

# 我国信用衍生品发展困境与对策研究

岳诗阳

西安外国语大学经济金融学院, 陕西 西安

收稿日期: 2024年8月30日; 录用日期: 2024年9月11日; 发布日期: 2024年11月5日

## 摘要

信用衍生品是场外衍生品市场不可或缺的一部分, 通过发展信用衍生品市场向金融中介机构提供调节信用风险的手段, 显然是提高市场效率的渠道之一。从国际视角来看, 中国的信用衍生品市场发展较为滞后, 没有形成一个比较完善的信用体系, 导致信用关系严重扭曲, 金融市场中道德风险蔓延, 为我国金融市场的健康发展带来了很大的障碍。因此, 为推动信用衍生品在我国金融市场的应用, 有必要加快完善市场机制, 加强市场基础设施建设, 推动政策的进一步落实。本文以信用衍生品作为研究对象, 通过分析我国信用衍生品发展的现状和问题, 探索我国信用衍生品市场发展的方法和对策, 为有关部门的政策制定提供思路。

## 关键词

信用衍生品, 信用风险, 发展现状, 困境, 对策

# Research on the Development Dilemma and Countermeasures of Credit Derivatives in China

Shiyang Yue

School of Economics and Finance, Xi'an International Studies University, Xi'an Shaanxi

Received: Aug. 30<sup>th</sup>, 2024; accepted: Sep. 11<sup>th</sup>, 2024; published: Nov. 5<sup>th</sup>, 2024

## Abstract

Credit derivatives are an integral part of the over-the-counter derivatives market, and providing financial intermediaries with a means to regulate credit risk through the development of a credit derivatives market is clearly one of the channels to improve market efficiency. From an international perspective, China's credit derivatives market is lagging behind and has not formed a relatively

文章引用: 岳诗阳. 我国信用衍生品发展困境与对策研究[J]. 金融, 2024, 14(6): 1843-1852.

DOI: 10.12677/fin.2024.146188

sound credit system, leading to serious distortions in credit relations and the spread of moral hazard in the financial market, which poses a great obstacle to the healthy development of China's financial market. Therefore, in order to promote the application of credit derivatives in China's financial market, it is necessary to accelerate the improvement of the market mechanism, strengthen the construction of market infrastructure and promote the further implementation of policies. Taking credit derivatives as the object of study, this paper explores the methods and countermeasures for the development of China's credit derivatives market by analysing the current situation and problems of the development of credit derivatives in China, and provides ideas for the policy formulation of relevant departments.

## Keywords

Credit Derivatives, Credit Risk, Development Status, Dilemma, Solution

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

由于中国经济体制建设的逐步推进,我国商业银行资产质量的不断提升,以及国内外竞争的不断加剧,致使中国的金融整体环境仍处于不断成熟的阶段。在此阶段中,信用风险缓释工具的开发和应用至关重要[1]。近年来,由于中国信贷市场发展的进一步深入与各大商业银行信贷资产质量的逐步改善,不良资产在我国信贷资产中所占比例显著下降,信贷市场取得了长足的进步。受益于目前不断发展的金融市场,信贷市场在质量和数量上都得到了发展,这说明我国的金融市场正朝着调整、完善和可持续发展的方向迈进,在时机成熟时将对加强、巩固和发展信贷衍生产品产生极大的帮助[2]。在此基础上,基于中国信用衍生品发展的现状和实现金融市场的可持续发展,解决当前中国信用衍生品发展的问题成为一个重要的研究领域。

## 2. 信用衍生品的概念

### 2.1. 信用衍生品的定义

信用衍生产品是国际掉期与衍生产品协会(ISDA)在1992年创造的一个名词,用于描述一种新型的场外交易合约,由于其产品本身具有的独特吸引力,其交易量迅速增长。本质上是一种用来分离和转移信用风险的双边金融合约,它被用来去除证券、贷款等金融产品中的信用风险,并将其转移到自愿投资和承担这一风险的对手方,与其他金融衍生品不同的是,信用衍生品在整个交易过程中无需转移标的资产所有权。

