

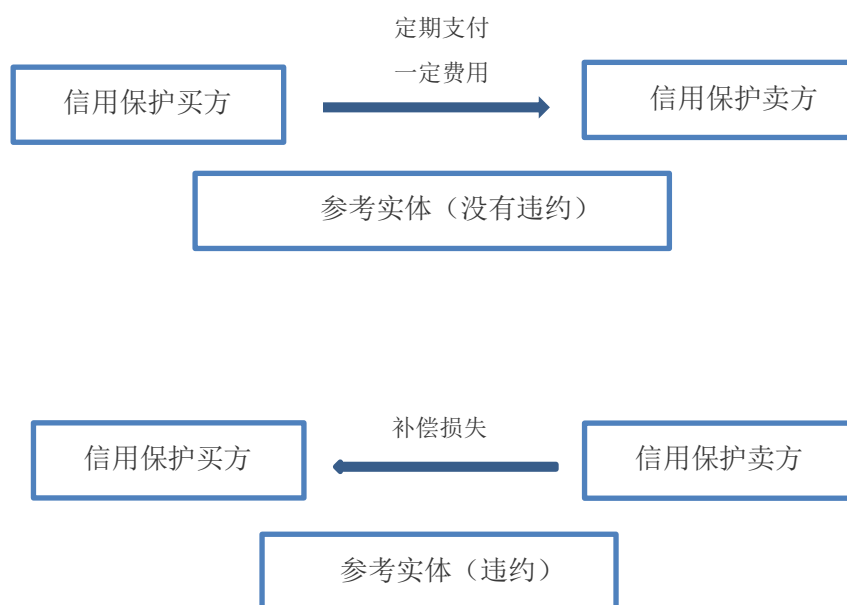
信用违约互换对中国信用衍生品市场的意义

研发部 郭佩

作为国际上发展最为迅速的信用衍生品，信用违约互换在风险管理方面做出了突出的贡献。鉴于目前债券市场违约率升高，对违约保护的需求增加，央行正联手外汇交易中心，计划在银行间债券市场推出信用违约互换。本文就信用违约互换的定义，产生和发展及其它几个方面进行了简单的总结及介绍，旨在为我国信用衍生品市场的发展提供借鉴和参考。

一、信用违约互换的定义及结构图

“信用违约互换 (Credit Default Swaps, 简称 CDS)” 是一种金融互换协议，是两个交易对手之间的信用衍生合约。信用违约互换交易双方为信用保护买方和信用保护卖方，信用保护买方定期向信用保护卖方支付一定的费用 (Premium)，以换取信用保护卖方对参考资产 (Reference Assets) 或参考实体 (Reference Entity) 的信用保护，作为回报，如果参考实体违约或发生双方约定的信用事件的话，信用保护买方有权得到赔偿。



信用违约互换结构图

摩根大通的 Blythe Masters 于 1994 年发明了此衍生工具，1997 年研发出更为成熟的信用违约互换，2003 年后使用率大幅上升。截止 2007 年底，未偿付的违约金额为 \$62.2 万亿，到 2010 年中期，降至 \$26.3 万亿，2012 年初降至 \$25.5 万亿。

信用违约互换属于场外交易（over-the-counter OTC），因此并不需要向政府等有关机构报告交易情况。2007 到 2010 金融危机期间，信用违约互换市场由于缺乏透明度，产生了一系列的问题。对此，监管机构已表示了担忧，认为它可能在一定程度上带来系统性风险。2010 年 3 月，信托及清算公司宣布将为监管机构进一步开放信用违约互换数据库。金融专家，监管机构和媒体可以使用信用违约互换数据来监督市场，也可站在信用违约互换的角度上看待实体的信用风险。

虽然有很多的变体，大多数信用违约互换还是使用国际互换与衍生品协会（ISDA）拟定的标准格式记录。除了基于一家公司债的违约保护（Single-name swaps），还有一篮子违约互换（BDSs），指数 CDSs，投资 CDSs（又称信用联系票据）和只有贷款的违约互换（LCDS）。除了企业和政府，参考实体还可以包括有特殊目的机构发行的资产支持证券。

