

# 信用衍生品市场：现状、发展趋势及政策建议

人民银行上海总部金融市场部 徐苏江

摘要：近年来，全球信用衍生品（Credit Derivatives）市场的发展令人瞩目，市场规模迅速增加，创新产品不断出现，已成为继外汇、利率产品后的第三大OTC金融衍生品市场。信用衍生品的出现对商业银行的风险管理和经营方式产生了深远影响，被称为是“OTC市场最重要和最具创新的金融产品”。笔者认为，发展信用衍生品市场可以增强我国金融体系的稳定性，提升银行风险管理能力，丰富金融市场层次。应积极采取措施，推动市场的建立和健康发展。

关键词：信用衍生品 市场 政策建议

## 一、全球信用衍生品市场现状

### （一）市场概况

自1990年代中期第一个产品问世以来，信用衍生产品一直保持强劲的增长势头。据英国银行家协会（British Banker's Association, BBA）和Fitch评级公司（Fitch ratings）分别发布的全球信用衍生产品调查报告表明，2005年底全球信用衍生产品的名义总价值为12.7万亿美元，2006年底为20.2万亿美元，预计2008年底将达33.1万亿美元左右，而1996年底仅为1800亿美元，十年内市场规模增长了100多倍。市场的快速发展突出表现为产品创新层出不穷，市场参与者和交易量不断扩大，同时生产了丰厚的盈利机会。

信用衍生品市场占全球OTC市场衍生产品交易的份额也从2002年的2%上升到2005年的7%。已成为继外汇、利率产品后的第三大OTC金融衍生品市场。

## （二）主要产品

到目前为止，对信用衍生品还没有一致公认的定义，一般观点认为，是指通过交易当事人签订的，以转移与贷款、债券等资产的信用风险为目的的交易合约。事实上，信用衍生品市场的创新品种非常多，仅按英国银行家协会（BBA）的统计，主要信用交易品种就有10种，这还不包括许多最新创新产品。正是因为新的品种层出不穷，产品界线模糊，增加了定义和分类的难度。

目前，最主要的分类方法是按参照资产是单一还是组合，分为单一产品（single name）和组合产品（portfolio）。单一产品是信用衍生产品的初级阶段，组合产品是在单一产品的基础上发展起来的。

1、单一产品。单一产品中，最主要的是CDS和总收益互换。

（1）单名信用违约调期（single name credit default swap, CDS）是最基础的信用衍生品，指合约的一方（信用保障买方）定期向另一方（信用保障卖方）支付费用，以换取另一方在参照资产（实体）发生事先界定的信用事件时的补偿支付。

（2）总收益调期（total return swap）指银行将标的贷款的经济风险全部转移给交易对手。交易对手承担贷款的市场风险和信用风险，同时获得贷款的全部收益。银行则获得交易对手定期支付的基础利率附加一定基点的利率。

2、组合产品。组合产品指在CDS和总收益互换交易结构的基础上，采用一组资产或某一指数作为参照资产，根据投资者的需求，量身定做的收益/风险特征各异的产品。组合的种类很多，按国际清算银行（BIS）研究小组的分类，从是否有本金支持（funded/unfunded）3、信用风险是否直接转移 还是通过特殊目的机构（SPV）销售两个角度分类，组合产品可以分为：

表1 组合产品分类

	本金支持	无本金支持
信用风险直接转移	信用联结票据（CLN）	组合CDS
信用风险通过SPV转移	担保债权工具（CDOs）	组合CDOs

在这些产品中，交易结构上最具有代表性的是CDOs。

（1）现金CDOs(cash CDOs)，CDOs即担保债权工具(collateralised debt obligations, CDOs)。在现金CDOs的发行中，发行银行将参照资产，通常将债券和贷款组合转移给特殊目的机构（SPV），SPV再根据投资者的风险偏好，重新分割和配置这些风险资产，设计出风险/收益不同的资产档<sup>5</sup>，并发行相应的一组票据，即CDOs。CDOs的投资者是信用保障的最终卖方（信用风险的最终买方），SPV发行现金CDOs的所得转移给风险资产的出让方，即发行银行。风险资产产生的收入将作为CDOs投资人的收入。一旦发生信用事件，投资人的本金和利息收入将减少。

