金融中介起了一定作用。但是，如果不连续性风险交换的双方不能都进入这一市场的话，那么金融中介的作用就很有限了。金融中介所做的不是打赌让 1987 年 10 月的历史不再重演。所谓的动态对冲，或用期货和现金市场交易来复制期权风险和回报的结构，也许会发生在边际，但主要的金融中介也只是提供金融风险再分布的服务，而不是吸收它。在广泛使用的期权市场完全解除其对市位的限额和其他限制之前，市场不连续性就一直是金融体系稳定性中不必要的重大短期风险。

信用或交易对手风险

对风险工具市场状况表示关切的监管人员和金融媒体，现在已经把信用或交易对手风险的问题放在中心位置了。信用评估永远不可能是精确的科学。然而，反映信用水平差异的适宜价格或利率优惠和溢金应不断调整，以与所承担的信用差异的风险度相适应。

金融中介对风险管理协议中有关信用内容的检查非常详尽，这是因为大部分金融中介在最近几年都有数量可观的信用损失。风险管理协议的信用风险投入取决于合约的类型，取决于所依赖的市场，也取决于交易对手的信用。大多数情况下，如果当事双方富有想象力，有遵守风险管理协议的足够奖励，信用问题是能够管理好的。

为了鼓励金融和非金融交易各方达成能促进市场流动性的风险转移协议，公共政策经常帮助协议各方降低不必要的信用风险。在协议一方后来发生财政困难时，以信用为基础所达成的净额结算安排和抵押协议常常得到保护。这一政策的论据之一，就是合适的风险转移协议可以缓解甚至防止财务困难。不断增多的净额结算和抵押，在总体上已经把人们对信用问题的担心降低到了可以处理的水平了。

有些用于混合衍生合约和破产政策的规定带来了一些根本不必要的信用和交易对手问题。清理这些混乱和消除不合适的政策规定需要国际上的合作努力。作为一个在正确方向上发展的例子，美国《破产法》的修正已经大大降低了运用美国法律所带来的许多信用和交易方面的风险。美国的榜样和进展已经把英国政府推向了类似的方向。

法律和监管风险

法律和监管风险是风险管理工具在市场上发挥有效作用的最大障碍。在臭名远扬的 *Hazell v. The Council of the London Borough of Hammersmith and Fulham and Others* 的案子里，英国上院坚持，作为公共法律，当地政府作为互换交易的一方已经超越了它的司法权限。这个案例像一个金融地雷，降低了风险管理产品市场的有效性，危及到了金融结构。解决

的办法是澄清法律和监管的框架，确保风险管理的交易各方不再担心类似情况的发生。

这样的事件在金融体系上好似强加一个“税收”，它反映在交易利差的幅度加宽上，很少有人愿意与需要转移风险的客户进行交易。金融中介可以管理市场风险，但它们不能保护自己免于法律和监管风险，除非不做交易。

另外一个非常重要的法律和监管“税收”是保证金融体系健康运作的成本。主要金融公司的破产很少对社会产生冲击，它们的问题市位被转移到更强的竞争对手手中，或被几家公司分割。分离和吸收市位的成本由以前的竞争者和主要债权人分摊。金融行业以外的客户们常常受到保护，代价是由金融行业的幸存者承担。

在美国，储蓄和借贷行业的困境是另一大问题，此问题之大，金融行业的幸存者都难以把它们吸收掉。储蓄和借贷危机基本上是由产生道德危险的法规和激励结构所造成的：如果敢冒巨大风险且成功了，回报是很可观的；如果管理上的高风险商业策略失败了，储蓄人的损失却是受到保护的。储蓄人缺少限制管理人员少冒风险的激励。如果对监管结构稍作一些简单的调整，则大部分这样的教训是可以避免的。很不幸的是，法律和监管框架的改变太慢。

由于储蓄和借贷行业的案例，也由于得到普遍的关注，风险管理交易已经成为广受欢迎的研究课题。一个过硬的金融中介不应该回避研究市场的团体或不愿面对对它们的公开质询。对市场广泛深入的了解才是对世界金融结构的最好保护，才能免于那些先做结论再提问题的人的责难。

适宜性风险

在1994年和1995年的衍生工具灾难性事件发生以后，法律和监管风险的一个自然延伸——适宜性风险——成为一个关注点。主要问题是，当一个客户决定进入一个市位但承担了不适量的风险时，金融工具的交易商要负什么样的责任。长期以来，对于经纪人和交易商在许多市场上对售予个体投资者的金融工具是否负有相适应的责任，除了明显的(但是重要的)严禁欺诈的条文以外，没有什么特殊的法规可以用来保护机构投资者。任何超出仅仅是重复有关欺诈条文的法律法规，都可能增加交易商的成本，降低市场效率。客户最终要支付市场外界所强加的任何适宜性保护的费用。

