

我国证券投资基金经营机构债券交易主要风险分析及防范策略研究

鲍俊颖

(重庆第二师范学院 数学与信息工程学院, 重庆 400065)

摘要:2014年以来我国债券违约事件频发,为有效防范和控制债券投资交易风险,中国人民银行及证券监管部门引导证券经营机构规范债券投资交易管理,防范债券投资交易风险。我国债券市场以机构投资者为主,单笔交易金额大,相比传统的股票竞价交易,债券投资具有的撮合交易的市场风险、交易对手风险及潜在的道德风险管理难度大。因此,从实际业务出发,对债券投资交易的主要风险进行分析并提出防范策略,以防范和化解债券投资交易相关风险。

关键词:债券投资;债券违约;风险管理

中图分类号:F832.48

文献标识码:A

文章编号:1008-6390(2020)03-0019-05

我国债券市场受金融去杠杆、贸易摩擦等因素影响,债券违约事件频发。我国债券交易以机构间撮合交易为主,杠杆投资、单笔投资交易数额较大,债券投资交易风险管理难度相对较大。同时,表外代持、指定第三方交易、私下线下交易等违规交易行为进一步加剧了风险传导。因此,防范和化解债券投资交易风险是证券经营机构持续稳健经营的重要任务之一。为了有效防范和控制债券投资交易风险,中国人民银行、银监会、证监会和保监会联合发布了《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》,证券业协会发布了《证券投资基金经营机构债券投资交易业务内控指引》,进一步引导和规范证券经营机构、加强债券投资交易管理。

我国债券市场从2005年开始快速发展^[1],目前,中国债券市场已经发展成以银行间市场为主、交易所市场为辅,涵盖各类机构投资者和债券投资品种的多层次债券市场体系^[2],债券市场规模快速扩张的同时也暴露出一些问题,例如我国A证券违规代持引发债券市场流动性危机,B银行被接管引发债券市场交易对手信用风险等风险事件。近年来,债券违约数量和规模不断创新高,债券投资交易业务管理水平和风险管理水平在一定程度上决定证券

经营机构的发展水平^[3]。因此,在当前金融市场环境下管理好债券投资交易风险显得尤为紧迫。通过研究管理者背景与企业信用风险相关性^[4],分析债券信用风险和研究市场环境对债券市场走势的影响,筛选优质债券进行投资,能够在一定程度上降低债券投资风险,但还需从优化制度流程、提高市场效率和加强内部控制方面加强债券投资交易管理,防范和化解债券投资交易风险。

文章从实际业务出发,讨论了我国债券市场现状,分析了我国证券投资基金经营机构债券投资交易存在的主要风险,立足行业发展提出风险管理建议,以此达到防范和化解债券投资交易相关风险的目的。

一、我国债券市场现状

(一)我国债券交易市场分类

我国债券市场规模快速扩张。截至2019年6月22日,我国债券存量为90.67万亿,其中利率债存量50.34万亿、信用债存量30.44万亿,同业存单存量9.90万亿,存量债券主要以利率债和信用债为主。纵观我国债券市场近10年的存量,呈现持续上升态势,如图1所示。

截至2019年6月22日,中国债券市场存量债券45064只,其中信用债25626只,利率债5138只,

收稿日期:2019-12-21

基金项目:重庆第二师范学院校级科研项目“基于大数据分析的巨灾债券定价模型的实证研究”(KY201728C)

作者简介:鲍俊颖,讲师,主要研究方向:金融统计。

同业存单 14300 只,如表 1 所示。按照债券发行主体对债券进行分类,利率债分为国债、地方政府债和政策银行债,信用债分为金融债、企业债、公司债、中期票据、短融资券定向工具、国际机构债、政府支持机构债、资产支持证券、可转债及可交换债。

