

境外衍生品交易的挑战与应对

北京风软 马重

境外期货交易一直是我国期货市场参与者关注的重点,但其发展历程一波三折,有关政策多次调整。目前,共有31家国有大中型企业经证监会批准可以从事境外与主营业务有关的套期保值业务,还有为数众多的企业以及个人以各种形式,迂回曲折,实际参与境外期货业务。

企业通过参与国际市场上商品期货品种的套期保值交易,可以减少商品价格波动所造成的损失,同时,也有利于增加国内企业争夺大宗商品国际话语权的机会与筹码。然而,境外期货交易机会与挑战并存,成功与失败只游离于闪念之间。由于现有交易监管机制的漏洞和缺陷,致使财大气粗而又涉世未深的国内企业一次次遭受断腕之痛,中航油、国储铜、中信泰富、深南电、国航、东航...因参与境外衍生品交易而导致巨额亏损的企业名单至今仍在不断更新。

由于国内期货公司暂时未能在国内合法开展代理境外期货的业务,境外期货公司趁虚而入,先声夺人,以打擦边球的形式逐步开展代理业务。在这些交易中,交易系统由外方提供,无法将风险控制控制在境内,交易费用普遍过高,不完善的跨境管理,导致投资者的合法权益难以真正得到保障。

期货交易的本质决定了它的全球性。中国经济的高速发展呼唤我们在积极发展国内期货市场的同时稳妥地参与境外期货市场,中国金融市场主体融入全球金融市场已是大势所趋,实际操作性不可取,拉弓没有回头箭。然而,面对国有企业参与境外期货交易一再发生巨大损失的令人焦虑的局面,面对境外期货交易管理与需求不相适应的无奈状态,我们应该以新的思维拓展视野,博采众人之智慧,以高科技为突破口,寻找出既有利于市场发展又符合中国国情的应对办法。

应对一:套期保值必须强调与坚持风险可知可控的原则

水可行船,亦可覆舟。期货交易运用得好,可以帮助管理与分散风险,反之,则可能带来灭顶之灾。前者可通过套保实现,后者往往因过度投机或策略不当所致。

国资委、证监会都一再重申企业参与境外期货交易只可套保,不可投机。这一原则本无可非议,问题在于对套保与投机的定义界定不清,实际操作性大打折扣。遭受损失的企业都坚称自己开展的业务属正常的套保行为,而非投机。

从风险管理的角度来看,判断期货交易行为是否属于套保的基本原则应有两条:期货头寸不得大于现货量,同时,风险必须可知可控。

根据已披露的信息,深南电、国航、东航等与高盛、摩根、瑞银等境外投行签署的交易协议都存在一定条件下风险无限放大的情形。因此,不管主观意愿如何,实际效果已构成了投机,或隐性投机。

套保并非免费的午餐,尤其是期权套保,在一定意义上相当于购买保险,是有代价的,而且越是深度价内或离执行期越远的期权成本就越高。因此,企业应根据自己的实际经营情况以及对市场的判断,决定套保的数量大小以及执行策略。套保过度、不足或者套保策略不当,都可能导致无法实现期货与现货之间的有机协调,最终增大企业的运营成本。

申万巴黎基金管理有限公司关于参加深圳发展银行基金定投申购费率优惠推广活动的公告

为答谢广大投资者长期以来的支持与厚爱,经与深圳发展银行股份有限公司(以下简称“深圳发展银行”)协商一致,申万巴黎基金管理有限公司(以下简称“本公司”)决定自2009年6月8日起,在原有柜面渠道的基础上,在深圳发展银行增设开办网银渠道的基金定期定额申购业务,并在网银和柜面两个渠道同步开展“基金定投申购费率优惠推广活动”。现将有关事宜公告如下:

一、优惠活动时间
自2009年6月8日起。

二、适用基金范围
本公司参加本次优惠推广活动的基金包括:申万巴黎盛利精选混合型证券投资基金(简称:盛利精选,基金代码:310308)、申万巴黎盛利强化配置混合型证券投资基金(简称:盛利配置,基金代码:310318)、申万巴黎新动力股票型证券投资基金(简称:新动力,基金代码:310328)、申万巴黎新经济混合型证券投资基金(简称:新经济,基金代码:310358)、申万巴黎竞争优势股票型证券投资基金(简称:竞争优势,基金代码:310368)和申万巴黎添益宝债券型证券投资基金A类(简称:添益宝A,基金代码:310378)。

