

全球信用衍生品市场发展现状调研报告

一、背景介绍

美国次贷危机已结束十余年，被视为危机爆发导火索之一的信用衍生品，已被金融业界和学术界深入地讨论分析，多数研究认为，信用衍生品在一定程度上对此次金融危机的爆发起到推波助澜的作用。比如，《两次全球大危机的比较研究》中指出，20世纪70年代后，美国开始新一轮金融自由化浪潮，证券业普遍进行高杠杆交易，在这种规模扩张和创造“复杂性”的过程中，由于在关键领域的过度集中、不同产品和不同交易之间的关联度增加，金融体系内的相互依存度相应上升，其脆弱性也迅速增加；

《美国金融危机调查报告》也强调，场外金融衍生品对于此次金融危机的爆发产生了重要影响：一是，信用违约互换（CDS）扩大了抵押贷款支持证券（MBS）的传递途径；二是，信用违约互换是合成担保债务凭证（CDO）的核心；三是，在房地产泡沫出现、金融危机即将爆发的时候，信用衍生品处在了风暴的中心。

在危机结束后的十余年里，全球信用违约互换市场的规模和结构发生了显著的变化，同时，以国际清算银行（BIS）和国际掉期与衍生工具协会（ISDA）为代表的国际性组织以及各国金融监管机构，在不断总结金融危机的经验和教训的基础上，逐步加强对信用衍生品市场的监管。现阶段，CDS市场发展情况怎样？未平仓交易规模和交易结构有什么特点？市场参与者主要是哪些类型机构，其参与信用衍生品交易的目的和方式有什么规律？

为回答上述问题，调研课题组开展了一系列调查研究工作：首先，通过对当前全球信用衍生品市场的交易数据进行搜集、整理、分析，总结现阶段全球信用衍生品市场发展趋势和结构特点；其次，通过查阅相关机构工作报告和研究文章，使用真实交易数据对国际金融机构开展信用衍生品交易的目的是方式进行实证分析；最后，在分析总结危机后信用衍生品市场发展经验的基础上，对国内信用风险缓释工具市场发展提出合理化建议。

二、危机后全球信用衍生品市场发展情况分析

2008 年金融危机之后，信用衍生品市场发展趋势如何，未平仓 CDS 合约的交易规模和交易结构有哪些特点？本章根据国际清算银行（BIS）公布的相关数据，对金融危机以后全球 CDS 市场的规模和结构进行分析。

（一）全球 CDS 市场规模大幅下降

2000 年以后，随着美国房地产行业的繁荣，以抵押贷款支持证券（MBS）为标的的 CDS 和 CDO 等产品迅速发展，CDS 市场规模快速膨胀。2004 到 2007 年，全球未平仓 CDS 合约名义金额从 6.4 万亿美元增长到 61.24 万亿美元，年均复合增长率达到 112%。

2008 年金融危机后，全球 CDS 市场规模开始快速下降，2015 以后，下降速度趋于缓和。截至 2019 年底，全球未平仓 CDS 合约名义金额为 7.58 万亿美元，约为 2007 年最高峰的 12.4%。同时，CDS 合约总市值由 2008 年底的 5.34 万亿美元下降至 2019 年底的 0.20 万亿美元，仅为最高峰的 3.7%。

CDS 合约名义金额和总市值下降的原因，一是金融危机后大量存续 CDS 合约被清算，二是新增的复杂 CDS 合约显著减少，三是采取了投资组合压缩¹（Portfolio Compression）技术降低市场规模。ISDA 报告显示，仅 2005 到 2012 年期间，全球就压缩了 CDS 合约名义规模 85.7 万亿美元。

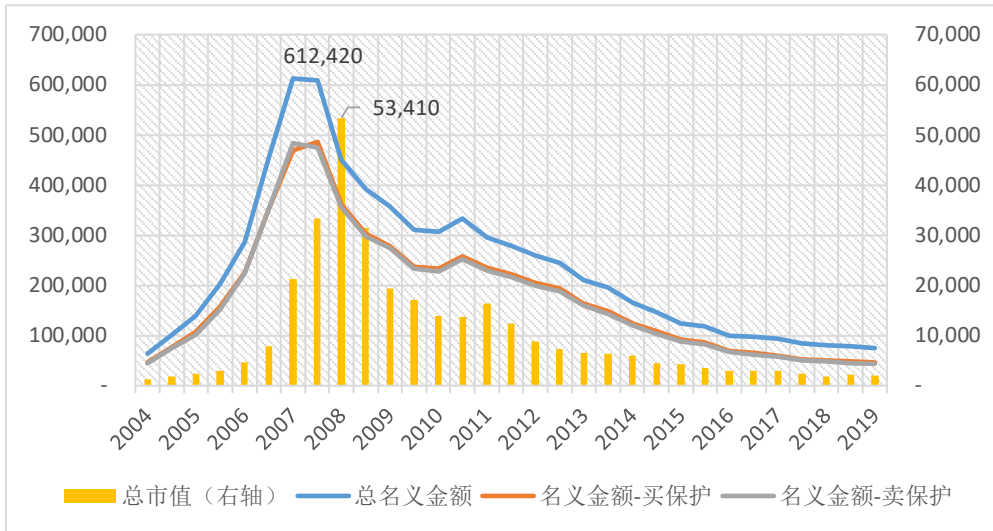


图 1：2004 年至今未平仓 CDS 合约名义金额与总市值 (单位：亿美元)

