

LPR 将激活利率衍生品：老牌交易员回顾 IRS 交易风云

文/ 周艾琳

近年来，随着人民币波动的加剧，汇率套保的概念已深入人心。然而，对冲利率风险的说法对企业、个人而言仍然陌生。不过，从 8 月 20 日新 LPR（贷款报价利率）出炉的那一刻开始，一切都可能变得不同，当然一切也是远征路上的一小步。

2006 年 2 月 9 日，央行发布《中国人民银行关于开展人民币利率互换交易试点有关事宜的通知》，明确了开展人民币利率互换交易试点的有关事项。然而，十多年来，利率互换（IRS）仍主要停留在交易层面，境内的中外银行、券商以及境外的对冲基金等都用基于 7 天回购定盘利率（FR007）以及 Shibor（上海银行间同业拆借利率，主要为 3 个月）的利率互换（IRS）来表达对中国利率走势的观点，从而跨资产套利或对冲持有债券的风险。但真正的代客业务（即作为企业的利率风险管理工具）仍然很少，这也与旧的 LPR 常年不浮动有关，因此挂钩 LPR 的 IRS 并无用武之地。

“一直以来，交易员主要通过预测 IRS 曲线走势选择操作方向。如果预期未来债市为牛市，收益率曲线整体下移，则可以卖出 IRS（收取固定，支付浮动），待利率下降后反向操作；反之亦然。例如，在某日以 4.4% 卖出 2 年 IRS，在下月以 3.7% 买入 2 年 IRS，价差为 70bp，年化收益率为 15%。”浙商基金债券投资经理叶予璋在接受第一财经记者独家专访时表示。他曾就职于兴业银行资金营运中心，是中国最早的一批资深银行间利率、汇率交易员。

他也表示，新 LPR 的推出有望带动 LPR 利率互换交易，“，人民币汇率的波动率已经接近 G7 货币，使得企业客户面临的汇率风险较大从而推动了代客交易（外汇套保业务：外汇期权、外汇远期的蓬勃发展，因此企业客户面临的利率风险与 LPR 挂钩，更加市场化的波动将推动代客业务的发展，成为利率互换（甚至未来的利率期权）进一步成长的催化剂

2006 年利率互换初登场

2006 年 2 月 9 日，央行明确了开展人民币利率互换交易试点的有关事项。

“同日，国家开发银行和光大银行的利率互换协议就生效了，这也标志着人民币利率衍生工具正式登场中国金融市场，”叶予璋告诉记者。十多年后，这一交易对他而言仍历历在目。上述两大机构于 2015 年 10 月 10 日初步达成的人民币利率互换协议自动生效。协议的名义本金为 50 亿元人民币、期限 10 年，光大银行支付固定利率、开发银行支付浮动利率。当时双方约定，待人民银行有关政策出台后交易生效。

时任国开行资金局资金交易室副总经理戎志平打了个比喻，“利率互换就是各取所需——爱吃鸡翅的拿鸡翅，爱吃鸡腿的拿鸡腿。”

开发银行由于发放的贷款期限较长，一般采用浮动利率，这就要求负债方必须有浮动利率来匹配。上述交易解决了双方资产负债错配问题。也正由于不同的公司对利率的偏好不同，才导致了利率互换交易的发生。例如不少产业，如航空公司、

商业银行、石油生产商等，其资产回报率与经济成长及通胀成正相关，这些发行主体为求资产回报与债务成本相匹配，会将大部分甚至全部固息债券，利用利率掉期转成浮动。

当时，在人民币利率互换市场上，按照互换交易浮动端选择利率的不同，主要有以下三种交易品种，基于一年期定期存款、基于 FR007 以及基于 Shibor 的利率互换。

第一笔 FR007 为基准利率的互换在 2006 年 5 月 8 日由国家开发银行报出双边价格，随后中国银行于 7 月 3 日加入报价，两家银行开始担任利率互换的做市商；2007 年 1 月 Shibor 面世，3 个月期和隔夜 Shibor 也成为主要基准利率。

“相比起当时由银行报出而缺乏真实交易为基础的 Shibor，FR007 是基于真实且大量的银行间交易而得出的报价，因此市场认为其作为参考利率的可信度较高。利率互换刚推出后的几年，FR007 始终是最主流的固定端利率。”叶予璋回忆称。按名义本金来测算，2011 年时以 FR007 为基准利率对应的名义本金占比达 80%以上；不过，2013 年底我国首发同业存单（NCD），其发行利率、发行价格等参考同期限 Shibor，有效提高了 Shibor 利率的真实性和市场化程度，由此 Shibor 的利率互换交易也活跃了起来。

海外交易倒逼境内发展

“后来利率互换能快速发展起来，主要归功于海外。由于当时海外投资者要买中国债券仍存较大的管制，或者所要求的本金太大，因此众多海外对冲基金用利率互换表达对中国利率和经济的观点。” 叶予璋告诉记者。

几乎与国内利率互换市场发展同步，2006年8月，渣打银行与汇丰银行在香港完成了首笔不交收人民币利率掉期合约交易(NDIRS)，标志着人民币离岸利率互换市场的形成。

NDIRS 所采用的参考利率与国内人民币利率互换市场上的主流品种相同，产品结构也相同，所不同的是参与机构。NDIRS 市场上的参与机构主要是外资银行(包括国际投行)，而且大大小小的海外对冲基金可以通过外资银行参与 NDIRS 的交易，从而间接投资人民币市场。

