

台湾债券型基金的风险管理

张亦春 游舜杰

(厦门大学,福建厦门 361005)

摘要:传统投资观念认为债券型基金是比较稳健的投资,但在2004年7月12日,台湾联合基金公司旗下债券型基金因处置结构债券、可转债,造成基金单日净值大跌约1%—3%,引发投资者恐慌赎回,债券型基金市场出现系统性风险。这一事件促使台湾金融监管当局与业界开始正视债券型基金之潜在风险。尤其面对危机后包括利率在内的众多不确定性,若债券型基金持有头寸未能妥善做好资产配置,低利率的反转等变化都可能会造成潜在的资本损失。本文在此基础上讨论了台湾债券型基金所面临的主要风险及其相应的管理措施。

关键词:台湾;债券型基金;风险管理

中图分类号:F832.48

文献标识码:A

文章编号:1009-3540(2010)06-0004-0003

在爆发联合基金公司结构债事件之前,台湾债券型基金规模成长迅速,在2004年最高峰时期成长至新台币2.4万亿。除了对投资人具有免税的诱因之外,台湾债券型基金快速发展的主要原因是宏观经济衰退,利率走低,债券型基金收益率高于一般货币市场投资及银行定期存款。为了保持基金的流动性,应付投资人赎回,债券型基金主要从事回购交易(Repo)、定期存款,而少量投资买断式债券,因此实际徒有债券型基金之名,却行货币基金(Money Market Funds)之实。

1999年起,台湾取消公司债及金融债交易税。对基金经理人来说,只买卖公债无法获得出色绩效,基金遂逐渐购买公债以外的债券类型。由于台湾债券二级市场不够发达,收益率曲线尚不完整,加上供需不对称,公司债利率相当于或甚至低于同期公债利率。2004年起,台湾先后连续多次调低利率,当时台湾债券型基金的平均年收益率约在1.509%,接近一年期定期存款的平均利率1.43%。于是,联合基金公司在2004年7月12日,处分旗下债券型基金公司债、可转债头寸,单日净值大跌,引发投资者恐慌赎回,形成流动性风险。金融监管当局被迫紧急介入,采取分割债券、浮动利率转换债券以及债券资产证券化等形式,处置风险,全额保障投资人权益。事实上,联合基金公司事件其背后原因不外乎是债券型基金持有过多结构债券,这给了市场一个深刻教训,监管部门也趁机顺势加强对债券型基金的引导。

一、债券型基金对金融经济的影响

(一)对银行的影响

当债券型基金遭遇投资人大规模赎回时,债券型

基金为支付赎回款项,必会将流动性高的投资头寸变现,而流动性最高的投资头寸,首推银行定期存款,因此债券型基金在现金头寸不足以应对赎回款的情形之下,通常会对银行定期存款办理提前解约,导致大额存款自银行撤出,而赎回资金然后又会在再经由投资者转存回银行,形成所谓的“游资回流”现象。一般而言,基于稳健需要,除了银行定期存款,债券型基金还会变现部分其它投资头寸。因此,银行存款增加,资金运作压力加大,而目前贷款业务竞争又日益增加,银行非但难以提升贷款利率,反倒会时常降低利率以扩展贷款业务,因此存贷款利差缩减,银行经营压力加大。

(二)对企业筹资的影响

台湾公司债交易市场中,债券型基金是公司债、可转换公司债的最大买家。在金融市场陆续爆发可转换公司债违约事件之后,各方开始正视可转换公司债违约风险。由于可转换债债权人的求偿顺位低于普通债券,于是持有可转债的债券型基金纷纷卖出投资头寸,而没有可转债投资头寸的债券型基金亦因流动性原因降低公司债的持有头寸,于是形成连锁反应:债券二级市场上,基金不断卖出头寸,造成可转债市价大幅下跌,并连带影响普通公司债的价格;债券初级市场上,企业因债券需求下降而难以如以前那般顺利发债筹措资金,在危机后信用紧缩仍旧持续的环境下,未来经营压力陡增。

(三)对市场利率的影响

当债券市场受不利因素影响而呈空头走势时,投资人将会减少债券或债券型基金的投资,从而导致债券型基金规模持续缩小,债券型基金又因资金不足而

作者简介:张亦春,福州人,教授、博导,厦门大学金融研究所所长,厦门大学国家金融重点学科学术总带头人,主要研究方向:金融理论与政策;

游舜杰,台北人,厦门大学金融系2007级博士研究生,研究方向:金融理论与政策。

继续降低持债头寸,因此债券需求减少,价格下跌,而债券利率弹升。由于债券价格与利率成反比,债券利率上升,于是,债券价格下降,债券型基金净值也下降,刺激投资人进一步寻求其它收益率或报酬率较高的固定收益产品,而不愿购买债券型基金,如此又将导致债券型基金持续规模下降,因此陷入利率加速弹升及基金规模持续缩小的恶性循环中。

