中国版CDS问世 风险缓释功能待检验

□本报记者 刘国锋

中国银行间市场交易商协会日前发布修订后的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》（下称《业务规则》）及相关配套文件。专家表示，新业务规则通过风险管控指标和信息披露控制信用风险缓释工具的过度高杠杆和不透明。信用风险缓释工具有利于参与机构的信用风险管理，实现信用风险的市场化动态定价，维护宏观金融体系的稳定。当前，房地产企业债务较少证券化，中国版的CDS尚不存在过度开发空间。未来，会计和法律方面的配套机制进一步完善才能充分发挥相关产品的风险缓释功能。



本报资料图片 制图/苏振

为分散信用风险提供更多工具

今年以来频繁发生的信用违约事件，让债券市场对信用风险缓释工具的需求更加迫切。同时，商业银行不良贷款率和余额双升，也呼唤更多工具来化解银行惜贷情绪的上升。

交易商协会表示，《业务规则》的修订发布和相关创新产品的推出，对丰富债务融资工具市场的信用风险管理手段，完善信用风险市场化分担机制具有重要意义。一是为投资者提供信用风险保护和对冲工具，进一步完善信用风险分散分担机制。二是有助于完善信用风险的价格形成机制，提高市场信用定价水平。三是促进市场参与者主动管理信用风险，提高商业银行资本管理能力。四是实现信用风险的合理配置，维护宏观经济金融稳定。

据介绍，随着我国供给侧改革和“三去一降一补”措施的落实推进，市场参与者对信用风险缓释工具等信用风险管理工具的需求不断增加。

东方金诚金融业务部总经理徐承远认为，新的试点业务规则引入的CDS（信用违约互换）和CLN（信用联结票据），可将同一参考主体下多类债务纳入保护，在产品定价时将主要取决于参考主体本身的违约概率，定价的准确性更高，产品也更能满足市场的需求。此外，CDS和CLN可将多个参考主体同时纳入保护，创造一篮子信用违约互换，一定程度上可以降低信用风险集中度。

中金公司固定收益分析师王志飞表示，本次修订从推产品、降门槛、简流程以及调框架四个维度为中国版CDS完善了规则指引。王志飞认为，CDS能够有效加强信用风险定价机制的有效性和准确性，能为对冲和分散信用风险提供更多工具，有利于提升信用债券市场的流动性水平。

据悉，截至2015年底，全球金融衍生品市场总规模已达556.36万亿美元，在场外衍生品市场中，CDS续存金额12.29万亿美元，占比2.49%，是全球场外衍生品市场的第三大品种。但2008年以来，受金融危机和发展历史阶段的影响，CDS市场规模已告别高速增长的态势。

对房地产市场债务影响有限

CDS与美国次贷危机的发生联系密切，被认为是次贷危机的罪魁祸首。国内市场较多关注的是，CDS在次贷危机中到底扮演怎样的角色？中国社科院金融研究所金融市场研究室副主任尹中立认为，CDS作为金融工具本身是中性的，关键是用得恰不恰当，监管是否到位。

国泰君安固定收益部研究主管周文渊表示，从对国内房地产市场影响的角度来看CDS，其标的主要是协会发行的债券和企业主体，并不是针对整个地产市场。而美国的CDS泡沫主要是当时美国房地产相关债务的多次证券化和结构化，同时交易对手之间互相持有CDS，造成虚假对冲和高杠杆操作，一旦交易对手出现风险则市场会出现连锁反应。同时，中国地产债务较少证券化，结构也较简单清晰，暂时不存在过度开发CDS的空间。

业内人士表示，CDS等风险缓释工具在国内落地，其主要目的不是服务于次级资产证券化，主要在于打破当前债券市场久拖不决的刚性兑付。中国版CDS被限定为合约类，这是一个防范措施。CDS作为金融创新产品，关键是如何使用的问题。

东方金诚金融业务部分析师郁聪认为，从商业银行、保险机构等投资人角度看，CDS和CLN等信用风险缓释工具，一方面有助于市场参与方对冲或管理部分信用风险，降低信用风险暴露和风险资本占用；另一方面为市场参与方提供了更为丰富的信用风险投资工具。比如，寿险的长期资金可通过投资以信贷资产为标的债务的信用风险缓释工具间接投资信贷市场。此外，作为金融机构、合格信用增进机构如能备案为核心交易商和创设机构，将可以获得价差利润和创设收入，有利于拓展中间业务收入。

目前，中国大部分银行类金融机构依然采用权重法计量风险资产。2014年，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和招商银行获批采用初级内评法进行风险资产管理。业内人士认为，上述银行通过信用衍生工具进行信用风险缓释具备初步的合规性基础。

