



中国版信用衍生品还欠个“说法”

本报记者 刘 溟



记者观察

告别面多了加水，水多了加面

面对资本充足率的要求，我国银行业长时间以来做的一件事情是 面多了加水，水多了加面。这不但使得银行自身陷入了 粗放循环，也让上市银行再融资成为了股市的 收割机。对这种现象，成熟市场给出的对应措施是在提升银行经营管理水平的同时 围绕缓释风险进行金融创新。信用衍生品就是其中最重要的代表。

2008年国际金融危机后，针对业内外对信用衍生品存在的诸多争议，世界主要国家和地区监管部门对信用衍生品市场进行了一系列改革和调整，旨在推动信用衍生品市场的标准化产品中央清算、交易信息集中、配套机制完善和市场透明度的提升。

信用衍生品以市场化的方式剥离、转移和重组信用风险，有效丰富了商业银行的信用风险管理手段，大大提高了信用风险管理效率，为其加快经营方式转变、协调资产扩展与资本增长步伐、实现以效益和质量为核心的新型发展模式提供了实施载体。

我国商业银行主要采取信用等级分类、授信额度限制、增收保证金等方式静态地管理信用风险。而信用衍生产品的推出，使商业银行动态地管理信用风险成为可能，将有利于丰富商业银行提高自身经营能力和竞争力。

长期以来，我国债市信用风险的分担主要依靠担保的形式实现，缺少市场化的信用风险分散分担机制，这就极大地限制了资金充裕的信用厌恶型及资金短缺的风险偏好型投资者参与直接债务融资市场的深度和广度，并造成直接融资规模难以有效扩大。

而通过信用衍生品来完善风险损失的市场化分担机制，促进信用风险分担者范围迅速扩大，利用差异化的风险承担需求，由银行、保险、证券、基金、信托和非金融企业等不同类型的投资者共同承担信用风险，既可以避免风险过于集中，也能够使其他机构有更多工具来经营风险、获取收益。其结果是风险和收益得到更加优化的配置，拓展投资者参与债市的深度和广度，最终助推直接融资市场发展。

鲁政委

交易结构简单
CRM明确信用保护针对特定的具体债务，且标的债务类型仅限于债券和其他类似债务，使每笔交易合约都与具体债务对应

合理配置风险
CRM试点业务按照核心交易商、交易商、非交易商的方式进行市场分层管理，确保信用风险向具备相应风险管理能力和承担能力的机构进行转移，利于实现风险的合理配置

提高市场透明度
CRM市场交易集中报备、定期披露信息、集中托管、集中清算，有效确保了市场透明度，为CRM市场的健康运行提供了重要保障

严格控制杠杆
CRM通过建立风险控制指标，进行CRM市场交易杠杆的控制，实现对系统性风险的有效防范

CRM又被称为 中国版CDS，CDS是指信用违约掉期 (Credit Default Swap)，是1995年由摩根大通首创的一种金融衍生产品，它可以被看作是一种金融资产的违约保险。如果金融资产没有出现违约情况，则CDS买家向卖家定期支付 保险费，而一旦发生违约，卖方承担买方的资产损失。

CRM业务的上线，为银行业金融机构管理信用风险、提高资本利用效率提供了有效的市场化工具。

但CRM推出一年半以来，创设量和交易量却并不大。原因在于CRM的资本缓释功能还需要进一步明确。银行间市场交易商协会相关负责人表示，随着我国监管机构逐步引入巴塞尔《新资本协议》，如果监管机构能够明确，将推动国内商业银行尽快运用这一市场化工具开展信用风险的转移和分担。

监管细则能否适应市场

目前的监管办法下，国内商业银行尤其是中小银行，短期内实施内部评级法达标的难度很大，客观上影响了商业银行运用信用衍生品管理风险的可行性。

目前，我国推出的CRM具有 交易结构简单、风险合理配置、确保市场透明、严格控制杠杆 4大核心机制安排。市场最为关注的是金融机构购买了CRM的资产是否计入其风险资产中，这直接影响到金融机构的风险权重这一重要监管指标，也关乎CRM和信用债市场未来的发展空间。