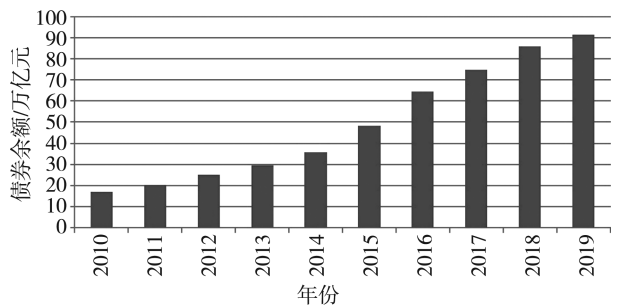


图 1 中国最近 10 年债券存量

(二)我国债券投资者分类

参与债券的投资者主要以金融机构为主,分为银行间市场、柜台市场、交易所市场和自贸区市场,其中银行间市场主要是银行机构、信用社、保险机构、证券公司、基金公司及其基金会、其他金融机构和非法人产品,其中商业银行配置债券占比最高,其次是非法人产品,但规模明显小于商业银行,具体如下表 2 所示。

表 1 中国存量债券分类及占比			
类别	只数	余额	余额比重/%
利率债			
国债	279	152759.27	16.85
地方政府债	4539	200197.81	22.08
政策银行债	320	150,418.23	16.59
信用债			
金融债	1600	64300.60	7.09
企业债	2582	24373.42	2.69
公司债	5701	62256.60	6.87
中期票据	4709	60927.24	6.72
短期融资券	2158	21426.00	2.36
定向工具	2609	20082.82	2.21
国际机构债	18	309.60	0.03
政府支持机构债	150	16095.00	1.78
资产支持证券	5733	29063.19	3.21
可转债	216	3161.26	0.35
可交换债	150	2358.20	0.26
其他			
同业存单	14300	99017.50	10.92
合计	45064	906746.73	100.00

表 2 中国主要券种投资者结构

投资者结构	政府债券		政策性银行债		
	记账式国债	地方政府债	国家开发银行	中国进出口银行	中国农业发展银行
政策性银行	970.27	17189.39	54.20	213.54	154.50
商业银行	89647.51	170680.44	49337.11	16642.68	26695.91
信用社	799.58	1173.92	2885.90	707.12	1250.48
保险机构	3414.33	823.82	4881.98	367.91	810.45
证券公司	1182.30	862.78	1329.44	188.97	360.35
基金公司及其基金会	36.45	0.00	1.73	0.20	1.30
其他金融机构	389.70	33.12	126.50	42.80	78.20
非金融机构	7.20	0.00	1.30	0.00	0.00
非法人产品	10139.94	1680.30	22503.93	6033.14	10107.77
境外机构	11364.41	25.70	2610.05	675.64	912.60
其他	15574.34	1.95	174.15	55.10	67.70
柜台市场	229.90	36.68	464.18	0.00	3.54
交易所市场	5566.94	3042.63	0.00	0.00	0.00
自贸区市场	0.00	30.00	0.00	0.00	0.00

二、我国债券投资交易的主要风险

(一) 债券违约频发,参与债券投资面临信用风险

债券市场违约风险是指债券发行主体不能按照事先达成的债券协议履行其义务的行为。我国自2014年出现“11超日债”首只违约债券以来,债券违约数量和违约金额持续增加。表3为近年来我国债券的违约数量及金额,其中2018年违约数量为125只,违约金额为1209.61亿元,相比于2017年,违约债券大比率增加。但是,违约债券整体回收率约为10.77%,其中2018年回收率仅为5.2%。若按企业性质统计,民营企业回收率仅为10%,按上市和非上市企业统计,非上市公司回收率仅为6%。因此,参与债券投资具有高信用风险和低违约回收率的特点。

表3 债券违约数量及金额

年份	违约数量	违约金额/亿元
2015年	25	115.19
2016年	56	393.77
2017年	35	337.49
2018年	125	1209.61
2019年(截至5月31日)	68	460.37