### 2.2. 信用衍生品的特点

#### 2.2.1. 债务不变性

由于信用风险缓释工具并未转移标的的所有权,而且各方的交易对象仅仅是信用风险,它们不会对贷款和证券等资产产生重大影响,也就是说原始的债权债务关系将不会发生变化,因此它们的法律处理程序实际上要比其他衍生品更简单,从某种程度上来说信用衍生品降低了交易成本和金融监督与管理的力度。

### 2.2.2. 保密性高

由于信用衍生品是双边金融协议，主要是买方与卖方在私下进行交易，特别是信用违约互换市场，在交易所等公共平台上进行的合约交易在一定程度上减少了双方的利润，这就是为什么大型交易方更愿意在双方之间进行私下交易。同时，由于交易的实际对手方是信用风险，并且不能直接接触到对手方，因此从投资者的角度来考虑，它比贷款证券化和贷款等产品要保密得多。

### 2.2.3. 灵活性高

根据交易双方的偏好，信用衍生品在交易方式、金额和期限方面都很灵活，以满足多样化的市场需求。因此，与传统的信用保险和担保工具相比，它们拥有更广泛的市场和更多的交易对象，并且可以在必要时与其他衍生品相结合，创造出具有特定风险和回报结构的新金融产品。

## 2.3. 信用衍生品的种类

### 2.3.1. 信用违约互换

信用违约互换是信用保障买方将某一信用事件的信用风险转移到信用保障卖方的交易。信用保障的买方向愿意承受风险保护的卖方支付费用，费用在合同期内固定不变；作为费用的回报，保障卖方同意在合同期内，如果相关信用出现违约的情况，则赔偿信用保障买方的任何损失。

### 2.3.2. 总收益互换

总收益互换是指在信用保护合同有效期内，信用保护的卖方向信用保护的买方转让参照资产的总回报，其中可能包括本金、利息、预付费和资产价格发生有利变动时所产生的资本收益；作为回报，保护的买方向同意向另一方转让约定的资产增长的特定百分比，通常是 LIBOR 加一个差额，和由于资产价格不利变动产生的资本损失。总收益互换完成了信用风险和市场风险的联合转移，而没有使协议资产变现。

### 2.3.3. 信用联系票据

信用联系票据是将固定收入证券和信用违约互换相融合而形成的新型信用衍生品。根据标准化的信用联系票据协议，保障的买方或由保障买方设立的特殊目的机构针对参考资产发行票据。保障的卖方首先用现金购买票据，换取相关票据的固定复利或浮动利率的利息。在发生信用事件的情况下，票据按照约定的信用事件报酬被赎回；在没有发生信用事件的情况下，票据在合同期限结束时被赎回。

### 2.3.4. 信用利差期权

信用利差期权假设市场利率的变化使信用敏感债券和非信用敏感债券(如政府债券等)的收益率向同一方向移动，并且信用敏感债券和非信用敏感债券的价差变化必须与信用敏感债券的信用风险变化相关。信用保护的买者，即信用价差期权的购买方，可以采用购入信用价差期权来防止自己免受因信用敏感债券的信用降级所带来的亏损。

## 3. 我国信用衍生品发展现状分析

### 3.1. 国内信用衍生品的发展历程

#### 3.1.1. 业务指引

2010年10月，交易商协会第一次推出信用风险缓释工具，核心工具为 CRMA 和 CRMW。2010年11月，首批 CRMA 上线进行交易。

2016年9月，交易商协会发布修订后的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》，推出《信用风险缓释凭证业务指引》《信用风险缓释合约业务指引》《信用违约互换业务指引》与《信用联结票据

业务指引》，为我国信用衍生品市场再增信用违约互换及信用联结票据两类工具。

2019年1月，上交所和深交所发布《信用保护工具业务管理试点办法》，在办法实施早期暂仅推出信用保护合约业务，未推出凭证业务。

2020年10月，深交所发布《关于开展信用保护凭证业务试点的通知》，这是利用市场化的手段来鼓励民营企业直接融资的又一重大举措。

2021年4月，交易商协会发布《关于银行间市场信用违约互换指数编制及交易有关事项的通知》，由相关管理机构根据一篮子参考实体相关信息编制的单名信用违约互换等产品的被称为信用违约互换指数，也属于信用风险缓释工具的一类。同月，修订并发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》《信用违约互换业务指引》《信用联结票据业务指引》，具体发展历程如表1所示。

