

利率期货与商业银行的利率风险管理

中国人民银行研究生部 黄晓捷

中国外汇交易中心 杨金梅

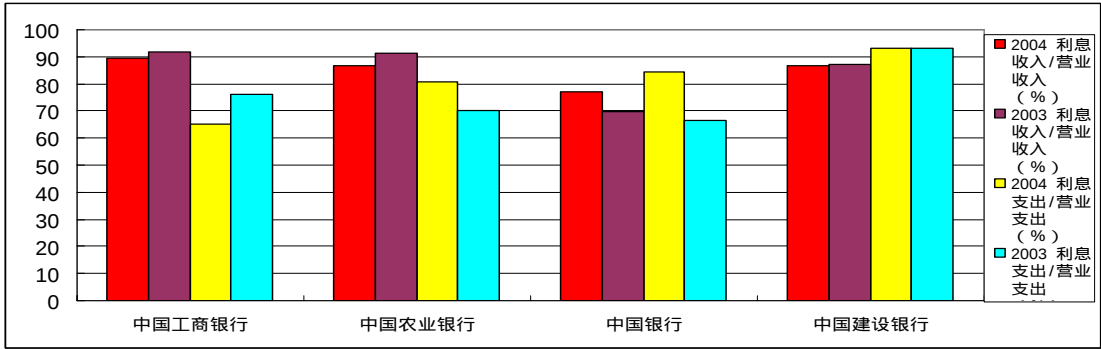
利率市场化将是我国近年来宏观金融体制中最重要的一项改革，其方向是不容置疑的。与此相应，近年来，利率水平由于受市场资金供求、政治经济等多种因素的影响而波动不定，中央银行对于利率的频繁调整已近似模拟出一种利率市场化的环境。利率水平的多变性和不确定性使金融市场上各经济主体承受着较大的利率风险，作为我国主要的金融机构，商业银行承受的利率风险日渐凸现。

一、我国商业银行的利率风险的种类与成因

商业银行作为一种金融企业，以追求利润最大化为经营目标；而中央银行作为国家宏观经济调控部门，主要关注国家的宏观指标。因此，商业银行与中央银行在行动目标上存在差异，尤其是货币政策很可能为商业银行带来较大的利率风险。

对于中国的商业银行来说，利率波动带来的风险是客观存在的。由于存贷款业务一直是我国商业银行的主要业务，当利率波动时，必然影响商业银行的收入与支出。从下表中可以看到，在 2003-2004 年间，利息收入与支出在各个商业银行的收入与支出中占的比重都比较大，因此，利率风险尤其值得关注。

图1 国有四大商业银行利息收入与营业收入比及利息支出与营业支出比值对比图



数据来源：2004 国有四大商业银行年报。

1997 年修订的新巴塞尔资本协议框架中提出的商业银行利率风险包括：重新定价风险、基准利率风险、收益率曲线风险和选择权风险。这四类风险反映了当利率发生变化时，商业银行收益可能发生的损失。在此，我们结合我国商业银行的实际经营情况，将国内商业银行面临的利率风险归纳为如下几种类型：

(一) 缺口风险

这是由于利率敏感性资产与利率敏感性负债不匹配产生的利率风险，主要源于商业银行自身的资产负债期限结构的不匹配。当利率敏感性资产大于利率敏感性负债，即银行经营处于“正缺口”状态时，随着利率上浮，银行将增加收益，随着利率下调，银行收益将减少；反之，当利率敏感性资产小于利率敏感性负债时，银行收益随利率上浮而减少，随利率下调而增加。在利率波动频繁而又缺乏风险管理措施的情况下，银行可能遭受严重的风险损失。

(二) 选择权风险

这是在客户提前归还贷款本息和提前支取存款的潜在选择中产生的利率风险。从我国的情况看，如果利率上调，贷款客户往往选择提前归还贷款；而存款客户会提前支取定期存款，然后再以较高的利率存入新的定期存款。而根据我国现行的利率政策，客户可根据意愿决定是否提前支取定期储蓄存款，而商业银行对此只能被动应对。

