

于 研 编著



XIANDAIJINRONGGUANLIXILIE

现代金融管理系列

金融

互换交易

JINRONG

HUHUAN

JIAOYI

——定价、运用、衍生产品及风险管理

上海财经大学出版社

上海发展汽车工业教育基金会资助项目

☆ 现代金融管理系列 ☆

金融互换交易

——定价、运用、衍生产品及风险管理

于 研 编著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融互换交易——定价、运用、衍生产品及风险管理/于研编著. —上海:上海财经大学出版社,1999.12

ISBN 7-81049-293-4/F·307

I. 金… II. 于… III. 金融市场-基本知识 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 67516 号

责任编辑 黄 磊

封面设计 周卫民

JINRONG HUHUAN JIAOYI

金融互换交易

于 研 编著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

全国新华书店经销

上海印刷七厂一分厂印刷装订
1999 年 12 月第 1 版 1999 年 12 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 28.75 印张 717 千字
印数:0 001—3 000 定价:48.00 元

前 言

金融互换交易萌芽于 20 世纪 70 年代末,并且在世界银行与 IBM 公司于 1981 年签订了互换协议之后正式登上了国际金融舞台。它是国际金融形势动荡不安、金融自由化和电讯化发展的必然产物。互换交易与远期、期货和期权交易一起构成了当今金融工程的基本部分,并且正在以飞快的速度不断地衍生发展。在一国经济开放与发展的过程中,无论是政府、企业,还是金融机构,都会面临降低汇率风险、利率风险,拓展融资渠道并降低融资成本,以及调整资产与负债结构等问题。金融互换交易作为一种衍生金融产品,恰恰能够满足政府、企业与金融机构在上述几方面的需要。可以说,金融互换交易既是融资工具的创新,又是金融管理手段的创新。经过二十多年的发展与完善,金融互换交易已将国际外汇市场、货币市场、债券和股票市场、黄金市场、商品市场以及其他衍生产品市场有机地结合在一起,成为 20 世纪 80 年代以来国际金融市场中最大的一种融资工具,对国际金融市场以及经济开放国家产生着日益重要的影响。

金融互换交易被我国企业和金融机构采用还只是最近几年的事情,而且目前主要局限于一些最简单的利率和货币互换等形式。产生这一情况的主要原因,一方面是我国还存在比较严格的外汇管制,外汇买卖和资金的借贷利率还没有完全放开;另一方面是因为金融从业人员的各方面的知识水平还有待于提高。当然,我国在互换交易等衍生金融产品的风险管理、监管、税收以及会计等方面,更是有很长的一段路要走。正因为如此,笔者认为非常有必要借鉴国外已经行之有效的金融互换交易手段和有关做法,来完善国内的金融市场和金融管理。在过去的几年中,笔者参阅了大量国内外有关资料,对互换交易的定价、运用、衍生交易形式、风险管理等方面进行了一定的研究。经过历时一年半的时间,完成了本书共九部分二十七章的撰写工作。本书的特点是,从互换交易的功能与作用着手,由浅入深地对互换交易的基本形式、衍生产品、具体运用、风险管理、监管以及会计、税收和法律等方面进行详尽的举例说明和论述。

本书对金融专业的大学生和研究生、企业财务管理人员、金融从业人员及政府官员有一定的参考价值。希望大家在阅读此书后对金融互换交易有一个全面而深入的了解,在今后能够更有效地规避各种金融风险,加强资产与负债管理,善于运用各种金融市场,从而为在我国推广运用金融互换交易作出一定的努力和贡献。

毕竟,金融互换交易所涉及的面很广,而且国际金融形势变化很快,书中很难面面俱到,尤其是对于与互换密切相关的一些金融衍生交易没有充分地展开讨论,希望读者谅解。另外,由于笔者学识水平有限,书中也难免出现一些缺点和错误,敬请读者批评指正。

本书的撰写得到了世界银行高级经济学家 Kee Cheok Cheong 博士的大力帮助,并且此书的出版得到了上海发展汽车工业教育基金会的资助,笔者在此表示最诚挚的谢意。

于 研
2000 年 1 月

目 录

前 言	(1)
-----------	-----

第一部分 互换交易的功能和作用

第一章 互换交易的功能及其作用	(1)
第一节 互换交易的功能	(1)
第二节 国际互换市场的发展演变	(4)

第二部分 互换交易的基本形式

第二章 互换交易的基本结构和主要特点	(13)
第一节 互换工具的内在结构关系	(13)
第二节 互换与金融工程	(16)
第三章 利率互换和货币互换	(20)
第一节 利率互换	(20)
第二节 货币互换	(23)

