



国际 CDS 指数运行实践对我国本土的借鉴意义

联合资信 研究中心 | 胡前方 胡乾慧

我国“十五五”规划及近期出台的《金融强国建设“十五五”规划》等相关金融领域规划中都将稳步发展期货、衍生品和资产证券化、加快多层次债券市场建设、建设安全高效金融基础设施、稳步扩大制度型对外开放列为金融强国建设的重要内容。CDS 指数作为标准化多名信用违约互换工具，是信用衍生品产品矩阵的重要组成，积极推进 CDS 指数市场发展对金融强国建设具备多维度现实意义。我国 CDS 指数市场已经在高等级、民企、区域和科创等方向形成了具有鲜明政策导向的本土产品谱系。本文系统梳理国际 CDS 指数的发展历程和核心功能，重点分析了国际主流 CDS 指数产品在指数编制和运行机制等方面的成熟经验以及评级机构扮演的角色，对比了我国当前 CDS 指数市场发展现状，从制度、市场、监管和评级机构维度提出了建议，提出本土建设应紧扣服务实体经济的根本定位，坚持本土需求为先、风险可控、渐进对外开放的建设路径。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



国际 CDS 指数运行实践对我国本土的借鉴意义

联合资信 研究中心

摘要

信用违约互换指数（CDS 指数）是国际信用衍生品市场最具代表性的标准化产品之一，已广泛应用于信用风险对冲、投资组合管理、信用利差交易和宏观审慎监管场景。我国《“十五五”规划纲要》在加快建设金融强国建设章节中明确提出“稳步发展期货、衍生品和资产证券化”，《金融强国建设“十五五”规划》将完善多类别、多层次金融市场体系，丰富金融市场业态作为推动金融高质量发展的重要内容，为衍生品市场的发展指明了方向。积极推进 CDS 指数市场发展对于金融强国建设具备非常重要的战略和现实意义，既是我国信用衍生品体系向标准化、指数化演进的内在要求，也是承接宏观政策意图、提升信用定价效率的战略选择。

本文系统梳理了国际 CDS 指数的发展历程、市场核心功能、运行机制与监管实践，重点分析和总结了国际主流 CDS 指数产品在指数编制和运行机制等方面的成熟经验以及评级机构扮演的角色。研究认为，国际 CDS 指数市场的成熟并非单一产品创新的结果，而是标准化合约、做市流动性、集中清算、统一信用事件判定与监管改革协同演进的产物。我国 CDS 指数市场已取得从零到一的突破，但与国际成熟市场相比，在流动性深度、产品标准化、清算效率、定价基准以及评级支持体系方面仍存在差距。基于此，本文从制度、市场、监管以及评级机构角度提出了我国 CDS 指数本土建设建议。

本土建设应紧扣服务实体经济的根本定位，立足国内债券市场现实条件，在“稳步发展衍生品”政策框架下，优先服务国内直接融资风险分担需要，适度借鉴国际成熟产品范式，实现“本土需求优先、风险可控、渐进对外开放”的建设路径。制度层面细化合约配套规则，研究推进集中清算机制，渐进参考国际成熟惯例完善基础设施。市场层面丰富参与主体，优化投资者结构与做市激励，以培育市场流动性为目标推进单名 CDS 业务发展。监管层面健全风险监测，加强信息披露管理与跨市场规则协调，为构建和培育 CDS 指数主基准产品搭建市场共识基础。从信用评级机构角色来看，在提升评级质量的前提下促进指数精细化水平，积极加强监管沟通合作，夯实信用曲线与估值基础。

一、国际 CDS 指数发展历程与市场功能

（一）国际 CDS 指数的演进历程

信用违约互换指数（CDS Index）是一类挂钩“一篮子参考实体”的标准化多名信用衍生品，是一组单名 CDS 合约（single-name CDS）的组合，以单一、可交易的合约形式，让投资者对某一信用市场或细分市场获取分散化的信用风险敞口。CDS 指数是全球 CDS 市场核心产品，大致经历了多头竞争、两次合并整合、危机后跃迁，现进入单一管理人的发展历程，形成了当前以流动性遴选、等权重、半年滚动、信用决定为核心机制的全球最活跃信用衍生品工具。

全球 CDS（Credit Default Swap）市场现阶段主要分为 CDS 指数和单名 CDS（Single-name CDS）两大品类。单名 CDS 指的是参考实体为单一公司或主权国家的 CDS 合约，是最基础的 CDS 形式。CDS 指数的起点，本质上是单名 CDS 市场快速扩张后市场对标准化、分散化和流动性集约化的需求响应。第一只单名 CDS 由摩根大通在 1995 年推出，银行通过签订 CDS 合约在无需出售资产的前提下将客户的信用风险进行转移，从而既保留了客户贷款也满足了资本充足率要求。但早期 CDS 交易以双边定制为主，缺乏统一定价标准、信息披露不透明、也不存在集中清算，因此市场流动性和透明度均不足，难以构建统一的风险或信用资产的定价市场。双边定制急速扩张态势使得信用衍生品市场的发展陷入分化割裂竞争的局面，市场急需一种标准化、可交易、能一键获取一篮子信用敞口的工具。2001—2002 年，摩根大通推出了 JECI（JP Morgan European Credit Index）和 HYDI（High Yield Debt Index）两支指数，随后摩根士丹利的合成 TRACERS 指数也加入其中。2003 年两者合并为 TRAC-X，此次合并大幅提升了市场流动性。同期，荷兰银行（ABN AMRO）、德意志银行（Deutsche Bank）与 iBoxx 合作推出 iBoxx CDS 指数。TRAC-X 主要涵盖美国标的，而 iBoxx 则活跃于非美国信用衍生品市场。两只指数并存局面使得市场出现流动性分裂压力。2004 年市场迎来第二次整合，TRAC-X 与 iBoxx 的 CDS 指数合并整合，合并结果按地域进行划分，在北美形成 CDX 指数，在欧洲和亚洲则形成 iTraxx 指数。这一合并解决了市场最核心的流动性分散问题，全球主流信用指数体系由此奠基，并推动了产品层级体系的形成。在担任 CDX 指数管理人和 iTraxx 计算代理机构后，2007 年 11 月，IHS Markit 收购了这两大指数系列。