二、债券型基金主要风险类型

虽然债券型基金相较于股票等其它工具是一个较保守的投资工具,但仍然存在一定风险。

(一)流动性风险

流动性风险至少包括市场流动性风险与资金操作风险。市场流动性风险是指市场成交量不足或是缺乏交易对手,导致无法于交易时点完成交易买卖的风险;而资金操作风险则是指流动资产不足以应对短期负债或未预期的资金支付。对于债券型基金而言,流动性风险则主要是指持债头寸无法在市场顺利卖出,从而难以满足投资者的基金赎回要求。债券型基金的流动性风险,主要可从两方面观察:一、投资组合,投资买断式公司债券、金融债券或是结构式商品相对于公债头寸比率为高时,因缺乏公开市场,流动性较为不足,因此,持有这类债券的比率越高时,代表其流动性不足;二、存续期,存续期越长,流动性风险越高。

(二)利率风险

利率风险指市场利率变动的不确定性给经济主体造成损失的可能性。Longstaff and Schwartz(1992)实证指出,宏观经济变量对于金融商品投资均有重大影响,以债券型基金为例,利率的波动性是造成债券型基金规模及绩效的主要原因。对于债券型基金而言,利率风险有两种,一是债券价格与市场利率呈反向变动,市场利率下跌时,债券价格通常会上升,反之,市场利率扬升,债券价格则会下滑;二是利率下跌将影响债券再投资收益。通常而言,债券型基金存续期越长,不仅利率不确定性越大,而且持债到期再投资风险也越大。因此,基金经理人需要密切关注经济金融形势,及时没有做好避险准备。

(三)信用风险

信用风险系指任何种类与信用相关事件方面的风险,包括信用质量变动、信用息差变动,以及交易对方风险。信用风险可以分为两大组成部分,首先是债务工具违约所引起损失的风险;其次债务发行人信用降级造成债券市场价值下跌的风险。信用风险系针对信用风险暴露程度而言,即违约事件发生时所牵连金额,可由违约概率及相应损失程度进行估计。对于债券型基金而言,信用风险主要是指债券型基金投资于公司债券或金融债券,其券种本身或是发行人发生信用评级

遭降级,导致债券价格下降、流动性不足,或交易对手无法顺利履行交割义务的风险。债券型基金信用风险可从所持有的公司债券或金融债券其券种或发行人是否遭到信评机构调降评级来观察。

三、风险管理措施

(一)流动性风险之处置

为解决流动性问题,业界创造出一种称作“结构型流动性商品”的创新金融商品。其设计的理论依据是市场分割理论(Market Segmentation Theory)及流动性溢价理论(Liquidity Premium),针对客户不同期间的流动性需求加以分类,例如需要三个月、六个月或一年以上的流动性,各投资不同标的,获取不同收益。这是一种利用抵押债权凭证(Collateral Debt Obligation;CDO)概念所创造的金融衍生商品,类似将债券型基金的流动风险证券化后再组合,再依不同流动性、信用质量来区分各系列证券化商品,销售给投资人,债权产生的现金流量就依照证券发行条件付息给投资人,要求越高流动性的客户需付出较多的流动性贴水(Liquidity Premium),不同流动性可以彼此转换(Switching)。此外,在规定时间内未到期前想要赎回资金,需将原报酬率回馈给未移出资者,藉以鼓励持有到期的投资人,藉由这样的概念,加入财务工程的包装设计,从而创造出具有保本能力,同时可规划固定流动性并产生较高收益的混合(Hybrid)商品。

对台湾债券型基金而言,如何降低流动性风险是一项非常重要的课题,除了将上述流动型的金融衍生商品纳入投资组合中来降低流动性风险外,通常还采取了下列操作策略:(1)提高或增加流动性资产之投资组合比率,例如回购、短期票券、银行定期存款;(2)处理存续期间较长的投资;(3)保留一定的现金比率,以应对投资人的赎回要求。

(二)利率风险之处置

目前市场上最主要的方式是以利率衍生金融商品来降低利率风险,最为广泛使用的利率衍生金融工具包括远期利率合约(Forward Rate Agreement)、利率期货(Interest Rate Futures)及利率交换(Interest Rate Swap),其中,又以利率期货为固定收益市场中流通性最高的衍生金融避险商品。利率期货在台湾可以透过期货交易集中市场公开交易“十年期政府公债期货”、“三十天期利率期货”等利率期货合约。

此外,台湾债券型基金还通常采取下列策略以降低利率风险:(1)采用所谓投资组合免疫策略(Portfolio Immunization),其原理为使债券投资组合的存续期间等于投资期间,以降低债券投资组合所面临的利率风险;(2)处理到期期间较长之投资组合,以降低其所面临的不确定利率风险;(3)寻找提高收益率的替代性固

