

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

风险管理

<http://www.cfrisk.org>

2010年

综合

6

第 10 辑 (总)

中国金融风险经理论坛组委会

从微观和宏观视角看加强金融体系风险管理

Basel III：确立银行监管的新标杆

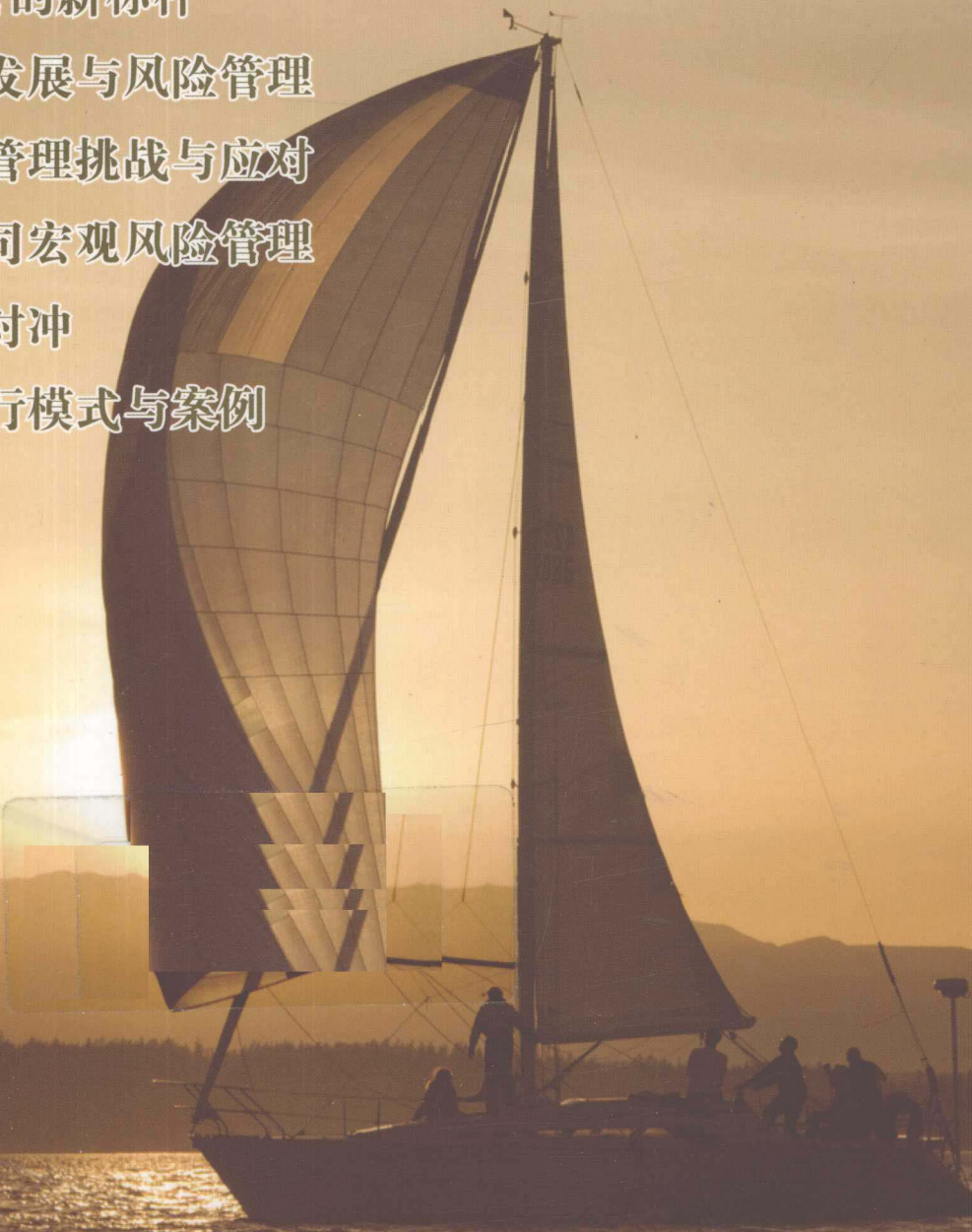
小企业信贷和小银行的发展与风险管理

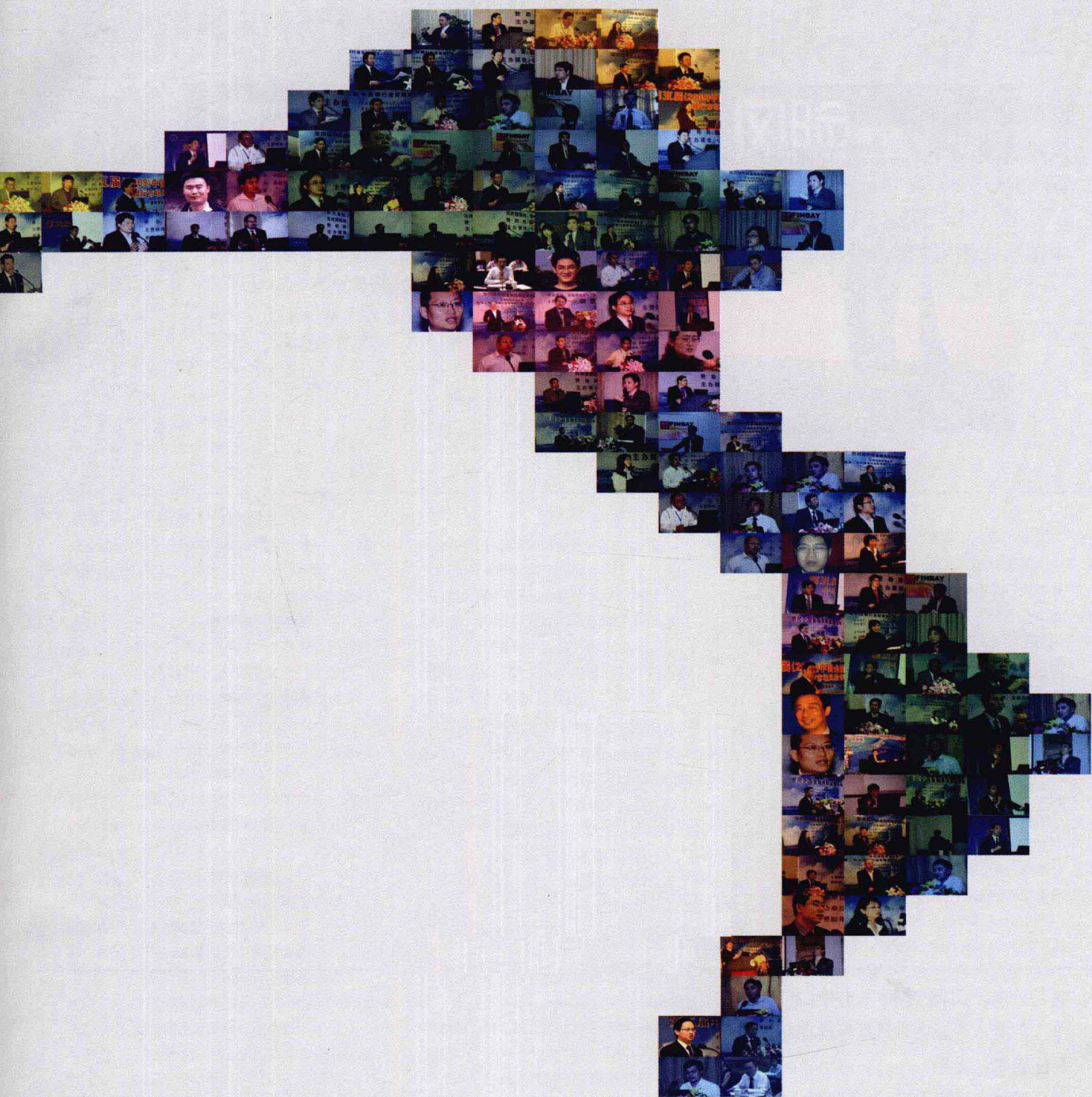
新形势下金融机构风险管理挑战与应对

后金融危机时代保险公司宏观风险管理

按揭证券的估值与风险对冲

内部资金转移定价：运行模式与案例





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与合作；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。

图书在版编目 (CIP) 数据

风险管理. 第10辑 / 中国金融风险经理论坛组委会编.——北京: 企业管理出版社, 2010. 12

ISBN 978-7-80255-745-1

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

中国版本图书馆CIP数据核字 (2010) 第258686号

书 名: 风险管理 (第 10 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 978-7-80255-745-1

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: 出版部 68701719 发行部 68467871 编辑部 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: 2010年12月 第1版 2010年12月 第1次印刷

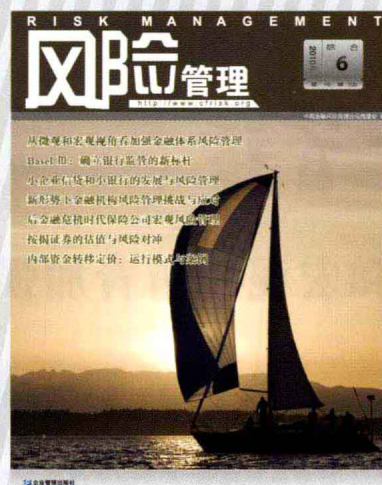
定 价: 180.00元

版权所有 翻印必究 · 印装有误 负责调换

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



编委会：（按首字母排序）

白 涛	中国工商银行审计部总经理	李树华	中国银河证券公司风险总监	文 兵	招商银行新资本协议办公室副主任
毕万英	嘉实基金管理公司首席风险官	李文泓	中国银监会研究局副局长	武 剑	中国光大银行风险管理委员会主席
常 昱	中国银河证券公司风险管理部总经理	李祥林	中国国际金融公司首席风险官	徐 庆	渣打中国零售银行信用风险总监
陈秉正	清华大学经济管理学院教授	李晓磊	中银国际证券公司副执行总裁	许 多	中国农业银行董事会办公室副主任
