

THE SCIENCE OF CREDIT ENHANCEMENT

增信法

三六五〇號



立信會計出版社

LIANYING ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

THE SCIENCE OF CREDIT ENHANCEMENT

增信学

王祚君◎著



立信会计出版社
LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

增信学/王祚君著. —上海:立信会计出版社,2018.7
ISBN 978-7-5429-5860-0

I. ①增… II. ①王… III. ①企业信用—研究
IV. ①F270-05

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第156410号

策划编辑 戎其玉
责任编辑 戎其玉 余 榕
封面设计 南房间

增信学

出版发行	立信会计出版社		
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码	200235
电 话	(021)64411389	传 真	(021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	电子邮箱	lxaph@sh163.net
网上书店	www.shlx.net	电 话	(021)64411071
经 销	各地新华书店		

印 刷	上海天地海设计印刷有限公司		
开 本	787 毫米 × 1092 毫米	1/16	
印 张	14.75	插 页	2
字 数	252 千字		
版 次	2018 年 7 月第 1 版		
印 次	2018 年 7 月第 1 次		
书 号	ISBN 978-7-5429-5860-0/F		
定 价	88.00 元		

如有印订差错,请与本社联系调换

前 言

除期货指数和汇率外,金融资产及其产品差不多支撑着整个金融体系。从资管角度看:属于资金投资类型的,风控方式主要是风险分散和风险对冲;属于资产管理类型的,主要是风险递延和风险转移。风险递延是临时而有限的,否则会导致严重的影子银行和货币超发。风险转移应该是终极的,无论固定收益产品(FIS),还是风险资产(RA),权益增信产品(ABS/RBS)都是金融资产/风险资产的风险终极者。因而,从风控角度看,从资产制造,到资产批零买卖,再到资产产品化,将资产风险通过ABS/RBS的市场交易与交易定价转化为产品风险、交易风险和定价风险,最终由产品交易市场(众多投资者)承担、消化,这些过程与环节都是为了实现风险转移的风控方式。如果说,金融体系是为了风险转移这一风控方式或资管模式而构建,那么,金融的本质也就是风险转移(增信),否则傻瓜也可以从事金融业务/金融事业。

ABS/RBS中的权益增信产品,都离不开法律法规赋予金融机构仅用于风控的特殊目的载体(SPV)。有幸的是,本人作为律师在2005年中国证监会制定ABS交易规则时力谏并论证了SPV在中国法律制度下存在法理上的合理性,推动了SPV作为持有基础资产并由外部管理人(券商)进行管理的合法主体地位。在ABS及其SPV的立法立规过程中,原深交所创新部门负责人、现港交所副总裁毛志荣博士,原中国证监会研究中心副主任、现中投公司基金部总监王欧博士,作为具有国际金融研究与国际投资银行资历的实践者,他们俩都起到了积极而不可替代的作用。直到现在为止,中国证监会所制定的ABS交易规则中的SPV,在整个中国金融系统中仍然是独一无二的,中国的商事信托尚未建立,虽然已经有了一部“民事”信托法。尽管中国的券商等投资银行机构只是运用了SPV的融资功能,创造了数万亿元的金融资产,构成了中国

金融机构表外资产近百万亿元级“灰犀牛”的一部分,却尚未理解 SPV 的真正含义:风险控制,这才是唯一性的“特殊目的”,即实现金融资产(FIS/RA)的风险转移。一旦认识到 RBS 的无法估量的价值,SPV 对于金融机构及其监管机构来说,更是无价之宝。

本人曾于 DBA 游学之际,走访了全球最大的再保险公司——瑞士再保险(Swiss Re),在那里获得一本书,书名叫 *The Value of Risk*。从而对增信产品及其增信定价有了清晰而明确的理解,对权益增信产品作为终极类型的增信产品充满了信心。RBS,作为权益增信产品,体现了增信效益性与增信安全性的完美统一,不仅可以解决目前中国金融界因基础设施项目融资所形成的“三座大山”(即风险巨大的金融资产、影子银行、人民币超发),而且可以为“一带一路”,甚至全球基础设施项目融资提供支持,推动人民币国际化,造福于全人类。RBS,如同智慧之神再现,眷顾着思索者与实践者,为增信学谱下最为华丽的篇章。