三、优惠方案
1. 网上银行渠道基金定投申购费率优惠
活动期间,投资人通过深圳发展银行网银办理的基金定投申购业

美国西南航空公司(Southwest Airlines)是近年来套保最为成功的企业之一,其采用包括购买原油与无铅汽油期货、看涨期权、互换等在内的各种直接和间接套保策略,自从1999年开展套保业务以来累计节省了约35亿美元。他山之石,可以攻玉。西南航空公司的成功经验,值得国内有关企业深入研究,借鉴学习。

应对二:坚持避免参与复杂的场外结构性衍生品交易

境外期货市场已有多年的历史,各种基本场内期货交易品种有数百种之多(不包括股票期货),涵盖金属、能源、农产品、利率、指数、外汇等各个领域,基本能够满足国内企业的境外套保需求,也能满足绝大多数投资者的投资要求。场内交易透明度高,价格公平合理,信用风险低,产品性质简单明了,应是国内企业或其它投资者参与境外期货交易的首选与重点。

但从已披露的信息来看,部分企业与境外机构签署的协议包含了复杂的场外结构性衍生品交易,而往往是这些交易,最终导致国内企业的巨额亏损。事到如今,与其归咎于境外对手设陷阱迷惑自己上钩,还不如反躬自省,打破砂锅问到底,为什么总有部分企业甘愿舍弃透明、公开的场内交易,前赴后继地通过风险不易度量与控制的场外衍生品市场进行套期活动呢?

据了解,部分原因是由于信息渠道不畅通,对境外产品了解不够所导致的误解,也有参与交易的相关人员对境外市场与产品认识理解存在偏差的原因。

以国内企业屡屡折戟的航油套保为例。由于除了规模不大的印度综合交易所(MCX)的ATF产品外,国际上缺乏场内航油期货市场,有人便认为必须通过新加坡航油市场参与交易,其实这是一种误解。实际上,世界上许多航空公司采用的是多种策略,包括在纽约、伦敦原油期货市场购买与航油相关度极高的场内原油与无铅汽油期货的间接套保,以对冲价格波动的风险,从而避开风险高交易不透明的新加坡航油纸期货市场,更不用说那些复杂的场外结构性衍生品了。

场外交易除了存在流动性差、透明度低、信用风险高、定价不准确等缺陷以外,其交易环境也不利于有效的监管,甚至有可能为个人谋取私利提供条件。因此,应该从严控制国企在参与境外期货交易中采用场外结构性衍生品。同时,加强与境外主要交易所的沟通与合作,做好境外期货交易产品的市场推广工作,使国内企业更深入地了解与充分利用境外成熟的场内期货期权产品。

应对三:充分发挥专业期货公司的骨干作用

由于各种原因,各企业的境外期货交易大部分直接通过境外金融机构完成,国内的期货经纪公司无法在公平竞争的环境中获利,不得不将这一业务的巨大利润空间拱手相让。可喜的是,政府监管部门对这一业务进行了大量的调研工作,有关试点即将展开,这预示着国内期货公司后发制人的时刻有望到来。

经过多年风风雨雨的实践与磨练,国内期货公司尤其是优质的期货公司已经基本摸索出一套符合国内市场规律的风险防范和化解机制。同时,还培养储备了一大批素质良好的期货交易与市场分析

人才。境外期货交易,应当充分利用期货公司的这些宝贵资源。

可以选择一批优质的期货公司,与海外资金雄厚且风险管理机制严密的期货经纪公司合作,开展境外期货交易业务代理。在积极稳妥的前提下,应逐步将境外期货业务扩展到更多有套保需求的企业,甚至个人用户。

充分利用国内期货公司的资源开展境外期货交易,将有利于疏导客观存在的市场需求,规范与加强市场监管;有利于处理各种涉外法律纠纷,保护投资者的合法权益;有利于期货经纪公司拓展新的盈利模式,打造在国际市场上有竞争能力的中国期货力量。

应对四:采取措施保护国家金融交易数据的安全

近年来,中国已成为国际金融市场上趋之若鹜的热门话题,但凡中国企业国际市场上的一举一动,都会引起竞争对手的关注,成为境外机构的重点研究对象。而在目前的账户设置机制下,国内机构的外盘交易信息基本上全盘暴露,包括机构名称、持仓寸的大小与变化、资金的进出状况等,对国家的金融安全极为不利。

为此,我们提出两种行之有效的办法。

1. 直接购买国外交易所的结算席位
直接购买国外交易所的结算席位。对于交易量大而且交易产品集中于某一交易所的少数机构来说,这一方法可以明显降低交易成本。

从保护商业机密的角度来看,由于交易对手无法利用机会直接获取国内企业的交易数据,因此前进了一大步。不过,问题并不因此而完全解决。因为作为结算成员,虽然可以自己管理账户,但所属的账户信息,包括持仓量的变化,对于结算机构以及后台处理机构来说仍然是公开的。

