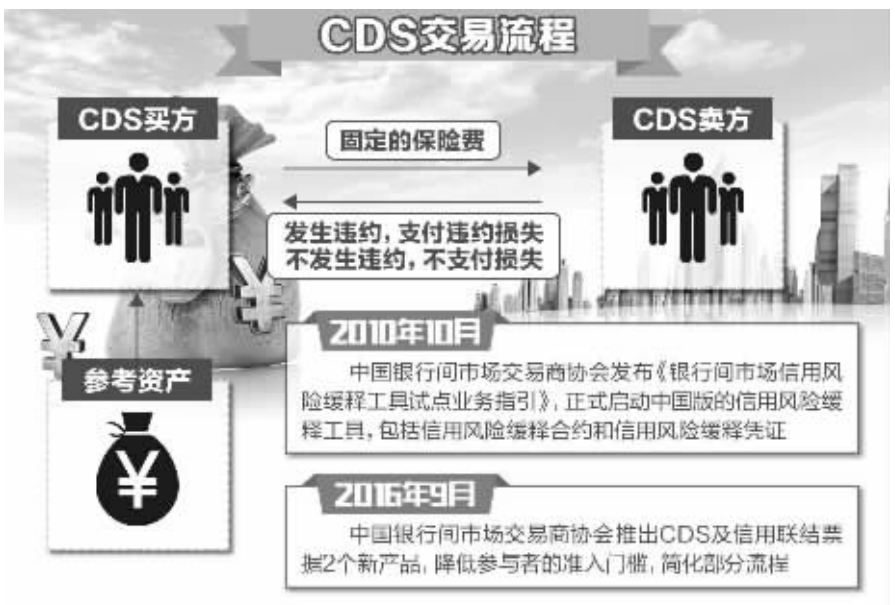
有效对冲风险 减少不良资产

信用违约互换“新品”出炉

本报记者 张 忱

热点聚焦

在我国债券市场违约事件明显多发、债务违约主体不断扩大的背景下，能够有效对冲风险的信用违约互换（CDS）的推出正当其时。此外，要推进CDS的快速发展，还要营造合适的市场环境，构建有效的定价模型



9月23日，银行间市场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》，并同时发布了信用风险缓释合约（CRMA）、信用风险缓释凭证（CRMW）、信用违约互换（CDS）及信用联结票据（CLN）4份产品的相关指引。与2010年10月推出的旧版《业务规则》相比，新规的最大亮点之一是增加了信用违约互换（CDS）及信用联结票据（CLN）两种产品。这意味着CDS（CLN与CDS相类）这种在海外信用衍生产品市场占据重要地位的产品将在国内崭露头角。

什么是CDS？为什么现在要发展CDS？其前景如何？

类似违约保险

信用违约互换（CDS），属于一种合约类信用风险缓释工具，类似于保险。

招商证券分析师孙彬彬举例说明：假如A借钱给B，每年得到一定的利息，到期B还本付息。但是，借出去的钱总有风险，万一B未能按时将钱还给A，A将遭受损失。此时，C提供一项服务，只要A支付给C部分利息或保险费用，在B未能按期偿付A的本息时，由C来偿付A。这个由A和C达成一致协议并签订的合约就是CDS。通常，CDS交易发生在两个参与主体之间，CDS的购买者被称作“信用保护的买方”，CDS的卖方被称作“信用保护的卖方”。信用保护的买方一般为银行，卖方通常为投资银行或主承销商。

由此可见，CDS类似于一种针对违约风险的保险产品，购买信用违约互换的银行可以向对手方转移信用风险，避免信用风险过于集中。信用违约互换的卖方在获取保费的同时，也能通过CDS优化自身的风险组合。

此次修订后的业务指引规定，CDS指交易双方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由信用保护卖方就约定的一个或多个参考实体向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约。

CDS不同于一般的保险产品。民生证券管清友、李奇霖团队认为，CDS实质上是一份违约保险合约，但它比保险具有更强的流动性。此外，与传统保单相比，CDS没有具体的被保险标的。投资者不持有某公司债券，也可以购买该公司债券的CDS，并支付保费给CDS卖出者。

与CDS相类似，CLN是附有现金担保的CDS产品。投资者购买CLN后，如果没有发生信用风险事件，就可以获得本金的利息和CDS保费两重收益；如果发生信用事件，投资者需要用认购的本金向发行主体担保赔付。