(二) 单名 CDS 产品和指数 CDS 产品占据主导地位

金融危机之前，单名 CDS 占比不断下降，从 2004 年底的 80% 下降到 2007 年底的 55%，再次说明了危机前 CDS 规模的快速增长，主要是以 MBS 为标的的 CDS 和 CDO 等产品快速增长所导致。危机过后，单名 CDS 占比有所回升，同时，CDS 指数合约²开始出现并快速发展，截至 2019 年底，单名 CDS 名义规模占比约为 46%，CDS 指数合约名义规模占比在 50% 以上，二者已成为目前 CDS 市场的主流产品。

¹根据 BIS 的定义，投资组合压缩是指在交易各方净头寸、风险敞口和现金流量均保持不变的前提下，用交易笔数更少、名义金额显著降低的新合约替换原有合约，从而压缩衍生品交易的名义规模。

²市场上主流 CDS 指数合约主要包括以北美和新兴市场为参考实体的 CDX 族指数合约和以欧洲和亚洲市场为参考实体的 iTraxx 族指数合约。

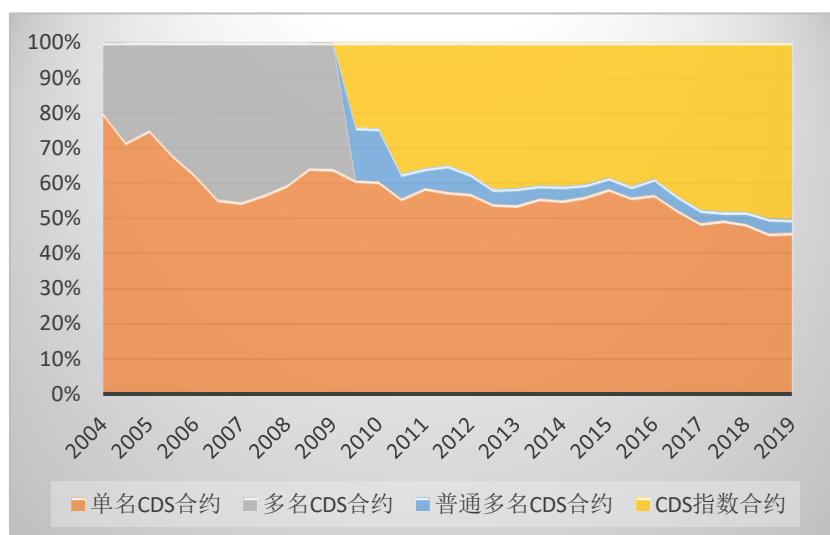


图 2：2004 年至今不同类型 CDS 合约名义金额占比

（三）未平仓 CDS 合约的剩余期限绝大多数为一至五年期

从未平仓合约的剩余期限来看，截至 2019 年底，全球未平仓 CDS 合约中，剩余期限在一至五年间的占比最高，为 72%；剩余期限在一年以内的占比 19%，剩余期限超过五年的占比仅 9%。

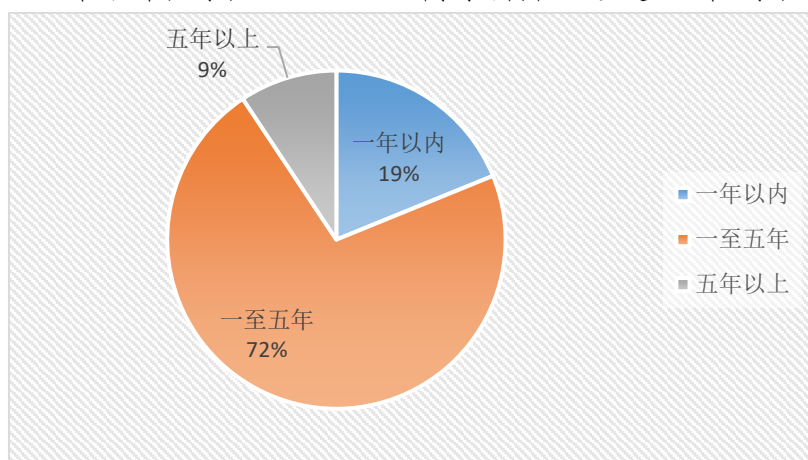


图 3：未平仓 CDS 合约剩余期限分布情况（2019 年底数据）

（四）全球一半以上 CDS 采用中央对手方交易，市场参与者中商业银行和证券公司占据较大市场份额

金融危机之后，为解决信用衍生品市场交易对手信用风险问题，监管机构逐步建立和完善中央结算机制以及中央对手方交易机制。自 2010 年中央对手方出现以来，中央对手方持仓 CDS 合约占比不断增加；截至 2019 年底，在全球未平仓 CDS 合约中，