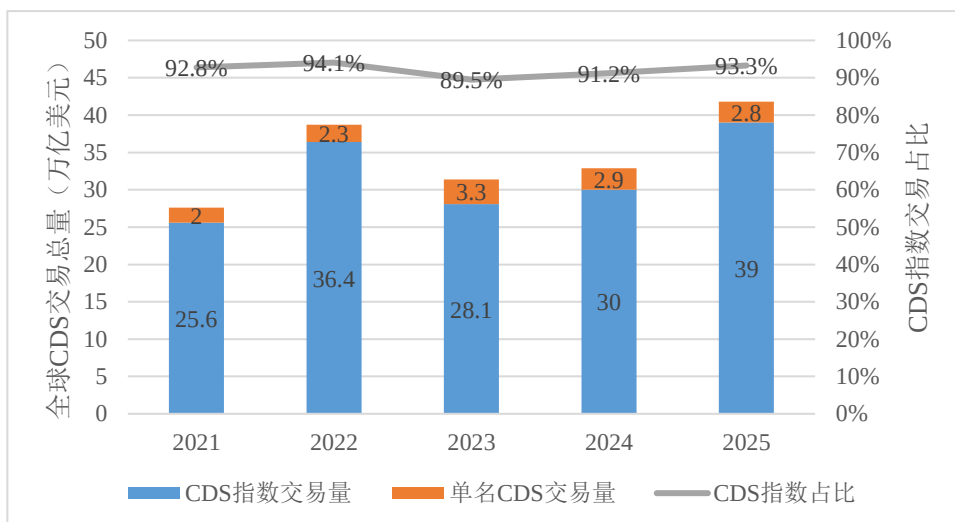
2007 年的次贷危机及之后的全球金融危机，暴露了 CDS 指数市场存在双边争议解决、非标准结算和合约不可替代的系统性风险，进而促使 CDS 指数市场完成了一次关键跃迁。2008 年 10 月，在纽约联储协调下，包括国际掉期与衍生品协会（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）在内的 16 家主

要 CDS 交易商与行业协会，承诺对 CDS 市场进行实质性改造。在此背景下，ISDA 在 2009 年推出了“大爆炸”“小爆炸”议定书¹，推动标准化定义、信用决定机制和拍卖结算机制落地。美国和欧盟分别于 2010 年和 2012 年推出《多德-弗兰克法案》（Dodd-Frank Act）和《欧洲市场基础设施监管条例》（European Market Infrastructure Regulation, EMIR²），对包括 CDS 及 CDS 指数在内的主流衍生品提出了强制中央清算、场内/平台化交易、非集中清算合约保证金，以及强制交易报告义务与事后透明度四方面的核心要求，大幅提升了 CDS 指数的可替代性、流动性和清算性。2022 年，IHS Markit 被标普（S&P）收购，现阶段国际市场上的两大主流 CDS 指数，iTraxx 和 CDX 指数系列均由标普道琼斯指数运营和维护。

市场表现来看，CDS 指数是全球 CDS 市场交易的核心品种。根据 ISDA 于 2026 年 7 月发布的报告，2025 年全球 CDS 市场交易总量达到 41.8 万亿美元，创历史新高，其中 CDS 指数交易量占比 93.3%，自 2019 年以来常年保持在 90% 以上。单笔规模来看，CDS 指数单笔规模平均 5430 万美元，是单名 CDS（670 万美元）的 8 倍。日内流动性来看，最活跃的 CDS 指数日均成交 500-900 笔，2025 年单日最高创下 917 笔记录，而绝大多数单名 CDS 日成交稀疏。2025 年四季度合计成交 751 个主体标的单名 CDS 中超过 10 笔的仅有 20 个主体，且其中 14 个为主权标的。最新数据来看，2026 年上半年 CDS 总交易量达到 27.4 万亿美元，同比增长 27.8%。其中 CDS 指数交易量达到 25.7 万亿美元，同比增长 28.3%，占比为 93.8%。

¹ Big Bang Protocol 适用于美国。Small Bang Protocol 适用于欧洲

² 《欧洲市场基础设施监管条例》（也译作“欧洲市场基础设施法规/条例”），其正式法律名称为 Regulation (EU) No 648/2012（2012 年第 648 号条例，2012 年生效），是欧盟在 2008 年金融危机后为落实场外衍生品（OTC derivatives）市场改革而制定的核心监管法规，是推动 CDS 指数走向中央清算的关键监管驱动之一。



数据来源：ISDA，联合资信整理

图 1.1 全球 CDS 市场交易情况

（二）国际 CDS 指数的核心市场功能

基于当前标准合约和机制设计，CDS 指数已经成为国际信用风险核心定价工具，承担着风险管理、流动性提供和价格发现三方面的核心市场功能，成为了市场信用风险表达、组合调整、相对价值交易、尾部风险保护和监管观测的综合基础设施，在全球信用衍生品中扮演着重要角色。

1. 信用风险分散与管理

作为一个高效的信用风险转移工具，与单名 CDS 相比，CDS 指数具有天然的风险分散优势，通过挂钩一篮子参考实体使投资者可通过单笔交易获得分散化的信用风险敞口或对冲组合风险暴露，提高市场的风险配置效率。同时，CDS 指数产品对于单一信用事件的赔付金额和操作复杂程度远低于单名 CDS，显著降低了执行成本、交易对手风险和操作风险。另一方面，分散风险和滚动运行的机制设计为金融市场管理信用风险提供了有效工具。对银行等受监管机构而言，有效转移信用风险理论上可改善资本占用与风险加权资产结构，释放再配置空间。同时通过合理配置 CDS 指数可以达到对冲市场信用利差波动的目的。在国际实践中，CDS 指数已成为银行、保险公司等金融机构管理贷款组合和债券投资信用风险的核心工具。