(二) 违规代持债券引发证券基金经营机构流动性风险

债券代持是债券持有方与代持方达成口头协议,约定将标的债券以一定价格转让给代持方,经过一定期限再以事先约定的价格由债券持有方赎回的交易方式,违规代持债券具有试图放大交易杠杆、规避风险控制指标以及进行违规利益输送等行为。

2016年12月14日,A证券的债券代持风险事件在债券市场引起巨大冲击,该证券员工私刻印章,假冒公司名义私下与其他金融机构签订代持协议,金额约为200亿元,代持金融机构涉及20余家,由于代持债券价格大幅下跌,该证券无法在约定期限购回,最终导致违规代持风险全面爆发。由于债券交易市场是机构投资者市场,交易时仅以机构信用作为参考,而由该事件引发的交易对手信用危机冲击了整个债券市场,险些引发债券市场系统性风险。证券基金经营机构相对于银行和保险机构,整体抗风险能力较弱,短期融资渠道有限,一旦风险爆发,证券基金经营机构会产生重大流动性风险。因此,有效化解违规代持风险的关键在于化解流动性风险,面对资金流动困境,需在极短时间内采取切实有

效的行动^[5],避免风险扩大为市场风险和交易对手信用风险。

(三) 缺乏独立、客观、专业的债券投资评级

参与债券投资的核心是客观评判投资债券信用风险水平,债券投资机构主要通过债券外部信用评级来判断债券信用风险。目前,外部评级机构评级结果并不符合正态分布,高信用评级集中度高,评级区分度明显不够,如图2所示。债券评级的独立性得不到保障,评级机构数量多且存在恶性竞争情况。相比国际市场,债券评级作为一个新起行业,缺乏专业的评级人才队伍和系统化、规范化的管理机制。

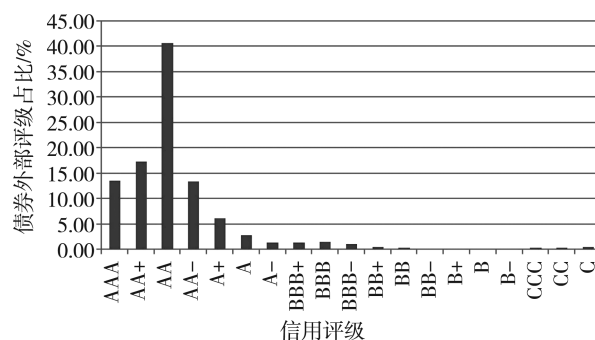


图2 债券外部评级分布

(四) 缺乏统一的信息技术系统

我国债券市场是世界第三大债券交易市场,包括银行间市场和交易所市场,分别由人民银行和证监会监督管理,其中银行间市场交易份额占我国债券交易总量的90%以上。银行间市场和交易所市场在投资参与者、交易方式、登记清算、结算方式、质押回购期限和品种上均有所差别。银行间市场主要使用债券投资信用风险管理系统,为COMSTAR债券投资管理系统,交易所主要使用恒生O32投资管理系统。由于交易规则和数据传输等差异,导致债券投资机构无法使用统一的系统管理债券投资交易风险。因此,目前债券投资交易系统风险管理效率相对较低,无法适应快速变化的市场需要。

(五) 证券经营机构债券投资交易业务开展风险

我国债券交易场所主要分为银行间市场、交易所市场以及柜台市场,按照交易目的区分为债券现券投资交易和债券质押融资。开展现券投资交易需要承担投资债券违约风险、投资债券价格波动市场风险和交易结算过程中交易对手违约风险。开展债券质押融资需要承担质押债券质押率不足风险、融资到期未能按时兑付风险及债券质押违约后质押券处置的流动性风险。从风险角度看,债券质押融资出资方风险相对较大,融入方风险相对较小。债券

投资交易业务还涉及利率衍生品交易,我国利率衍生品包括利率互换、国债期货和债券远期,开展利率衍生品交易实行保证金制度,因此业务开展需要承担业务保证金不足、合约存续期价格波动、交易对手违约和合约交易流动性等风险。

