



国内CDS指数发展现状及方向

The Direction of Domestic CDS Index Development

许静怡

信

用违约互换指数（以下简称“CDS指数”）作为一类基础且重要的信用衍生品，为纳入指数范围的所有参考实体的约定债务提供一篮子信用保护。国内信用衍生品市场自起步以来，于2019年12月发布了第一只CDS指数，迈出了CDS指数发展的第一步，经过近三年的发展，我国银行间市场CDS指数已发布三只，并于2021年4月达成首批交易，各项交易结算机制已初步建设并处于不断发展完善中。未来，随着国内债券市场快速发展，信用风险事件增多，高收益债市场逐步形成，信用衍生品的需求将会进一步提升，CDS指数在信用风险缓释、市场价格发现等方面将发挥更大的作用。

CDS指数的诞生背景及国际发展

20世纪90年代美国不良资产压力加

大促使银行积极寻找风险对冲工具，加之当时的低利率环境使得金融机构有意通过承担信用风险以提升收益，在此特定历史环境下1995年摩根大通发行了首只CDS产品。在之后的20年中美国单名CDS产品不断发展，历经迅速扩张、过度投机、市场改革、监管规范等阶段，目前已成为信用市场重要的主流产品。单名CDS产品的成功也带动了其他信用衍生品的发展。针对交易活跃度较高的单名CDS可挖掘其内在特征，择取特定行业、地区、等级、期限的单名CDS并分类进行编制，便形成了对冲一篮子信用风险的CDS指数产品。在此背景下，2001年摩根大通首次推出了针对欧洲地区与高收益债的CDS指数，并在之后的三年中迅速发展，形成了目前市场上按照区域划分的iTraxx和CDX两大指数系列，而在各指数系列中再根据参考实体的

作者系中债资信评估有限责任公司副总裁、交易商协会第五届金融衍生品专业委员会委员。



行业特点、信用等级、保险费用波动率等因子又划分出众多的子指数。

值得关注的是，由于在次贷危机演变的过程中起到了推波助澜的作用，全球CDS市场在2008年后出现明显的缩减，监管部门从要求在有组织的平台交易、中央集中清算机制、合约标准化、信息披露等方面加强了对CDS市场的监管，从而使国际CDS市场随后一直保持了较平稳的发展。

国内CDS指数发展概览

自2019年底国内首只CDS指数发布后，2021年又陆续推出两只。三只CDS指数的编制方法和设计思路均体现出发挥信用衍生品对实体经济的支持作用、完善市场信用风险定价机制的初衷。

国内CDS指数的发展历程

2019年12月，外汇交易中心、上清所及国泰君安联合发布了中国首个CDS指数产品——“CFETS-SHCH-GTJA高等级CDS指数”，上述三方作为指数管理机构按照一定规则筛选出40个具有高信用等级、较好流动性的CDS参考实体集合。2021年4月26日外汇交易中心和上清所联合发布“CFETS-SHCH民企CDS指数”，该指数由信用资质较好的25个民企发债主体作为参考实体。2021年9月30日，外汇交易中心、上清所及中债资信联合发布了境内首个区域主题的CDS指数，且为首次应用投

资人付费评级结果作为重要筛选标准。

现有CDS指数的特点

首先，国内三只CDS指数参考实体均以中高等级发债主体为主，服务于市场起步阶段。CDS指数的参考实体均为非金融、非主权发债主体，在银行间市场有存续债券，且存续债券的剩余期限大于等于3年、最近2年内曾在银行间市场发行债券；在此基础上，高等级CDS指数构成相对简单，主体评级均为AAA；民企CDS指数参考实体均为民营发债主体，且主体评级需要在AA及以上；长三角区域CDS指数为长三角区域的优质发债主体，且需要具有中债资信A+及以上的公开信用等级。

其次，三只CDS指数均进行定期滚动管理，真实反映市场信用风险。为了让最具代表性的实体进入参考实体列表，指数管理机构基于指数编制规则，根据实体的财务情况、债券规模、市场流动性等进行评分，并且定期更新评分，以调整参考实体列表，实现指数滚动管理。

最后，三只CDS指数均规范运作，杜绝潜在利益冲突。三大指数管理人均根据正式公开的信息，按照披露的指数编制方法执行指数成分筛选和指数滚动管理。指数管理人与指数参考实体不存在任何影响指数独立、客观、公正的关联关系。

国内CDS指数产品交易情况

2021年4月，外汇交易中心、上清所



联合发布《银行间市场信用违约互换指数交易清算指引》，标志着CDS指数交易有章可循，进入规范发展阶段，2021年4月8日，国内第一批CDS指数交易达成，CDS指数市场的发展又向前迈进了一步。目前来看，参与CDS指数交易的机构主要有证券公司、商业银行、私募基金和信用增进机构，其交易结算均在上海清算所进行逐笔清算。

