

货币管理外包与外汇期货

忻海博士，海溪咨询有限公司

2013 年 2 月 25 日

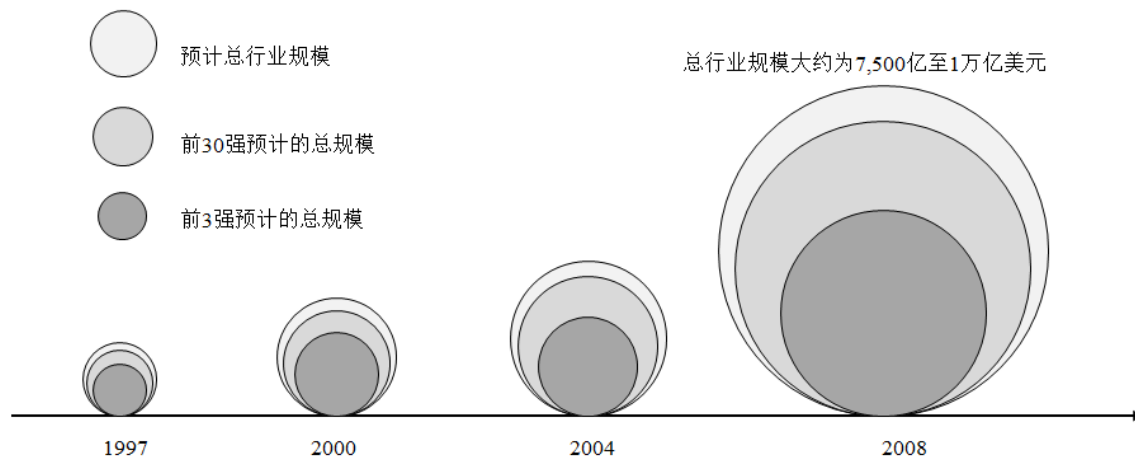
货币风险管理的实践始于 1973 年布雷顿森林协议崩溃及浮动汇率制度实行之后。当全球投资组合多元化逐渐成为机构投资者所普遍接受的投资方式时，其在 20 世纪 70、80 年代越来越受到重视。“货币管理外包”的概念与实践则出现在 80 年代后半期。

货币管理外包存在着许多差异极大的定义。对货币管理外包普遍采用的定义是将任何全球投资组合嵌入的货币风险进行分离（而非与标的风险捆绑在一起）与系统化（而非专门的套期保值交易）管理。一个货币管理外包计划既可以在投资组织内部加以管理，也可以在其外部——外包给专业公司进行管理。外部管理的货币管理外包计划连同专业货币管理外包经理人催生出了“货币管理外包行业”这一概念。

在过去的三十年中，越来越多的机构投资者在其投资组合中开始采用货币管理外包，该行业的规模与复杂程度也得到了发展。拥有更完备养老基金行业的国家往往更为广泛地采用货币管理外包方法。这些国家包括澳大利亚、日本，欧洲国家如荷兰、瑞典、瑞士和英国等，以及美国与加拿大。在近十年来，新兴市场国家的一些机构也开始涉足货币管理外包行业。货币管理外包服务的主要用户是养老基金、保险公司、共同基金、私立银行及其他一些机构投资者。货币管理外包行业的预计规模如图表 1 所示。

货币管理外包计划主要分为三种类型：被动货币管理外包、积极的货币管理外包与货币绝对阿尔法计划。

有必要注意的是：尽管货币管理外包的管理实践已经拓展至全球，但在全球投资组合中的货币风险应如何处理的理论争议却仍未得到解决。存在着倡导完全货币套期保值的“免费午餐”阵营，与其对立的主张不进行货币套期保值的“随机漫步”阵营以及位于这两种极端方法之间的任意数量的理论。



