



您的位置：首页 - 文章选登

利率互换“换”来发展新阶段(崔嵬；2月17日)

文章作者：崔嵬

利率互换是OTC市场上交易最为活跃的利率产品之一，自二十世纪八十年代初引入以来，利率互换已不再仅仅是某一类具体产品，而是一种金融工程技术和创新思维的代名词。

去年笔者曾经拜访过北美的一家著名银行，在其交易室学习交流了两周，该银行的交易中心共有几百名交易员，按照金融市场业务划分为几个小组，每个小组位于交易大厅的一隅。给笔者留下印象最深的是，摆放在每个交易员面前的交易终端上大都显示着“SWAPM”字样，互换交易遍布于交易室的每一个角落，据该银行交易中心的人员反映，互换交易大约占其全部交易的80%以上，其中利率互换交易量最大且最活跃，足见利率互换在这些银行是何等重要的一类中间业务。

我国银行间市场近几年呈现了突飞猛进的发展势头，交易规模屡创新高、市场主体不断扩大、产品类型不断丰富，但总的来说交易多集中在短期品种上面，虽然政府债期限名义上已横跨30年，可实际发行期限仍以短期为主。对金融机构而言，管理中长期利率风险的品种还相当缺乏。

从国际市场经验来看，利率互换的期限通常在2-15年，它是一类很好的管理中长期利率风险的金融工具。因此，发展利率互换交易是金融机构自身发展的内在需要。

主动负债是银行类金融机构的重要特点，其资产和负债的有效管理是一项技术含量很高的工作，它需要做到两者的合理匹配。目前我国的银行一方面承受着高储蓄率的压力，另一方面又面临着资产类型相对贫乏的现状，给银行管理敞口风险带来了一定困难。如果引入利率互换，这些问题就会较容易解决，由于利率互换采用的是名义本金概念，因此可根据敞口头寸的大小设计合理的利率互换交易，故灵活性较高。

利率互换作为一类重要的利率衍生品，本身也存在一定的利率风险，但与债券类产品相比，市场风险相对要小一些。以标准型的利率互换为例，如果固定利率、浮动利率的支付频率相同，那么每次利息的支付只是一个净额，同时又没有本金的交换，违约风险就仅仅局限于对方应该支付的利息上，因此利率互换的市场风险相对要小一些。利率互换的这个特点对银行这些以稳健经营为主的机构来说是十分理想的金融工具。

在国外的货币市场和固定收益市场上，基准性的利率曲线常见的有两种，一种是众所周知的国债收益率曲线，还有一个十分重要的曲线就是利率互换曲线，许许多多的金融产品都是以此为基础进行定价的。无论从理论上还是实践上，这两类曲线都具有很强的联动关系，这种联动关系促进了市场良性发展。

由于利率互换包含了市场对远期利率走势的预期，利率互换曲线与国债收益率曲线具有同等重要的意义，这对当前我国银行间市场的发展具有十分重要的现实意义。

我们知道，近几年银行间债券市场的发展是有目共睹的，但至今还没有形成一条被广泛接受的起基准作用的国债收益率曲线，原因有多方面，如现行制度还存在不合理的地方、债券的持仓结构不合理、主体同质单边市现象严重，造成国债收益率曲线的稳定性不够。由于这些问题不是孤立的而是交织在一起的，短时间内难以有效解决，因此近几年在推动基准收益率曲线的建设方面进步缓慢。

相反，利率互换反映了市场对未来利率走势的预期，由于本金是名义的，受实际资产的影响较小，由此形成的基准利率曲线代表性强、稳定性高，其内在的联动关系从另外一个角度也有助于国债收益率曲线的完善。

利率互换市场的发展是银行间市场发展的重要组成部分，同时对解决目前市场发展中许多棘手的问题也不失为一条新路子。

一般而言，各种机构投资者对利率互换都有需求，利率互换的参与主体是多样的，既有银行类金融机构，又有非银行类金融机构，更有企业等非金融机构，还有政府有关部门。主体的多样化有助于建设一个多层次的市场体系，实现批发市场与零售市场互联。同时，对加快推进我国利率市场化改革也具有十分重要的意义。

众所周知，我国目前事实上存在两套利率体系，一套是存贷款利率体系，一套是银行间市场利率体系，这两套利率还存在较大差距，银行间市场利率已完全市场化，而存贷款利率尚未实现真正的市场化，只有存贷款利率市场化才是真正意义上利率市场化。推出利率互换交易可加快两套利率体系的联通和相互融合，有助于加快利率市场化改革的步伐。

此外，目前公开市场操作主要倚重于央行票据，在利率互换推出后，央行公开市场操作的手段自然也多了一种选择。

利率互换在我国虽然是一个新事物，但技术含量并不高。利率互换是交易双方在合约的有效期内的固定日期，按相同数量的相关名义本金，互为对方支付利息的协定。最常见的一种类型的互换是一方支付固定利率，另外一方支付浮动利率，如果把浮动利率看作一“物品”，那么实际上利率互换交易就是一简单的买卖关系，固定利率就是浮动利率这个“物品”的价格。

事实上，人们也是这样理解的，譬如在路透、彭博等交易终端上，做市商所报出的利率互换的双边价格就是支付的固定利率和收取的固定利率，如同债券买卖的双边报价一样。由于浮动利率的浮动特性，利率互换的定价与一般浮动利率债券的定价原理相通，惟一需要做的就是对利率互换的这种买卖关系作透彻理解。

由此可见，利率互换能够很好地管理风险和分散风险，这是利率互换好的一个方面。但任何事物都有两个方面，金融衍生品尤其如此，那就是利率互换在规避风险的同时本身也会带来一定的风险。特别是利率互换采用了名义本金和现金交割方式，如果不加约束，互换交易事实上就是一个数字游戏，伴随着合约金额的不断放大，风险也会随之放大。因此，主管部门抓紧制定相关配套管理办法等就显得十分必要。

标准型的利率互换是用一个固定利率去置换一个浮动利率，这个浮动利率必须是一个基准性的利率，并且具备较高的市场揭示能力，同时要具有很强的公信力。基准利率的存在是推出利率互换的前提。从目前的情况看，有两个指标可以充当利率互换的浮动指标。一是1年期定期存利率，二是银行间回购利率，尤其是7天回购利率。选择1年期定期存利率作为互换的参照利率有其现实意义，主要是因为目前的许多银

行资产是以1年期定期存利率为参照的，但相比1年期定期存利率来讲，回购利率也有自己的优势，如市场化程度高、敏感性强等，虽然回购利率的期限偏短，但通过外推技术和平价关系也能较好地解决自身存在的不足。

为保证利率互换的成功推出和市场的平稳发展，我国开展利率互换首先应该鼓励套期保值和规避风险，对投机交易适当进行限制，如互换交易必须具备真实的避险需求，或者对投机头寸进行必要的限定等。

文章出处：《金融时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所