

2024 年下半年信用违约互换指数曲线分析报告

引言：

银行间合约类信用衍生品包含信用风险缓释合约、单名信用违约互换(CDS)和 CDS 指数。已发布的三只 CDS 指数主题涉及信用评级、企业性质、地域类型等不同维度，可满足市场机构多元化交易需求。具体如下：

“CFETS-SHCH-GTJA 高等级 CDS 指数”由外汇交易中心、上海清算所和国泰君安证券共同担任指数管理人。该指数按照一定规则筛选出 40 个具有高信用等级、较好流动性的 CDS 参考实体集合，每个参考实体权重为 2.5%。

“CFETS-SHCH 民企 CDS 指数”由外汇交易中心、上海清算所担任指数管理人。该指数按照一定规则筛选出 25 个具有较好流动性的民营企业 CDS 参考实体集合，每个参考实体权重为 4%。

“CFETS-SHCH-CBR 长三角区域 CDS 指数”由外汇交易中心、上海清算所和中债资信担任指数管理人。该指数按照一定规则筛选出 25 个具有中债资信 A+及以上评级并具有较好流动性的长三角区域 CDS 参考实体集合，每个参考实体权重为 4%。

本报告对 2024 年下半年高等级 CDS 指数、民企 CDS 指数和长三角区域 CDS 指数的价格走势进行分析，并对信用市场政策动态等进行整理。

一、 市场情况

(一) 曲线走势

高等级指数方面，如图 1 所示，下半年各期限报价有所波动。7 月全期限指数震荡走平；8 月 1Y 和 5Y 曲线小幅上行，其余期限维持震荡；9 月各期限震荡走高；10 月长期曲线小幅下行；11 月 3M 和 6M 曲线小幅下行，其余期限维持震荡走平；12 月各期限曲线震荡走高。7-12 月，3M、6M、1Y、2Y、3Y、4Y、5Y 的均值分别为 27.74bps、31.72bps、35.65bps、40.43bps、43.23bps、47.89bps 和 51.50bps。如图 2 所示，下半年高等级 CDS 指数价格的每日变动幅度在-3.00bps 至 2.00bps 间，长周期的价格波动程度相对更大。

民企指数方面，如图 3 所示，下半年各期限报价呈震荡走势，总体震荡下行。7 月至 8 月中旬，各期限价格震荡下行；9 月，中长期价格震荡走平，6M 和 9M 曲线小幅下行；4 季度各期限维持震荡。7-12 月，3M、6M、9M、1Y、2Y、3Y 的均值分别为 71.71bps、82.56bps、90.32bps、95.44bps、107.40bps、116.39bps。如图 4 所示，下半年民企 CDS 指数价格的每日变动幅度在-8bps 到 6bps 之间，中短期期限的波动程度相对更大。

长三角指数方面，如图 5 所示，下半年各期限报价呈窄幅波动态势。7 月上旬，各期限指数报价下行；8-9 月，3M、6M 期限报价上行趋势较为显著，1Y、2Y、3Y 期限报价震荡走平，其中 2Y 和 3Y 震荡相对明显；各期限在 10-11 月走势相对平稳，12 月小幅上行。7-12 月，3M、6M、9M、1Y、2Y、3Y 的均值分别为 39.66

bps、43.59bps、46.95bps、50.54bps、57.03bps、62.44bps。如图 6 所示，下半年长三角区域 CDS 指数价格的每日变动幅度在-4.00bps 到 4.00bps 之间，3M、3Y 等期限价格波动程度相对更大。

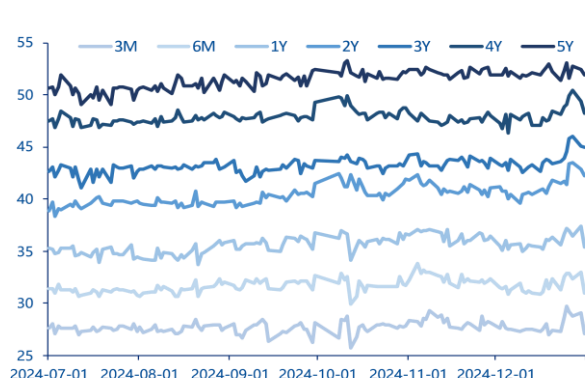


图1：2024年下半年高等级CDS指数报价走势
(单位：bps)