中央对手方持仓比例已达到 56%。

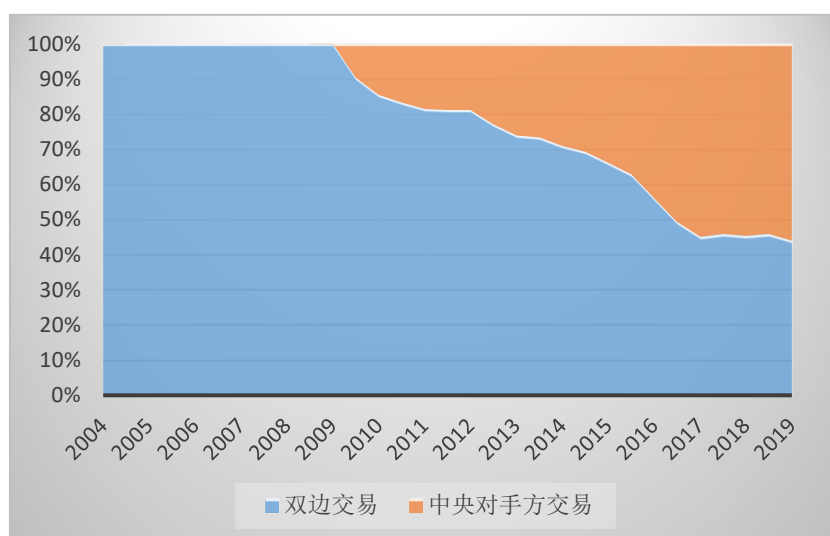


图 4：2004 年至今 CDS 市场不同交易方式占比

从参与者类型来看，目前 CDS 市场主要参与者包括商业银行、证券公司（投资银行）、保险公司、金融担保公司、对冲基金、特殊目的实体（SPV）以及非金融机构等。其中，商业银行和证券公司是信用衍生品市场的主要参与者，考虑到做市商主要为大型商业银行和证券公司，截至 2019 年底，二者持有未平仓 CDS 合约名义金额占市场的比例达 55%。

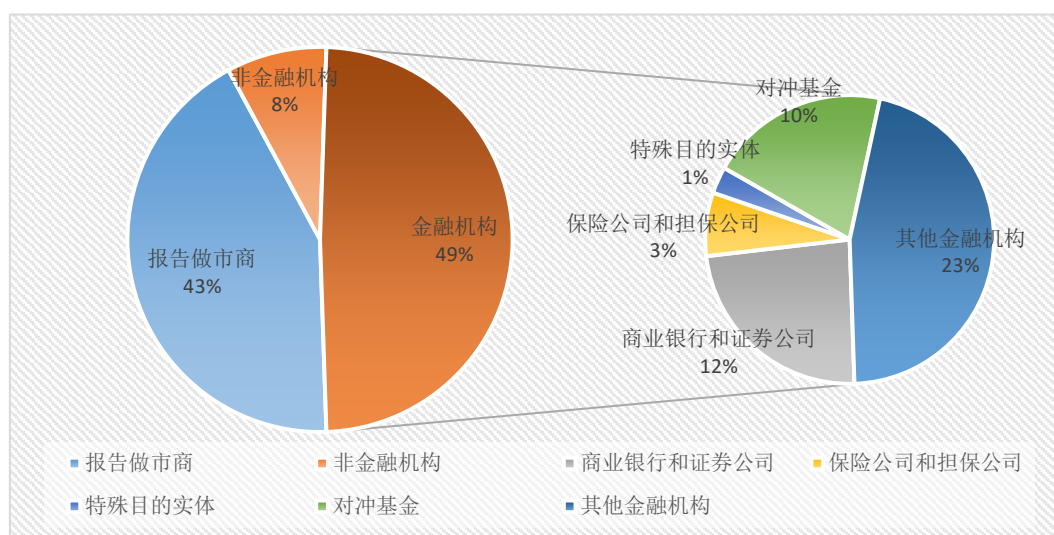


图 5：CDS 市场参与者类型及持仓名义金额占比（2019 年底数据）

（五）参考实体的信用等级以投资级为主，且非金融机构占比最高

从参考实体信用评级分布来看，截至 2019 年底，全球 CDS 市场中参考实体信用评级主要集中在投资级（BBB 级及以上），名义金额占比为 60%：其中 A 级至 BBB 级占比最高，约为 50%；AAA 级至 AA 级占比约为 10%。此外，投机级（BB 级及以下）占比 22%，无评级参考实体占比 18%。