民生证券研究院执行院长管清友指出，当前商业银行“惜贷”的根源是信用缺失，解决这个问题也应该从信用入手。通过设计实用可行的信用衍生产品，商业银行能把信用风险从市场风险中分离出来，并以合理的价格转移出去，“惜贷”问题有望得到极大缓解。

交易商协会介绍，《业务规则》将原有信用风险缓释工具参与者的资质门槛要求调整为核心交易商和一般交易商两类，核心交易商包括金融机构、合格信用增进机构等。一般交易商包括非法人产品和其他非金融机构等。核心交易商可与所有参与者进行信用风险缓释工具交易，一般交易商只能与核心交易商进行信用风险缓释工具交易。

平安证券分析师魏伟介绍，从对债市影响的角度来看，若能有效推动信用风险在市场中的优化配置，需要信用风险缓释工具具备充分的流动性。虽然CDS和CLN更标准化，也更接近国际标准，但参考实体信用评级、定价机制不够完善等问题短期内不会得到有效改善。这也就意味着短期内信用风险缓释工具不具备大范围交易流通的条件，所以，CRM、CDS和CLN短期内对债市影响或有限。

加强审慎监管与自律管理

徐承远表示，信风险缓释工具使用不当容易加剧信用风险的扩散，应加强对信用风险缓释工具的审慎监管和自律管理。建议市场参与者不要介入不熟悉的复杂交易活动，同时需要严格控制杠杆率。

王志飞认为，会计和法律方面的配套机制需完善才能充分发挥相关产品的风险缓释功能。从会计方面看，信用风险缓释工具缓释风险、降低风险占用的效果需要银监会肯定才能落到实处。从法律角度看，违约的界定以及最重要的信用事件——破产的执行及其程序，对信用风险缓释工具作用的发挥也至关重要。如果违约不能清晰界定，破产进程和破产损失率无法清晰预期，都会大大影响CDS相关产品的发展空间。

中信证券指出，CDS定价要求的评级客观性将对信用评级市场形成倒逼机制，或出现一批第三方信评机构，虚高评级企业的评级将面临调整。在风险方面，短期内CDS的推出带来新信用风险或者再资产证券化风险的可能性较小。

东兴证券固定收益分析师郑良海表示，CDS推出对构建和完善市场化的信用风险分担机制，健全我国金融市场体系，丰富金融产品，完善信用风险市场化定价机制有重要意义。我国信用债市场发展日新月异，市场规模和发行参与人庞大，未来信用违约事件将继续增多。CDS推出和完善还需要解决多个问题，包括市场参与者有待丰富、信用体系仍需完善、建立健全相关法律和监管体制、构建有效的定价机制等。信用风险衍生品市场的壮大，还需要交易主体多元化、定价机制、实现部分资本缓释功能等多方面的逐步完善。

信用债流动性水平有望提升

□本报记者 王姣

“千呼万唤始出来。”债市业内人士如此评价CDS的推出。

自2015年下半年以来发展信用违约互换（CDS）的呼声渐起。近日，广西有色、东北特钢等信用事件的发生，令投资者对信用风险对冲的需求更加迫切，CDS此时推出可谓适逢其时。

市场人士指出，当前我国债券市场信用违约频发，且后续信用风险将进一步加速暴露，但投资者普遍反映缺乏信用风险管理工具，CDS等信用衍生品的推出，为市场提供了信用风险对冲工具，有助于投资者发现、分散和转移信用风险，有助于提升信用债市场的流动性水平；同时，丰富了固定收益类证券的种类，将推动资产证券化市场的发展。

对冲和分散信用风险

2016年以来，债券市场信用风险事件逐渐增多，市场对信用风险缓释工具及风险管理工具的需求不断提升。

中金公司表示，投资者普遍反映缺乏信用风险管理工具。特别是市场投资者风险偏好过于一致，加上违约求偿等配套制度不完善，缺乏博弈违约后损失率的条件。因而当持仓个券出现信用资质恶化、不满足入池条件时，投资者只能选择在二级市场上进行抛售，而信用债二级市场流动性十分有限，一旦信用负面事件发生，二级市场流动性丧失，投资者只能坐以待毙。因此，国内信用债市场对信用风险衍生工具的需求日益迫切。

在市场人士看来，近日广西有色宣告破产、辽宁省宣布东北特钢进入破产程序、江西赛维重整方案搁浅等信用事件接连发生，进一步表明市场对冲信用风险的需求非常迫切，同时考虑到信用风险目前处于整体可控、点状释放的进程，恰是推出CDS的较好时机。

所谓CDS，也叫贷款违约保险，是一种能够将参照资产的信用风险从信用保护的买方转移给信用保护卖方的金融合约。简单来说，CDS的功能类似于保险，CDS合约买方（想规避信用风险的一方）需要向CDS合约卖方支付一定费用。一旦出现信用风险事件，CDS合约买方会据此获得赔付，实现风险转移。