一些人认为像信用违约互换这样的信用衍生品具有潜在的风险，因为它们优先考虑破产且缺乏透明度。但在某种程度上，无担保信用违约互换（无抵押物）才拥有较高的违约风险。

二、信用违约互换的产生与发展

信用违约互换的形式至少从 20 世纪 90 年代初就已存在，1991 年，早期的交易由信托银行完成。1994 年，广泛认为是摩根大通（JPMorgan）创造了现代的信用违约互换。2000 年，信用违约互换在很大程度上已不受美国证券交易委员会（SEC）和商品期货交易委员会（CFTC）的监管。

起初，银行是市场中的主要参与者，信用违约互换主要用于对冲借贷活动中的风险。但在这个过程中，银行看到了一个使监管资本自由化的机会。截至 1998 年 3 月，全球市场对信用违约互换的估值约为 3000 亿美元，而仅摩根大通就为 500 亿美元。

随着越来越多的资产管理者和对冲基金在信用违约互换交易中看到了交易机会，银行的市场份额很快被侵蚀。截止 2002 年，投资者作为投机者，而不是银行作为对冲者，已主导了市场。

虽然投机者助长了信用违约互换市场，其他因素也起到了推波助澜的作用。直到 1999 年，当国际互换与衍生品协会（ISDA）使信用违约互换的文件标准化后，一个扩展的市场才出现。此外，1997 年的亚洲金融危机也刺激了信用违约互换在新兴市场主权债务中的地位。2004 年，信用违约互换指数交易范围扩大，并迅速增长。

信用违约互换的市场规模从 2003 年的 3.7 万亿美元以后成倍的增长。2007 年底，信用违约互换市场的名义价值为 62.2 万亿美元。爆炸式的增长给操作带

来了麻烦。每天数十亿美元的信用违约互换被交易，但两个多星期后才进行备案。这造成了严重的风险管理问题，因为交易对手在法律上和财务上无人过问。

2008 年的金融危机始于贝尔斯登财务的崩溃，在贝尔斯登财务崩溃的几天和几周内，银行的信用违约互换利差大幅扩大，从银行获取保护的买家激增。2009 年底，银行已收回大部分市场份额；危机之后，市场上的大部分对冲基金已经回落。

三、信用违约互换概述

信用违约互换合同可以具体到一个“参考实体”或“参考债务人”，通常是一个公司或政府。保护买方定期向保护卖方支付保费，这些保费构成保护卖方收取的利差，以此来抵抗信用事件。如果参考实体违约，可能会出现 2 种结算形式：

- 投资者提供的银行违约资产的票面面值，即实物交割
- 参考资产的票面价值和市场价格之间的价差，即现金结算。

违约事件又称“信用事件”，包括到期未能支付，重组，破产，债务加速到期，拒绝清偿/延期偿还等。主权债务违约互换合同通常包括信用事件的不可否认，暂停和加速。大多数信用违约互换合同金额在 1000 万美元到 2000 万美元之间，期限为一到十年。最典型的是五年到期的合约。投资者或投机者可以通过“买保险”的方式，来对冲债券或其他债务工具的违约风险，无论这样的投资者或投机者是否持有权益，或承担任何有关该债券或债务工具丧失的风险。

信用违约互换利差是信用保护买方在合同期限内必须支付给信用保护卖方的年化票息率，表示为交易总额的百分比。例如，如果一个风险公司的信用违约互换利差为 50 个基点或 0.5%（1 个基点= 0.01%），信用保护买方从 A 银行买入了 1000 万美元的信用违约互换合约，那么信用保护买方必须支付 50000 美元给银行。付款通常是按季度进行且一直持续到违约金合同到期或风险公司违约。如果两个信用违约互换合同的到期日相同，那么收取较高信用违约互换利差的公司被认为更容易违约，因为为防止违约事件的发生，信用保护买方支付了较高的费用。然而，流动性和违约损失预估等因素也可能影响比较。

四、信用违约互换与保险的不同之处

信用违约互换与保险合同有明显的相似性，因为都是保护买方支付保费，作为回报，如果发生不良事件，保护买方将会收到赔偿。然而，也有许多不同之处，最重要的一点是，保险合同为实际遭受损失的参保资产提供赔偿。而在信用违约互换的实际交易中，信用保护买方不一定真正持有参考资产。其他差异包括：

