

Developments in International Finance *Advanced Techniques*

A EUROMONEY PUBLICATION

Issue 1, 1996

with China Financial Publishing House

国际金融发展 最新技术

EUROMONEY

欧洲货币

China Financial
Publishing House

中国金融出版社

本期要目：结构型衍生产品；资产掉期；信用衍生产品；中国企业可以利用的国际公司债券市场概况；90年代港币市场的发展；扬基市场；欧洲中期债券；技术分析在债券交易中的应用；资产组合理论；中国的电讯事业；直接投资基金；外国企业上市于新加坡；离岸银行业；银行研究

PUBLISHED IN CONJUNCTION WITH:

CS First Boston

CS 第一波士顿

HSBC Markets

汇丰资本市场

Stock Exchange of Singapore Ltd

新加坡证券交易所

Standard Chartered Bank

标准渣打银行

Developments in International Finance

Advanced Techniques

国际金融发展

最新技术

Euromoney

欧洲货币

China Financial Publishing House

中国金融出版社

责任编辑：张也男

责任校对：周 立

责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融发展：最新技术 / 《欧洲货币》出版公司编 .

北京：中国金融出版社，1996.8

ISBN 7-5049-1664-1

I. 国…

II. 欧…

III. 国际金融-银行业务

IV. F831.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (96) 第 13424 号

出版 中国金融出版社
发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京印刷一厂

开本 889 毫米 × 1194 毫米 1/16

印张 4

字数 110 千

版次 1996 年 8 月第 1 版

印次 1996 年 8 月第 1 次印刷

印数 1 - 10000

定价 12.50 元

This Guide states the position of the market as at the time of going to press. It is not a substitute for detailed local knowledge.

Euromoney Publications PLC, Nestor House, Playhouse Yard, London EC4V 5EX

Telephone: +44 71 779 8888 Facsimile: +44 71 779 8641

Directors: Padraic Fallon (chairman and editor-in-chief), The Viscount Rothermere, Sir Patrick Sergeant,

Richard Ensor (managing director), C. J. Sinclair, Takashi Hosomi,

Nigel Bance, Neil Osborn, Dan Cohen,

Paul Hewitt, Christopher Brown, Gerard Strahan, J P Williams, John Botts, Tony Steel

Editor: Leslie Holstrom

©Euromoney Publications PLC, London 1996

Euromoney is registered as a trademark in the United States and the United Kingdom

China Financial Publishing House

3# Building Xiao Hong Miao, Guang Wai, Xuan Wu District, Beijing, China

Telephone : 63266151 63265548 Facsimile: 63265569

President : Wang Zhenyun Chief Editor: Li Shourong

Editor: Zhang Yenan

结构型衍生产品	汇丰资本市场	1
资产掉期	欧洲货币	5
信用衍生产品	欧洲货币	8
中国企业可以利用的国际公司债券市场概况	CS 第一波士顿	15
90 年代港币市场的发展	汇丰资本市场	20
扬基市场	欧洲货币	26
欧洲中期债券	欧洲货币	29
技术分析在债券交易中的应用	汇丰资本市场	32
资产组合理论：人与计算机	欧洲货币	37
中国的电讯事业	标准渣打银行	42
直接投资基金	渣打亚洲有限公司	45
外国企业上市于新加坡	新加坡证券交易所	49
离岸银行业	欧洲货币	54
银行研究	欧洲货币	58

结构型衍生产品

HSBC Markets

汇丰资本市场

简介

既然衍生产品本身就常常被用户以及一些金融专业人员视为错综复杂且徒劳无益的工具，那么结构型衍生产品更是被看作为错综复杂的产品与结构方式带来的极端复杂性的混合体。然而，广义上的结构型衍生产品是包罗万象的，从某种简单衍生产品〔如利率区间期权 (interest collar)〕的简单组合到变幻莫测的衍生产品方案，应有尽有。不过，从根本上说，所有此类产品的开发动机都在于为某一资产头寸创造出更理想的风险/收益特性，以超越一切常规性衍生产品。

本文将着重说明，在资产和负债管理中怎样将简单及复杂的衍生产品相结合而形成所谓的衍生方案。既然任何简单及新兴的衍生产品组成都可以被视为一种“结构型衍生产品”，本文的目的便不是在于描述市场上所有的衍生产品，而是在于说明怎样才能通过结合更多的常规性衍生产品来形成一个结构型方案。

资产管理

假设一位财务主管正在考虑购买某种短期资产以提高今后3个月内闲置美元现金的收益率。他目前手中有德国马克存款，并且由于两种货币都在不断流进流出，对他来说持有其中任何一种存款都无所谓。因此，该财务主管会考虑购买3月期美元/马克双币种存单 US/DEM Dual Currency CD，它提

供8.90%的美元固定利息（比3月期美元LIBOR高3.40%）。它的风险在于：购买双币种存单意味着存单到期时可能会以1.55马克：1美元（目前现汇汇率）的比价兑付。

于是，财务主管可以用美元现金赚取较高的收益，而且只要德国马克到期币值强于1.55马克：1美元的汇率水平，他就将获得美元收入。既然财务主管不在乎所持有的究竟是美元还是马克，他完全可以满足于承担以德国马克还款风险来换取更高的美元回报，但是，他仍然想了解通过哪些方法可以消除马克还款的风险。