本人从 2007 年在中国证券报上首次呼吁建设中国增信制度开始,到 2008 年在天津尝试推行增信产品,再到 2014 年获得中国证监会有关领导的关注及其相关部门的讨论,在近十年的增信理念及其增信产品推广中,得到了许多老同学(微信:增信一家)、老朋友的积极支持与关照,包括原中国社会科学院副院长、国家金融与发展实验室理事长李扬先生,原天津市崔津渡副市长的推广支持,新华社下属瞭望智库吴亮总编,及其《瞭望》杂志与新华网的大力推广,原西藏证券经纪有限责任公司董事长贾绍君先生的力荐,中国东方资产管理公司上海分公司总经理陈小侔先生的思想碰撞,特别是原深圳证监局领导袁晓德先生的鼓励与推动。在此,本人一并表示感谢!最后,对于立信会计出版社戎其玉副总编及余榕编辑为本书编辑加工所付出的辛勤劳动,表示衷心感谢!

王祚君

2018/06/30 于中国上海

目 录

第一章 概论	1
第一节 增信简史	2
第二节 增信概念	5
第三节 研究对象与研究方向	11
第二章 权益增信与拟制人	15
第一节 第一次融资革命	16
第二节 有限公司:公司股权	17
第三节 上市公司:上市股票及其他产品	20
第四节 拟制人:权益增信(功能)	22
第三章 主体增信与政府融资	29
第一节 政府融资与中国实践	30
第二节 主体增信	31
第三节 缺陷与出路	37
第四章 主体增信产品与风险对冲	41
第一节 风险对冲与风险转移	42
第二节 衍生产品与增信产品	44
第三节 增信功能与主体增信产品	53
第四节 产品缺陷	59
第五章 权益增信产品与 SPV	65
第一节 第一次增信革命	66
第二节 SPV	67
第三节 ABS	74
第四节 “美国二房”解析	76
第六章 增信理念	83
第一节 增信需求	84
第二节 增信“门槛”	92
第三节 增信原则	96
第四节 增信基础	100

第七章 增信框架	103
第一节 增信形式	104
第二节 增信载体	110
第三节 增信媒介	114
第四节 增信价值构成	117
第八章 信用风险	121
第一节 信用	122
第二节 风险与信用等级	126
第三节 信用等级与信用利差	130
第四节 中国 FIS 利率(差)大数据	134
第九章 违约率及其定价	157
第一节 概率简论	158
第二节 违约现象与违约率	159
第三节 违约率与增信定价	163
第四节 增信定价方式与类型	170
第十章 权益增信产品与风险资产	175
第一节 SPV: 风险转移的利器	176
第二节 SPV: 新的历史使命	179
第三节 SPV: 第二次增信革命	180
第四节 全球基础设施融资需求	183
第十一章 创新增信产品	185
第一节 思路创新	186
第二节 产品创新	189
第三节 风控要点与措施	194
第四节 制度配套	200
第十二章 重构中国金融基础与全球金融格局	207
第一节 构建金融机构批零业务	208
第二节 重构金融体系的支撑基础	214
第三节 “一带一路”熊猫债	217
第四节 人民币国际化与重构全球金融格局	223
参考文献	226