第三部分 互换交易的定价

第四章 互换定价概述	(30)
第一节 互换交易的定价框架	(30)
第二节 互换经济学及定价——实际内在联系	(34)
第五章 利率互换和货币互换的定价	(39)
第一节 利率互换和货币互换定价概述	(39)
第二节 互换套利	(40)
第三节 互换套利的类型	(46)
第六章 互换交易的估价和定价	(55)
第一节 互换交易的标价惯例	(55)

第二节	互换交易的估价框架	(58)
第三节	互换交易的估价原理	(58)
第四节	普通互换的估价	(68)
第五节	特殊互换的定价	(75)

第四部分 特殊互换交易及其衍生产品

第七章	特殊互换结构	(85)
第一节	分期偿还互换	(85)
第二节	互换的时间选择变形	(91)
第三节	远期互换	(94)
第四节	延迟或加速现金流互换	(102)
第八章	基础互换和浮动利率与浮动利率互换	(114)
第一节	基础互换	(114)
第二节	欠款再安排互换	(117)
第三节	收益曲线互换	(118)
第四节	指数差价互换	(120)
第九章	互换期权	(131)
第一节	互换期权概述	(131)
第二节	互换期权在资产和负债管理中的运用	(133)
第三节	互换期权在资本市场套利中的运用	(136)
第四节	互换期权的定价	(146)
第十章	与利率互换和货币互换相关联的混合互换交易	(152)
第一节	与利率互换和货币互换相关联的混合互换的演变	(152)
第二节	隐含利率衍生工具的证券及有关互换	(154)
第三节	隐含外汇衍生工具的证券及有关互换	(161)
第四节	利率和货币关联互换	(170)
第五节	交叉市场衍生工具	(177)
第十一章	商品互换及有关衍生工具	(180)
第一节	商品关联证券及有关互换	(180)
第二节	商品互换的类型	(185)
第三节	商品互换的定价	(192)
第四节	商品互换的衍生产品	(204)
第五节	宏观经济避险	(207)

第十二章	股票指数互换及有关衍生工具	(211)
第一节	股票指数衍生工具及有关互换.....	(211)
第二节	股票指数互换.....	(219)
第三节	股票指数互换的定价.....	(226)
第十三章	资产互换	(228)
第一节	资产互换的结构.....	(228)
第二节	资产互换市场.....	(233)
第三节	私下资产互换和公开或证券化资产互换.....	(240)
第四节	资产互换对资本市场的影响.....	(242)

第五部分 互换交易及其衍生工具的运用

第十四章	新证券套利	(245)
第一节	新证券套利的概念及其运用.....	(245)
第二节	套利融资的案例分析.....	(248)
第三节	套利融资的风险管理.....	(257)
第四节	新证券套利融资的演变.....	(258)
第十五章	互换在资产与负债管理中的运用:基本技巧	(261)
第一节	互换与资产负债管理.....	(261)
第二节	利率互换和货币互换在资产与负债管理中的运用.....	(262)
第三节	远期利率协议和长期外汇合约在资产与负债管理中的运用.....	(272)
第四节	利率期权在资产与负债管理中的运用.....	(275)
第十六章	互换在资产与负债管理中的运用:金融工程	(279)
第一节	互换与金融工程的运用.....	(279)
第二节	互换和衍生产品组合的分析框架.....	(280)
第三节	互换在管理企业资产负债表中的运用(1)	(283)
第四节	互换在管理企业资产负债表中的运用(2)	(289)
第五节	互换在管理企业资产负债表中的运用(3)	(294)

第六部分 互换及金融衍生产品组合的管理与避险

第十七章	互换与金融衍生产品组合的管理	(298)
第一节	互换及其衍生产品的对手交易与造市交易.....	(298)
第二节	互换及其衍生产品造市交易的基本原理.....	(299)
第三节	互换及其衍生产品造市交易的途径.....	(302)

第十八章	互换及其衍生产品组合管理中的风险	(304)
第一节	互换产品造市交易中的风险.....	(304)
第二节	期权产品造市交易的风险.....	(312)
第三节	商品和股票衍生产品造市交易的风险.....	(313)
第四节	一体化风险管理方法.....	(314)
第十九章	互换组合的风险管理技术(1):基本避险方法	(318)
第一节	互换组合的避险方法概述.....	(318)
第二节	利率互换的避险.....	(318)
第三节	货币互换的避险.....	(322)
第四节	互换避险中存在的问题.....	(326)
第五节	互换避险头寸的融资.....	(328)
第六节	互换避险工具的选择——现货交易与期货交易的对比.....	(328)
第七节	长期外汇交易的避险.....	(332)
第八节	债券回购与互换的避险.....	(334)
第二十章	互换组合的风险管理技术(2):组合避险技术	(338)
第一节	互换组合管理方法概述.....	(338)
第二节	互换组合避险法的运用.....	(339)
第三节	有效期避险法.....	(340)
第四节	整体现金流避险法.....	(343)
第五节	对互换风险管理方法的评价.....	(352)
第六节	互换组合买卖交易的估价.....	(357)
第七节	有效期与互换避险技术.....	(360)
第二十一章	互换组合的风险管理技术(3):浮动利率的风险管理	(364)
第一节	浮动利率组合中的风险成分.....	(364)
第二节	浮动利率组合的风险管理方法.....	(366)
第三节	浮动利率组合管理示例.....	(368)
第四节	利用短期利率期货交易规避利率互换风险.....	(371)

