

English

下载中心

首页

网站地图

关于IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座



学术论文

《国际贸易》2004年第3期

有效转移信用风险

——亚洲债券市场入口处选择的尝试

国际金融研究室 陈虹

最近，亚洲国家就培育亚洲金融市场的入口处进行了广泛深入的讨论，并根据亚洲金融市场的风险以及特点，作出了初步选择。日本财务省亚洲债券市场研究会最新研究成果认为，债券与银行贷款有着极强的替代性，因此，通过培育债券市场，动员一般投资者大量持有债券就可降低对银行的过度依赖，促进长期资金的平稳转移。

入口选择

培育亚洲债券市场，研究宏观经济与债券市场的关系固然是一个重要的方面，但目前更需要解决具体以何种形式将融资困难的亚洲企业拉入债券市场发行债券的问题，即注重培育亚洲债券市场的可操作性研究。而可转移信用风险的金融商品所具有的特性可满足亚洲债券市场发展的需要。这类金融商品主要是最近欧美国家迅速发展的合成债务担保证券（抵押债务权益）CDO(Collateralised Debt Obligation)，这种担保证券主要通过证券化技术和风险转移技术组合债权资产中的信用风险。其中分为“套利结构证券”和“资产负债结构证券”。套利结构证券一般是根据不同的信用评级，将垃圾债券和新兴经济体债券组合出售给风险偏好不同的投资者，收益来源于组合资产现金流和手续费间利差。“资产负债结构证券”是商业银行转移信用风险、低成本融资的主要工具。在具体金融商品中，现金CDO主要目的是融资，而合成CDO则是转移风险。

在运作过程中，一般由特别目的公司(SPV: Special Purpose Vehicle)组成资产池，由它提供担保、吸收资产，阻隔破产。将原来债权人—发起者持有的原债权(公司债和贷款债权)的证券组合发生的风险利得组合为债券形式的金融商品。原债权仍留在发起者的资产负债表上，利用信用衍生金融商品，只是将信用风险转移到特别目的公司，被称为合成债务担保证券。

如果在亚洲地区发行这类证券，首先遇到的问题就是如何选择债务组合，如何给予担保的问题。就亚洲的情况看，可能仅能出现资产负债结构中的现金型组合，即组合不同的债务、基础贷款和债券，将它转让给SPV。因此，对债务的现金流进行分类，划分出优、劣不同等级，是将它们出售给投资者的前提条件。而且最初出现的不是流通市场交易的证券，只是发行市场上的“初级贷款担保证券”和“初级债券担保证券”。

日本亚洲债券研究会设计的证券化的基本框架，是资产负债结构债务担保证券的基本流程，目的是帮助亚洲企业群能够发行公司债。金融机构向这些企业提供贷款，各国政府为贷款提供担保(根据不同情况，也可由国际机构提供担保)。被担保的贷款、债务转让给特殊目的公司SPC: Special Purpose Company)，SPC在这些担保的基础上发行公司债。国际机构对这些公司债给予担保，证券公司认购并销售这些公司债。对亚洲来说，这是目前比较安全的企业公司债的发行方式。

当然，还存在一些技术性很强的问题：例如，如何进一步完善信用资质以及如何对投资者课税等。

亚洲债券市场发展的长期目标可分为3个阶段。第1阶段：有完全担保的全面认购。第2阶段：根据资产的现金流量确定债券不同的风险等级。担保机构不再给予全面担保，而只是部分担保。第3阶段：与完全担保脱钩。当然，即使是在第3阶段仍有许多尚未解决的问题。例如，这一阶段是否有必要对一定的政治风险给予担保和如何对待主权政治风险？