**Table 1.** The practice of domestic credit derivatives

**表 1.** 国内信用衍生品的实践

工具类型	信用保护工具				信用衍生工具	
	合约类	凭证类	合约类	凭证类	合约类	凭证类
发布机构	沪深交易所				交易商协会	
发布时间	2019	2019	2010	2010	2016	2016
相关文件	《中国证券登记结算有限责任公司信用保护工具业务管理试点办法》	《中国证券登记结算有限责任公司信用保护工具业务管理试点办法》	《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》	《银行间市场信用高风险缓释工具试点业务指引》	《信用违约互换业务指引(2016)》(已废止)	《信用联结票据业务指引(2016)》(已废止)

### 3.1.2. 发行情况

从发行情况来看，目前国内信用保护工具、CDS与CLN发行较少，CRMW发行相对较多，且其标准化程度较高，相关信息披露较为全面。

交易所：2019年12月17日，上交所首批信用保护凭证落地，由海通证券、中信建投等机构创设，参考实体均为民企，受保护债务包括公司债与资产支持证券；2020年12月2日，深交所第一批信用保护凭证试点项目成功推出，由国泰君安、中信证券等机构创设，参考实体均为民企，受保护债务包括公司债与资产支持证券；2021年3月，中金所(CFFEX)推出了首个信用违约掉期产品。该产品为“金融债券信用违约掉期”，标志着中国信用衍生品市场的正式启动；2023年5月，中金所(CFFEX)推出了“非金融企业债务信用违约掉期”产品。该产品旨在提升非金融企业债务的风险管理能力，增强市场对信用风险的防范能力。

交易商协会：2010年11月5日，第一批CRMA上线进行交易，参加交易的机构包括中外资商业银行和信用增进机构，覆盖10个标的实体，标的债务类型包括短期融资债券、中期票据和贷款；根据上海清算所统计，2018至2021年有3笔信用联结票据创设，创设主体为农业银行、杭州银行及宁波银行，参考主体均是民营企业；2022年6月，新一批CRMA成功上线，覆盖范围进一步扩大，包括股份制商业银行和政策性银行，覆盖15个标的实体，标的债务类型新增了绿色债券和地方政府债务；2023年5月，首批基于国有企业债务的CLN创设并上线交易，创设主体为中国工商银行和中国建设银行；2024年2月，推出首个专门针对中小企业的CRMW，支持中小企业融资，覆盖12个中小企业，标的债务主要为中期票据和贷款。

## 3.2. 信用衍生品在我国面临的发展机遇

### 3.2.1. 市场效率的提高需要信用衍生品的支持

从市场效率的角度来看，信用衍生品是金融机构管理风险和保证投资收益的重要工具。金融机构可以通过信用衍生品交易来调整自身风险和收益的情况，从而达到提高金融市场有效性的目的[3]。例如，在中国一些中小型商业银行与大型银行相比，受益于精细管理和其他一些优势，中小型商业银行拥有相对较高的资产收益。这类银行有动力获得信贷风险对冲工具，以调整其风险敞口，并通过减少风险资产的比例来增加其扩大信贷的能力。此外，信用衍生品交易也提高了交易者的回报。人民币的资产配置现在是以债券为主。在投资人民币资产时，外国专业投资者常常要在金融衍生品市场上进行汇率、利率和信用风险的对冲。鉴于中国信用衍生品发展的滞后性，因此，投资者对其进行投资的计划不可避免地被推迟了。从这个角度来看，信用衍生品市场的发展将对中国金融市场的开放和人民币的国际化起到重要作用[4]。

