

风险管理工具与工具的风险管理

马重

风险是指在一定概率条件下未来可能发生但现在无法确定的不利影响或损失,与金融活动相依共存。不存在没有风险的金融产品,只有风险大小之差,如何度量之别。

衍生品,作为风险管理的工具,其主要功能之一在于分割、转移与管理基础资产对应的风险。然而,衍生品交易的收益与风险都具高度杠杆性,可谓四两拨千斤。衍生品交易在风险转移过程中,可能积聚起巨大的能量,如果处理不当,这些能量可能在局部短时间内释放,造成对机构、市场或社会的影响与冲击。

有人可能会质疑,既然衍生品可能带来巨大的灾难,为什么我们还要发展它呢?

毫无疑问,对于那些没有鸿鹄之志的人,靠自己的双腿走路自然是最为安全的。自行车、汽车、飞机,哪一样交通工具不是在技术进步速度更快的同时,引入了影响力更大更广泛的风险与灾难?难道我们能够舍弃飞机继续依靠双腿在全球各地奔走吗?

衍生品市场之所以能在全世界范围内高速发展,是因为它能够对冲与化解经济发展与金融活动中出现与积累的风险,实现价格发现以及提高市场效率;是因为它给全球经济发展与金融活动带来的裨益,远远超过潜在的弊端。

对于使用衍生品这一风险管理的工具可能带来的风险,只要有严格的监管、科学的态度,加上高科技监控技术的应用,是应该完全可以控制的。

现货交易与衍生品交易的风险区别

衍生品源于基础资产,通过价格发现与风险对冲为基础资产的现货市场(股票、债券、商品、外汇、黄金、房地产等)服务,促使现货交易的市场机制更为完善。

现货交易与衍生品交易有着许多相同点,或相似之处,但也存在着本质的区别:

- 1.主要功能:
 - 现货市场 -- 实现经济利益,以融资投资为主要目的;
 - 衍生品市场 -- 风险对冲、价格发现与提高市场效率。
- 二者相依互补,构成全面、协调、优化的金融市场体系。
- 2.总风险:
 - 现货交易 -- 市场参与者既可共赢,亦可皆输,随着资产泡沫的膨胀或破灭,总风险增加或降低;
 - 衍生品交易 -- 理论上输赢的零和游戏,所继承与转移的风险来自现货市场,本身并不创造(除非存在极端的投机行为)也不消灭风险,在动态调节中维持市场总风险的平衡。

追根溯源,在于现货产品对基础资产的拥有权,使泡沫的产生成为可能,而绝大多数衍生品都是一种金融合约,其依附与衍生特性决定了其价值取决于基础资产,所继承与转移的实际上是现货产品的风险,而且只能在买卖双方之间传递,并不改变市场总风险。

衍生品交易风险的特点

自从资本来到世界,因参与股票、房地产、商品、外汇等现货交易而遭受巨额损失甚至倾家荡产的例子多如过江之

鲫,千姿百态的衍生品不过是通向天国另辟蹊径。

衍生品本是风险管理的工具。然而,水可行船,如果监管不力,转移风险不等于消灭风险,由于衍生品自身的交易特点与操作方式(高杠杆性、复杂性以及虚拟性等),使得其交易风险远远超过现货。

更重要的是,在高度计算机网络化的时代,如果监管不力,运用不当,风险在市场辐射范围内的转移过程中积聚的巨大能量,可能在局部短时间内释放,从而对金融机构、资本市场乃至社会造成严重的影响与冲击。因此,衍生品市场的风险识别、监控与管理比任何其它市场都更为重要。

可以毫不夸张地说,风险管理是衍生品交易中的重中之重,核心之核心。如何有效地防范金融风险,管理好风险管理工具的风险,不仅在世界范围内是一个尚未被解决的棘手问题,对我国金融行业也是一个极具挑战的难题。国内国际风险管理的现状

