

信用风险转移及其市场的发展

武汉理工大学经济学院 许黎惠 王仁祥(教授)

一般来说,信用风险指的是交易对手无力履约的风险。对于工商企业来说,信用风险主要体现为大量应收账款无法收回带来的风险。对于商业银行而言,信用风险是指由于借款人或者其他合约义务人在贷款或其他合约到期时不能偿还本息,或者不能履行合约规定的义务而给银行带来损失的可能。传统的信用风险管理是通过建立和完善内部信用风险管理体系来进行。而随着金融市场的发展和金融机构业务的创新,外部市场所能提供的信用风险转移渠道也在日益丰富。笔者拟就此作以下探讨。

一、信用风险转移的主要方式

1.融资型信用风险转移。融资型信用风险转移指的是,在向金融市场或金融机构转移信用风险的同时,实现资金的

融通。

工商企业可以通过办理保理业务或者福费庭业务,将应收账款无法收回所带来的信用风险转移给专业性的金融机构。保理业务是为以赊销方式进行销售的企业设计的一种综合性金融业务,企业通过将应收账款的票据卖给专门办理保理业务的金融机构而实现资金融通。福费庭业务是指在延期付款的大型设备贸易中,出口商把经进口商所在地银行担保的远期汇票或本票,无追索权地售给出口商所在地的金融机构,以取得现款。

商业银行利用外部市场转移资产业务信用风险的融资型手段有贷款出售和贷款资产证券化两种。

贷款出售指商业银行将贷款视为可销售的资产,将其出

(二)

该缺陷对整个经营期总的经营成果不会产生影响,但对不同阶段来说,其影响是很明显的。在其他条件不变的情况下,在两个连续年度中,其影响程度随自留保费中未到期保费差额(未到期责任准备金提转差)的增加而增大,即保险公司的发展速度越快,未到期责任准备金提转差越大,影响就越大。

1.对于处于成长期的保险公司而言,由于其发展速度较快,会出现较大的未到期责任准备金提转差,因此会对经营期损益产生较大负面影响。

2.对于处于成熟期的保险公司而言,由于其发展速度稳定,不会出现较大的未到期责任准备金提转差,因此不会对经营期损益产生多大影响。

表2 单位:亿元

	保险行业财务制度	权责发生制
一、保费收入	869.40	869.40
减:分出保费	130.41	130.41
自留保费(满期、未到期各1/2)	738.99	738.99
二、营业费用	260.82	260.82
减:摊回费用	39.12	39.12
三、未到期保费分摊费用差		13.66
其中:转回未到期准备金分摊费用		116.75 *
提取未到期准备金分摊费用		130.41 **
四、未到期责任准备金提转差	38.72	38.72
其中:转回未到期责任准备金	330.78 *	330.78 *
提取未到期责任准备金	369.50 **	369.50 **
五、利润	478.57	492.23

3.对于处于衰退期的保险公司而言,由于其规模逐步萎缩,未到期责任准备金提转差会出现负值,因此会对经营期损益产生正面影响。

统计数据显示,目前我国保险行业正处于高速增长阶段:1999~2003年间,我国保险市场规模从1 393亿元增长到3 880亿元,其中寿险业务从872亿元增长到3 010.6亿元,产险业务由521亿元增长到869.4亿元。笔者以整个产险市场2003年数据为例,暂不考虑赔款因素影响,并且假定保费综合费用率(含营业费用、税金等)保持30%不变,按15%分保,30%摊回分保费用,按1/2法计算未到期责任准备金,进行简单测算,详见表2。

从以上测算可以看到,在上述条件下,整个产险市场利润指标相差13.66亿元,并且在其他条件(赔付率、费用率)相同的条件下,规模扩大得越快,未到期责任准备金提转差越大,利润相差就越明显。如果考虑赔款因素,就可能出现在现行保险行业财务制度下经营亏损,而按权责发生制核算出现盈利这两种截然相反的结果。

实际上,现行保险行业财务制度核算模式的结果是:一方面,年度经营效益得不到真实反映;另一方面,没有体现鼓励快速发展的思想。对目前不断涌现的众多新保险公司而言,其经营规模增幅更是远远超过市场增幅,未到期责任准备金提转差(相对经营规模而言)会更大,对经营效益的影响也更大。

通过上面的分析可以看出,从财务管理的角度看,将综合性费用按照权责发生制,在满期保费与未到期保费(未到期责任准备金)之间分配,一方面会使现行保险行业财务制度更加符合国家会计法规的规定,另一方面也有利于保险业的做大做强。☐

售给其他机构。贷款资产证券化是贷款出售的更高发展形式,是资产证券化的主要内容之一。在资产证券化中,发起人将资产出售给一个特殊的机构,并转化成以资产产生的现金流为担保的证券,通过证券的发售而实现资产的流动变现。商业银行利用资产证券化,在将资产转移出去达到融资目的的同时,也转移了资产的信用风险。

2.非融资型信用风险转移。与融资相分离的信用风险转移手段有信用担保、信用保险和信用衍生产品(CD)。

信用担保是灵活的信用风险转移工具,通过双边合约,担保人作为信用风险的承担者,当第三方(债务方)不能履行其义务时,承担相应的补偿或代为支付的义务,金额限于潜在信用风险暴露的损失。信用保险就是企业通过和保险机构签订保险合同,支付一定的保费,从而在指定信用风险范围内蒙受损失时获得补偿。信用衍生产品指的是一种双边的金融合约安排,在这种安排下,合约双方同意互换事先商定的或者是根据公式确定的现金流,现金流的确定依赖于预先设定的在未来一段时间内信用事件的发生。信用事件通常与违约、破产登记、信用等级下降或市场价格出现较大的下跌等情形相联系。