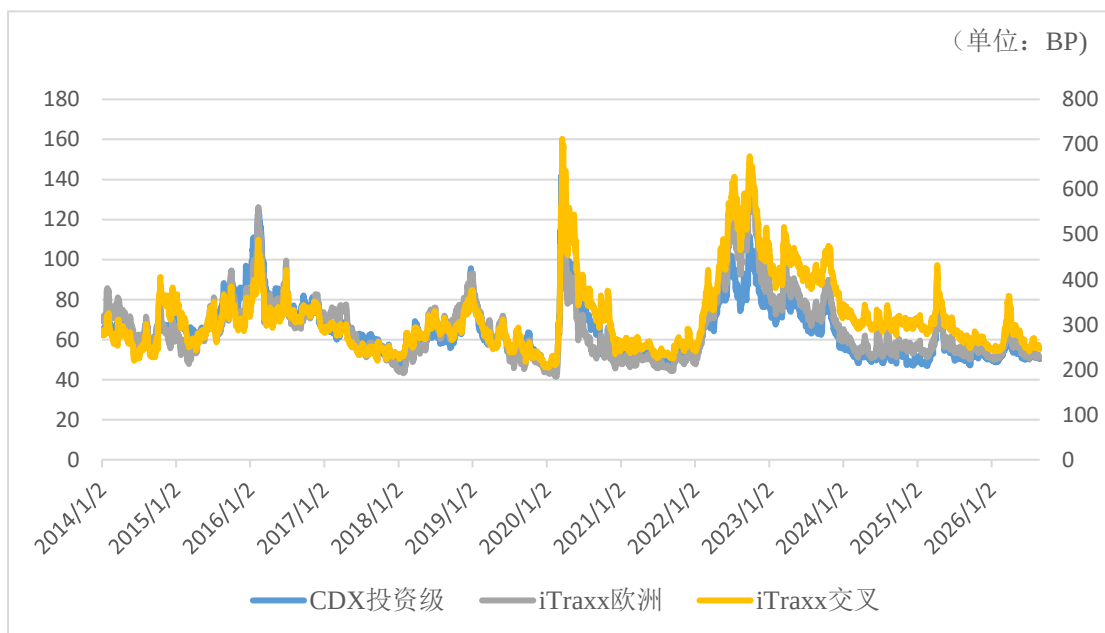
2. 流动性和投资组合管理

CDS 指数在实现信用风险可转移的基础上，依赖合约与运行机制的标准化设计为市场提供了高度的可交易性和流动性，使得其成为信用市场中最具有流动性的风险载体。投资者可以通过 CDS 指数对某一信用板块实施分散化的组合配

置，利用现券和 CDS 指数进行组合管理，还可利用指数与单名 CDS 之间的价差进行相对价值套利。国际市场围绕 CDS 指数已经发展出较为成熟的衍生策略体系，包括跨市场基差交易、跨评级相对价值交易、滚动持仓的超额收益指数、指数期权尾部保护等。这意味着 CDS 指数已经从单一的“保险型合约”拓展到“组合管理+交易策略+风险管理”的综合工具，可以在市场波动时期承接更大规模的风险转移需求，为市场提供流动性和高效的组合管理工具。

3.价格信号与宏观审慎监管

CDS 指数已成为衡量全球信用市场定价和风险监测的重要指标。在高频报价和中央结算等标准化机制运行下，CDS 指数信用曲线、市场敞口和集中度情况成为可统计、可监测、可约束的系统性风险数据源。一方面，CDS 指数利差和期限的连续更新为市场提供了实时定价的条件，特别是对现券成交稀疏的板块，指数曲线往往可以成为外部定价锚。同时，从市场表现来看，主要国际 CDS 指数利差走势在全球危机时期保持了高度一致性和前瞻性（如图 1.2），体现了 CDS 指数能够在宏观压力和信用收缩阶段快速反映市场风险偏好变化的属性，成为危机后各国宏观审慎监管的重要指标。监管部门可以借助 CDS 指数利差的变动监测市场情绪、识别风险积聚，为宏观审慎政策制定提供决策参考。



数据来源：彭博，联合资信整理

图 1.2 近十年全球主要 CDS 指数利差走势

二、国际 CDS 指数运行机制和实践经验

（一）指数编制规则和特征

国际 CDS 指数以标普道琼斯指数公司为管理人，涵盖北美 CDX 与欧洲、亚洲 iTraxx 两大系列，是信用市场流动性最高的衍生品指数。国际 CDS 指数编制规则已经形成了一套成熟的运行机制，其规则化、标准化、透明化的编制框架，为包括中国在内的新兴市场发展信用衍生品指数提供了可借鉴的制度和规则范式。

国际 CDS 指数编制主要规则和特征总结来看。首先，**管理人主导，规则治理透明**。指数成份由管理人依据既定规则决定，管理人独享规则解释权，在市场异常或不可抗力时可酌情偏离方法学以维护指数经济意图。涉自由裁量的决策经指数咨询委员会审议，规则每半年于滚动前修订并公布，保证编制口径可审计、可追溯。指数编制过程全程公开，保障了指数的公信力和市场的可预期性。其次，**流动性优先原则，半年度滚动管理**。每期滚动前，管理人依据近 6 个月单一名称 CDS 成交报告构建“流动性名单”，并按报告中列明的名义市场风险活动(notional market risk activity，即只计入新成交、提前终止和合约转让在内的对市场参与者风险头寸产生实质影响的名义成交量)计算平均周度总成交量作为流动性依据由高到低选取最活跃主体。在行业维度设置上下限以控制集中度。此外，实体入选规则还需满足：评级门槛要求；公开发债规模下限要求；不得为互换交易商及关联方的回避原则等。指数每年 3 月、9 月半年度固定日期“滚动”发行新序列，旧序列继续交易但流动性集中于新序列；每序列设 1/3/5/7/10 年等固定期限，其中 5 年期市场表现最活跃。指数建立在真实可交易数据基础上，具备极高流动性，每半年滚动淘汰低流动性成份、纳入新活跃主体，兼顾市场代表性、连续性与新鲜度，避免指数与单券市场脱节。最后，**等权重和标准化票息**。多数 CDS 指数采用等权重结构，如 iTraxx 欧洲指数有 125 个成分实体，每个实体各占 1/125，即 0.8%名义本金。采用标准票息按价差或价格报价，标准票息由指数推出时预设。当市场利差偏离标准票息时通过前端费用(upfront)调整实现经济等值。这一机制简化了二级市场合约匹配，保证不同交易参与者围绕统一票息合约集中流动性，也便于中央清算和电子化交易。

（二）指数运行和监管实践

市场结构方面，国际 CDS 指数市场呈现典型的做市商驱动结构，买卖双方长期分层，市场流动性集中在基准指数。由于 CDS 交易需要 ISDA 主协议、授信额度、保证金安排等前置条件，做市商长期扮演风险中介与流动性枢纽角色。

在这一结构下，买卖双方长期分层。主要卖方力量主要来自大型银行自营台、结构化衍生品台和部分代客风险承接账户，它们通过卖出保护赚取信用保费与利差波动收益。买方力量主要包括银行 XVA 交易台、资管机构、保险资金和对冲基金等，它们买入保护对冲组合风险、进行风险预算管理或开展衍生策略交易。市场流动性结构来看，CDS 指数市场流动性高度集中于基准指数。根据 ISDA 数据显示，2025 年 CDS 指数交易额中，北美投资级 CDX 指数占比 43.4%，成为市场第一大交易标的，欧洲投资级指数 iTraxx Europe 占比 32.4%，流动性高度集中于欧美两大投资级基准指数。