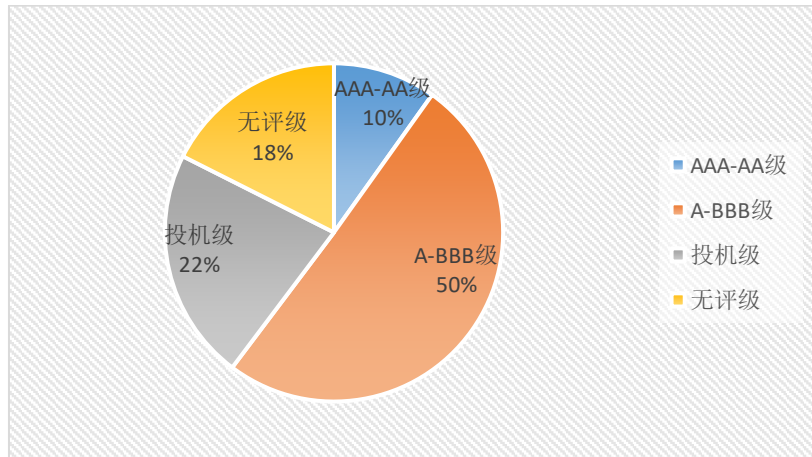


图 6：全球 CDS 参考实体信用评级分布情况（2019 年底数据）

从参考实体类型来看，截至 2019 年底，非金融类参考实体占比最高，为 29%，金融类参考实体占比 22%，国家主权参考实体占比 17%，其他类型机构占比 29%，另外，ABS 和 MBS 等证券化产品参考实体占比 3%。

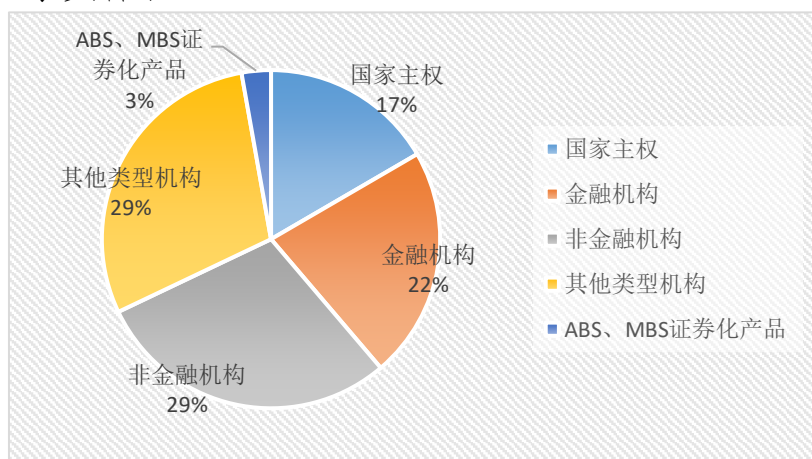


图 7：全球 CDS 参考实体类型分布情况（2019 年底数据）

总的来看，金融危机之后，全球 CDS 市场规模大幅下降，在经历了快速收缩后，目前未平仓 CDS 合约规模已逐步趋于平稳。

在抛弃过度结构化和复杂化后，结构相对简单的单名 CDS 产品和标准化程度高的指数 CDS 产品已成为市场主流。目前未平仓 CDS 合约剩余期限集中在一至五年期，长期限产品很少。交易方式方面，各国监管机构已逐步建立起中央结算机制和中央对手方交易机制，全球一半以上 CDS 交易已采用中央对手方交易。市场参与者方面，商业银行和证券公司仍占据较大市场份额；参考实体方面，信用等级以投资级为主，非金融机构占比最高。

总之，随着交易规则的不断完善和监管机构的不断努力，信用衍生品市场基本已修正金融危机前极度偏离的发展方向，与其他金融衍生品一样，逐步回到风险管理的本源。

三、信用衍生品交易目的研究——对冲风险或提供保护

商业银行开展信用衍生品交易的目的可能是对冲信用风险或者为参考实体提供保护，本章对商业银行开展 CDS 交易时买入或卖出保护的主要特点进行实证分析。

（一）研究数据说明

为理解金融机构如何使用衍生品，我们使用美联储理事会工作论文《探寻真相：商业银行如何使用信用违约互换》（Caglio, Matt 和 Eric (2016)）的分析数据，将商业银行 CDS 交易与贷款和债券投资的风险敞口进行匹配，从交易层面对商业银行使用 CDS 情况进行分析。

研究主要数据集包括：综合资本分析和检查（CCAR）、资本评估和压力测试报告（FR Y-14Q）以及美国存托清算公司（DTCC）的单名 CDS 交易数据。其中，FR Y-14Q 报告包含 2011 年三季度

至 2015 年四季度美国 31 家资产总额在 500 亿美元以上的大型商业银行的贷款数据、债券持仓数据以及资本构成数据；DTCC 交易数据库包含该时间段内所有以美国公司为参考实体的单名 CDS 交易数据。