第七部分 互换交易中的信用风险问题

第二十二章	互换交易的信用风险分析与管理	(380)
第一节	互换交易中信用风险的衡量:理论基础.....	(380)
第二节	替代成本与违约风险之间的相互影响.....	(385)
第三节	衡量信用风险所涉及的一些问题.....	(386)
第四节	衡量信用风险的实际操作.....	(391)
第五节	信用风险的管理.....	(393)

第八部分 互换交易的监管

第二十三章 信用风险的监管	(401)
第一节 信用风险的国际监管.....	(401)
第二节 《巴塞尔协议》对互换市场产生的影响.....	(405)
第二十四章 市场风险的监管	(412)
第一节 巴塞尔《补充协议》的主要内容.....	(412)
第二节 巴塞尔委员会的《有效银行监管的核心原则》及其分析.....	(415)

第九部分 互换交易的会计、税收和法律问题

第二十五章 互换交易的会计处理	(421)
第一节 互换交易会计处理的基本原则.....	(421)
第二节 金融机构在互换中的会计处理方法.....	(424)
第三节 企业在利率互换和货币互换中的会计处理方法.....	(432)
第四节 商品互换的会计处理.....	(434)
第二十六章 互换交易的税收规定	(435)
第一节 美国的税收规定.....	(435)
第二节 加拿大的税收规定.....	(437)
第三节 日本和英国的税收规定.....	(438)
第二十七章 互换交易的法律问题	(440)
第一节 互换协议的主要条款.....	(440)
第二节 签订互换协议时遇到的特殊问题.....	(442)
参考文献	(445)

第一部分

互换交易的功能和作用

第一章 互换交易的功能及其作用

国际金融互换市场的产生是国际金融领域的重大突破。金融互换与其他金融技术不同,它的发展为国际资本市场及融资技术的开发带来了根本性的变化。其突出表现在:

1. 国际互换市场的规模正迅速扩大。自 20 世纪 80 年代初互换交易产生以来,国际互换交易额以每年约 3.5 万亿美元的速度增加。尤其是在资本市场上,互换交易的地位日益重要。单从量的方面来考察,互换交易额已大大超过资本市场上其他金融衍生工具的交易额。

2. 互换市场的参与者越来越多。在当今的西方国家,几乎各种大小规模的金融机构都通过建立自己的互换部门加入到互换交易的行列中,这对互换市场的发展起到了极大的推动作用。

西方著名的跨国公司、企业及官方机构都已先后涉足于互换交易。可以说,互换交易早已被西方国家视为融资和风险管理中不可缺少的策略之一。

3. 互换交易的功能正不断地被开发。在当今的发达国家,企业为了降低融资成本、增加资产投资收益,往往借助互换交易在不同的资本市场套利。此外,企业也纷纷利用互换降低资产和负债组合中的汇率和利率风险。近年来,互换衍生产品不断地被开发出来。例如,人们已将期权融入互换交易中,互换已延伸到商品和股票市场中,等等。因此,可以说,互换市场已日益与其他金融衍生交易有机地结合在一起,它在企业的资产与负债组合管理中的作用日益增大。20 世纪 80 年代以来,互换交易已成为国际资本市场的最主要内容,并将继续成为国际资本市场的主流。

第一节 互换交易的功能

一、互换的概念

所谓互换,是指互换双方达成协议并在一定的期限内转换彼此货币种类、利率基础及其他金融资产的一种交易。

互换交易的核心工具是:利率互换、货币互换、远期利率协议、长期外汇交易和长期利率(上限和下限)期权。这些互换核心工具可被广泛运用于资产与负债管理中。

近年来,随着互换基本工具变种的不断出现,互换交易已逐步延伸到其他金融市场中。基

本互换的变种主要涉及互换安排方式和双方交换的现金流形式的一系列特殊变化,具体包括:时间选择、到期日选择和名义本金等其他方面现金流方式的重新设计,以及基础互换、收益曲线互换、欠款再安排互换和指数差价互换等只涉及浮动利率现金流的互换交易。此外,互换期权市场近年来发展迅速,隐含利率和货币期权特点的混合互换交易也相继出现。在商品和股票等其他金融市场上,人们也越来越多地使用了互换技术,商品互换、股票指数互换及将隐含在商品和股票市场的证券发行中的远期和期权头寸证券化的结构互换日益受到欢迎。