根据银监会6月份最新公布的《商业银行资本管理办法》，在权重法下，商业银行能够用以缓释监管资本的工具仅有 合格抵质押品 和 合格保证 两种，不包括信用衍生产品。同时，在内部评级法下，商业银行可以审慎考虑信用风险缓释工具风险抵补作用。

然而，由于内部评级法对硬件平台、建模技术、人员配置、资金投入和数据收集等方面提出了较高的要求，目前国内商业银行 (尤其是中小银行) 短期内实施内部评级法达标的难度很大，客观上影响了商业银行运用信用衍生品管理风险的可行性。

另外，采用内部评级法的商业银行虽然可以考虑合格信用衍生产品的缓释效果，但合格信用衍生产品中只包括信用违约互换和总收益互换。

对此，有市场机构认为，如果允许商业银行买入信用衍生品后在权重法下缓释监管资本，其买入信用保护会降低自身的风险暴露，有利于提高商业银行体系的稳健性；从资本计量可行性看，完全可以参照《商业银行资本管理办法》关于权重法下 保证 工具的资本缓释计量方法，不存在技术难题；从监管有效性看，鼓励各类商业银行使用信用衍生品这一合规、透明、可监控的市场化途径提升资本充足率，有利于防止违规操作，提高监管效力。

从信用风险抵扣的效果看，商业银行 (尤其是中小银行) 购买信用衍生品后，根据合同的约定，能够在信用事件发生后获得保护卖方的损失补偿，其本质和影响并不比常用的 保证 工具更加复杂。

与此同时，《商业银行资本管理办法》明确认可权重法下 保证 的风险缓释效果，且在内部评级法下也将 保证 与信用衍生工具的认定和资本缓释具体方法进行统一规定，其内在精神与国际监管经验存在一脉相承的关系。

债市深入发展应有之义

我国债市传统的信用风险管理模式、业务经营模式及产品体系，亟须根据内外部环境的变化进行调整。积极推动信用衍生产品的创新和应用，成为进一步提高商业银行综合经营管理能力、拓展盈利空间、推进经营转型的应有之义。

2005年以来，国内信用债券市场发展迅速。截至2011年底，我国信用债市场规模已达5.1万亿元，占社会融资总量的10.6%，位居世界第三、亚洲第二。在市场规模快速扩大的同时，债券发行主体的信用等级分布中枢也逐渐下移，债券的信用风险特征不断显现。

具体来说，随着我国债券市场的迅速发展，债市风险结构从原来单一的利率风险逐渐向利率风险与信用风险并存的二元风险结构转变，我国在信用衍生品领域长期空白的状况，使市场参与者难以通过市场化的信用衍生品实现信用风险的优化配置，容易造成风险积聚，蕴藏一定的系统性风险隐患。

再加上商业银行体系持有的大量贷款余额，市场主体急需市场化的工具高效对冲、转移和规避信用风险。与此同时，随着近年来我国金融市场改革与创新的不断深入，金融脱媒、外资进入、利差收窄等经营环境的显著变化，使我国商业银行面临的竞争日益加剧。

传统的信用风险管理模式、业务经营模式及产品体系，亟须根据内外部环境的变化进行调整。在此背景下，积极推动信用衍生产品的创新和应用，就成为进一步提高商业银行综合经营管理能力、拓展盈利空间、推进经营转型的应有之义。

2010年10月29日，中国银行间市场交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，正式推出了CRM。这种 结构简单、信息透明、严控杠杆、风险合理配置 的产品，被市场认定为世界信用衍生品市场的一项创新。