(三) 利率结构风险

这是在存贷款利率波动不一致中产生的利率风险，通常表现为两种形式：一是指在存贷款利率波动幅度不一致的情况下带来的风险；另一种是在短期存贷利差波动与长期存贷利差波动幅度不一致的情况下带来的风险。目前，利率结构风险在我国外币市场已经显现，由于大额外币存款利率由银行自行定价，而银行又把利率水平高低作为争夺市场份额和扩大资产规模的手段，客观上造成存款利率上升幅度远高于贷款上升幅度，利率结构风险逐步扩大。

(四) 利率管理体制滞后的利率风险

这是在利率市场化与金融体制改革滞后的矛盾运动中产生的利率风险。在我国的金融体制中，利率基本上都是法定的，其变化很小。长期以来，商业银行所面临的利率风险不大，致使其忽视了对利率风险的管理。随着我国利率市场化的步伐逐渐加快，利率风险必将越来越突出。因金融体制改革滞后，我国商业银行的利率风险意识薄弱，管理人才奇缺，从而难以建立起与之相适应的利率风险管理体制，只是被动地去适应利率的变化，而不是主动介入到利率风险管理之中，

从而在主观上加大了利率变动的管理体制风险。

(五) 外币存贷款利率风险

主要表现为外汇利率风险，目前大额外币存款和外汇贷款利率均在 LIBOR 基础上加点生成，金融机构尤其是中小金融机构无法及时了解国际金融市场变化情况，难以准确把握 LIBOR 的变动，只能被动承受 LIBOR 变动导致的风险。同时，由于多方面原因，金融机构外汇资金成本居高不下，外汇资金运用渠道狭窄，外汇贷款需求很小，存贷款利率已经倒挂，外汇资金大部分只能存放同业，外汇业务存在较大风险。

(六) 目前我国商业银行利率风险管理的欠缺

1、分业经营使银行缺乏有效的利率风险分散机制

在利率非市场化情况下，虽然银行不能通过提高存款利率水平来增加资金来源，也不能通过提高贷款利率水平来增加信贷资产的收益，但是如果商业银行能从事直接融资业务和投资银行业务，则可以通过发行金融债券和参与证券投资等业务优化资产结构，以多种经营，分散风险，提高银行收益。而目前严格的分业管理使得银行难以进行这样的调整。

2、我国商业银行资产负债结构单一，不利于有效地分散风险

我国四大国有银行资产负债结构相当单一，贷款、存款占有了资产负债的绝大比例。以中国工商银行为例，截止到 2004 年 12 月 31 日，贷款占工商银行总资产达到 65.34%，同业拆借占 1.23%，国债持有仅占 8.77%。从统计数据看，其他商业银行的资产结构也与此类似，

贷款资产均占绝大比重，其它比重较小。而且即使是信贷资产也以工商企业贷款为主，个人消费贷款最近几年才刚刚起步，所占份额极少。这样的资产结构既不利于分散风险，也不利于资金周转。在负债方面，负债种类极少，融资渠道单一，存款负债占较大比重，我们仍以中国工商银行为例，截止到 2004 年 12 月 31 日，工商银行存款占总负债 92%。从统计数据看，其他商业银行的负债结构也与此类似，存款占绝大比重，其它比重较小。

这样的资产负债结构让我国的商业银行面临比较突出的利率风险，因为无论是存款或贷款，其相应的收益与成本都与利率的变动紧密相关，同时，由于存款与贷款的外生刚性，商业银行在面临利率变动时，主动调整的空间相当有限。

3、 缺乏必要的保值工具

从国际上看，商业银行往往借助于大量的利率衍生产品来对冲利率风险。但是，我国的金融衍生品工具非常少，衍生品主要以商品期货为主，金融期货只有少量的进出口贸易商为防范外汇风险而进行的远期外汇交易，金融期货、期权和互换交易在我国的应用还非常有限。这就导致了即使存在较大的利率风险，商业银行也缺乏可供利用的工具。

总之，在目前的转型期，我国商业银行既面临着制度上的很多约束，又有许多技术上的限制，使我国商业银行很长时间不得不面临巨大的利率风险。这就迫切需要我们思考一些新的途径，用科学的方式避免利率风险。

二、商业银行利用利率期货管理风险的策略

如上所述，我国商业银行面临着巨大的利率风险，但目前来看，所拥有的利率风险管理工具相当缺乏。通过对国际经验的考察，我们认为，利率期货是对商业银行利率风险管理相当有效的工具。