中国的衍生品市场历经 20 载的风风雨雨,逐步壮大,已经成为全球金融市场上最吸引人的亮点。

在这一过程中,有关监管部门在衍生品风险管理方面做了大量卓有成效的工作,在参考国际市场成熟经验的基础上,不断摸索总结,建立了适合国情的制度与风险管理机制,大体上能够满足目前交易水平下对风险管理的需要,例如:

- 建立了期货保证金监控中心;
- 电子拍照与开户实名制;
- 净资本监管体系;
- 在银行、期货公司强制性设置首席风险官。

同时也应当清醒地看到,处于“新兴加转轨”阶段的中国衍生品交易市场尽管已有令人瞩目的发展,但毕竟起步时间短,总体水平不高,许多市场的基础设施建设与成熟市场相比差距还很大,有些问题是由于市场的快速发展而被暂时地掩盖住了。

而风险管理,毫无疑问仍是中国衍生品交易市场最薄弱的环节之一。

从表面上来看,市场上对风险管理的重要性已是耳熟能详,但实际上大多数市场参与者对现代风险管理理论与实际应用了解甚少,高、中端的专业管理技术与人才紧缺,风险控制手段匮乏,技术落后,风险静态计算,模式简单低效,往往限于被动的事后“灭火消防”,缺乏主动的分析预测工具等等。

近年来国内的研究人员在风险管理方面也十分活跃,立课题,出成果,发表文章,开研讨会,数量可观,可惜由于缺乏实际工作经验,许多研究只能停留在对国外现成理论的重复分析、论证上,鲜有独创性的突破。

在没有期权交易,资金效率未被提到议事日程,而且市场尚未完全开放的情况下,国内现行的风险管理机制基本可满足要求。然而,随着市场的发展,这种状况是必须要改变的。

衍生品保证金的更新换代

衍生品交易是基于保证金进行的,保证金制度是衍生品交易与结算的核心制度,也是衍生品市场风险管理的基石。

保证金制度的实施,降低了衍生品交易的成本,使交易者用较少的资金交易数量更多的产品,发挥了衍生品交

易的资金杠杆作用,促进了各项市场功能的发挥。保证金为衍生品合约的履行提供了安全可靠的财力担保,每一笔交易和持有的每一手合约都具有与其面临风险相适应的资金,交易中发生的盈亏不断得到相应的处理,杜绝了负债现象。

保证金的主要功能包括:
●风险管理 -- 如果保证金水平过低或不合理,有可能导致违约风险发生的概率上升,破坏市场安全,最终对整个市场的利益造成损害;

●市场调节 -- 过低的保证金会加大交易者赌博的心态,造成市场过度投机,加大市场风险;保证金水平过高,交易成本增加,资金流动性将会降低,市场功能的发挥就可能受到影响;

●市场竞争 -- 资本无国界,国际资本总是千方百计寻求资金回报最高与投资成本最低的地方。随着我国金融市场的逐步开放,衍生品领域将不可避免地面对全球市场竞争的挑战,缺乏高效的资金使用效率,竞争力将大打折扣。

中国期货市场目前的实际交易保证金水平,除了刚上市不久的股指期货人为调高至 15-18%以控制投机以外,大体维持在合约面值的 6-8%之间。

如果仅就单笔交易来说,中国的交易保证金水平并不算高,与国外的收取水平相差不算太大。例如,交易一手美国玉米期货,约需保证金 1000 美元,而交易同等数量(重量)的大连玉米期货,折合保证金约为 2000 美元,相差不至于令人瞠目结舌。

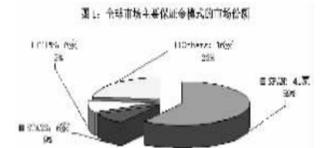
问题的关键是境外成熟市场普遍采用净额制计算,而国内则按照总额制计算,加上没有产品相关性与时月价差的折抵,使得国内合约组合的保证金与国外相比往往要高很多。

例如,投资者做美国标准普尔 500 的跨期套利,买入一手 9 月份的期货,同时卖出 1 手 12 月份的期货,那么按照国际通行的保证金计算标准,只需要不到 200 美金,相当于不到单笔交易成本的 1%,这反映了价差交易的实际风险,而国内由于不考虑风险对冲,双向收费,对于同数量的类似产品,其保证金收取可达成熟市场的 50-500 倍!可见二者之间差别之巨大。