陈 东	中国人寿富兰克林资产管理公司总裁	林 浩	华夏基金投资风险总监	许 荣	中国人民大学财政金融学院副教授
陈 颖	中国银监会国际部副主任	林清泉	中国人民大学财政金融学院教授	闫冀楠	中国银行信息管理中心副主任
陈忠阳	中国人民大学财政金融学院教授	刘鸿魁	吉林银行副行长	阎庆民	中国银监会上海监管局局长
成 斌	浦发银行操作风险管理部总经理	刘 堃	交通银行风险管理部副总经理	杨兵兵	中国光大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	刘立新	对外经贸大学金融学院金融工程系主任	杨 帆	中国人寿养老保险公司总裁助理
党均章	中国邮政储蓄银行风险管理部总经理	刘瑞霞	中国工商银行风险管理部总经理	杨 军	中国建设银行风险管理部副总经理
David Millar	国际风险管理师协会（PRMIA） 首席运营官	刘宇飞	北京大学经济学院金融系副教授	杨筱燕	中国银河证券公司风险管理部总监
冯 丹	国家开发银行资金局副局长	陆 粮	浦发银行风险管理部总监助理	杨智呈	生命人寿保险公司总精算师
冯燮刚	中信银行风险管理部助理总经理	綦 相	中国银监会办公厅处长	姚英恺	交通银行资产负债管理部总经理
郭宏伟	交通银行办公室主任	任全胜	宏源证券合规部总经理	易卫东	招商证券风险管理部总经理
郭 琳	美国Suffolk大学金融学副教授	石 蕾	浦发银行市场风险管理部总经理	张 波	中国民生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	宋国祥	英国剑桥大学Judge商学院讲师	张晨松	泰康人寿风险管理部总经理
侯晓雷	纽约高盛集团市场风险管理部执行董事	汤洪洋	合众人寿保险公司风险管理部总经理	张守川	中国银行风险管理部副总经理
黄党贵	中国银行天津分行副行长	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
黄金老	中国银行公司金融总部客户关系总监	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
黄志凌	中国建设银行风险管理部总经理	田继敏	中国农业银行风险管理部副总经理	张晓朴	中国银监会政策法规部处长
姜岩松	中国光大银行风险管理部总经理	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
赖金昌	世行IFC中国项目中心副总经理	王 勤	瑞银证券风险管理部总监	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	王胜邦	中国银监会国际监管政策处处长	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	王一鸣	北京大学经济学院教授	周道许	中国保监会政策研究部主任
		魏 丽	中国人民大学财政金融学院保险系副教授	周 玮	中国银行稽核部内控总稽核
		卫筱慧	中国建银投资证券公司副总裁		