市场速递

长城推出首只保本基金

本报北京7月4日讯 长城基金公司旗下的首只保本基金 长城保本混合基金将于今日起通过建行、招商等各大银行、中信、招商等各大券商及长城基金直销中心发行。数据显示，在市场复苏的2009年，保本基金平均收益率为13.10%，高于债券型基金和货币型基金；在市场震荡的2010年，保本基金平均收益率为4.10%，高于股票型基金，略低于债券型基金；在市场整体向下的2011年，保本基金平均收益率为0.54%，成为除货币型基金之外惟一取得正收益的基金类型。(杨 林)

国泰信用债基金发行

本报讯 拥有超过10年固定收益产品管理经验的国泰基金旗下第四只债券基金 国泰信用债基金，日前在工行等各大银行网点发行。据悉，该基金在投资信用债的同时，强调真正实现大类资产配置的概念。公告显示，该基金将自上而下确定大类资产配置，并通过严格的风险评估，对投资组合进行动态优化调整，力求使基金的总体风险水平相对稳定。从该基金的投资范围来看，更有效地将大类资产配置的策略加以贯彻。据了解，国泰信用债基金拟任基金经理也是国泰双利债基金经理。(杨 林)

资本论谈

需要加快培育新的指标利率

在每一个经济体中，货币当局都有日常引导市场利率的政策指标利率。在我国，过去主要是由两大利率承担着政策指标利率的功能：一是央票发行利率。从过去的市场表现来看，1年期央票发行利率基本上是中短期市场利率的重心，3年期央票发行利率则是中长期市场利率的重心。但随着国际资本流动格局的变化，央票停发已导致这一指标利率不复存在。二是1年期存贷款利率。本次允许利率浮动，是未来继续扩大利率波动范围中的一小步。随着未来实际执行利率相对于基准利率波动范围进一步扩大，基准利率对最终利率的影响会逐渐减弱，最终其基准性也会消失。

从演进趋势看，这两种政策指标利率在未来都将趋于消亡，而新的政策指标利率的培育，也不是能够一蹴而就的，那么，央行采取何种方式来引导日常市场利率的变化，在当下就成了一个相当急迫的问题。从成熟市场经济国家来看，其货币当局一般都选择了2周以内的利率作为政策目标利率。根据我国市场的现状，隔夜或1周可以考虑成为央行选择的指标利率期限，具体操作上可采用正回购和逆回购操作来设定利率走廊。在培育新指标利率的过程中，两个突出的问题可能需要特别关注：一是如何改善垄断市场中的政策信号传导？无论最终央行是选择隔夜还是1周作为政策指标利率的期限，其对接的对象可能都会是Shibor (上海银行间同业拆放利率) 体系。但是，从目前Shibor利率体系的市场表现看，其3月以内利率的基准性已获得市场的充分认同，但3月以上期限利率的客观性仍然受到一定怀疑。其中一个重要原因就是3M以上期限的利率相对于短端利率变化不敏感。在此格局下，即使短端宽松，但很多市场机构都对长期资金面能否持续稳定缺乏足够的信心，其结果就是市场主体不愿融出长期资金，由此导致中端对短端利率变化不敏感，影响了政策信号在货币市场上的顺畅传导。特别需要指出的是，此前为应付流动性的时点紧张，人民银行对大型商业银行非公开的逆回购更为频繁，这可能进一步强化了我国货币市场的垄断性质和大型商业银行的道德风险。因此建议，未来逆回购应采取面向所有一级交易商的公开招标模式，以此弱化中小银行的预防动机。二是需要关注指标利率与债市之间的相互制约。如果利率市场化继续向前、允许利率相对于基准利率的浮动范围进一步扩大，就意味着基准利率本身的基准性 会不断被削弱，由此可能最终导致有

