



资产管理法律评述  
2019 年 12 月

**上海**  
上海市银城中路 68 号  
时代金融中心 16 楼和 19 楼  
邮编: 200120  
电话: +86 21 3135 8666  
传真: +86 21 3135 8600

**北京**  
北京市建国门北大街 8 号  
华润大厦 4 楼  
邮编: 100005  
电话: +86 10 8519 2266  
传真: +86 10 8519 2929

**香港**  
香港中环皇后大道中 5 号  
衡怡大厦 27 楼  
电话: +852 2592 1978  
传真: +852 2868 0883

**伦敦**  
1F, 3 More London Riverside  
London SE1 2RE  
United Kingdom  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323

[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)

**SHANGHAI**  
16F/19F, ONE LUJIAZUI  
68 Yin Cheng Road Middle  
Shanghai 200120 P.R.China  
T: +86 21 3135 8666  
F: +86 21 3135 8600

**BEIJING**  
4F, China Resources Building  
8 Jianguomenbei Avenue  
Beijing 100005 P.R.China  
T: +86 10 8519 2266  
F: +86 10 8519 2929

**HONG KONG**  
27F, Henley Building  
5 Queen's Road Central  
Central, Hong Kong  
T: +852 2592 1978  
F: +852 2868 0883

**LONDON**  
1F, 3 More London Riverside  
London SE1 2RE  
United Kingdom  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323

[master@llinkslaw.com](mailto:master@llinkslaw.com)

## 通力“金融衍生产品”系列之一 一篇文章看懂中国版 CDS 指数与信用衍生品市场发展

作者: 樊磊 | 夏铭远

2019 年 12 月 26 日, 中国外汇交易中心(暨全国银行间同业拆借中心, 以下简称“交易中心”)、银行间市场清算所股份有限公司(以下简称“上海清算所”)和国泰君安证券股份有限公司(以下简称“国泰君安”)宣布, 将于即日起联合发布并试运行“CFETS-SHCH-GTJA 高等级 CDS 指数”(以下简称“CSG CDS 指数”)。

CSG CDS 指数是中国市场上第一个 CDS 指数, 也是暨 2016 年银行间市场推出信用违约互换(CDS)和信用联结票据(CLN)后, 中国信用衍生品市场的又一重大探索, 具有里程碑式的意义。

### 1. 关于 CDS 指数

#### 1.1 什么是 CDS 指数

简单地说, CDS 指数是由多个单名称信用违约互换合约(single name CDS)按照一定的标准所编制的指数产品, 其本质上是一篮子单名称 CDS 的组合。CDS 指数本身就是一种场外金融衍生品(OTC derivatives), 可以直接被交易<sup>1</sup>, 在性质上不同于一般的价格指数。

如您需要了解我们的出版物,  
请与下列人员联系:

郭建良: +86 21 3135 8756  
[Publication@llinkslaw.com](mailto:Publication@llinkslaw.com)

通力律师事务所  
[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)

**免责声明:** 本出版物仅代表作者本人观点, 不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

## 通力“金融衍生产品”系列之一 | 一篇文章看懂中国版 CDS 指数与信用衍生品市场发展

## 1.2 单名称 CDS 和多名称 CDS

所谓的单名称 CDS, 通俗地说, 是指所保障的对象是单一法律实体负债(通常为债券、贷款)的 CDS 合约, 当该实体(即“参考实体”)发生破产、违约、债务加速到期等情形(即“信用事件”)时, CDS 的买方(即“信用保护买方”)可以就约定的名义本金金额从 CDS 的卖方(即“信用保护卖方”)获得相应补偿。

相对于单名称 CDS 的是多名称(multi-name) CDS。顾名思义, 多名称 CDS 保障的对象是一篮子实体的负债, 当篮子中的任何一个参考实体发生信用事件时, CDS 的卖方都有义务向买方进行相应的补偿。