为何此时推出

CDS产品的特点，使其能够帮助金融市场实现信用风险的分离和交易，从而对冲信用风险。业内人士普遍认为，在目前刚性兑付逐步打破的背景下，发展CDS产品很有必要。

今年以来，我国债市违约事件明显多发。债务违约主体不仅有民营企业，也有央企和地方国企，违约的债券类型也扩散至短融、中票、公司债、企业债等。

孙彬彬分析认为，债市的刚兑逐渐打破，信用债风险将面临市场定价。各类机构都有分散信用风险的需求，市场也非常需要缓释信用风险的工具。这是CDS发展的一个契机。

作为一种信用衍生产品，如果CDS能够正常发展，还可以对解决融资难和处理不良资产产生推动作用。民生团队认为，通过设计实用可行的信用衍生产品，商业银行能把信用风险从市场风险中分离出来，并以合理的价格转移出去，“惜贷”问题将得到极大的缓解。

另外，处置沉淀的不良资产需要资产证券化、债转股等方法，信用衍生产品能增强资产的流动性，加速资产证券化进程，进而有助于不良资产的处置。同时，信用衍生产品的出现将为商业银行提供更多的信用信息，并能提供转移信用风险的手段，可减少不良资产的形成。

未来怎样发展

由于当前债市违约事件还在继续，市场对于风险分散工具具有可观的潜在需求。业内人士表示，如果与之相关的市场环境得到完善，CDS将会迎来快速发展。但在目前情况下，CDS发展仍可能面临一些问题。

海通证券首席宏观分析师姜超认为，机构发行CDS的意愿存疑，或将导致交易对手风险。当前信用风险升温，金融机构发行CDS的动力不足，且国内的保险机构和担保公司在风控和偿付能力方面仍待改善，难以带动CDS市场。若风险过度集中于部分发行主体，也会大幅提高交易对手风险。

孙彬彬表示，发展CDS的初衷是为了缓解信用风险，定价的合理与否是决定信用违约互换产品本身的风险与收益是否平衡的关键要素。信用衍生产品在我国发展较晚，定价模型也在不断探索中。在政府、国企、银行隐形担保下的债券刚性兑付导致债券市场长期缺乏应有的违约事件数据，其中，与定价相关的诸如基本信用债券违约率、回收率等数据的缺失，也阻碍了信用违约互换在我国的发展。因此，完善CDS定价模式所需的违约率、回收率历史数据库，根据我国实际情况构建有效的定价模型是发展信用衍生产品市场亟需解决的难题。

财经周评

证

温宝臣

上周二（9月20日），国务院发布《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，肯定了创业投资改善投资结构、增加有效投资的重要手段。值得注意的是，意见提出，进一步完善创业投资退出机制。丰富退出渠道，让风投资金流动起来，有利于“双创”工作的推进。

创业投资要通过退出来实现价值，实现效益。但是，由于当前多层级资本市场建设成熟度不够，其退出渠道较狭窄。目前创投主流的退出方式包括：IPO、并购转让、新三板二级市场转让等。其中，并购市场由于信息不对称的存在，沟通撮合成本较高，通过IPO退出又面临不小的时间成本。据中国证监会网站数据显示，截至2016年9月22日，证监会已受理首发企业837家。其中，已过会91家，未过会746家。未过会企业中正常待审企业689家，中止审查企业57家。这多少有些千军万马过独木桥的味道。挂牌新三板的时间成本较小，并且新三板也能为企业提供二级市场的流动性。不过，今年以来，新三板交易量并没有明显增加，市场定价功能弱化，不少挂牌企业融资受阻，一定程度影响了财务投资人的信心。

为了解决退出通道狭窄问题，意见中还列出了具体的措施，包括充分发挥主板、创业板、全国中小企业股份转让系统以及区域性股权市场功能，以畅通创业投资市场化退出渠道。完善全国中小企业股份转让系统交易机制，改善市场流动性。支持机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台市场开展直接融资业务。鼓励创业投资以并购重组等方式实现市场化退出，规范发展专业化并购基金。

千里马常有，而伯乐不常有。风险资金作为初创期企业的伯乐，投资的目的就是为了盈利和退出，而不是以经营和占有股份为目的。因此，丰富退出渠道，让资金快速进入下一个循环，去发现更多的“千里马”，尤为重要。