总之,互换产品和互换市场的发展反映了金融衍生工具市场的强劲增长势头。包括期货和期权等在内的各种场内和场外交易的发展为人们规避风险提供了极大的便利,从而使互换产品成为衍生工具市场中不可缺少的一个组成部分。

二、互换的功能

互换交易主要有两方面的经济功能,一方面将国际资本市场融为一体,另一方面提高了利率和汇率风险管理效率。

1. 互换交易将商品和劳务市场的比较优势理论延伸到国际资本市场中,进而成为各国资本市场的联系纽带。

国际贸易中的比较优势理论强调,贸易中的各方应该生产并出口其占有比较优势的产品,通过贸易换取各自不具比较优势的产品,这样双方的福利都可以得到相应的增加。从根本意义上讲,互换交易使得各机构在国际资本市场中也可以达到类似的目的,即互换双方利用各自相对的比较优势去借款或投资,然后通过利率互换和货币互换等手段来改变其借款或投资的利率基础或货币种类。

2. 互换交易提高了利率和货币风险的管理效率。

互换是表外业务,它在时间和融资方面独立于各种借款或投资之外,即具体的借款或投资行为与互换中的利率基础和汇率基础无关。因此,资产与负债组合的管理效率可以通过互换得以提高。在具体的借款或投资过程中,借款者或投资者通过有效地使用利率或货币互换便可得到其所希望的货币种类或利率基础。既然互换在时间选择上具有独立性,因此,企业通过其获取的利率或汇率走势方面的新信息就可以对其现有的资产和负债进行有效的管理。具体说来,借款者或投资者在得到借款或进行投资之后,可以通过互换交易改变其现有的负债或资产的利率基础或货币种类,以期从利率或汇率的变动中获利。

货币互换的发展,促使外汇市场进一步成熟。以往,人们的远期外汇交易主要为两年或一年以下;然而,自 20 世纪 80 年代初互换交易问世以来,远期外汇市场的流动性得以增强,远期外汇交易的期限因此而被延长为 5 年到 10 年。远期外汇市场交易流动性的增强,使企业可以借助于远期外汇交易规避其未来现金流面临的汇率风险,从而使它们在借款或投资过程中对未来现金流的管理更具灵活性。

同样,特殊形式的互换工具为人们进行套利或实施资产与负债策略提供了便利。其中,商品互换和股票指数互换及其衍生工具促进了基础资产价格风险的管理。例如,股票指数互换也是一种独立交易,即双方不必是股票投资者,便可通过在股票市场的互换交易达到避险或套利的目的。

三、互换对债券市场的影响

流动性极强的利率互换和货币互换市场的发展,对国际债券初级市场的运转产生了根本

性的影响。当今的国际债券初级市场已成为互换驱动型市场,即筹资者若想改变其在债券市场上发行债券所筹资金的利率基础或货币种类,通过互换便可解决问题。

此外,互换交易也从根本上改变了投资者在债券初级市场和二级市场活动。资产互换使投资者可投资的范围大大拓展,投资者根据其具体需要,通过购买基础证券便可创造出以某种货币或利率基础及有关指数表示的相应现金流的投资组合。

因此,互换的出现促进了资本市场资本流动的替代性,进而为人们利用不同金融市场从事套利活动提供了便利。无论是借款者还是投资者,他们都能通过互换得到各自所需要的货币种类或利率基础。所以说,在不同国家,以不同货币计值的一级和二级债券市场以及以同一种货币计值的债券市场之间的内在联系,由于有了互换交易的存在而比以往更加紧密。互换已经成为国际债券市场和国内债券市场的纽带。

四、互换市场的产生

人们对互换交易的发展历史看法不一,但有一点是共同的,即互换交易起源于 20 世纪 70 年代英国与美国企业之间安排的英镑与美元的平行贷款。

1. 平行贷款。

20 世纪 70 年代初,由于国际收支恶化,英国因此实行了外汇管制,并采取了对外投资进行征税的办法,以惩罚资金外流。一些企业为了逃避外汇监管便采取了平行贷款(Parallel Loan)的对策。平行贷款涉及到两个国家的母公司,其各自在国内向对方在境内的子公司提供与本币等值的贷款。例如,美国母公司向在其境内的英国子公司贷款,而英国的母公司向在其境内的美国子公司贷款,用于相互的投资,如图 1—1 所示。