的问题可能需要特别关注：一是如何改善垄断市场中的政策信号传导？无论最终央行是选择隔夜还是1周作为政策指标利率的期限，其对接的对象可能都会是Shibor (上海银行间同业拆放利率) 体系。但是，从目前Shibor利率体系的市场表现看，其3月以内利率的基准性已获得市场的充分认同，但3月以上期限利率的客观性仍然受到一定怀疑。其中一个重要原因就是3M以上期限的利率相对于短端利率变化不敏感。在此格局下，即使短端宽松，但很多市场机构都对长期资金面能否持续稳定缺乏足够的信心，其结果就是市场主体不愿融出长期资金，由此导致中端对短端利率变化不敏感，影响了政策信号在货币市场上的顺畅传导。特别需要指出的是，此前为应付流动性的时点紧张，人民银行对大型商业银行非公开的逆回购更为频繁，这可能进一步强化了我国货币市场的垄断性质和大型商业银行的道德风险。因此建议，未来逆回购应采取面向所有一级交易商的公开招标模式，以此弱化中小银行的预防动机。二是需要关注指标利率与债市之间的相互制约。如果利率市场化继续向前、允许利率相对于基准利率的浮动范围进一步扩大，就意味着基准利率本身的基准性 会不断被削弱，由此可能最终导致有

关决策部门对先前基准利率 (如1年期存款基准利率) 的关注程度下降，调整不再那么及时，甚至开始寻找新的政策指标利率。在此过程中，债券市场特别是浮息债可能受到较大影响。

截至2012年6月18日，中国以1年期存款基准利率为基准的浮息债存量仍高达2.1万亿元 (其中主要为政策性金融债)，占全部浮息债市场份额的87%。这些债券绝大部分会在2022年到期，但最晚的则要到2037年才到期。这意味着，即使静态来看，1年期存款基准利率在形式上最晚也要维持到2037年才可能最终退出。如果现在仍然让1年期定存浮息债继续发行的话，那么，1年存款基准利率在形式上的存续可能还需要维持更长的时间。从这个意义上说，巨额存量浮息债反过来会构成对利率市场化改革的掣肘，如果进一步考虑到还有利率掉期 (IRS) 等衍生品的话，则存量债券和交易对1年期存款基准利率最终退出的掣肘作用可能更为明显。因此，建议可以从目前开始就有意识地指导浮息债发行基准的选择，但前提是已确定了未来新的政策指标利率，并使这一利率具有良好的传导效率。

(作者系兴业银行首席经济学家)

关注利率市场化

2012年7月4日

上期所	收盘价
白银1209	5948元/千克
铝1210	15645元/吨
黄金1212	333.30元/克
铜1210	55970元/吨
燃料油1209	4710元/吨
铅1210	14950元/吨
螺纹钢1210	4089元/吨
天胶1209	23915元/吨
线材1209	4079元/吨
锌1210	14830元/吨

2012年7月4日

大商所	收盘价
豆一1305	4710元/吨
豆二1301	4561元/吨
玉米1301	2356元/吨
焦炭1209	1752元/吨
聚乙烯1209	10000元/吨
豆粕1301	3552元/吨
棕榈油1301	8190元/吨
聚氯乙烯1209	6515元/吨
豆油1301	9718元/吨

2012年7月4日

上海银行间同业拆放利率			
期限	拆放率%	期限	拆放率%
隔夜	2.6208	3月	4.0550
1周	3.8558	6月	4.3918
2周	4.3475	9月	4.6197
1月	4.3550	1年	4.7289

2012年7月4日

人民币基准汇价	
币种	100外币兑本币
美元	631.21
欧元	794.76
日元	7.9146
港元	81.401
英镑	989.61

2012年7月4日

纽约外汇行情	
币种	1美元合外币
英镑	0.6373
加拿大元	1.0124
瑞士法郎	0.9526
日元	79.8150
新加坡元	1.2639
澳大利亚元	0.9726
港币	7.7554
欧元	0.7931

提示：本版投资建议属个人观点，仅供参考，据此入市，风险自担。

本版编辑 贺浪莎 崔文苑