CD转移信用风险的过程可以通过CD市场的最常见品种——信用违约互换(CDS)来说明。信用违约互换是指交易双方达成合约,交易的买方(信用风险保护的买方)通过向另一方(信用风险保护的卖方)支付一定的费用,获得在指定信用风险发生时对其贷款或证券的风险暴露所遭受损失进行补偿的安排。从某种意义上讲,一份信用违约互换合约类似于一份信用保险合同,但信用违约互换合约所指的信用事件所涵盖的信用风险远远广于信用保险合同的涵盖范围。更重要的是,信用保险合同一般是不能转让的,而信用违约互换合约可以在市场上转让,从而使信用管理具有流动性,体现其转移信用风险的基本功能。

商业银行是CD市场上最主要的买方。商业银行利用CD可以使自己在借款方不知情的情况下转移贷款的信用风险,又不必将该笔资产业务从资产负债表中转出,从而和客户的关系不受影响。此外,为防止由于贷款过于集中而造成的过大信用风险暴露,商业银行也必须控制对老客户和重点客户的贷款,由此就会面临控制和分散风险与业务发展扩张之间的进退两难的困境,即“信用悖论”。CD市场有利于商业银行走出“信用悖论”。商业银行通过CD市场购买信用保护,转移信用风险,在发展信贷业务的同时,实现对信用风险的有效管理。近年来,不断有大规模企业破产,但我们很少见到商业银行破产,这在十几年前是不可能的。究其原因,除了有更好的信贷组合管理以外,CD功不可没。

CD市场的发展,使CD的供应和需求关系得到了重新界定,也使信用风险在现代金融市场上有了更丰富的内涵。信用风险不仅指传统的交易对手直接违约而引起损失的可能性,而且包括交易对手信用评级的变动和履约能力的变化而导致其债务市场价值变动所引起损失的可能性。更为重要的是,CD使信用风险从贷款、融资、债券交易中分离出来,从而将资产业务的信用风险和市场风险真正分开,为独立地管理信用风险创造了条件。

二、信用风险转移市场的发展

1.信用风险转移市场发展迅速。CD的发展推动了信用风险转移市场的发展,并提高了资本市场的有效性。

CD使信用风险从总风险中分离出来,能独立地进行定价和交易,信用风险第一次拥有了和市场风险同样的对冲手段。虽然CD市场的发展只有十多年的时间,但是其发展速度令人瞩目。通过信用风险转移市场,越来越多的金融机构能进入到资本市场,从而将资本市场的各部分更紧密地联系起来,实现资本市场的有效整合,增加资本市场的流动性,提高资本市场的效率。

2.信用风险转移市场的参与者。在信用风险转移市场上,商业银行除了作为主要的信用风险保护买方外,也是重要的信用风险保护卖方。商业银行通过卖出信用风险保护,从而增加业务比例偏低的行业和地区的头寸,实现业务的多样化,并且可以利用CD市场上存在的价差空间套利。

同时,非银行金融机构在信用风险转移市场上所占比重也在不断上升,其中以保险公司、投资银行、保值型基金、风险基金最为显著。根据英国银行家协会的研究,2004年,保险公司在CD市场上占据33%的市场份额,正在成为信用风险转移市场上最大的信用风险保护卖方。这些非银行金融机构通过信用风险转移市场,不仅可以转移业务中的信用风险,而且可以通过投资于信用风险转移市场,从而间接地进入信贷市场,拓展业务领域,增加利润来源。这些都进一步提高了信用风险转移市场的流动性、有效性。

不仅是金融机构,企业也可以利用CD市场来规避业务中来自于交易对手的信用风险。例如,利用CD市场,企业可以防范由于应收账款过于集中于少量大客户而产生的潜在信用风险,还可以规避项目融资的信用风险。另外,CD也开始被市场交易者当作企业资信评级的重要参照标准,从而为现代信用风险管理提供更多的风险评估和定价的外部资信渠道。

3.技术进步推动信用风险转移市场的发展。近年来,信用风险转移市场发展迅速的一个重要因素是受技术进步的推动。技术进步主要包括信用产品标准化以及电子交易平台和信用指数的建立。

国际互换和衍生产品协会(ISDA)早在1999年就给出了CD的定义,制定了标准化的合同。ISDA在推进CD的标准化、提高市场的透明度和流动性方面做出了较大的努力。不同金融机构和研究人员也在不断地推出和完善有关信用风险评估和定价的模型。

以J.P.Morgan为代表的几家CD交易量大的银行都建立了CD的电子交易平台。这在提高信用风险转移市场的透明度、流动性的同时也提高了其效率。

2000年后,一些机构推出了信用指数,从而为信用市场提供了一套流动性、透明性和多样性的新标准,使信用风险保值交易或投机交易可以在标准化的基础上更方便地进行。指数产品与相关产品之间的价差变化产生了套利的机会,从而吸引市场的流动性转向CD市场,市场规模扩大。交易规模的扩大又会进一步降低交易的门槛,提高产品的流动性,从而吸引更多的投资者进入,并使一些成熟的交易品种开始由场外交易转为场内交易。☐