1. 保险要求买方披露所有已知的风险，而信用违约互换不需要（大多数情况下，信用违约互换的卖方可以决定潜在的风险，因为该债务工具已经“被保险”，而且是一种可供检验的市场商品。但就某些特定的衍生工具，如债权抵押证券（CDO）来说，它是由债务体系中的一个分割构成的，很难准确地说出什么是被保险人）；

2. 保险公司管理风险的方式主要是在大量的法律和精算分析的基础上，设定损失准备金。在基础债券市场上，信用违约互换的交易商主要是通过与其它信用违约互换合同的对冲来管理风险；

3. 信用违约互换合同通常按照现时的市场价格来计量现在的资产价值，而不是按初始成本计价，且引入了波动的损益表和资产负债表，然而保险合同却不需要；

4. 信用违约保护的卖方不需要维持储备来防范保险出售（这是 08 年美国国际集团（AIG）财务困境的主要原因；它没有足够的储备来满足由房地产泡沫的崩溃造成的预期支出）；

5. 在美国一般公认会计原则（GAAP）下，套期保值会计可能不可用，除非是达到了 FAS 133¹的要求。

6. 要取消保险合同，买方通常可以停止支付保费；而信用违约互换合同需要双方解约。

五、信用违约互换的风险

当信用违约保护进入履约阶段，信用保护的买方和卖方要承担交易对手风险。

1. 买方承担卖方可能违约的风险，即卖方没有充足的资本储备来进行偿付。如果 A 银行和某风险公司同时违约（双重违约），买方就失去了其对参考资产违约的保护。如果 A 银行违约而风险公司没有违约，买方可能需要用更高的成本来更换已经违约的信用违约保护。

2. 卖方要承担买方可能违约的风险，这种风险将会剥夺卖方的预期收入流。更重要的是，为限制风险，卖方通常会购买第三方的抵消保险——也就是说，它对冲了买方违约带来的风险。如果原来的买方退出，卖方通过平仓的对冲交易或向第三方出售新的信用违约互换合同来降低损失。根据市场情况来看，价格通常低于原来的信用违约互换合同，因此可能会给卖方带来损失。

¹美国一般会计准则的新增条例，要求公司将负债侧内含衍生结构的金融工具进行分拆，进行公允价值（fair value）评估。

如果监管改革要求信用违约互换交易必须通过中央交换/结算所结算，例如 ICE 收购清算所有限公司（ICE The Clearing Corporation, TCC），那么双方面临的风险将不再是“交易对手风险”，因为交易对手风险将会转移到中央交换/结算所。

正如其他形式的场外交易衍生品一样，信用违约互换还可能涉及流动性风险。如果合同中的一方或双方必须提供抵押品，有可能是追加保证金要求增加抵押品。第一次发行信用违约互换时，所需的抵押品必须经过双方同意。如果信用违约互换合同的市场价格变化或一方的信用评级有所调整，那么此保证金金额可能会因合同时间的长短而不同。许多信用违约互换合同甚至需要支付头款（upfront fee），由“面值重置费”（reset to par）和“初始票息”（initial coupon）组成。

对于卖方来说，信用违约互换还存在另一种风险。信用违约互换的卖方每个季度可以收到保费，不会设想参考实体可能会违约的情况。但是一旦违约，卖方就要承担起保护买方的义务，支付数百万甚至数十亿美元。而其他的场外衍生品就不存在这种风险。

六、信用违约互换的功能

信用违约互换可用于转移风险，还可用于投机，对冲和套利。

1. 投机

信用违约互换允许投资者对信用违约互换的利差，北美 CDX 指数²和欧洲 ITraxx 指数³的变化进行预测。投资者可能认为，相对于实体债券的收益率，一个实体的信用违约互换利差太高或太低，所以他们尝试通过贸易的方式来获取利润，这种方式称为基础交易，它把现金债券和利率互换与信用违约互换结合到了一起。

同时，投资者可能会猜测一个实体的信用质量，因为通常情况下，信用降低，信用违约互换利差增加，信用上升，利差降低。因此，投资者可能会购买一家公司的信用违约互换，以推测它将违约。相反的，如果投资者认为一家公司的信用可能会提升，那么他将会卖出信用违约互换。