风险资金的效率不仅仅在于其投资企业的成功，也在于投资成功后退出时间的长短，这关系到风险资本的成本大小。提升风险资金的效率，让创投更活跃起来，政策还要继续给力。

本版编辑 孟 飞

证监会发布新指引

基中基经理不得兼任其他基金经理

本报讯 记者周琳报道：中国证监会新闻发言人邓舸9月23日在例行的新闻发布会上表示，近日，证监会正式发布并实施《公开募集证券投资基金运作指引第2号——基金中基金指引》。根据新指引，基金中基金的基金经理不得同时兼任其他基金的经理。

邓舸介绍，为拓展长期、稳定资金来源，壮大机构投资者队伍，证监会研究制订了《指引》，并于2016年6月17日至7月2日向社会公开征求意见。为规范基金中基金的运作，保护投资人的合法权益，正式发布的《指引》主要作出如下安排：一是要求基金中基金应当将80%以上的基金资产投资于其他公开募集的基金份额，且需遵循组合投资原则；二是规定基金管理人、托管人不得对基金中基金的管理费、托管费以及销售费双重收费。三是明确基金管理人在基金中基金所投资基金披露净值的次日，及时披露基金中基金份额净值。四是要求基金中基金在定期报告和招募说明书中设立专门章节，披露所持有基金的相关情况，并揭示相关风险。五是规定基金中基金管理人应当设置独立部门、配备专门人员，且基金中基金的基金经理不得同时兼任其他基金的基金经理。六是明确基金中基金管理人、托管人的相关职责，强化主体责任。

邓舸表示，发展基金中基金有利于广大投资者借助基金管理人的专业化选基优势投资基金，拓宽基金业发展空间；有利于满足投资者多样化资产配置投资需求，有效分散投资风险，降低多样化投资的门槛；有利于进一步增强证券经营机构服务投资者的能力。下一步，证监会将按照《指引》以及相关法律的要求支持行业推出基金中基金，同时将加强业务监管，保护投资者合法权益，促进基金中基金健康发展。