交易机制方面，国际 CDS 指数通过平台化交易、中央结算、信用决定等运行机制，实现了高频报价、交易透明、快速结算，在保留一定场外灵活性的前提下进一步向“准交易所化”方向推进。其中，信用事件判断和结算机制的创新和成熟为国际 CDS 指数的违约清算提供了制度范式，使得本来复杂且容易产生争议的违约清算转化为统一的市场化定价流程，成为了指数交易快速扩张的关键基础设施之一。ISDA 于 2009 年建立信用决定委员会（DC）。标准化 CDS 的信用事件由 DC 判定，委员会需达到 80% 超级多数才能确认触发；若未达门槛，则进入三人仲裁程序。历史上，大多数 DC 决定均为一致通过，这说明标准化定义和市场共识机制在很大程度上降低了争议空间。在结算层面，自 2005 年引入拍卖机制起，CDS 结算逐步从双边实物交割转向标准化拍卖和现金结算，并且在 2009 年 Big-Bang 协议之后，几乎所有的 CDS 指数在发生信用事件后强制走拍卖结算。国际市场已形成以标准化拍卖现金结算主导的格局。另外，CDS 指数发生信用事件后，违约主体从指数中拆分出来单独结算，不被新主体替换，指数以减少后的名义本金继续交易，版本号更新为 Version2、Version3 等。这种处理方式极大增强了指数合约在信用事件发生后的连续交易能力，也避免了指数因单一成分违约而整体失效，进一步提高了市场活力。

同时，国际 CDS 指数市场成熟离不开危机后全球衍生品市场的监管重构。一是统一监管平台和交易报告。在危机后，标准化 CDS 指数要求在标准化互换执行设施（Swap Execution Facility, SEF）或者其他受监管的设施上执行并提供交易报告，平台提供多方报价、交易前透明度与公平接入机制。这一监管强制不仅提高了价格竞争和交易透明度，还降低了交易成本，提升了市场的便利化和电子化程度。二是中央清算。根据 ISDA 数据，截至 2026 年 8 月，全球 CDS 指数中央清算比例为 79.9%。历史来看，2022 年峰值 86.0%，尽管 2023—2025 年小幅回落，但始终维持 78% 以上高水平，行业清算标准化程度成熟。中央清算通过保证金和违约管理吸收交易对手风险，并通过净额轧差降低了系统整体的风险暴露，提升了市场交易和配置效率。三是资本和保证金监管。通过提高双边交易的资本

计提要求和非集中清算交易的保证金，从而突出合格中央对手方的交易敞口的资本优势和集中清算的成本优势，反向推动标准化产品集中清算，使“标准化、可集中清算的信用违约互换指数”在资本占用、抵押品与对手方风险管理上系统性占优。这一监管要求不仅改变了市场的执行方式，也显著影响了市场参与者的最优交易选择。

基于此，国际 CDS 指数已经形成了成熟的第三方估值生态，且第三方估值已经成为市场基础设施，被监管规则纳入估值与资本计量，成为银行资本计提的重要输入源。目前，标普全球市场财智（S&P Global Market Intelligence, S&P GMI）根据做市商官方账簿、实时报价和清算提交数据提供统一的 CDS 定价数据，包括各期限的综合价格、前端费和标准差等。标普道琼斯指数公司计算并发布 CDX 与 iTraxx 指数。ISDA 免费公开标准定价模型，信用决定委员会（DC）统一裁定信用事件并组织标准拍卖。洲际信用清算公司（ICE Clear Credit）与伦敦信用衍生品清算服务机构（LCH CDS Clear）（均为中央清算机构，几乎接入全球所有 CDS 做市商）每日发布结算价与风险参数。第三方估值数据为市场提供了统一的价值共识：一是解决了 CDS 因场外交易没有公开成交价盯市的问题，可用于独立价格验证与净值核算，支持公允价值评估。二是充当风险因子，用于计量信用估值调整 CVA、其他估值调整 XVA，以及交易账簿基本审查（FRTB）和 VaR 等压力测试情景；三是进入监管资本计量，成为核心一级资本扣减的重要依据。欧盟审慎估值规则规定了六级定价来源，因 CDS 的场外属性导致前三来源（交易所价格、同/近似工具成交价格、可交易报价）难以获取，使得共识服务数据成为计量市场价值不确定附加估值调整（AVA）的最佳来源。根据监管规定，AVA 可以直接从核心一级资本中扣减。这也是第三方估值从商业数据服务升级为监管基础设施的关键一环。

（三）国际实践中信用评级机构的角色

值得关注的是，信用评级机构在国际 CDS 指数市场中不是运营主角，而是信用分层和迁移规则的关键输入源，主要体现在成分筛选、半年度滚动中的信用迁移触发和产品分层环节。指数的管理、信用事件裁定、违约清算等环节均不属于评级机构职能。同时，CDS 指数利差走势往往领先于评级调整，对评级机构形成市场质量约束，两者是平行关系。

具体来看，首先，国际三大评级机构（S&P、Moody's、Fitch）的公开评级结果是 CDS 投机级和高收益级的首要资格标准。北美 CDX 指数编制规则中投资级序列须达 BBB-/Baa3 以上的多数或全票口径，高收益系列须多数判定为投机级，iTraxx 系列则以最低评级叠加负面展望/观察区分 Main 与 Crossover 系列。

其次，评级调整是滚动管理中的成分迁移的主要依据。主要表现在，一是新升优先纳入投资级规则（Rising Star Inclusion），对于原先属于或刚离开 CDX.HY 指数，因评级上调而不再符合高收益资格，且流动性靠前的主体，优先纳入 CDX.IG 指数；二是新降优先进入高收益规则（Fallen Angel Inclusion），对于 CDX.IG 指数中因评级下调不再符合投资级，且流动性仍达标的主体，优先进入 HY 指数；三是负面观察名单否决准入规则。主体评级处在负面观察（Negative Watch）时，不得纳入新指数。最后，信用等级为构建信用等级子指数提供坐标。CDS 指数家族除了按照投资级和高收益级别分层外，还可以按照具体信用等级形成子等级指数，例如 CDX.HY.BB 等子指数。细分等级的 CDS 指数家族为指数比较与策略研究提供更加精细的市场截面，支撑跨市场相对价值分析，进一步提升 CDS 指数市场对市场信用风险的表达能力。同时，大量实证表明 CDS 指数利差往往较评级调整更具有连续性和领先性，

