

# 交易对手主体信用评级与金融稳定体系的构建

文 / 朱荣恩 郭继丰

摘要：美国次贷危机不仅仅反映了交易产品的信用风险，也反映了交易对手之间的信用风险，从而诱发了全球性的金融危机、经济危机。交易对手之间风险的传递机制是交易对手相关性风险的反映。这在客观上要求在缓减交易产品的信息不对称的同时，也要缓减交易对手的信息不对称，构建交易产品、交易对手的双重风险防范体系。但是，交易对手之间的竞争关系，使得交易对手之间无法获得充分的信息，需要通过社会化、市场化的信用评级机构在维护“商业秘密”的前提下，缓减交易产品、交易对手的信息不对称，完善双重风险防范体系。

关键词：金融产品 交易对手 主体信用评级 金融稳定

次贷金融产品风险的发生，引发美国雷曼兄弟公司的破产，导致美国 AIG 公司、房地美、房利美的政府接管，造成美林证券的重组，以及大批中小金融机构的破产、倒闭，从而进一步引发全球性金融危机、经济危机。此次危机不仅反映了金融市场对实体经济的冲击，而且也反映了结构性金融产品的信用风险对金融机构的冲击，更反映了金融产品交易对手之间风险的相关性、稳定的依赖性。从另一角度来看，此次危机也深刻的揭露了独立交易对手安全对于金融系统稳定的重要作用，以及对独立交易对手进行主体信用评级的必要性。

## 一、交易对手交易金融产品形成的相关性网络结构

交易对手不仅对企业发行的股票、债券进行交易，政府发行的债券进行交易，而且相互交易各自提供的信用产品或其他金融工具，从而形成了交易对手之间相互持有或共同持有金融资

产的网络结构。这种网络结构既存在于混业经营、混业监管的西方国家，也存在于我国分业经营、分业监管的国家。

### （一）交易对手的分类

为了梳理清楚交易对手之间的关系，可以根据交易对手主要从事的业务划分为银行、保险公司、证券公司、基金公司、信托公司、金融租赁公司等。

银行是专门经营存款、贷款、汇兑、结算业务，充当信用中介和支付中介的金融机构，在现代金融体系中处于核心地位；银行可以发行金融债券，也可以投资于债券。

保险公司是销售保险合约、提供风险保障的公司，分为财产保险和人寿保险。财产保险公司的保险业务包括了财产损失保险、责任保险和信用保险；其中，信用保险是权利人向保险人投保债务人的信用风险的一种保险，包括商业信用风险、出口信用风险和投资风险。人寿保险包括了人寿保险、健康保险和意外伤害保险等业务。就保险公司的资金运用而言主要用于银行存款、买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券，投资不动产等。

证券公司是专门从事证券买卖的法人企业，可以承销发行、自营买卖和自营代理买卖证券。基金公司是通过发行股票筹集资本并投资于证券市场的股份有限公司。信托公司是以信托为基础，以货币资金和实物财产的经营管理为形式，融资和融物相结合的多边信用行为。信托公司可以根据信托合同，将信托资金投资于股票和债券。金融租赁公司是通过提供租赁设备而定期向承租人收取租金的公司。金融租赁公司可以发行金融债券，也可以向金融机构借款。

### （二）交易对手交易金融产品的矩阵关系

把金融机构之间的相互关系定义为交易对手关系，存在两个方面的原因：第一，从交易对手相互间的债权债务关系而言，不同类型的金融机构之间形成了相互的债权债务关系，以及买卖债权债务工具的博弈关系；第二，从交易对手对同一投资对象进行投资而言，金融机构之间在对同一投资工具进行买卖的过程中，形成了博弈关系。就金融机构之间的相互债权债务关系或同一投资对象之间的关系，可以通过下表的矩阵关系加以简单描述。