（二）实证分析结论

1. CDS 交易样本规模特征

2011 年起，31 家美国大型商业银行净卖出 CDS 保护的规模开始快速增长，并显著大于其贷款和债券投资的风险敞口。截至 2012 年中，美国大型商业银行净卖出 CDS 保护最高达到 250 亿美元。从变化趋势来看，其净卖出 CDS 保护规模与贷款规模的变化趋势基本一致。由此可见，美国大型商业银行在给债务人发放更多贷款同时，也针对其债务人卖出更多 CDS 保护。

2. 参考实体特征分析

在贷款和债券债务人样本中，将债务人是否为 CDS 交易参考实体分别定义为“CDS 公司”和“非 CDS 公司”。2011 年三季度至 2015 年底，共有 647 家美国公司成为 CDS 交易参考实体，在债务人样本中占比仅为 0.46%；其他 139,490 家美国公司均为非 CDS 公司。

表 1：CDS 参考实体及其贷款、债券的相关特征（单位：亿美元）

	非 CDS 公司	CDS 公司
公司特征		
总资产	16.11	267.28
总负债	10.16	95.05
流动负债	3.70	56.60
净利润	0.75	4.95
样本个数	139,490	647
贷款特征		
平均提款金额	0.10	0.72

平均授信金额	0.24	6.29
总提款金额	6,516.22	311.86
总授信金额	15,798.67	2,687.62
借款银行个数	1	6
债券特征		
平均券面金额	0.30	0.39
平均市值	0.30	0.34
债券总券面金额	333.25	152.81
债券总市值	327.93	131.11
债券发行人样本个数	2,915	526

作为 CDS 参考实体的公司，通常规模较大、实力较雄厚，商业银行给予其贷款授信规模以及持有其债券规模也更大。每季度商业银行向 CDS 公司平均授信规模为 6.29 亿美元，向非 CDS 公司平均授信规模仅为 2,400 万美元；CDS 公司平均提款规模是非 CDS 公司的 7 倍。债券投资方面，每季度商业银行配置 CDS 公司债券平均面值为 3,900 万美元，而配置非 CDS 公司债券面值仅为 3,000 万美元。

作为 CDS 参考实体的公司，其在商业银行的内部评级相对较高。商业银行向非 CDS 公司发放的贷款中，内部评级大多是 BB 级，其次为 BBB 和 A 级；而向 CDS 公司发放的贷款中，大多是 BBB 级，其次为 A 级和 AA 及以上。

表 2：贷款评级分布情况（单位：万美元）

非 CDS 公司					
内部评级	贷款笔数	平均授信额度	百分比	平均提款额度	百分比
AA 及以上	1,544	4,693	4.48	1,667	1.89
A	5,509	3,701	12.91	1,580	7.03
BBB	29,723	1,785	33.75	969	29.1
BB	49,796	1,087	34.53	738	43.89
B	14,624	1,128	10.53	727	13.03
CCC 及以下	5,365	1,115	3.8	732	5.06
CDS 公司					
内部评级	贷款笔数	平均授信额度	百分比	平均提款额度	百分比
AA 及以上	261	14,111	12.86	2,603	4.55

A	892	9,531	31.64	2,974	18.47
BBB	1,761	5,914	38.92	2,262	46.42
BB	687	4,423	11.25	1,878	20.95
B	201	4,198	3.12	1,971	5.44
CCC 及以下	96	6,172	2.21	2,998	4.17

3. 风险敞口类型与 CDS 交易的关系

在风险敞口类型方面，将商业银行的风险敞口划分为：仅向债务人发放贷款、仅持有债务人债券以及贷款和债券风险敞口同时存在。通过分析风险敞口类型与 CDS 交易的关系，可以发现：

(1) 仅发放贷款时，商业银行往往是信用保护的净卖出方，而且卖出保护规模远大于买入保护规模；(2) 仅持有债券时，商业银行买入保护和卖出保护的规模比较接近；(3) 同时存在贷款和债券时，贷款风险敞口一般会远大于债券风险敞口，商业银行更倾向于成为信用保护的净买入方。

表 3：各类风险敞口与 CDS 头寸关系（单位：万美元）

	样本数	CDS 净买保护头寸		总风险敞口		债券风险敞口		贷款风险敞口	
		平均数	中位数	平均数	中位数	平均数	中位数	平均数	中位数
仅发放贷款									
卖出保护	3277	5,534	3,360	4,539	2,014			4,539	2,014
买入保护	2211	3,178	1,608	4,532	1,994			4,532	1,994
仅持有债券									
卖出保护	2681	4,937	2,404	1,075	559	1,075	559		
买入保护	2791	5,113	1,800	1,048	619	1,048	619		
存在贷款和债券									
卖出保护	454	4,381	2,448	7,379	3,920	795	408	6,584	3,003
买入保护	512	6,941	1,750	5,924	2,928	919	554	5,006	1,639