评级机构是国际 CDS 指数运行的必要基础，主要原因有三点。一是公开且相对稳定的信用评级结果为指数提供经市场接受且可验证的标准，不仅是产品族谱展开的基础，同时降低了指数管理人自由裁量争议，为指数构建提供了规则化的边界。二是与债券信用市场保持一致，便于跨市场衔接，有助于缩小指数与现券市场的行业与信用迁移落差。三是国际评级机构提供的外部评级结果也是大部分银行、保险、资管等金融机构内部额度、资本与合规管理的依据，信用等级嵌入指数便于机构把 CDS 指数对冲映射到既有的风险分类，与监管和风控要求达成兼容。

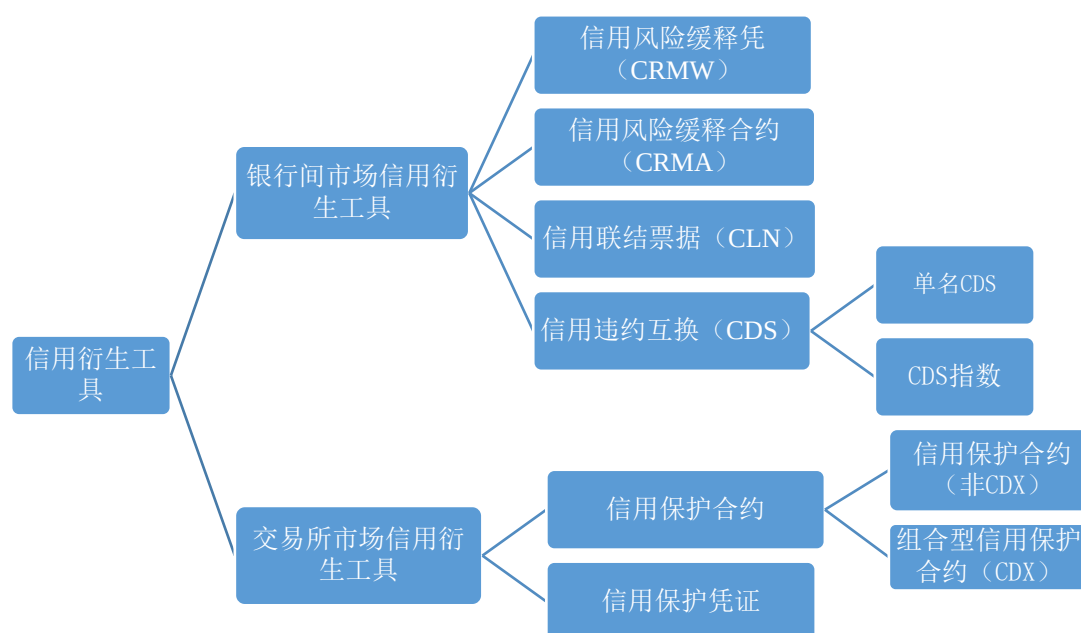
三、我国 CDS 指数市场情况

（一）我国信用衍生工具整体情况

伴随债券市场从“刚性兑付”向“风险定价”的范式转换，市场参与者对信用保护的诉求日益增强，驱动我国信用衍生品市场逐步构建起多层次、立体化的工具体系。我国信用衍生品市场起步晚于国际市场，在制度建设和市场机制层面具有本土特征。目前我国信用衍生工具市场已形成了银行间市场信用风险缓释工具（CRM）和交易所市场信用保护工具双轨格局。

银行间市场方面，2010 年 11 月，交易商协会针对参考实体单一债务推出了两款信用风险缓释工具（CRM），包括信用风险缓释凭证（CRMW）和信用风险缓释合约（CRMA），填补了我国信用衍生品市场的空白；2016 年 9 月，交易商协会针对参考实体一揽子债务推出了信用联结票据（CLN）和信用违约互换（CDS）。2019 年 12 月，中国外汇交易中心、上海清算所（即“上清所”）和国泰君安证券共同作为指数管理人联合发布并试运行高等级 CDS 指数，为我国首

支 CDS 指数。此后，民企 CDS 指数、长三角区域 CDS 指数，以及科创 CDS 指数相继发布，构成我国目前主要四只 CDS 指数产品。交易所市场方面，2018 年 11 月，上海证券交易所（以下简称“上交所”）开始试点信用保护工具业务。2019 年 1 月，上交所和中国结算联合发布《信用保护工具业务管理试点办法》，推出了信用保护合约和信用保护凭证。2022 年 7 月，上交所和深圳证券交易所（以下简称“深交所”）分别开展组合型信用保护合约（CDX）业务试点，共推出交易所大型发行人 CDX 组合、交易所民企 CDX 组合、深交所主要发行人 CDX 组合、粤港澳大湾区主要发行人 CDX 组合四个产品。



数据来源：联合资信根据公开资料整理

图 3-1 我国信用衍生工具分类

从类别上，我国信用衍生品工具可分为合约类和凭证类，二者在法律形态、可转让性、参考标的、保费支付、清算上存在差异，其中核心差异在于合约类不可转让，而凭证类可转让。根据交易商协会披露信息，从实际情况来看，我国 CRMW 和 CLN 的转让（二级交易）相对清淡。