界定期权 (Barrier Options) 的特点在于：只有当进入其界内〔敲进期权 (a knock-in option)〕或没有超出其界外〔敲出期权 (a knock-out option)〕时才能够生效。因此，财务主管对简单的双币种存单加以改良，采用了“改良式双币种存单” (A Modified Dual Currency CD)。这种以美元标价的3月期存单收益率为8.15%（因马克付款风险降低，故收益率下降），同时，如果马克/美元汇率在存单期限内曾经升至1.60或1.60以上，并且其汇率从未降至1.45或1.45以下的话，那么存单将按1.55马克/美元的汇率以马克支付。存单蕴含的兑付风险因此而降低了，同过去一样，财务主管得以获取较高的收益，不同的是以马克兑付的可能性降低了，只有在马克/美元汇率达到界内汇率(1.60)、从未达到界外汇率(1.45)且马克到期弱于1.55马克/美元时才会出现。

财务主管认为1.45的界外汇率比1.60的界内汇率更容易出现，因此他现在对于存单的兑付风险

感到满意。于是，他又开始考虑：在他认为今后三个月内马克兑美元汇率波动不会太大的前提下，怎样才能提高存单的收益率呢？

一种外汇波幅存单 (a FX Range CD) 可以在外汇利率在即定期限内不超出即定波幅的前提下提供更高的收益率。因此，财务主管决定购买改良式双币存单与外汇波幅存单的合成产品。凭借这一结构型衍生产品，财务主管获得 5.5% 的美元收益率，而且如果马克/美元汇率稳定在 1.43-1.60 的范围内，收益率会增为 10.25%。就改良式双币存单而言，只要马克/美元汇率在存单期限内曾以 1.60 或 1.60 以上并从未以 1.45 或 1.45 以下汇率交易过，存单就有机会以 1.55 马克/美元兑付。

负债管理

就资产负债表的负债一方而言，财务主管正打算为其公司近期发行的 5 年期美元浮动利率债券做利率保值。他很担心在该期限内美元利率会上涨，因此正在寻找各种可能的利率套期保值方案。

一种常规性利率掉期可以使该公司锁定目前 (相对) 较低的长期利率，获得最高资金成本担保。但是，由于目前 LIBOR 利率为 5.50%，利率掉期提供的 6.46% 在最初阶段中显得利息成本过高。另一种选择是购买 6.46% 的上限 (cap)，从而避免复利成本，其弱点在于购买上限要付出 3.26% 的期权金。因此，财务主管开始寻找可以更好管理其公司美元利率成本的更复杂的结构型套期保值方案。

财务主管很清楚：5% 的资金成本对该公司将有极大的吸引力，而且他确信在很长时期内美元利率的变动不太可能使 LIBOR 低于 5%，因此，他在其套期保值方案中加入了一个下限 (floor)。通过向上限提供者出售 5% 的下限，他将 6.46% 这一上限的成本由 3.26% 降至 2.75%，因此，如果 LIBOR 低于 5%，公司将付 5% 的利率；如果 LIBOR 高于 6.46%，公司将付 6.46%；如果 LIBOR 在 5%-6.46% 之间，则按 LIBOR 付息 (2.75% 的综合期权金可以被视为将套期保值的成本由 LIBOR 水平提高到 LIBOR 加 64 个基本点)。

尽管成本已由单一上限时的 LIBOR 加上 75 个基本点下降至 COLLAR 下的 64 个基本点，该财务主管仍然很想寻求进一步降低公司利率成本的方案。于是，他考虑采用界定期权来降低套期战略的总成本。他认为在债券期限内利率不太可能超过 7.50%，因此，他准备就其上限买入“界外期权”，条件是 3 月期 LIBOR 超过 7.50%。通过接受这一额外风险 (主管认为该风险极小)，套期策略的总成本降至了 2.39% (高出 LIBOR 55 个基本点)。

总 结

资产管理者和负债管理者都可以结合各种单一的和综合的衍生产品以图实现其现有头寸的风险/收益最优配置。此类简单产品的结合本身可以被称为结构型衍生产品，而实际上，它们仅仅是资产负债表不断调整过程的一个组成部分。

(周朔 译)



HSBC Markets

滙豐資本市場

Member HSBC Group
滙豐集團成員

Stuart T Gulliver
Managing Director
The Hongkong and Shanghai
Banking Corporation Limited
Level 16, 1 Queen's Road Central, Hong Kong
Telephone: (852) 2822 3800
Telex: 75130 HSBC HX
Facsimile: (852) 2845 3703
Member HSBC Group

欧智华
汇丰资本市场董事总经理

香港上海汇丰银行有限公司
香港皇后大道中一号十六楼
电话: (852) 2822 3800
汇丰集团成员

K C Chan
Director
Head of Bond Sales
The Hongkong and Shanghai
Banking Corporation Limited
Level 16, 1 Queen's Central, Hong Kong
Telephone: (852) 2822 3060/2810 0262
Telex: 81245 HSBCB HX Facsimile: (852) 2845 2959
Member HSBC Group

陈国晶
债券部主管

香港上海汇丰银行有限公司
香港皇后大道中一号十六楼
电话: 2822 3060/2810 0262
图文传真: 2845 2959
电传: 81245 HSBCB HX
汇丰集团成员