不仅如此,国内以固定比例分段收取保证金的计算模式虽然简单实用,通俗易懂,能解决简单的期货保证金计算,但难以适应合约数量庞大而且风险非线性化的期权保证金计算。

全球 90%左右的交易所,包括中国的香港、台湾地区,早已采用先进的基于风险的投资组合保证金模式,这些模式(市场份额见图 1)包括:

- 标准投资组合风险分析系统 (SPAN)
- 市场间理论性保证金系统 (TIMS)
- 理论与数字模拟系统 (STANS)
- EUREX 模式
- 窗口法 (OMS II)



投资组合模式的核心是:在一个组合中所有合约之间或多或少存在着某种与时间、产品、风险特性相关联的作用与关系,它们应该在风险计算中反映出来。例如,同类型产品中两个方向相反的合约通常不会因为价格变化而导致损失同时出现,它们的风险会相互抵消。如果在计算中考虑这些因素,就可以把实际风险精确地计算出来,得到保证金的最佳数据,从而在确保安全的前提下实现投资成本最佳化,有利于提高市场与资金的运作效率。

中国目前的保证金计算属于传统模式,在世界期货市场发展早期曾被广泛采用过,但由于是非风险性非动态化的,不利于提高市场的竞争力,因此,除了少数几个亚洲地区的交易所以外,已基本上被抛弃。

随着国内期货市场的发展,交易品种不断增多,交易策略日渐复杂,期权上马在望,中国现有的保证金模式明显落伍,难以适应新形势,更新换代将是大势所趋,不可避免。

风险控制、市场调节与市场竞争的统一,应该是一个高效的保证金系统追求的最高境界。一个简单而粗糙的保证金系统是难以推动市场向前的,只有那些先进而成熟的保证金系统才可以达到一石多鸟的效果。中国市场的管理者对此应有前瞻的眼光和科学的态度,积极推动衍生品市场的保证金研究与升级,尽快把保证金应用与风险管理水平提高到一个与上升中的金融大国地位相称的高度。

先进的风险管理系统

“工欲善其事,必先利其器”。我们正处于速度快得令人目眩的电子交易年代,面对的是复杂而多变多端的衍生品交易市场,无论我们如何制定和完善各种风险管理制度与措施,计算机实时风险管理系统的都将是整个风险管理体系中无可取代的核心环节。

没有先进的风险管理系统,缺乏科学化的技术手段支持,将无法精确、有效、及时地度量与分析衍生品交易风险,无法对未来风险变化趋势作出判断与预警,风险管理只能在低水平上徘徊而难以有突破性的提高,有效的风险管理将只是一句空话。

近年来,全球衍生品交易市场异常火爆,对衍生品风险管理的技术需求大增。根据有关统计数字,目前金融信息市场的规模在 160 亿美元左右,其中用于衍生品风险管理的技术投资支出约为 30-35 亿美元,并且每年将会有 15-20% 的高速增长,明显高于其它信息技术的支出。

自 2003 年中信银行率先在国内全盘引进国外核心系统开始,海外的金融信息系统开始蜂拥而来。各大金融机构以及国家部委纷纷引进各种银行核心业务系统、证券外汇债券交易平台,以及市场报价资讯系统。

而境外衍生品交易风险管理系统引入,很大程度应归功于 2004 年 3 月银监会发布的《金融机构衍生品交易业务管理暂行办法》。根据这一要求,衍生品交易系统与风险管理系统必须做到从前台到后台的自动连接。为了能获得开展衍生品交易资格的许可证,各商业银行不得不花巨资引进其中不可缺少的风险管理系统,因为国内在这一领域基本上为空白。

相对于财大气粗的银行,大多数期货经纪公司都无力购买昂贵的能与国际市场接轨的高端衍生品风险管理系统。幸亏国内市场目前相对封闭,产品类型单一,资金效率不被重视,且境外产品短期内进不来,在这种环境下,相对简单的风险管理系统也可以勉强应付。但可以肯定,这种低效粗放的风险管理局面终究是要改变的。