（2）组合CDOs(synthetic CDOs)，是传统CDOs的衍生性产品。

为了克服现金CDOs风险资产（贷款、债券）规模的限制，出现了组合CDOs。组合CDOs的基础资产是CDS，SPV通过CDS与购入无风险资产的两类交易组建CDOs的基础资产，达到与现金CDOs类似的效果。

（3）信用关联票据（CLN）是指嵌入CDS的固定收益证券。由于信用保障卖方（投资者）先期支付证券本金，保障买方（银行）相当于对基础风险敞口进行了现金担保。

（4）组合CDS交易结构与单名CDS差不多，不同之处在于参照资产是资产组合，而不是单个资产。

上述分类并没有涵盖组合产品的全部分类。市场上还存许多交易结构更为复杂、收益特征各异的产品。近两年来，最重要的创新产品是指数交易（index trades）。指数交易是对某一类型贷款、某一行业或者整个经济情况进行投资或者对冲风险，互换参照的指数有投资级债券指数、高收益债券指数、新兴市场指数和国债指数等。

当前，信用衍生品市场交易额最大的两种产品是单名CDS和指数交易，据BBA2006年的统计，这两种产品的交易额分别占当年全球总交易额的32.9%和30.1%。

### （三）主要市场

全球信用衍生品市场主要分伦敦、纽约、欧洲（除伦敦外）和亚洲四个市场。伦敦一直处于领先地位，尽管市场份额近几年有所下降，但仍占到40%左右市场份额，纽约的交易额一直紧随伦敦之后，其他市场的份额很小。05年和06年，欧洲（除伦敦外）市场有了一定的增长，第一次占全球份额达到了10%。

## 二、市场发展趋势

### （一）市场发展历程

信用衍生品市场的发展，有历史和现实的重要原因。20世纪中后期以来的金融全球化和自由化浪潮加剧了金融业的波动和银行业的竞争，各国政府出于对金融安全的考虑，逐步重视资本的约束，这些因素迫使银行改变了对传统信贷业务简单持有到期的策略，而积极地对其信用风险进行管理。信用衍生品的出现，在给银行提供新的信用风险对冲机制的同时提高了收益，银行成为信用衍生品的积极供给者。

银行体系外对信用风险的需求也是推动信用衍生品市场发展的重要因素。20世纪90年代以来的全球流动性过剩导致的利率持续低迷，金融机构尤其是保险公司、共同基金等机构投资者为追求相对高的收益，宁愿承担一定的风险。信用衍生品的出现增加了这些机构可投资管理的资产组合。在供给与需求的双重配合下，信用衍生品市场的快速发展也就成为必然了。

最早的信用衍生品于1993年在日本产生，当时的日本信孚银行（banks Trust）为了防止其向日本金融界的贷款遭受损失，开始出售一种兑付金额取决于特定违约事件的债券，投资者可以从债券中获得收益，但当贷款不能按时清偿时，投资者就必须向信孚赔款。因信用衍生产品可使银行在不影响客户关系的情况下，实现了对贷款信用风险的分离、转移和交易，银行贷款的信用风险管理突破了长期被动管理的桎梏，成了一种主动行为，一些国际大银行开始通过互换交易

转移和管理信用风险，信用衍生产品交易开始发展起来。

1997年亚洲金融危机和1998年俄罗斯债务危机对信用衍生品市场发生了重要影响。这两次危机使金融机构充分认识信用衍生品管理信用风险的有效性和灵活性，信用衍生品市场规模大幅增长，同时，危机中大量信用事件的被触发，也使市场认识到交易程序标准化、文本规范化的重要性，交易机制经历了危机后得到了完善。1999年，为顺应市场要求，ISDA发布了信用衍生品的定义。这一措施推动了市场向深层次发展，信用衍生品得到普遍的认知，一些市场领先者通过开发各种内含衍生结构的信用组合交易，分解并交易可能导致信用风险的各种因素，提供了保护收益和风险对冲的机会。信用衍生品市场参与者的范围也从银行同业之间、银行与机构投资者之间，扩大到整个资本市场范围内的合成票据或资产的交易。许多无法直接进入到信贷市场的投资者通过信用衍生品间接地获得了信贷资产的收益索取权。

2001年以来的一系列重大风险事件，如安然公司的倒闭、阿根廷债务危机等，激发了金融市场参与者对金融风险管理的内在要求。信用衍生品的使用越来越广泛。随着信用风险度量技术的发展、信用价差数据的可获得性提高和ISDA标准合同文本6的出现等，信用衍生品市场得到了进一步的发展。