Ying Ying Hui
Director, Institutional Sales
The Hongkong and Shanghai
Banking Corporation Limited
Level 16, 1 Queen's Road Central, Hong Kong
Telephone: (852) 2822 3863 (852) 2526 3171
Toll Free: China 10 800 0258

许莹莹
董事 - 外汇业务推广

香港上海汇丰银行有限公司
香港皇后大道中一号十六楼
电话: (852) 2822 3863 (852) 2526 3171
国际免费电话: 中国 10 800 0258

Facsimile: (852) 2845 3703 Telex: 75130 HSBC HX
Reuters Dealing Code: HSBH
Member HSBC Group

William Teng

Director

Financial Products

The Hongkong and Shanghai

Banking Corporation Limited

Level 16, 1 Queen's Road Central, Hong Kong

Telephone: 2822 3818

Facsimile: 2845 2959 2845 3703

Toll Free: 108000098

Member HSBC Group

Helen P K Wong

Director, New Issues

The Hongkong and Shanghai

Banking Corporation Limited

Level 16, 1 Queen's Road Central, Hong Kong

Telephone: (852) 2822 3073 (Direct)

(852) 2822 3070

Facsimile: (852) 2525 4813 / (852) 2845 3703

Telex: 75130 HSBC HX

Member HSBC Group

图文传真: (852) 2845 3703

电传: 75130 HSBC HX

汇丰集团成员

滕 威 林

董事

财务风险管理

香港上海汇丰银行有限公司

香港皇后大道中一号十六楼

电话: 2822 3818

图文传真: 2845 2959 2845 3703

免费国际电话: 108000098

汇丰集团成员

黄 碧 娟

债券发行部

董事

香港上海汇丰银行有限公司

香港皇后大道中一号十六楼

电话: (852) 2822 3073

图文传真: (852) 2525 4813

电传: 75130 HSBC HX

汇丰集团成员

资 产 掉 期

Euromoney

欧洲货币

近年来,资产掉期业务由于银行流动性过多和对浮动利率资产需要而有所增长。但是,一旦利率上升、银行信贷业务再度开始增加时又将如何呢?回答是:不是使资产掉期走向繁荣,便是令其走向衰落,就看你去问谁了。

三年前,福特公司的5年期美元债券的交易利率比美国国债高出150个基本点,那时,如果持有者能找到三家银行愿意出价的话就算幸运了。今天,利差已缩小到50个基本点,而投资者们却有五、六十个自营商可供选择。福特并非一个特例。过去两年间,信贷市场普遍出现了利差下降现象。为什么?

答案是相当复杂的。一方面由于资产掉期市场的存在,投资者面临着债务锐减的局面。急于锁定低利率的借款人纷纷发行固定利率债券,而作为交易商或最终投资者的金融机构则买入债券,再将它们掉期为与LIBOR(伦敦银行同业拆放利率,即批发资金的基准利率)挂钩的浮动利率资产。于是,金融机构就获得了名义上以LIBOR为基础的资产,从而可以与其浮动利率负债相匹配。由此产生的固定利率债券掉期为浮动利率债券的需求增加,故而缩小了欧洲(债券)市场的利差。

最根本的原因还是银行为流动性过多所困扰。贷款流动性不断提高,呆帐已然被核销,而手续费和佣金的压力意味着对利息资产依赖性加深。然而,各行业的财务部门普遍现金充裕,因此借款者不多。英格兰一家大银行的公司贷款已连续四年下降。此外,疲软的住宅市场也给住房抵押业务带来了新的压力。在法国,银行个人住宅抵押贷款的平

均利差1995年已由2%下降到1.3%。在德国,银行业收入因外国对手的竞争而减少,利息收入也受到新的货币基金的威胁。更为重要的是,所有银行都由于过去两年间银团贷款市场利差降低而大受影响。结论:银行急需浮动利率资产,而且准备为其支付更高的价格。

但是,在掉期市场上还存在另一对立因素。在正常情况下,对浮动利率资产的需求会抬高掉期利差。希望获得浮动利率资产的银行越多,相对于固定利率资产的掉期利差越大。然而,资产掉期在整个利率掉期市场上的比重不到10%。总体而言,过去两年中的投机活动主要是以利率下跌为基础的。在这种环境下,从总体来看,在掉期市场上支付LIBOR而以换取固定利率收入的需求较多,因此,掉期利差有所缩小,只有需要与其负债对称的浮动利率资产的银行才会热衷于购买债券,从而在与掉期其负债相对称的浮动利率资产的银行才会乐于购买债券,然后将其掉期为浮动利率资产。

资产掉期市场的总量每年最多为4000亿美元。国际掉期与衍生产品协会提供的数字表明:1995年上半年利率掉期市场的合同总额接近11兆亿美元。如果下半年交易量与此接近的话,那就意味着资产掉期在整个利率市场上的份额不到2%,那么,支付浮动利率换取固定利率的交易方在主宰掉期利差方面胜过了银行而起决定性作用,是不足为奇的。

资产掉期市场上的主要交易对象是流动性差、季节性强的证券发行。它们在市场上一般地位不高,近来其中包括因评级机构评级下降而暴跌的法

国公用事业信贷局债券、因去年宣告巨额亏损而令人侧目的地方信贷银行 (Credit Local) 和因董事高额薪酬案受到媒体注意的英国天然气公司 (British Gas) 等机构的发行。