目前已有5家农商行过会，其他15家正筹备上市——

农商行拓宽补充资本金渠道

本报记者 姚 进

风向标

继江阴农商行登陆A股不久之后，无锡农商行9月23日在上海证券交易所正式挂牌交易，成为A股上市的全国第二家农村商业银行，同时也是国内A股主板上市的首家农商行。

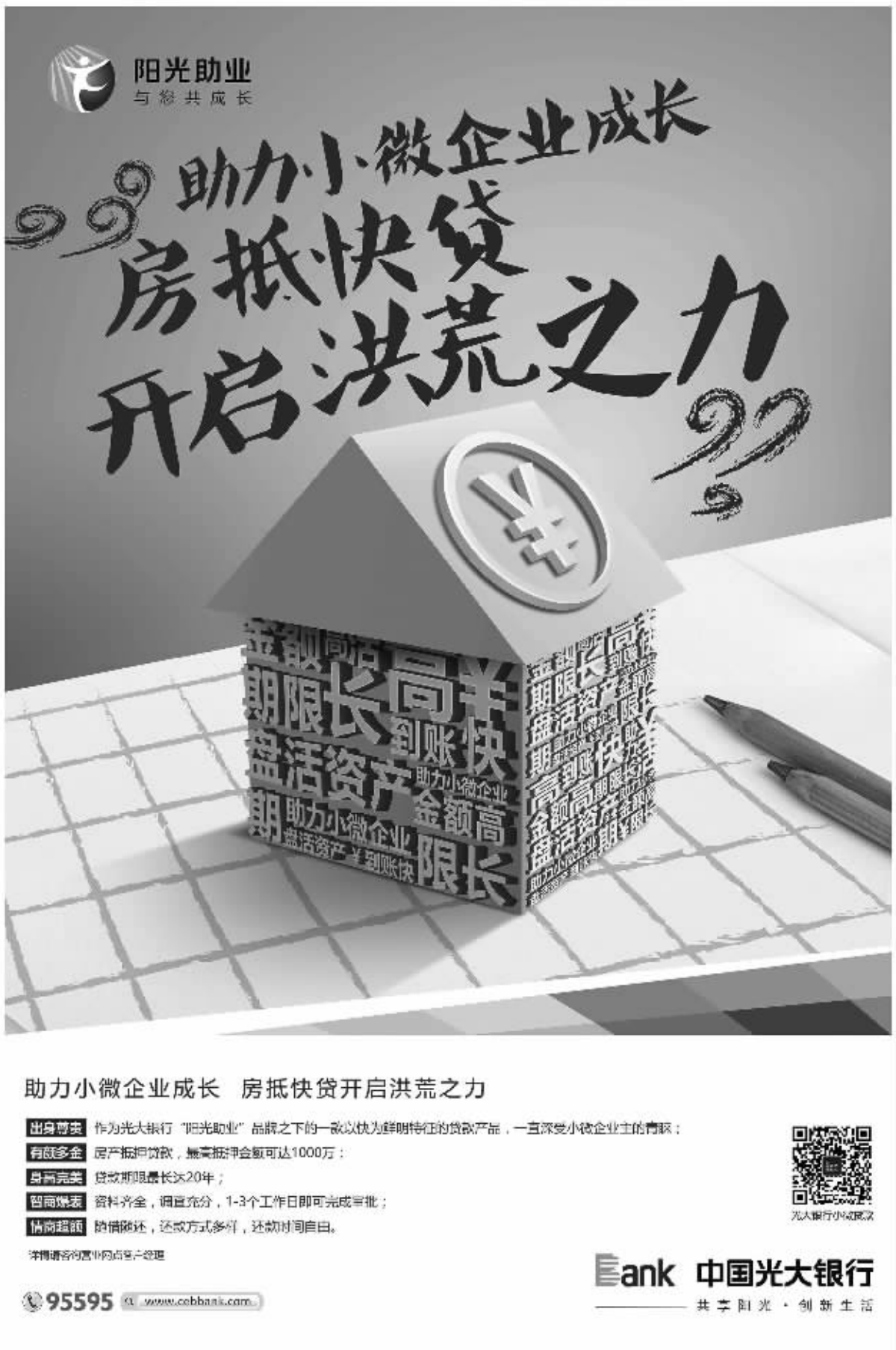
无锡农商行此次公开发行1.85亿股，募集资金7.89亿元，将全部用于充实资本金。江苏银监局相关负责人认为，登陆资本市场对无锡农商行进一步提升资本实力、优化公司治理、扩大品牌影响等方面具有重要意义。一是有利于增强资本实力。本次资金募集到位后该行资本充足率将较2016年6月末提高1.05个百分点。二是有利于提升公司治理水平。三是有利于提高市场影响力和品牌知名度。

“上市后，无锡农商行将充分利用和发挥上市银行的独特优势，积极适应供给侧改革，持续优化金融资源配置，盘活存量、用好增量，更有力地助力地方经济的发展，促进实体经济转型升级，塑造‘无锡农金’特色。”无锡农商行董事长任晓平表示。

伴随城商行A股IPO重启，农商行今年迎来一波“上市潮”。目前无锡农商行、江阴农商行、常熟农商行、吴江农商行、张家港农商行等5家第一批排队上市的农商行悉数过会。除此之外，还有15家农商行在筹备上市。其中，天津农商行、天津滨海农商行、淮北农商行、亳州药都农商行、安庆农商行、桐城农商行、芜湖扬子农商行等已到相关部门备案并完成上市辅导，而浙江绍兴瑞丰银行已接受上市辅导。

为何农商行纷纷选择上市？中央财经大学教授郭田勇认为，上市对银行发展有利，既可以补充资本金，也能提高银行治理能力。

资本充足率是商业银行关注的核心问题，这一指标不仅能体现银行应对金融风险的能力，也制约着银行未来的发展。随着农商行快速成长，补充资本金的渠道也亟待拓宽。虽然城商行可通过发行二级资本债补充资本金，但成本高，而上市被视为有效、稳定和可持续的外源资本补充渠道。

同时，经济增长给银行业带来了良好发展契机。“我国某些地区经济发达，为地区内银行业达到上市标准创造了有利条件。”一位券商银行业分析师表示。

“不过，农商行本身存在的问题可能影响到上市步伐。”郭田勇表示，首先，农商行内部股份复杂；其次，省联社在农商行的管理中实际权力较大，但股东的管理权较弱；第三，农商行的客户基础较弱导致农商行盈利能力相对较弱。