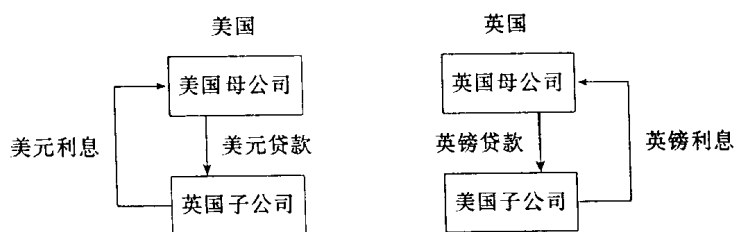


图1—1 平行贷款

平行贷款中涉及到两个单独的贷款合同,分别由两个不同的母公司各自贷款给对方设在本国境内的子公司。贷款由银行作为中介来完成,两个子公司的两笔贷款分别由其母公司提供担保。平行贷款的期限一般为 5~10 年,大多采用固定利率方式计息,按期每半年或一年相互向对方支付利息,到期各自将借款金额偿还给对方。两个子公司分别为当地注册的法人。由于平行贷款涉及两个单独的贷款合同,并分别具有法律效力,因此,若一方违约,另一方仍要执行合同,不得自行抵消。于是,为了降低违约风险,背对背贷款应运而生。

2. 背对背贷款。

背对背贷款(Back-to-Back Loan)是指两个国家的公司相互直接提供贷款,贷款的币种不同但币值相等,并且贷款的到期日相同,双方按期支付利息,到期各自向对方偿还借款金额,如图 1—2 所示。

背对背贷款与平行贷款在贷款结构上是不同的,而效果却是相同的。结构的不同之处在于:它是两个公司之间直接提供贷款,双方只签订一个贷款合同。合同中规定,若一方违约导致

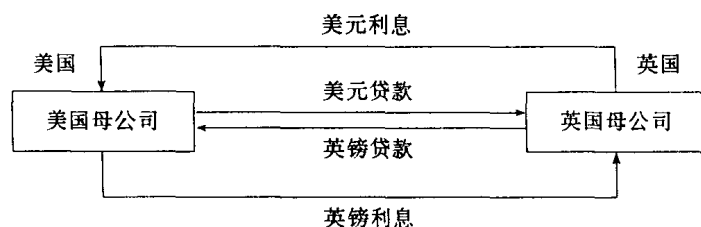


图1-2 背对背贷款

另一方遭受损失,那么,另一方有权不偿还对它的贷款债务以抵消该损失,从而使双方的贷款风险降低。虽然两种贷款的结构和文件不同,但都涉及同样的现金流,因此,其效果是相同的。

背对背贷款已非常接近现代货币互换。但就本质而言,背对背贷款毕竟是借贷行为,它在法律上产生新的资产与负债,双方互为对方的债权人和债务人;而货币互换则是不同货币间负债或资产的交换,是表外业务,不产生新的资产与负债,因而也就不会改变一个公司原有的资产与负债状况。

虽然在1977年,英国公司和荷兰公司已开始进行货币互换交易,但世界银行与IBM公司于1981年所进行的互换才真正使货币互换与国际资本市场融为一体。当时在索罗门兄弟公司的安排下,世界银行发行债券所筹集的2.9亿美元与IBM公司发行债券所筹集的德国马克和瑞士法郎进行了货币互换,见图1-3。

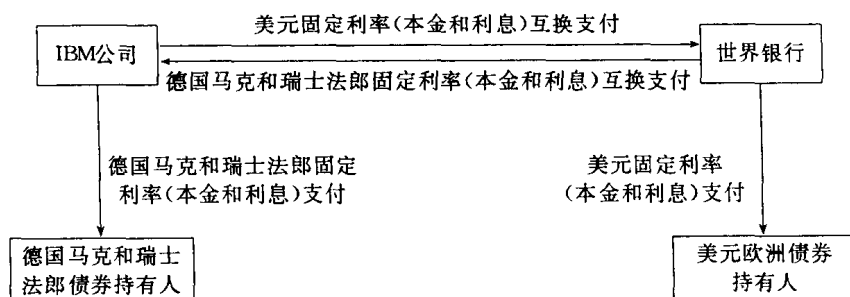


图1-3 世界银行与IBM公司的货币互换

需要强调的是,互换只涉及一个互换协议。货币互换交易和背对背贷款的结构和文件虽然不同,但都涉及同样的现金流。

世界上第一笔利率互换交易也产生于1981年,由美国花旗银行与大陆伊利诺斯公司首次安排了美元7年期债券固定利率与浮动利率的互换。此后,利率互换市场的发展速度远远超过了货币互换市场的发展速度。

第二节 国际互换市场的发展演变

一、促成国际互换市场发展的主要因素

国际互换市场绝对规模的迅速增长主要归因于互换作为金融衍生工具这一本质以及国际互换市场本身的形式。

具体说来,影响互换市场发展的主要因素有以下几个方面:(1)金融法规与监管环境。它为资本市场套利提供了机会。(2)国际主要金融市场上变量的变动。利率、汇率、商品价格和股票