图表 1 外部管理的货币管理外包行业预计规模

来源：忻海《货币管理外包：实用指引》第二版（2011），风险丛书。

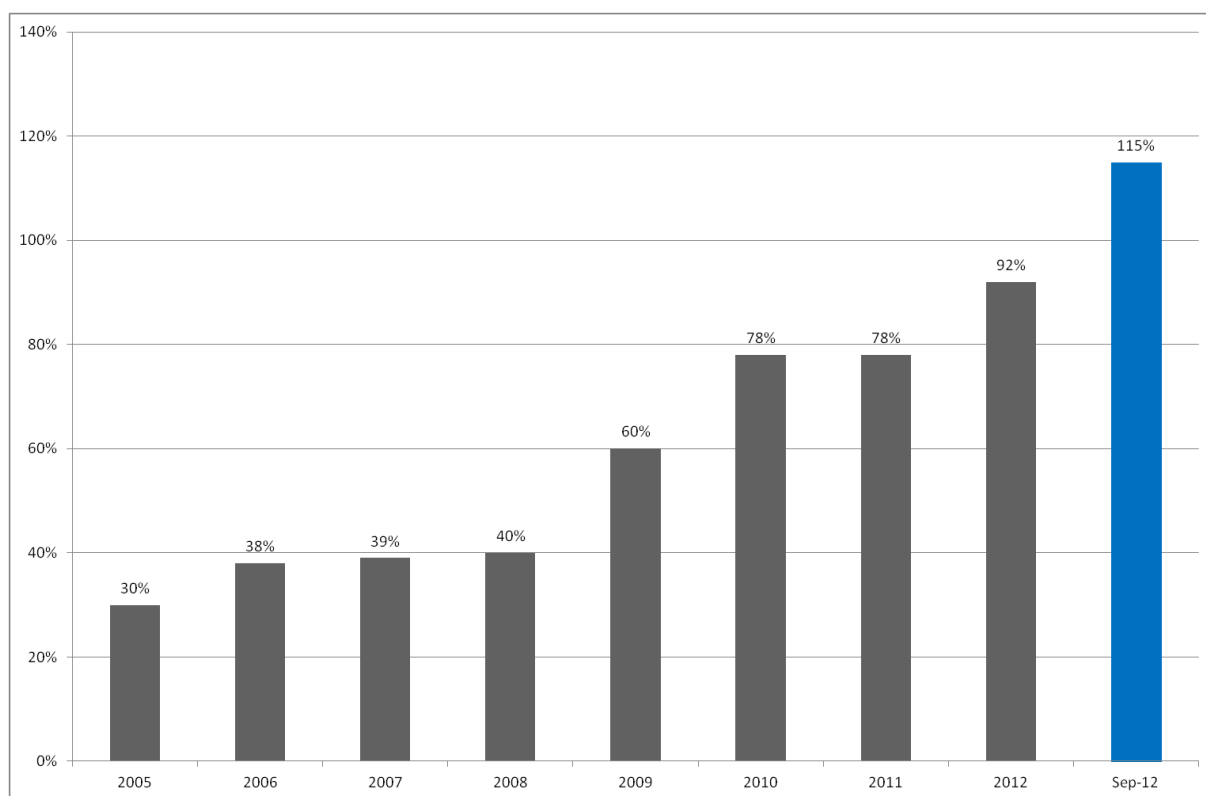
期货与远期应用对比

从历史上看，外汇远期合约已经是各种货币管理外包计划所选择的工具。远期与外汇掉期是单一计划中的两种基本远期合约，在场外（OTC）外汇交易市场进行交易。场外外汇交易市场是一个由二十家大型国际银行充当做市商的受轻度监管的宽松全球网络。远期合约通常采用由银行向客户授予的信用额度在客户与银行之间进行交易。货币管理外包经理人经常在该等交易中为客户充当代理。由于货币管理外包计划的远期与掉期合约的到期时间通常最多为一个月或三个月，因此仅在极为偶然的情况下才需要抵押品或保证金。这是货币管理外包的重要考虑，因而一般而言，标的投资组合为满仓投资，可能并没有太多“余款”可用于保证金账户。