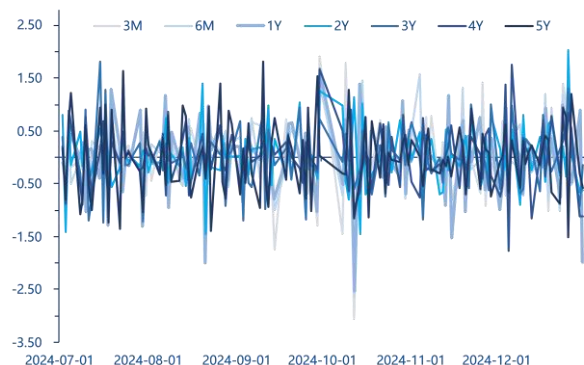


图2：2024年下半年高等级CDS指数每日变动情况走势
(单位：bps)

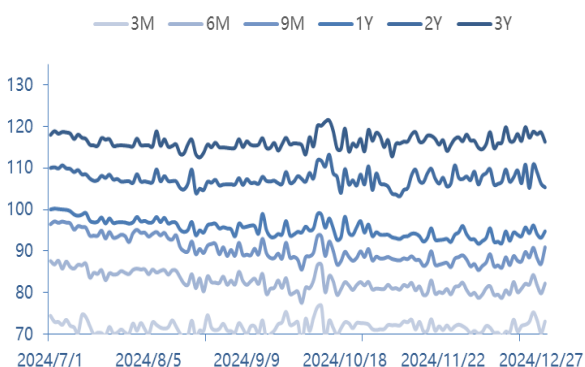


图3：2024年下半年民企CDS指数报价走势
(单位：bps)

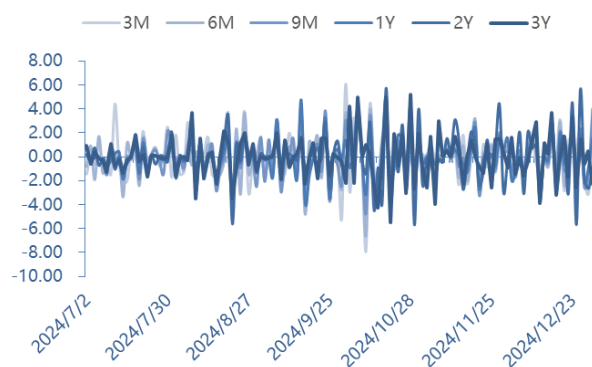


图4：2024年下半年民企CDS指数每日变动情况走势
(单位：bps)

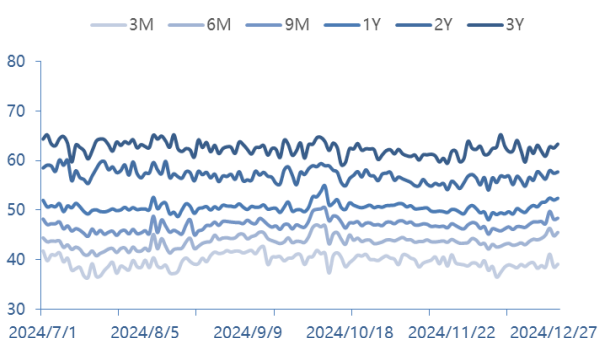


图5：2024年下半年长三角区域CDS指数报价走势
(单位：bps)

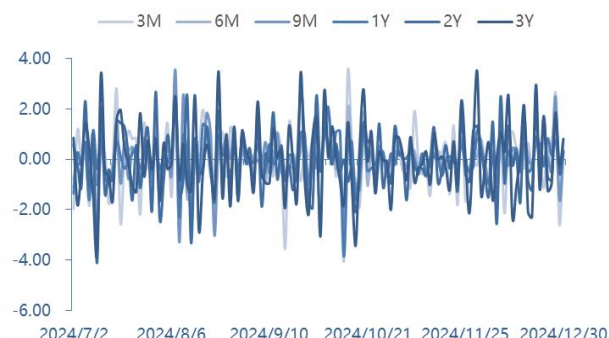


图6：2024年下半年长三角区域CDS指数每日变动情况走势
(单位：bps)

（二）期限利差

高等级指数方面，如图 7 所示，1Y*3Y Spread 和 1Y*5Y Spread 在 7-12 月呈现震荡趋势，走势基本一致，1Y*3Y Spread 在 7 月以后震荡走平。3Y*5Y Spread 在 10 月与 11 月震荡走平，12 月末出现下行。7-12 月，1Y*3Y、1Y*5Y、3Y*5Y 的均值分别为 7.58bps、15.86bps、8.27bps。如图 8 所示，以 1Y*5Y Spread 为例来看期限价差，价差在 12-18bps 范围内波动，在 10 月 12 日达到最大值 18.00bps，在 7 月 22 日达到最小值 13.65bps。

民企指数方面，如图 9 所示，6M*1Y Spread 在下半年震荡走平，1Y*3Y Spread 震荡走高，二者走势分化。如图 10 所示，以 1Y*3Y Spread 为例来看，7 月初价差基本在 18.5bps 附近，到 12 月下旬价差提高至 23.5bps 附近。