## 依据

1、世界市场。债务担保证券(抵押债务权益)CDO是转移信用风险的金融商品，一般定义“可将因债务者信用水平下降而发生的损失转移到其他经济主体的金融商品”。历史上，曾以债务担保的形式存在，近年来，随着金融技术的发展，诞生了多种多样的证券化商品和可转移信用风险金融商品。这类金融商品的特点是，可使范围更广的主体更容易地转移信用风险。但另一方面，因为这类金融商品是在资产负债平衡表外转移信用风险的，所以，与以往比较，人们更难判断金融市场上究竟是谁持有这些信用风险。因此，各国金融主管部门应该密切注意信用风险转移市场的扩大对金融体系稳定性的影响，这也成为国际清算银行全球金融体系委员会(cGFS)论坛上的重要议题。

上世纪90年代中期以后，在欧洲和美洲，以信用衍生金融商品为中心的新型信用风险转移市场不断扩大。例如，根据英国银行协会的例行调查，世界信用衍生商品的交易额，2001年底为1.2万亿美元，2002年底将近2万亿美元。世界银行贷款规模有30万亿美元，公司债市场规模有5万亿美元，尽管目前信用衍生金融商品市场规模远不及贷款市场和公司债市场，但是发展速度很快。美国以资产担保证券(ABS, Asset-Backed Securities)和债务担保证券为核心的证券化市场发展也非常迅速，目前其总额已达公司债市场的70%以上。

2001年以后，美国和欧洲先后发生了安然事件和信息产业企业破产事件，世界经济出现了下滑，违约事件增加，尽管如此，该市场仍然正常运转，至今尚未出现严重的混乱局面。

2、欧洲市场。历史上，欧洲占主导地位的是全能银行体系，其特点是非常重视银行与客户间长期的交易关系。银行对客户信用状况的详细了解 and 严格监管都不是通过市场进行的，而是以相对交易为基础，以交易活动为前提进行的。但是，随着欧元的诞生和金融全球化的影响，欧洲各国金融机构间的竞争日益激烈，金融统一加速发展，最大限度实现股东价值的经营理念也渗透到欧洲，金融机构迅速发展组合证券管理，以追求与风险等价的收益和经济的合理性。欧洲金融体系的特点与亚洲国家金融体系有许多近似之处，因此，欧洲在间接金融占主导地位的条件下如何发展资金市场的经验，成为亚洲关注的对象，并渗透到亚洲债券市场构想的设计中。1999年欧元市场诞生后，欧洲的金融资本市场迅速发展，其中特别是信用风险商品市场和银行团贷款市场，发展速度和规模大大超过了欧元诞生前的预想。与美国的信用市场比较，欧洲银行团贷款净额是美国市场的60%，公司债净额是美国市场的30%，证券化市场(资产担保证券净额)不到美国的1%。2002年欧洲公司债的发行净额与欧元诞生前1998年相比增长了1倍，合成债券担保证券甚至超过了美国，2001年以来的3年内，资产担保短期证券(ABCP)发行净额也在持续增长。在政府金融机构的援助下，CLO(Collateralized Loan Obligation, 以贷出债权为担保资产的资产担保证券)及ABCP成为中小企业的筹资方式。

## 试验田

1、东京都债权市场构想。随着信用衍生金融商品和证券化市场的发展，日本的信用风险转移市场也在不断扩大。但是，就目前的现状看，其占世界市场的比重仍然很低。

日本提出并正在实施“东京都债券市场构想”，尝试通过证券化方式帮助融资能力较低的中小企业进入债券市场融资。截至2003年3月，在日本政府行政机构的组织领导下，东京都已组织了4次发行，累计3000亿日元。发行的债务担保证券和贷款担保证券是日本最具代表性的新型证券化商品。因此，日本财务省研究会认为，可将东京都担保债券的发行经验推广到亚洲国家，从技术上尝试如何具体操作建立亚洲债券市场。

截至2003年3月，日本已发行了三种担保证券：私募资产担保票据、公募资产担保证券和公募债务担保证券，其中，日本政府未再对私募资产担保票据、和公募债券担保证券提供担保。如果这些证券能够集中起来，就可作为合成资产担保证券。日本发行资产担保证券，将实行大数原则，即运用统计方法对现金流量进行分析处理，在此基础上，已发行证券的现金流量越大，越容易进行资产担保证券组合。