## （二）对金融体系的积极影响

信用衍生品市场的发展，对金融产业的发展产生了积极的影响，其作用有宏观和微观两个方面。

### 1、信用衍生品在微观方面的作用机制

(1) 银行通过信用衍生产品实现了信用风险的转移和分散，这使银行从单一的信用风险敞口管理转化到灵活的、多个产业的信用风险组合管理，这就为银行提供了动态调整信用风险暴露的灵活性，使银行的组合管理模式逐渐从静态模式转变为动态模式。

(2) 促使银行提高风险度量能力，提升风险管理水平。信用衍生品市场的发展对银行的信用管理能力和定价能力提出了新的要求，而银行信用风险定价能力的提高反过来又提高了信用衍生品市场的效率，两者相辅相成，推动了市场的进一步发展。

(3) 推动了银行功能和流程的变革。随着参与信用衍生产品交易程度的加深，银行从过去的风险持有人转变为风险分销人，进入了信用功能和业务流程的再造的阶段，向更高的阶段演进。

## 2、信用衍生品在宏观方面的作用机制

(1) 提高了银行体系的稳定性。通过分离信用发起和融资渠道，转移信用风险，信用衍生产品有助于更为有效地配置信用风险，起到了增强金融体系稳定性的效果。

(2) 提高了金融市场的效率。信用衍生产品使得过去几乎没有流动性的银行信贷有了定价机制，增加了银行信贷市场的透明度，提高了金融市场的效率。

(3) 推动了金融机构的综合经营。信用衍生产品本身就是一个跨市场、跨行业的产品，商业银行通过对信用风险的结构化设计涉及了投资银行业务，而购买信用风险让保险公司、投资公司等参与到信贷市场。信用衍生品的出现推动了金融机构的综合经营。

### （三）最新发展趋势

目前看来，信用衍生品市场还是一个新兴市场，发展趋势强劲，市场潜力巨大。

1、市场持续快速扩张，增长势头延续。目前看来，推动信用衍生品市场发展的基础性因素并没有发生改变，市场将继续保持快速发展的势头。这种发展不仅表现在规模的增长上，而且反映在不断的产品创新上。由于信用衍生品市场所保持的活力，市场发展往往超乎预料，BBA在2003/2004年报告上曾预计2006年底市场规模为8.2万亿美元，实际市场规模到了20.2万亿美元，比估计值超出了146%，反映了市场的发展潜力。

2、银行仍是市场的主导者，但参与目标具有显多元化趋势，对冲基金成为市场的新兴力量。

信用衍生品市场参与者主要是银行、保险公司、对冲基金和券商等。银行的市场份额尽管有所下降，但仍占主导地位（见表2）。

表2 信用衍生产品市场参与者结构表

	2003年	2006年（预计）
信用保障买方市场份额（%）		
银行	51%	43%
证券公司	16%	15%
对冲基金	16%	17%
信用保障卖方市场份额（%）		

银行	38%	34%
保险公司	20%	21%
证券公司	16%	14%
共同基金	15%	15%

资料来源：BBA2003/2004年度信用衍生产品调查报告

银行作为信用衍生品市场的主要主导者，参与市场的基本动机主要有三点：一是规避风险，二是提高收益，三是参与未能涉足的行业。尽管银行最初参与的动机是对冲信用风险，但随着市场的发展，通过造市交易来提高收益的动机越来越明显。目前，国际大银行仍处于信用保障净买方的位置（通过信用衍生品市场转移出风险），但净买方头寸在下降，2005年为2680亿美元比2004年的4270亿美元下降了37%。市场规模上升而净买方金额下降，银行规避风险的动机在下降。一些欧洲国际大银行甚至在信用保障净买方和净卖方的位置来回波动，反映了其通过交易来提高收益的动机越来越明显。

保险公司一直是信用保障卖方，它们是信用风险的接受者。对冲基金最初主要作为买方进入市场，目前市场份额日渐增大，正逐渐发展成为重要的卖方力量，参与市场的目的主要是组合管理和投机。券商在信用衍生产品交易中继续承担中介的职能。

3、市场主导产品日趋标准化。从目前交易份额来看，作为基础的产品，CDS仍占市场的主导地位，但市场份额有所下降。2004年占市场总份额51.0%，2006年为32.9%。与之相对应的是指数产品的快速增