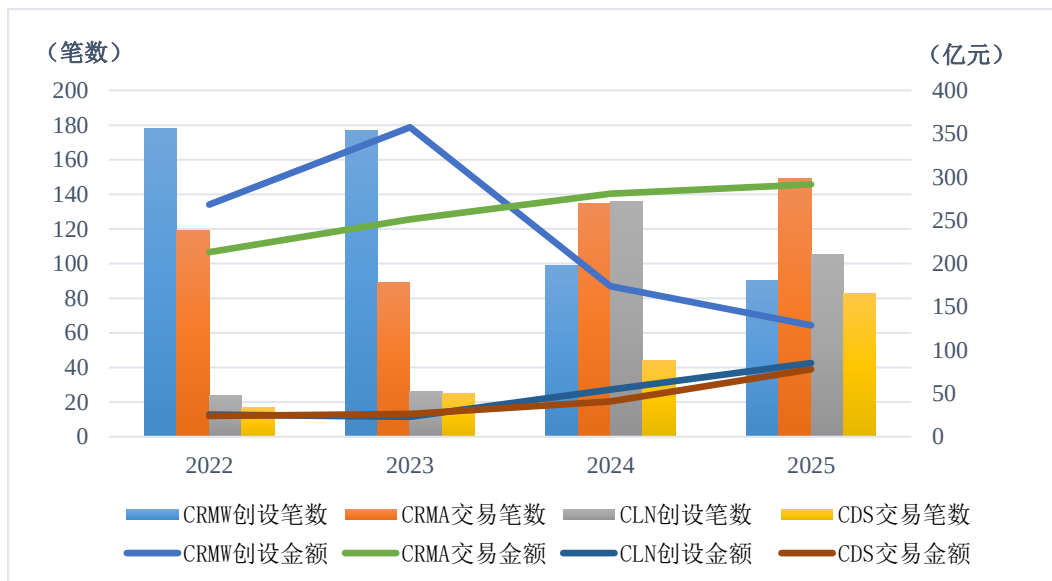
表 3-1 合约类和凭证类信用风险缓释工具差异比较

维度	合约类（信用保护合约 /CRMA/CDS）	凭证类（信用保护凭证 /CRMW/CLN）
法律形态	交易双方签主协议+成交确认，定制金融合约	创设机构向不特定投资人发行的有价凭证，标准化条款

维度	合约类（信用保护合约 /CRMA/CDS）	凭证类（信用保护凭证 /CRMW/CLN）
可转让性	不可转让，权利义务仅限于签约双方	可通过交易系统转让
参考标的	CRMA 挂单一债务；CDS/CDS 指数挂一个或多个参考实体；信用保护合约可挂参考实体或特定债务	CRMW 挂一个或多个参考实体或参考债务；CLN 挂一个或多个参考实体；信用保护凭证挂一个或多个参考实体或其符合特定债务种类和债务特征的一个或多个、一类或多类债务
保费支付	可选择按季支付约定保护费、季度标准保护费和部分前端费用相结合或者前端一次性支付	凭证创设时一次性支付
清算	CRMA、单名 CDS、CDS 指数由上清所双边清算；标准 CDS 可中央（CCP）清算	CRMW、CLN 由上清所登记托管+清算结算

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从创设和交易情况来看，自 2024 年受债券市场收益率下行、信用利差缩窄因素影响，信用风险缓释凭证 CRMW 创设费率空间变小，创设量逐渐下降，信用风险缓释合约（CRMA）取代 CRMW 成为最大交易品种。2025 年，CRMW 共创设 90 笔、128.7 亿元，同比减少 92%，占比 22%。信用联结票据（CLN）创设笔数同比有所下降，共创设 105 笔，但金额保持增长，达 85.1 亿元，同比 56.1%，占比 15%。2025 年 CRMA 交易 149 笔、291.5 亿元，占比 50%，成为银行间市场最活跃 CRM 品种。信用违约互换（CDS）近年来持续保持增长态势，2025 年交易 83 笔、77.9 亿元，同比增长 92%，占比 13%。



数据来源：交易商协会，联合资信整理

图 3-2 2022-2025 年银行间信用风险缓释工具创设/交易情况

（二）我国 CDS 指数发展情况

我国挂靠一篮子实体的信用衍生工具可分为两大类，一类是银行间市场的 CDS 指数，一类是交易所市场的 CDX 合约。其中，CDS 指数是指“CDS 指数编制管理机构根据一篮子参考实体相关信息编制的单名信用违约互换等产品的集合，属于信用风险缓释工具”³。而组合型信用保护合约（简称 CDX 合约）是指“合约交易双方达成的，以特定 CDX 组合项下全部参考实体或其符合特定债务种类和债务特征的全部债务为保护对象的信用保护合约”⁴。从实质上看，CDS 指数和 CDX 合约均同属于挂靠一篮子实体的组合信用衍生品，但银行间 CDS 指数在合约架构和业务规则上更接近国际 CDS 指数。本章以银行间市场 CDS 指数为主要研究对象聚焦我国 CDS 指数的发展详情。

1. 交易要素

从主要交易要素看，我国银行间市场四只 CDS 指数基本一致，如均采用参考实体等权重、采用 FR007 利率互换收盘曲线（即期）作为贴现曲线、结算方式采用现金结算、人民币为币种、起始日为交易日的下一个自然日、计息标准为 A/365、按照实际天数计息等。同时，在信用事件、回收比例及估值方式、指数滚动管理方面均采取了一致标准。另外，在期限、支付频率、费率方面区分非标准合约和标准合约。对于标准化合约，均以季月 20 日为标准到期日，支付频率

³ 《银行间市场信用违约互换指数交易清算指引（试行）》

⁴ 《上海证券交易所信用保护工具交易业务指引（2022 年修订）》和《深圳证券交易所信用保护工具业务指引（2022 年修订）》。深交所试点的组合型信用保护合约定义和上交所基本一致。

为季，费率为 25BP 或 50BP。

表 3-2 银行间市场 CDS 指数产品交易要素总览和对比

指数要素	高等级 CDS 指数	民企 CDS 指数	长三角区域 CDS 指数	科创 CDS 指数
指数管理人	外汇交易中心、上海清算所、国泰君安	外汇交易中心、上海清算所	外汇交易中心、上海清算所、中债资信	外汇交易中心、上海清算所、中债资信
参考实体个数	40	25	25	25
期限	非标准合约：可选 标准合约：季月 20 日标准到期日			
支付频率	非标准合约：可选 标准合约：季			
费率	非标准合约：约定 标准合约：25bp	非标准合约：约定 标准合约：25bp	非标准合约：约定 标准合约：50bp	非标准合约：约定 标准合约：50bp
信用事件	破产、支付违约（起点金额 100 万元人民币或其等值金额；宽限期 3 个营业日；适用宽限期顺延）			
结算方式	现金结算			
约定最终比例	0.25			
通过估值确定	报价方法：买入价；报价时间：一个营业日的北京时间 16:00；估值方法：市场价格			
指数滚动	新指数上市起一年后，若无存续合约则该指数序列自动下架。指数滚动后，新指数上市交易，原指数继续交易			
信用事件	信用事件发生后，发生信用事件的实体除名，原指数更名后继续交易			

数据来源：联合资信根据公开资料整理

2.交易情况

从交易情况来看，根据银行间市场披露数据，2021 年银行间 CDS 指数累计达成交易 40 笔，名义本金合计 7.95 亿元，其中高等级 CDS 指数 16 笔、2.9 亿元，民企 CDS 指数 14 笔、1.05 亿元，长三角区域 CDS 指数 10 笔、4 亿元。此后，CDS 指数交易较为稀少。2023 年，CDS 指数交易共 6 笔、3.65 亿元，挂钩标的均为高等级 CDS 指数。2024 年达成 1 笔 CDS 指数交易，名义本金 0.1 亿元。2025 年，科创 CDS 指数发布，12 家商业银行和证券公司开展首批交易，金额合计 15 亿元。2025 年上半年，国内 CDS 指数交易 12 笔、金额为 3.15 亿元。整体看，国内金融机构开展 CDS 指数交易的积极性有待释放。