指数等变量的变化,使得风险管理日益重要。(3)金融市场的国际化。它使企业的投资和筹资活动国际化。(4)国际清算银行对资本充足率的要求,加强了对互换市场的监管。它对金融机构充当互换中介的能力产生影响。(5)竞争性的金融市场结构。它对金融机构参与国际互换市场的能力及衍生产品互补市场的发展产生了影响。

上述几个因素并非独立存在,而是交织在一起,共同促成了国际互换市场的发展。

二、国际互换市场发展过程中经历的主要阶段

如同一般的产品一样,互换作为特殊的金融衍生工具也有产品生命周期。

1. 第一阶段——新产品阶段(1977~1983年)。

互换在这一阶段的主要特点是:交易量小,互换双方的头寸金额与期限完全对应;只有少数金融机构对互换交易有一定的了解,互换双方及互换中介能赚取大量的互换利润;大多数潜在的互换用户对互换交易持谨慎怀疑的态度,人们对互换交易的定价、会计和税收处理还缺乏规范的做法。

在这一阶段,由于传统的外汇市场上期汇买卖的期限较短、流动性差并且避险成本高,因此,促使人们通过利用货币互换来克服外汇市场的上述不足。此外,在长期出口信贷过程中,借款者可借助于货币互换将不同的融资货币转换为其所期望的货币种类,从而避免了汇率风险。互换交易创造的巨额利润对金融机构产生巨大诱惑,在这一背景下,互换市场得以发展。

在这一阶段后期,国际互换市场的重点发生很大变化。为了降低融资成本,人们纷纷进行新证券发行套利,即借款者在互换市场上的动机已由过去的筹资型动机转变为降低成本型动机。国际银行及其他金融机构的高信用评级为新证券发行套利创造了前提条件。原先由于不需要筹集固定利率资金而未发行欧洲债券的机构也开始发行(主要以美元计值的)固定利率欧洲债券,然后,通过利率互换便可产生成本大大低于 LIBOR 的浮动利率。这种利率互换之所以能得以进行,是因为另有一些浮动利率的筹资者担心未来的市场利率上浮而承受利率风险,于是便有了以浮动利率换固定利率的要求。银行等其他金融机构在以固定利率换浮动利率的过程中,不仅可以大大节省筹资成本,还可将负债组合中的期限大大延长。

2. 第二阶段——成长阶段(1983~1989年)。

这一阶段可谓国际互换市场空前成长时期。该阶段的主要特点是:互换的作用不断扩大,互换不仅被用来进行资本市场套利,而且还被用于进行资产与负债管理;互换的结构本身得以发展;互换中涉及到的货币种类趋于多样化;互换市场的参与者数量和类型急剧增加。

上述几方面的发展变化密切相关,例如,过去人们主要利用互换进行纯粹的资本市场套利,而现在则主要利用互换进行资产与负债管理。主要原因是,资本市场套利利润下降,并且汇率和利率的频繁变动促使人们利用互换技术进行风险管理。由于资本市场的套利利润下降,旨在增加资本市场套利利润的各种证券发行机构应运而生,而为了将套利利润转换为证券发行者所希望得到的货币种类和利率基础,新的互换结构也相继产生。

为了赚取更多的套利利润,互换交易中涉及的货币种类也相继增多。与此同时,由于人们不断地将互换更多地运用于资产与负债管理中,促使一些金融中介在本金的基础上从事互换,并通过各种避险技巧对付互换交易中产生的风险。

(1) 互换功能不断增强。

最初,金融市场法规和监管环境以及资本市场套利机会孕育了互换交易。在这一阶段的互

换市场发展过程中,金融监管因素产生了直接或间接的影响。至少可以说,金融监管是促成互换市场发展的原因之一。政府通过对跨国资本流动所采取的限制性措施(如征收预扣税及对资产组合选择进行限制等)是促使互换发展的间接原因。

资本市场套利作为互换市场发展的基础,主要有古典金融套利(Classical Financial Arbitrage)和税收与监管套利(Tax and Regulatory Arbitrage)两种基本操作形式。在不同资本市场间所进行的古典金融套利始终是驱动互换市场发展的基本因素。这一套利形式存在的依据是,在世界不同资本市场上,筹资价格互不一致。证券发行者可以在资本市场上以最低利率筹资以降低筹资成本,然后通过互换将其所筹货币转换成其所希望得到的货币种类。这样一来,其最终的筹资成本比直接在资本市场上借入这种货币的成本要低。例如,利率互换就是在风险相同的情况下,通过在债券市场上因固定利率与浮动利率之间存在不同价格从而孕育了信用套利(Credit Arbitrage)的基础上发展起来的。