此外,债券交易市场是机构间交易市场,以撮合交易为主,日常交易涉及数额巨大,因此,开展债券投资业务还会面临人员道德风险和操作风险。

三、债券投资交易风险防范和化解的建议

(一) 提高债券投资交易人员风险管理水平

风险管理是债券投资业务开展中一个不可或缺的环节,其中提高债券投资交易人员的专业化水平是降低债券投资交易风险的关键。风险管理应该贯穿业务开展的全过程,全员参与。债券投资交易业务部门肩负一线风险管理职责,风险控制部门监督业务的风险控制执行情况,确保风险管理政策有效落实。风险管理效果与风险管理人员的管理水平直接挂钩,因此加强债券投资交易风险管理主要是要提高债券投资交易风险管理人员的业务水平。具体方式如下:完善绩效考核机制,形成业绩考核与风险管理效果挂钩的机制,结合实际需要制定必要的薪酬递延发放管理制度;提高风险管理人员绩效水平,引导具有业务经验的从业人员从事债券投资交易风险管理工作;加强宣传培训工作,形成稳健经营、全员参与的全面风险管理文化,提高风险管理意识;加大对违反道德风险从业人员的惩罚力度,建立行业违规人员黑名单,实行业禁入制度,提高行业人员从业敬畏心。债券投资风险管理人员必须精通债券交易的市场规则,加大学习培训力度,为业务开展提供专业技术支持。

(二) 建立流动性救助机制,防范化解极端流动性危机

流动性风险事件对处置的时效性要求极高,证券经营机构作为专业证券经营投资者,业务开展覆盖面广,涉及金额较大,短期流动性风险处置不及时可能引发一系列重大市场风险事件。证券经营机构的债券投资流动性风险往往发生在交易层面,出现内部管理问题或极端黑天鹅事件导致交易性资金出现短期缺口,只需要短期流动性支持就能渡过难关,造成的实质损失非常有限。但证券经营机构整体上实力较弱,尤其是中小型企业发生短期流动性风险时拥有的融资渠道有限且容易受阻,因此解决好流

动性风险的关键是建立畅通的短期流动性支持应急机制。为了防范流动性危机,可建立行业流动性救助机制,简化用资审批流程,对流动性风险资金使用授权管理机制。由证券公司定期提供相关材料,根据证券公司提供的材料拟定授权额度,签订授权使用期限、利率、用途和各方权利义务等条款。当发生流动性风险事件时,由监管派驻机构现场核查风险情况后发放流动性救助资金。同时,还需研究通过法律途径解决短期流动性支持资金的优先还款权,确保流动性资金的合理使用,防范流动性救助失效和破产清算导致的救助资金无法回收风险。流动性救助管理组织可由证券行业协会下设专业救助子公司或由国家投资者保护基金组建并承担救助职责。建立短期流动性危机的救助机制在保障行业稳定、保护投资者利益、做大做强证券行业等方面具有重要实践意义。

(三) 设置内部投资评级模型

债券评级模型建立需要由专业人才队伍完成,需要耗费大量人力物力,结合国外行业经验,如果证券经营机构分别建立内部评级模型,会存在严重的资源浪费。因此,建议证券行业协会集中资源聘请实力雄厚的专业评级咨询公司构建客观模型,建立行业客观债券评级基础数据库,评级结果供所有证券经营机构共享。各证券经营机构在基础评级结果的基础上结合对行业和公司经营能力的判断形成专家评级建议,根据专家评级建议调整基础评级结果,形成经营机构债券投资内部评级。证券经营机构可以参考内部评级结果控制债券投资交易集中度,提高债券投资交易信用风险防范水平,也可根据评级建立交易对手授信管控机制,降低债券投资交易对手风险。