在中国金融市场走向世界的过程中,引进外来系统是不可避免的,也是应该的。借鉴国外先进的风险管理技术与理念,有利于尽快地把我国的风险管理水平提高到一个新的高度。然而,引进技术也必然存在一些不容忽视的问题,例如:

- 本土化 -- 用户界面的中文文化是最表面最容易实现的任务,更重要的是产品的融合,模型的修正,参数的调整。否则的话,花大钱引进的可能只是个摆设,好看不好使,无法发挥作用;
- 安全性 -- 无疑可能给中国金融信息安全带来隐患;
- 成本费用 -- 昂贵,且由于缺乏经验与话语权,往往被迫购买不必要的模块;
- 后续服务 -- 维护、升级、沟通语言问题。

作为一个发展中的经济大国,在国际金融活动中长期依赖别人的技术注定只能受制于人,而根本出路只有一条,那就是自己研发具有自主知识产权的高端衍生品风险管理系统,掌握其核心技术。只有这样,方可真正掌握风险管理 with 竞争的主动权。

境外交易的境内风险监控

虽然国内目前尚未正式开放境外期货交易,但跨境衍生品业务一直在进行中,例如,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,6 家期货公司通过香港的分支机构,试点代理境外期货交易。另外,还有大量企业以各种形式实际参与境外期货交易。

参与境外期货交易,有利于增加国内企业争夺大宗商品国际话语权的筹码,同时可以减少商品价格波动所造成的损失。然而,境外期货交易是机会,也是挑战,从中航油、国储铜到中信泰富、深南电,还有许多尚不为人知的企业,一次次付出了惨重的代价。

我们并非没有风险管理机制。按照国资委的规定,从期货交易人员、结算人

员、资金调拨人员、风险管理人员、合规经理到主管领导、总经理,需要层层逐日、逐周、逐月汇报。同时,从事金融衍生品业务的大型国企央企必须按季向国资委上报所从事的七类金融衍生品的交易情况。

问题是,我们在涉外衍生品交易的风险管理方面,既缺乏高端人才,又缺乏科技手段,只能大量依赖各种制度与行政手段。

不难想像,在 21 世纪的今天,面对变化莫测的全球衍生品交易,仍然依赖文字汇报进行监管实属落伍。须知,当市场出现急剧波动时,每一分钟的信息都可能对高层决策至关重要,每一天的延误都可能决定一个企业的生死存亡。

可以回顾一下新加坡中航油事件。从 2004 年 10 月初发现问题到 11 月底最后决定斩仓,实际亏损从 1 亿美元飙升到 5 亿余美元,相当于在最后的决策过程中,每日损失一千余万美元。如果身在北京的集团领导当时能及时获知每天的延误都将导致企业致命的伤口淌血不止,其决策的速度与力度恐怕会大不相同。

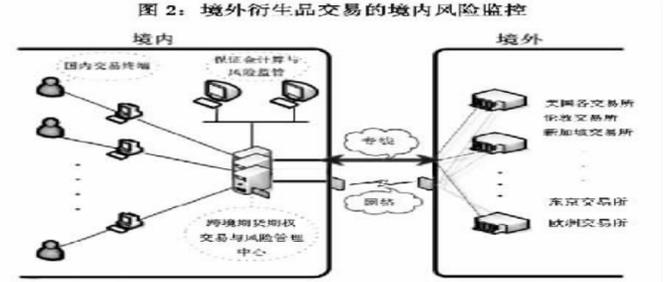
同时,由于缺乏有效的风险管理手段,境外期货代理业务缩手缩脚,没有活力,提高金融竞争力成为一句空话,并可能导致本国投资资金外流。

目前国内通过保证金监控中心,随时掌控市场的风险数据(虽然中心设立的初衷是防止保证金挪用,而非风险管理),而对外盘交易则缺乏相应的机制,监管机构无法掌握第一手的市场风险数据。

