



玩火

不少新兴市场国家的公司都签订了奇异衍生品合约，损失惨重

Bandall Dodd

奇异衍生品的名称听上去就像玩具的名称或童话故事一样——在韩国叫KIKO、在巴西和其他国家叫TRAN。但这些却是某种交易模式的组成部分，这种交易模式的基础是对奇异衍生品的运用（或滥用），其结局并非是虚构的。金融衍生产品的交易已经导致了巨大损失，给恐慌的货币市场火上浇油，对金融危机向新兴市场的蔓延起到了推波助澜的作用。正是这种惨痛的后果，使得参加波兰商业圆桌会议的首脑们将金融衍生交易称为“地狱之果”。

最早公布损失的是商品贸易领域的私人公司。这些公司大部分是出口商，其打算运用金融衍生产品交易对冲本国货币将要升值的负面影响。但货币不仅没有升值，反而贬值了，那些公司不得不竞相抛售本国货币并买入美元以弥补损失，这导致了外汇市场的混乱。直接损失是巨大而广泛的。据估计，新兴市场国家有5万家公司受到了影响。这其中包括印度尼西亚10%的出口商和韩国的571家中小出口企业。预计巴西的损失280亿美元，印度尼西亚的损失为30亿美元，波兰和墨西哥各损失50亿美元。并非所有的损失都发生在私人企业。斯里兰卡国有的锡兰石油公司损失6亿美元，中国的中信泰富集团遭受了24亿美元的损失。

这种情形似乎还在广泛扩散。据报道，中国香港特别行政区、印度和马来西亚的出口商和其他公司也有损失。巴西和墨西哥的公司同样遭受了巨大损失（见本期《是对冲，不是对赌》一文）。

讨论的主题

许多国家的决策者都参与到（常常是激烈的）讨论之中，即探讨如何处理那些包括被亲昵地称为KIKO和TARN的奇异衍生品（见专栏）。讨论的重点有两个基本问题。第一个问题是，公司是打算进行套期保值（即规避货币币值波动的风险）还是在进行投机？第二个问题是，作为金融衍生产品经纪商，银行是仅为

了满足客户的需求，还是参与了欺骗性的交易运作？

要真正了解客户或交易者的真实想法几乎是不可能的，因而讨论就更加激烈了。本文试图描述这些金融衍生产品，并对套期保值和投机的适当性进行分析，从而提出一些政策措施方面的建议，以有助于防止金融衍生产品的滥用。

这些奇异型金融产品对各个新兴市场经济体的影响大于对那些参与这类交易公司的直接影响，这引起了公众对这些奇异型金融产品的担忧。一旦本国货币开始大幅度贬值，KIKO或TARN的投资者遭受巨大损失，有关这方面损失的报道就会扰乱当地的货币市场，并且这还会加大抛售本币的压力。这些奇异型奇异衍生品市场缺乏透明度，这意味着货币市场既无法了解未平仓交易头寸的金额及这些头寸的持有者，也不了解潜在的损失规模。不确定性导致了担忧，进而引起恐慌。担忧将进一步打压币值，导致金融衍生产品交易出现更大的损失。

投资者的信心同样遭受打击。新兴股票市场价格暴跌，信贷利差扩大。由于外国投资者的撤资，这些市场无法为到期外债进行再融资。始于美国住房市场的全球金融危机蔓延到了新兴市场经济体。

活泼但可怕

作为市场营销的一部分，金融衍生产品的兜售者常常给奇异衍生品起一个活泼可爱的名字。KIKO的全称是“敲入敲出”期权——“敲出”是指达到某个价位时，投资者更多的收益就全部取消。TARN的全称是“目标赎回票据”，当投资者收益达到“目标赎回”金额时，更多的收益将终止执行。TARN还常常用作某种期货或某种互换。其他类似的金融衍生产品交易有雪球期权（Snowball）和累计认购期权，这些名称就使人们联想到积聚额外收益（和损失）的可能性。

初露真相

这方面的问题是2008年暴露出来的，当时开始出现参与货币套期保值交易的非金融公司陷入困境的情况，表面上看这些例子并无相互联系。此类公司进行套期保值交易主要是为了冲抵因本币波动而导致出口收入价值下跌的损失（公司必须用本币支付生产成本）。对从事进出口的公司来说，外汇套期保值尤为重要，因为这些公司收入或支付的是外汇，而非本国货币，因此其希望采取措施保护以本币计价的收入。在大多数情况下，进行这些奇异型套期保值时，出口商持有本国货币的多头头寸，即买入预期本国货币升值的金融衍生产品合约，其通常对应于美元汇率。

但类似事件很快就出现了。至少在七个亚洲国家（中国、印度、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚和斯里兰卡），以及巴西、墨西哥和波兰，开始出现因非常相似的奇异衍生品合约而造成的损失。此类交易一般在老练的金融衍生产品交易商和常常是新手的非金融公司客户之间进行。在韩国，这种金融衍生产品交易被称为KIKO（即敲入期权、敲出期权）；在其他一些国家，称为TARNs（目标可赎回远期、互换或短期债券）、可提前赎回的远期（callable forwards）或双币种存款。在日本，其使用的名称是息票互换。