### 3.2.2. 金融市场分层问题需要信用衍生品解决

信用衍生品市场的发展可以有效地解决目前中国金融市场的分层问题。在资产方面，由于经济下滑压力加大和不确定性上升，各金融机构的风险承受能力显著降低。这体现在民营企业的融资困难越来越大，发行民营企业债券和次级债的难度越来越大。中国已经在努力通过信用风险缓释工具来提高民营企业债券的信用度。在债务方面，中小型商业银行面对的是上游银行风险偏好的降低，这将导致银行间的整合受到限制，增加中小型银行管理下游银行流动性的难度[5]。因此，在中小银行间开展信用风险缓释工具的应用，无疑是解决其流动性问题的有效办法之一。

### 3.2.3. 相关政策的推出有利于信用衍生品的发展

信用衍生品的发展可能是由中国商业银行的资本管理方法的变化所推动的。根据之前的《巴塞尔协议 II》和最近《新巴塞尔协议 III》，使用信用风险加权法的银行被允许通过购买信用衍生品作为替代方法来降低其头寸的信用风险加权[6]。2021年8月，中国人民银行等部门发布了《关于促进企业信用债券市场改革开放和高质量发展的指导意见》，其中指出“要完善信用风险对冲工具、信用衍生品等配套政策措施，保障信用衍生品的资金使用”。2021年8月，中国人民银行等部门发布《关于推进企业信用债券市场改革开放促进高质量发展的指导意见》，要求“完善信用风险缓释工具等配套政策，增加信用风险对冲工具的资本金”。未来，随着《新巴塞尔协议 III》在中国的实施，资本管理措施可能会被统一修订，允许使用信用风险加权法的银行通过使用信用衍生品来降低各自头寸的风险权重。

## 3.3. 我国发展信用衍生品市场的前景分析

### 3.3.1. 发展信用衍生产品有助于缓解商业银行“惜贷”行为

商业银行不愿意放贷，妨碍了资金的合理流通，影响了资本的利用，从而阻碍了经济的快速发展。既然“厌恶放贷”的主要原因是信用不足，因此，应从信用入手解决这一问题。通过开发切实可行的信用风险缓释工具，商业银行可以将信用风险与市场风险进行分离，并且用合理的价格将信用风险进行转移，从一定程度上缓解了这一问题[7]。在市场上进行信用衍生产品的交易，关键在于寻找适合的买主。在实际的经济环境中，对于那些对借款人了解更多的金融机构来说，只要价格合适，就会比商业银行更倾向于购买信用衍生产品。就商业银行而言，信贷衍生品在这方面发挥着与贷款担保相同的功能，但其操作方式却非常不同。信用衍生产品是一种具有高流动性、价格精确、可转让的金融产品，但是贷款担保不具有这些特点。在借款人违约的情况下，贷款人在这两种情况下都能收到赔款，尽管在信用衍生品

的买方和借款人之间并无追索关系，但在贷款担保的情况下，可以对借款人行使追索权。

### 3.3.2. 发展信用衍生产品有利于解决商业银行的不良资产

在金融领域内，不良资产的出现与积累是一个世界性问题，不良金融资产的出现市场经济、转型经济和计划经济中都很普遍。商业银行处理不良资产问题的方法主要有两个：一是清算已经沉淀的不良资产，二是防止出现新的不良资产。这两者也与信用紧缺的问题有着内在的联系，而信用衍生品的开发将对这两个问题有所帮助[8]。通过采取证券化等方法来摆脱陷入困境的不良资产，而信用衍生品可以提高资产的流动性，加快证券化进程，也可以帮助清理坏账。新的不良资产的产生，在很大程度上还是主要是受信用风险的推动。信用衍生产品的出现，为商业银行更好的管理信用风险提供了更多的信息和途径，有利于减少不良资产的积累。