2、日本中央银行的政策引导与业务援助。日本中央银行为促进信用市场的发展，充分发挥了政策指导和业务援助的作用。2003年6月开始将资产担保证券纳入调节金融市场的丁具体系，作为金融调节工具，有限额地买进。

#### (1) 日本中央银行对信用市场发展原因的判断：

金融机构观念的转变。即从重视对资本的管理，发展到重视对风险的管理。认识到不良债权的形成在于对信用风险管理的欠缺，因此，加快开发更严格的信用风险量化分析方法，设计与信用风险对称的贷款利差、组合贷款、公司债、证券化商品和衍生商品，利用合成有价证券，综合控制信用风险。

贷款者企业的筹资需求。企业希望有更广阔的筹资渠道，以解决在面临金融危机时的筹资困境。同时，企业还希望尽快削减在泡沫经济时期积累的有息负债。因此，通过证券化途径，能够更加主动地控制资产负债的平衡。有利于企业重组，开辟新的盈利业务。

投资者的作用。日本银行扩张性货币政策的长期化，使金融机构很难通过无风险的国债投资获取收益。投资者力图增加对风险金融商品的投资来增加收益。今后，政府主管部门要采取积极有效的债务管理政策，更加明确地将发行市场与流通市场连接起来。

#### (2) 日本中央银行在培育信用市场方面的作用：

组织与宣传。介绍欧美国家的先进事例，为促进本国信用市场发展提出倡议。同时协同行业协会，例如日本贷款债权市场协会(JSLA, Japan Syndication and Loan-trading Association)、日本全国银行协会、企业重组研究机构、中小企业融资研究会等进行研讨活动，具体研究各国信用市场的特点，提出：具体的操作方案。在日本银行的主页上开辟专栏，介绍有关资料。在日本银行的出版物上交换信息，发表调查报告。

业务援助措施。日本中央银行从业务方面积极支援证券化市场的发展，采取了各种政策措施，其作用有以下几个方面：通过购进资产担保债券向证券化市场提供流动性。正确掌握信用市场基础数据，完善贷款债权组成和流通的统计分析，提高市场的透明度。日本银行作为中央银行对信用市场的发展提供业务援助。

确立进一步发展信用市场的目标。活跃信用市场的交易，提高该市场的定价机制。企业层面的目标是，进一步疏通企业融资渠道，提高金融业的收益率，促进事业重组。金融市场层面的目标是，通过对合成有价证券的风险管理，控制金融商品层面上的信用风险。通过更加严格地定量把握信用风险，并及时预测风险，可进一步完善金融市场环境。政府的监督与管理同金融机构和投资者的定价机制结合起来，共同发挥作用。进一步降低市场交易成本，提高市场流动性。

#### 日本构想的启示

任何区域金融合作项目的开发和实现，最终要由市场完成，而所谓亚洲金融、资本市场，无非是亚洲国家中的一个相对成熟、健全，有能力承担区域金融合作工具的发行与流通业务的市场，它不能游离于亚洲已有市场之外而独立存在。

亚洲金融货币合作的主导权竞争，实际上是中国和日本竞争力和比较优势的较量。中国在区域金融合作中的作用，实质上取决于中国金融资本市场的成熟度，因此，中国参与以至未来主导区域金融合作，实际上，是中国国内金融市场形成

与发展并逐步走向成熟的过程。日本关于亚洲区域金融合作构想的形成与发展，也是与日本国内金融市场开放和走向国际化同步进行的。

就目前中国国际收支发展阶段和水平看，中国形成金融服务业比较优势，将要走过漫长的道路。随着中国经济改革的不断深入，金融资本市场的设计与建设已经提上了政府的工作日程。2004年初，中国政府有关部门就中国资本市场、中国衍生金融工具交易发表了重要文件，成为指导中国金融资本市场健康发展的方针。对于发展水平仍很落后的中国而言，能否在区域金融合作中发挥自身作用，取决于三项基础建设：数据体系、人才培育、制度引进。中长期目标应该抓紧上述三项基础建设。