第一章

概 论

第一节 增信简史

增信,从表面上来看是指高信用等级的主体或产品为低信用等级的主体及其产品进行增信,或者对低信用等级出租、出售高信用等级。无论是增信的产生过程,还是增信的初期操作,都是对增信初级阶段的真切感受。但是,发展到一定阶段,或者后期操作,所谓增信,就是转移风险,即对风险定价所形成的风险资产转移并管理。增信,尽管名义上产生于20世纪70年代美国的金融担保(Finacial Gqurantee, FG),但数百年来增信却一直是伴随着投、融资产品,或者金融产品及其创新产品而存在,经历了全球整个金融历史发展的全过程,并通过下列历史事件表现出增信的不同方向、不同形式和不同价值基础。

罗马法规定了民事担保(Civil Gqurantee, CG),重点在于担保责任和法律责任,而非经济上的增信作用,也非为追求增信功能。在公元538年优士丁尼的《法学阶梯》1.3.20pr中论述到:“为债务人被叫作保证人的人通常受他人之债的约束,在人们关心为自己取得更慎重的担保时,通常接受这样的人。”但公元1世纪盖尤斯的《法学阶梯》中却有诚意负责保证、允诺保证和诚意允诺保证三种保证种类,但后来的法学阶梯只留下诚意负责保证,其他两种保证都被淘汰。

担保物权(Real Right of Pledge)是指债务人或者第三人以保证债务履行而设定的物权,罗马法中的担保物权主要包括信托抵押权和质权。罗马法的起源是著名的十二铜表法(公元前449年)。在此之后,罗马法取得了很大的发展,经过几个世纪,其形成了今天许多国家的法律的基石。狄奥多西一世皇帝于公元438年将帝国的法律汇编成《狄奥多西法典》(Codex Theodosianus)。这部法典只是把君士坦丁大帝(272—337年)之后的历任皇帝所签署的宪令进行汇集。一个世纪后,查士丁尼大帝对罗马法进行了重新整理汇总,编纂成一部由四部分构成的《民法大全》,译作“国法大全”(Corpus Juris Civilis),该大全是罗马法的集大成者。

在古罗马法律中的无限合伙制度已经高度发达,按照罗马法,合伙是一种合意契约,两个人以上相互承担义务将物品或劳作集中在一起,以实现某一合法的且具有共同功利的目的。15世纪英国首开无限合伙(Generer Partnership, GP),1865年英国制定了《合伙法修正案》,1890年英国制定《英国合伙法》。因为无限合伙是统一权益结构,作为拟制人无限合伙的债务,就是每个合伙人的债务,无限合伙不存在差异权益结构,因此也就无法产生权益增信。这种统一权益的、无限

责任的合伙拟制人,尽管增加了具有共同责任、共同义务的合伙人数量,却并未带来拟制人在融资和管理上的方便。

17 世纪初英国女王颁布法令,允许成立英王特许的有限公司(Limited Company)。1694 年,约翰·霍顿(John Houghton)在自办报纸上刊登了包括英格兰银行在内的各种股份(Actions)的一份价格单。不过也有历史文献显示,1553—1555 年成立的莫斯科公司常被认为是近代英国第一家股份有限公司。有限公司作为拟制人,开创了拟制人的融资业务转化为投资业务,即公司股权融资转化为公司投资业务,在有限公司中实现了投融资业务一体化,即公司融资有限责任化。不仅如此,有限公司的权益结构又产生了权益增信功能。这样,有限责任公司作为拟制人的诞生,不仅是人类融资史上的第一次革命,而且附带着另一件金融“瑰宝”——权益增信功能。

第一只可上市交易的股票是荷兰东印度公司,第一家为股票提供交易的证券交易所是阿姆斯特丹证券交易所。1602 年成立的荷兰东印度公司则是第一家“永久性”的股份有限公司,并成功在阿姆斯特丹证券交易所发行股票(Listed Stock)。通过向全社会融资的方式,荷兰东印度公司成功地将社会分散的财富,变成了自己对外扩张的资本,人们因此踊跃地大量购买荷兰东印度公司的股票,参与财富增长的分享。于是,世界上第一家证券交易所和第一只股票就这样开始了它们的历史使命。