平安证券指出，从理论层面来看，信用风险缓释工具能够一定程度上剥离信用风险，起到信用风险对冲作用。虽然信用风险缓释工具不能消除系统性信用风险，但能为信用风险在市场中的优化配置提供一条新的途径，因此能在边际上降低系统信用风险。

业内人士表示，在债券违约率不断提升的背景下，CDS的推出为投资者提供了更多有效的信用风险保护和对冲工具，有助于信用风险的对冲和分散，进而有助于提高金融市场整体风险抵抗能力。不过，值得注意的是，CDS只是转移风险，而非化解风险。增信工具仅完成风险的转移和展期，并未消化风险，中长期内仍存在交叉感染的可能性。

提升信用债市场流动性

市场人士认为，随着在实践中不断摸索以及配套机制不断完善，除对冲信用风险外，中国版CDS还将有利于提升信用债市场的流动性水平、完善信用风险的价格形成机制，并将有助于推动资产证券化市场的发展。

银河证券表示，CDS等信用衍生品的推出，为投资者提供了信用风险对冲工具，在信用风险事件频发的背景下，有利于提高信用债的流动性，降低信用债流动性风险溢价和信用风险溢价，降低企业发债成本。对整个债券市场来讲，有了信用风险分担机制，有利于信用债及相关市场规模进一步扩大，但同时也需防范信用风险在更大范围内累积。

中金公司也认为，CDS有利于提升信用债券市场的流动性水平。CDS产品推出后，低评级产品的违约风险可以更多通过CDS市场交易，而非直接交易债券，CDS的流动性与基础债券产品的流动性形成互补，从而促进市场整体流动性的有效提高。

申万宏源证券指出，从中长期来看，对市场的影响主要有三点：一是在违约率不断提升的背景下，为机构投资者提供了更多有效的信用风险保护和对冲工具，有助于信用风险的分散；二是有助于完善信用风险的价格形成机制，提高市场信用定价水平；三是在资产荒背景下，也为部分具备信用风险研究和识别能力的金融机构提供了更多杠杆投资工具。

创设交易细节仍需完善

□本报记者 王辉

9月23日，银行间市场交易商协会发布修订后的《信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用风险缓释合约（CRMA）、信用风险缓释凭证（CRMW）、信用违约互换（CDS）、信用联结票据（CLN）等四份产品指引，中国版CDS落地。分析人士指出，一系列信用风险对冲工具适时推出，对债市的持续健康发展乃至金融系统的整体稳定都具有积极意义。从市场接纳与实际作用发挥等角度来看，中国版CDS在“稳开局”的同时，也需要在创设、交易等方面进一步完善。

信用风险对冲需求迫切

此次交易商协会修订后发布的《信用违约互换业务指引》指出，相关信用风险缓释、分散、对冲产品推出的目的是，丰富银行间市场信用风险管理工具，同时完善市场风险分担机制。对比以往，本次新规的主要变化包括三大方面：一是推出CDS和CLN两项新产品；二是降低参与者门槛；三则是保留创设机构要求，简化创设流程。

考虑到以往CRMA、CRMW已经推出并实际交易过多年，但实际运行效果与市场认可度大大低于预期，本次CDS和CLN两大产品的推出，显然是新规的重点。

结合欧美金融市场在CDS产品方面的发展经验，分析人士指出，不同于CRMA、CRMW的“隔靴搔痒”，CDS直接针对的是信用债违约的风险对冲。在宏观经济长期处于转型阶段的背景下，信用债市场大量个券违约风险持续上升，势必是大概率事件。去年以来诸如超日太阳、东北特钢、广西有色等大中型企业主体的债券违约数量，已经出现快速上升。

充分估计违约风险因素

来自一线交易机构的消息显示，作为信用债违约的“保险”，在信用债违约逐步常态化的背景下，相关风险分散和对冲工具势必会有较大的发展空间。不过，分析人士同时指出，由于国内信用债发行主体财务透明度以及违约风险的复杂性，早期CDS的创设开局以及后期的顺畅交易仍面临较大困难。

从创设角度看，信用债个券在违约风险的“定量”上，不仅简单体现在财务风险方面，还同时受发债企业行业景气度、主业经营、实际控制人变化、道德风险等多个因素直接影响。在此背景下，不仅类似CDS的数学定价模型需要逐步搭建得到市场各方认可，其他一些事件性风险的权重也需要逐步摸索。相关大型金融机构的带头示范作用，必须在机构内外部双向推动。此外，如果要真正发挥相关信用风险分散、对冲工具的实际作用，未来标的也应更多选择产能过剩、基本面恶化、违约风险较大的企业，而这可能会使相关潜在创设机构产生明显的规避心理。