在正常市场情况下，远期与外汇掉期市场对于到期时间最高为数年的主要货币对具备极高的流动性，对于非主要货币对也拥有合理的流动性。对手方银行能够以任何合约大小、到期日进行报价以满足客户的特定要求。作为货币管理外包计划的典型需求，滚动或续展现有合约能够轻松实现。盘后确认与结算流程和交易本身一样，越来越多地通过由银行提供的电子平台或某些跨银行平台自动进行。

考虑到采用场外交易远期与掉期合约的便利性，货币管理外包经理人仅在少数场合使用外汇期货合约，可能也并不奇怪。例如，当投资明确强制禁止使用场外交易衍生品时，或对于某些新兴市场货币而言，外汇期货交易比远期更为便宜时。一般而言，期货的交易成本与远期相当；但在可定制性与便利性方面，远期更胜一筹。在 20 世纪 90 年代，外汇期货交易额比外汇远期/掉期交易额仅高出 1%，而在 1995 年与 1998 年国际结算银行相隔三年的两次外汇调查期间，外汇期货的绝对交易量呈现下降趋势。

不过，这种情况在 21 世纪前十年出现了剧烈变化，外汇期货呈现更快的增长。在 2010 年国际清算银行的调查当中，外汇期货的每日交易额比远期与掉期交易高 7%。根据 CME 集团（全球最大受监管的外汇市场）编制的数据库，**CME 集团外汇产品日均交易额增速已经超越 EBS（银行间市场外汇现货的知名电子交易平台）**。如图表 2 所示，**2012 年 9 月，CME 集团的交易量超越 EBS**。期货日益普及的一方面原因是越来越多的高频率交易者在外汇市场聚集，另一方面原因是在全球金融危机余波中行业与监管环境发生了变化。



图表 2 2005-2012 年 CME 日均外汇交易额与 EBS 日交易额的百分比

来源: CME 集团

新的典范

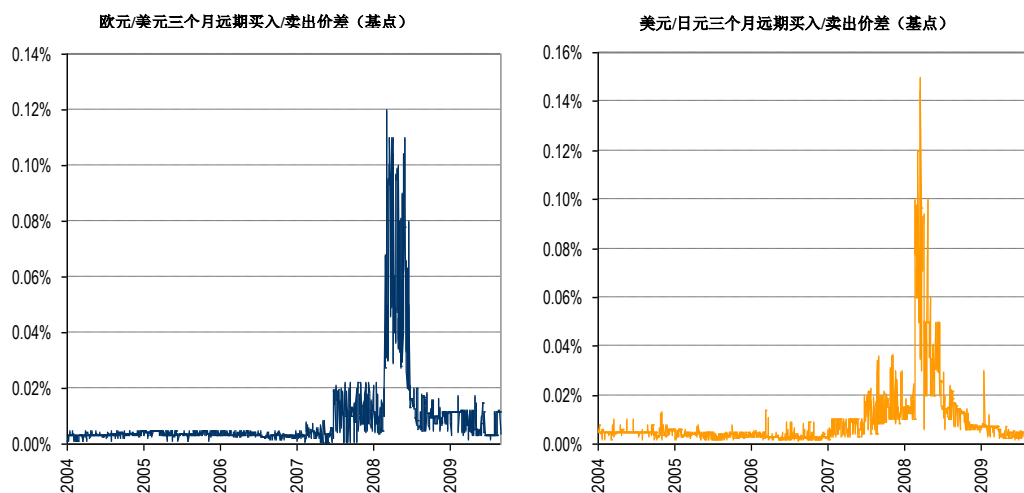
基于场外交易的外汇远期与掉期市场大部分依赖市场参与者之间的信任而运行，因此在全球金融危机的高峰期可以预期其是不可靠的。如图表 3 所示，远期的买卖价差急剧上升。但交易成本上升仅仅是货币管理外包经理人与将其货币风险管理外包给这些经理人的投资者在当时所不得不作出的许多困难抉择中的一小部分。在应该与哪些客户继续往来，应该与哪些客户不再往来的问题上，银行突然变得很挑剔。某些银行开始降低其客户的交易额并缩短所允许的到期时间。另外对于过去被认为完全可信任的客户，银行还开始引入抵押安排，定期重置及/或信贷费用。