编辑：刘吕科 上官丽英 唐宗致 岳磊

美术编辑：苗壮 王蒙

《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）

从微观和宏观视角看加强金融体系风险管理



宣昌能

此次国际金融危机暴露出金融机构自身风险管理方面存在的缺陷，主要表现在：董事会普遍成为“绅士俱乐部”，对管理层起不到制约和督导作用，薪酬激励体系鼓励和纵容过度投机行为；滥用“发起-配售”的经营模式，贷款条件过度宽松，资产证券化泛滥；杠杆率过高，过度依赖短期批发融资。凡此种种，其后果不仅造成股东和债权人的巨大损失，更对金融体系的稳定乃至经济增长造成损害。

同时，从宏观层面来看，危机充分表明针对单个金融机构的稳健风险管理不足以防范系统性风险的爆发。原因在于经济金融体系内存在诸多正反馈环节，如银行拨备、资本充足率要求、公允价值会计准则等因素普遍具有顺周期性，使得单个金融机构的理性行为由于“合成谬误”而引发群体非理性行为。但就微观层面而言，单个金融机构既无动力也无可能实施系统性风险管理。从外部监管来看，微观审慎监管只是注重单个机构的稳健和合规，缺乏从宏观审慎角度进行的系统性风险管理。

自危机爆发以来，国际社会重新审视市场和金融机构的自我约束与金融监管的平衡问题，加强金融监管，从宏观审慎的角度防范系统性金融风险逐渐成为改革共识。从已经出台和当前正在推进的改革措施来看，微观层面的改革内容主要包括：提升审慎监管标准，促进金融机构稳健经营，增强风险意识和风险管理能力。巴塞尔协议III提出严格资本定义、规定资本的扣减项、扩大资本的风险覆盖范围、引入杠杆率监管指标、建立逆周期资本缓冲、完善拨备制度、建立全球统一的流动性监管标准，大幅提高银行业审慎监管标准；金融稳定理事会提高了对金融企

业薪酬透明度的要求，强化市场对金融企业薪酬的监督约束；国际会计准则理事会引入有关金融资产分类和计量的新要求，推动会计准则趋同。在宏观层面，国际组织和各国当局积极研究宏观审慎管理制度框架，强化宏观审慎政策工具，建立减缓顺周期性因素影响的相关机制，提高对系统重要性金融机构的监管标准，完善相应的风险处置和清算安排。这些改革举措致力于在保持金融体系微观主体健康的前提下，提升宏观层面的系统稳定性和抗风险能力。

我国近年来逐步推进的金融领域的改革为成功应对此次国际金融危机奠定了基础。但同时也应该清醒地看到，我国金融机构在风险治理、关键风险管理、风险管理技术和系统方面与国际大型金融机构尚存在差距，微观审慎监管标准尚待进一步提升。当前，我国宜抓住历史机遇，主动借鉴国际金融监管改革的经验，探索构建符合国情的金融风险管理体系。一方面，跟踪研究巴塞尔协议III等最新国际金融标准，制定并完善国内微观审慎监管体系，逐步有序提升金融业稳健性标准。另一方面，从防范系统性金融风险出发，构建以逆周期信贷调控为核心内容的宏观审慎管理制度框架，建立宏观审慎管理和微观审慎监管协调配合、互为补充的体制机制，加强对流动性、杠杆率的监管，完善系统重要性金融机构、市场和管理制度的管理制度。

中国人民银行金融稳定局局长
二〇一〇年十二月二十九日

目 录 CONTENTS

RISK MANAGEMENT

《风险管理》第10辑(总)

2010年 综合第6辑

4 Foreword

卷首语

- 4\ 从微观和宏观视角看加强金融体系风险管理 \宣昌能

6 Professional Commentary

专业评论

- 7\ Basel III: 确立银行监管的新标杆 \王胜邦
- 9\ 以信用风险缓释工具为契机, 合理推动衍生产品市场的发展 \宋玮
- 12\ 我国期货是一个忧伤的行业吗? \欧阳鹏
- 14\ 保险行业风险管理新趋势 \张晨松
- 16\ 爱尔兰债务危机的启示 \杨雨

18 Interview

专题访谈

- 18\ 小企业信贷和小银行的发展与风险管理
——专访浙江泰隆商业银行董事长王钧先生

28 Salon & Seminar

沙龙研讨

- 28\ 新形势下金融机构风险管理的挑战与应对
\毕万英 王雪松 田继敏 王政 罗威 林泓宇

36 Classified Risks

主题风险

信用风险

- 36\ 关于中小企业信用评价问题的思考 \党均章
- 40\ 内部评级体系建设道路上的回顾与展望 \姚奕

操作风险

- 46\ 如何开展银行操作风险识别与评估工作 \王琪

市场风险

- 50\ 证券公司资产管理业务风险管理的思考与实践 \杨维华

流动性风险

- 55\ 流动性风险: 监管的挑战 \巴塞尔委员会

企业全面风险

- 62\ 小企业贷款管理模式和风险控制
——商业可持续发展模式的实践与探讨 \高永刚
- 66\ 后金融危机时代保险公司宏观风险管理 \吉昱华

监管与合规

- 72\ 宏观审慎监管: 原因、边界与实现途径 \王刚
- 77\ 新监管蓝图 \韦林克

82 Risk Technology

风险科技

- 82\ 操作风险资本计量中的保险缓释建模 \冯义国

94 Frontier Lecture

前沿讲座

- 94\ 按揭证券的估值与风险对冲 \章勇敏

104 Case Study

经典案例

- 104\ AIG危机案例分析

118 Theory & Research

理论研究

- 118\ 内部资金转移定价: 运行模式与案例 \李刚
- 137\ 系统性风险与宏观审慎监管研究
——一个文献综述 \宋玉颖 张翌

152 Risk Classroom

风险学苑

风险书评

- 152\ 《金融机构管理: 风险管理的方式》

风险典故

- 156\ 蒙特卡洛方法漫谈

专业英语

- 160\ 巴塞尔委员会2010年12月会议结果

162 Contents in English

英文目录

163 General Contents 2010

《风险管理》2010总目录

专业

PROFESSIONAL
COMMENTARY

评论

宋玮

中国人民大学财政金融学院副教授

以信用风险缓释工具为契机， 合理推动衍生产品市场的发展

2010年10月29日中国银行间市场交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（下文简称《指引》）之后，11月5日中国光大银行作为第一批被批准进行业务的成员，率先与中债信用增进投资股份有限公司进行了国内第一笔交易。这标志着酝酿了近一年的中国特色信用衍生产品—信用风险缓释工具（Credit Risk Mitigation, CRM）正式推出，其对于我国亟待发展的衍生品市场来说具有里程碑式的意义。