表 1：交易对手交易金融产品的相关矩阵关系

	银行	保险公司	证券公司	基金公司	信托公司	金融租赁公司	企业	政府	个人
银行	同业拆借、重贴现，相互持有金融债。	存款，持有金融债、股票。	存款，持有金融债、股票，银行持有证券公司债券。	存款，持有金融债、股票。	存款，持有金融债、股票。	存款、借款、持有金融租赁的债券。	存款、贷款、持有企业发行的债券。	贷款、持有政府债券。	存款、贷款，持有金融机构的证券。
保险公司	——	共同持有同一对象。	投保，持有证券公司债券或股票。	投保，投资基金份额。	投保。	投保。持有金融租赁公司债券、股票。	投保，持有企业债券、股票。	投保。持有政府债券。	投保。持有基于个人信贷资产的债券。持有金融机构的证券。
证券公司	——	——	相互持有股票或债券。	投资基金份额，投资证券公司股票或债券。	投资同一投资对象。	投资金融租赁公司的债券。	投资企业股票或债券。	投资政府债券。	投资个人信贷资产的债券，持有金融机构的证券。
基金公司	——	——	——	相互持有基金份额或共同投资对象。	同一投资对象。	投资金融租赁公司债券。	投资企业股票或债券。企业购买基金份额。	投资政府债券。	投资基于个人信贷资产的债券。
信托公司	——	——	——	——	——	购买金融租赁公司的股票或债券。	购买企业的股票或债券。	购买企业的股票或债券。	购买基于个人信贷资产的债券，持有金融机构的证券。
金融租赁公司	——	——	——	——	——	共同提供租赁。	提供租赁。	——	持有金融机构的证券。
企业	——	——	——	——	——	——	相互持有股票或债券。	持有政府债券。	持有个人信贷资产的债券，持有金融机构的证券。
政府	——	——	——	——	——	——	——	——	持有政府债券。
个人	——	——	——	——	——	——	——	——	民间信贷。

## 二、交易对手之间的相关性风险

根据交易对手之间的矩阵关系，可以知道交易对手之间存在两方面的相关性风险，即交易对手之间相互持有对方金融产品的相关性风险、交易对手相互交易第三方金融产品的相关性风险。

### （一）交易对手相互持有金融产品的相关性风险

交易对手之间相互持有金融产品，主要表现为一类或一家金融机构成为另外一类或一家金融机构债权人的同时，也成为这个债权人的债务人。

最为典型的案例就是银行之间相互持有对方的金融债。交易对手这种仅仅通过持有对方的金融债，在报表上可以优化银行的资产负债表，而且可以提高巴塞尔协议规定的银行资本充足率；但是，这种相互持有行为却难以有效提高金融机构的风险防范能力，也没有转移和分散银行体系的风险。如此，银行之间相互持有金融债券，使得银行之间的独立风险进一步关联，形成了独立银行间的相关性风险；即一家银行风险的发生，将会通过相互间的债权债务关系引发其他银行发生风险。这种相关性风险在风险发生的时间序列上，体现为风险的相继性。

不仅银行之间可以形成相关性风险的相继性发生，而且，在银行与保险机构之间也会形成相关性风险的相继发生。财产保险公司通过提供信用保险，与银行之间形成债权债务关系，在信用保险标的物出现违约的情况下，保险公司作为债务代偿人有义务向银行偿还违约损失；同时，财产保险公司购买银行的债券、向银行存款，也形成银行对保险公司的债务。如此，风险就可以在财产保险公司与银行之间形成的相互债权债务关系进行传递，从而形成保险公司与银行之间的相关性风险的相继性发生。

因此，在金融机构之间，由于相互持有对方的金融产品，从而形成了金融机构之间金融产品相互交易的手型相关性风险。这种相关性风险表现为金融机构之间的安全依赖性和风险发生的相继性。

## **（二）交易对手相互交易第三方金融产品的相关性风险**

金融机构作为交易对手不仅仅体现为金融机构既作为金融产品的提供者，又作为金融产品的投资者，所形成的相互间的相互持有对方金融产品所形成的相关性风险，而且体现为金融机构之间相互交易第三方金融产品所形成的相关性风险，包括企业的股票或债券、政府债券、基于个人信贷资产的债券。交易对手交易第三方金融产品所形成的相关性风险具有传递性和同步性两方面的特征。

在一家金融机构卖出某一金融产品的同时，另一家金融机构买入了这一金融产品。就这一买卖的单一行为看，是由金融机构之间因对未来金融产品价格的预期不同而产生，暂时不存在盈亏风险。但是，这种买卖行为具有持续性。持续的买入或卖出，则产生了资产在不同价格上的分布和价格的波动，从而产生了相应的市场风险。当一方因为买入或卖出而产生较大损失的情况下，相应风险将通过相互间存在的债权债务关系进行传递。