这种不信任是相互的。在全球金融危机最糟糕的日子里，一些银行倒闭，而许多大型银行则在不同时刻都出现其处于困境的谣传。货币管理外包经理人与最终客户需要每天审视其自身的对手方安排——这在以前对于许多市场参与者而言是无关紧要的。考虑到通常用于套期保值的远期到期时间短，信用风险普遍认为是微不足道的。金融危机似乎使得这些“短期到期时间”变得非常长。许多货币管理外包经理人开始监控其对手方银行的信用评级，并将其交易分摊到数家对手方银行。

在 21 世纪的头 10 年里，货币管理外包经理人之中已经越来越多地采用外汇大宗经纪服务。只要支付一小笔费用，大宗经纪人（通常为大型国际银行之一）就能充当客户所有外汇交易的单一对手方，而客户依然具备与多家银行交易的灵活性。大宗经纪服务通常通过其提供的电子工具，帮助客户降低结算风险，同时提升交易确认与结算流程的效率。

然而，使用大宗经纪人也意味着对手方风险的集聚：无论交易在不同的对手方银行之中如何进行分摊，客户所面临的信用风险现在全部聚集在大宗经纪人上。当大型国际银行一个接一个出现于金融新闻头条预期为下一倒闭银行的时候，货币管理外包经理人及其最终客户就会陷于两难境地之中。

此新情况促使一些货币管理外包经理人重新评估当时早被任为无需再论的远期与期货的对比问题。



图表 3 欧元/美元与美元/日元远期合约平均买入-卖出价差（2004-2011 年）

来源: EcoWin

大量新的有关银行与金融业的国际与国内法规现在正处于实施的不同阶段，这些法规都旨在应对目前系统在全球金融危机中所暴露出的弱点。多德·弗兰克法案的某些条款，例如场外交易衍生品报告与集中清算的特定要求，被设计用来增加透明度并降低全球场外交易市场的相互关联性。最近三四年，本行业与监管者一直在争论应如何对待外汇远期与掉期（场外交易

衍生品的最大类别之一），直至 2012 年 11 月美国财政部终于宣布其中大多数应豁免予以集中清算，但无本金交割远期合约与外汇期权除外。

从事全球外汇业务的银行释重负地欢迎这份公告。有评论已经指出，这一豁免将允许许多其他类型的衍生工具以外汇远期或掉期的面目出现，从而绕开有关集中清算的新规则。因此，基于实施之时市场反应的证据，可能在未来时间对该豁免进行彻底审核。

美国财政部通过这一豁免有效支持了货币管理外包业务继续采用外汇远期与掉期，但这还是无法有效消除货币管理外包经理人及其客户所蒙受的痛苦回忆：失控的买入卖出价差、对手方违约恐惧、危机期间履行简单交易的困难，以及最重要的市场不确定性。再度审视套期保值替代工具的动机依然存在。如果有什么区别的话，在长期的审慎阶段、游说与反游说以及大量猜测之后，这最新的消息会增加重新考虑其他工具的必要性。

货币管理外包经理人对于期货恢复兴趣有着另外一个不相关的理由，那就是与一小部分大型美国养老基金对某些托管银行发起的法律诉讼有关。这些托管银行传统上提供外汇交易辅助服务，从而促进外币与外汇套期保值服务的安全买入与卖出。这些托管银行据说向没有监控该等外汇交易的客户提供通常是当日最差的价格。场外交易外汇市场规模大并具备流动性，但并不表示会拥有透明度。这些诉讼清楚地揭示出投资者所面临潜在陷阱。相比较，期货市场透明得多，因此能帮助客户避免要诈。