(四) 建立投资交易风险管理信息技术系统

当前,金融科技飞速发展,以高效的投资管理系统作为载体,才能不断提高投资管理专业化水平,提升风险管理效率。当前金融市场和金融产品呈现多样化特点,但行业内缺乏统一的债券投资风险信息化管理系统,迫切需要通过统一的系统实现债券资产管理和风险管理。建议由行业协会牵头,各证券基金经营机构参股,建立信息技术子公司,开发适用于证券基金经营机构的投资交易风险管理技术系统,实现投资决策、交易执行、持仓汇总、风险监控和风险前端控制等功能,以满足包含债券投资在内的所有证券投资风险管理需要。

当前已有的风险监测系统的监测范围和效率参

差不齐,为了满足对拟投资债券进行风险评估或对已投资债券实施风险监测的需要,需全面加强和提升风险信息监测效率,并建议由证券行业信息技术子公司整合市场资源,建设适用于债券投资风险管理需要的风险监测信息技术系统,实时监测、及时预警市场出现的各种负面舆论信息和异常交易行为,提高风险处置效率。

(五)统一和优化市场交易规则,提高债券投资交易效率

我国银行间交易量占主导地位,部分债券如国债和企业债可在两个市场同时交易,但在交易清算、交易询价方式和风险管理措施等方面存在明显差异。例如:银行间市场向交易所转托管债券需要次日才可以完成,时效相对较低;交易所可以通过竞价交易和询价交易两种方式买卖债券,银行间只可以通过询价方式买卖债券;交易所交易价格无涨跌幅限制要求,银行间限制跌幅为3%。两个市场存在交易机制不同的客观因素导致交易所交易债券流动性相对较差,规模相对较小,部分债券甚至存在常年无交易的情况。建议监管机构致力于统一两个市场的交易规则,提高交易效率,提升市场流动性,提高市场在资产定价方面的优势,服务实体经济。

(六)探索金融科技在债券投资交易风险管理方面的应用

当前,以大数据、人工智能为代表的金融科技快速发展,加快了金融科技在债券投资交易风险管理中的应用,对提高风险管理效率和风险管理质量具有重要意义。首先是加快推进证券金融机构数据收集,大数据是人工智能分析的原材料,良好的数据获取能力和数据结构是未来开展金融科技应用的基础。其次是加快云计算发展,金融科技云计算代

表金融行业生产力,对海量数据快速处理分析是债券投资风险管理的数据支撑。最后是加大金融科技投入,金融科技发展首先要加大投入,包括专业技术人才成本投入、机器生产设备投入和学习研究投入等。

四、结论

证券投资基金经营机构债券投资管理难度相对较大,且缺乏必要的风险管理手段,管控能力相对较弱。在债券违约、违规代持等交易乱象频发的大背景下,证券投资基金经营机构必须加强债券投资交易风险管理。从实际出发,建立行业统一的信息化技术系统及内部评级模型,提升债券投资风险管理效率和水平;建立行业短期流动救助机制,避免极端流动性危机对整个市场进行冲击;提升证券投资基金经营机构债券投资业务风险管理队伍的专业化水平,切实有效地管理债券投资风险。

参考文献:

- [1] 宋霞. 目前我国债券市场投资主流策略初探[J]. 现代商业,2019(6):81-82.
- [2] 孙司宇. 我国债券市场现状、问题和发展方向初探[J]. 白城师范学院学报,2017(1):93-96.
- [3] 杨双. 论企业金融投资风险评估[J]. 福建质量管理,2018(20):102-103.
- [4] 王卫星,张佳佳,左哲. 民营企业管理者背景特征与企业信用风险关系研究[J]. 会计之友,2017(20):131-136.
- [5] 马保明. 证券公司风险管控工具有效性及动态决策研究——以债券自营业务流动性管理为例[J]. 金融理论与实践,2017(5):110-114.
- [6] 周洁. 我国绿色债券市场发展现状与问题研究[J]. 全国流通经济,2018(15):80-81.

[责任编辑 戚蕴涵]