20 世纪 20 年代前后,另一种拟制人产生。与公司法人不同的是,它没有内部管理结构,即股东(会)、董事会、总经理的“三会”制度设置,而是在外部设置了管理人,这就是托拉斯(Trust)。19 世纪末至 20 世纪 30 年代控制着美国经济、政治和社会生活各个方面的大金融资本集团,即以摩根财团和洛克菲勒财团为首的八大金融资本集团(即摩根、洛克菲勒、库恩-洛布、芝加哥、梅隆、杜邦、波士顿、克利夫兰八大财团)。托拉斯其实来自商事信托(Business Trust, BT),最早出现的是美国的马萨诸塞信托,或称“麻省信托”。外部管理拟制人的产生和发展,深刻影响着人类经济活动及其全球金融事业发展。

20 世纪 70 年代初,美国产生了金融担保(Financial guarantee, FG),适应了当时的地方债、市政债发行的需求。美国金融担保机构总共有 15 家左右,其中有 5 家最大型的金融担保机构,包括:AMBAC 赔偿公司(AMBAC)、金融担保保险公司(FGIC)、金融证券担保公司(FSA)、市政债券投资者担保公司(MBIA)和资本再保险公司(Cap Re)。金融担保(FG)促使现代增信概念的产生,以区别于传统担保和传统保险的概念。

在金融担保这个崭新增信概念产生的同时,美国金融机构开始高度关注房地产融资产品的信用风险,并借助于从商事信托演变过来的全新的拟制人,特殊目的载体(Special Purpose Vehicle, SPV)发行资产证券化产品(Asset Backed Securities, ABS)和抵押贷款证券(Mortgage Backed Securities, MBS)。由政府全国按揭贷款协会(Ginnie Mae, 吉利美)发行的房地产抵押贷款支持证券(MBS)开创了第一单资产支持证券(ABS)。1983年联邦国民抵押贷款协会(Fannie Mae, 房利美)发行MBS。

“美国二房”(即房利美和房地美)则是SPV的特别版本,属于特殊目的公司(Special Purpose Company, SPC),1970年房利美在纽约交易所上市,演绎了上市公司与SPV相结合的控制金融机构风险的一出大戏。但是,由于“美国二房”以SPC形式上市,有意或者无意间模糊了作为内部管理拟制人的公司法人与作为外部管理拟制人的SPV之间的不同权益关系,结果全球金融机构只是把SPV当作融资工具,而未把SPV当作控制或转移金融资产信用风险最为有效的方式,或者最为有效的资管模式。

1995年,Blythe Master,这个美国大型著名金融机构——JP摩根的财务总监所组织的创新团队首创CDS。JP摩根的第一份CDS合约就是成功地把安然公司的信贷风险转移给欧洲复兴开发银行,将资产负债表上商业贷款的部分信用风险一并转移给独立第三方——欧洲复兴开发银行。JP摩根运用CDS,不仅转移了商业贷款的信用风险,还节省了JP摩根的资本金。因此,JP摩根开发的这个增信产品(Credit Default Swap, CDS),成功地得到了美国市场参与者和监管局的认可,以参考公司为实体的CDS,很快就出现在美国金融市场。无论是对冲风险的,还是转移风险(增信)的,抑或进行风险投机的CDS,都蜂拥而上,于2008年美国金融危机前达到顶峰。

1997年12月及1998年1月,韩国开发银行及泰国工业金融公司获偿8亿美元,但由于欠缺标准的法律文件规范,信用联结债券(Credit Linked Note, CLN)市场发展一度迟缓。1998年国际掉期及衍生产品协会(International Swap and Derivatives Association, ISDA)公布信用衍生产品的定义,以减少法律争议的发生。

2004年中国银监会发布《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》,该办法经2007年、2011年两次修订。中国在2010年推出了融资担保法规,规定持牌经营的融资担保机构可以从事债券的融资担保业务,与美国“金融担保”英文名相同,业务基本情况相近似,风险相同,只是有些细节不同。2010年中债增信推

