

R I S K M A N A G E M E N T

风险^{管理}

<http://www.cfrisk.org>

2011年

综合

5

第 15 辑 (总)

中国金融风险经理论坛组委会 编

欧洲债务危机：根源、影响和启示

全面风险管理体系建设与新资本协议实施成果应用

商业银行公司治理与风险管理

农村金融机构风险管理

整合风险管理：西方金融机构的实践

国际资本监管改革：理论、政策与借鉴

风险管理

<http://www.cfrisk.org>

发起：中国金融风险经理论坛
承办：天弈风险管理研究院
合作：Journal of Risk Management in Financial Institutions
支持：国际风险管理师协会（PRMIA）
主编：陈忠阳



专业指导委员会：（按首字母排序）

陈文辉 中国保险监督管理委员会主席助理	阎庆民 中国银行业监督管理委员会主席助理
黄志凌 中国建设银行首席风险官	杨东平 中国交通银行首席风险官
汪建熙 中国投资有限责任公司副总经理、首席风险官	詹伟坚 中国银行信贷风险总监
魏国雄 中国工商银行首席风险官	

编委会：（按首字母排序）

白涛 中国工商银行审计部总经理	李祥林 中国国际金融公司首席风险官	向东 中国人民大学财政金融学院应用金融系副教授
毕万英 嘉实基金管理公司首席风险官	李晓磊 中银国际证券公司副执行总裁	徐庆 渣打中国零售银行信用风险总监
常昱 中国银河证券公司风险管理部总经理	林浩 华夏基金投资风险总监	许多 中国农业银行董事会办公室副主任
陈秉正 清华大学经济管理学院教授	林清泉 中国人民大学财政金融学院教授	许荣 中国人民大学财政金融学院副教授
陈东 中国人寿富兰克林资产管理公司总裁	刘鸿魁 吉林银行行长	闫冀楠 中国银行管理信息中心副总经理
陈颖 中国银监会监管一部副主任	刘堃 交通银行风险管理部副总经理	杨兵兵 中国光大银行科技部副总经理
陈忠阳 中国人民大学财政金融学院教授	刘立新 对外经贸大学金融学院	杨帆 中国人寿养老保险公司总裁助理
成斌 浦发银行总行风险政策管理部总经理	张晨松 泰康人寿风险管理部总经理	杨军 中国建设银行风险管理部副总经理
Colin Lawrence 英国金融服务管理局（FSA） 审慎风险监管部总监	张守川 中国银行风险管理部副总经理	杨筱燕 中国银河证券公司风险管理部总监
党均章 中国邮政储蓄银行风险管理部总经理	张陶伟 清华大学经济管理学院副教授	杨智呈 生命人寿保险公司总经理
冯丹 国家开发银行资金局副局长	张霄岭 中国银监会监管三部副主任	姚英恺 交通银行资产负债管理部总经理
冯璧刚 中信银行风险管理部助理总经理	张晓朴 中国银监会政策研究局副局长	易卫东 招商证券风险管理部总经理
高志兵 中国光大银行风险管理部副总经理	章彰 中国银行（香港）风险部副总经理	张波 中国民生银行风险管理部副总经理
郭宏伟 交通银行办公室主任	赵先信 浦发银行新资本协议 实施领导小组办公室主任	张晨松 泰康人寿风险管理部总经理
郭琳 美国Suffolk大学金融学副教授	汤洪洋 中意人寿助理副总裁	张守川 中国银行风险管理部副总经理
郭向军 中国投资公司风险管理部总经理	唐国正 北京大学光华管理学院副教授	张陶伟 清华大学经济管理学院副教授
侯晓雷 中信证券公司风险管理部总经理	唐亮 美国Mount Ida学院金融学副教授	张霄岭 中国银监会监管三部副主任
黄党贵 中国银行天津分行副行长	田继敏 中国农业银行风险管理部副总经理	张晓朴 中国银监会政策研究局副局长
黄金老 华夏银行副行长	汪昌云 中国人民大学财政金融学院教授	章彰 中国银行（香港）风险部副总经理
姜岩松 中国银行董事	常昱 中国银河证券公司风险管理部总经理	赵先信 浦发银行新资本协议 实施领导小组办公室主任
赖金昌 IFC成都办公室主任兼中国项目 开发中心金融发展和政策改革部经理	陈秉正 清华大学经济管理学院教授	赵向雷 中银国际证券公司风险总监
郎斌 中国民生银行风险管理部资深专家	陈东 中国人寿富兰克林资产管理公司总裁	郑立辉 友邦华泰基金风险管理部总监
类成耀 中国人民大学财政金融学院副教授	陈颖 中国银监会监管一部副主任	周道许 贵州省政府金融办党组书记、主任
李树华 中国银河证券公司风险总监	陈忠阳 中国人民大学财政金融学院教授	周玮 中国银行稽核部内控总稽核
李文泓 中国银监会研究局副局长	文兵 招商银行新资本协议办公室副主任	
	武剑 中国光大银行风险管理委员会主席	

编辑：陈俊 张红娜 刘博 朴慧子 王娣 吴桐 张志华

美术编辑：苗壮 张宇轩

《风险管理》编辑部全体同仁热切期盼广大读者积极参与到《风险管理》的策划和建议过程中来。我们希望通过与读者和业界朋友们深入沟通，更加准确地把握业界在风险管理中的知识需求，进而为广大读者呈现更加精彩的内容。欢迎大家投稿和推荐选题及专家。

编辑部信箱：fxglbjb@yahoo.com.cn 网站：www.cfrisk.org

订购服务热线：010-82563035；010-51660376；010-82561804（传真）

图书在版编目 (CIP) 数据

风险管理. 第15辑 / 中国金融风险经理论坛组委会编. -- 北京 : 企业管理出版社, 2011.10

ISBN 978-7-80255-910-3

I. ①风… II. ①中… III. ①金融风险—风险管理—文集 IV. ①F830.2-53

中国版本图书馆CIP数据核字 (2011) 第209560号

书 名: 风险管理 (第 15 辑)