张晨松

泰康人寿保险股份有限公司风险管理部总经理

保险行业风险管理新趋势

在全行业加强风险管理的大环境下，保监会在2010年相继出台了《人身保险公司全面风险管理实施指引》、《保险资金运用管理暂行办法》、《保险资金投资不动产暂行办法》、《保险资金投资股权暂行办法》等多项政策。政策的密集出台标志着监管部门对各保险公司的风险管理要求越来越严格，同时也向社会公众展示着保险行业作为分散风险和为公众提供各种风险管理服务的行业的经营理念。



王胜邦

中国银行业监督管理委员会国际部
国际监管政策处处长

Basel III：确立银行监管的新标杆

资本监管和流动性监管改革是危机以来国际金融监管改革的重中之重，2010年12月16日巴塞尔委员会发布了巴塞尔协议 III（Basel III）的文本，确定了资本监管和流动性监管改革的最终方案，标志着国际金融监管改革取得了突破性进展。



欧阳鹏

天琪期货有限公司副总经理

我国期货是一个忧伤的行业吗？

历史事实和现货、期货市场的价格机制说明了期货与中国的物价和股价的疯涨或疯跌无直接关联关系。期货行业不忧伤的标志是期货市场具有对经济发展具有重要作用的价格发现功能、避险功能以及资源配置功能。期货行业不忧伤的标志是期货公司在金融业拥有与高端产业相匹配的人才、管理水平、产品、收益等。



杨雨

中央财经大学管理科学研究所所长

爱尔兰债务危机的启示

爱尔兰的经济经过多年的高速增长，以信贷扩张和以房地产拉动的经济与我国十分类似。因此，爱尔兰的债务危机的教训对我国商业银行的风险管理和金融领域的监管具有十分重要的借鉴意义，主要体现在以下三个方面：首先是银行管理的问题；其次是监管中存在的问题；最后是金融稳定性监管。



Basel III：确立银行监管的新标杆

■ 王胜邦



王胜邦
中国银行业监督管理委员会国际部
国际监管政策处处长

资本监管和流动性监管改革是危机以来国际金融监管改革的重中之重，2010年12月16日巴塞尔委员会发布了巴塞尔协议Ⅲ（Basel III）的文本，确定了资本监管和流动性监管改革的最终方案，标志着国际金融监管改革取得了突破性进展。巴塞尔委员会主席韦林克认为，巴塞尔协议Ⅲ是具有里程碑意义的成就，将显著降低未来银行危机的概率和破坏性、保护金融市场稳定性、促进经济的持续增长。

一、确立金融监管新理念：宏观审慎与微观审慎兼顾

长期以来，银行监管当局主要关注单个银行的稳健性，防止和避免单家银行因经营不慎和过度承担风险而

倒闭，通过增强单个银行的抗风险能力实现银行体系稳定。危机表明，银行监管当局应具备宏观视野，从金融体系稳定的角度出发设计监管标准。巴塞尔协议Ⅲ超越了传统以单家银行资产负债表为核心的监管理念，从金融体系的内在关联性、金融体系与实体经济之间反馈效应等视角，赋予银行监管更加丰富的风险管理含义，主要表现在以下几个方面。

一是大幅度提高交易业务、资产证券化风险暴露、场外衍生品和证券融资交易风险暴露等的风险权重，按照市场剧烈波动时期的风险参数来设定资本要求，以充分反映这些业务内在的系统性风险。另外，大幅度提高交易项目的资本要求，为商业银行退出高风险业务提供了经济激励，有助于降低金融体系的关联性，实现宏观审慎监管目标，而这些业务是金融体系关联性的重要源头。

二是设立缓解银行体系亲周期效应的反周期资本要求，包括留存超额资本和反周期超额资本，要求银行的经济上行期计提资本以吸收经济下行期所增加的信贷损失，从而维护信贷供给的长期稳定。通常条件下银行就应该满足留存超额资本要求，增强经济下行期银行吸收损失的能力；若出现系统性信贷过快增长，银行还需要

根据信贷增速增提反周期超额资本。

三是提高系统重要性银行（Systemically Important Banks, SIBs）的清偿力要求，降低“大而不倒”导致的道德风险。根据金融稳定理事会和巴塞尔委员会的工作方案，提高SIBs吸收损失能力的方式包括建立针对SIBs的附加资本要求（Capital Surcharge）、发行应急资本（Contingent Capital）和自救债券（Bail-in Debt）。

二、强化资本监管标准：提升银行体系吸收损失能力

巴塞尔协议Ⅲ对现行资本监管框架进行了全面改造，除上面提高的扩大资本的风险覆盖面和针对系统性风险设定特殊资本要求以外，资本监管改革还突出了以下几个方面。

一是改革监管资本定义，提高资本工具质量。将资本工具分为一级资本（包括普通股、其它一级资本工具两个子类）和二级资本两类，取消专门用于抵御市场风险的三级资本；实施严格的资本扣除（在普通股层面进行扣除）；按吸收损失能力严格界定各类资本工具的合格标准。

二是引入杠杆率监管标准，作为风险资本要求的补充。巴塞尔委员会决定将杠杆率（一级资本/表内外风

险暴露)要求设定为3%,从2011年开始监控单家银行和银行体系杠杆率的变化情况,2018年纳入将杠杆率纳入第一支柱成为最低要求。杠杆率监管有助于降低去杠杆化过程的负面效应,并为防范风险模型的风险和计量措施提供额外的保护。

三是大幅度提高资本充足率监管标准。根据自上而下的评估(Top-down Calibration)结果,巴塞尔协议Ⅲ将普通股充足率、一级资本充足率和总资本充足率分别确定为4.5%、6%和8%;留存超额资本为风险加权资产的2.5%,必须用普通股来满足;反周期超额资本,0~2.5%,也必须用高质量资本工具来满足。过渡期结束后,正常情况下(无需计提反周期超额资本)商业银行普通股、一级资本和资本充足率应分别达到7%、8.5%和10.5%,若出现信贷高速增长,还需要增提反周期超额资本。对于SIBs,需进一步提高资本要求。