4. 风险缓释措施与 CDS 交易的关系

商业银行在贷款和债券投资业务中，对于不同风险缓释措施通常开展不同的 CDS 交易。贷款方面，商业银行发放给 CDS 公司贷款中，70%以上为无担保贷款，商业银行对于无担保贷款，卖出 CDS 保护规模远大于买入保护规模，开展此类 CDS 交易并不是

为了风险对冲。

债券投资方面，商业银行持仓债券最多的同样是无担保债券，占比达 93%。但与贷款情况不同，商业银行对于无担保债券，买入或卖出 CDS 交易并不存在明显差异。

表 4：各类风险缓释措施与 CDS 头寸关系（单位：万美元）

贷款抵质押	授信规模	提款规模	样本个数	占比	净买保护头寸	净卖保护头寸
第一顺位抵质押	50,526.96	10,202.80	247	28.13	3,919.63	-7,442.26
第二顺位抵质押	1,396.23	199.42	14	0.63	648.21	-742.31
高级无担保	210,162.96	19,716.42	371	70.05	12,086.12	-30,036.95
次级	2,068.55	327.36	32	1.19	403.51	-523.5
债券优先级	券面金额	市值	样本个数	占比	净买保护头寸	净卖保护头寸
担保	239.45	248.03	19	4.73	129.4	-33.05
高级	12,375.01	12,751.95	379	92.95	8,116.84	-8,752.11
次级	47.89	49.72	9	2.32	2.42	-2.39

总的来看，由于 CDS 交易的参考实体大都为信用资质相对较好的公司，商业银行开展 CDS 交易的原因并不仅限于对冲信用风险：一方面，对于其贷款业务的优质客户，商业银行可能通过卖出 CDS 保护，在一定程度上承担额外的信用风险，赚取更多利润。另一方面，对于信息掌握相对不充分的债券投资业务，若发行人信用资质较好且主要发行无担保债券，商业银行仍会卖出 CDS 保护，赚取额外利润；若发行人信用资质较差，其发行的债券主要为有担保债券，则商业银行一般会买入 CDS 保护。

四、信用衍生品交易目的研究——缓释资本

商业银行开展信用衍生品交易的另一个目的就是使用 CDS 进行资本缓释，本章对信用衍生品缓释资本的监管规则进行梳理，并对商业银行使用 CDS 缓释资本的方式进行实证分析。

（一）监管规则发展历史

1994 年，摩根大通完成历史上第一笔 CDS 交易，随后开始与美国监管机构进行沟通，希望允许商业银行通过购买 CDS 保护对冲信贷风险敞口，释放资本占用。1996 年 8 月，美联储在修订 1988 年《巴塞尔资本协议》(Basel I) 时提出，将允许商业银行使用信用衍生品缓释资本。1997 年 6 月，美联储发布文件，对商业银行交易账户中信用衍生品的资本缓释作用进行明确。

1997 年 12 月，摩根大通推出一款包含三个层级的合成抵押贷款债券 (CLO) 产品 (“Bistro”)，由于未能售出 “最优先级” 部分，摩根大通将其放入交易账户持有。1998 年初，摩根大通获得美联储许可，在为上述债券购买 CDS 保护后，使用更低的风险权重计算资本占用。这是历史上监管机构首次认可 CDS 资本缓释作用。

1998 年 3 月，国际掉期与衍生工具协会 (ISDA) 发布白皮书《信贷风险和监管资本》，建议将信用衍生品的资本缓释作用纳入银行资本监管。1999 年 6 月，美国监管机构在巴塞尔协议 II 征求意见稿中，正式提出信用衍生品可以同保证担保一样对冲信贷风险，该提案最终被纳入 2004 年《新巴塞尔协议》(Basel II)。

2010 年，国际清算银行 (BIS) 正式通过《巴塞尔协议 III》(Basel III)，其中，对于 CDS 资本缓释的认可进行部分修改，总体上仍保留 CDS 对商业银行的资本缓释作用。

(二) 研究数据说明

为分析商业银行是否使用 CDS 进行资本缓释、如何使用 CDS 进行资本缓释，我们使用《金融评论》(Review of Finance) 文

章《信用违约互换和银行监管资本》(Shan, Tang 和 Yan(2016)) 的分析数据,对美国商业银行监管资本和 CDS 交易进行实证分析。

研究主要数据集包括:美联储控股公司合并财务报表(FR Y-9C)³和美国货币监理署(OCC)商业银行衍生品季度报告。FR Y-9C 报表和 OCC 报告都包含了 1997 至 2014 年美国商业银行的 CDS 交易数据,差别在于 FR Y-9C 报表不包括外国银行在美国子公司的数据,而 OCC 报告包括相关数据。通过整合两个数据源,可以得到一个包括 2,877 家商业银行的分析样本。其中,有 126 家商业银行开展过 CDS 交易,商业银行开展 CDS 交易的概率为 4.38%。

另外,FR Y-9C 报表还包含商业银行的未加权资产、风险加权资产(RWA)、按风险类别划分资产的信息⁴,以及其他描述商业银行规模、增长性、盈利性、波动性以及市场份额的相关指标。