作 者: 中国金融风险经理论坛组委会

责任编辑: 尤颖

书 号: ISBN 978-7-80255-910-3

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路17号 邮编: 100048

网 址: <http://www.emph.cn>

电 话: 发行部 (010) 68701638 编辑部 (010) 68414643

电子信箱: 80147@sina.com zbs@emph.cn

印 刷: 北京艺堂印刷有限公司

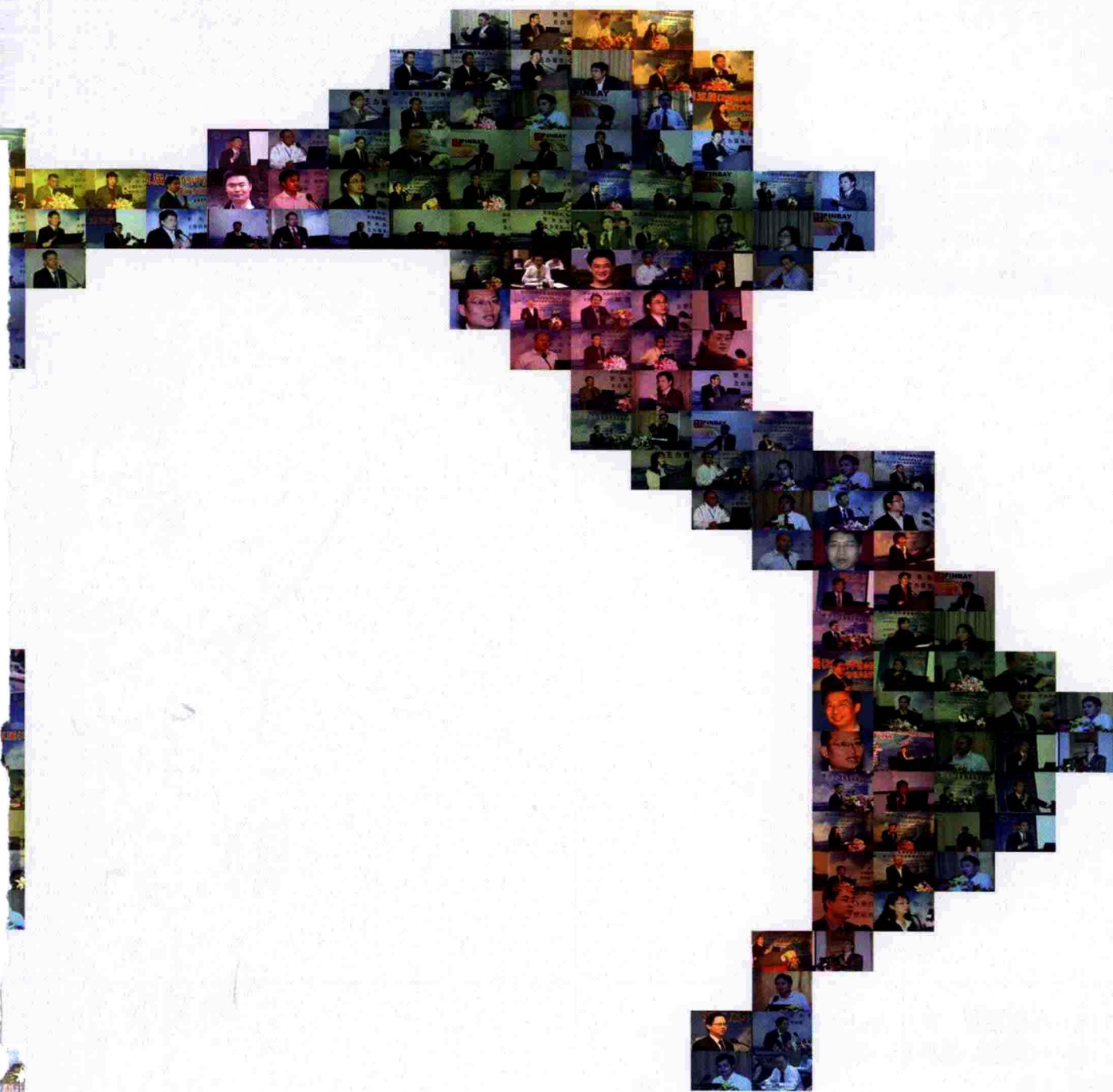
经 销: 新华书店

规 格: 215毫米×285毫米 16 开本 11.25 印张 240 千字

版 次: 2011年10月 第1版 2011年10月 第1次印刷

定 价: 180.00元

版权所有 翻印必究 · 印装有误 负责调换



论坛



一个风险管理技术精英的中国盛会

助力中国金融机构现代风险管理的发展

论坛宗旨：

促进现代风险管理理念、制度和技术方法在中国新兴风险经理之间的交流；促进中国风险经理和国际同行的交流和合作；以中国金融机构风险管理问题为中心，借鉴当前国际金融界风险管理的最佳做法和最新发展；探讨中国金融机构风险管理的现代化路径。

论坛特色：

坚持“求新务实，有效交流”的基本原则，追求真正技术交流的本质和精髓；与业界实务操作紧密结合；深度反映我国金融机构风险管理发展需求和进展；是目前国内唯一汇集各类金融机构风险专家的年度技术论坛。

卷首語

提升理念，发展金融，遏制高利贷



陈忠阳

近来，民间借贷和中小企业的发展凸显危机态势，一个突出的表现就是高利贷的疯狂扩张和深陷其中的企业老板的“跑路”甚至“跳楼”。一时间，“中国式信贷危机”和呼吁政府“救市”的言论骤起，甚至有经济学家开出了“大家都放高利贷”的药方。

高利贷的猖獗固然与银行信贷规模控制的宏观调控环境和负利率的货币形势有关，前者增加了饱受融资困苦的中小企业对高利贷的需求，而后者则促使人们将资金由银行转出而增加了高利贷市场的供给；然而，更深层次的原因却在于欠发达的金融体制（尤其在中小企业融资方面）和人们扭曲的投资理念及其贪婪的投资心态。

这里，我们首先要重视的是我们对高利贷的认识和相关高风险投资理念的问题。人们通常以利率超高（一般认为超过监管规定的基准利率四倍）来直观的理解甚至界定高利贷。然而，高风险高收益的现代投资理念并不认为高利率的贷款是可怕的，不合理的，相反，只要与风险相匹配，高利率不仅是合理的，而且这种高利率贷款产品在其特定的市场中同样具有其相应的经济功能（如优化资源配置）和积极的社会意义（如促进就业与社会稳定）。