### 3.3.3. 发展信用衍生产品有利于化解企业融资难困境

中小企业融资困难是国际上普遍存在的问题，在市场经济中很难通过资金市场自动解决。向银行贷款和所有者权益是中小企业的主要融资来源，但这些来源并不容易获得。在信贷市场，中小企业难以从金融机构那里得到所需要的资金；在资本市场，一般的融资活动难以为中小企业提供资金。造成这种现象的原因主要有两个：一是金融中介机构与企业之间存在信息不对称的现象，使得金融机构对中小企业可能会产生的道德风险有所顾忌，从而采取不利于中小企业融资的决策；二是由于要监测企业的信用风险，所以金融中介机构需要承担较高的成本。通过开发符合我国中小企业情况的信用衍生品，可以从其定价上反映出中小企业的信用状况，既能使金融机构更加深入的了解中小企业的价值，又能有效的降低金融机构对企业道德风险的监控耗费，有利于降低中小企业在融资过程中的复杂度[9]。利用信用衍生品的特点为中小企业融资的核心在于如何确定衍生品的价格，为此，政府可以成立一个评估机构，采取恰当的方法对中小企业的信用进行评估，并定期向社会公布其信用情况，这不仅有利于交易双方对信用衍生品进行定价，而且还能减少交易双方的信息搜索成本[10]。

## 4. 我国发展信用衍生品市场所面临的问题

### 4.1. 基础性金融市场规模不足

尽管近年来中国衍生品市场发展迅速，但与日益增长的套期保值需求相比仍显不足，主要体现在市场发展规模不足[11]。截至 2023 年 12 月，中国场外衍生品名义价值仅为 108 万亿元，而全球场外衍生品名义价值为 667 万亿美元。信用衍生品市场是中国金融衍生品市场发展过程中的薄弱环节，根据 BIS 统计数据显示，截至 2023 年 12 月底，全球信用衍生品未平仓余额为 8.5 万亿美元，虽然中国拥有世界第二大(近 20 万亿人民币)的信用债券市场，但信用衍生品市场仍处在初级阶段，随着信用债券市场的不断调整，未来还需要随着市场的变化进一步发展。

### 4.2. 产品设计较为保守

虽然我们的信用风险对冲工具是在基于成熟国际市场经验的总体框架下开发的，但鉴于中国金融衍生品发展的特点，它们在具体条款的制定方面仍然较为谨慎，如信用事件定义和债务范围[12]。根据 2016 年由交易商协会发布的《银行间市场信用违约互换试点操作规则》及其有关文件，中国的信用违约互换在确定参考实体的所有权继承人时是以资产为基础的，而不是以债务为基础的，这与 ISDA 的债务规则不同[13]。因此，如果在参考实体拆分和合并时没有约定资产和负债的转移，那么信用违约互换的买方将不会得到任何的风险赔偿。由于这些规则的局限性，使信用保护的购买者难以利用已有的信用风险

对冲工具来规避可能出现的信用风险，并且规避的效果也十分有限。

### 4.3. 缺乏标准化品种

为了促进中央结算，监管规则规定了严格的标准化要求。场外衍生品市场的标准化包括协议标准化、处理手段标准化和法规标准化。标准化可以让市场参与者更方便地进行交易、清算和管理头寸，从而减少衍生产品中的复杂程度。在中国，目前的信用衍生品标的仍然主要是基于单一债务人的一个或多个债券。借鉴国外成熟的市场发展经验[12]，信用违约互换指数(CDX)是一种比较常用的信用衍生品，具有较强的信用风险对冲功能，市场流动性较好。与传统的 CDS 不同，CDX 可以对冲或持有一篮子的信用风险，是一种标准化的产品，具有更大的市场流动性，帮助投资者以较低的交易成本对冲信用风险[13]。

### 4.4. 严格准入制度造成参与主体单一

参与信用风险缓释交易的机构，首先应在协会登记为主要交易者或普通交易者。主要交易者可以和全部参与者进行信用违约互换交易，而普通交易者只能和主要交易者进行信用违约互换交易。如果满足某些条件，主要交易商可以成为凭证类 CRMA 的创建机构，并且必须拥有至少 40 亿人民币的资产，因此创建门槛仍然很高[14]。到 2018 年 7 月为止，协会报告了 57 个主要经销商和 77 个一般经销商(其中 59 个非法人产品)。在这 57 家主要交易商中，大多数是大型银行和主要经纪公司，其中有商业银行 39 家，证券公司 17 家，信用增进机构 1 家。它最初是为了以多层次的方式管理市场，针对市场参与者不同的风险管理能力而设立的，但它也在其他方面带来了新的挑战[15]。