长，从2004年占市场份额的9.0%，上升到2006年的30.1%。指数产品迅速增长，主要原因是交易结构接近标准化，流动性好，透明度高，吸引了机构投资者大量参与。市场人士认为指数产品是最可能成为场内交易的品种。

4、市场基础设施在逐步完善中。近两年来，市场参与者针对发展中存在的问题，不断完善了相关制度，市场基础设施不断完善。以交割情况为例，根据BBA的统计，实物交割从2004年的86%下降到2005年的73%，现金交割从2004年的11%上升到2005年的23%。现金交割相对于实物交割交易成本较低，现金交割的上升，反映了市场日趋成熟。

### 三、发展我国信用衍生品市场的重要意义

到目前为止，受政策和法制等因素的限制，国内信用衍生品市场还没有起步，仅有个别金融机构尝试性地开展信用衍生产品业务。尽管我国银行间市场上已成功发行了ABS、MBS等交易结构与CDOs很相似的产品，但CDOs与ABS、MBS在法律意义上是完全不同的产品<sup>8</sup>，因此，我国的信用衍生品市场还未起步。这一情况既不利于国内银行整体管理水平的提升，也不能应对入世后金融全面开放带来的挑战。因此，应尽快发展我国信用衍生品市场。

目前，信用衍生品市场建设对我国有着重要的意义：一是通过发展信用衍生品市场，建立银行信用风险转移机制，改变目前风险过多集中于银行体系的现状，提高金融体系的稳定性；二是可以改善商业

银行信贷资产的组合风险/收益特征，提高了风险管理能力，有助于积极应对金融业全面开放带来的挑战；三是有利于丰富我国金融市场的产品种类和信用体系，推动金融市场多层次发展。

从我国金融体系的现状来说，具备了发展信用衍生品的市场结构。在信用风险的供给方来说，大量的银行贷款集中在四大国有商业银行。工、农、中、建4家银行的贷款总额一直占全社会金融资产的70%左右，集中了大量信用风险。且这四家银行经营的同质化趋向严重，新增贷款集中的行业差别不大，银行经营的周期性波动特征明显。从维护金融体系稳定性的角度来说，大量信用需要从这大银行转移、分散出去。从需求方来说，机构投资者队伍（养老基金、社会保障基金、投资基金、企业年金、保险基金）等快速增长，但可投资渠道狭窄，且面临流动性过剩，利率低迷的宏观环境，对高收益率的产品需求较为强烈。从发达国家成功的经验来看，这种结构极适合信用衍生产品市场的发展<sup>9</sup>。

在目前发展企业直接信用市场和金融衍生产品市场已成为共识的情况下，且与其交易结构类似的ABS和MBS已取得成功的基础上，如果加以政策引导并借鉴发达国家的成功经验，信用衍生品市场在我国完全有可能发挥“后发优势”，成为企业直接信用市场和金融衍生品市场发展的重要突破口。

#### 四、政策建议

发展信用衍生品在我国也存在一定制约因素，主要有：一是市场基础设施不完善，利率市场化进程比较缓慢，没有形成有效的基准利率和收益率曲线，使信用衍生品的定价缺乏相应的基础；二是国内金融机构信用风险管理水平差，缺乏对信用风险的度量能力；三是缺乏一个成熟可靠的、为市场广泛认可的信用评级体系，投资者无法获得全面、真实的信息披露；四是法律体系不完善，法规与ISDA的部分原则有冲突，导致了中资银行的法律风险；五是缺乏相应的专业化人才以及监管部门的监管能力还不够。

对这些问题，笔者认为，不能因噎废食，应积极推动信用衍生品市场的发展，并在发展过程中逐步解决相关问题。

任何市场的发展都不可能一蹴而就，都需要一个长期的建设过程。笔者建议，可以考虑以银行间交易市场为平台，建立以银行、保险公司、投资基金、企业年金、券商等为主要参与者的信用衍生品交易市场。从市场发展进程来讲，可分单一衍生产品和合成衍生产品两个阶段，首先推出交易结构和定价技术相对简单的单一信用衍生产品，在单一信用衍生产品设计上，因国内商业票据市场比较成熟，交易量也较大，可考虑以商业票据发行企业作为参照资产。其次，在单一产品取得成功的基础上，视市场发育成熟程度，适时推出结构化的合成信用衍生产品。