此外, 交易员们亦在国内政府债券市场上寻求相对价值较高的证券。过去两年间, 最受欢迎的是意大利的 CTE (以欧洲货币单位计价的固定利率债券), 交易员和套期保值基金都把赌注放在它收回利息预扣税的期限上。由于回收期限未定, 它的收益率比 BTPs (固定利率里拉政府债券) 高, 掉期时收益率比 LIBOR 高出 60 个基本点。1994 年, 交易员们纷纷就德国中期政府债券 Bundesschatze, Treuhand, Unity, 以及联邦机构债券等准政府债券之间的利差进行套利, 而 1993 年, 西班牙各省债券税收待遇的变动亦让准确猜到该债券将支付毛利的资产掉期者赢得了利润。

据一家美国银行的一位交易员称: 1995 年, 希腊政府债券提供了一个天赐良机, 银行就此可以在五年间获得高出 LIBOR 60 至 70 个基本点的收益, 投资银行可以建立巨额头寸并将债券掉期, 然后再以浮动利率形式分售给各银行。

在利率掉期市场上, AAA 级与 BBB 级债券的利差已缩小到 40 个基本点, 与 100 个基本点的历史最高水平形成了鲜明的对照。市场造市者也无法确定这究竟是信用评估技术更发达了还是因为对资产的需求促使风险标准有所降低。过去, 投资者依赖于评级机构的指引, 而如今他们成熟了, 已能将负债组合中发展起来的风险管理技术用于其资产组合之中。

这种趋势的发展也促进了交易员和经纪人专业素质的提高。今天的营销人员必须理解他们出售的产品, 如此方能向客户解释其产品结构。越来越多的银行都在开发错综复杂的产品结构, 这项任务如今只有数学家们方能胜任。

其他的投资银行也在强化其信用分析工作。在一些银行里, 信用分析家们与交易员密切协作, 以便在进行交易前为其提供信用评估。

尽管投资者阵容一直在不断壮大, 交易员们估计只有不足 5% 的潜在客户在使用资产掉期, 许多

投资者缺乏资产或技术, 一些信托人亦不允许其代理人使用掉期业务。为了逃避这种限制, 投资银行已开发出将债券与衍生产品交易组合成一种特殊目的工具 (SPV) 的新技术, 其功能在于可以通过创造出一种名义浮动利率资产而带来投资者需要的现金收入, 但并不需要投资者充当掉期交易的交易方。在传统的掉期交易中, 债券和掉期是相互独立的, 因此, 即使债券出现违约停付, 掉期合同却依然存在。以特殊目的工具将两笔交易相结合就将掉期的风险转给了提供该工具的银行, 投资者只需承担信用风险。

“STEERs”、“SIREs”和“ARGOs”。该概念是由美国的美林银行于 1990 年首创的, 当时它为美国市场发行了 200 亿美元 STEERs (结构型收益强化信托), 随后又为国际投资者发行了 “SIREs” (单独重组型可转换抵押证券), 以多种货币计值。另一家美国银行 J. P. 摩根 1994 年推出了命名为 “ARCO” 的新结构, 它通过购买买入期权为掉期提供保值。1995 年, 它推出了十几期名为 “Ex” 的新产品发行, 其特征亦在于以减少收益为代价向最终投资者提供更可靠的抵押。以上结构型产品在二级市场上流动性都不强, 投资银行称它们都是买入后持有到期的, 但法国的一家银行——Paribas 资本市场——1995 年却推出了一系列 “Lasers” 发行以期改变这一状况。Lasers 即强化收益型流动资产掉期, 它的第一期美元一年期债券由重新组合的瑞士法郎私募发行构成, 获得穆迪投资评级机构 A1 评级, 利率为 6 个月 LIBOR 加 25 个基本点。一旦 Laser 证券无法得到偿付, 投资者将收到其抵押债券的利息与本金。

难以出售的是那些不透明的 “黑盒” (black-box) 结构。为了获得 AAA 评级, 这类结构通常都有过度的抵押或是得到某一保险公司的担保, 但投资者更想知道其中抵押资产是如何构成的, 投资者亦缺乏综合衡量其中各种资产信用级别变动影响的经验与技术。

一些银行家认为, 资产掉期市场的下一步可能在于信贷衍生产品。比如, 可以运用利率套期技术规定欧洲债券与政府债券之间利差的上限。有些人

说资产掉期其实不过是信贷衍生产品的别称。通过以掉期的形式确定与 LIBOR 之间的固定利率利差, 可以为投资者提供在一定基础上的到期前保值, 使之免受二级市场上该债券表现所带来的影响。其他银行家仍然认为信贷 (和股票) 将来可以在全球市场上进行套利, 如同现在的利率一样。

当然, 资产掉期市场是不断演变的。该产品目前仍是高级管理层的宠儿, 故而形成了专业人员为获得更高薪酬而连续跳槽的现象, 有些银行甚至从其他银行买下整个资产掉期小组。人员在银行间的流动也促进了市场的标准化, 因为每家投资银行都需要类似的风险管理技术, 从而改变了以往各自为战、秘而不宣的行业习惯, 转而形成了一种共同的交易模式。

它能够持续吗?