### 4.5. 信用评级机构发展落后

中国的评级机构不够大，而且缺乏人才。虽然 CRA 的数量很多，但大多数是地方性或区域性的，全国性的 CRA 较少。近百家 CRA 中只有四家规模比较大，即大公国际、上海新世纪、联合信用和中国信用评级。信用评级行业的特点是信用评级产品数量少，业务量小，业务稳定性弱。对信用评级人员专业化、多元化的知识结构的客观要求与我国现在的实际情况相差甚远，信用评级专业人才匮乏，制约了我国信用评级行业的快速发展[16]。由于中国的评级行业发展较晚，评级技术相对落后，不同的 CRA 采用不同的评级方法，并且所利用的评级技术很多是直接国外的专业评级机构借鉴过来的。例如，中国的资产证券化评级方法所使用的 MCS 方法参考了国外的模型，但相关的参数设置和假设并不完全适应中国国情，导致评级结果出现较大偏差。

### 4.6. 信用风险定价机制薄弱

基于企业的信用风险定价机制的不成熟和资源的低效配置，加大了经济转型的代价和压力[17]。例如，依靠土地和公共信贷等抵押物，一些效率低下的国企和市政平台公司可以相对轻松地筹集资金，而且其市场价格狭窄，与经营效率联系不紧密，筹资费用低，导致其降息欲望较弱；而一些业绩较好的民营企业和中小企业在需求减弱的情况下往往对投资更加谨慎，面临较高的融资约束，杠杆率相对较低，但由于民营企业的违约率一般较高，因此市场上有相对充分的定价、定价范围较宽。同时，由于金融系统的信用风险定价机制不完善，导致信用风险缺乏正常的释放途径，使投资者更加依赖隐性担保和非弹性支付，造成信用风险承担几乎没有或部分没有，市场认为无风险或接近无风险的利率范围很大，使利率水平和期限结构发生严重扭曲，经济运行将面临更大的系统性风险[18]。这体现在金融市场中，以容易获得的流动性替代信用风险的定价的各种产品和机构，单方面追求高收益率导致市场波动，增加市场的脆弱性，并可能导致市场流动性风险、信用风险和调整过程中的道德风险的蔓延和重叠，造成宏观调控的扭曲。

## 5. 推进我国信用衍生品市场发展的对策

### 5.1. 建立健全相关法律法规

中国的金融市场发展较晚，由于金融产品尚未完全商业化，往往无法复制欧美国家的发展经验和法规。在起草信用衍生品市场的法律法规时，应根据国情尽快制定和完善并建立强有力的法律框架和惩戒机制[19]。一方面，应建立强有力的惩戒机制，使交易中任何一方的失信行为成为整个社会的失信行为；另一方面，更重要的是，应提高违约和执行的成本，使违约者在一段时间内付出沉重的代价。事实上，只有当不遵守规定的成本达到不可接受的程度时，才能有效遏制违反信任的行为。同时，应强化金融监管的协作，加强财务报告信息披露力度，提高金融市场交易的透明度。

### 5.2. 完善中央清算机制

在国际金融危机后，集中清算成为衍生品市场发展和监管变革的重要方向之一。监管机构和市场参与者都承认，CCP 所采取用的清算会员资格、保证金制度、逐日盯市制度、处理违约方式和资本金等风险管理机制在防范场外衍生品风险方面具有一定优势[20]。在中国目前的制度环境下，CCP 清算机制在立法层面上还没有明确的规则，如结算的终结性、终止净额结算的有效性和保证金相关问题，因此，中国应首先在立法层面上支持 CCP 的建立，加强对 CCP 的法律效力。其次，除了尽快落实强制性的集中清算外，也可以参考《巴塞尔协议 III》中鼓励应用 CCP 机制的有关政策，结合中国的实际情况更深入的推进中央对手方清算机制在信用衍生品方面的应用。