巴塞尔委员会定量测算结果表明,为达到7%的普通股充足率要求,全球94家一组银行(大型银行)需补充5770亿欧元普通股;169家二组银行(中小银行)需补充250亿欧元普通股。

三、建立流动性监管国际标准:推动商业银行融资模式转型

本次金融危机暴露了欧美大型银行过度依赖批发型融资来源的内在脆弱性;并且进一步表明,随着金融市场相互融合,资产的可交易性上升,流动性风险向清偿力风险转化的速度明显加快;没有流动性的银行不可能长久,缺乏清偿力的银行也不可能拥有流动性;流动性与资本都是

维护银行持续经营的必要条件。为此,巴塞尔协议Ⅲ首次在全球范围内建立了两个流动性监管国际标准。

一是流动性覆盖率(Liquidity Coverage Ratio, LCR),衡量短期压力情景下的单个银行应对流动性中断的能力。按照该监管标准,银行持有的高质量的流动性资产必须能够满足严重压力情形下30天内的现金净流出。

二是净稳定融资比例(Net Stable Funding Ratio, NSFR),度量中长期内(1年内)银行可供使用的稳定资金来源能否支持其资产业务发展,捕捉商业银行资产负债表双方期限错配程度,推动商业银行建立更具持续性的融资模式,降低对短期批发性融资的依赖,弱化不同金融市场的风险传染性。

此外,巴塞尔协议Ⅲ还提出了一系列流动性风险监测工具,包括合同期限缺口、无转换障碍的流动性资产、融资集中度、分币种的流动性覆盖率、与市场相关的指标(CDS Spread, 股票价格等),即使监控单家银行乃至银行体系的流动性风险变化。

巴塞尔委员会定量测算结果表明,一组银行的平均流动性覆盖率和净稳定融资比例分别为83%和93%;二组银行分别为98%和103%。为进一步观察流动性监管标准对银行经营行为的影响,巴塞尔委员会对这两个监管标准设定了不同的观察期,银行应于2015年年前达到流动性覆盖率要求,2018年前达到净稳定融资比例要求,观察期内还将进一步修订这两个标准。

以信用风险缓释工具为契机，合理推动衍生产品市场的发展

■ 宋玮



宋玮
中国人民大学财政金融学院副教授

2010年10月29日中国银行间市场交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（下文简称《指引》）之后，11月5日中国光大银行作为第一批被批准进行业务的成员，率先与中债信用增进投资股份有限公司进行了国内第一笔交易。这标志着酝酿了近一年的中国特色信用衍生产品——信用风险缓释工具（Credit Risk Mitigation, CRM）正式推出，其对于我国亟待发展的衍生品市场来说具有里程碑式的意义。依据《指引》的阐释，CRM是指信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证及其它用于管理信用风险的简单的基础性信用衍生产品。CRM的推出满足了市场主体有效管理信用风险的迫切需求，对于信用风险定价机制的形成、解决低信用级别企业融资难题和提高金融市场流动性等具有深远意义，作为一种重要的金融创新将有利于我国金融市场的可持续发展。

一、市场需求催生CRM

截至2010年12月9日，11家交易商达成了23笔信用风险缓释合约（CRMA）交易，名义本金合计19.9亿元人民币，标的债务类型包括短期融资券、中期票据等信用债券，合约期限涵盖了从36天到2.21年不等的各种期限长度。此外，3家创设机构创设的4支信用风险缓释凭证（CRMW）已于11月23日全部创设成功，名义本金合计4.8亿元。上述两类CRM产品推出之后迅速得到市场认可说明交易主体对CRM具有强大的市场需求。信用风险广泛分布于银行贷款和债券市场之中，银行间贷款转让交易系统的启动和国内债券市场蓬勃发展强烈要求一种能够通过市场方式转移和对冲信用风险的交易工具，CRM的推出适应了信用市场发展这种客观要求。

首先，CRM的推出有利于银行风险管理、贷款组合管理和资本管理。作为世界上最庞大的贷款市

场，2009年我国贷款累计新增7.1万亿。CRM的推出有利于银行从被动、静态和事前的信用风险管理逐步转向主动、动态和事中的信用风险管理。同时，CRM有利于银行进行贷款组合管理。长期以来，由于缺乏信用风险的转移机制，信用风险留存资产负债表内，制约了银行对表内资产进行优化配置的能力，导致信贷结构不合理，贷款偏向大型企业，中小企业贷款需求难以满足。从资本管理的角度来看，巴塞尔协议III从质量与数量两个维度提升了对商业银行的资本金要求。虽然金融机构购买CRM是否减少银行风险资产权重，还有待银监会的确认，但是作为资本管理的通行做法，配合资本管理的需要，未来银行合理运用衍生产品转移信用风险也在情理之中。中国人民银行于2010年9月份正式批准成立了银行间贷款转让交易系统，以提高银行信贷资产流动性，满足银行调节信贷规模、信贷结构和贷款余缺的需要。银行间信贷资产转让平台的建立提高了国内信贷资产价格的透明度，从而有利于以银行贷款为标的的债务的CRM交易的展开。

其次，CRM构建了一种有效的信用风险市场分担机制，有利于债券市场发展深度与广度的扩大。目前我国债券市场已经形成了包括企业债、次级债、短期融资券、中期票据、普通金融债以及集合票据在内的多种类信用债形态。截至2010年9月末，金融债券余额已达5.5万亿元，企业债券余额3.3万亿元，两者合计8.8万亿元，银行间债券市场的交易规模已达130万亿元。我国

债券市场的长足发展吸引了众多的市场参与者，但是信用衍生品的欠缺使广大投资者产生了后顾之忧，市场发展的不确定性和交易对手信用等级迁移所带来的信用风险无法通过有效的市场工具来转移和对冲。