出信用风险缓释系统(Credit Risk Mitigation, CRM),由信用风险缓释协议(Credit Risk Mitigation Agreement, CRMA)和信用风险缓释凭证(Credit Risk Mitigation Warrant, CRMW)组成。2017年9月中国银行间市场正式认定CRM,并宣布引进CDS和CLN。

然而,有限公司的诞生和公司投融资的产生,却是人类融资史上的第一次革命,尽管第一个拟制人是无限合伙。在这一融资革命中产生的拟制人的权益增信功能,正是这一融资革命所播下的最伟大的革命种子。由此带来的SPV权益增信产品,为金融机构的风险控制(以下简称“风控”)方式与资产管理(以下简称“资管”)模式,在数百年后大放异彩。尽管这一革命种子直到现在为止仍被人类狭隘思想束之高阁,埋没在近三百年人类增信历史长河之中,但这一革命种子终究可以演化为创新增信产品。创新增信产品不仅可以解决中国数百万亿元人民币金融资产的风控难题,而且将成为全球金融界最为有效的资管模式,抑或可以满足世界各地数百万亿美元规模的基础设施融资需求,造福于全人类。

第二节 增信概念

一、基本认识

信用增级(Credit Enhancement, CE),亦称信用增进或信用加强,对中国来说是“舶来品”。增信,就是信用增级的简称。20世纪70年代初,美国发展出了所谓的金融担保概念(FG),以信用出租/信用出售作为增信定价,以及时偿付作为制度安排,由这两个增信特征或增信门槛,以区别于以往的民事担保、物权担保及其一般保险概念。尽管现在中国也有“融资担保”的概念,在英文上与美国金融担保相通,而且它们都属于主体增信,但两者并不是一回事。美国金融担保(FGa),已经跨入了增信领域;中国融资担保(FGc)只是刚来到了增信门口,准备跨入增信的门槛。无论FGa,还是FGc,作为主体增信,或者外部增信,早已不再是人类增信史上的主角。尽管权益增信功能早已存在于500年前的有限公司这一拟制人之中,也许是人类具有“健忘症”这一基因缺陷,也许是某些利益集团有意无意地将人们引向错误的认知领域,增信权益,或者权益增信产品,却一直没有得到正确的认识。

二、外向认识

1. 增信与增信功能

增信功能,早已在人类历史上存在了数百年,甚至数千年。罗马法中的有关担保(民事担保)规定,则体现了一定的主体增信功能,尽管这种古老担保不具备现代增信的内涵。除此之外,增信还来自拟制人的权益增信功能。增信功能主要有下述类型:首先,自罗马法以来,民事担保在欧洲各国法律中得以确立。民事担保通过法律定义的行为,使得担保行为具有增信功能,即被担保人可以使用担保人的信用,或者被担保人的法律责任或信用风险由担保人承担。其次,近代欧洲各个国家的法律规定,由物权作为出质/抵押为被担保人进行担保,并以物权价值承担被担保人的法律责任,或者被担保人的信用风险由出质/抵押的物权承担。再次,自有限公司成立以来,有限公司的不同权益结构之间存在着一定的增信功能,比如公司股权对公司债务具有权益增信功能。最后,因前后权益资本更替,可以使后期权益资本对前期权益资本具有增信功能,比如后续公司债务融资对前期公司债务融资具有增信功能,因为后续公司债务融资可以归还前期公司债务融资,后期公司股权融资也可以归还前期公司债务融资。

由此可见,增信功能主要有四个类型,即主体增信功能或主体担保功能,物权增信功能或物权担保功能,权益增信功能与更替增信功能。但是,具有增信功能,并不等于增信本身;增信拥有自己的“门槛”(详见第六章第二节),并与增信功能相区别。但有时增信与增信功能合而为一,有时却并不同道。权益增信功能在有限公司及其股份公司中都有相应表现,但在股份公司与上市公司之间却存在增信权益,即为风险转移而存在的增信权益及其权益增信产品。