## 1.3 CDS 指数产品的国际市场发展状况

CDS 指数属于多名称 CDS 产品的一种。2008 年全球金融危机后, 由于监管的加强, 复杂 CDS 产品的交易量显著减少, 但 CDS 指数产品由于具备简单、标准、透明的优点, 一直保持着稳定的发展。根据国际清算银行(BIS)统计, 截至 2019 年上半年, 以未到期名义本金计, CDS 指数产品在全球多名称 CDS 产品中的比例达到了约 92%。可见, 在国际市场上, 指数产品在复杂 CDS 领域已经占据了绝对的主导地位, 而我国当前推出 CSG CDS 指数符合了后金融危机时代的全球监管走向和市场趋势。

目前国际市场上主流的 CDS 指数产品主要包括两个家族: CDX 和 iTraxx。其中, CDX 以北美和新兴市场为参考实体, iTraxx 以欧洲和亚洲市场为参考实体。CDX 和 iTraxx 家族内根据参考实体的行业特点、信用等级、保险费用波动率等又划分出众多的子指数。

## 1.4 CDS 市场的主要参与者

在国际市场上, 商业银行、保险公司、对冲基金、投资银行以及公司企业是 CDS 市场的主要参与者。商业银行有对冲信用风险的大量需求, 因此代表了 CDS 的传统净买方。保险公司有通过出售保护获得收益的需求, 因此代表了 CDS 的传统净卖方。而对冲基金和投资银行基于其交易策略和对市场的多空判断, 可能成为净买方或者净卖方。

我国信用衍生品发展的历史较短, 目前中国信用衍生品市场的主要参与者是银行、证券公司和部分资产管理机构。由于中国的保险公司缺乏参与金融衍生品交易的经验, 出于审慎考虑, 中国银保监会目前只允许保险公司以对冲风险的目的参与信用衍生品交易。市场参与者类型单一, 风险需求趋同以及由此而带来的流动性不足, 是目前中国信用衍生品市场发展所亟需解决的主要问题。

## 通力“金融衍生产品”系列之一 | 一篇文章看懂中国版 CDS 指数与信用衍生品市场发展

## 2. CSG CDS 指数的创建规则

根据交易中心、上海清算所和国泰君安联合发布的公告，交易中心、上海清算所和国泰君安将共同担任 CSG CDS 指数的管理人，按照一定的标准筛选出 40 个主体信用评级不低于 AAA 的非金融、非主权企业作为参考实体，以每个参考实体相等的权重(即 1/40)创建 CDS 指数。

管理人将符合条件的参考实体分别按托管量、总资产收益率、总资产、利息保障倍数、经营活动现金流及二级市场现券买卖流动性情况进行评分，并最终按照评分从高到低排列筛选出 40 个参考实体。

## 3. 中国信用衍生品市场发展历史

### 3.1 信用风险缓释工具(CRM)

早在 2010 年 10 月 29 日，中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)就发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(以下简称“《CRM 业务指引》”),推出了信用风险缓释合约(CRMA)及信用风险缓释凭证(CRMW)这两类信用风险缓释工具。

与以 CDS 为代表的国际主流的信用衍生产品相比，我国银行间市场 2010 年推出的 CRM 产品与其最大的区别在于 CRM 仅保障参考实体的单一债务，这一点导致 CRM 对风险保护买方的吸引力大大降低。自交易商协会发布《CRM 业务指引》及相关配套文件后的几年，我国 CRM 市场发展缓慢，其原因主要包括：(1)债券市场长期存在零违约现象，导致信用风险缓释工具对冲风险的功能无用武之地；(2)CRM 的风险资本缓释功能未得到监管机构的明确认可；(3)市场交易主体较为单一，高度集中于银行类机构，风险偏好趋同；(4)信用风险定价机制较为薄弱；(5)会计、税务和法律等方面的配套机制不足，等等。

### 3.2 CDS 和 CLN

2014 年以来，市场环境和监管政策出现了新的变化，有利于信用衍生产品市场的发展创新。一是债券市场零违约现象被打破；二是信用衍生产品资本缓释功能有望落地。2014 年银监会核准工农中建交和招商 6 家银行施行新的资本计量方法，原则上上述银行可适用合格信用衍生产品缓释监管资本、提高资本利用效率；三是证券公司等市场主体试点开展信用风险缓释工具卖出业务。2014 年以来，证监会逐步放开证券公司等市场主体开展场外衍生产品业务，特别是批准了中金、中信和中信建投三家证券公司试点开展 CRM 卖出业务，丰富了信用衍生产品市场参与主体。