利率风险和汇率风险的增大也是促使互换市场发展的原因之一。纵观 80 年代,金融市场上利率和汇率波动空前频繁。在这一环境下,企业迅速意识到可以利用互换规避利率和汇率风险。除了在交易所内从事利率期货交易外,利率互换作为资产与负债管理手段如同远期利率合约一样,对市场参与者的作用日益增大。同样,货币互换在模仿传统远期外汇交易合约的基础上能够被企业有效地用于对付长期汇率风险。

最初,在互换交易中,交易一方想通过互换得到另一方在不同市场上诸如某种融资渠道或有效的税后成本等相应的利益,因此,互换交易被最终视为能够帮助多数企业降低融资成本的一个新的融资市场。例如,古典利率互换可使投资者与贷款者之间进行不同风险和回报标准的固定利率与浮动利率的互换。然而,无论是哪一种套利行为,套利机会的出现与利用将最终消灭套利本身。以利率互换为例,市场套利行为会产生以下结果:

①对固定利率证券发行者(如银行)而言,其直接固定利率借款成本将随着固定利率市场上借款者数目的增加而上升;另一方面,其直接浮动利率成本将随着浮动利率市场上借款额的减少而下降。

②对于信用等级较低的企业,其直接固定利率成本将随着它在固定利率市场借款数额的减少而下降;另一方面,其浮动利率筹资成本将随着它在浮动利率市场上借款数额的增加而上升。

总之,在这一阶段,市场行为本身应验了理论预测。利率互换交易引起了价格关系的预测变化。

互换交易在这方面的影响在欧洲债券市场上表现得最为明显。由于可以先发行固定利率债券,然后在进行利率互换或货币互换之后可以明显地降低筹资成本,因此,那些信用等级较高的银行都将筹资渠道由浮动利率市场转向固定利率市场。

然而,随着货币互换和利率互换交易的不断增加,互换市场为人们带来的套利利润也不断减少。于是,互换市场本身便发生了一些根本性的变化,它以两种不同但互补的方向发展:一是寻求新的套利机会,开发旨在利用可识别价格差异为互换双方带来纯经济利益的交易结构;二是不再仅仅将互换用于降低新的筹资成本,而是将互换视为帮助企业有效管理现有负债的日益重要的一种工具。

为了寻求新的套利机会,人们不断地努力对互换交易进行研究,并试图识别有关比较优势,以便于从事套利交易。如前所述,互换交易的进行旨在使互换各方利用各自在不同市场上

的优势来换取对方的优势。这种优势只是相对比较优势,而不必是绝对优势。也就是说,可能互换中的一方实际上在两个市场上都具有绝对优势,但可能在其中一个市场上具有较大的比较优势。这一优势可以表现为较低的筹资成本或较强的筹资能力。

既然市场力量使人们最初从事的固定利率与浮动利率之间的信用套利的机会逐渐丧失,于是人们便开始在不同的金融市场上努力去寻找暂时或持续性的新的套利机会,并逐渐将一些证券新品种引入互换,产生出零息票债券互换(Zero Coupon Bond Swap)、债务保证互换(Debt Warrant Swap)和双重货币债券互换(Dual Currency Bond Swap)。可见,互换交易的形式是随着投资者和借款者的偏好而改变的。在这一阶段,西方主要货币始终是国际债券市场上最受欢迎的互换交易基础。

互换交易的基本套利本质在于,它独立于具体的筹资或投资行为之外。一个借款者可在市场条件最有利时发行证券筹资,此后再在互换市场条件有利时单独进行互换交易;或者在发行证券筹资之前,先在互换市场上进行互换交易。此外,互换的速度快且灵活性强,可以进行反向交易,双方借助于互换中介彼此可以保持匿名状态。因此,当人们对互换有了更进一步的认识之后,利用互换的目的也发生了根本性的变化。企业开始积极地利用货币和利率互换来管理现有的负债,并在随后将互换引入现有资产管理中。

对于借款者而言,互换主要有四大功能:锁住浮动利率债务成本、创造定期浮动利率债务、根据利率预期积极地对固定利率债务成本进行管理,以及根据利率预期积极地对浮动利率债务成本进行管理。

对于投资者而言,可以通过互换改变其投资的利率或货币基础,锁住其资本投资收益,将投资组合中面临的利率风险和汇率风险降低到最低限度。

(2) 互换结构不断创新。

在互换功能不断增强的同时,互换的技术结构也发生了重大创新。互换结构的创新主要集中在三个独立的领域:新负债互换结构的开发、资产互换的开发以及互换的初级市场和二级市场逐步分化。

为了完善资产与负债管理,将证券新品种用于互换交易中,古典的互换交易结构进一步发展为新负债互换结构。与此同时,越来越多的银行和企业发现,资产与负债一样也可以轻易进行互换,于是,资产互换市场应运而生。