信用违约互换为投机者开辟了新的道路。投资者可以长期拥有债券且在购买债券时不需要支付任何前期成本；所有的投资者需要做的，仅仅是在违约的情况下，承诺偿付。清空债券会面临一个困难的处境，这样的卖空往往是不可行的；信用违约互换却使卖空成为可能，变得流行。因为在任何情况下，投机者自己都没有拥有债券。

² 北美 CDX 指数是最新的投资级的信用违约互换指数之一，它包含了 125 个流动性强且有行业代表性的信用违约互换

³ 欧洲企业信用违约互换指数

例如，一家对冲基金认为，某风险公司很快就会拖欠债务。因此，它从 A 银行购买了为期两年，价值 1000 万美元的信用违约互换保护，用该风险公司作为参考实体，每年 500 基点（= 5%）的利差。

- 如果该风险公司在一年之后确实发生违约，那么对冲基金将要支付 500 万美元给 A 银行，但随后将收到 1000 万美元的赔偿（假设回收率为零，A 银行可以用流动性来弥补损失），由此获利。减去回收率，A 银行和投资者将承受 950 万美元的亏损。除非在违约之前，银行在某种程度上已从第三方购买保险对冲了风险。
- 但是，如果该风险公司没有违约，那么违约金合同正常运行两年，对冲基金最终支付 100 万美元给 A 银行，没有任何回报，承受损失。而 A 银行通过出售信用违约互换合同，在没有任何前期投资的情况下，获利 100 万美元。

值得注意的是，上述情况还存在第三种可能：一段特定的时间后，基金公司为实现其收益或亏损，可以决定其清算位置。例如：

- 1 年后，市场认为该风险公司违约率变高，因此它的信用违约互换利差从 500 基点扩大到了 1500 个基点。在高利差下，对冲基金可能会选择将为期一年，价值 1000 万美元的保护出售给 A 银行。因此，在过去的两年中，对冲基金需要支付给银行 $2 * 5\% * 1000 \text{ 万美元} = 100 \text{ 万美元}$ ，但是可以收到 $1 * 15\% * 1000 \text{ 万美元} = 150 \text{ 万美元}$ ，获得 50 万美元的总利润。
- 另一种情况，1 年后，市场认为该风险公司的违约率更低，因此它的信用违约互换利差已从 500 个基点收紧至 250 个基点。在低利差下，对冲基金可能会选择出售为期 1 年，价值 1000 万美元的保护给 A 银行。因此，在过去的两年中，对冲基金需支付给银行 $2 * 5\% * 1000 \text{ 万美元} = 100 \text{ 万美元}$ ，但收到 $1 * 2.5\% * 1000 \text{ 万美元} = 25 \text{ 万美元}$ ，损失 75 万美元。如果没有发生第二次交易，那么对冲基金将损失 100 万美元。

诸如此类的交易并不需要签订长期的合同。如果某一天，该风险公司的信用违约互换利差扩大了几个基点，对冲基金可以立即签订一个抵消合同，那么在两份信用违约互换合同的有效期内，基金公司就能够获得小额利润。

从上面的例子中可以看出，对冲基金没有任何风险公司的债务。买方不拥有基础债务的信用违约互换称为无实体信用违约互换，在信用违约互换市场中预计占比 80% 以上。批评人士称，无实体信用违约互换应该被禁止。假设某人为你邻居的房子买火险，在某种程度上，这就为其创造了一个巨大的纵火动机。类比保险利益的概念，批评人士说，当你自己没有债券的时候，你就不能买用来防范违约的信用违约互换。此外，卖空也被视为赌博，信用违约互换市场就相当于一个赌场。另一个问题是信用违约互换的市场规模。因为无实体信用违约互换是虚构