长三角指数方面，如图 11 所示，6M*1Y Spread 在 5bps 至 9bps 之间小幅波动，1Y*3Y Spread 震荡相对明显。如图 12 所示，以 1Y*3Y Spread 为例，价差在 8-16bps 之间波动，在 10 月 16 日达到最小值 8.68bps，在 12 月 10 日达到最大值 15.8bps。

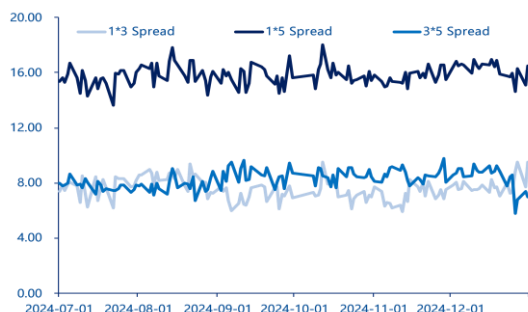


图7：2024年下半年高等级CDS指数1Y*3Y、1Y*5Y、3Y*5Y Spread走势（单位：bps）

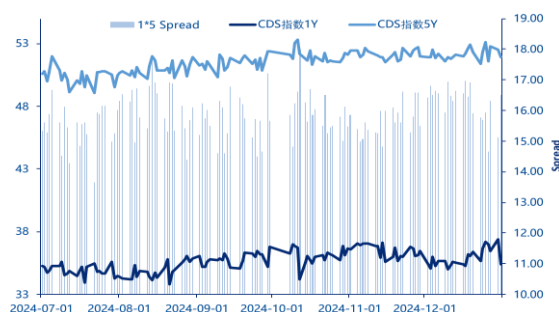


图8：2024年下半年高等级CDS指数1Y*5Y Spread走势（单位：bps）

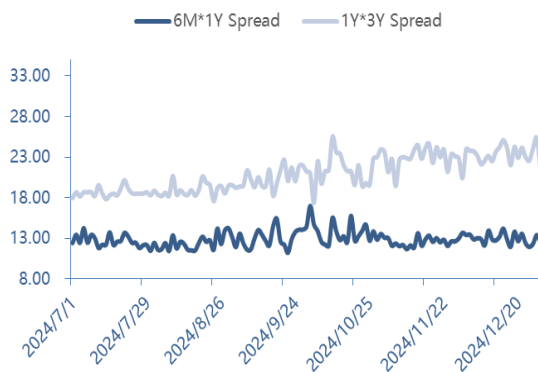


图9：2024年下半年民企CDS指数6M*1Y、1Y*3Y Spread走势（单位：bps）

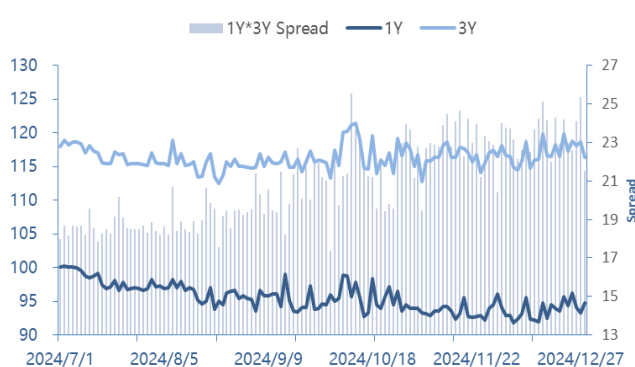


图10：2024年下半年民企CDS指数1Y*3Y Spread走势（单位：bps）

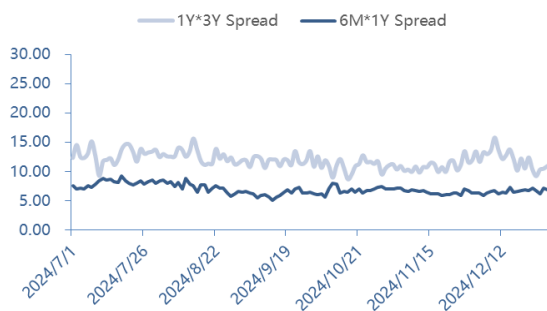


图11: 2024年下半年长三角区域CDS指数6M*1Y、1Y*3Y Spread走势（单位：bps）

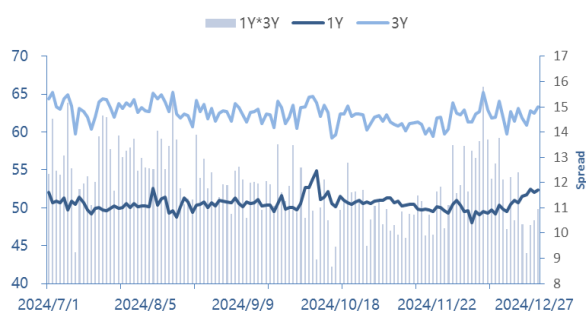