从成交数据来看，2021年全年累计达成交易40笔，名义本金合计8亿元，占全年CDS交易金额的21.9%，其中，高等级CDS指数达成成交16笔，名义本金2.9亿元，期限集中在1M~3M，成交价格集中在25~30bps；民企CDS指数达成成交14笔，名义本金1.1亿元，期限集中在1M~3M，成交价格集中在60~90bps区间内。长三角区域CDS指数达成成交10笔，交易名义本金4亿元，期限集中在1M~3M，成交价格集中在30~50bps区间内。整体看，成交价格能反应三只CDS指数各自对应的信用风险水平，且成交期限主要集中在短期。

CDS指数发挥的作用及应用场景

CDS指数作为信用保护工具的衍生品，既秉承传统信用保护工具的优点，又兼具标准化衍生品的流通特性，能够较好地匹配多样化的市场需求。其主要作用及应用场景体现如下。

CDS指数的主要作用

CDS指数可以起到防范系统性金融风险的作用，并促进相关参考实体债券的活跃，进而提升整个债券市场流动性，助力中国债券市场持续健康发展。第一，在信用保护方面，CDS指数的出台为市场提供了合理的风险分散工具，不仅使投资者的非预期损失能够得到有效保障，还有助于缓释个别债券违约对市场整体带来的冲击。第二，在风险指示方面，因CDS指数价格由市场决定，一定程度上可以起到对信用风险实际水平的指示作用，更好地推进投资者风险承担能力与实际风险水平的匹配。第三，在改善企业融资环境方面，发展CDS指数有利于提升其底层债券的流动性，活跃二级债券市场流动性，便于银行间债券市场更好地行使资金融通职能，切实发挥金融对实体经济的支持作用。

CDS指数的应用场景

从应用场景来看，在国际市场中，CDS指数应用场景丰富，例如管理组合风险、管理信用利差波动风险、构建交易策略和对冲股票指数等。国内CDS指数尚处于初步发展阶段，暂不活跃的CDS指数交易导致应用场景尚未充分发挥，目前主要集中在寻求信用保护方面。未来，CDS指数作为参考一篮子信用实体的信用衍生品，在CDS指数所包含的参考实体与机构信用债持仓相关性较高时，可使用CDS指数对冲信用债持仓的市场风险和信用风



险；在一定条件下，CDS指数还可用于对冲交易对手违约造成的可预期损失，缓释需计提的相关风险准备。另外，CDS指数因其标准化程度较高、随着其流动性提升，也可用于构建各类交易策略。

国内CDS指数创新方向

CDS指数是信用衍生品的重要组成部分，经过两年来的探索与发展，国内CDS指数能一定程度上满足市场成员分散化管理信用风险的需求。展望未来，随着信用衍生品市场的逐步发展，国内CDS指数在丰富程度、履约保障机制完善、价格发现作用发挥、应用场景多元等方面仍有较大的发展空间。

丰富CDS指数品种

国际成熟市场中，CDS指数家族成员众多，而目前国内CDS指数仅有3只，或难以满足不同投资人信用风险管理的要求，市场上也还存在对细分品种的创新需求。未来在丰富CDS指数品种的过程中，指数编制管理人可以探索编制不同类别的指数品种，比如考虑覆盖某一行业、地域、信用评级、发债主体类别等不同维度，以充分发挥CDS指数功能，更好地贴近不同投资人的信用风险管理需求，推进指数交易与应用落地，促进CDS指数市场规范有序发展。

逐步完善履约保障机制建设

随着债券市场刚兑有序打破，市场参

与者利用信用衍生品管理信用风险的需求持续提升，对于国内信用衍生品市场配套机制建设也提出了更高的要求。目前，国内金融机构在CDS指数交易过程中的履约保障机制建设尚处于起步阶段，市场基础设施建设需要持续完善，比如从细化定义文本、加快信用事项决定及拍卖结算机制落地、推动CDS指数集中清算等方面降低交易成本、提升信用风险处置效率、提升市场透明度，逐渐与国际实践接轨。

拓展CDS指数应用场景

CDS指数在成熟市场中发挥着管理组合风险、管理信用利差波动风险、构建交易策略和对冲股票指数波动等作用。借鉴国际发展经验，结合国内发展条件及阶段，展望未来，国内CDS指数交易应用场景有望随着产品创新、机制完善等进一步拓展至与成熟市场接轨，通过丰富市场参与机构、推动CDS指数资本缓释功能落地、完善相关监管政策等方式激活市场交易意愿，聚合流动性以及提高风险对冲效率，提升市场流动性，进一步助力债券市场稳健发展。^[N]

学术编辑：陈俊君