首先，建立基础的数据体系，是任何市场的基础。无论政府对区域合作援助政策的决策依据，还是金融交易中对风险的分析、合成，无一不从基础数据出发。而对有关中国金融的一些研究中，往往因基础数据的缺失，数据体系的不全而难以进行有价值的分析。因此，应该根据国际标准规则的要求，制订中国相关领域的指标数据体系，并以此作为行业标准，指导中国金融体制改革。同时，以数据体系为基础建立交易、清算网络。交易和清算网络系统是金融资本市场的基础设施，即使不依赖其他金融技术支撑，便捷高效的交易、清算系统，也可增强信息的透明度，降低交易成本，提高金融商品的附加价值。对中国来说，更重要的是实施障碍相对较小的项目。

第二，发挥金融技术人才的作用是区域金融合作和中国国内金融市场建设的关键。在区域金融合作中，需要研究开发适合亚洲区域经济金融发展程度和特点的新型金融工具，金融工具的推广普及，又依赖金融技术专家的技术指导。人才的优势是竞争优势的保障。

第三，金融服务业是制度标准化程度最高的行业之一，强调国别特色，等于将自身隔离于国际市场之外。因此引进标准的金融制度，在风险评估、资质评级、财务会计等领域采用国际标准原则，是保证国内市场与区域性市场以至国际市场连接的必要条件。

在进行基础建设的同时，中国还应梳理国内经济可持续发展的轻重缓急，作为区域金融合作的近期目标，应该在现行制度和技术的可以支持的范围内，确定合作的突破口。一是尝试贷款债权的证券化。二是培育中国商圈优势和结算体系。

所谓贷款债权的证券化是将审查监督借款者的信息生产职能与承担风险的职能分割开来，使那些风险承受能力较差的金融机构也能够提供贷款。在中国进行的商业银行改革中，可与不良债权的处理工作结合起来，开发可转移信用风险的证券化商品，并完善其在亚洲区域发行流通的必要条件。与之密切相关的是进一步完善政府的信用担保制度，并帮助行业协会发展成为具有担保能力的机构，调动民间机构的活力。

在商圈优势的较量中，中国商圈的形成是不可忽视的力量。这指有着相同语言和文化的中国大陆、台湾和香港共同构成的经济圈。虽然其目前的国内生产总值GDP仅为日本的1/3，但已经成为亚洲经济发展的火车头。

根据日本财务省统计，中国已成为日本最大的进口来源国，而中国商圈是日本最大的出口对象。2003年日本的总出口额为27.176万亿日元，其中对中国商圈的出口占25%（对中国大陆12.3%，对香港6.4%，对台湾6.3%），大体与对美国的出口占比（24.7%）相等，高于对东盟国家的出口占比13.2%。这说明日本经济对中国商圈的依赖非常突出，亚洲经济以中国和日本的贸易为核心，这一特点更加明显。

中国大陆与香港签订了《内地与香港关于更紧密的经贸关系安排》（CEPA）协议，相互开放货物贸易市场和服务贸易市场，中国大陆和香港应该在金融领域的合作中为中国商圈网络奠定基础，共同培育中国商圈的竞争优势。

推荐好友

相关文章

■ 发展亚洲债券市场的倡议与进展 / 陈虹（2004年）（2007-1-24）

■ 孙杰 亚洲债券市场的发展与全球性国际收支失衡的调整 《世界经济与政治》2006年第1期（2007-1-7）

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

[院首页](#)

[网站声明](#)

[会员登录](#)

[联系我们](#)

[下载中心](#)

[院图书馆](#)

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024\*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号