具体说来,资产互换市场的发展主要为两个因素所驱动:一是出于资产收益方面的考虑,二是出于资产与负债组合管理的考虑。资产互换市场最初的动力是为了创造一些不能直接获得的高收益证券,这便是原先货币互换和利率互换中负债套利的反向交易。然而,随着资产互换套利的积极作用及其潜在利润的减少,资产互换逐渐被视为提高资产组合灵活性及加强资产管理的一个技术手段。

互换市场的技术演变及互换功能的增强,最终使互换市场分化出双重市场:一级市场和二级市场。一级市场是互换双方最初从事交易的场所。二级市场是互换双方随后对原先互换合约进行交易的场所。促成互换二级市场产生的原因有两个方面:一是造市者的出现,它们通过从事数额相等、方向相反的互换,以对自己作为互换一方所产生的暂时风险头寸进行避险;二是借款者通过进行互换以及随后终止其原先头寸,可以积极地对其资产或负债组合进行管理。

(3) 国际互换市场迅速扩大。

互换交易是一种独立于具体筹资或投资行为之外的一种交易。企业借助于互换交易都能

够改变其筹资或投资的货币和利率基础。因此,在这一阶段,国际主要债券市场越来越多地发展成为互换套利市场,约70%以上的债券发行是由互换驱动,并且几乎所有国际债券市场上的定价也被互换所驱动。债券定价已不再是有由债券本身的绝对利息成本表示,而是以美国国库券的美元固定利率或以LIBOR为浮动利率标准表示。可以说,国际债券市场的每一部分都可视为发行互换驱动型证券的潜在市场。西方主要可兑换货币都成为发行证券的借款者的计值货币。当然,发行这些证券本身的目的仍是为了利用西方国家债券市场的有利环境,并最终降低筹资成本。

由于国际债券市场已日益成为互换驱动型市场,故多种货币的互换市场也相继发展起来。多种货币债券市场(尤其是欧洲债券市场)的发展依赖于相应货币互换市场的同步发展。债券市场和互换市场的流动性和定价的关系也日益密切。

总之,在这一阶段,多种货币的利率互换和货币互换发展迅速,而美元利率互换仍占互换市场最大比例。国际货币互换虽不如利率互换的规模大,但其增长更为迅速。

(4) 互换市场的参与者不断增加。

互换市场的参与者主要分为两类:最终用户(End User)和互换交易商(Swap Dealer)。最终用户是指出于某些经济或金融原因从事互换以规避利率和货币风险的实体;而互换交易商就是互换中介,他们从事互换交易的目的是为了赚取费用或交易利润。原则上,我们可以依据交易动机来区别互换的最终用户和互换中介;然而,实际上,一些金融机构既是互换的最终用户又是互换中介,很难将两者区分开来。

在这一阶段,互换市场的最终用户各种各样,世界各地的银行和企业、保险公司、政府机构、国际金融机构等均在互换市场上表现活跃。最终用户利用互换市场的原因可归纳为:降低融资成本、创造高收益资产、规避业务经营中面临的汇率和利率风险、有效地管理资产与负债、赚取投机利润,等等。

世界银行在推动货币互换市场发展的过程中起到了很大作用。它在通过发行国际债券筹资并向成员国提供贷款的过程中积极地利用互换,不仅世界银行自己规避了风险,也为其他企业孕育了互换机会。

在这一阶段的早期发展过程中,大多数互换中介只是撮合互换双方进行互换交易,有时还为信用较差的互换一方提供信用担保。然而,随着互换市场最终用户的增多,一些潜在的互换对手越来越不愿意承担对方的信用风险。于是,一些大的商业银行和投资银行纷纷充当起互换中介,并从事相互冲抵的互换交易。对于商业银行和投资银行而言,互换交易是赚取表外业务利润的渠道,并且也是带来其他业务(如证券承销)的一种很好的手段。

商业银行和投资银行开发了许多进入互换市场的途径。商业银行往往将互换视为其常规业务的延伸。例如,当一家银行将其浮动利率贷款与互换结合在一起时,它也在为借款者创造一个等量的固定利率贷款。在过去,由于固定利率筹资成本一直很高,故银行很难直接提供固定利率贷款,并且一旦借款者发现市场利率有下跌的趋势便会提前偿还其对银行的固定利率贷款。在此情况下,银行有义务接受提前还款。如今,银行可以通过将浮动利率贷款与互换结合在一起的办法,便能有效地对贷款和互换进行定价。商业银行强调,作为互换市场中介,它们在承受长期市场风险和信用风险的同时,提供了广泛的互换客户基础和专业服务。

投资银行或商人银行往往将互换视为可交易证券。它们在将互换合约和市场时间标准化的过程中始终走在前列,并增强了互换市场的流动性。投资银行在互换合约中还加入了抵押条