再度回顾期货

如果采用远期来代替期货的成本被狭义定义为交易成本（或买入卖出价差，包括期货交易应支付的所有费用），则这两种互相替代的套期保值工具基本上没有什么区别。比较近期的数个有关外汇远期与外汇期货交易成本与交易流动性的对比研究中所显示，其中并无决定性的证据表示一个市场相对另一市场的成本一贯比较低廉或具备更大的流动性。如果说有什么确切的事实，那就是银行编制的研究论文一般倾向的结论是场外交易市场具备较低的交易成本，而来自交易所的研究论文通常则恰恰相反。有些人争辩说，期货市场更快的增长是表明期货交易的成本更为低廉的间接证据。但论据应该倒过来说：更多的期货交易额趋向于降低交易成本。但就交易成本而论存在一个明显的区别：对于新兴市场货币，期货交易成本（只要存在）通常比相对应的远期（大多数情况下为无本金交割远期）要低。

除了交易成本，以下列出的是典型的货币管理外包经理人在考虑采用远期还是期货这一问题上所需要权衡的一些要点。在每一类别中，我们观察的是最近 10 年的变化。

类别	10 年前	当前状况	结论
流动性	期货交易额一般比远期交易额小得多。	期货交易额的增长速度快得多。	对于许多货币对而言，期货与远期市场提供类似的流动性。

类别	10 年前	当前状况	结论
货币对的可供性	期货仅供主要货币对选择，而场外交易市场几乎可以对任何货币对进行报价。	场外交易市场几乎可以对任何货币对报价；但流动性较低的货币对价格必须经过流动性高的货币对所得。现在有更多货币对的期货，包括某些新兴市场货币对。	远期依然处于优势，但领先优势正在减少。
信用风险	信用风险通过期货保证金几乎完全化解。信用风险对远期而言不关紧要。	信用风险依然通过期货保证金几乎全部化解。在全球金融危机与新法规实施之后，远期的缔约对手方需要重新考虑信用风险。	期货明显具备优势。
定制规模与到期时间	远期与掉期完全可定制，而期货则是标准化的。	同样情况。但货币管理外包经理人（事实上，大多数最终用户）越来越了解到拥有精确的名义大小与到期日的优势其实是夸大了。	远期依然明显具备优势。
现金流量管理	由于保证金的原因，期货现金流量管理一向繁琐不便。远期与掉期就没什么麻烦。	类似情况。但许多货币管理外包经理人也承认通过在货币管理外包计划中采用远期/掉期不可能完全避免现金流量问题：与采用期货相比，仅是拥有频率较低但一次性金额更大的现金流量。另外，为了降低其信用风险，银行会在远期或抵押要求中引入某些“重置”特性，这会进一步侵蚀远期的优势。	远期的管理密集度保持较低。而其优势同样没有以往那么显著。
监管要求	这一方面无明显赢家。两者一般归类为“衍生品”。	与远期相比，新监管要求在资本支出、清算及报告要求方面，趋向于对期货	在新监管体制下，明显有利于期货。

类别	10 年前	当前状况	结论
		有利。	
结算风险	期货被视为结算风险比较低的产品。	期货大多通过 CLS 银行结算，而某些远期现在也通过 CLS 银行结算。	期货带来更低的结算风险。
交易时间	远期在交易日昼夜不停交易，但期货只在交易所营业时间交易。	远期依然持续交易，而许多交易所已经延长了营业时间。	远期的领先优势现在变得更小了。
报价惯例	远期与掉期以货币对中两种货币之一的点数报价；期货则仅以一种货币事先规定的增量报价。	某些期货经纪商所提供的前端工具使期货交易变得极为类似于远期交易。交易所还引入根据银行间惯例报价的期货。	产品类似。
电子交易平台与直通处理技术 (STP)	期货交易在电子交易方面在历史上与远期相比更为先进——CME 集团为外汇期货而设的平台是首批电子交易平台之一。	外汇场外交易现在大部分也通过电子平台完成，有许多不同的平台供选择（单一银行平台或跨银行平台或电子通讯网络 (ECN) 平台），区别在于功能性与可靠性程度的不同。	产品类似。交易所平台更快捷、更健全，另外还有单一集中簿记的好处。但最终用户将可能需要经过一个由期货经纪商所提供的前端系统。
滚动展期便利	场外交易市场比交易所交易市场提供更为灵活的滚动便利。滚动是货币管理外包计划一个非常重要的特点，因为通常套期保值需求是不间断的。	滚动正逐渐成为期货交易的一种标准服务，而至于有关滚动造成交易成本与波动性水平上升的说法应该属谣传。	产品类似。