这些损失的规模令人触目惊心。公开披露的损失超过了公司出口收入的合理预计值，一些公司很快就被迫申请破产保护。这与正常的套期保值交易的结果大相径庭。因此，不断扩大的损失引发了财务政策的大灾难——这种财务政策变成了丑闻。

它们究竟是何物？

尽管在各个国家的名称不一样，可形如KIKO和TARN的衍生品的基本经济结构是相同的。

- 这种金融衍生产品提供多头头寸——也就是说，这是一种投资者从标的货币升值中获利的产品。多头头寸通常以本国货币标价，但在斯里兰卡交易以原油计价，在日本以澳元计价。

- 这种金融衍生产品通常在一年（有时是两年）期间每月支付一次。KIKO由多头看涨期权（赋予买入者在约定时期按约定价格买入货币的权利）和空头看跌期权（赋予买入者卖出货币的权利）构建。这创造了期货或远期合约的经济等价物——当标的货币价格上升时，投资者获利；当标的货币价格下跌时，投资者遭受损失。

- 这类交易的潜在收益是封顶的或受限的。在某些情况下，这是一种所谓的敲出式条款，即如果外币

升值超过了特定的汇率水平，就取消按月支付。在其他情况下，如果应计收益的增长达到某个目标金额时，合约将终止。

- 这类交易的潜在损失并没有限制，而且金融衍生产品确实是结构性的。在这种情况下，通常当汇率下跌速度是标的货币汇率或参考价格下跌速度的两倍时，损失就会产生。

- 从事这种交易的初始成本或期权费为零。

恰当的讨论

我们很难了解非金融公司进行套期保值是为了应对本币的进一步走强，还是仅为了进行投机。我们也很难明白这些公司是否完全了解这类交易的风险与收益情况。同样难以确定的是，提供这些交易的金融衍生产品交易商是在满足客户的需求，还是在利用客户赚钱。

不管出于什么动机，就像这些合约的经济特性所显示的那样，结果是一目了然的。无论是套期保值还是投机交易，这些奇异衍生品都是不合适的，而且没有一个有见地的投资者会主动签订这种合约。政策讨论的重点应该进行调整，我们不必设法搞清楚金融衍生产品交易者和投资者的真实想法，而应当讨论如何最有效地保证适当的金融衍生产品真正被用于套期保值，如何保证使套期保值者免受滥用交易操作的影响，如何保证将投机交易限定在“合格的”公司和个人范围之内。

因为这些奇异衍生品与公司现有风险敞口不完全匹配，所以此种产品并不适用于套期保值。尽管公司的确需要对本币升值进行对冲，但如果本币升值足以“敲出”支付，或导致合约的赎回，KIKO和TARN工具就起不到套期保值的作用。此外，出口商从货币贬值中可能获得的收益——因为他们的产品变得更有竞争力——与贬值所带来成倍的损失率并不匹配。

对于那些可能受到因无力消化货币贬值的潜在双倍损失打击的公司来说，这类金融衍生产品也是不适用的。由此而导致公司破产的事件说明实际情况确实如此。交易适当性的一个基本原则是，投资者应该有能力和消化潜在的损失。

此外，即使从事商品贸易的公司打算进行投机，这类金融衍生产品也远不是最佳的交易工具。外汇期货、标准远期或货币互换，都可以为投资者提供相同的或更好的因价格上升而获益的可能性，同时不会使投机者面临因价格下降而出现的双倍风险。

既然KIKO和TARN不适用于套期保值，而且也不是投机交易的最佳选择，为什么其交易量又如此之大

呢？一种理论认为，投资者要么过于单纯，要么没有被告之其中的风险，或者不理解其中的风险。的确，国际金融市场风和日丽的时间太长了，以至于许多市场的投资者开始低估特定风险。而且与推出这类交易的大银行比起来，非金融公司大概更稚嫩一些。

另一种理论认为，投资者有时迫于银行的压力签订了那些合约，以此作为贷款延期的条件。一些新兴市场的金融监管机构在接受笔者访问时表示，投资者向其抱怨当他们为偿还贷款再融资时受到了来自银行的压力。对金融衍生产品流行的另一种解释是，KIKO和TARN的定价方式吸引投资者承担更高的风险，因为奇异衍生品提供的汇率比市场上流行的标准远期和期权的汇率更优惠。后一种解释意味着投资者对所投资的产品及其风险还是有所了解的。但是，这并不是说这类奇异型投资工具就是最佳选择。如果投资者清醒地接受这种风险与收益的权衡关系，这等于是在做一笔危险而又低效的交易，即非金融公司向更有经验的金融公司出售了可抵御巨额极端风险的保险单。