这样看来，单纯以利率水平来界定高利贷显然不能够客观全面地反映现实中高利贷现象的本质特征。其实，高利贷另外一个重要的特征在于暴力追债和其他违法的过度资产保全措施。高利贷的放贷者甚至并不关注借款者的资信水平和经济偿付能力风险，而是力求通过种种非常资产保全手段在高利贷的情况下还不遭受损失，从而确保其最终对高利润的攫取。因此，高利贷实质上是通过高利率和非常资产保全手段来攫取高利润甚至是暴利的一种非法借贷行为。

由此，我们可以看到高利贷与正常高息贷款存在的本质区别并不在于利息的高低，而是在于面临违约时放贷者进行资产保全的手段及其合法性，进而在于放贷者承担违约损失的容忍程度。在正常的高息贷款产品的商业模式中，尽管放贷者要求了较

高的利息，但是，其承担的高风险最终也会表现为较高的违约损失，放贷者可以通过高利息来覆盖这些损失，从而保证最后整体上还可以获得适当的利润（而非暴利）。要注意的是，对适当违约损失的容忍并不意味着对借款者的信用水平不需要甄别，对借款者的风险分析，包括从个体和组合层面对违约率和违约损失率进行分析正是高风险贷款作为一种理性金融行为的表现，也是其有效执行优化资源配置经济功能的保障，这与高利贷作为一种基于贪婪的只是单纯的追求利润，而不愿意承担违约的非理性过程形成鲜明对比。后者还往往恶化了资源配置，如支持了赌博。

高利贷从根本上讲是金融欠发达的结果，因此，解决高利贷问题也只能是依靠金融体系的不断发展。由于我国资本市场发展还处于初级阶段，短期内像美国那样依靠创业投资和PE来解决大范围的中小企业融资问题并不现实。解决问题的出路也不在于鼓励人人放贷（更别说鼓励大家放高利贷），因为放贷是非常专业的事情，高风险高收益的贷款更是如此，唯有专业的机构方能担此重任。因此，就我国当前的状况而言，解决高利贷问题的根本出路还是在于鼓励银行放贷，即鼓励正规的银行金融机构积极发展多种形式的中小企业贷款，包括利息较高的贷款，先以银行正常的高息贷款取代高利贷，然后让银行在竞争中将高息也逐步降到适当的水平。与此相适应，我们一方面需要进一步推进利率市场化，让正规银行和金融机构的贷款利率甚至可以突破基准利率四倍的限制，以便收益与风险相匹配，增强银行对中小企业贷款的积极性；另一方面我们也需要不断提高银行的管理理念和创新能力，包括提高银行对风险和违约损失的容忍度，以及对高风险信贷的组合管理能力等。

陈忠阳

中国人民大学财政金融学院教授、博士生导师
二〇一一年十月七日

目 录 CONTENTS

RISK MANAGEMENT
《风险管理》第15辑(总) 2011年 综合第5辑

4 Foreword

卷首语

- 4\ 提升理念, 发展金融, 遏制高利贷 \陈忠阳

6 Professional Commentary

专业评论

- 7\ 欧洲债务危机: 根源、影响和启示 \张青岭
10\ 绝对收益产品和股指期货的风险管理 \毕万英
12\ 2011年上半年保险公司偿付能力下降简要分析 \汤洪洋
14\ 隐患重重 融资之殇
——风险透视下的“地下钱庄” \张兴中
17\ 浅谈欧债危机 \姚一经

20 Interview

专题访谈

- 20\ 全面风险管理体系建设与新资本协议实施成果应用
——专访中国光大银行李杰副行长

34 Salon & Seminar

沙龙研讨

- 34\ 农村金融机构风险管理
\王曙光 陈晖萌 周绍恒 朱海荣

44 Classified Risks

主题风险

全面风险

- 44\ 商业银行公司治理与风险管理 \武剑
49\ 财险公司偿付能力与经济资本管理 \刘兵

信用风险

- 54\ 中小企业信贷担保与风险管理 \郭国松

市场风险

- 59\ 在险价值 (VaR) 的分析与思考 \丰习来 程建伟
65\ 风险限额管理的实务应用 \杨筱燕

操作风险

- 68\ 线性优化理论在操作风险管理中的应用 \藏宏

74 Frontier Lecture

前沿讲座

- 74\ 整合风险管理方法——西方金融机构的实践 \罗宇彦

92 Risk Academy

风险科技

- 92\ 新经济下, 中国零售银行通过实施巴塞尔新资本协议
来推进业务发展 \益百利

104 Case Study

经典案例

- 104\ 帆船集团公司内幕交易案例分析
\中国人民大学金融风险管理工作室案例研究课题组

114 International Research

国际研究

海外来稿

- 114\ 在险价值、市场风险和巴塞尔协议 III \Max Wong
118\ 风险调整绩效——经济危机带给我们的教训 \Clifford V. Rossi

研究摘要

- 124\ 走进巨大的未知: 使用弱数据进行压力测试
\Li Lian Ong, Rodolfo Maino, Nombulelo Duma

130 Theory & Research

理论研究

- 130\ 国际资本监管改革: 理论、政策与借鉴 \赵先信
152\ 论信用卡申请评分 \徐玲
158\ 风险偏好及其应用——一个文献综述 \曾婧

170 Risk Classroom

风险学苑

风险典故

- 170\ “欲速则不达”的经商之道 \陈俊

风险书评

- 174\ 非理性繁荣 \吴桐

专业英语

- 178\ 英文段落节选 \林慧子

180 Contents in English

英文目录

专业

PROFESSIONAL
COMMENTARY

评论

毕万英

嘉实基金管理公司首席风险官

绝对收益产品和股指期货的风险管理

风险管理部门应对参与股指期货交易相关产品的投资策略或套期保值的可行性、有效性,进行充分验证、及时评估,监控督促及时调整风险敞口,定期对投资效果,保证金比例等指标进行客观评估。