(三) 实证分析结论

1. 商业开展 CDS 交易的目的——缓释资本

商业银行开展 CDS 交易的目的是否为缓释资本?为回答该问题,我们需要分析商业银行的资本充足率水平是否会影响其 CDS 交易的开展。实证分析中,我们使用统计学方法,对如下假设进行检验:上一季度一级资本充足率较低的银行,在下一季度更有可能开展 CDS 交易。统计模型为:

³2006 年以前资产超过 1.5 亿美元的美国商业银行须提交 FR Y-9C 报表,2006 年该门槛提高到 5 亿美元。

⁴根据巴塞尔协议指导方针,FR Y-9C 报表列示银行持有四类资产——风险权重为 0%、20%、50%或 100%的资产。

CDS 交易情况 $_{it}$

$$= \alpha + \beta \text{一级资本充足率}_{it-1} + \gamma_1 \text{银行特征}_{it-1} + \gamma_2 \text{年度效应}_t \\ + \gamma_3 \text{银行效应}_i + \text{误差项}_{it}$$

经过统计分析可以发现，一级资本充足率对于商业银行 CDS 交易情况具有显著影响：一级资本充足率每下降一个百分点，未开展 CDS 交易的商业银行在下一季度开展 CDS 交易概率增加 0.02%，已开展 CDS 交易的商业银行在下一季度 CDS 总头寸增加 0.18%。

由此可见，商业银行开展 CDS 交易确实有资本缓释目的，当核心资本不足时，商业银行将会开展 CDS 交易来释放资本占用。

2. 缓释资本的方式——降低风险加权资产

商业银行是如何通过 CDS 交易来缓释资本的呢？在基于风险的资本管理框架中，资本充足率的分子是各类资产的风险加权之和。为了提高资本充足率，商业银行可以在扩大未加权资产的同时，减小风险加权资产。因此，实证分析中可以对如下假设进行检验：开展 CDS 交易的银行在持有相同或更多未加权资产的同时，却拥有更少的风险加权资产。

未加权资产或 RWA_{it}

$$= \alpha + \beta CDS \text{交易情况}_{it} + \gamma_1 \text{银行特征}_{it-1} + \gamma_2 \text{年度效应}_t \\ + \gamma_3 \text{银行效应}_i + \text{误差项}_{it}$$

通过统计分析可以看到，商业银行开展 CDS 交易后，未加权资产平均增加 94 亿美元；若进一步排除其他商业活动对资产增长的影响，未加权资产平均增加 42 亿美元。相比之下，商业银行开展 CDS 交易后，风险加权资产急剧下降（平均下降 13 亿美

元或 23%)，风险加权资产与未加权资产的比例降低了 0.009。分析还发现，不但商业银行首次开展 CDS 交易后风险加权资产出现下降，随着商业银行买入 CDS 保护头寸增加，其风险加权资产与未加权资产的比例也会进一步下降。

因此，CDS 对未加权资产和风险加权资产的不同影响，在一定程度上证实了开展 CDS 交易的商业银行在发放更多贷款、扩大风险资产的同时，减小了风险加权资产，从而提高了资本充足率。

3. 降低风险加权资产途径——将风险权重降为零

FR Y-9C 报告包括了银行资产的分类，大部分资产可归为四种风险权重：0%、20%、50%和 100%。如果商业银行可以通过开展 CDS 交易为其资产赋予更低的风险权重，就可以在满足资本充足率要求的同时，减少现有资产的资本占用。我们考察：“零权重资产”占比是如何受到商业银行 CDS 交易影响的。

通过统计分析发现，在其他条件相同的情况下，银行开展 CDS 交易后，零权重资产/总资产的比率增加了 0.008；进一步分析可以看到，零权重资产⁵的增加主要是由于采用零风险权重计量的贷款和债券增加导致的，其他的现金及现金等价物等资产未发生明显变化。这证实了零权重资产的增加很可能与商业银行使用 CDS 缓释资本有关，即，商业银行通过开展 CDS 交易，将其持仓贷款和债券的风险敞口从较高风险权重降低到零风险权重。

最后，进一步对其他风险权重资产（20%、50%和 100%）的占比情况进行类似分析，发现相关资产在开展 CDS 交易后没有出

⁵在 FR Y-9C 报告中，零风险权重类别下有六类资产：（1）现金及现金等价物，（2）卖出的联邦基金和逆回购协议，（3）持有到期证券，（4）可供出售证券，（5）贷款，（6）其他资产。