二、与西方国家信用衍生产品的差别

根据国际互换和衍生产品协会的定义，信用衍生产品是指用来分离和转移信用风险的各种工具和技术的总称。事实上，信用衍生产品是一个种类繁多、包含了多重衍生和结构性衍生的产品系列：单一产品包括信用违约互换（CDS）和总收益互换（TRS）等；组合产品包括指数CDS和担保债务凭证等；其他产品还包括资产证券化信用违约互换（ABCDS）和外汇担保证券（CFXO）等与资产证券化紧密结合的信用衍生产品。美国版信用衍生产品在金融危机中起到了推波助澜的作用，是促使危机不断扩大的元凶之一。CRM作为中国版信用衍生产品与西方国家主流产品相比有着很大的差异性，CRM具备产品序列及结构简单、标的债务明确、严控参与者交易杠杆、信用风险缓释凭证创新和市场参与者分层管理五大特点，体现了我国发展信用衍生产品“从简到繁、由易到难”的思路和“服务实需、简单透明、控制杠杆”的原则。具体而言，其差别在于以下几点。

首先，不同于复杂的国际信用衍生产品系列，我国的CRM是初级衍生和基础性衍生产品，仅包括信用风险缓释合约和信用风险

缓释凭证两大简单产品，市场交易风险可控。未来的发展也会针对实体经济提出的真实需求、基于我国监管机构的风险监控能力和金融机构的风险管理能力合理设计相关产品，避免过度使用。

其次，国际信用衍生产品对寻求信用保护的债务类型未做任何限制，完全由交易双方自行约定，任何债权均可作为信用保护的标的。而我国的CRM明确信用保护针对某一项特定的具体债务，且标的债务类型仅限为债券和其他类似债务，从而使每笔交易合约都与某一项特定的具体债务对应，交易结构简单明确，较容易判断出市场参与者的真实交易意图。

第三，高杠杆率导致国际信用衍生产品高投机性和高风险性。我国的CRM严控参与者的杠杆比例，虽然《指引》并未对某一具体债务的信用风险缓释工具交易杠杆作限制（凭证除外），但明确将特定市场参与者针对某一具体产品的交易杠杆限制在1倍以内，将特定市场参与者总交易杠杆限制在注册资本或净资本的5倍以内，通过控制交易杠杆防止过度投机行为，有效地降低了市场风险。

第四，国际信用衍生产品基本都以合约的形式出现，合约条款由交易双方在标准文本基础上自行修改约定。我国CRM是标准化的信用风险缓释合约，可以在不同投资者之间买卖转让；从市场运行框架上看，信用风险缓释凭证与债券类似，有创设登记、发行销售、交易结算、注销等一系列流程规范信用风险缓释凭证的管理。由于

信用风险缓释凭证创设实行市场化的登记制度，因而可以对信用风险缓释凭证创设规模进行事前控制，对市场交易情况进行即时监测，便于监管部门的风险控制。

第五，国际信用衍生产品大多在买卖双方之间自由进行，市场化程度较高，产品风险完全由交易双方自行判断并承担。而我国的CRM则实施参与者分层管理的方法来降低市场参与风险。《指引》规定“核心交易商可与所有参与者进行信用风险缓释工具交易；其他交易商可与所有交易商进行出于自身需求的信用风险缓释工具交易，非交易商只能与核心交易商进行以套期保值为目的的信用风险缓释工具交易”。

三、未来发展展望

席卷全球的金融危机启发人们对于高投机性金融衍生产品交易的深刻反思，金融创新一定要符合实体经济的真实需要，衍生产品交易要避免杠杆率过高。长期以来，我国金融创新更多的是供给主导型而非市场需求引致型，以至于金融产品难以满足投资者避险需求，信用衍生产品市场远远落后于实体经济发展的客观需要。因此，我们应该借鉴美国教训，既要防止激进冒进、监管失控，又要避免因噎废食、固步自封，应对市场需求，加强审慎监管，进一步合理、健康地发展我国的信用衍生产品市场。



Is Futures Market a Sad Industry in China?

我国期货是一个忧伤的行业吗？

■ 欧阳鹏



欧阳鹏

天琪期货有限公司副总经理

2010年12月6日《经济观察报》上刊登了一篇题为《一个忧伤的行业 期货“管控风暴”触碰生死线》的文章，这是一篇值得深思的文章。经过20年的发展，在金融行业处于高端地位的期货行业，为何其中流砥柱的期货公司还似乎是金融行业的异类？还长期挣扎在生存线上？针对这些问题，笔者提出一些个人看法。

没有期货，中国的物价是否就不会飙升？中国的股价是否就不会疯涨或疯跌？答案显然是否定的。历史可以很容易地给我们提供相关的支持证据，比如：20世纪80—90年代的通胀时期；1996年1月19日、2005年12月6日开始飚升的股市；从2007年10月16日至2008年10月28日股市从6124.04点到1664.93点的狂跌；近几年中国的大蒜、辣椒、胡椒、生姜、苹果等商品价格的飙升。实际上，期货市场只能反映供需和发现价格，并不能承担起物价上涨的责任。现货市场是靠国家发改委、商业、农业等部门通过调节供需、疏导流通、严防过度投机来进行现货价格管理的。期货市场靠对现货的预期走势发现价格，监管机构要

严防操控期货市场的行为。历史事实和现货、期货市场的价格机制说明了期货与中国的物价和股价的疯涨或疯跌无直接关联关系。

期货行业不忧伤的标志是期货市场具有对经济发展具有重要作用的价格发现功能、避险功能以及资源配置功能。期货行业不忧伤的标志是期货公司在金融业拥有与高端产业相匹配的人才、管理水平、产品、收益等。促进期货行业健康发展的具体措施应该包括：在规范期货市场运作的同时，改变期货公司长期依赖经纪业务佣金和保证金利息生存，过度同质化、大成本运作、恶性竞争的局面；增加期货公司业务新品种、扩大业务范围；加强各种层面的期货人才的培养，与高校联合、与研究机构联合等；加大期货的宣传、大力度地培养期货市场，使得中国期货真正具有定价权，使得中国的企业有避险的能力，提高社会资源配置能力；必须调整期货交易所、期货公司的收益分配比例，使得期货交易所的非盈利性、会员性质实至名归；要各司其责，各有所专，监管机构职责是监管，协会要求自律，交易所提供会员的交易服务，假如多头交叉管理，势必会造成

行业管理成本提高，运营效率降低，行业发展急速；坚决杜绝期货公司间的恶性竞争；逐步增加期货市场的商品期货与金融期货的交易品种；逐步增加期货市场的服务产品，推出经纪业务以外的新业务；逐步让我国期货市场国际化。