3.指数编制

CDS 指数信用曲线是 CDS 指数交易、估值、对冲、资本计算的定价锚。目前我国 CDS 指数信用曲线的编制由真实报价驱动，综合反映不同期限 CDS 指数的公允价值。以银行间市场为例，由约 20 家市场机构（如银行、券商、私募基金）每日通过中国外汇交易中心本币交易平台对 CDS 指数关键期限（如 0.25 年、

0.5 年、1 年、3 年、5 年）按利差进行双边报价，包括买入价（Bid）和卖出价（Ask），中国外汇交易中心与上清所基于市场机构报价及成交价，每日计算各期限 CDS 指数的信用曲线。目前，我国银行间四只 CDS 指数信用曲线均已公开发布，投资者可以通过 Wind 等金融终端进行查看。

4.相比国际

我国信用衍生品市场起步晚于国际市场，在制度建设和市场机制层面具有本土特征。银行间 CDS 指数在顶层产品架构、交易逻辑上对标国际 CDS 指数（CDX/iTraxx），核心功能均是实现一篮子主体信用风险对冲与信用利差的整体交易。但考虑到国内信用环境、违约案例、市场流动性和人民币衍生品交易习惯等因素，在信用事件认定机制、回收率结算规则、计息与票息档位设计三方面存在显著本土化选择。

首先，**信用事件范围与信用事件认定机制存在差异**。国际 CDS 指数依托 ISDA 体系，信用事件清单完整，北美 IG 惯例可剔除债务重组，金融机构主体额外包含政府干预等条款，由 ISDA 确定的信用决定委员会（DC）作出对全市场合约具备强制约束力的统一裁定。国内银行间四只 CDS 指数的要素表中信用事件仅包含破产、支付违约两类信用事件，剔除了双边合约可选择约定的债务加速到期、债务潜在加速到期等容易引发法律争议的触发情形。同时，在信用事件判定主体上，银行间四只 CDS 指数由指数管理人依据公开信息判定成分实体是否发生合约约定信用事件。《中国银行间市场信用风险缓释工具交易信用事项决定规程》中提出的信用事项决定小组机制，仅适用于单名 CDS 交易约定援引的情景，并不自动适用于 CDS 指数。国内对 CDS 指数精简信用事件清单、由指数管理人直接判定信用事件的做法主要是基于国内债务司法与庭外处置机制和实践与英美法系存在差异的考虑。简化规则的做法可以减少合约解释争议，降低了合约纠纷概率，在市场发展初期提升合约确定性。

第二，**回收率结算机制和规则不同**。国际 CDS 指数不预设固定结算回收率，在信用事件确认后，由 ISDA 组织标准化拍卖，以拍卖形成的市场价格作为真实回收率用于结算，估值使用的 40%（投资级）/20%（高收益）回收率仅为市场假设，不具备结算效力。国内银行间集中清算 CDS 指数默认采用 25%固定约定回收率直接现金结算，标准合约不支持拍卖结算。这一设计的核心原因是国内违约债券市场深度不足、成交稀疏，难以稳定开展 ISDA 式标准化拍卖；固定回收率可以大幅简化清算、估值与风控流程，消除拍卖定价失败带来的结算不确定性。代价是合约赔付金额往往不反映该违约主体真实回收价值，合约经济损益和国际 CDS 指数存在天然偏差。与此同时，国内规则也保留了非标准合约自主约定拍卖结算机制，由交易商协会信用衍生产品事项决定小组投票决议是否启动拍卖，虽

暂无公开实例，但也为后续市场成熟预留了一定制度空间。

最后，计息基准与固定票息档位设置不同。国际 CDS 指数采用 Actual/360 计息惯例，设置两档核心固定票息，IG 为 100bp、HY 为 500bp。国内银行间四只 CDS 指数沿用人民币场外衍生品通用的 Actual/365 计息基准，并采用了 25bp 和 50bp 两档固定票息。上清所 CDS 集中清算合约要素表则设置了 25bp、50bp、100bp、250bp 四档固定票息。我国 CDS 指数计息基准直接承接了人民币衍生品长期形成的市场惯例，多档票息设计则为不同信用质量指数系列匹配更合理的基准票息，保证“固定票息+前端费”这套国际成熟定价范式在国内市场可落地。

（三）信用评级在我国 CDS 指数编制中的角色

信用评级机构在我国 CDS 指数编制中扮演两方面角色。一是在指数管理人方面，我国银行间指数管理人可由一方独立担任或多方联合担任，主要负责编制、公开发布、运营指数，并为指数提供信用曲线等参考信息。目前投资人付费评级机构中债资信是科创、长三角区域 CDS 指数的联合管理人。二是信用评级结果在 CDS 指数的参考实体确定的过程中起关键作用，具体体现在准入门槛和排序依据两方面。

评级准入门槛方面。当前我国 CDS 指数编制中，除了存续债券、财务信息、行业、区域等条件外，评级机构的公开评级结果也是重要的筛选依据。如在高等级 CDS 指数和民企 CDS 指数中，分别要求参考实体评级为 AAA 或 AA 及以上，以中诚信国际、联合资信、大公国际、上海新世纪、鹏元资信、东方金城发布的最低评级结果为准；在长三角区域和科创 CDS 指数中，均要求参考实体具有中债资信 A+及以上公开信用等级。另外，交易所大型发行人 CDX 组合、交易所民企 CDX 组合要求最新主体评级为 AA+及以上，债券中证隐含评级 AA 及以上。

主体排序方面。我国 CDS 指数实行定期滚动管理，依照是否符合筛选条件和主体评分排序分别建立滚出名单和滚入名单候选，再按照一定规则得到新的指数实体列表，以此让最具代表性的实体进入参考实体列表，真实反映市场信用风险。CDS 指数管理人基于指数编制规则，根据实体的存续债券托管理、成交量、财务状况、信用级别等进行评分，并且定期更新评分，以调整参考实体列表，实现指数滚动管理。具体来看，对于将主体评级作为筛选条件之一的 CDS 指数，如果参考实体的主体评级不再满足筛选条件，将被移出指数列表。以长三角区域 CDS 指数为例，如果某参考实体的中债级别被下调到 A+以下，则会被剔除出原指数实体列表。主体评分时，在长三角区域和科创 CDS 指数编制过程均应用到了中债资信公开级别，且在排序时，如果主体评分一致，还会优先按参考实体的中债级别由高到低排序，其次再按照参考实体首字母顺序排序。