2. 增信与担保物权

在民事担保中,除了主体增信功能外,还有一种是物权增信功能,叫担保物权或物权担保。在大陆法系中,由于物权属于担保人,且担保价值不能止于物权价值,即使最高额担保;由于物权的变现性障碍和价值变动性,担保价值仍会超越物权价值追究至担保人。于是,物权担保仅是民事担保的附属物,物权增信功能则是主体增信功能的延伸版。在英美法系中,担保价值可以止于物权价值而不再追究至担保人,比如房产按揭。因此,物权担保不再是民事担保的附属物,物权增信功能独立于主体增信功能。这种物权增信功能,对于现代增信,对于增信定价,甚至对于现代增信产品都起到非常积极正面的作用。

3. 增信与一般保险

一般保险是对人与物,及人的活动通过概率精算进行保险,尽管也曾对 FIS 价值进行保险,但增信的“及时偿付”让其却步,直至 CDS 作为衍生产品或增信产品出现时,保险机构才重新介入 CDS 交易。虽然保险机构参与 CDS 交易,只是投资衍生产品,而任何持币投资者均可介入 CDS 交易,但是,保险的概率精算,却对以违约率为基础的风险(增信)定价起到积极而深远的影响。

4. 增信与金融担保等

在法律形式或法律名义上,增信来自金融担保(FG)。FG 跨越了现代增信概念的门槛,信用“租售”的增信定价与及时偿付的增信效果。从而,FG 作为现代增信概念,与古老的民事担保、有限公司的权益增信功能相区别。但是,FG 只是增信初级阶段的产物与认知,尽管具备了现代增信的必备要素,却仍在名义上受制担保概念。作为主体增信,FG 是行业监管和持牌经营的产物,只能通过非标合约开展 FG 业务,使增信局限于 FG 机构。尽管 FGa 以信用“租售”进行增信定价,却没有迈出信用交易/信用买卖关键一步,无法在法律形式上完成从民事担保向商事担保(Business Guarantee, BG)的华丽转身,因而也无法从主体增信走入主体增信产品,将增信彻底地、完全地引入资本市场。尽管 FGc 与 FGa 在英文上相通,但却深陷民事担保概念之中。更可惜的是,中国所创立的 CRMA,已经运用了信用(保护)买卖概念,却自我限制不得转让。CRMA 不仅无法将增信对接资本市场,而且自身也丧失了向增信产品转化的历史机遇。

5. 增信与风险对冲:衍生产品

增信是民事担保(CG)发展到商事担保(BG)的结果。高级阶段的商事担保,实际上已经脱离了担保(行为)概念,进入了买卖(产品)概念,包括初期的信用(保护)买卖,后期的风险(资产)交易。这种转化,如同民事信托(Civil Trust, CT)向商事信托(Business Trust, BT)转化,或者单一财产信托转化为集合投资信托,也是由信托(行为)概念转换为买卖(产品)概念。因此,在讲增信时,必然与担保/买卖等法律概念相关联,FG 正是这个转化过程的过渡性产物或矛盾体。

迄今为止,最重要的衍生产品就是信用违约互换(CDS),CDS 就是以信用(保护)名义进行买卖交易的。在功能上,CDS 的风险对冲与增信的风险转移,有着相互交叉关系,因此也意味着,CDS 既是衍生产品,又是增信产品。在价值构成上,CDS 与增信相通,都是风险(标的资产)定价,尽管在名义上是对信用(保护)进行定价。在信用事件构成及其处置回收率(Recovery Rate, RR)上,CDS 与增信有着相应区别。应该说,增信与衍生产品互通有无,具有相互交叉的关系。