笔者建议，可从以下几个方面推动信用衍生产品市场的发展：

（一）加强法制建设，保证市场在法制环境下健康发展。

1、加快制定统一的《金融衍生品交易法》，为市场的发展奠定法

律基础。作为金融衍生品市场的子市场，信用衍生品必须纳入我国金融衍生品法律框架下。应加快制定统一的《金融衍生品交易法》，对金融衍生品的性质、合同双方的权利和义务、监管责任与措施等基础性问题进行规范，以在基础上建立一套符合国际规范的金融衍生品法律法规体系，来规范金融衍生品市场的竞争机制和金融机构的行为，为市场健康发展提供法律基础。

2、着手解决我国法律体系不支持ISDA协议中的终止净额结算和所有权转让型信用支持两个核心原则的问题。可根据我国惯例，先通过司法解释的方式接纳这两个规则，以消除中资银行的法律风险，待条件成熟时，再在《破产法》中增加确认终止净额结算的条款和在《担保法》中增加所有权转让型担保内容。

3、制定信用衍生品管理规范，对信用衍生品的法律性质、交易主体的交易资格、信用事件的认定、交易的确认、清算方式等进行规定，使市场建立伊始，就进入规范化的轨道。

4、完善资本充足率监管有关规定。随着信用衍生产品市场的发展，新《巴塞尔协议》已将信用衍生品纳入信用风险缓释框架。新协议规定信用衍生品交易转移信用风险可以减少资本计提，这就鼓励银行对信用衍生产品的使用。我国的《商业银行资本充足率管理办法》对信用衍生产品没有做出专门的监管要求，在资本监管上对商业银行通过信用衍生品交易分散风险没有足够的激励。可根据国际惯例，将信用衍生品纳入资本监管的信用风险缓释框架，鼓励银行运用信用衍生品来管理风险。

（二）引进信用风险分析技术，提高金融机构的风险管理能力和定价水平。目前看来，国内金融机构信用风险管理能力差，基本没有建立风险度量模型，使得信用衍生品的定价困难。应在借鉴国际上一些成功信用风险定价模型如违约概率测量法、风险量值法、贷款等价风险系数法等的基础上，引进和开发适合我国国情的风险计量模式，提高我国金融机构尤其是银行的风险管理水平和定价能力。

（三）发展信用衍生品市场的机构投资者队伍。信用衍生品市场的参与者基本都是大的金融机构和机构投资者，应积极采取措施，引导商业银行、保险公司、企业年金、证券投资基金等进入信用衍生品市场，培育市场的投资者队伍。

（四）积极引导市场规则的建设。任何金融市场的发展都需要合格的市场主体，丰富的品种和合理的交易规则。统一的规则对吸引交易主体和扩大交易有重要作用。在加强对ISDA文件的研究的基础上，适时推出我国OTC市场信用衍生品交易的主协议。信用衍生产品交易的主协议应能够纳入ISDA文件所涵盖的范围，遵从ISDA文件确立的交易惯例。

（五）完善有关会计制度，加强信息披露要求。目前，国际上有关金融衍生品的会计制度主要是《国际会计准则39号》（IAS39），近期，我国财政部下发了《金融工具确认和计量暂行规定》，要求在上市金融机构中试行。新规定基本上参考了IAS39的有关规定，体现了我国会计制度与国际接轨的努力，但新规定所执行的混合会计准则与现行金融企业的历史成本会计制度还有很大差异，全面执行新制度

中还有待时日。应加紧对新制度的研究，提高其适用性，同时，将执行范围推广到所有金融机构，以提高衍生品交易信息披露的实效性和准确性，使市场能对金融机构的信用衍生品交易风险状况有充分的认识和估量，强化市场纪律对金融机构从事有关交易的约束。

#### （六）完善信用衍生品外部市场环境。

1、大力发展我国的国债市场与企业债券市场，推动利率市场化步伐，以形成我国的基准利率和收益率曲线，为信用衍生品的流动性与合理定价奠定基础。

2、发展我国信用中介机构。大力发展我国国内信用评级机构，促进国内评级机构向规范化、统一化和国际化方向发展，逐步向国际标准靠拢。

3、加强人才的开发和培养，重塑我国信用文化，为信用衍生品市场创造公平、安全、稳定、高效的交易环境。