从交易角度而言，由于许多债券发行人的财务状况与基本面状况变化较快，而其债券存量规模往往较大，诸如CDS、CLN等产品在创设之后，在交易活跃度和交易定价两方面也可能面临较大困难。

分析人士指出，CDS、CLN市场如果要真正做大做强，未来仍需要充分发挥债券市场管理层、交易机构、发债企业等利益相关方的力量，使其真正成为有效分散和对冲信用违约风险的债市“安全垫”。

农银汇理基金管理有限公司关于旗下基金资产估值方法调整的公告

依据中国证监会《关于进一步规范证券投资基金估值业务的指导意见》（中国证券监督管理委员会公告[2008]38号）的有关规定和《关于发布中基协（AMAC）基金行业股票估值指数的通知》的指导意见，经与基金托管人协商一致，农银汇理基金管理有限公司（以下简称“本基金管理人”）对旗下部分基金所持有以下停牌股票自2016年09月26日起按照指数收益法进行估值。待以下股票的交易体现活跃市场交易特征后将恢复按市价估值方法进行估值，届时不再另行公告。若未来市场环境发生变化，本基金管理人也可采用其他合理的估值方法进行估值。

股票代码	股票名称
300456	耐威科技

风险提示：本基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金财产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩并不代表其将来表现。投资有风险，敬请投资者认真阅读基金的相关法律文件，并选择适合自身风险承受能力的投资品种进行投资。

特此公告。

农银汇理基金管理有限公司
二〇一六年九月二十七日

宝盈基金管理有限公司关于旗下基金持有的停牌股票采用指数收益法进行估值的提示性公告

根据中国证监会公告[2008]38号《关于进一步规范证券投资基金估值业务的指导意见》的规定，宝盈基金管理有限公司（以下简称本公司）自2008年9月16日起，对本公司旗下基金持有的长期停牌股票等估值日没有市价，且潜在估值调整对前一估值日的基金资产净值的影响在0.25%以上的，采用“指数收益法”确定公允价值。

经与托管银行协商一致，自2016年9月26日起，本公司旗下基金持有的“耐威科技”（股票代码：300456）、“共达电声”（股票代码：002655）采用“指数收益法”进行估值。待该股票交易体现了活跃市场交易特征后，将恢复采用当日收盘价格进行估值，届时不再另行公告。

特此公告。

宝盈基金管理有限公司
2016年9月27日

诺安货币市场基金国庆节前暂停申购及转换转入业务公告

公告送出日期：2016年9月27日

1.1 公告基本信息

基金名称	诺安货币市场基金	
基金简称	诺安货币	
基金主代码	320002	
基金管理人名称	诺安基金管理有限公司	
公告依据	《证券投资基金信息披露管理办法》、《诺安货币市场基金基金合同》、《诺安货币市场基金招募说明书》等相关文件的规定。	
暂停相关业务的起始日、金额及原因说明	暂停申购起始日	2016年9月29日
	暂停转换转入起始日	2016年9月29日
	暂停申购、转换转入的原因说明	根据国务院办公厅《关于2016年部分节假日安排的通知》以及沪深证券交易所的休市安排（2016年10月1日至10月9日休市，10月10日起照常开市），保护基金份额持有人的利益。
下属分级基金的基金简称	诺安货币A	诺安货币B
下属分级基金的基金代码	320002	320019
该分级基金是否暂停申购、转换转入	是	是

2 其他需要提示的事项

（1）本基金于2016年9月29日及9月30日暂停申购及转换转入业务，投资者在2016年9月28日15:00以后的申购及转换转入业务的申请，视为下一开放日提交的申请。在此期间，本基金的赎回、转换转出、定期定额投资及其他业务仍正常办理。

（2）自2016年10月10日起，本基金的所有销售网点恢复办理基金的申购业务及转换转入业务，届时将不再另行公告。

（3）请投资人及早做好交易安排，避免因交易跨越假期带来不便及资金在途的损失。

（4）投资者欲了解关于本基金的详细信息，请仔细阅读本基金的基金合同、更新的招募说明书等法律文件。

（5）如有疑问，请拨打本公司客户服务电话400-888-8998（免长途话费），或至本公司网站www.lionfund.com.cn获取相关信息。

（6）本公告解释权归本公司。

风险提示：

本公司承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。敬请投资人注意投资风险。投资者购买货币市场基金并不等于将资金作为存款存放在银行或存款类金融机构。基金的过往业绩并不代表其将来表现。敬请投资人注意投资风险。

投资者申请使用网上交易业务前，应认真阅读有关网上交易协议、相关规则，了解网上交易的固有风险，投资者应慎重选择，并在使用时妥善保管好网上交易信息，特别是账号和密码。

特此公告。

诺安基金管理有限公司
二〇一六年九月二十七日