2. 综合账户(Omnibus Account)
根据美国的监管规定,当期货公司将其两个或两个以上之账户综合起来在另一家期货公司开设的账户时称为综合账户,原期货公司中客户的身份和相关交易细节可以选择全部、部分或者完全不披露。

国外有信誉的期货商基本上都拥有全球主要交易市场的席位,国内期货商通过签署完全不披露信息的综合账户协议与其合作,可解决交易信息暴露的问题,而且成本不高,应是一种更为理想的解决方案。

综合账户在国外证券与期货交易市场的运用已有时日,在期货市场上,综合账户广泛用于期货公司之间的合作,尤其是跨境交易。期货公司可以把一组账户集中到一个综合账户名下,而在另一家经纪商开设账户,无需披露每笔交易所属个人或机构的真实详细信息。

由于所有客户及其相关的交易活动将作为一个整体展现在国外金融机构面前,对方无法(或难以)区分其中持仓头寸的归属,大大减少甚至完全避免国内大型企业期货交易头寸的暴露以及因信息暴露导致的潜在损失,因此可以有效地保护国家金融数据安全。

由于综合账户的交易量集中,还有利于与对方谈判,降低交易费用标准。

执行这一方法的挑战在于风险管理。由于资金往来、保证金计算与风险管理均发生在整体综合账户层次上。综合账户的拥有方必须自己负责具体客户的

账户管理,包括保证金计算与风险管理。因此,国内的期货公司必须具备这种能力。

应对五:研发符合国际期货行业标准的风险管理系统与加强风险管理

风险管理方面将是国内企业参与境外期货交易过程中面临的最大挑战。

目前国内对境内期货交易的保证金实行集中实时监控,风险数据随时都处在有关部门的掌控之中;而对外盘交易则缺乏相应的机制,监管机构或国资委都无法掌握第一手的市场风险数据,只能一次次在事后利用会议或发布新规定等行政手段强化管理,显得十分被动。

由于风险管理能力不足,各期货试点公司以及参与境外期货交易的企业的套保行为主要通过简单的期货交易来实现,不仅不敢轻易涉足复杂的价差交易以及期权交易,连真正有效的套保交易都难以实现,极大地限制了业务的纵深扩展与在国际市场上的竞争能力。

如果采用不披露信息的综合账户设置来避免金融数据的暴露,则对风险管理提出了更高的要求。因为签署综合账户协议的前提之一就是国内的金融机构必须具备采用国际期货市场的行业标准SPAN进行保证金计算与风险管理的能力,这势必离不开现代化的实时风险管理系统。

能用于全球期货期权等衍生品交易的实时风险管理系统是现代高科技的产物,它综合了衍生品风险理论、数学模型与现代计算机技术,加上大量实际市场经验的反馈。国内的这一领域过去一直处于技术空白状态。开发具有自主知识产权的风险管理系统,是我国金融业长足发展和立足国际市场的根本需要。只有真正掌握核心技术,掌握核心模块的原理与源代码,掌握从风险理论到技术实现的全过程,才可以独立自主地有针对性地研发出具有自主知识产权的产品,并不断加以改进与创新,从根本上解决国家金融安全的隐患。

应对六:研发与采用具有自主知识产权的外盘期货交易系统

由于国内过去没有自己研发的外盘交易系统,参与境外期货交易只能完全依赖境外交易机构提供的交易系统。从金融信息技术发展的角度来看,长期依赖于别人,一举一动处在境外机构的控制之下,无法有效保护金融数据安全;而且由于对方可以轻而易举地控制手续费的高低,获取高额利润,失去了竞争中的主动权。

只有通过自己研发的境外期货交易交易系统,方可获取外盘交易的实时数据,实现与风险管理系统连接与整合,真正掌握完整的外盘交易数据控制的主动权。国内前不久已实现了这一目标,并实现与同样具有自主知识产权的风险管理系统相连接。这不仅标志着我国金融高科技产品的重大突破,而且对推动我国境外期货交易具有重大的现实意义。

应对七:加强对境外合作方与结算银行的选择

参与境外期货交易不可忽视境外合作方与结算银行(Settlement Bank)的信用风险。在耳闻目睹一幕幕跌宕起伏惊心动魄的金融事件之后,人们对境外金融机构的信用风险应有更高的警惕。