类别	10 年前	当前状况	结论
做市商	场外交易市场是由做市商组成，而期货可能有也可能没有做市商。	类似。许多交易所确实有做市商。	做市商的存在有助于促进大额交易并在波动性交易环境中稳定市场。现在的期货与远期市场是类似的。
交易费用	场外交易市场并不收取交易费用，而交易期货有各种交易费用（即便非常小）。总体上，如前文所述，远期与期货的全部交易成本相当。	类似。	产品类似。
货币管理外包计划的规模	由于远期与掉期都按对手方银行授予的交易额度进行，较小的货币管理外包计划（例如，资产管理规模小于 1 亿美元者）采用远期通常是不灵活和不经济的。而采用期货则没有这种限制。	相同情况。	期货更能够顺应较小规模的货币管理外包计划。

总之，我们觉得在过去十年间外汇远期对于期货的领先幅度已经显著缩小，即便在现阶段还无法完全替代，采用期货现已成为所选传统工具远期的一个有效补充产品。

其他实际考虑

上节讨论了大多数实际问题。但还有银行或经纪商关系的问题。货币管理外包经理人需要选择一名或一批经纪商来进行外汇期货交易。一般而言，以下是选择对手方银行进行场外外汇交易时通常考虑的要点：

- 银行规模，最好是全球 20 强外汇银行之一；
- 良好信用状况，因为场外交易涉及信用风险；
- 是否提供在线处理平台与直通处理技术；
- 是否为大额交易提供狭小的价格范围与良好的流动性；
- 是否提供 24 小时停损订单监控与执行设施；

- 是否拥有良好的交易服务台后台服务；
- 是否提供额外的外汇研究；
- 是否提供大宗经纪商服务；
- 是否需要抵押品；
- 是否可以连接托管银行以进行结算；
- 是否拥有自己一套针对疏失与欺诈的保障措施。

上述一些要点依然适用于选择期货经纪商，但**主要考虑应是电子化的前端平台、抵押管理服务及不同市场的准入**。重要的是尽可能地确保用于保证金管理的资金以及抵押的证券由第三方托管，特别是在发生曼氏金融倒闭事件之后。CME 集团网站包括一个特别板块，按地理区域列出所有的期货经纪。许多大型国际银行都有独立的期货经纪子公司可为客户服务。

结论

货币管理外包是从标的投资组合中单独计量并管理货币风险的一种实践，已经成为全球许多机构投资者的标准工具。场外交易远期与掉期由于一系列原因，早已成为几乎所有货币管理外包计划所选择的工具。

货币管理外包行业在全球金融危机中的痛苦经历以及接踵而至的有关银行与金融业的新法规要求对货币管理外包采用期货的可能性在一般意义上进行重新评估。通过分析，我们相信外汇期货已经满足一个严肃的竞争者所必需的先决条件，从而成为货币管理外包计划中远期产品的替代品，或至少也可为补充品。

点击[此处](#)了解有关 CME 集团新产品离岸人民币期货的更多详情，该期货已于 2 月 25 日推出。

联系人

忻海博士

董事

海溪咨询有限公司

香港

hai@haxius.com

+ (852) 688 99546 / + (86) 131499 99546

www.haxius.com

海溪咨询有限公司是一家注册于香港的公司，提供金融风险管理、货币管理外包，衍生品及离岸人民币领域的咨询与教育服务。