当然，风险是无时无刻都存在的，但期货行业的风险是可以管控的。认识期货行业的风险，首先是要知道期货行业的风险点。目前我国的期货公司只有经纪业务，期货经纪业务主要是保证金交易，具有杠杆效应，所以管控好风险保证金比例非常重要，其它的风险还有持仓比例、强行平仓风险、交割风险、流动性风险、市场风险等；期货行业按交易类别来分客户类型有套期保值、套利、高频交易、趋势交易、短线交易，前三者的风险较小，趋势交易和短线交易风险较大。

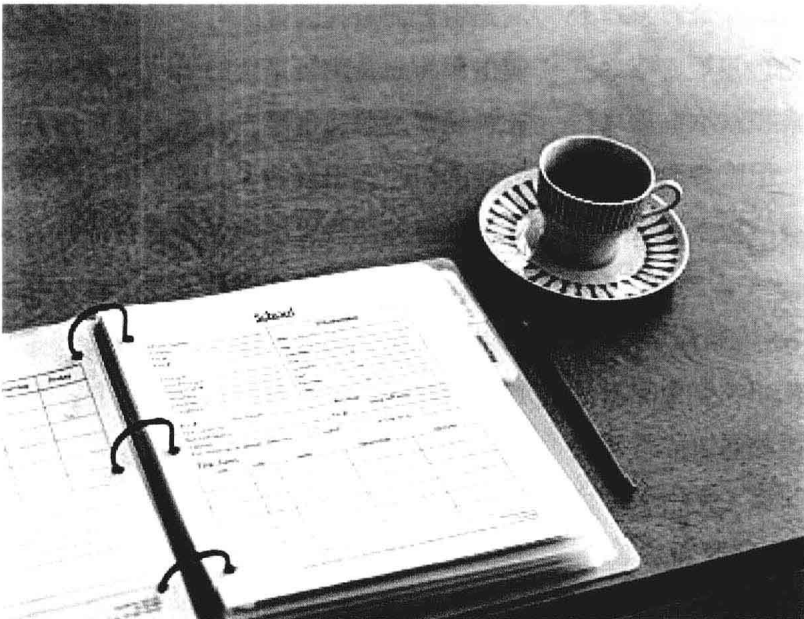
近三年来，我国期货市场监管不断发展，一方面，监管部门坚持以净资本为核心的金融风险管理体系、严格合规风险管理、逐步完善分类监管、坚持狠抓反洗钱，尤其是由于最近通胀形势紧迫，监管办法不断细化，从提高保证金比例、增收手续费、防控“异常交易”，到取消交易所向期货公司返还手续费等措施相继实施；另一方面，近几年监管部门鼓励证券公司收购期货公司，增强期货公司的竞争实力以及抗风险能力；增加期货上

市品种，2009年推出了早籼稻、钢材、PVC，特别是2010年4月16日推出了股指期货；这些举措都促进了期货市场监管与发展的和谐统一。

监管的主要任务是严防操控市场，促进期货市场规范标准的发展，使得我国期货市场成为世界的商品定价中心之一，发展好金融期货，进而促进人民币走向世界。

我国期货市场的风险管理很重要的一个任务是宣传引导和调整客户交易类型的结构和权益的比例，比如：大量发展套期保值客户和套利客户以稳定期货市场，疏导高频交易客户，对趋势交易客户和短线交易客户做好风险控制教育。期货市场的参与者如果通过培训都有较高的风险意识和风险管理能力，期货市场就能较健康稳定地发展。

总而言之，只有期货行业的参与者都明白监管和发展必须和谐统一，这个行业才能不忧伤，才能更加健康和稳定。



New Trends of Risk Management in Insurance Industry

保险行业风险管理新趋势

■ 张晨松



张晨松
泰康人寿保险股份有限公司风险
管理部总经理

近年来，我国保险业一直保持着比较快的增长态势，保险公司往往将抢占市场份额、一味追求保费增长作为经营目标，在一定程度上掩盖了业务结构和管理质量中存在的问题，同时也积累了大量风险。2007年全球金融危机的爆发，虽然并未给我国保险行业带来无法承受的损失，但是也有部分公司受到了金融危机的影响。2009年，结合当时的经济金融形式和保险市场运行的新情况新变化，保监会适时地提出了“防风险、调结构、稳增长”的工作要求。

在全行业加强风险管理的大环境下，保监会在2010年相继出台了《人身保险公司全面风险管理实施指引》（下文简称《指引》）、《保险资金运用管理暂行办法》（下文简称《办法》）、《保险资

金投资不动产暂行办法》、《保险资金投资股权暂行办法》等多项政策。政策的密集出台标志着监管部门对各保险公司的风险管理要求越来越严格，同时也向社会公众展示着保险行业作为分散风险和为公众提供各种风险管理服务的行业的经营理念，本文将对《指引》和《办法》进行解读。

一、解读《人身保险公司全面风险管理实施指引》

保险公司是靠帮客户管理风险来获取利润的，要管理好客户风险，保险公司首先要管理好自身存在的风险，否则将无法保护投保人的权益，从而失去公信力。2007年保监会曾发布过《保险公司风险管理指引》，是我国首次针对保险行业出台的一个比较系统的风险管理监管规定，但其主要内容是比较原则性的。此次出台的《指引》是对《保险公司风险管理指引》在人身保险公司的进一步细化和落实，它对人身保险公司风险管理提出了更加具体的要求和指导。

此次出台的《指引》在很多方面有所创新。比如，首次提出人身保险公司要建立全面风险管理三道防线，使风险管理职责分工更加

明确，并在2007年《保险公司风险管理指引》的基础上进一步细化与统一了人身保险公司的风险分类，将风险分为七类，即市场风险、信用风险、保险风险、操作风险、战略风险、声誉风险和流动性风险。

《指引》也明确要求各保险公司应建立包括风险偏好、风险容忍度和风险限额三个层次的风险偏好体系，并持续监测和报告风险偏好体系的执行情况。金融行业是建立在信用契约基础之上的，它的背后运营原理实际上就是一套数学模型。因此，要管理金融业风险必须要建立更加精良的量化模型，这次出台的《指引》也首次提出了风险计量的概念，要求各公司应逐步使用经济资本方法计量公司风险。对于人身保险公司风险管理的治理结构，此次《指引》也给出了非常全面的规定，对于董事会、风险管理委员会、高级管理层以及风险管理部门的风险管理职责做了非常明确的规范；并且对首席风险官和风险管理部门的独立性提出了特别的要求，这样独立性的要求有利于保证公司风险管理流程的有效性，有利于风险监控与考核的执行。