表 3-3 我国银行间 CDS 指数主体评分方法

长三角区域 CDS 指数	高等级 CDS 指数	民企 CDS 指数	科创 CDS 指数
将上述参考实体分别按公开债务存续额（包含银行间和交易所市场债券）、参考实体近一年债券成交量（包含银行间和交易所市场债券）、 中债资信公开级别 分别对应的打分规则进行打分	将上述参考实体分别按托管量、总资产收益率、总资产、利息保障倍数、经营活动现金流及二级市场现券买卖流动性情况进行评分。	将上述参考实体分别按托管量（包含银行间和交易所市场债券）、二级市场现券买卖流动性情况（包含银行间和交易所市场债券）及总资产收益率、总资产、利息保障倍数、经营活动现金流等财务指标进行评分。	将上述参考实体分别按银行间市场公开发行的科创票据或科技创新债券存续额、参考实体银行间市场近一年科创票据或科技创新债券成交量、 中债资信级别 分别对应的打分规则进行打分，并将各指标得分结果赋予相应的权重加权平均。

来源：联合资信根据公开资料整理

四、国际实践经验的启示和借鉴

今年 3 月发布的《“十五五”规划纲要》，在加快建设金融强国章节中明确提出“稳步发展期货、衍生品和资产证券化”。9 月出台的《金融强国建设“十五五”规划》中也将完善多类别、多层次金融市场体系，丰富金融市场业态作为推动金融高质量发展的重要内容。CDS 指数作为标准化多名信用违约互换工具，是信用衍生品产品矩阵的重要组成，积极推进 CDS 指数市场发展既是我国信用衍生品体系向标准化、指数化演进的内在要求，也是承接宏观政策意图、提升信用定价效率的战略选择，对稳步推进金融强国建设具有非常重要的意义。

1. 坚持本土需求为先、风险可控、渐进对外开放的建设路径

国际 CDS 指数市场的经验表明，指数化是信用衍生品市场走向成熟的必由之路，国际 CDS 指数市场的成熟本质上是制度、市场、监管与评级机构协同演进的产物。我国银行间 CDS 指数市场现阶段已形成高等级、民企、长三角和科创四个指数序列，在指数编制与基础设施设计上与国际 CDS 指数基本保持一致。但当前我国 CDS 指数发展仍处在早期阶段，真实成交薄弱，能够基本满足组合对冲和价格信号构建的市场功能，但尚未成为高流动性交易中枢，定价参考价值有限，市场深度和广度明显不足。本土建设应紧扣服务实体经济的根本定位，立足国内债券市场现实条件，在“稳步发展衍生品”政策框架下，优先服务国内直接融资风险分担需要，适度借鉴国际成熟产品范式，实现“本土需求优先、风险可控、渐进对外开放”的建设路径。

2.细化合约配套规则，制度层面上逐步完善基础设施建设

制度层面细化合约配套规则，渐进参考国际成熟惯例完善基础设施。一是持续细化备选拍卖结算机制的启动条件、参与主体、报价流程，逐步实践积累 CDS 指数拍卖结算经验，为完善回收率拍卖机制创造条件。二是持续跟踪完善 CDS 指数合约标准条款实践，鼓励标准化合约实践，适时提供示范或典型案例供市场参考，为引导构建本土主流 CDS 指数标准合约打下基础；三是坚持提升指数运行透明度，可以进一步公开指数管理人信用事件判断和采信标准、内部工作流程，建立和完善相应的信息披露要求和机制。四是研究推进 CDS 指数纳入集中清算，包括相应的资本占用优惠和保证金安排等配套机制，参考国际成熟管理逐步完善市场基础设施。

3.丰富参与主体，优化投资者结构与做市激励

市场层面丰富参与主体，优化投资者结构与做市激励。在风控与投资者适当性框架内，有序扩大合格参与主体范围，完善保险、公募、理财子等机构参与 CDS 指数交易的配套细则，培育对冲型与交易型多元需求。完善 CDS 指数做市商考核激励机制，将双边报价覆盖率、价差、实际成交纳入考核，配套交易便利、费用减免等激励安排，提升机构做市报价意愿。优化单名 CDS 业务流程，推动报价向可成交转化，在促进单名 CDS 流动性的基础上加大 CDS 指数成分筛选中单名 CDS 流动性指标权重，并兼顾评级、行业、主体属性，达到培育流动性的目的。

4.健全风险监测，加强信息披露管理与跨市场规则协调

监管层面健全风险监测，加强信息披露管理与跨市场规则协调。依托金融基础设施数据，建立常态化 CDS 指数市场数据监测机制，搭建异常交易预警框架。同时，坚持定时定期公开 CDS 指数报价、成交等统计信息，为引导市场建立公允市场基准做好信息准备，积极培育市场定价能力，促进市场价格发现。最后，对于银行间市场 CDS 指数和交易所市场组合保护合约的规则差异做好跨市场协调，搭建专门的 CDS 指数产品投资者沟通平台，建立跨市场信息共享和协调监测机制，为构建和培育 CDS 指数主基准产品搭建市场共识基础。

5.提升精细化水平，夯实信用曲线与估值基础

从信用评级机构角色来看，在提升评级质量的前提下促进精细化水平，积极加强监管沟通合作，夯实信用曲线与估值基础。在指数体系层面，充分发挥信用等级在识别参考实体资质差异上的基准作用，结合评级、区域、行业、企业性质推进精细化水平。评级维度可逐步推出 AA+、AA、投资级、高收益级等差别化子指数，或直接在现有指数内按信用等级切分子指数，适度向低等级城投、弱资质

产业主体及高风险区域企业下沉，为投资者精准提供特定板块信用风险保护工具。在估值与曲线层面，信用评级机构可依托自身数据技术积累，协同指数管理主体嫁接实时市场价格信号，计算并发布 CDS 指数估值、信用曲线与隐含评级，持续输出曲线构建方法、估值模型与压力测试等方面的研究成果，为市场机构提供 CDS 指数报价参考与风险计量支持，缓释因定价缺失导致的市场摩擦，助力提升 CDS 市场流动性。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。