税务风险

政府的政策不是鼓励降低风险以及进行有效的风险管理。储蓄和借贷行业的情况反映了这一点，其他的案例也是如此。在阿肯色州货运公司案例(Arkansas Best)中，美国最高法院支持了联邦税务局的立场，认为在降低(对冲)风险时的某些损失是资本损失，不能与正常的收入相抵消。这一判决只能增加极其微小的税收，但它鼓励了公司保留本来可以消除的在税收中立环境中的风险。有关联邦国民抵押贷款协会的一个税务法庭判决消除了一些由阿肯色州货运公司案例所造成的税务问题，但其他的税务问题依然在美国和其他地方存在。

财务会计风险

证券和交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)反对在做账时冲销没实现的或部分实现的风险管理的盈利或亏损,这对具有经济意义的风险管理方法的财务报表的影响出现了不确定性。这在其他国家或许程度较小,但在美国,合理的风险管理政策经常与公司的税务报表、收入报告或资产负债表相冲突。看不到近期会有全面性的解决办法。财务会计标准委员会(Financial Accounting Standards Board, FASB)发布了衍生工具账务的新标准(FASB 第 133 号),它要求增加对风险管理衍生工具市位的信息披露,要求以美国为基地的公司把这些市位按市值计价。国际财务会计标准的制定者倾向于更全面的市值计价标准。从方向上讲,这些变化是合适的,但从具体的实施上看,它并不总是合适的。

财务会计风险的一个变体是信息披露风险。一般说来,信息披露是好事。美国公司被强制要求披露风险管理市位和风险管理活动的许多详细情况,过多披露那些必须要向前延滚的具体风险管理市位,会促使市场的其他参与者与这些风险管理市位对着干。证券和交易委员会(SEC)的衍生工具披露的规定过分强调市位的结构,但并不怎么注意它们的功能。证券和交易委员会(SEC)的披露规定不一定能够导致有意义的披露。如果愿意的话,做报告的公司仍然能够做些手脚。财务会计标准委员会(FASB)以及证券和交易委员会在寻找可行的办法时,需要重新审视把负债和资产都按市场计价这一棘手问题。20 世纪 90 年代后期,风险管理的一些重要发展集中在财务会计和信息披露方面,这方面的变化还需要多一些。

结算改进

自本书 1992 年的版本出版以来,在减少系统风险方面,最重要的进步是通过改进抵押、净额结算和降低结算风险强化了信用风险的管理。证券及期货结算所和中央银行一直是缩短结算期限以及开发减少结算风险度的新系统的主要支持者,特别是在股票和货币市场方面。

1987 年,美国市场崩溃的最大系统风险不是来自于市场亏损的直接冲击,真正的风险是,在 5 个工作日以后,市场下滑前和下滑中所进行的交易没有结账,更谈不上交付款项(这又要多花 1 天时间)。根据三十国集团(G-30)的建议(G-30 预报了这次市场崩溃),自 1995 年起,股票交易的结算期缩短为 3 个工作日。在 1996 年初开始实行的同日资金结算(SDFS)又消除了交付款项的多余日。证券和交易委员会(SEC)的主席阿瑟·莱维特(Arthur Levitt)提议,到 20 世纪末,股票也要同日结算。考虑到 2000 年的系统要求,这一目标有可能会推迟一两年,但交易的逐项交收结算是不可避免的。

跨国资金转移(现金结算)一直是简化程序和降低信用风险度等多方面努力的课题。现在有两个处于初始阶段的多方现金支付净额和结算系统。对现金结算关注的程度表明,剩余的问题将会得到解决。在几年之内,结算风险就不再是一个成熟的金融市场的问题了。

结论

中央银行和结算所在结算方面——以及在净额结算及抵押方面——的努力应该延伸到证券法规、会计规则和税收政策上。证券和交易委员会(SEC)、商品期货交易委员会(CFTC)以及联邦税务局(IRS)与其他国家的相应部门,经常发出相互矛盾的信号。证券和交易委员会(SEC)在缩短股票结算周期方面,从一个星期到三天,起到了关键的作用,但它的财务、通报和期权政策与金融体系所要求的贴近速度还相对较慢。联邦税务局(IRS)决定把免税机构使用的互换及其他名义本金合约从不相关联的商业收入税收中分开,这一行动消除了退休金和慈善事业进行有效风险管理的重要障碍。与此同时,联邦国民抵押贷款协会的决定不能消除赋税实体进行有效风险管理的所有税务障碍。联邦税务局(IRS)在依据1997年税法修正案发布税务条例方面进展也一直很慢。