同时，如果交易对手对市场风险的预期形成一致，则交易对手则往往会采取同一策略，一致性买入或一致性卖出第三方金融产品。如果这样，在金融市场上则表现为金融产品价格的持续性上涨或持续性下跌，从而造成交易对手相关性风险的同步发生。

## **三、交易对手稳定的依赖性与独立交易对手信用风险的系统冲击性**

交易对手之间的相关性风险引致的继发性、传递性和同步性风险，决定了交易对手的稳定具有依赖性，以及独立交易对手出现信用风险的系统冲击性。

### **（一）交易对手稳定的依赖性**

交易对手之间在交易金融产品的过程中，既会形成合作性或一致性行为，也会形成竞争性

行为。交易对手的合作性或一致性行为，既可能形成交易对手的共荣、共赢，也可能产生交易对手的同衰、同亏，从而形成风险发生的同步性；交易对手的竞争性行为，可能造成一方的亏损、一方的盈利，但是相互的债权债务关系将会使风险在相互间进行传递，从而形成风险发生的相继性。

交易对手之间风险的同步性、相继性特征，在客观上形成了交易对手在安全性上的相互依赖关系，即：以各自独立的稳定成为系统稳定的基础，发生风险下相互的救助是维护系统稳定的重要手段。

## **（二）独立交易对手出现信用风险的系统冲击性**

交易对手之间风险的相关性和稳定的依赖性，在系统上则体现为风险的系统性。在金融市场的交易中，系统性风险表现为金融产品价格指数的变化，也表现为某一独立交易对手信用风险对金融产品价格指数的冲击、对其他金融机构稳定的冲击。

在系统相对稳定的条件下，独立交易对手信用风险的发生是多方面，既可能表现为资金来源的紧张而造成资产负债表的恶化，也可能表现为资金运用上的配置不当造成的经营亏损，也可能是客户违约的风险冲击，或其他不确定性因素引发的信用风险。

在独立的交易对手发生信用风险条件下，将通过抛售相关金融资产套现，诱发金融市场的动荡；金融市场的动荡容易引起债权人的恐慌，债权人的恐慌将引起挤兑或催债，进一步紧缩独立交易对手的流动性，从而引起独立交易对手的债务重组或破产。金融市场的动荡和交易对手的重组、破产，进一步引起市场的恐慌，金融产品价格进一步下跌、风险在交易对手之间的传递，金融交易主体恐慌加剧，从而产生系统性风险。

## **四、交易对手主体信用评级的重要性**

交易对手稳定的依赖性、独立交易对手信用风险对系统风险的冲击性，在客观上要求交易对手的独立信用安全。而作为存在竞争关系的交易对手，又往往需要通过“隐藏行为”、“隐藏信息”的策略在竞争中取得优势，从而增加了交易对手之间的信息不对称，提升了交易对手之间的信用风险；这在客观上要求在维护交易对手商业秘密的条件下，通过信用评级缓减交易对手之间的信息不对称，提高金融系统的稳定性。

### **（一）交易对手的独立信用安全是金融稳定的重要前提**

交易对手独立信用安全是指交易对手作为一个独立经营主体具有偿还其债务的能力，具有合理的资产配置、能够承受较强的金融市场价格波动和重要客户违约压力，不会因为信用关系



而产生重组或破产。

尽管强调交易对手独立信用的安全性，但是，交易对手的独立信用关系是相对的。在交易对手作为经营主体独立性的条件下，这种相对性体现为，交易对手与其他金融机构之间因投资行为、信用行为形成了股权、债权债务的关系链条，使得交易对手之间风险具有相关性的特征。

在独立性、相关性并存的条件下，交易对手独立信用安全就具有重要的意义，即交易对手作为独立主体，其自身的信用状态是否能够承受相关性风险的冲击。这不仅反映了交易对手自身的生存和发展能力，也反映了金融系统的稳定程度。

进一步而言，从接受或发出冲击的两个方向看，交易对手的独立信用安全有助于金融系统的稳定。从交易对手接受风险的冲击来看，交易对手独立的信用安全，可以阻断风险的传递，避免系统风险的发生；从交易对手发出风险冲击来看，接受方的信用安全可以承受风险冲击，避免风险的蔓延。