尽管如此, 人们仍然无法确定该市场的增长是

否是可持续的。内部控制限额限制了银行可持有各种债券的数量, 此外, 一些银行只限于购买主权政府、跨国公司和银行发行的债券, 因为根据国际清算银行颁布的巴塞尔协议, 公司债券的资本权重为 100%, 银行和主权政府债券的资本权重仅分别为 20% 和 0%。

资产掉期市场的投资者约有 80% 为银行。在经济周期进入新的阶段之后, 它们不一定永远是可靠的买者。不过, 美国和日本的高利率前景也给资产掉期业的交易员们带来了希望。在一个长期的债券牛市之后, 投资者们正在转向现金, 但在不愿延长期限的前提下, 提高收益的需求会促使机构投资者们投身浮动利率债券。它们的下一步可能是进入资产掉期市场。与此同时, 借款人将尽可能地锁定低息固定利率, 从而为此类结构提供了所需债券。

(周朔 译)

信用衍生产品

Euromoney

欧洲货币

3年前,投资银行家们开始谈论一种新型结构性产品——信用衍生产品。但是,除了谈论之外,绝无仅有的几笔交易也是为投资银行自己做的,客户对此毫无兴趣,套期保值也几乎不可能。如今,空谈终于结束,众多交易已经开始出现。

信用衍生产品的潜力是无穷的,它的应用可以说数以百计:用于希望改变其贷款风险状况的商业银行;用于管理巨额债券和衍生产品资产的投资银行;用于过分依赖单一客户的制造商公司;用于在项目融资交易中面临过高国家风险的投资者;用于有特殊风险偏好(抑或是仅想投机)的机构投资者;甚至用于为自己养老金安全担心的雇员。正由于其潜在用户分布如此广泛,故而一些市场人士认为:信用衍生产品在规模和地位上最终将超越所有其他衍生产品。

最初的交易出现在1993年。当时在日本的美洲银行、信孚银行和瑞士信贷银行金融产品公司(CSFP)开始出售一种兑付金额取决于特定违约事件的债券。当时,这种业务是作为银行本身的信用保护措施。例如,银行出售某种信孚银行债券,而债券的兑付与某一信用活动及对应资产挂钩。银行也出售与一系列对应资产挂钩的一篮子债券——投资者从其中所有资产中都获得一定的收益,因为一旦其中任何一项无法按时偿付的话,投资者都必须向信孚银行赔款。这样,信孚银行就可以放心地向日本金融界提供贷款了。

当时,最大的困难在于寻找愿意购买债券的投资者,而使用的诱饵则是收益率。该市场依赖于两类参与者:希望降低某一特定信用风险的保值者和

愿意为了一定收益而承担风险的投资者。信孚银行债券支付的利率较为可观,比LIBOR高出约80-100个基本点,但一旦任何一家机构不能按时还本付息的话,投资者就要遭受利息及本金损失。

这种出售信用风险的方式持续了下来,而且主要是源于债券发行者的需求,而不是投资者的需求。发行者多半是投资银行,为了管理其巨额债券和衍生产品资产——尤其是其中流动性较差的公司债券和新兴市场债券等风险资产——中的信用风险,它们比商业银行更需要迅速发展的衍生产品市场。

与商业银行相比,投资银行需要以更灵活的方式管理资产,因为它们的资产负债表规模较小,其资产需要每日统计市场价值,而且与银团贷款人相比,它们习惯于更频繁地出入有利可图的市场。它们需要甩掉昨日的风险,以便抽身从事今天的业务。

但是,尽管投资银行将继续探索信用衍生产品的潜力,市场的主要用户(至少在一开始)仍将是商业银行。经过3年的开发,目前,该市场已形成了可供商业银行使用的标准化信用衍生产品。

该信用衍生产品的主要种类是信用违约掉期,它是一种双边金融合同,其中一方(保护购买方)支付定期费用(通常按标明金额的固定基本点计算),以换取当出现一项或多项对应信用违约时的浮动赔付承诺。浮动赔付应等于对应信用出现违约时给信用人带来的损失,其金额通常是对应信用违约后在某一预定日期上对应证券价格低于票面金额的差价。

在出现违约后,双方一般要等待一周至3个月,以便让对应证券的价格能够在一定水平上稳定下

来。既然大部分证券在违约时都已到期,那么大多数简单证券的价格将取决于市场对违约后能否还本付息的预期,而不取决于期限或利率。此类现金结算交易最常见,不过,也存在一些需要实物交割对应证券的结构性产品。

违约掉期的一个突出应用实例是风险在银行的贷款和证券资产之间的重新分配。掉期的提供者注意到存在一个流动性市场,金融机构可以用它从事信用掉期,从而盘活贷款、债券及衍生产品资产所占用的资金。通过出钱让另一个金融机构来承担贷款、债券、对单一客户的掉期或期权等方面的违约风险,银行就可以迅速且自如地管理其信用额度,勿需经过复杂繁琐的转让程序。

这种方式使银行第一次可以对最棘手的风险进行保值,其中包括集中性风险、相关性风险、与外部监管标准和内部资本充足度要求相抵触的风险等等。

违约掉期是最常见的信用衍生产品,它们最初是用于高质量信用以促进风险管理和消除掉期头寸风险。让我们举例说明一笔5年期违约掉期在实际中是怎样操作的。合作银行想要摆脱它对意大利的5年期贷款,于是,它作了一笔以一种意大利政府债券作为对应债券的5年期违约掉期。合作银行向对方支付一笔每年为20个基本点的费用,而对方只需在意大利政府违约停付借款时才支付赔款,赔款相当于票面额与证券最终价格之差额乘以掉期合同总额。在最简单的例示中,合作银行持有与掉期合同金额相同的债券总值,这样,如果意大利违约,对应债券下跌至85%,那么,合作银行从市场上收回85%,而剩余的15%由掉期合同的另一方支付。