显然,风险管理仅靠内部监控事后汇报是不够的,仅靠制度与行政手段强化管理也是不够的。

根本出路,就是必须利用现代科学技术手段,在境内实现对境外交易的主动、多层次、远距离、实时风险监控。

面对全球衍生品交易的挑战,国内的监管者若参与机构别无选择,在加快引进利用高端风险管理人才,建设一流风险管理团队的同时,必须加快研发与利用具有核心技术并符合国际标准的风险管理系统,实现从证监会国资委(或第三方监控中心)到企业总部、风险管理部门的主动、多层次、远距离、实时风险监控,提高风险分析与预测能力,积极应对市场的风云变幻,最大限度地把握境外衍生品交易的风险控制在境内。否则,境外衍生品交易与代理业务的有效风险管理只会是一句空话。



后金融危机时期中国衍生品市场发展之路 (5)

证券代码:000005 证券简称:世纪星源 公告编号:2010-023

深圳世纪星源股份有限公司关于车港工程最新进展的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

深圳车港是 1995 年由深圳市计划局正式批准的在皇岗口岸内修建的香港私家车过境配套设施项目,最初作为增辟皇岗/落马洲旅客新通道的深港十大工程项之一立项,并在深圳市政府口岸办公室与本公司正式签订《合作开发“深圳车港”协议书》后开始动工建设。该项目立项时设计的商业模式是提供对香港私家车车主的有偿泊车服务。

2002 年,当深圳车港一期的主体建筑完工后,粤港两地政府正式提出将已建成的深圳车港主体纳入皇岗口岸“一地两检”实施试点,因此其商业模式从原来计划的向香港私家车主提供有偿泊车,改为由实施“一地两检”的政府向我公司租用。因该方案实施需对车港主体的功能和路网进行新的改造,原立项所规划的“旅客新通道”的私家车过境泊位的功能因此失去,该工程建设也因此中断。

2006 年深圳市政府又调整了规划,取消在皇岗口岸进行“一地两检”的试点计划,提出关于皇岗口岸旅客及出入境场地、安检场地、改造工程的重新规划,新的规划出现的最大修改是:0 车港建筑主体的首层大部分改建为类似写字楼功能的出境大厅;1 二层至六层的停车楼层入口从香港落马洲过港方向改造为与境内市政路网衔接,该项规划调整,将车港项目运营的商业收入模式彻底改变,即车港的商业收入模式,由“一地两检”的政府租用改变为与市政路网连接的普通经营性停车场的模式。

该项规划的变动,涉及车港工程投入使用前新增分项工程如下:

- 1、首层大堂功能改变为出入境大厅的装修工程;
- 2、接驳市政路网的回旋引桥工程;
- 3、首层功能改变后的建筑主体的消防改造工程;
- 4、接驳境内人流的人行天桥工程;

5、对应首层成为出境大厅旅客及客货监管区所要求的二层以上的外墙围网及隔离防护装饰等。

以上 5 项分项工程中,属政府负责的有第 1、第 2 项的全部,第 3 项的部分;属本公司承建范围的有第 3 项的部分和第 4 及第 5 项的全部。

鉴于近日有部分投资者咨询车港工程进展情况,现本公司将车港工程的相关以上 5 项工程进展披露如下:

第 1 及第 2 项工程,因相关搬迁工作延期,工期顺延,按照口岸旅检出境场地改造工程的有关数据,第 1 项工程预计于 2010 年 9 月底完成所有土建工程,进行查验设备安装阶段。第 2 项工程相关搬迁工作正在协商,工期相应顺延。

第 3、第 5 项工程,目前已完成 90%,按照本公司与口岸办协调配合进度,该工程预计可于 2010 年 9 月完成。

第 4 项工程中的 4# 人行天桥,因其位于口岸监管区内,为确保出入境旅客及车辆正常通关,无法按照设计图纸施工。2010 年 7 月,经报请深圳市口岸办公室同意,将原设计混凝土结构改为钢结构,缩小施工作业场地。目前该工程已按钢结构施工图纸开始施工,预计 8 月 15 日完成桩基工程,10 月 31 日前可完成上部结构的施工。

按照口岸旅检出境场地改造工程的有关数据,政府负责的工程预计于 2010 年 9 月底完成所有土建工程,进行查验设备安装阶段。考虑到与口岸配套同步,本公司预计除第二项分项工程仍存在延期的不确定外,其余工程竣工验收时间为 2010 年年底。

深圳世纪星源股份有限公司 董 事 局
二〇一〇年八月十日

证券代码:600356 证券简称:恒丰纸业 公告编号:2010-021

牡丹江恒丰纸业股份有限公司 2009 年度利润分配实施公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示:

- 拟派前与拟派后每股现金红利
- 每股现金红利(拟派前)
- 每股现金红利(拟派后)
- 股权登记日
- 除权(除息)日:2010 年 8 月 17 日
- 现金红利发放日
- 现金红利发放日

一、通过分配、转增股本方案的股东大会届次和时间
牡丹江恒丰纸业股份有限公司 2009 年度利润分配方案已于 2010 年 6 月 23 日召开的 2009 年度股东大会审议通过,股东大会决议公告于 2010 年 6 月 24 日刊登在《中国证券报》、《证券时报》及上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)上。

二、分配、转增股本方案
(一) 发放年度:2009 年度
(二) 发放范围:
截止 2010 年 8 月 16 日下午上海证券交易所收市后,在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的全体股东。
(三) 本次分配以 193,000,000 股为基数,向全体股东每 10 股派发现金红利 3.81 元(含税),扣税后每 10 股派发现金红利 3.429 元。本次分配共计派发股利 73,533,000 元。

三、实施日期
(一) 股权登记日
● 股权登记日
2010 年 8 月 16 日
(二) 除权(除息)日:2010 年 8 月 17 日
(三) 现金红利发放日
● 现金红利发放日
2010 年 8 月 20 日

四、分派对象
截止 2010 年 8 月 16 日(A 股股权登记日)下午上海证券交易所收市后,在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的全体股东。

五、分红、转增股本实施办法
1. 牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司、凯士华纸业投资有限公司、黑龙江辰能投资管理有限公司、黑龙江省投资公司等 4 个股东由公司直接发放。
2. 除上述 4 个股东外,其余无限售条件流通股的红利委托中国证券登记结算有限责任公司上海分公司通过其资金清算系统向股权登记日登记在册并在上海证券交易所各会员单位指定交易的股东派发。已办理指定交易的投资者可于红利发放日在其指定的证券营业部领取现金红利,未办理指定交易的股东红利暂由中国证券登记结算有限责任公司上海分公司保管,待办理指定交易后再进行派发。
3. 持有 A 股的个人股东,按照财政部、国家税务总局 2005 年 6 月 30 日发布的《关于中国居民企业向 QFII 支付股息、红利、利息代扣代缴企业所得税有关问题的通知》的规定代扣企业所得税,扣税后每股实际发放现金红利人民币 0.3429 元。
4. 持有 A 股的合格境外机构投资者(QFII)按照国家税务总局 2009 年 1 月 23 日发布的《关于中国居民企业向 QFII 支付股息、红利、利息代扣代缴企业所得税有关问题的通知》的规定代扣企业所得税,扣税后每股实际发放现金红利人民币 0.3429 元。
5. 对于 A 股除 QFII 以外的其他机构或法人投资者,由本公司委托中国证券登记结算有限责任公司上海分公司按照税前每股现金红利 0.381 元派发。
六、有关查询办法
1. 咨询电话:牡丹江恒丰纸业股份有限公司董事会秘书处
2. 联系人:刘新欢
3. 联系电话:0453-6886668
4. 联系传真:0453-6886667
5. 联系地址:牡丹江市阳明区恒丰路 11 号
6. 邮政编码:157013
七、备查文件目录
牡丹江恒丰纸业股份有限公司 2009 年度股东大会决议及公告。

牡丹江恒丰纸业股份有限公司
日期:2010 年 8 月 11 日