此外，考虑到资产负债不匹配是人身保险公司特有的重要风

险,《指引》有独立的一章在讲资产负债管理。这一章,体现了全面风险管理的目标不是简单的减少风险,而是要找到风险与盈利的最佳平衡。而资产负债管理是全面风险管理的一个重要组成部分,是人身保险公司最重要的风险管理活动之一。《指引》还要求各公司建立风险预警体系,完善风险指标监测体系,增强对于风险的敏感度,提升风险预警能力。

风险管理实践在国际上也是属于比较前沿的领域,很多方面还处于探索阶段。虽然《指引》在一定程度上已经体现了目前风险管理实践的前瞻性,但随着全球风险管理的进一步深入,《指引》应该不断更新。《指引》的制定是从监管的角度引导人身保险公司从单纯追求业务增长向注重公司的价值、平衡风险的健康发展模式来转变,是我国人身保险行业全面风险管理发展的一个契机。

二、解读《保险资金运用管理暂行办法》

截至2010年8月末,我国保险资金运用余额达到4.3万亿元,是2003年的5倍。从投资渠道来看,其中,债券投资占50.5%,银行存

款占29.7%,权益类资产占16.9%,其他投资占2.9%。《办法》的出台为保险公司改善投资收益率、安全度过负利率时期提供了良好的途径。《办法》出台不久,保监会又发布了调整政策的通知,对保险资金投资政策进一步细化,包括细化大类资产、增加投资工具、整合投资比例等。2010年9月,保监会又相继出台了《保险资金投资不动产暂行办法》、《保险资金投资股权暂行办法》。

从长期资产管理的角度来看新政,此次投资渠道的开放比预期更宽松,有利于缓解保险资金的投资压力。在当前我国经济高速发展的时期,开放不动产投资、未上市股权投资、创业板投资等这些新的投资渠道,无疑会快速提升保险资金的回报率,改善利差损状况,提高偿付能力水平,保障保险公司运作的安全性,提升保险公司的整体价值。投资渠道的开放对于保险公司的资产负债匹配是个利好,有利于改善资产负债匹配状况。比如,未上市投资和房地产投资都可以作为长期投资的选择,这样不仅能够改善保险公司资产负债不匹配的状况,而且在资本市场表现不佳时,仍能保持相当的投资收益,保障

保险业务平稳发展。同时,也为寿险业定价利率的开放提供了有利条件。在投资收益状况明显改善的情况下,寿险公司可以灵活运用定价利率作为竞争途径,改变当前市场的同质恶性竞争状况,有利于保险业的长期健康发展。投资比例的放开,增加了保险资金灵活配置的空间。保险公司可以根据自身发展的需要以及账户特点决定投资分散的程度,灵活选择投资比重,降低投资集中度风险。此外,随着结构调整的持续,保险公司越来越注重企业价值的增长,而投资渠道和比例的扩大在增加投资收益的同时,也可以为保险公司开发具有市场竞争力的产品提供支撑的后盾,从而实现结构调整的重大推进,提升保险公司的内含价值。

投资渠道的创新,在给保险公司带来益处的同时,也使保险公司面临的挑战增加。《办法》对保险资金的决策运行、风险管控、监督等作了详细规定,这对保险资金的安全运作有非常重要的作用。随着系列政策的接连出台,一套较为完整的保险资金运用管理体系已经初步形成。■

Enlightenments for Irish Debt Crisis

爱尔兰债务危机的启示

■ 杨雨



杨雨

中央财经大学管理科学研究所所长

随着房地产泡沫的破灭，爱尔兰5大银行都濒临破产，继希腊之后爱尔兰又陷入了债务危机。2010年10月18日，盎格鲁-爱尔兰银行对外宣布，投资人持有的该行的35亿欧元初级债券将会遭受重大损失，持有该行最低的两级债券的投资人将会分别获得原有投资20%和5%的一次性补偿。爱尔兰试图为对该国五家银行提供的超过450亿欧元的援助计划止损。高昂的援助成本已经导致爱尔兰2010年的预算赤字与国内生产总值之比达32%，创下了欧盟有史以来的最高纪录。因此，爱尔兰于11月28日公布了欧盟的金融援助方案，接受欧盟总额达850亿欧元的援助。

进入2010年12月随着债务危机升级，爱尔兰银行业在存款外流和融资成本激增的双重打击下，对欧洲央行的流动性支持愈发依赖。国际评级机构穆迪投资者服务公司预计，截至目前，爱尔兰6家受政府担保的银行从欧洲央行和爱尔兰央行获得的借款分别已超过900亿欧元和400亿欧元。国际货币基金组织（IMF）17日表示，如果爱尔兰财政压力“无序爆发”，可能会给西班牙、希腊以及葡萄牙造成破坏性影响，甚至可能波及美国和

英国，爱尔兰政府只有进一步削减开支或者找到增加税收的新方法，才能实现到2015年将预算赤字与GDP之比降至3%的目标。

过去十几年间，爱尔兰取得了惊人的经济成就，经济持续高速增长。20世纪中期以来，爱尔兰政府支持高新技术发展，实行科技兴国战略，奠定了其在医药化工和信息通信等领域的国际竞争实力。净出口的逐年增加，同时吸引大量的外来投资，极大促进了爱尔兰的经济发展。从1996年到2007年，爱尔兰平均年经济增长率达到了7.2%。

随着经济的发展，爱尔兰的房地产价格也快速增长，房地产逐渐成为拉动经济增长的主要动力。爱尔兰1996年房地产业占国民生产总值（GDP）的比重从5%提高到2006年的10%。过度宽松的财政货币政策加剧了资金过剩，助长了泡沫膨胀。大批公共工程上马增加了对土地需求，进一步刺激了地价上涨，各种因素叠加共振，使地价、房价飞涨。2007年房地产业就业人数的比1993年翻了一倍，达到13.3%。房产价格从1995年到2007年期间，新房价格增长3.5倍。房价收入比也从4倍增长到10倍，在