对管理机构、立法机关或任何政府的行政分支加以指责,要它们为脆弱的全球金融结构负责,这是不公平的,也是不必要的。然而,期望得到它们的帮助以提高改进却是公正和合理的。世界的中央银行家们正在运用结算程序的改进向减少系统风险的方向迈进,这些改进是不能靠风险管理人员和金融中介自己的想法就能解决的。中央银行家们的例子为他人树立了榜样。

对于金融体系的稳定性问题,经常的做法是,强调严格的资金需求量以及增加中央银行和证券交易的某些资本费用。适量的资金固然重要,但任何数量的资金也不能取代在不具有重大危害的法规框架下公司进行商业风险的明智管理。甚至,最好的资金量规定会产生不适宜行为的激励。因为他们把风险分析过度简化为规范化的资本费用。资金量的规定不能取代——管理人员或监管人员——对各种各样交易风险特性的充分理解。

惟一可行的金融市场法规框架,应是能够以利润嘉奖明智决定,鼓励建设性创新,以及不支持纯为自己的利益承担风险的一种体系。资金量的规定对维持市场的完整性起到了一定的作用,但僵死的处方抑止创新。改进商业、破产和税法的清晰度和合理性,使得金融合约的各方对他们非市场风险有一个清楚的了解,这比更严格的资金数量的规定更能有效地消除全球金融结构中不应有的风险。

A

À la Criée *Fr.,Swiss.* 公开报价(法,瑞士)

A/B Structure A/B结构

指含有优先级(A)和次级(B)的证券化贷款的两档债务市位,亦称次级/优先结构(*Junior/Senior Structure*)。

Abandonment 扬弃,放弃

(1)(瑞士)指退出可取消远期合约,转而购买证券。见溢价商务合约(*Premium Business*)。
(2)偶尔指不行使权力,让期权自动过期。

Abandonment Value 扬弃值

见清仓值(*Liquidation Value*)。

Above the Line 线上

指对完全直接计入定期净收入的盈利和支出项目的标记。与线下项目不同,线下项目虽直接影响资金账户,但只间接影响净收益。比较线下(*Below the Line*)。

Abschlag *Ger.* 折价(德)

Absolute Call Privilege 绝对赎回权

指债券发行者在任何时候无条件赎回债券的权力。

Absolute Market Risk 绝对市场风险

见市场风险(*Market Risk*)。

Absolute Priority Rule (APR) 绝对优先规则(APR)

是许多破产法体系的一种规定,在次级债权人得到任何赔偿之前,优先债权人总是先得到全部赔偿。在股东得到任何赔偿之前,次级债权人总是先得到全部赔偿。实际上,低级债权人和股东总能得到一些赔偿以加速解决过程。见强行批准规则(填塞规则)(*Cram-Down Rules*)。

Absolute Rate 绝对利率

指对互换合约来说用百分比回报率表示的、而不是用一种参考利率[例如伦敦银行同业拆借利率(LIBOR)]的溢价或折价所表示的固定利率。亦称绝对互换收益率(*Absolute Swap Yield*)。

Absolute Risk 绝对风险

(1)利率风险的一种衡量,通常表示为收益曲线上平行移动100基本点(1.0%)所反映的损失。见曲线风险(*Curve Risk*)、利差风险(*Spread Risk*)、亏损限额(*Loss Limit*)。(2)资产的绝对回报波动率,而不是相对于某个基准的相对回报率。亦见相对风险(*Relative Risk*)。

Absolute Risk Aversion 绝对风险规避

指一个人愿意把自己的财富投入风险中的绝对数额的一个量度,它随着财富多少的变化而变化。绝对风险规避的减少意味着某人愿意投入风险的财富数额随着财富的增加而增加。恒定的绝对风险规避意味着无论财富增加或者减少,某人愿意投入风险的财富数额保持不变。风险规避的增加意味着某人的财富增加时,它对投入绝对风险的承受度降低。比较相对风险规避(*Relative Risk Aversion*)。

Absolute Swap Yield 绝对互换收益率

用百分比表示的利率互换的固定利率,亦称绝对利率(*Absolute Rate*)。

Accelerated Cost Recovery System (ACRS)

快速成本回收制度(ACRS)

指确定资产贬值率的税法规定。实际上,它是一个150%或200%的递减平衡制度,具体取决于各类资产的期望有用期。在美国,现今使用的版本是改进的ACRS(*Modified ACRS*,