根据美国期货行业的有关规定,客

户的交易资金必须存放在与期货经纪商自身资金分离的账户中,经纪商即使本身运作遇到了财务麻烦,甚至破产,也无权动用客户的资金。然而,这种保护却有一个例外,即如果期货经纪商的破产是由于客户穿仓破产所致,则其他客户也可能需要承受连带损失。因此,在对境外期货经纪商的资产规模与质量、市场信誉、风险管理能力等深入了解与审慎评估的基础上选择有资质有规模的机构。结算银行的风险问题也应该进入政府监管层的雷达屏。在这次金融海啸的重灾区美国,不仅五大投行全数皆罢,而且商业银行也接二连三地倒闭。如果其中波及到结算银行,则客户存放的结算资金也会受到损失。

以我国参与境外期货交易涉及金额最大的美国芝加哥商业交易所集团为例,目前共有8个结算银行,全部为美国本土银行。一旦这些银行有风吹草动,都有可能对客户客户的资金产生影响。随着中国企业参与境外期货交易的数量不断上升,该集团希望有来自亚洲甚至中国的商业银行参与其结算业务。这对我国银行走出国门,参与国际金融市场的活动,保护中国企业的利益有着深远的意义。

应对八:建立跨部门监管协调机制与高层次衍生品交易风险专家委员会

根据国内目前的监管体制,大型国企的管理归国资委,然而其参与境外期货交易的资格却由证监会负责审批。多头监管,资源共享利用率低,责任不明确,将难以实现有效监管。

同时,由于国内金融交易市场起步较晚,具有实践经验与国际视野的衍生品交易风险管理高端人才凤毛麟角,零

星分散的力量难以解决国家金融创新过程中遇到的许多重大问题,因此,需要集中力量,以对各种衍生品交易涉及到的重大风险问题作出专业而理性的回答,并向国家有关部门提供有建设性的分析与建议。

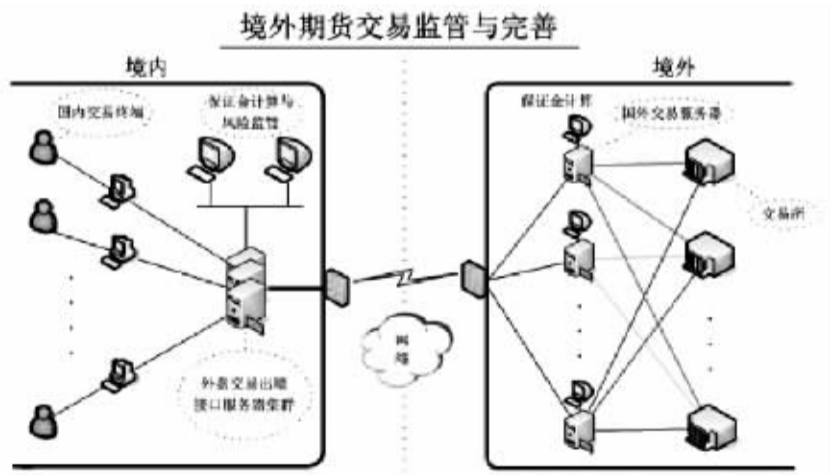
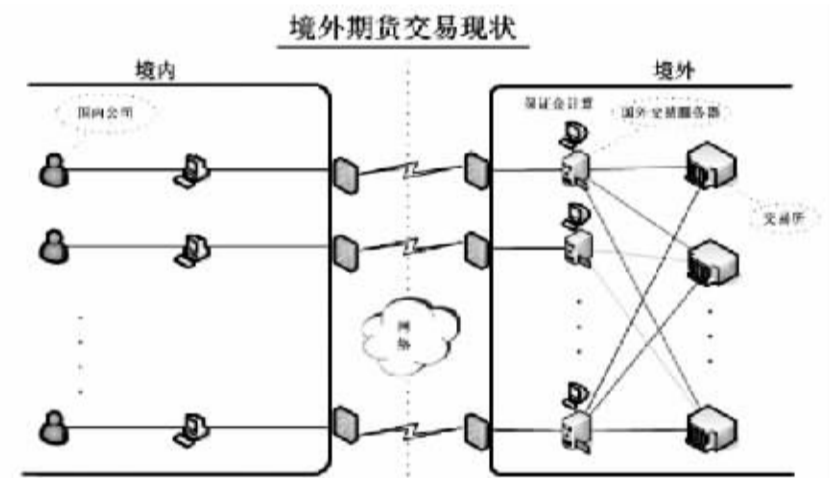
建议由有关部门牵头建立国家衍生品交易监管协调机制,建立一个高层次的衍生品交易风险专家委员会,对全国各行业各系统及境内境外的衍生品交易监管工作进行协调与指导,把各方面的力量及有限的资源连接起来,最大限度地发挥作用。