### 5.3. 推进信用衍生品标准化进程

CDS 指数是目前国际市场上发展非常成熟的信用衍生品，应用范围很广有很强的流动性。由于目前中国信用衍生品市场缺乏流动性，因此，建立 CDS 指数是一个很好的解决办法[21]。首先，在定价上，考虑到 CDS 指数和构成该指数的 CDS 间具有一定的关联性，引入 CDS 指数能和单一 CDS 相互补充、相互促进，明显改善单一 CDS 的定价，使两种 CDS 的价格能精准的显示出信用衍生品市场的信息，完善定价机制，增强市场的透明度，减少信息不对称性。其次，从风险管理的角度来看，CDS 指数能使市场更好的改善风险的传递与分配能力，它内在的分散效应可以大大减少出售信用保障的风险，加速 CDS 组合的构建，使信贷集中度问题得到更好解决，并且可以有效地将信用风险进行转移与分散，提高市场参与者的投资欲望，促进组合的动态信用风险管理[22]。最后，在流动性问题上，CDS 指数有利于丰富我国信用衍生品的品种，提供多样化的交易策略，激发市场参与者的主动性，进而提升市场的整体流动性，一举盘活信用违约掉期市场。

### 5.4. 丰富市场参与主体

信用衍生品市场的参与者主要包括申报交易商、CCP、银行和证券公司、保险公司、对冲基金等。据 BIS 发布的资料显示，截至 2019 年 6 月，以上交易主体分别持有 20.1%、54.0%、5.24%、1.42%和 4.75% 的场外信用衍生品交易名义本金份额。此外，还包括其他一些机构。可以看出，参与者的多元性造就了一个多层次、高水平的信用衍生品市场。通过对比中国信用衍生品市场的参与者结构可以发现，更严格的准入门槛造就了以大型商业银行和大型券商为主的 57 家主要交易商和以大型商业银行及其发行的非法人产品为主的 82 所普通交易商，导致参与者结构同质化严重。由于中国信用衍生品市场还处在起步阶段，过高的准入门槛不利于中小银行和其他金融机构的参与，因为这些机构更加规避风险，更愿意要求提供信用保护[23]。因此，需要改进关于市场进入的规则，以建立一个多样化和合格的参与实体结构，同

时确保实体的质量，从而在本质上创造一个具有丰富和高质量的市场参与者的市场。

### 5.5. 加强信用衍生品的监管强度

信用衍生品的不透明结构，特别是其结构性产品，以及初级金融工具和信用衍生品之间复杂且难以解释的相关性，使得监管者特别难以监测和分析风险[24]。由于央行的主要任务是实行货币政策和维持金融系统的稳定性，则其无疑是发展宏观审慎监督和预防系统性风险的关键行为者。首先，是建立一个适当的透明度框架。它需要研究市场的微观结构和运行规则，研究信用衍生品市场的全球化、动态性和复杂性，实施与市场传导和市场风险监控总体上密切相关的货币政策，并认真处理市场流动性和市场透明度之间的关系。其次，要协调中央银行和商业监管机构之间的政策联系[25]。强化宏观审慎分析和机构的监督框架，制定和完善逆周期政策工具，避免衍生品市场的风险在整个金融体系中蔓延。

### 5.6. 构建有效的风险定价机制

开发一个有效的 CDS 定价模型是 CDS 发展的一个重要因素。由于中国的信用衍生品市场还处于初级阶段，没有市场化的风险评估机制，市场参与者普遍缺乏信用风险管理的经验和信用风险管理工具的定价、交易和清算知识，这使得信用违约掉期的定价和估值非常复杂[26]。长期以来，政府、主权国家和银行对有隐性担保的债券定价僵化，导致市场缺乏违约数据，违约率和回收率等关键数据的缺失也是造成 CDS 定价困难的重要因素。此外，当中国经济达到新常态时，信用事件的发生同时受到周期性、结构性和制度性因素的影响，这使得定价模型不太可靠，市场参与者很难建立一个普遍接受的定价标准。因此，在促进 CDS 发展的初始阶段，可以考虑让市场参与者共同制定一个共同的 CDS 定价模型；在目前国际惯例的基础上，建立一个 CDS 合同数据库，以确保合同的公平和透明定价[27]；并在证券定价方面已经取得的经验基础上，建立一个专业和独立的第三方 CDS 定价机构。