张兴中

浙江泰隆商业银行风险管理部总经理

隐患重重 融资之殇——风险透视下的“地下钱庄”

要解决“地下钱庄”的根源问题,必须解决中小企业的融资难题。我国政府可借鉴发达国家的经验,引导和规范民间借贷行为,出台“组合拳”完善我国直接融资、间接融资多条渠道,形成较为成熟的中小企业融资市场。



张雪岭

中国银监会监管三部副主任

欧洲债务危机:根源、影响和启示

这次欧债危机给我们最重要的启示:如果问题得不到解决,短期内不暴露,长期也不可避免会发生。世界经济的不平衡以及任何区域经济的不平衡最终都会导致一些系列问题出现。



汤洪洋

中意人寿助理副总裁

2011年上半年保险公司偿付能力下降简要分析

这次偿付能力的普遍大幅下降主要是由于世界经济的恢复不给力的影响,此外我国资本市场表现也差强人意,对于各保险公司的权益投资来说,权益市场的波动无疑对其偿付能力影响巨大。



冼一经

瑞典北欧斯安银行(SEB)集团风险中心风险分析师

浅谈欧债危机

欧债危机与欧元的结局,相当程度上取决于美国经济的走向,更取决于欧洲领导人的智慧,眼光和关键时刻舍车保帅的魄力。也许经过这次危机,真能产生一个整合的欧洲和坚实的欧元,那倒真是因祸得福。



欧洲债务危机：根源、影响和启示

■ 张霄岭



张霄岭 中国银监会监管三部副主任

随着希腊的债务危机持续升级，欧洲其它国家也开始陷入危机，包括葡萄牙以及欧元区内经济实力较强的西班牙，最近标准普尔又下调了意大利的主权信用评级，并维持负面展望，整个欧盟都受到债务危机困扰。看似突然爆发的债务危机，有其深层次的根源，正是这些深层宏观因素不断积聚着风险，最终酿成危机。

首先是信用泡沫的影响。在欧元区成立以前，一些边缘国家像希腊、西班牙、葡萄牙等国家的货币是不断贬值的，利率都比较高，通货膨胀也较高。在加入欧元区以后，这些国家的货币统一为欧元，突然不贬值了，通货膨胀也降低了，利率也下降。以希腊为例，它

的1年期利率从12%左右降到了不到3%，所以无论是消费者还是企业都可以获得很廉价的信贷，这就出现了信用泡沫，这种情况不只发生在希腊，类似情况不同程度发生在西班牙、葡萄牙、爱尔兰，这些国家无一例外都是加入欧元区之后经济发展特别快的国家，原因就在于信用泡沫的催生。比如西班牙的房地产业发展迅速，很大的原因就是信用推动。所以对于任何金融危机，信用泡沫都发挥了重要的作用，这次欧元区危机也不例外。

第二，欧元区内部失衡。欧元区作为一个整体，对外贸易基本是平衡的，但是它的内部除了德国以及荷兰、芬兰、奥地利等几个小国家是贸易顺差之外，其他主要的国家，像法国、西班牙、意大利都是贸易逆差，由于这些贸易逆差很大的国家越来越没有竞争力，欧元的价值在这些国家被高估，而对德国等那些国家来说是低估了。如果欧元区不是同一货币体制，那么德国货币马克会大幅度升值，其他国家的货币则会大幅贬值，经过几年调整之后各国会重新具有竞争力，但

现在因为货币统一，所以这些国家失去竞争力之后很难通过贬值来提高竞争力。欧元区成立后相对美元升值60%左右，导致边缘国家逐渐丧失比较优势，越来越没有竞争力。另一方面是财政赤字。欧洲五国财政赤字占GDP的比重都超过了10%，很大原因是高福利的财政支出，大量借债用来支付并不能产生直接经济效益的高额养老金等社会福利，没有财政约束，造成财政失衡。

第三，欧元区成立的机制缺陷。欧元区仅是一个单一货币体系，本质上是统一了央行，既没有财政联盟也没有政治上的整合，更像一个极端的固定汇率制。该有的一些机制也没有建立起来，寄希望于将来能逐步得到改善。欧元区成立时，通过了《马斯特里赫特条约》（the Maastricht Treaty），规定国家的财政赤字不能超过3%，而德国和法国都超过了3%，所以没有政治联盟基础的条约是缺乏约束力的。笔者认为这次欧债危机是整个大的金融危机的一部分，而不是一个孤立事件，大的金融危机真正的根源是全球化，全球化加剧了区域

经济不平衡,并导致产业转移,使发达国家产业空心化。

第四,从监管角度来说,欧债危机和监管政策也有很大的关系。比如监管机构给主权债的风险权重都比较低,很多都是零,因为成本比较低,使得一些银行持有了大量的主权债,并且欧洲银行将主权债作为抵押品放债时可以享受一些比较优惠的政策,所以好多欧洲银行业比较愿意持有主权债作为抵押,这些都使得主权债的风险被低估。现在对于欧债最大的担忧是对欧洲银行体系造成的冲击,当年欧洲银行包括法国、希腊银行在内持有了大量的主权债,这些主权债已经产生了很大的价值损失,但是他们没有去核销,相当于有很多坏账没有核销,未能补充资本。这与监管政策、会计制度、会计处理也有关系,在这方面欧洲政策比较宽松,比如希腊的主权债已经只有面值的40%多,但是还没有去核销。

为应对欧元区危机,美联储、欧洲央行、英国央行、日本央行和瑞士央行在内的全球五大央行联手采取措施,向欧洲银行提供美元流动性。欧元区成员国也通过削减政府开支、增加税收等措施应对债务危机。笔者个人认为欧债危机目前还没有一个简单有效的解决办法,欧洲各国采取的这些措施都只是推迟了危机的爆发,仅仅提供了短期流动性支持,解决的只是流动性问题而非违约的问题。例如希腊本质上是缺乏竞争力,希腊违约的可能性非常大。一般来说,发生债务危机之后,首先是货币大幅贬值然后违约,违约的好处在于自然而然抛掉了很多债务。去杠杆化有两种方法,一种是违约,一种是实施紧缩政策。