20个基本点的费用并不一定是经过科学计算得出的。一般来说,它是依同类意大利证券与LIBOR利率的利差而定。在债券/资产掉期市场与信用衍生产品市场之间存在着一定的套利联系。如果一个投资者可以在债券市场上或资产掉期市场上买入证券并赚取LIBOR加30个基本点的收益率,他绝对不会在信用衍生产品市场承担类似的违约风险而仅仅换得20个基本点的利差。另一个可比较的价格因素是其中的现金头寸:你可将一笔信用掉期

视为买入风险债券并卖出等额(且理论上无风险)的国库券。

然而,另一种可能是:如果对方自己无法获得对应的债券或资产头寸,那么它也许愿意按低于20个基本点的价格接受该信用风险。也许该信用发行人并未发行任何其他债券或贷款;也许市场上确有其他资产,但没有对方所需的规模与期限;也许愿承担该信用风险的对方是一家由于关系原因或者由于筹资成本太高而永远无法参与该债券的一级发行或银团贷款的机构。的确,目前争取贷款关系的竞争十分激烈,以至于各家银行纷纷在借款与债券的二级市场上、资产掉期市场和信用掉期市场上收集对主要借款人的资产头寸,以便能在大量现有余额的基础上接近此类借款人并争取业务关系。

因此,交易的成本往往仅仅取决于它在对手眼中的相对价值。如果一家银行头寸过高的话,它会简单地按对方要价付费出让资产;同样,如果它头寸不足的话,它会简单地接受对方出价收进。某一5年期公司债的市场价在25基本点左右时,一家该头寸过多的对手会乐于在违约掉期中付出30个基本点,而另一家该头寸过少的对手同样可能乐于按15个基本点收进。

此类所谓的资产再分配交易涉及的信用可以有坏。保值机构不仅利用信用掉期购买保护,而且用其盘活贷款或衍生产品资产所占用的资金,并借此降低特定的国家风险,这样它们就可以抽身经营更多的业务。唯其如此,该市场才不至于出现“一边倒”的局面。假如在这一市场上银行只想为违约风险作保值,那么必然会形成平时市场长期沉寂、一旦某一贷款或某一部门明显遇到问题时疯狂进行单向保值交替出现的特征。

信用违约掉期亦便于银行摆脱资产负债表上的信用风险而转向高利润的业务。例如,某个重要的公司客户正在寻找一笔巨额贷款安排,于是它找到关系密切的主要贷款人,希望它们以极低的利差向其提供巨额贷款。由于信贷额度所限,银行的公关经理必须游说行内态度犹疑的信贷员,说明该客户的其他附加业务会弥补贷款本身的微薄收入。然而,有时无论客户关系多么重要,这笔贷款的集中性

风险实在太大了。即使抛开风险不论,贷款本身也是无利可图的,而且还影响了其他赚取高额利差的机会。

在二级市场上出售贷款也不起作用,较小的银行可以利用秘密形式进行交易,但牵头银行不行。

信用掉期可以解决这一问题。关系银行参与贷款,但同时就其希望保值的部分订立另一份信用违约掉期协议。借款人永远不会知道它的关系银行并未承担其风险,因而仍乐于向银行提供其他的高收益业务。如果幸运的话,关系银行甚至还可以利用高质量资产缺乏的机会,进而从违约掉期中牟利。

不过,可以利用信用衍生产品的绝不仅仅是银行。如今,其中的奥秘开始渐为人知,其使用范围亦在迅速扩大。公司、项目投资者和保险公司都在从中受益。

很多公司都严重依赖于少数关键客户,例如,一家机械公司今后3年内制造的大型钻进设备都是要出售给某一特定客户的。在采矿等部门,某些高度专业化的设备往往需要几年才能造成,而且往往只有两、三家公司垄断某一特定行业,故而这种情形十分常见。该客户一旦倒闭,制造商将一文不名,只剩下那堆机器无人问津。如果这种风险已对其生存构成威胁,该公司现在就可以买下一笔信用掉期,合同金额可以是机器的总价或相当金额。

再以项目融资为例。一个大项目的股份投资者也许愿意承担运营风险和项目风险,但无法承担有关的国家风险。它也许可以通过一笔出口信贷机构担保贷款减少70%的风险,但它仍想避开剩余的30%。于是,它可以作一笔同样期限的信用违约掉期,合同金额为剩余的风险总额,这样一旦该国违约的话,它将会收到现金赔付。该投资者可能会说:我们了解订立合同的对方公司,而且愿意承担有关的项目风险,但我们对于这个国家并不放心。因此,它们(投资者)会支付一定的价格,而一旦国家违约,银行将赔偿相应款项。

唯一的问题是:出口信贷机构是享受额外政府补贴的,银行通常无法与之竞争。但是,出口信贷机构的担保费用仍然是依据模型运算得出的,并未随着近期各个地区经济的发展而变化,其利率一般无