（一）利率期货的基本应用介绍

1、利率期货对利率风险的对冲种类

利率期货的对冲策略根据对冲对象的不同，可分为简单对冲和交叉对冲两类。当对冲标的和公债期货的交割标的相同时，属于“简单对冲”的策略；若对冲标的和期货的交割标的不同，则属于“交叉对冲”的操作。所谓简单对冲，顾名思义，即对冲标的和公债期货的交割标的相同，并可能利用公债期货达到完全对冲（Perfect hedge）效果。所谓交叉对冲，是适用于对冲标的与期货交割标的不同的状况。举例说，公司债的标准化程度低，又附有复杂的偿债条款，市场并没有特定的利率期货可供简单对冲，仅能运用公债利率期货来规避公司债的利率风险。

2、基于金融工程的利率期货组合工具在利率风险中的应用

在利用基本的期货对冲方法的基础上，商业银行还可以运用金融工程技术来创造新的“衍生”工具（即衍生工具的构造组合），从而能更好地满足其对风险管理的需要。在日常应用中，主要有如下一些方法，如：“成堆”保值与“系列”保值、内插套期保值、利用期货合约来复制市场指数、期货和期权的组合等等。总的来看，这些创新方法的

应用更好地实现了商业银行对利率风险的有效管理，但究其根本，还是在于利率期货基本方法的应用。

（二）利率期货和传统工具进行利率风险管理效果的比较

从传统的利率风险管理角度看，主要有缺口管理、持续期管理两种方法。在此，我们将这两种管理方法与利率期货应用方法进行一个简单的比较。通过比较，我们能清楚地认识到利率期货在管理风险方面的独特优势。

1、利率敏感性缺口管理及其局限

利率敏感性缺口管理是商业银行在预测利率走势的基础上，通过组合配置资产与负债数量、利率及期限结构，构筑一个顺应利率变动的利率敏感性缺口，从而降低利率风险，确保甚至超额实现预期的净利息收入目标。利率敏感性缺口管理以其原理易懂、思路清晰、操作简便等特点，在商业银行的利率风险管理中得到广泛运用。但利率敏感性分析也存在着明显的缺陷：

利率敏感性缺口管理的关键是对利率走势的准确预测。事实上，对利率走势的预测有较大的难度，因为影响市场利率变动的因素非常多。因此，利率走势预测成为利率敏感性分析的“瓶颈”。

利率敏感性缺口调整的思路是从商业银行的角度制定的，制肘效应比较明显。事实上，银行客户、市场竞争等各种因素都会对其实际应用产生较强的制约。

利率敏感性缺口是一种静态分析方法，忽视了资金的时间价值，而没有反映出期间内的现金流量。

此外，利率敏感性缺口管理还存在着缺口状况不稳定的可能以及忽视了利率潜在选择权风险等问题。

2、持续期缺口管理及其局限

由于利率敏感性缺口管理在理论和实践上的“硬伤”，促使银行积极寻找更为有效的方法，在这种背景下，有效持续期缺口管理逐渐被商业银行认同和采用。但是有效持续期也存在着诸多的难点和缺陷：

有效持续期缺口管理有赖于对利率变动的准确预测，事实上准确预测利率走势的难度很大，对此，我们在利率敏感性缺口管理中已经分析过了。

经常性地调整资产负债结构的确存在困难，同时，成本问题也非常突出，有时调整后带来的收益还不足以弥补调整所付出的成本。从持续期模型本身的理论架构上看，主观假设成分过多、凸性问题的存在、有效持续期漂移等问题也同样不可忽视。

3、利率期货的功能及优点

利率期货具有规避利率风险、促进价格发现、优化资产配置以及促进现货市场发展等四大功能。对于商业银行来说，进行利率期货交易有如下的优点：

降低交易成本：利率期货采用保证金交易，同时，具有标准化的合约，这使其具有较低的交易成本。

主动规避风险：利率期货交易引入做空机制，投资者可以利用利率期货主动规避利率风险。

透明度较高：利率期货交易采用集中撮合竞价方式，具有更好的信息透明度。

提高资金使用效率，提高收益率：由于期货交易采用保证金交易，其杠杆效应能极大地提高资金使用效率，使得投资者建立同样金额头寸的速度要比现货市场快的多，从而方便商业银行进行现金流管理。另外，利率期货可以方便投资者进行组合投资，从而分散风险，提高交易的投资收益率。