## 参考文献

- [1] 黄金波. 信用衍生产品及其在我国的发展前景[J]. 金融经济, 2015(20): 58-60
- [2] 董琳. 我国信用衍生品市场的现状、问题及对策研究[J]. 中国商论, 2022(18): 114-116.
- [3] 周文渊, 张博. 信用衍生品: 回顾与展望[J]. 金融市场研究, 2015(10): 67-82.
- [4] 周怡, 马克. 信用衍生品市场发展问题探讨[J]. 西南金融, 2020(2): 41-48.
- [5] 杨涵秋. 对我国商业银行金融衍生品信用风险管理的几点探讨[J]. 现代营销(经营版), 2019(10): 193-194.
- [6] 高宇. 信用衍生品在我国的发展现状及建议[J]. 国际金融, 2016(6): 63-68.
- [7] 王晓煜. 信用风险转移市场发展及监管趋势研究[J]. 新金融, 2021(5): 50-54.
- [8] Allen, F. and Carletti, E. (2006) Credit Risk Transfer and Contagion. *Journal of Monetary Economics*, 53, 89-111. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.10.004>
- [9] 马东升, 刘洋. 探析国内信用衍生品发展对企业融资的影响[J]. 时代金融, 2019(31): 52-53, 55.
- [10] Board, F.S. (2019) OTC Derivatives Market Reforms: 2019 Progress Report on Implementation. FSB Report.
- [11] 吴键. 经济转型背景下信用保护工具的发展历史及经验研究[J]. 中国商论, 2020(23): 20-22.
- [12] 王一峰. 发展 CDS 促进信用衍生品市场发展[J]. 中国农村金融, 2016(21): 41-42.
- [13] 常健, 罗伟恒. 论我国信用违约互换(CDS)风险的法律防范——基于信息披露规则完善的视角[J]. 上海财经大学学报, 2017, 19(3): 118-128.
- [14] 闭钰. 我国商业银行金融衍生品信用风险管理方略谈[J]. 现代营销(下旬刊), 2020(3): 52-53.
- [15] 王宗鹏. 我国信用风险缓释工具发展研究[J]. 时代金融, 2019(7): 67-68, 71.
- [16] 俞勇. 回望危机: 信用衍生品的功能、风险与启示[J]. 金融博览, 2019(9): 54-57.

- [17] 梁朝晖, 李路垚, 李安文. “高盛欺诈案”对中国防范信用衍生品风险的启示[J]. 金融理论与实践, 2018(10): 24-29.
- [18] 董鑫. 警惕信用衍生品市场潜在错路风险[J]. 合作经济与科技, 2018(21): 30-32.
- [19] 邓冕. 我国信用衍生品发展现状及建议[J]. 金融经济, 2016(9): 124-125.
- [20] 谭海涛. 推动信用衍生品市场发展对策[J]. 中国外资, 2022(12): 86-88.
- [21] 孟德州, 许敏. 信用衍生品在金融传染与风险管理中的探索[J]. 经济研究导刊, 2024(12): 49-51.
- [22] 易小卜. 我国商业银行金融衍生品信用风险管理探讨[J]. 现代营销(下旬刊), 2016(2): 32-33.
- [23] 李海涛. 国际信用衍生品市场发展以及启示[J]. 北方经贸, 2015(4): 153-155.
- [24] 王一涵. 信用违约互换的国际监管经验与启示[J]. 银行家, 2019(6): 112-113.
- [25] 成倩雯. 信用衍生品在我国商业银行信用风险管理中的应用[J]. 财务与金融, 2015(4): 1-6.
- [26] 阎畅, 陈路晗. 从国际视角看我国信用衍生品市场的定价与机遇[J]. 债券, 2017(10): 61-68.
- [27] 王元斌, 崔文迁. 国际 CDS 市场发展历程、趋势及对我国的启示[J]. 债券, 2017(5): 34-39.