的，出售没有限制。所以，信用违约互换的交易总额远远超过市场上真实存在的公司债券和贷款。因此，违约风险被放大，导致监管机构对引发系统风险的担忧。

金融学家乔治·索罗斯呼吁彻底禁止无实体信用违约互换，并视它们为“毒瘤”。在希腊金融危机期间，他的担忧得到了一些欧洲政治家的回应，指责是无实体信用违约互换的买方使得此次危机变得更加严重。尽管存在这些问题，财政部长盖特纳和商品期货交易委员会主席詹斯勒却不赞成彻底禁止无实体信用违约互换。他们更倾向于更高的透明度和更好的资本化要求。这些官员认为，无实体信用违约互换应该在中占有席之地。

无实体信用违约互换的支持者认为，各种形式的卖空，无论是信用违约互换还是期权或期货，都有利于增加市场的流动性。这有利于对冲。如果没有投机者买卖无实体信用违约互换，银行要对冲的话可能无法找到一个现成的保护卖方。投机者也创造了一个更具竞争力的市场价格，为投机保值者保持价格下降。此外，强有力的信用违约互换市场也是公司或国家信用状况的晴雨表。

2. 对冲

信用违约互换通常用于管理债务违约的风险。例如，在信用违约互换合同的有效期内，借款人拖欠借款，此时银行可能会通过购买另一份信用违约互换来对冲此风险。如果该贷款违约，那么信用违约互换合同的收益将会抵消基础债务的损失。通过购买信用违约互换，银行可以在其投资组合中保持贷款的同时，抵消违约风险。银行购买保护同样可以利用信用违约互换使资本监管自由化。转移特定的信用风险时，银行不需要持有太多的资金储备来抵抗违约风险。

对冲的缺点是，如果不存在违约风险，银行可能没有积极的监控贷款的动力。另一种对冲是抵抗集中风险。一家银行的风险管理团队可能会建议银行过度集中于特定的借款人或行业。

对冲风险不局限于作为贷款人的银行。出于同样的原因，公司债券的持有者，如银行、养老基金或保险公司，可能会购买信用违约互换进行对冲。举一个养老基金的例子：一个养老基金持有某风险公司发行的五年期，面值为 1000 万美元的债券。为管理该风险公司违约带来的损失，养老基金从衍生品交易银行购买了 1000 万美元的信用违约互换。此信用违约互换以 200 个基点交易（200 个基点=2%）。作为信贷保障的回报，养老基金按季支付 5 万美元，每年总计 1000 万美元的 2%（即 20 万美元）给衍生品交易银行。

- 如果该风险公司没有违约，养老基金将分五年，按季支付保费给衍生品交易银行，五年后也会从该风险公司收回 1000 万美元。虽然总值 100 万美元的保护支出降低了养老基金的投资回报，但是消除了该风险公司违约带来的风险。

- 如果该风险公司在第三年违约，养老基金将停止支付季度保费给衍生品交易银行。与此同时，衍生品交易银行将补偿养老基金的损失，即 1000 万美元减去回收率。虽然养老基金损失了 60 万美元，但是如果没有信用违约互换合同，它将会损失 1000 万美元减去回收率后的所有现金。

3. 套利

依赖于技术的称为资本结构套利，是使用信用违约互换交易进行套利的一个例子。其利用了同一公司资本结构不同部分之间的市场低效率性；如，公司债务和股本之间的错误定价。而且这种技术依赖于现实，即公司股票的价格和它的信用违约互换利差应该表现出负相关的关系；也就是说，如果一家公司的前景好转，那么它的股票价格应该上升，同时信用违约互换利差应该收紧，违约率降低。然而，如果该公司前景恶化，那么信用违约互换利差应该扩大，股票价格应该下跌。套利者试图利用公司信用违约互换和特定情况下股票的利差来获取利润。

七、信用违约互换的结算方式

1. 实物交收 (Physical Settlement)

保护卖方支付保护买方票面面值，作为回报，信用保护买方交付参考实体的债务义务。例如，对冲基金已针对某公司的优先票据 (senior debt) 从银行买入价值 500 万美元的保护。在违约的情况下，银行支付给对冲基金 500 万美元的现金，与此同时对冲基金必须提供该公司价值 500 万美元面值的优先票据 (通常为债券或贷款，在公司违约的情况下，价值很低)。

2. 现金结算 (Cash Settlement)