所以，总的来说，利率期货交易具有交易成本低、操作快捷、市场流动性好的特点，对于商业银行的利率风险管理具有重大的意义。

三、利率期货应用对商业银行经营的影响

利率期货合约是以利率这一经济变量为基础的衍生工具。利率期货是目前国际金融衍生工具市场交易量最大的期货品种，也是金融机构应用最为广泛的利率风险管理工具之一。利率期货由于其流动性强，交易成本低以及杠杆性优势，已经成为商业银行在获得最新信息时用来改变其资产风险暴露的重要手段。

利率期货的应用主要集中在以下几个方面：一是对冲利率风险；二是制造合成工具，提高投资回报；三是调整投资组合的期限；四是改变投资组合中的资产分配；五是金融机构资产负债风险的宏观管理。

利率期货的上述应用对商业银行经营的影响体现在以下几个方面：

1、规避风险

国际经验表明,绝大多数国家在实行利率市场化的过程中都将面临阶段性利率风险的突变,这主要表现在两个方面,一是利率骤然上升,二是利率波动幅度和频率提高。利率市场化所带来的阶段性利率风险的上升使商业银行面临更为复杂的经营环境,在适应这一环境的过程中难免遭受较大的损失。由于我国的商业银行大量依赖于存、贷款业务,很多情况下又难以对利率走势做出正确判断,将受到利率市场化的极大冲击。

利率期货由于其流动性强,交易成本低以及杠杆性优势,成为商业银行用来改变其资产风险暴露的重要工具。商业银行可以通过利率期货交易锁定利率,从而也就锁定了成本和稳定了收益。

2、降低成本、增加收入

银行业的发展,经过了追求负债规模、追求资产规模、追求资产负债平衡三个阶段,但资产规模的片面扩大,潜伏了许多危机。所以摒弃片面追求资产规模扩大的做法,不但成为国际监管的要求,也已转化为各个商业银行自觉的行为。在扩充资产规模和增加安全性与竞争性的两难选择中,利率期货等金融期货的出现给银行提供了极为有利的第三种选择。杠杆效应、代客交易、表外反映、收益丰厚的特点,远比片面增加资产规模的诱惑更大。

现代技术的发展,交易工具的扩大,也会不断降低寻找交易对手,达成交易的成本。任何一项业务,都可以凭借一部计算机键盘来完成,费用十分低廉,同时,安排金融期货交易可以获得十分可观的手续费收入。为了满足客户的需要,银行还创新出各种金融工程技术,对客

户的风险运用一系列品质、价格不同的衍生工具，在时间、金额、价格上进行组合，使客户能够以更低的成本达到防范风险的目的。银行提供这类服务时替客户减少了风险，除了正常手续费外还应有一定风险补偿。因此，与利率、汇率有关的表外业务是收益相对较高的业务，对有些银行而言，与利率、汇率有关的风险管理业务，是其收入的主要来源之一。

3、资产配置

利率期货具有资产配置功能。这一方面表现在期货交易引进了做空机制，使商业银行的投资策略从等待债券价格上升的单一模式转变为双向投资模式，使银行的资金在行情下跌时也能有所作为而非被动闲置；另一方面，对于商业银行来说，利率期货是一种高效的组合管理工具，银行可以利用现货、期货和回购等多种投资工具构造更为丰富的投资组合，可极大改进其进行组合投资和风险管理的能力。

四、我国商业银行参与利率期货交易的困境与前景

1、我国目前的法规背景分析

目前中国证券期货市场实行的有关法律法规，是在特定历史条件下颁布实施的，随着证券期货市场的发展与规范，有些法规已经不能完全适应市场的发展。

当前中国有关法律法规严格禁止商业银行、证券公司等金融机构从事期货交易。例如：国发[1993]77号文《国务院关于坚决制止期货市场盲目发展的通知》规定：“未经中国人民银行和国家外汇管理部门批准，一律不准从事金融期货业务和进行外汇期货交易”。《金融违