境外期货市场已经比较成熟,产品种类多,交易策略复杂,而国内熟悉国际市场的有经验的参与者不多。因此,有关部门应加强与国外相关机构的合作,加大对期货期权知识和境外产品的宣传教育力度,加强与国外同行在交易技术、交易策略、风险管理等领域的合作与交流,组织跨行业的高层次期货交易与风险管理研讨会,出版有实际指导意义的高质量研究文章,选择性邀请国际上学术理论与市场经验兼备的业内专家(尤其是已回国或仍在海外的海外华人)来华讲课,等等。通过这些活动,进一步提高我国期货市场的交易水平与风险管理能力。

结束语

国际性是期货交易与生俱来的,一个封闭的期货市场是没有生命力的。中国的期货交易市场只有继续推进和深化对外开放,才有希望在世界金融交易市场中发挥更大的作用。而境外期货交易的平稳发展与有序开放,从长远来说,不仅可以最终满足国内企业、个人的套保与投资需求,也符合国家经济发展与金融市场逐步开放的大方向。

境外期货交易与风险管理现状与改进



说明:
1. 采用自主知识产权的境外期货交易系统,所有期货期权交易数据由境出口出境;
2. 对外采用综合账户,对内各客户分别独立结算;
3. 在各出境接口处安装最新一代风险管理系统,确保境外交易头寸的实时风险监控。

华商基金管理有限公司关于旗下基金参与深圳发展银行定投业务及定投申购费率优惠活动的公告

为了答谢广大投资者对华商基金管理有限公司(以下简称“本公司”)的支持和厚爱,经本公司与深圳发展银行股份有限公司(以下简称“深圳发展银行”)协商一致,本公司拟于2009年6月6日起参与深圳发展银行定投业务及定投申购费率优惠活动。

一、活动时间:
2009年6月6日起全部法定基金交易日

二、参与基金:
华商领先企业混合型证券投资基金(基金代码:630001)、华商盛世成长股票型证券投资基金(基金代码:630002)和华商收益增强债券型证券投资基金(基金代码:A类630003 B类630103)。

三、优惠活动内容:
1. 网上银行渠道基金定投申购费率优惠
活动期间,投资人通过深圳发展银行网银办理基金定投申购业务,原申购费率高于0.6%的,统一优惠至0.6%,原申购费率低于0.6%的,则按照原费率执行。

2. 网点柜面渠道基金定投申购费率优惠
活动期间,投资人通过网点柜面办理基金定投申购业务,均享受基金定投申购费率8折优惠,优惠后申购费率不低于0.6%,如原费率低于0.6%,则按照原费率执行。

四、重要提示
1. 上述优惠仅限于前端收费。
2. 具体业务办理规则请以深圳发展银行的规定为准。
3. 投资者欲了解基金产品的详细情况,请仔细阅读所购买基金的基金合同、招募说明书等法律文件。
五、咨询办法
1. 深圳发展银行
网站:www.sdb.com.cn
客服电话:95501,及各营业网点
2. 申万巴黎基金管理有限公司
网站:www.swbnp.com
客服电话:400 880 8588(免长途话费)或021-962299
欢迎广大投资者垂询、惠顾办理本公司旗下各基金的开户、申购、定投、转换等相关业务。特此公告。

华商基金管理有限公司
二零零九年六月五日

务,享受网银申购费率优惠政策,即原申购费率高于0.6%的,统一优惠至0.6%,原申购费率低于0.6%的,则按照原费率执行。

2. 网点柜面渠道基金定投申购费率优惠
活动期间,投资人通过网点柜面办理的基金定投申购业务,均享受基金定投申购费率8折优惠,优惠后申购费率不低于0.6%,如原费率低于0.6%,则按照原费率执行。

四、重要提示
1. 上述优惠仅限于前端收费。
2. 具体业务办理规则请以深圳发展银行的规定为准。
3. 投资者欲了解基金产品的详细情况,请仔细阅读所购买基金的基金合同、招募说明书等法律文件。
五、咨询办法
1. 深圳发展银行
网站:www.sdb.com.cn
客服电话:95501,及各营业网点
2. 申万巴黎基金管理有限公司
网站:www.swbnp.com
客服电话:400 880 8588(免长途话费)或021-962299
欢迎广大投资者垂询、惠顾办理本公司旗下各基金的开户、申购、定投、转换等相关业务。特此公告。

申万巴黎基金管理有限公司
二零零九年六月五日