信用保护卖方支付给信用保护买方参考资产的票面面值和市场价格之间的差额。例如，对冲基金已针对某公司的优先票据 (senior debt) 从银行买入价值 500 万美元的保护。现在这家公司已经违约，其优先票据 (senior debt) 跌至 25 美分。因为市场认为，一旦公司清盘，优先票据的持有人将会获得其所欠债务的 25%。因此，银行必须支付给对冲基金 $500 \text{ 万美元} \times (100\% - 25\%) = 375 \text{ 万美元}$ 。

信用违约互换市场的发展和增长意味着许多公司未偿还信用违约互换合同的名义价值远远大于未偿还债务的名义价值。(这是因为许多缔约方以投机为目的订立了合同，而实际上却不拥有任何参考实体的债务)。

3. 拍卖 (auction)

拍卖程序用来确定信用违约互换具体的赔付金额。当一家大公司发生信用事件，且拥有很多信用违约互换合同时，有可能举行拍卖活动（也被称为信用确定事件）。期望用固定的现金结算价格来一次性解决大量的信用违约互换合同。在拍卖的过程中，交易商会提供一个价格，在此价格基础上他们将购买和出售参考实体的债务。第二阶段的荷兰式拍卖（Dutch Auction）在经销商市场的初始市场中值（initial midpoint）⁴公布后举行。拍卖通过组织所涉债务的交易来确定其清算价格。这一价格被称为“最终价格”，信用违约互换的现金结算金额即为面值与最终价格之间的差额（即投资者在所涉债务上损失的金额）。

八、信用违约互换的估值和定价

关于信用违约互换的定价，通常有两种相互竞争的理论。第一种，称之为“概率模型”，采取了一系列非违约概率的加权现金流的现值。这种方法表明，信用违约互换应以比公司债券低的利差进行交易。第二个模型，由达雷尔·达菲、约翰·赫尔和艾伦·怀特提出，使用了无套利方法。

1. 概率模型（probability model）

信用违约互换使用概率模型定价时，需要输入四个指标；类似于 rNPV（风险调整后净现值法）模型：

- “发行溢价”（issue premium），
- 回收率（recovery rate, 名义违约偿还率），
- 参考实体的“信用曲线”（credit curve），
- “伦敦银行同业拆借利率曲线”（libor curve）。

如果没有发生违约事件，那么信用违约互换的价格只会是一笔折扣溢价的总和。因此，信用违约互换的定价模型必须考虑到，该公司在合同有效期内发生违约的可能性。

2. 无套利模型（no-arbitrage model）

⁴先从交易商的报价中得到总的市场共识价格。为了得到最终的共识价格，首先需要站在客户角度对这些报价进行筛选以得到最好的买入和卖出报价，即这些交易商给出的最高买入价和最低卖出价。接着对市场报价中最好的一半进行平均来得到“初始市场中值”。

由达菲、赫尔和怀特提出的无套利模型，假定不存在无风险套利。达菲使用伦敦银行同业拆借利率作为无风险利率，而赫尔和怀特使用美国国债作为无风险利率。两种分析都作出了简化假设，然而市场多用达菲的方法来确定理论价格。

根据达菲的构建，信用违约互换的价格，也可以通过计算债券的资产互换利差来获得。如果债券的利差为 100，违约利差为 70 个基点，那么一个信用违约互换合约应该在 30 个基点左右。但是，有时因为技术原因，情况会有所改变，这可能会，也能不会为精明的投资者提供套利机会。信用违约互换的理论模型和实际价格之间的差异被称为基础差异。

九、信用违约互换的发展对中国信用衍生品市场发展的意义

在我国的企业融资结构中，以银行为中介的间接融资占较大比重，银行贷款渠道也远远高于债券发行渠道。但随着近年来债券市场规模的扩大和债券种类的增多，信用风险暴露越来越多，违约率也逐年升高；推出信用违约互换交易的必要性和可行性都在增加。但就目前来看，我国发展信用违约互换还有很多方面需要提升和完善。基于国外的发展经验，主要有以下几点想法：

1. 在中国分业监管体制下，加强对信用违约互换的监管

2003 年 4 月 28 日，随着银监会的成立，中国金融业形成了“三驾马车”式的垂直分业监管体制。中国人民银行，银监会，证监会，保监会各司其职，以维持经济市场的稳定性。而信用衍生品作为一个新兴市场，结构相对复杂，透明度低，各国监管规则不明确，因此产生了许多问题，如何有效监管，提升透明度已提上议题。目前针对监管，有如下几点思路：