法行为处罚办法》规定：“金融机构不得违反国家规定从事证券、期货或者其他金融工具交易，不得为证券、期货或者其他衍生金融工具交易提供信贷资金或者担保”。银发[1996]240号文《中国人民银行关于禁止金融机构进入期货市场的通知》规定“各类金融机构一律不得从事商品期货的自营和代理业务”、“所有金融机构均不得投资入股期货交易机构、经纪机构。已经投资入股的金融机构必须在1996年12月31号之前将股份转让出去”。1999年6月2日中华人民共和国国务院令第267号发布《期货交易管理暂行条例》第三十条规定“金融机构、事业单位和国家机关等单位和个人不得从事期货交易，期货经纪公司不得接受其委托为其进行期货交易”。我国《银行法》明确禁止商业银行介入期货市场，即使我国国债期货推出，国债现货市场的参与主体也无法进入市场进行套期保值操作。从以上的法律法规来看，商业银行直接参与利率期货交易是受限制的。

就银行业整体而言，由于受到分业监管体制下现行相关法规的限制，中国的商业银行和期货公司的合作仍基本停留在期货交易资金划拨、相关账户管理等传统的初级业务层面。

对于国内的商业银行参与金融衍生品业务，2004年银监会颁布了《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》，对银行业金融机构参与衍生金融交易的市场准入条件、风险管理要求以及相关罚则等作了具体的规定。银监会《办法》的出台，预示着我国银行间衍生金融交易春天的来临。

2005年10月28日新通过的《证券法》第六条规定“证券业和

银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理，证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立。国家另有规定的除外”。在坚持证券业和银行业、信托业、保险业分业经营、分业管理体制下，为目前商业银行设立基金管理公司、保险公司和保险资产管理公司投资证券市场提供法律依据。在维持分业经营、分业管理的基本格局下，新证券法为证券业、银行业、信托业、保险业综合经营留下了相应的法律空间。

目前，实行严格分业经营的做法在实践中已经开始被突破，实际中已经出现在集团控股下分设银行、证券、保险机构的模式，比如中国工商银行等商业银行已经设立了基金公司。

修改后的证券法，在相关条款强调分业管理的同时，新增“国家另有规定的除外”的字句，这就在法律上“开了口子”，给出了政策空间。禁止银行资金违规流入股市，是现行证券法的规定。参照当前国家有关鼓励合规资金入市意见，修改后的证券法将此条修订为“依法拓宽资金入市渠道，禁止违规资金流入股市”。更重要的意义是为银行资金间接进入资本市场准备了条件。

新的证券法的实施预示着商业银行直接参与利率期货交易的可能性逐渐加大。但要真正意义上成功实现商业银行改革目标，银行必须改变经营模式单一、风险管理手段匮乏的现状，而充分利用期货市场将是商业银行转变经营机制的有效手段之一。

2、国内商业银行参与利率期货交易的现实路径

从长远看，为了进一步增强商业银行的国际竞争力，必须不断扩

大商业银行的经营范围，提高自身的经营实力，同时加强政策监管。商业银行直接参与期货及金融衍生品交易需要修改完善相应的法律法规，突破制度瓶颈。新的《证券法》的颁布，给利率期货的推出和商业银行直接参与利率期货交易留下了空间。

因此，制度瓶颈突破后，支持商业银行通过参股或者控股期货公司的方式进入期货和金融衍生品市场，不仅顺应了金融业发展的潮流，而且有利于商业银行开展业务创新和多元化经营，分散间接融资风险，提高国际竞争力。

利率期货推出后，商业银行通过控股期货公司或参股公司参与利率期货交易，以期货公司作为交易通道，可以有效规避利率风险。另外，还可以考虑通过商业银行建立的银行和基金参与利率期货交易的方式等。

事实上，我们认为，中国的银行业，甚至中国的金融业面临的最大风险，并不是创新的金融产品可能带来的局部损失，而是中国的金融市场缺乏活力、缺乏创新、缺乏必要的风险规避工具。从这个意义上看，利率期货的推出，将是我国的金融市场、金融体制进一步走向市场化的重要标志。

(责任编辑：卢庆杰)

作者简介：

黄晓捷，男，1978年生，在读博士，供职于中国人民银行研究生部。

杨金梅，女，1977年生，硕士，供职于中国外汇交易中心。