例如实行紧钉美元汇率制度的阿根廷比索,开始是大幅贬值、然后违约、甩掉债务,经过几年调整之后逐渐恢复了竞争力。对于希腊,这大概是唯一的出路,如果希腊再坚持而不违约,由于它的利率已经高到市场无法承受的地步,1年期利率已经达到了143%,所以基本不可能得到市场上的融资。

短期来看,欧洲经济发展将呈现萎靡态势,而且目前主要靠市场的推动,还没有一个长期的方案能够一揽子解决问题,并且很大程度上受到各国国内政治因素的影响。欧债危机目前还没有达到高潮阶段,现在最大的问题是欧洲的银行已经出现挤兑,欧洲企业已经开始提出资金存在其他地方,很多其他国家的银行作为交易对手也开始减少与欧洲银行的交易。欧洲银行已经面临现实的被挤兑的风险,这都使得整个欧洲的信贷环境越来越差,流动性越来越紧,对实体经济有很大影响,造成短期内实体经济收缩。

长期来看,欧元区是否会解体,希腊会不会退出欧元区,这些是很难预料的。一方面欧元区的设计有致命的缺陷,以后能否长期存在下去取决于他们能不能在合理的时间内解决这个问题,并且能不能在财政上联盟或政治上联盟,把成员国的权力集中起来上升到一个联邦层面,但这是一个非常复杂的过程,而且国内政治因素影响会非常大。

去年年底,欧元区提出了一个解决方案是统一发债,发行E-BONDS(即欧洲联合主权债券)。笔者认为欧元区统一发债条件还不成熟,统一发债是指成员国之间相互担保,本质上是德

国能担保其他国家的债务，然后用新的债务替代现在有问题的债务。但是问题在于德国为什么要轻易的作担保，在缺乏制度保障的背景下，短期内这不是一个有效的解决方案。真正问题的解决最后取决于政治决心，实质是一个政治问题，而不是一个单纯的经济问题。政治问题则取决于欧洲政治精英们整合的决心，随之将产生一系列成本，比如将税收上交到布鲁塞尔，那么相当一部分财政的决策权上交是否可行，虽然这是长期的唯一解决办法，但能不能做的到就是一个非常复杂的政治经济社会问题。另一方面，欧元区的问题也说明了欧洲福利国家模式的失败，财政赤字太大，福利政策的高支出已超出了财政承载能力。总的来看，笔者认为欧元区问题能否解决长期取决于政治决心，短期还未有好的解决方案。

此外，笔者认为美债和欧债是完全不同的，美债其实还没有出现危机。美国现在仅是被一家评级机构——标准普尔降级了，但不存在危机。所以可以看出当市场发生动荡的时候，市场首选的是美国国债，根本没有任何美债危机的影子。目前美国债务还没有到危机的时候，美国的确存在结构上的问题，如果美国不对财政政策和税收政策做重大改革，长期可能会发生危机，但短期内没有迹象。

目前世界经济有两个大的风险点：一是欧债危机，二是全球经济可能进入衰退。欧债危机对世界经济的影响主要是欧洲的银行体系，一方面对全球的金融体系造成冲击，另一方面极大影响欧洲的实体经济发展。欧盟有4亿多人口，是很多国家的出口国，也是中国的第一大出口贸易伙

伴，短期内危机将对全球经济的发展有一定程度的影响。

对于发展中国家及新兴经济体，与发达国家目前面临的情况不太一样，发展中国家普遍债务相对比较少，所以发展中国家及新兴市场国家总的来说是十几年来全球化的得益者，宏观面相对要好一些，没有大的问题产生。但是发达国家的问题也会极大地影响到发展中国家的经济以及发展模式，至少中国现在已经明显的意识到了过去的出口驱动型经济已经停滞不前，另外很多发展中国家像巴西等资源输出国，很大程度上是依赖于中国这些制造业的国家对其资源的需求，而中国又依赖于发达国家的需求。因此，欧债危机对整体经济链条影响很大，谁也不可能独善其身。

这次欧债危机给我们最重要的启示：如果问题得不到解决，短期内不暴露，长期也不可避免会发生。世界经济的不平衡以及任何区域经济的不平衡最终都会导致一些系列问题出现。像欧元区的情况，成立时是有缺陷的，大家都寄希望于这样一个不完善的体制在未来能够得到改善并推动经济向好的方向发展，或者是有一定的整合，但这些还没有实现，这是一个教训。尤其是对于边缘国家，它们加入欧元区后出现大量的信贷泡沫，好像突然间“天上掉下馅饼”一样，经济发展又快，通货膨胀也低，货币不贬值了，但事实证明天下没有免费的午餐，它们也为此付出了代价。

注：本文根据对作者的采访整理而成

（责任编辑：张红娜）

Risk Management of Absolute Return Products and Stock Index Futures

绝对收益产品和股指期货的风险管理

■ 毕万英



毕万英 嘉实基金管理公司首席风险官

一、国外绝对收益产品发展现状

自2008年次贷危机以来，西方主要经济体复苏过程一波三折，各种新旧问题和矛盾交相涌现。美国面临经济增长低迷、信用下调、巨额债务等压力；欧债危机持续扩展、逐步从个别国家向整个欧洲经济体蔓延，全球经济复苏显著放缓，全球金融市场也持续低迷。

在市场震荡加剧的情况下，以战胜市场基准和追求相对收益的传统共同基金由于必须保持一定的股票仓位和长期收益的要求，熊市中不可避免地会给投资者带来一定的损失，同时共同基金市场近年来随着金融危机和股市震荡也呈现出少有的大幅波动，给很多长期投资者带来了巨大的经济损失。

相对而言，以对冲基金为代表

的绝对收益产品由于通过做空和量化工具严格控制下行风险，追求持续稳定的正回报，在熊市和震荡市中充分体现出收益的绝对性、跟市场指数的低相关性和低波动性等特点（见表1），越来越受到国际投资者的青睐，其规模尤其是新兴市场规规模得到了迅速增长。对冲基金研究公司（HFR）发布的2011年第二季度市场微观报告数据显示，全球对冲基金行业共有578家新基金成立，是自2007年上半年以来增长最强劲的半年，整个对冲基金市场的资产规模也达到了2.04万亿美元的历史高点。同时，二季度是连续第四个季度新兴市场净资本流入，也是连续第四个季度新兴市场资本总量增加，整个新兴市场对冲基金总量再创新高达到1230亿美元。