## **（二）交易对手主体信用评级是金融稳定的重要保障**

尽管强调交易对手独立信用安全，但是，在市场经济条件下，竞争的法则，使得交易对手之间存在着竞争关系。由于竞争关系的存在，不同的交易对手会采取不同的策略，包括“信息隐藏”、“行为隐藏”策略，以谋求竞争中的优胜。这种“信息隐藏”、“行为隐藏”合法化的前提下，就增加了交易对手之间的信息不对称，从而形成交易对手之间即使不想“零和博弈”，也难以确保对对手的冲击关系。如此，竞争的特征、对方安全需要的特征，就容易造成信息不对称的合法化与信息透明化客观需求之间的矛盾或冲突。

在这样的环境中，对交易对手进行主体信用评级，是保障“商业秘密”、缓减信息不对称的重要手段，也是维护金融稳定的重要手段。对交易对手进行主体信用评级，有利于在保护交易对手交易策略等不外泄的条件下，使得其他交易对手掌握相互的安全程度，从而采取审慎的交易手段，并对其持有的金融产品结构进行调整，弱化与安全程度较低交易对手的相关性，降低资产配置的风险，确保自身的安全，从而保障金融系统的稳定。

## **五、推进交易对手主体信用等级的建议**

鉴于交易对手主体信用安全对金融稳定的重要性，及主体信用评级对金融稳定的重要性，建议相关监管部门从确保监管主体对象的安全出发，强化对被监管主体的信用评级。

### **（一）强化对交易主体和交易产品的双重信用监管**

就目前的监管制度对交易主体的监管而言，更多的强调交易主体所交易产品信用的监管，

而相对弱化了交易主体信用的监管。这一监管思路或策略，是强调了交易对手之间交易产品的信用安全，而弱化了交易主体信用风险对金融稳定冲击的监管。鉴此，要维护金融系统的稳定，在监管思路，不仅要继续强化对交易产品信用的监管，更需要对交易对手信用的监管。

在我国对金融业分业监管的条件下，不同监管部门无法跨行业对其他监管机构监管的交易主体进行信用监管，但是，可以从本行业内对交易主体的投资行为监管需要出发，构建交易对手主体信用监管的体系；也可以在“一行三会”的一致性协商基础上，构建交易对手主体信用监管的体系。

## （二）强化信用评级在交易对手和交易产品中的双重信息不对称缓减功能

在竞争关系条件下的“商业秘密”规则，使得交易对手的主体信用评价体系构建，无法完全依靠交易对手之间的相互信用评价而建立，需要通过社会信用评级机构在维护“商业秘密”前提下做出不同交易主体的信用风险评价，缓减交易对手之间的信息不对称，构建交易主体信用风险评价、计量和检测体系。

就目前国内对于交易对手、交易产品的信用评级而言，社会化、市场化的评级机构在现有的评级制度和惯性下，往往是在交易主体存在现实发行债券的需要下，才对交易对手的主体信用进行评级、产品评级，并未形成对交易对手常态化、常规化主体评级条件下的产品评级制度，从而也就没有形成对交易对手信用风险的常规性、常态化的评级制度，也难以满足交易主体对各自交易对手风险的计量、检测需要。

鉴此，需要相应监管机构推动对交易主体信用评级的常规化、常态化，强化信用评级在交易对手和交易产品中的双重信息不对称中的缓减功能，即：既要缓减交易产品信息不对称的信用风险，也要缓减交易对手信息不对称的信用风险。通过这样的制度安排，就可以从交易对手的相关性风险、交易产品的信用风险两个环节、双重渠道完善我国的金融稳定体系。

## 结论

根据美国次贷危机所反映出来的现实情况，以及对交易对手之间的相关性风险、金融稳定的需要分析，认为，不仅要建立交易产品的信用风险评级制度，也要建立交易对手的信用风险评级制度，强化交易主体、交易产品两个环节的信用评级，强化交易对手、交易产品的双重信用风险防范体系，实现交易对手主体信用评级的常规化、常态化。只有这样，才能有效缓减交易产品、交易对手的信息不对称，才能有效构建基于交易产品和交易对手信用评级的金融风险计量、检测和稳定的体系。

（本文发表于新世纪公司内部刊物《研究报告》2011年第3期）