“最大的影响在于，当时我们国内交易员看中国经济的视角都较为封闭，但海外投资者是以全球视角来看中国，这导致 IRS 波动较大，也导致 IRS 与国内债券利率曲线的走势剧烈分化。同时，对冲基金的交易风格也较彪悍，常常选择时机在 NDIRS 市场掀起波澜并从中获利。这也使得 NDIRS 与美国、新兴市场(印度、巴西)固定收益市场利率的波动相关性较高，这造成了利率互换市场波动较大。但对国内交易员而言，这也是学习全球化的一个很好的窗口。” 叶予璋称。

他举例称，NDIRS 市场在美国次贷危机发生前就有了动静。“当时中国通胀较

高、经济数据还不错，但海外已经嗅到了次贷危机的前兆，因此当时海外机构已转为看跌利率了，但中国境内债市收益率仍处于高位，后来证明海外投资者是对的。2011 年欧债危机也类似，危机由海外传导至国内，一般利率互换比债券更灵敏、更具前瞻性。” 他称。

也由于海外更多通过 NDIRS 表达对利率的观点，其又与与国内人民币利率互换产品基本相同，仅是交割货币不同，因此两者之间往往产生较大的套利机会。当时，那些既能参与 NDIRS 市场又能参与国内人民币利率互换市场的外资行就能从中套利，带动了国内人民币利率互换市场和国际固定收益市场联动性。

此后，券商开始逐步介入，市场交易不断活跃。但缺憾在于，利率互换交易仍局限于金融市场（基于 FR07 和 Shibor 的利率互换），但代客交易市场始终比较小（基于 LPR 的利率互换），这也主要与存贷款基准利率并不浮动有关，导致企业客户缺乏对冲利率波动的意识。

交易员揣摩新 LPR 内涵

早年，LPR 利率互换几乎鲜有人问津，这主要因为 LPR 报价常年不变。2019 年 8 月 20 日，基于 MLF 的新 LPR 正式登场，1 年期 LPR 为 4.25%，5 年期以上 LPR 为 4.85%。理论上，每个月报价一次的 LPR 将会浮动起来，这也逐步将给 LPR 利率互换带去新动能。

叶子璋表示，对交易员而言，现在需要思考的无非是两件事——新 LPR 的内涵究竟是什么？有什么交易机会？

其实，“利率并轨”推行两周来，市场对新基准内涵的理解已发生了巨大变化。起初，市场认为这意味着降息空间大幅打开，但 20 日的报价也显示，LPR 的利率定价并没有过低，报价行由 10 家扩大到 18 家（新增外资行、城商行等成本较高的机构）也意在使得报价更有代表性。8 月 20 日的 LPR 报价也小幅高于此前市场的普遍乐观预期。

随后央行宣布的房贷利率规则也进一步压降了市场对大幅降息的预期。总结而言，就是房贷“不再打折”。首套房贷利率不得低于 5 年期的 LPR，二套房贷及商业用房贷款利率不得低于 5 年期 LPR 加 60 个基点。

“在 LPR 和房贷利率也开始‘挂钩’后，金融市场对于激进降息的预期有所降温。”叶子璋对记者表示。

当然，这也衍生出了交易机会。他称，从起初的 LPR 利率互换定价就能看出，市场对激进降息的预期过高，导致利率互换价格跌幅过大，因此买入 LPR 利率互换可能是潜在的机会（买入 IRS，相当于浮动利率的收取方，即后期利率上行，则可获取价差）。

此外，尽管经济下行的态势让卖方近期高呼“债牛”，但央行并无意大水漫灌、

关注调结构，因此国债收益率始终在 3% 纠结，让买方对加仓与否难以抉择，这时利率互换就能发挥作用。

谈及交易策略，叶予璋称，“现在当机构不想错过收益率最后一波下行的盈利，但又要防止收益率反弹的风险，那么可以买 10 年期国债，并搭配买 5 年期 IRS。”他称。之所以采取该策略，理由在于，一旦收益率意外上升，买 IRS 即是收入浮动端利率，可从收益率上行中获利，加之 IRS 的敏感性一般高于国债，这也部分对冲收益可能大于国债收益率上行（价格下跌）的亏损。

代客业务是 IRS 的发展基础

一直以来，IRS 仍然停留在上述交易套利层面，真正的银行代客业务仍然很少。

旧版 LPR 早在 2013 年就已经问世，但由于当时贷款基准利率仍存，且 LPR 并无明显波动，市场的借款方就没有动力去锁定 LPR 贷款利率。不过，随着原先的基准利率渐渐淡出、利率波动逐步加大，未来衍生品活跃度有望提升

未来，LPR 理论上将是每月波动的，那么企业便有了锁定利率风险的动力。针对仍以固定利率定价的存量贷款，若企业预计未来利率有望下行，则银行可为企业做一个代客 IRS，即可将客户的贷款转成浮动利率，银行转为付固定利率，这其实也是旨在打通市场利率和贷款利率，降低企业融资成本。

中国外汇交易中心 (CFETS) 数据显示, LPR 报价正式生成后的一天, 8 月 21 日就已有 13 家机构开展了 LPR 利率互换交易, 包括工商银行、中国银行、交通银行、中信证券等。当日, 挂钩 LPR 的利率互换交易进一步活跃, 共计成交 17 笔、名义本金合计 18.6 亿元。

记者也获悉, 某银行同日达成一笔金额为 7700 万元的以 LPR 为基准的代客利率互换业务, 对手方是一家民营企业。该企业年初在该行获得一笔固定利率贷款, 通过一年期利率互换业务将贷款的固定利率转换成 LPR 加固定点差的浮动利率。

未来, LPR 将如何激发利率互换市场的活力, 企业又将如何重新审视利率风险管理的必要性, 一切都令人拭目以待。