（1）设立信用违约互换交易所，进行场内交易。场外市场交易的信用违约互换由于缺乏固定，集中的交易场所，卖方与买方直接进行交易，带来了许多风险。而信用违约互换交易所的设立可以在一定程度上降低信用保护买方和信用保护卖方面面对的交易对手风险。

（2）设立中央结算所，统一结算，促进市场的活跃性，以避免信用违约互换交易对手的破产对整个信用违约互换市场的巨大冲击，也有利于稳定整个金融体系。美国的中央结算业务始于 2009 年 3 月，由洲际交易所运行。而欧洲的 CDS 清算指数由洲际交易所欧洲子公司——ICE 欧洲清算所于 2009 年 7 月 31 日发布。

（3）制定国际标准化合同，防止在不明确的情况下，产生法律纠纷。标准化合约的设立将进一步明确合同双方的权利和义务，确定参考资产和参考实体的有效性，对信用事件和交割方式也会有所规定。

(4) 提高参考资产市场的深度和广度，加强对信用保护卖方的资产监管。在信用违约互换最初交易时，缺乏相应的机制要求信用违约互换卖方必须有充足的资本储备，因此信用事件发生时信用违约互换卖方的偿还能力存在不确定性，这样就会给信用违约互换买方带来一定的风险。加强对信用违约互换卖方的资本监管，维护信用违约保护买方的切身利益。

2. 进一步规范信用评级行业，提高信用评级对市场定价的参考价值

信用评级行业作为一个服务行业，应对企业，政府等实体进行实地考察，客观的进行评级，加强信息披露，提高信息披露的质量和效率，让信用风险尽可能的暴露，以促进市场的有效运行。此外，加快信用评级的专业化进程，完善国内的信用评估体系，提高信用评级机构的专业化水平，为监测判断信用违约互换交易风险提供可靠依据。

3. 加快国内债券市场的发展，扩大信用债券发行规模

在债券融资渠道较窄的大背景下，我国信用债券的发展还较为落后。在今后的债券市场中，应加大信用类债券发行，以扩大信用违约互换的参考债券和购买信用违约互换的需求，进一步刺激信用衍生品市场的蓬勃发展。

4. 强化社会信用体系，创造良好信用环境

良好的社会信用环境有助于信用违约互换市场的健康发展。构建健全的社会信用体系，加快企业和个人信用数据库信息的建设，有助于解决信用衍生品交易中的信息不对称问题，为信用违约互换的发展提供良好的社会条件。

5. 建立和健全信用违约互换市场的法律法规

我国于 2007 年推出了《中国银行间市场金融衍生品交易主协议》，这为推行信用违约互换交易奠定了良好的基础，但交易细节等问题尚待完善，应对交易参与者的资本充足率、交易结算保证金以及信息披露制度等进行进一步的解释和完善。2015 年国家发展改革委办公厅《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》中提到要做好企业债券偿债的风险分解，规范开展债券担保业务，鼓励开展债券再担保业务，探索发展债券信用保险，这一系列的举措都在促进信用违约互换的发展，但相应的法律法规等配套措施也应尽快完善。

小结

总的来说，随着近年来债券信用市场的蓬勃发展，信用违约互换已成为一个不可逆挡的潮流。了解信用违约互换本质的同时，应借鉴国外的发展经验，并立

足于本国的国情，推出适用于中国经济发展的信用衍生品，化解违约风险，履行信用保护。

参考文献：

[1] Nicholas Vause. 2010. Counterparty risk and contract volumes in the credit default swap market. BIS Quarterly Review.

[2] wikipedia. Credit default swap.
https://en.wikipedia.org/wiki/Credit_default_swap

[3]陈斌 (Chen,B.), 2010, 美国信用违约互换市场动荡的机理与启示, 金融市场。

[4]刘亚 (Liu,Y.), 张曙东 (Zhang,S.D.), 黄亭亭 (Huang,T.T.), 2008, 信用违约互换与债券市场发展, 财经理论与实践 (双月刊)。