## 通力“金融衍生产品”系列之一 | 一篇文章看懂中国版 CDS 指数与信用衍生品市场发展

2016 年 9 月 23 日，交易商协会正式发布了《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》《信用风险缓释合约业务指引》及《信用风险缓释凭证业务指引》(以下合称“《CRM 业务规则》”)。为降低市场参与者开展信用衍生品交易的文件起草沟通成本，提高交易达成效率，交易商协会还同步发布了《中国场外信用衍生产品交易基本术语与适用规则(2016 年版)》。《CRM 业务规则》的发布标志着中国市场正式推出 CDS 和 CLN 这两种国际市场主流的信用衍生产品。

这次 CSG CDS 指数的发布，代表了中国在逐步完善信用衍生品市场产品结构方面做出的努力，其报价形成的指数曲线不仅可以为市场提供高等级的信用定价基准，正式开展交易后，更能为市场参与者提供分散风险的工具，以及弥补中国市场风险对冲工具不足的缺陷，吸引更多的境外投资者进入中国债券市场。

## 通力“金融衍生产品”系列之一 | 一篇文章看懂中国版 CDS 指数与信用衍生品市场发展

如需进一步信息，请联系：

|                                                                   |                                                                |
|-------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| <b>作 者</b>                                                        |                                                                |
| <b>樊 磊</b><br>电话: +86 21 3135 8768<br>justin.fan@linkslaw.com     |                                                                |
| <b>上 海</b>                                                        |                                                                |
| <b>韩 炯</b><br>电话: +86 21 3135 8778<br>christophe.han@linkslaw.com | <b>秦悦民</b><br>电话: +86 21 3135 8668<br>charles.qin@linkslaw.com |
| <b>俞卫锋</b><br>电话: +86 21 3135 8686<br>david.yu@linkslaw.com       | <b>吕 红</b><br>电话: +86 21 3135 8776<br>sandra.lu@linkslaw.com   |
| <b>娄斐弘</b><br>电话: +86 21 3135 8783<br>nicholas.lou@linkslaw.com   | <b>夏 亮</b><br>电话: +86 21 3135 8769<br>tomy.xia@linkslaw.com    |
| <b>黎 明</b><br>电话: +86 21 3135 8663<br>raymond.li@linkslaw.com     | <b>俞佳琦</b><br>电话: +86 21 3135 8793<br>elva.yu@linkslaw.com     |
| <b>安 冬</b><br>电话: +86 21 3135 8725<br>desmond.an@linkslaw.com     |                                                                |
| <b>北 京</b>                                                        |                                                                |
| <b>王利民</b><br>电话: +86 10 8519 2266<br>leo.wang@linkslaw.com       | <b>高 云</b><br>电话: +86 10 8519 1625<br>monica.gao@linkslaw.com  |
| <b>香 港(与方緯谷律师事务所联营)</b>                                           |                                                                |
| <b>俞卫锋</b><br>电话: +86 21 3135 8686<br>david.yu@linkslaw.com       | <b>吕 红</b><br>电话: +86 21 3135 8776<br>sandra.lu@linkslaw.com   |
| <b>伦 敦</b>                                                        |                                                                |
| <b>杨玉华</b><br>电话: +44 (0)20 3283 4337<br>yuhua.yang@linkslaw.com  |                                                                |

© 通力律师事务所 2019

## 通力“金融衍生产品”系列之一 | 一篇文章看懂中国版 CDS 指数与信用衍生品市场发展

---

<sup>1</sup> 根据《金融时报》报道，本次发布的“CFETS-SHCH-GTJA 高等级 CDS 指数”试运行期间，市场机构仅对该指数进行报价，暂不开展交易。

<sup>2</sup> Credit default swaps, by type of position <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d10.1>