CDS 以其标准合约,打破了行业监管和持牌经营,将增信第一次引进了资本市场。但是,CDS 只是主体增信产品,除了交易对手风险可能引发金融行业系统性风险外,仍然受制于主体的无限责任,仍然陷于自我增信的恶性循环。而且,CDS 的资产标的(增信对象)只为财务透明度高的上市公司和金融机构,在投机与逐利主导的资本市场上,导致 CDS“裸交易”盛行,严重加剧交易对手风险所带来的系统性风险。

6. 增信与权益增信产品

尽管有限公司的权益结构具有增信功能,但不是针对信用风险而设计,只是自然产生或后人总结的。因此,这种权益增信功能不可进入现代增信的概念与范围。直至金融机构运用 SPV 设置不同层级权益结构,诸如优先级证券、夹层证券和底层证券等,才使增信权益及其权益增信产品成为增信大家族一名成员,并且,可能是这个增信大家族中最重要、最终极的成员。

300 多年前的英国创造了有限公司,在其内部设置了不同层级的权益结构。作为次级权益的公司股权吸收、分离、转移并承载了作为优先级权益的公司债务的风险,即公司债务的风险先由公司股权承担,或者有限公司破产倒闭时先清偿公司债务,如有剩余时再分配给公司股权。也就是说,公司股权对公司债务具有权益增信功能,公司股权是具有增信功能的权益。但是,(有限公司)权益结构所产生的权益增信功能,如同民事担保的主体增信功能,并不具备现代增信所要求的必要内含。因此,增信,与具有主体增信功能的民事担保,与具有权益增信功能的(有限公司)权益结构,有着相互区别的“门槛”,尽管后面两者都为现代增信指明了相应方向。

三、内向认识

1. 信用风险

就其本质来说,信用风险就是增信对象,而且仅存在于包括债券、贷款及其债务融资工具等金融资产(FIS)及其发行人/融资者中。众所周知,FIS 的所谓产品风险来自其主体性或主体无限责任,即来自其发行人/融资者的信用风险。FIS 的产品风险与发行人/融资者这些主体的信用风险相一致,或者说是,产品风险是主体风险的延伸。因此,在增信过程中,有的增信对象是 FIS,有的增信对象则是 FIS 发行人/融资者,本质就是两者统一的信用风险,也就是所谓“标的资产”所转移的风险,必须是 FIS 及其发行人/融资者的风险,属于增信对象,并且必须是增信对象及其所罗列的风险。定价(后)的风险,就是风险资产。尽管金融资产

(FIS)都是风险资产,但增信所形成的风险(资产)却是从金融资产(FIS)分离转移出来的,属于风险利率产品;在分离转移出风险(资产)后,金融资产(FIS)只是无风险利率产品,与短期国债(收益率)相当。增信对象及其所罗列的风险,与衍生产品不同,衍生产品所列信用事件更为广泛,因此与衍生产品相区别。增信对象及其所罗列的风险,与生命风险或财产风险相区别,因此与一般保险不同。

2. 风险转移

风险转移可以采用不同的法律概念,既有初级阶段的金融担保,也有高级阶段的商事担保,即信用(保护)买卖/风险(资产)交易。在主体增信中,都是通过非标合约这种增信媒介来转移风险的,即将风险转移至增信主体(机构),犹如FG/CRMA,这也是传统上所说的外部增信或直接增信。在增信权益,或权益增信产品中,都是通过拟制人权益结构的设置来转移风险的。如果没有权益结构,就不存在增信权益,比如同为拟制人的无限合伙,就不存在权益结构。拟制人的权益结构作为一种增信媒介,把一部分权益的风险转移到另一权益中。风险转移出去的权益,形成优先级权益(证券);承载风险的权益,为次级(分档)权益(证券)。这种由权益结构转移风险的,传统说法为内部增信或间接增信。当然,不同权益可以产品化上市交易,优先级权益因上市交易或者具有流动性而成为优先级证券;次级(分档)权益又因上市交易或者具有流动性而成为夹层证券与底层证券。也就是说,增信权益因上市而转化为权益增信产品。