定收益投资商品。当然,若采更积极的债券型基金投资操作策略,可以从长短期利率变动方向、情况,或变动时点进行利率预测及利差分析。

(三)信用风险之处置

对于如何降低信用风险,目前金融市场上最主要的实行方式也是以金融衍生商品进行避险。市场上以所对应的信用(Underlying Credit)、行使条件(Exercise Condition)及报酬函数(Payoff Function)分类,至少包括信用违约交换权、总报酬交换权、信用关联票据、信用选择权及信用息差选择权。其中以信用违约交换(Credit Default Swap;CDS)最为常见,信用违约交换是以提供放款人或公司债券持有人(例如:债券型基金)规避信用风险的一种契约,其交易主体包括违约风险保护买方及卖方,买方定期支付固定成本给卖方,以转移信用风险,而卖方虽可获得买方所支付的定期收益,但若有违约事件发生时,卖方必须给付买方因违约事件所造成的损失。事实上,台湾金融监管当局并未开放债券型基金可以使用这类的衍生金融商品。

因此,目前台湾基金公司主要采取下列策略以降低信用风险:(1)基金资产投资头寸限制,所投资的公司债或金融债券必须符合一定的信用评级条件才可以投资;(2)建立量化的信用风险模型,定期评估持债头

寸的信用风险,Crouhy 等人(2002)认为,现行量化信用风险模型,有信用风险矩阵分析法(Credit Metrics)、KMV 结构法(由美国 KMV 公司,于 1997 年所研发的信用评估模型,是一种用来估计借款企业违约概率模型的方法)、信用风险精算法(Credit Risk)及信用投资组合检测法(Credit Portfolio View)。

四、结论

面对当前充满不确定的金融环境,若债券型基金未能妥善做好资产配置,任何宏观经济变量的反转等变化都可能会造成潜在的损失。特别是现今基金资产操作使用金融衍生商品越来越多,其固然可提高基金资产操作的绩效效率或避险程度,然而,衍生金融商品的复杂性、高度使用财务杠杆,在为基金避险的同时,亦不能忽略衍生金融商品本身所具有的高度风险。▲

[参考文献]

- [1]萧黎明,蔡东松.台湾债券型基金:成长快速,但疑虑增加[J].中华信用评等产业分析,2002.
- [2]Longstaff and Schwartz (1992),A Simple Approach to Valuing Risky Fixed and Floating Rate Debt,the Journal of Finance,p.789.
- [3]Crouhy, Michela, Dan Galai, And Roberta Mark (2000),A comparative analysis of current 4.credit risk models, Journal of Banking & Finance,24:1-2,p.59-117.

责任编辑:天明

(上接第 20 页)场

一是多建立一些环境产权交易所、能源交易所等碳交易平台,为碳排放权供需双方搭建沟通和议价的场所,以促进市场的整合和价格的最终发现。二是通过建立统一的交易机制来逐步统一国内的碳交易市场。三是着手推进交易所制度的完善,促进参与主体范围的不断扩大。

(二)全方位战略谋划,争取碳交易定价权

一国货币要想成为国际货币甚至关键货币,通常遵循计价结算货币—储备货币—锚货币的基本路径,而与国际大宗商品、特别是能源的计价和结算绑定往往是货币崛起的起点。因此,我国必须在国家战略层面进行全方位的战略谋划,构建碳资本及其主导下的碳减排发展体系框架,使人民币成为碳交易计价的主要结算货币,这是人民币成为国际货币的必由之路,也是中国在新能源领域争取定价权的关键一步。

(三)完善法律法规,规范碳金融发展

为规避开展碳金融业务的政策风险和法律风险,国家发改委、商务部、人民银行和银监会等有关部门应该加大协调力度,进一步制定和完善碳金融的操作办法和法律法规,确保我国碳金融的规范发展。在具体的操作层面,商业银行可以通过创新合同条款转移风险,

或在制定合同过程中,咨询或聘任擅长国家法律的律师,确定对银行有利的法律使用和法律管辖,或通过责任保险等商业保险转移碳金融业务中的操作风险。

(四)培育中介机构,促进碳金融开展

一是培育中介机构,包括两个层面:交易平台的培育和和完善以及对参与碳金融的咨询、评估、法律、会计等中介机构的培植。二是在开展碳交易时,鼓励专业性的中介机构参与其中,如项目谈判时让专业的咨询机构给予指导、项目评估时让资深的评估机构参与、项目融资时让担保机构介入、合同订立时让法律机构协助等,以有效的降低交易成本和项目风险,促进碳金融业务的健康开展。三是商业银行应该加强与国内外碳金融服务中介的合作,共同探索碳金融市场的发展,一方面可以获得关于 CDM 等项目的风险评估等服务,另一方面也可以从合作中学习借鉴到先进经验。▲

[参考文献]

- [1]郭凯.发展多层次区域性“碳金融”探讨[N].金融时报,2010-03-22.
- [2]鄢德春.我国商业银行发展碳金融业务思考[N].金融时报,2010-03-22.
- [3]索尼娅·拉巴特,罗德尼 R.怀特.碳金融[M].石油工业出版社,2010.1.
- [4]袁鹰.碳金融:不仅仅是机会[J].银行客户,2008,(8).

责任编辑:吴莹