现明显增长。说明商业银行使用 CDS 缓释资本时，通常从风险权重为零的交易对手方⁶买入保护，而并非广泛地同全部交易对手开展缓释资本的 CDS 交易。

4. 资本缓释的好处——提升资本回报率

开展 CDS 交易缓释资本会给商业银行带来哪些好处呢？我们进一步考察：**净资产收益率（ROE）和 RWA/未加权资产比率之间的关系**。

首先，统计分析可以看到，RWA/未加权资产与 ROE 有显著的正相关性，说明风险越大的资产组合一般会产生较高的 ROE，商业银行资产的“风险-收益关系”是普遍成立的。其次，对开展 CDS 交易的商业银行分析发现，开展 CDS 交易与否会显著影响 ROE 水平，商业银行开展 CDS 交易后往往产生更高的 ROE。究其原因，主要是当商业银行购买 CDS 保护后，RWA/未加权资产比率下降的同时会伴随着 ROE 增加，零权重资产占比增加的同时也伴随着 ROE 增加，这样就改变了原有的“风险-收益关系”。

因此，商业银行通过使用 CDS 缓释资本，可以使用更少的风险加权资产获得更多的利润，从而提高资本回报率，改善财务业绩。

总的来看，实证分析表明商业银行开展 CDS 交易确实存在资本缓释的目的，当资本充足率较低时，商业银行更倾向买入 CDS 保护来释放资本占用。商业银行在使用 CDS 缓释资本时，通常是从风险权重为零的交易对手方买入保护，通过降低资产的风险权

⁶《新巴塞尔协议》规定，24 家银行和保险公司作为 CDS 市场的主要参与者，可以由监管机构确定为“核心市场参与者”，其卖出的 CDS 保护可以采用零风险权重；当 CDS 卖方是多边开发银行时，如果其评级为 AAA 级并满足相关监管要求，也可以采用零风险权重。

重系数，减小风险加权资产，从而提高资本充足率。商业银行使用 CDS 缓释资本后，往往可以提高资本回报率，即使用更少的资本获得更多的商业利润，从而改善商业银行的经营业绩。

五、对我国信用风险缓释工具市场发展的启示

（一）准确定位信用衍生产品，回归风险管理本源

金融学理论认为，金融衍生产品的作用主要包括风险管理和价格发现。从全球 CDS 市场发展情况来看，目前信用衍生产品已基本纠正金融危机前极度偏离的发展方向，回归风险管理本源。建议我国在推进信用风险缓释工具市场发展的过程中，始终明确信用风险缓释工具作为信用风险管理工具的发展定位：既要避免监管不足、投机过度，造成风险过度累积，影响金融市场稳定；也要防止约束过严，无法实现其作为金融衍生产品的基本作用。

（二）放宽业务开展约束，丰富市场参与者类型

作为信用风险管理的工具，全球 CDS 市场参与者类型十分丰富，既有银行、券商、保险等主流金融机构，又有对冲基金、SPV 等特殊金融机构，还有非金融机构。国内信用风险缓释工具市场参与者类型相对单一，部分金融机构受限于监管规定，还无法参与相关交易。随着我国对金融活动全面监管的推进，目前已有条件逐步放宽金融机构开展风险缓释工具交易的准入要求，市场参与者的多元化将会大幅提升使用信用风险缓释工具进行风险管理的效率。

（三）适当满足参与者交易动机，活跃市场交易

从全球 CDS 市场发展情况来看，市场参与者交易动机不尽相

同，既有利用 CDS 减少自身风险的对冲者，又有试图承担风险的投机者，还有利用市场价格差进行盈利的套利者。三类交易者共同参与市场交易，从而确保了衍生品交易的活跃和风险管理功能的发挥。国内信用风险缓释工具市场由于参与者类型相对单一，在一定程度上造成了参与者交易动机和风险偏好趋同，不利于信用市场的发展。在确保全面监管的基础上，逐步丰富参与者类型，适当满足参与者交易动机，将有利于进一步活跃市场交易。

（四）完善资本管理体系，增强信用衍生品的资本缓释作用

巴塞尔监管框架以及资本管理体系作为金融监管方面重要的国际共识和监管规则。巴塞尔协议对信用衍生品资本缓释作用的认可，是推动全球 CDS 市场发展重要力量之一；反过来，全球 CDS 市场的发展，也丰富了商业银行资本管理的工具和手段。考虑到现阶段国内商业银行资本的稀缺性，建议在完善商业银行资本监管、保险公司偿二代监管、证券公司资本管理等监管规定时，逐步增强对信用风险缓释工具资本缓释作用的认可，并将适用范围从内评法银行逐步扩大到标准法银行。在确保充分监管的前提下，实现整个金融体系内部信用风险的分散分担和监管资本的优化配置。

（五）进一步完善市场基础设施，确保有序发展

国际信用衍生品市场在金融危机后，总结吸收金融危机的经验教训，不断推进中央对手方交易机制和集中清算机制，不断推动交易标准化、提高信息集中度。我国信用风险缓释工具市场发展过程中，也需要借鉴相关经验，提前完善市场基础设施，有效防范交易对手风险，降低结算风险和操作风险，从而确保信用风

险缓释工具有序发展，更好地发挥其信用风险管理工具的作用。

(来源：中债信用增进公司风险管理部)