二、国内绝对收益产品的现状

目前国内绝对收益类产品主要涉及银行存款产品、货币市场产

品、保本类基金、私募基金、专户和一对多理财等。在股指期货和融资融券等金融工具推出之前，国内的绝对收益产品主要为银行和基金公司推出的存款和保本产品，主要是满足投资者保值和无风险收益的基本需求，和国外通常以增强收益为目标的主动管理的绝对收益产品仍有一定距离。随着2010年4月股指期货的正式推出，正式开启了中国市场的对冲时代，为投资者提供了专业的风险管理工具和对冲策略，也为更高级绝对收益产品的迅速发展提供了广阔的空间。一些券商和投资机构陆续发行了股指期货套期保值和套利产品，旨在为投资者在熊市和震荡市中博取稳定的正收益，也取得了比较不错的业绩和市场影响。但由于这一金融工具的专业性和较高门槛要求，目前还仍处于小众阶段，广大机构和个人投资者还没有广泛参与。相反在股市持续低迷和通胀加剧的情况下，个人投资者反而愈发重视资产的安全性

表1 对冲基金历史收益、波动性及相关性

对冲基金类型	年化收益	波动率(%)	同股市相关系数
可转换套利基金	4.89%	10.13%	0.11
做空倾向基金	4.40%	12.50%	-0.78
新兴市场基金	12.38%	4.84%	0.48
股票市场中性基金	7.32%	2.06%	0.46
固定收益套利基金	5.86%	4.36%	0.09
全球宏观基金	9.11%	3.69%	0.29
长短仓基金	6.82%	6.59%	0.61

注：年化收益统计期间为最近10年

和保值，但又不满足低于通胀水平的存款收益，所以收益优于存款而且风险较低的银行理财产品得到了广泛青睐，仅今年上半年发行规模就达8.51万亿元，在整体低迷的资本市场中独树一帜。

我们相信，随着市场多元化和投资者水平的不断提高，绝对收益产品将呈现百花齐放的局面，对主动管理的增强收益的绝对收益产品的需求将不断增加。该类产品主要使用股指期货等金融衍生品作为对冲工具，进行多空、套期保值、套利及投机等投资操作，以实现较低波动和较低市场相关性的投资收益，帮助投资者不论在牛市、熊市、震荡市中都能取得稳定的正回报收益。

三、股指期货类型产品的风险管理

增强收益型和主动管理的绝对收益产品，比较常见的采用股指期货等金融衍生品来规避下行风险和增强收益。我们在此以股指期货为例，说明此类绝对收益产品的风险管理要素。

从股指期货应用方式来看，主要分为套期保值、套利和投机三类。它们涉及的风险和相应的管理方式也有所不同。风险管理部门应对参与股指期货交易相关产品的投

资策略或套期保值的可行性、有效性，进行充分验证、及时评估，监控督促及时调整风险敞口，定期对投资效果，保证金比例等指标进行客观评估。

股指期货集中了股票现货市场的风险，而且由于其杠杆性和保证金制度，风险得到放大和集中。具体投资实践中，股指期货主要涉及的风险包括：beta暴露风险、波动性风险、跟踪误差风险、市场风险、保证金风险、合约展期风险、流动性风险以及事件风险等。

组合现货的beta的不足或过高将可能导致股指期货空头头寸不能完全对冲掉现货的风险，即beta暴露的风险。因此需设定组合beta限定范围，并在出现偏离时及时提示并调整。如组合采用完全套保策略，应在对现货、期货持仓进行评估分析后，给出限定组合波动性的范围。严格管理组合波动性，并定期分析，确保组合符合该类产品的特点。

对于使用股指期货套利的组合，ETF现货或者股票现货和实际指数走势出现偏差，导致较大的期现跟踪误差是需要重点关注的风险。投资过程中，需跟踪由于股票停牌，成分股调整等原因可能带来的跟踪误差增大，及时对当前现货、期货仓位进行评估分析，适时提示调整组合，

以确保跟踪误差可控。

为防止现货组合表现低于指数期货而导致浮亏过大，需根据投资实际情况设定止损条件，在一定期间如果组合下跌天数比例过高，则需进行止损。为防止市场出现极端情况时不会因保证金不足而强制平仓，需严格控制头寸的同时，确保现金比例可以应对市场极端波动。实践中，可在产品运作初期设定较为保守的保证金比例，并保持对投资的监控，同时需关注频繁调仓是保证金的比例情况，严格规范其比例的浮动范围。当合约交割日临近时，如需对所持空仓头寸进行展期，则可能因为合约的基差不利或流动性不足，面临展期风险。为此，需根据市场情况，控制合约升水/贴水风险，跟踪并监控合约展期风险，避免展期时机选择偏离带来的合约价差损失。

现货和期货的流动性风险也需要特别关注。当股票现货、股指期货因流动性不足，造成变现难度提高或变现成本增加，由此将可能为组合带来较大的流动性风险。为此，需对股票现货持有比例进行管理，限制单一股票尤其是历史流动性较差的股票的持有比例，对于股指期货，应选择主力合约，并在适当时机进行展期。

(责任编辑：张红娜)

Analysis of Declining Solvency in Insurance Companies for the First Half Year 2011

2011年上半年保险公司偿付能力下降简要分析

■ 汤洪洋



汤洪洋 中意人寿助理副总裁

一、偿付能力定义及其监管影响

什么是偿付能力？简而言之，偿付能力指的是保险公司“赔偿给付”的能力，或称保险公司偿还债务的能力；从偿付能力充足率的计算公式来看，偿付能力充足率=实际资本/最低资本，实际资本是认可资产减去认可负债。具体的认可比例保监会均有相关的规定，最低资本是通过公司现有业务的情况计算出来的，反映了公司目前对应对所有有效保单的赔付风险，在准备金之外所需要的资金量。

从偿付能力的计算公式来看，影响偿付能力的因素有实际资本和最低资本，也就是只要影响这两个因素变动均会影响偿付能力的变动。

实际资本方面，实际资本为认

可资产减去认可负债。实际资本主要包括核心资本（股本、未分配盈余等）和附属资本（次级债等），从而影响实际资本的主要因素有注册资本、派发红利和投资收益等。增加注册资本立即可以增加实际资本，从而增加偿付能力，而增加分红，则明显减少实际资本，从而减少偿付能力，但由于资本市场的的不确定性，如果实现投资正收益，则能正面影响偿付能力，反之负面影响偿付能力。而且不同的会计分类对偿付能力也存在明显影响。

最低资本方面，一般讲，最低资本=法定准备金*4%+净风险保额*k，（k是根据不同产品取不同数值，一般在0.1%~0.3%之间）。因为最低资本是基于法定准备金计算的，所以随业务扩张，法定准备金使得偿付能力不断下降。从保监会最新规定来看，保监会将偿付能力分为三大类：不足类公司，指偿付能力充足率低于100%的保险公司；充足 I

类公司，指偿付能力充足率在100%到150%之间的保险公司；充足 II 类公司，指偿付能力充足率高于150%的保险公司。偿付能力对保险公司有直接影响。根据有关文件规定，对于偿付能力不足类的公司，保监会会采取多项措施进行监管。

二、2011年上半年寿险公司偿付能力情况及其原因分析

截止2011年6月底，三大上市保险公司偿付能力均出现不同程度的下滑，具体如表1所示。

另外，保监会的数据也显示偿付能力现在也处于急剧下滑的阶段，截至一季度末，从偿付能力充足率来看，处于100%~150%区间的主要为中小保险公司，且数量由年初的11家上升至14家。

同时，在2011年，各家保险公司均已经进行了不同程度的融资运作，不断来满足偿付能力的下降需求。有关统计显示仅今年上半年，

表1 三大上市保险公司偿付能力充足率变化

名称	2011年6月	2010年12月	变化量
中国太保（寿险）	192%	241%	-49%
中国人寿	164%	212%	-48%
中国平安（寿险）	158%	180%	-22%

已有36家保险公司进行了股权融资，6家保险公司发行次级债，总融资规模超过540亿元。

这次偿付能力的普遍大幅下降主要是由于世界经济的恢复不给力的影响，例如今年上半年的全球经济走势一直表现低迷，欧债危机、日本遭遇地震、海啸和核辐射、美国债务问题；此外我国资本市场表现也差强人意，截止2011年6月底，权益市场沪深300指数下降2.69%，对于各保险公司的权益投资来说，权益市场的波动无疑对其偿付能力影响巨大。在债券市场方面，上半年6次上调存款准备金率，资金面的表现依旧差强人意。资金面趋紧，货币市场利率大幅飙升，收益率曲线各期限品种均有所上行，尤其中短期品种上行幅度较大。总体来看，中债银行间固定利率国债、政策性银行债、企业债（AAA）和中短期票据（AAA）各关键期限点收益率分别平均上行9.77BP、38.03BP、43.36BP和76.73BP。对于保险公司可供出售和交易类的固定收益资产来说，收益率曲线上升，对其金融资产的价格不断下降，从而使其固定收益公允价值不断减小，对偿付能力充足率造成致命的打击。

同时保监会的数据显示，上半年共有61家保险公司出现亏损，绝大多数是中小保险公司。截至6月末，银行存款占比33.5%，债券占比45.8%，证券投资基金和股票投资占比13.2%。1~6月，实现资金运用收益1031.1亿元，平均收益率仅2.1%。如果考虑浮动盈亏，收益率就更低了。可见上半年资本市场对保险公司投资的影响十分明显。下半年，如果资本市场

依旧表现疲弱，保险公司尤其是寿险公司的偿付能力将面临严峻的考验。

三、解决偿付能力的主要方法

一般来说，增强偿付能力的途径基本上有两类：一类是通过增资的方式；另一类是采用债务工具扩大融资，具体措施包括增资扩股、发行债券、安排财务再保险、房地产评估增值、限制业务拓展、出售公司部分业务和资产以及提高公司盈利能力等。

特别对于中小保险公司而言，在保险公司内生资本补充能力尚未形成，而又未能打通上市渠道之前，依赖于次级债和股东注资已成为保险公司解决偿付能力的主要源泉。值得关注的是，保监会对次级债的发行也越趋严格。2011年5月，保监会发布《保险公司次级定期债务管理办法（征求意见稿）》，抬高了次级债发行门槛，意在根治“次级债依赖症”。而股东注资又得依靠股东的实力以及股东的意愿。保险公司长期不盈利或者微利，对投入巨资的股东来说，无疑是严峻的考验。

其他解决偿付能力的方法受到保监会严格的限制或者作用有限，例如，财务再保险提供的资金量较有限，同时公司还会放弃部分利润；而房地产评估增值，受到监管机构的严格限制等等。因此，保险公司要解决偿付能力问题，必须从增加公司盈利能力，提高投资回报，降低公司费用等方面着手，从而，根本上解决公司发展中的资本瓶颈。

（责任编辑：陈俊）

Hidden Danger-ridden, Financing Deficiency: Underground Banks From a Risk Perspective

隐患重重 融资之殇^①

——风险透视下的“地下钱庄”

■ 张兴中



张兴中 浙江泰隆商业银行风险管理部总经理

存款下滑，没有额度。这是今年以来最让各家商业银行头痛的两件事。在“每月一调”法定存款准备金的频度下，目前中小金融机构的准备金率已达到了18%，大型金融机构的准备金率更是攀升至21.5%，接近75%的存贷比红线。信贷紧缩，让企业特别是中小企业遭遇了2008年金融危机以来的新一轮资金压力。

当正规金融机构贷款难时，越来越多的中小企业将目光转向民间借贷，潜伏已久的“地下钱庄”正在成为中小企业融资的重要渠道。

一、资金供求不平衡，滋生“地下钱庄”

从资金供给角度分析，今年上半年，剔除通胀因素的存贷款利率均为负利率，以一年期定期存款为例：1~6月平均年化利率为-2.41%，活期存款的平均年化利率更低至-5.11%。随着通胀预期的加剧，负利率缺口也将随之扩大。负利率下，经济结构扭曲，官方基准利率丧失其真实反映资金供求价格的杠杆功能，衍生“复利率”，即双率并行，这是“地下钱庄”

存在之根本原因。一方面，通胀形势严峻，居民现金资产亟待保值增值；另一方面，政策加压，股市、债市、房市行情低迷，银行存款连续负利率，投资渠道受限，投资产品匮乏，通过正规渠道进行资产保值增值可能性不大。与此相反，“地下钱庄”付息高、时间短、随行就市，资金的逐利性决定了存款向“地下钱庄”转移的必然。

从资金需求角度来看，银行体系借款门槛高、手续繁、效率低，中小企业贷款需求集中在3~6个月，多为流动资金贷款，额度小、期限短、要求快速发放，故而多数银行不能或不愿提供。相比之下，“地下钱庄”要求少、手续简单、发放速度快，自然就成为许多中小企业解燃眉之急的首选目标。

二、“钱荒”驱动“地下钱庄”走红

从整个社会层面看，外汇占款、到期票据、前几年货币投放等使得全社会流动性存量明显过剩，再加上日趋拉大的负利率，大量藏于民间的现金源源不断流向“地下钱庄”，甚至造成部分地区全民放



个庞大的、以“地下钱庄”为枢纽的“影子金融体系”。该“影子金融体系”具有与生俱来的脆弱性：目标客户群资质低下、存款波动性大、外无监管、内缺风控，极易发生各类风险，且由于无法通过正常法律途径索债，风险顺着资金链环迅速传染，造成重大资金损失和社会影响。

（二）“高利贷”，中

小企业生存不堪承受之重

“高利贷”的局面。

从银行层面来看，受央行连续多次调高法定存款准备金率、存贷比调整等政策影响，今年年初以来，商业银行可贷资金规模明显减少，银行体系内的流动性不足问题显现，贷款的“稀缺性”加剧，现行贷款基准利率定价过低。以台州市为例，据统计，2011年6月份银行机构一般性贷款加权平均利率为8.42%，民间借贷加权综合利率却为23.07%，高额的利润驱使许多银行信贷人员铤而走险，通过放贷于担保公司、小额贷款公司等各种形式，间接从事“地下金融”套利，生生逼迫更多中小企业借入“高利贷”饮鸩止渴。

“地下钱庄”通常与“高利贷”如影随形。据统计，目前东部沿海民间借贷盛行地区的资金借贷利率可以高到月息3%~5%（折成年息为36%~60%）左右，资金成本的提高，对于需要贷款的中小企业是当头一棒。高息负债加重了企业负担、限制了效益，借贷资金流入生产经营后，增值有限，企业难以支付到期债务，往往通过吸收新的高息本金来偿还到期的高息负债，拆东墙补西墙，形成恶性循环，严重影响企业健康发展。据公布的数据显示，上半年台州市共关闭21家企业，相比2008年金融危机，关闭的企业数略少但户均贷款金额上升，且21家企业中有8家直接源于无法偿还民间高息借款所致。复杂的民间借贷、环环相扣的资金输入链条，导致银行资产风险骤然加大。

三、“地下钱庄”埋藏重重风险

（一）大额资金体系外运行，“影子金融体系”脆弱

“地下钱庄”的持续火热，导致大量存款由银行内迁移至银行外运行，无端形成了一

（三）“逆向选择”，信用风险先天不足

“地下钱庄”基本上是“借贷分离”，其

资金供给者与使用者分离，双方无有效的约束机制。从其客户选择来看，是在“垃圾里选金子”，根据经济学原理，越容易发生信用风险的企业对贷款的追逐度越高，可接受的贷款利率越高，即所谓的“逆向选择”。依托地缘、亲缘关系结成的地下金融网络，正是构建在这样一群信用风险“超标”的企业之上，在平均高达50%的偿债利率下，地下金融大厦的基石已摇摇欲坠。

（四）寻租、腐败、集资诈骗、黑社会行为滋生的温床

近期频频爆出的“地下钱庄”案件，呈现背后有银行系统、地方政府官员参与操纵高利贷运作链的新型特点。利益驱使下，许多政府控股的各商业银行对民营企业放贷设置了种种障碍，进行设租活动。一部分国有大企业、小额贷款公司、担保公司成为新兴的“地下钱庄”，亦成为寻租、腐败、集资诈骗、乃至黑社会行为滋生的温床，表现出严重的道德危机和社会危机。

四、打下“组合拳”，路在脚下

要解决“地下钱庄”的根源问题，必须解决中小企业的融资难题。由于中小企业融资难题涉及政府、金融机构、企业、市场环境等多个方面，我国政府可借鉴发达国家的经验，引导和规范民间借贷行为，出台“组合拳”完善我国直接融资、间接融资多条渠道，形成较为成熟的中小企业融资市场。

首先，“庖丁解牛”，细分中小企业客

户群，拓宽融资渠道，分流融资需求。当前，银行业金融机构的资金运用已经相当充分，存贷比处于历史高位，信贷投放继续快速增长的可能性较低。这就需要细分中小企业客户群，引导成长性强的中小企业通过发行企业债、中小企业集合债、短期融资券等方式转向市场要资金；引导战略新兴产业、高新技术企业积极利用产业投资基金、股权投资基金、风险投资基金等财富投资管理机构资金；完善“代理贷款”等产品机制，利用商业银行特有信息资源优势，配对资金需求，同时大力发展中间业务，升级商业银行资产管理模式。

其二，强化商业银行风险管理，加强道德风险管理。在经济下行、信贷紧缩背景下，一些长期被忽略的道德风险将渐渐浮出水面，商业银行要借此契机，以检查为手段，深入追溯可疑“资金流”，揪出风险隐患，清理各类毒瘤，保障银行的健康稳健运行。

其三，政府需转变政策理念，填补制度空缺，引导“地下金融”阳光化。“地下钱庄”的规模之大，运行网络之健全，运作效率之高，都折射出一种市场需求，根据萨伊定律“需求创造供给”，其存在有其必然性。与其“犁庭扫穴”而屡禁不止，不如制定政策制度、正确引导，转地下为地上，方能事半功倍，做到釜底抽薪，从根源消减“地下钱庄”。

（责任编辑：陈俊）