法反映各国的实际状况。

例如,有一段时期,亚洲许多国家的经济形势恶化,因此出口信贷机构对于这些国家的担保收取高额费用。相反,对东欧国家的担保费率极低,因为它们作为前苏联集团的一部分风险很小。而今经济形势已然发生了巨大转变,在东欧已没有多少投资意义,而在亚洲却大有可为。但荒唐的是,俄罗斯的担保费十分便宜,可泰国的费率却高得惊人。

如果一家公司所从事的项目投资能带来预定的收入流,它就可以采取更为复杂的项目融资保值方案。信用掉期可以实行一定的结构式安排,从而使公司在遇到违约事件后仍能获得同样的收入流。

另一种信用衍生产品结构可以保护雇员的利益。如果一批雇员拥有大量的未来福利的话,他们可以支付一定比例的未来酬金以保护自己免受其公司破产的打击。不难看出,这种保险形式可能影响雇员的职业道德,因为雇员可能因此而不顾及公司的利益,反正最坏的后果也不过是被公司开除,但其奖金等一些应得报酬会分毫无损。

尽管上述风险管理方案看来十分诱人,但它们都需要有愿意接受其信用风险的对手。这并不十分容易,商业银行界是它们的最佳应用领域,因为理论上那里有许多大银行希望与其他银行进行信用掉期交易,以降低其自身的集中性风险和相关性风险,或者是利用不同的地区信用风险预期进行套利。但是,即使在银行之间,这种背对背交易也是相当罕见的。为了找到足够的买主以保证市场的持续发展,银行一直在开发新的结构型产品,将对应资产分割成不同的信用风险部分,其期限和特性也随之转变。

这些交易中最简单的一种是用于创造出市场上并不存在的名义资产。市场可能无法提供某一特定期限的投资机会,或者由于投资基金的最长期限限制使其无法投资于那些期限较长的证券等等。

这里有一个将5年期风险转成2年期投资的例子。某一银行可能有一笔为期2年的信贷资金,但它希望投资的债券期限却是5年,于是,可以在此基础上运用信用掉期技术创造出一种2年期名义资产,并与5年期现金资产的违约风险挂钩。一家银行可能有一笔为期5年的贷款额度,但到了第二年

才全部用尽,那么可以用一种远期信用掉期来弥补信贷曲线上的空缺。这一结构也使投资者不必分别买入卖出两种不同资产就可以从较高的远期信贷利差中获益。

这些交易中,还有一些保值者只希望为一部分而不是全部头寸进行保值,或者在一定时期内对其头寸进行保值。在信用掉期中可以通过改变合同金额和期限为他们准确地提供其所需金额与期限的保护。

更为复杂的信用掉期还进一步考虑到在掉期赔付公式与保值者实际损失之间的基础风险。在债券的信用掉期中,在违约情况下对保值者的赔付金额是根据对应债券的买入价计算的。如果该买入价并不能准确地反映其中的风险(比如掉期估价通常是在违约发生后一个月做出的,但后来的事件又压低了最终回收金额)的话,那么可以开发出向保值者赔付本金的某一固定比率的掉期产品,其比率的高低一般是根据同样期限、同样评级和同样证券之历史数据确定的。由于金融中介机构通常很难确定此类公式包含的风险,因而这种掉期产品总是十分昂贵而且费时的。

在这种例子中,交易对手必须确定可能的回收比率。任何一个被要求接受某一固定回收比率的交易对手都必须判断该比率是否公平,判断的基础即现有的资料以及现有债务的市场定价。有关违约赔付更复杂的调整方案可以包括一笔债务的初次损失与二次损失、债务重组和债务的实际回收等。

在更复杂的信用衍生产品结构中,交易对手承担着越来越多的信用责任。有些结构甚至还包括因信用衍生产品而产生的新交易对手风险。

在3年前出现的收益型信用掉期中,买方不仅要向承担违约风险的交易对手支付价格,而且还要定期计算对应贷款或债券的市场价值。最简单的结构为:有正收入的贷款持有人将贷款的所有现金收入——LIBOR加上利差及所有手续费——付给交易对手;作为交换,交易对手将LIBOR返还给银行。掉期合同定期按贷款的市场价结算。任何正向价值变动都由价格支付者(银行)付给违约风险承担者(掉期交易对手);任何负的变动均由违约风险承担

者赔给价格支付者。

在此类掉期中,支付价格由银行实际是在代管贷款,即出租其部分资产并将贷款的经济价值转给第三方。这种交易的动机在于需要在不进行令借款人不安的实际转移的前提下摆脱某一资产。

可如果交易对手与所持有的贷款风险程度相同又将如何?很明显,一家大型投资银行完全没有任何必要将其A+级国家信用头寸出售给一个A-级掉期对手。即使出售的资产是BB级的,这笔交易的效果也会因对手风险而值得怀疑。

更何况还有一个相关性问题。举个例子:如果某一投资银行想甩掉其比利时国家风险,那么它的交易对手究竟是否与比利时经济存在密切联系自然会对整体信用风险产生完全不同的影响。如果是出售给一家比利时银行,那么国家风险可能也会影响到其银行系统。问题在于:首先,必须分析同时违约的可能性,以便对掉期后的信用风险状况进行准确的评估;其次,应该尽可能寻找对所出售的信用风险有兴趣或比较了解的、不相关的交易对手。