风险的转移方式,可以是信用买卖,也可以是风险交易,更可以是设置拟制人的权益结构。信用买卖,包括信用“租售”的金融担保,尽管名义上仍为担保概念;风险(资产)交易,包括名义上的信用(保护)买卖,实际上的风险(标的资产)交易,包括CDS/CRMW、CLN;SPV不同权益结构的设置,公司法人的上市股票及其优先股、次级债,SPV的夹层证券与底层证券则就成了权益增信产品。

3. 风险(增信)载体

风险载体也可称为增信载体,是指承载从增信对象转移出来风险的各种载体。如果承载从增信对象转移出来风险的增信载体是法律主体,那它可能是增信机构,比如FG机构。如果承载从增信对象转移出来风险的增信载体是合约产品,那就是主体增信产品,比如CDS/CRMW;如果承载从增信对象转移出来风险的增信载体是FIS,那它可能是CLN。如果承载从增信对象转移出来风险的增信载体是拟制人权益,那它可能是上市股票,或者夹层证券和底层证券。如果承载从增信对象转移出来风险的增信载体是其他权益产品,那它有可能是另一种创新型增信产品。运用什么载体去承载增信对象转移出来的信用风险,涉及人类智慧与创造力。

不同风险载体,增信风险、增信效益、增信对象、增信定价及其增信成本不同。

4. 风险(增信)定价

在主体(机构)增信中,都是以主体(机构)自身价值进行增信,而且自身价值要比增信对象价值高出许多。虽然中国的融资担保机构的资本金具有 10 倍杠杆率,但单一增信名义价值不得大于融资担保机构资本金的 30%。这种以自身价值进行增信的,可称“身价增信”。在产品增信中,信用买卖的定价,从增信关系的信用等级差(以下简称“信等差”)所形成的信用利差,比如金融担保定价,上升到增信对象的风险定价所形成的风险利差,比如 CDS。以信用利差或风险利差进行定价的,或者以违约率为基础的定价,可称“定价增信”。

关于风险(增信)定价要认清以下几个问题:

(1) 风险定价问题。民事担保与物权担保中的主体增信功能与物权增信功能决定了它们对风险定价不关注,只是关注风险本身(担保责任)。它们并不关注担保费用或根本无法收取担保费用,即不关注风险定价或无法风险定价,因此它们还未成为主体增信或物权增信。而金融担保(FG)则是以信用租售进行风险定价并收取增信费用,则是跨入了增信的门槛。

(2) 主动定价问题。具有权益增信功能的公司法人或资金投资类型的外部管理拟制人的权益结构,因无法主动对其他权益进行风险定价,或者自身价值与其他权益无关,它们就无法成为增信权益或权益增信产品。以违约率为基础的风险定价所形成的 SPV 不同层级的权益结构,夹层证券与底层证券,就是吸收了优先级证券的风险,是对优先级证券的风险定价,因此属于增信权益,或者权益增信产品。

(3) 主动定价问题也是定价管理的根本问题。风险定价既包括产品发行价格,又包括产品交易价格,通过定价管理,将产品风险与市场风险逐渐释放出去,由市场承担并消化。

综上,增信是一门信用风险转移及其定价管理的学科,或者风险资产转移与他人管理的学科。从第一个定义看,(信用)风险,需要转移及其定价管理。信用与风险是两位一体;风险需要转移,反映了增信的必要性和原则性;风险转移管理,追求转移、承载载体的安全性,可能一次转移不足以完全转移需要再次转移,比如主体增信不安全而寻找产品增信;风险定价管理,是他人(增信者)定价、市场定价,不可为自我定价,并由定价者专业管理,增信主体的自我内部管理无法满足,需要增信产品的外部市场化专业管理。从第二个定义看,风险资产,需要转移并由他人管理。风险定价,是他人定价或市场定价,经他人定价的风险为风险资产;风险资产需要转移,反映了增信的必要性和原则性;风险资产由他人管理,他