监管者应该怎么办？

公司有充分的动机去进行套期保值，而如果公司不担心被利用或被欺诈的话，实际的套期保值将会更多。套期保值本不应该导致奇异衍生品在新兴市场造

成的声名狼藉的损失。为促进进行更多的套期保值交易，并避免再次出现奇异衍生品投资而对外汇市场的损失和破坏，我们可以采取以下措施：

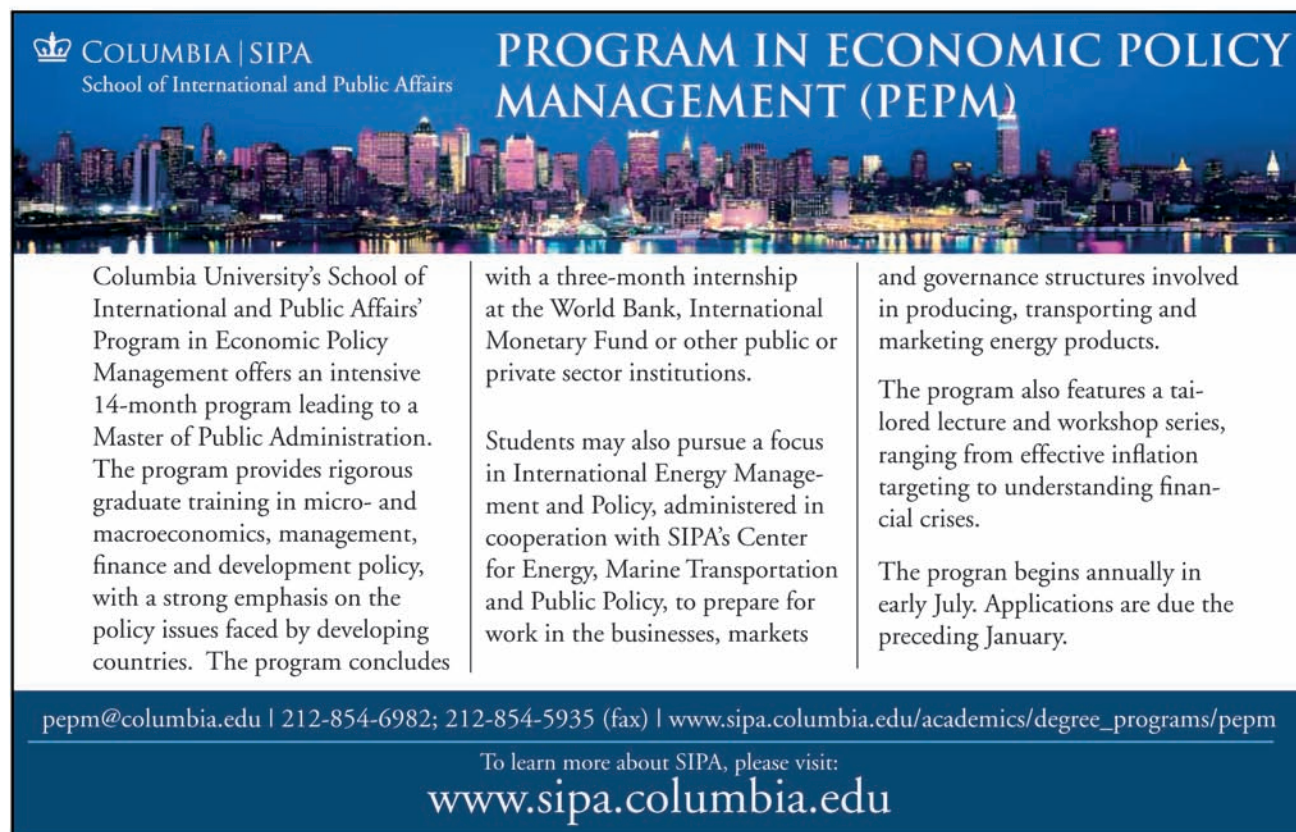
- 在国家层面上，我们应该制定投资者保护法和反欺诈的法律规定，以进一步抑制金融衍生产品的不当使用。

- 我们应该建立起金融衍生产品交易的信息披露制度。对金融衍生产品的价格和其他交易数据的公布将使市场更加透明，而且会增强国内监管机构和跨国监管机构的监管能力，以便在金融衍生产品价格暴涨之前就发现潜在问题。

- 我们应该规范新的复杂金融衍生产品的引入，或者至少应该对合格投机者之外的公司使用这些产品予以监管。具体方法是列出可使用金融工具的“积极”名单，并列出不禁用金融工具的“消极”名单。

- 我们需要建立多边监察机构来监控全球市场，该机构的职能之一是对市场各种形式的不当行为和交易（如KIKO和TARN）的滥用进行识别。通过与各个国家的监管当局建立起合作关系，该监管当局应能及时向各国通报值得警惕的或可疑的市场动向。作为一个国际机构，IMF能够完成这个任务，而且其已经拥有一些必要的资源，并在成员国之间建立了正式合作渠道。■

Randall Dodd为IMF货币与资本市场部高级金融专家。



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu