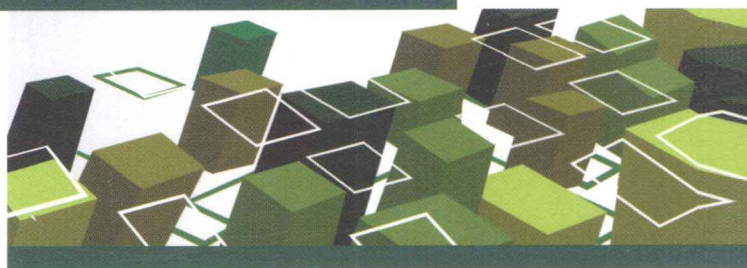


详细探讨信用衍生品市场的引入对宏观和微观经济的影响

信用衍生品的 经济效应分析

陈秀花 著



Analysis on the **Economic** Effects of the Credit Derivatives

在阐述信用衍生品的避险机理的基础上,详细探讨信用衍生品市场的引入对宏观和微观经济的影响,以便于为信用衍生产品引入中国提供充分的理论根据。从技术层面探讨信用衍生品对于解决中国银行业信用风险管理问题和构建银行业风险管理体系的潜在优势和现实可行性,并分析市场发展障碍,设计可行的市场发展步骤。



经济科学出版社
Economic Science Press

详细探讨信用衍生品市场的引入对宏观和微观经济的影响

信用衍生品的 经济效应分析

陈秀花 著

Analysis on the
Economic
Effects of the Credit Derivatives



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

信用衍生品的经济效应分析/陈秀花著. —北京:
经济科学出版社, 2012. 4
ISBN 978 - 7 - 5141 - 1565 - 9

I. ①信… II. ①陈… III. ①金融衍生工具 - 研究
IV. ①F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 022903 号

责任编辑: 周国强
责任校对: 刘欣欣
技术编辑: 邱 天

信用衍生品的经济效应分析

陈秀花 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

编辑部电话: 88191350 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京汉德鼎印刷厂印刷

710 × 1000 16 开 16.75 印张 290000 字

2012 年 4 月第 1 版 2012 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1565 - 9 定价: 68.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

信用风险是商业银行最古老也是最重要的风险形式，直接影响银行的经营与管理。传统上，已经有许多方法为银行决策者用来管理信用风险，包括要求债务人提供抵押品，设定各区域、产业、集团的贷款上限，第三者保证，也可由保险公司提供保险，以弥补债务人不履行债务所产生的损失，或是通过证券化或借款出售的方式，将信用风险转移，但上述的传统方式大都有其局限性。

中国的银行业在快速发展的同时，信用风险相当集中，积累和形成了相当数量的风险资产。在我国金融分业经营，利率尚未市场化，存贷款利差收入仍是商业银行的主要收入来源的情况下，信用风险是我国商业银行面临的主要风险。如何防范和化解银行的信用风险，是理论上和实践中都迫切需要回答的一个问题。

目前，解决中国银行业资产质量问题的一些实践做法和改革建议，主要可以归为两类：一类是针对中国银行自身的公司治理结构，通过产权制度的改革如以公司制形式、上市等来改变银行业的内部管理特征；另一类是针对中国整体的金融结构改革，通过发展资本市场等来改变企业的融资结构进而改变银行业的外部经营环境。但是关于“信贷资产管理”本身，尤其是其作为管理技术所特有的创新性因素对我国信贷资产质量问题的形成和影响，各种政策研究和学术探讨却少有涉及，更不必说从技术角度，甚至用技术创新来解决银行业信贷资产质量问题，从而造成我国的信用风险管理仅仅停留在外部制度层面，缺乏技术层面的培育和系统构建，导致中国银行业管理信用风险的技术与国际

领先的银行存在巨大的差距。20 世纪 90 年代后期,以信用衍生工具和结构化金融技术支持的银行业信贷资产组合管理,成为欧美金融界特别是银行业信用风险转移最重要的金融创新,由金融创新引导的信用风险管理方法的革命,也为解决中国银行业信贷资产管理问题带来了新的启示。

信用衍生品是国外最新发展起来的用于管理信用风险的金融工具,它在不改变资产所有权的前提下,将贷款或债券的信用风险从其他风险中剥离出来,在市场上被定价,并被转移给愿意承担风险的投资者,使信用风险第一次拥有了和市场风险管理同样的对冲手段,从根本上改变了信用风险管理的传统机制。由于信用衍生品是金融工程领域的最新进展,相应的法律、法规、会计核算和监管规则还在完善之中,其宏观和微观经济效应还有待于若干经济周期的进一步检验和进行确切的实证分析。本书试图在阐述信用衍生品的避险机理的基础上,详细探讨信用衍生品市场的引入对宏观和微观经济的影响,以便于为信用衍生产品引入中国提供充分的理论根据。同时希望通过系统的研究,从技术层面探讨信用衍生品对于解决中国银行业信用风险管理问题和构建银行业风险管理体系的潜在优势和现实可行性,并分析市场发展障碍,设计可行的市场发展步骤。

根据研究目标,本书除了第 1 章导论外分四部分进行论述。第一部分包括第 2 章,对信用风险管理进行介绍从而引出信用衍生品,并对信用衍生品的一些基本概念进行了详细介绍和界定,说明了信用衍生品在商业银行信用风险管理中的作用。第二部分详细论述了信用衍生品的微观和宏观经济效应,具体包括第 3 章和第 4 章,首先在第 3 章分析了信用衍生品的微观经济效应,从原理上对信用衍生品的避险机理进行了分析,说明了在完备市场的假设条件下,信用衍生品市场能够有效地转移信用风险;其次在第 4 章论述了信用衍生品的宏观经济效应,主要包括对货币政策的影响,及对金融稳定性的影响。第三部分包括第 5 章和第 6 章,信用衍生品的风险转移功能及促进金融体系稳定性功能的发挥则有赖于信用衍生品的正确定价,所以在第 5 章,我们重点介绍了信用衍生品的定价;第 6 章指出了信用衍生品交易中所可能涉及的风险,提出了相应的风险管理方法及程序,并对信用衍生品市场的外部监管进行了分析。第四部分包括第 7 章,是有关信用衍生品在中国的实际应用,介绍了信用衍生品引入中国的必要性、可行性及相应的路径选择。

本书可能的创新主要有三点:(1)从技术层面提高银行业信用风险管理水平是提高银行业国际竞争力的根本所在,而信用衍生品则是国际上信用风险管

理方法的最新发展，将其引入中国有其必要性与可行性。(2) 迄今为止，还没有专门针对信用衍生品的经济效应的研究，本书在对有关资料进行梳理和总结的基础上，对信用衍生品的经济效应进行了全面系统的分析，从而为信用衍生品引入中国提供了一些可靠的理论基础。(3) 信用衍生品主要被银行用来转移信用风险，大部分研究者认为由信用衍生品交易所带来的信用风险分布范围的扩展可能会影响货币政策的传导机制，但没有人对这一问题进行详细的研究和探讨。本书在对上述研究进行总结的基础上，提出了风险厌恶会使得银行减少贷款的发放，而信用衍生品市场的出现会使得银行的风险厌恶减弱，承担更多的风险从而增加贷款的发放，根据“银行贷款货币政策传导机制”理论，这会对货币政策产生扩张性的影响。

作者

2012 年 2 月

目 录

- 第 1 章 导论 1
 - 1.1 研究背景和问题的提出 1
 - 1.2 本研究的现实意义 2
 - 1.3 文献回顾及简要评论 3
 - 1.3.1 国外对信用衍生品的研究 3
 - 1.3.2 国内信用衍生品的研究现状 6
 - 1.4 研究内容及框架 7
 - 1.5 可能的创新 8
 - 1.5.1 创新性地提出了从技术层面解决银行业不良资产增量防范的新思路 8
 - 1.5.2 对信用衍生品的经济效应进行全面系统的论述和探讨，为中国银行业引入信用衍生品解决信贷风险提供了理论依据 8
 - 1.5.3 提出了信用衍生品市场能够对货币政策产生扩张性的影响 9
- 第 2 章 商业银行信用风险管理及信用衍生品相关议题 10
 - 2.1 信用风险界定及特点 10
 - 2.1.1 信用风险的定义 10
 - 2.1.2 信用风险的特点 13
 - 2.2 信用风险管理方法 15

2.2.1	传统信贷管理方法及其局限性	16
2.2.2	信用风险转移 (credit risk transfer) 方式的发展与变迁	17
2.3	信用衍生品的种类及相关议题	21
2.3.1	信用衍生品产生的背景	21
2.3.2	信用衍生品市场的发展	25
2.3.3	信用衍生品的种类	29
2.3.4	信用衍生品的交易动机	35
第3章	信用衍生品微观经济效应分析	40
3.1	信用衍生品市场的微观经济效应概述	41
3.1.1	金融衍生品市场的微观经济功效分析	41
3.1.2	信用衍生品的微观经济效应	43
3.2	信用衍生品转移信用风险的经济机理	43
3.2.1	信用衍生品交易者的风险偏好	44
3.2.2	信用保护购买者的避险需求分析	44
3.2.3	风险均摊: 阿罗—林德 (Arrow-Lind) 定理	49
3.2.4	信用衍生品市场的风险分担机制及有效风险配置条件	49
3.3	信用衍生品市场转移信用风险的市场效率分析	55
3.3.1	信用衍生品市场转移风险的效率: 理论分析	56
3.3.2	信用衍生品市场转移信用风险的效率分析: 压力事件的检验	63
3.4	信用衍生品的价格发现功能	66
3.4.1	信用风险的价格发现途径: 股票、债券和信用衍生品市场	66
3.4.2	信用违约互换价格: 信用风险的直接表现	66
3.4.3	信用违约互换市场领先于价格发现过程	70
3.4.4	案例分析: 从安然事件、美国金融危机看信用违约互换市场 的价格发现功能	71
第4章	信用衍生品的宏观经济效应	74
4.1	信用衍生品市场的宏观经济效应概述	75
4.1.1	金融衍生品市场的宏观经济效应	75
4.1.2	信用衍生品市场宏观经济效应概述	82
4.2	信用衍生品与金融稳定性	82

4.2.1	信用衍生品对其基础市场稳定性的影响	84
4.2.2	信用衍生品对金融体系稳定性的影响	95
4.3	信用衍生品与货币政策	106
4.3.1	信用衍生品对央行货币政策的影响	106
4.3.2	信用衍生品对中国货币政策可能产生的影响	108
4.3.3	结论:信用衍生品对中国货币政策的影响	118
第5章	信用衍生品的定价	120
5.1	违约概率相关文献——信用风险定价模型综述	121
5.1.1	结构法模型 (structure approach model)	121
5.1.2	基于强度过程的约化模型 (reduced-form approach model)	127
5.1.3	混合模型	133
5.2	违约收复率分析	135
5.2.1	违约收复率的统计特征	135
5.2.2	收复率 (损失率) 与违约概率之间相关性	139
5.2.3	信用价差的统计特征	140
5.3	违约过程的马尔可夫检验	141
5.3.1	数据	142
5.3.2	检验方法	143
5.3.3	结果	144
5.3.4	违约概率结论及意义	147
5.4	信用衍生品的现金流定价法——信用违约互换的定价	148
5.4.1	一般模型	148
5.4.2	不变的违约率模型和隐含的违约概率	153
第6章	信用衍生品市场风险及监管	158
6.1	信用衍生品市场的风险及风险管理	158
6.1.1	信用衍生品市场的风险	158
6.1.2	信用衍生品市场的风险管理	166
6.2	信用衍生品市场的缺陷及监管	173
6.2.1	信用衍生品市场的缺陷 (监管的原因)	173
6.2.2	信用衍生品市场监管的主要内容	180

6.2.3	信用衍生品的监管资本要求	184
6.3	信用衍生品市场的不对称信息及相应的契约设计	191
6.3.1	信用衍生品市场上的非对称信息：逆向选择	192
6.3.2	信用衍生品市场上的非对称信息：道德风险	198
6.3.3	信息不对称与信用衍生品最优契约的设计问题	202
第7章	信用衍生品在中国的应用与发展前景分析	213
7.1	信用衍生品引入中国的必要性分析	214
7.1.1	金融体系的结构：银行主导型和市场主导型金融体系	214
7.1.2	以银行为主导的中国金融体系	215
7.1.3	中国银行业信用风险现状分析	215
7.1.4	中国银行业经营环境的变化及信用风险管理方法改革——信用 衍生品的引入	219
7.2	中国引入信用衍生品的市场条件分析	221
7.2.1	信用衍生品市场宏观经济环境分析	221
7.2.2	信用衍生品市场的微观交易主体	227
7.2.3	中国发展信用衍生品交易所面临的障碍	231
7.3	中国信用衍生品市场发展的路径选择及制度框架	236
7.3.1	路径依赖理论及中国金融衍生品市场试点过程的路径依赖性	236
7.3.2	中国信用衍生品市场发展的路径选择	238
7.3.3	中国发展信用衍生品市场的金融制度框架	243
	参考文献	248

第 1 章

导 论

1.1 研究背景和问题的提出

金融的全球化趋势及放松金融监管，使得金融市场的波动性不断加剧。商业银行作为金融机构极其重要的组成部分，其风险管理更是受到国际国内金融界的广泛关注。在商业银行面临的各种各样的风险当中，信用风险是最古老也是最重要的风险形式，具有特殊的地位，直接影响银行的经营与管理。自 20 世纪 80 年代拉美债务危机开始，银行信用风险的集中一直是一个比较棘手的问题。银行危机的频频爆发促使银行对风险集中问题的高度关注，银行也在积极地运用风险分散的手段来降低资产组合的风险。

传统上，已经有许多方法为银行决策者用来管理信用风险，包括要求债务人提供抵押品，设定各区域、产业、集团的贷款上限，第三者保证，也可由保险公司提供保险，以弥补债务人不履行债务所产生的损失，或是通过证券化或借款出售的方式，将信用风险转移，但上述的传统方式大都有其限制。从 20 世纪 80 年代开始，在金融理论发展和技术进步的推动下，金融领域发生了前

所未有的巨大变化，金融创新已经成为推动市场发展的重要力量。进入 20 世纪 90 年代以来，信用风险管理几乎成为风险管理领域最关键、最具挑战性的课题，各种金融机构和非金融机构都在承担越来越多的信用风险。信用风险的暴露量在增加，性质也更为复杂，市场迫切需要一种较为成熟的信用风险管理手段，信用衍生产品就是在这样的背景下应运而生的。

信用衍生品是国外最新发展起来的用于管理信用风险最直接有效的金融工具，它在不改变资产所有权的前提下，将贷款或债券的信用风险从其他风险中剥离出来，在市场上被定价，并被转移给愿意承担风险的投资者，使信用风险第一次拥有了和市场风险管理同样的对冲手段，从根本上改变了信用风险管理的传统机制。信用衍生品市场出现的时间很短，但市场发展速度很快，所以对信用衍生品市场的有关问题也引起了理论界的广泛关注，对该问题的研究也成为当今国内外理论界的热点和前沿问题。本书试图在国内外有关理论研究的基础上，系统地研究信用衍生品的避险机理及相应的经济效应问题，并探讨将其应用于中国信贷资产管理的可行性及实施路径。

1.2 本研究的现实意义

自 1978 年改革开放以来，尤其是 1994 年中央通过《中共中央关于金融体制改革的决定》以来，中国银行业取得了长足的发展，逐步形成了以中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行为主体、大中小银行共同发展，商业银行、政策性银行互相补充的银行体系。但是在银行业快速发展的同时，中国银行业信用风险相当集中，积累和形成了相当数量的风险资产。在中国金融分业经营，利率尚未市场化，存贷款利差收入仍是商业银行的主要收入来源的情况下，信用风险是中国商业银行面临的主要风险。如何防范和化解银行的信用风险，是理论上和实践中都迫切需要回答的一个问题。

目前，解决中国银行业资产质量问题的一些实践做法和改革建议，主要可以归为两类：一类是针对中国银行自身的公司治理结构，通过产权制度的改革如以公司制形式、上市等来改变银行业的内部管理特征；另一类是针对中国整体的金融结构改革，通过发展资本市场等来改变企业的融资结构进而改变银行业的外部经营环境。但是关于“信贷资产管理”本身特别是其作为管理技术所特有的创新性因素对中国信贷资产质量问题的形成和影响，各种政策研究和

学术探讨却少有涉及，更不必说从技术角度，甚至用技术创新来解决银行业信贷资产质量问题，这使得信用风险管理仅仅停留在外部制度层面，缺乏技术层面的培育和系统构建，导致中国银行业管理信用风险的技术与国际领先的银行存在巨大的差距。20 世纪 90 年代后期，以信用衍生工具和结构化金融动技术支持的银行业信贷资产组合管理，成为欧美金融界特别是银行业信用风险转移最重要的金融创新，由金融创新引导的信用风险管理方法的革命，也为解决中国银行业信贷资产管理问题带来了新的启示。

由于信用衍生品是金融创新和金融工程领域的最新进展，即使在金融市场最发达的英、美等国，信用衍生品市场的迅速发展也仅有几年的历史，有关的交易协议和相应的法律、法规、会计核算和监管规则还在完善之中，信用衍生品市场的飞速发展仅仅是商业银行、投资银行、保险公司和机构投资者的商业利益驱动，还是金融体系向有效性和完备性发展的必然趋势，还有待于若干经济周期的进一步检验和进行确切的实证分析。本研究试图在阐述信用衍生品的避险机理的基础上，详细探讨信用衍生品市场的引入对宏观和微观经济的影响，以便于为信用衍生产品引入中国提供充分的理论根据。

现阶段，信用衍生品交易仅在一些发达国家的金融市场上进行，金融创新潜在的巨大动力还没有为大多数金融市场相对落后的国家的金融从业者和管理当局所认识或认可，更不必说制定相应的推动政策了。中国银行业拥有世界上最庞大的银行信贷资产，提高信贷资产质量是现阶段中国金融改革的重点和难点，本书希望通过系统的研究，从技术层面探讨信用风险管理领域的技术创新——信用衍生品对于解决中国银行业信用风险管理问题和构建银行业风险管理体系的潜在优势和现实可行性，并分析市场发展障碍，设计可行的市场发展步骤。

1.3 文献回顾及简要评论

1.3.1 国外对信用衍生品的研究

对于信用衍生品的相关研究属于新兴的领域。在国外，从 20 世纪 90 年代初才有人开始研究信用衍生品的设计、开发以及定价，尽管如此，随着最近几年信用衍生品的快速发展，这一研究领域也越来越受到重视，其理论支持和定价模型的研究也渐趋成熟。目前，在国外，关于信用衍生品的文献可以被分为

三类，即学术研究、市场参与者的出版物、央行进行的研究。在学术领域，有一些文献主要是对信用衍生品进行简单的介绍（e. g. Robert S. Neal, Rule David, 2001; John Kiff & Ron Morrow, 2000; Martin Scheicher），如信用衍生品的种类、交易动机、潜在风险及相应的监管等，但这些文章并没有进行很深入的分析；迄今为止大部分关于信用衍生品的文献都集中在数学金融或实证金融的领域，总体上，文献主要集中在对信用衍生品的理论定价模型方面。对信用衍生品的定价主要是以信用风险定价模型为基础，在确定违约率的基础上给出对信用违约互换或信用价差期权等信用衍生品的定价，对信用衍生品的定价研究构成了早期信用衍生品研究的主体。信用风险定价模型主要分为结构化模型和基于强度过程的约化模型两大类，由于结构化模型没有使用信用等级信息，所以结构化模型更适用于信用价差期权的定价分析，而不适用于支付直接依赖于信用质量的信用违约互换的定价分析，所以目前大多数研究者倾向于应用基于强度过程的约化模型对信用违约互换进行定价。由于到目前为止，对信用衍生品的定价还没有一个统一的方法，所以对这方面的研究将一直是该领域的一个热点问题。关于信用风险定价模型，在第5章将有详细的介绍。

也有一些文献关注信用衍生品市场的快速发展对金融体系稳定性和社会福利的影响。诺华德·因斯特福特（Norvald Instefjord, 2000）研究了银行的风险转移和风险承担之间的关系，认为银行能够通过信用衍生品交易对冲信用风险，但也会增强承担更多风险的动机，所以，最起码从理论上讲，信用衍生品有可能会损害银行体系的稳定性。在完全竞争市场上，这种情况有可能发生，而在不完全竞争市场上，银行风险可能增加也可能减少，这取决于贷款市场的价格弹性，当贷款市场具有很高的价格弹性时，信用衍生品市场可能会增加银行风险。沃尔夫·瓦格纳（Wolf Wagner, 2004）从信用衍生品增加了银行资产的流动性方面进行分析，也得出了同样的结论，即信用衍生品有可能增加了银行体系的不稳定性。瓦格纳和马什（Wagner & Marsh, 2004）也研究了信用衍生品市场对金融稳定性的影响，但却集中在对跨部门的影响上，他们发现信用衍生品能够通过把风险从较脆弱的银行部门转移到不很脆弱的保险部门而增加金融体系的稳定性。墨里森（Morrison, 2001）分析了存在信用违约互换市场时，贷款人监督贷款的动机减弱的问题。在没有信用风险转移市场时，借款人从银行“执照效果”^①中得利，因为银行将对其进行监督并迫使其选择“最

① 银行“执照效果”（certification effect），指银行融资增加了公司的市场价值，因为市场预期因为银行的管理，借款人将选择更有效的使用贷款。

优”项目^①，这使得借款人可以同时应用成本较低的债券融资。信用风险转移市场的引入，使得银行可以购买信用保护，这可能会减弱银行监督借款人的动机，因此，借款人从“执照效果”中获利得的利益也可能会失去。假定没有银行管理的替代品，在这种情况下，借款人可能就会避开银行融资而发行垃圾债券，并且选择“次优”项目。这样，社会的福利就会降低。还有一些文章研究了信用衍生品市场的信息不对称问题（e.g. Duffee & Zhou, 2001; Jone Kiff, Francois-Louis Michaud & Janet Mitchell, 2002; Antonie Nicolo & Lorian Pelizzon, 2004）。另外，各国的金融管理当局及一些国际性的机构也开始研究信用衍生品市场，如全球金融体系委员会（Committee on the Global Financial System, CGFS）详细研究了信用风险转移问题，并给出了关于信用风险转移市场（主要是信用衍生品市场）的详细报告。其报告最后的落脚点在信用衍生品市场对金融体系的稳定性的影响方面，即信用衍生品交易是否有利于金融体系的稳定性。2003年9月的金融稳定论坛（the Financial Stability Forum, FSF）也讨论了与信用风险转移活动相关的金融稳定性问题。英格兰银行和联储也对这方面问题出版了全面的研究。此外，国际保险业监管委员会（International Association of Insurance Supervisors, IAIS）也给出了关于信用风险在保险部门、银行机构和其他金融机构之间转移问题的报告。总的来说，中央银行和监管机构对信用衍生品的研究主要是集中在金融稳定性方面，考察信用衍生品交易对金融体系稳定性的影响及对货币政策的可能影响，但它们的报告多属于一些调查性的东西，缺乏详细的理论分析。此外，一些市场参与者和评级机构，如摩根（JP Morgan）、惠誉（Fitch Ratings）、穆迪（Moody）等也出版了关于信用衍生品市场的研究报告，它们的报告主要集中在该市场的规模、参与机构、交易品种和动机等方面。

由于市场规模相对较小及数据的缺乏，所以到目前为止，关于信用衍生品市场的实证研究方面的文献较少，有关的实证研究也主要是集中在信用衍生品的定价方面，如帕特里克·侯和唐·沃斯特（Patrick Houweiling & Ton Vorst, 2003）对信用违约互换的模型定价与市场价格进行了比较，指出在对信用违约互换进行定价时，约化模型要优于信用价差模型，而且还发现，只有当用互换利率或回购利率来代替无风险利率时，才能得出投资级债券的信用违约互换价

① 公司可以选择两种项目：“最优”项目，即高利润率但管理者私人获利较低的项目；“次优”项目，即低利润率但私人获利较高的项目。在有些情况下，贷款人可从管理借款人产生的高收益中得到足够的收益，因此它将只在信用风险转移市场上购买部分信用保护并继续管理贷款，在这种情况下，信用风险转移市场的存在不会产生道德风险问题。

格的无偏估计,由此证明国债利率不适合作为无风险利率的代表,并验证了定价模型对挽回率的假定并不敏感。还有一些学者对信用违约互换买方支付的价格与债券信用价差之间的关系进行了实证检验,因为从理论上讲,一个 N 年期的信用违约互换的价格应该等于参照实体发行的 N 年期债券的收益率与 N 年期的无风险利率之间的差额,用公式表示为: $s = y - r$,其中, s 代表信用违约互换的价格, y 代表债券的收益率, r 代表无风险利率,也就是说,持有风险债券并购买一份信用违约互换等同于持有无风险债券。朗斯塔夫、布兰科和内斯(Longstaff, Blanco & Neis, 2003)假定无风险利率为国库券利率,通过实证检验发现,信用违约互换价格与债券收益价差之间存在显著的差异,布兰科、布伦南和马什(Blanco, Brennan & Marsh, 2002)利用互换利率作为无风险利率,发现信用违约互换价格与债券收益价差非常接近。他们还发现信用违约互换市场领先于债券市场,所以大部分的价格发现是在信用违约互换市场实现的。约翰·赫尔、米雷拉·普雷德苏等(John Hull, Mirela Predescu & Alan White, 2004)也对信用违约互换价格与债券收益价差之间的关系进行了实证检验,发现当使用的无风险利率比互换利率低大约10个百分点时,信用违约互换价格与债券价差之间的关系能够成立。约翰·赫尔等还对信用违约互换价格与债券评级公告之间的关系进行了检验,发现降级的评论对信用违约互换市场价格变化有明显的影响,而有关降级或债券负面的展望对信用违约互换市场则没有实质性的影响,反过来,从信用价差的变动中也可以得出有关信用评级变动的负面信息。朱海滨(Haibin Zhu, 2005)对信用违约互换的价格进行与合同条款进行分析,发现在信用违约互换的定价过程中,合同条款具有重要的影响,尤其是那些涉及与重组有关的违约事件的条款,对信用违约互换的价格影响更大。

1.3.2 国内信用衍生品的研究现状

在中国,由于尚没有引入信用衍生品,所以研究还基本上处于起步阶段,所以相当多的研究是带有前瞻性的,主要考虑把信用衍生品引入中国的可行性与必要性。田晓军(1999)、于荟楠(2000)、马晓军(2001)、陈忠阳(2001)、于研(2002)、谭敬亭(2002)、田玲(2002)、王琼(2002)等对信用衍生品的种类、交易结构和在银行信用风险管理中的作用以及在中国发展的意义进行了介绍。然而,国内大部分的研究几乎都是集中在说明和介绍的层次上,而对信用衍生品的系统的研究性的探讨几乎没有。

1.4 研究内容及框架

根据研究目标,本研究除了第1章导论外将分四部分进行论述,第一部分包括第2章,对信用风险管理进行介绍从而引出信用衍生品,并对信用衍生品的一些基本概念进行了详细介绍和界定,说明了信用衍生品在商业银行信用风险管理中的作用。第二部分详细论述了信用衍生品的微观和宏观经济效应,具体包括第3章和第4章,首先在第3章分析了信用衍生品的微观经济效应,从原理上对信用衍生品的避险机理进行了分析,说明了在完备市场的假设条件下,信用衍生品市场能够有效地转移信用风险;其次在第4章论述了信用衍生品的宏观经济效应,主要包括对货币政策的影响,及对金融稳定性的影响。第三部分包括第5章和第6章,信用衍生品的风险转移功能及促进金融体系稳定性功能的发挥则有赖于信用衍生品的正确定价,所以在第5章,我们重点介绍了信用衍生品的定价;第6章指出了信用衍生品交易中所可能涉及的风险,提出了相应的风险管理方法及程序,并对信用衍生品市场的外部监管进行了分析。第四部分包括第7章,是有关信用衍生品在中国的实际应用,介绍了信用衍生品引入中国的必要性、可行性及相应的路径选择。图1.1是本研究的结构框架图。

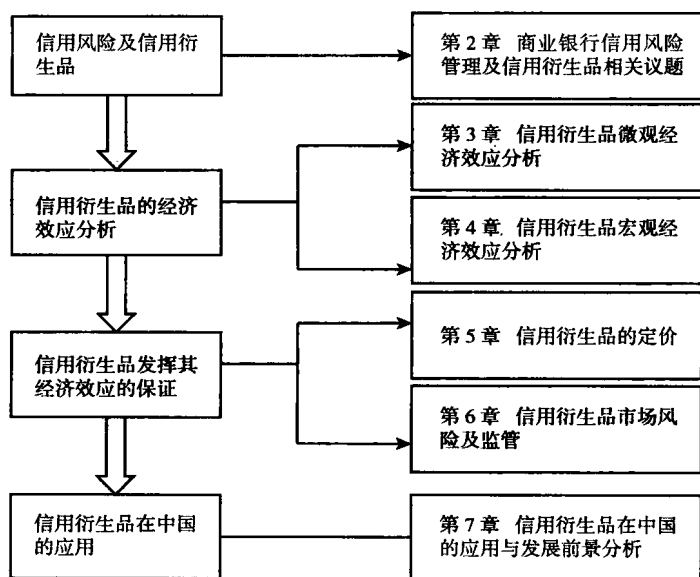


图 1.1 研究框架