计算掉期交易的净信用效果以及逐个审查每一个交易对手都是不现实的。一种解决办法是信用债券。通过出售本利与违约事件相联系的债券,风险出售者并不承担任何与违约风险买入者相关的风险。当违约发生时,债券持有者得到的本金和利息会自动减少。

与对应债券相比,结构型债券总是更为昂贵而且流动性较差。它们相当于一种信用债券,但由于缺乏标准化格式(国际掉期与衍生产品协会正在商议被一位银行家称为“语言中的买卖利差”的文本)加上其中蕴含的风险可能会带来严重的法律纠纷。而且,大多数结构性债券的买主都持信用中立的态度:即他们愿意承担极高的市场风险,但条件是对应债券必须是三A级或双A级的。传统的固定利率投资者并不是结构型债券的大量购买者,也很难说服它们承担信用风险。

于是,吸引投资者购买此类债券就全凭极高的收益率、别具一格的风险特征和强调现货市场很难或无法实现的精心安排之销售方法。

交易的动力在于那些或寻求利差、或对信用有

独特的评价、或希望将资产中的信用风险分离出来以便加以利用、或寻找现有金融工具无法满足的信用等级的人们。例如,目前,市场上 A- 债券极少,即使有的话,也会很快被资产掉期市场所吸收,于是,银行就可以运用信用掉期为投资者提供此类风险债券

即使希望解脱的风险本身已经是高收益的,但是,在扣除结构安排费用后仍要提供高收益率以吸引投资者,对于债券发售者来说还是一个严峻的考验。结构型信用债券市场一直集中在利差较高、分布较复杂的弱势债券,特别是新兴市场信用。

很多银行都把注意力集中在弱势信用上,然后予以重新安排,以便使金融机构买下原来的信用风险或期限无法接受的资产。银行甩掉风险的秘诀即在于创造结构性债券并随后找到愿意承担有关风险的投资者。

与商业银行不同,投资银行无法保留大量巨额资产。投资银行可以持有规模在 2500 万美元或 5000 万美元的小交易,也可以持有同样规模的债券头寸。但是,对于较大的交易,它就不得不寻找风险的买主了。

最简单的信用债券包含着一种固定收入债券的信用掉期。为了换取较高的收益(掉期中的价格减去投资银行的手续费),投资者同意在某一特定借款人违约时按照兑付方案承受本金或利息损失,该损失等于在其所代表的掉期交易中对应证券的票面额与市场价值之间的差额。假如能回收到一定款项,损失会有所减少。

但是,有一种债券结构甚至连提供债券者也颇为担忧,一些银行完全拒绝予以出售。为了提高收益率,某些银行推出了一种所谓零一结构的产品,其特点是:一旦出现违约,投资者损失的不止是利息与本金的一部分,而是全部。

据曾参与此类交易的律师们称,出售它们的银行特意在有关法律文件上反复斟酌,以确保其中词句不会带来任何误解。银行十分明白:如果有哪怕一位客户声称自己并未意识到可能损失一切,银行都会陷入费用高昂的法律纠纷之中。

此类收益率取决于预期的对应资产回收率。如

果投资者在预期回收率为 50% 时可以得到 100 个基本点的费用,那么零一结构则要加倍。

这一结构的问题在于:你必须能够绝对确定对应资产不会出现违约。但是,你是无法绝对确定的。那么,为什么还会有为了收入而对此提供投资的市场呢? 实际情况是:因为有那些自身安危与对应资产的安全性紧密相连的投资者在买入此类产品。例如,一家韩国小银行会乐于参与有关韩国开发银行的类似交易,因为一旦韩国开发银行破产,它也难免倒闭,于是该债券的损失也就无足轻重了。

一篮子交易也开始走红了。其特点是对应物不是某一信用,而是一篮子信用。如果一篮子信用中出现任何一笔违约,掉期的对手则必须赔付特定的违约金。

一篮子概念也已被用于资产掉期市场。你可以买入一笔资产掉期,并向另一个人(通常为交易商)出售一种权利,授权它可以在特定日期以(例如)三笔其他特定信用中的任意一笔替代你所有的债券。交易商只有在可以用一种廉价债券代替一种昂贵债券时才会行使这一权利。该期权不是按照理论定价的,而是完全取决于“对你来说值多少”。交易商可能对某一债券有一定估价,但只要不需要按市场价调整,而且债券的级别并未下调到一定水平以下,投资者并不在意它持有的是哪种债券。

下一步是按照投资者的要求设定特定债券,即设计一种期限与其他条件与对应证券不同的信用掉期。在这方面,新兴市场债券大受欢迎。

举例来说,某一投资者可能愿意购买对巴西的 6 个月信用,但现有信用中的最短期限为 12 个月。那么,我们可以做一笔 6 个月的信用掉期,由此形成一种结构型信用,使投资者只承担 6 个月内巴西违约风险。作为该交易的另一方,投资银行或最终客户则意在为 6 个月内的巴西风险进行保值,其目的或是担心其间出现特殊事件,或仅仅是为了降低总的巴西国家风险头寸。

一笔流行的新兴市场交易应包括流动性最强的证券。认为信用衍生产品可以将国家风险从新兴市场债券中分离出来是一种误解。相反,除非你能找到对信用风险评价迥异的投资者们,否则运用信用