图12: 2024年下半年长三角区域CDS指数1Y*3Y Spread走势（单位：bps）

（三）曲线对比

如图13-18所示，将高等级CDS指数与民企CDS指数和长三角区域CDS指数价格走势进行对比，并对指数价差进行分析。从趋势看，高等级指数与民企指数、长三角区域指数各短期限价格变化趋势整体相对更为接近。从价差值看，各期限价差随期限上升而增大，其中3年期民企指数与高等级指数的价差在69-78bps范围内波动，3年期长三角指数与高等级指数的价差在15-23bps范围内波动。

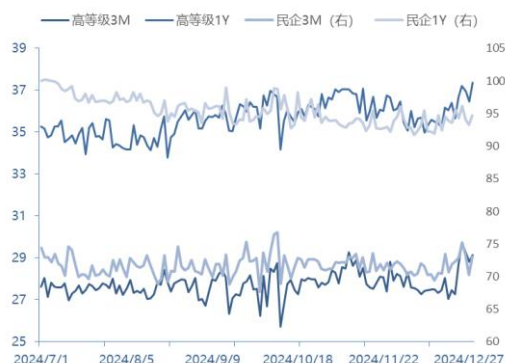


图13: 高等级CDS指数与民企CDS指数短期限价格走势对比（单位：bps）

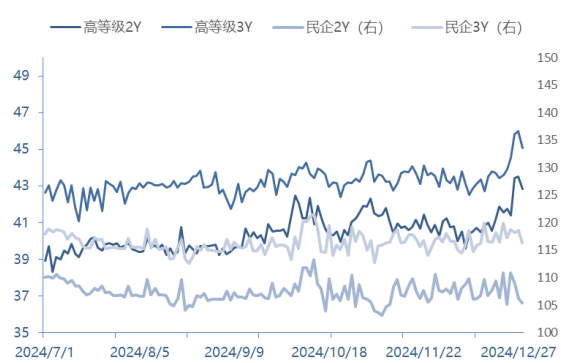


图14: 高等级CDS指数与民企CDS指数中长期限价格走势对比（单位：bps）

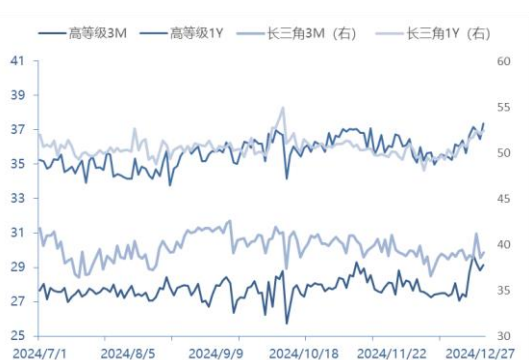


图15: 高等级CDS指数与长三角区域CDS指数短期限价格走势对比（单位：bps）

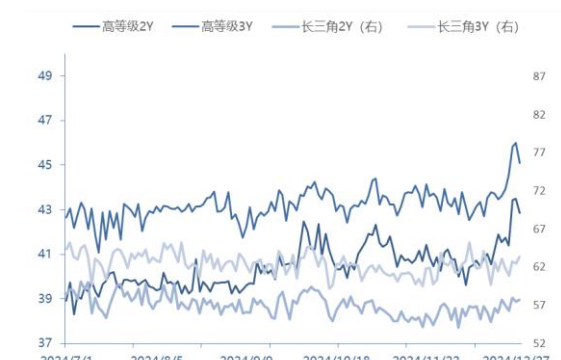


图16: 高等级CDS指数与长三角区域CDS指数中长期限价格走势对比（单位：bps）

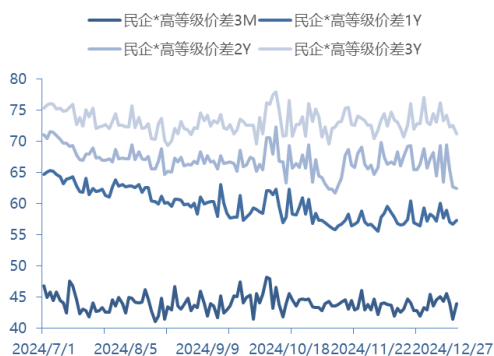


图17：高等级CDS指数与民企CDS指数价差走势
(单位：bps)

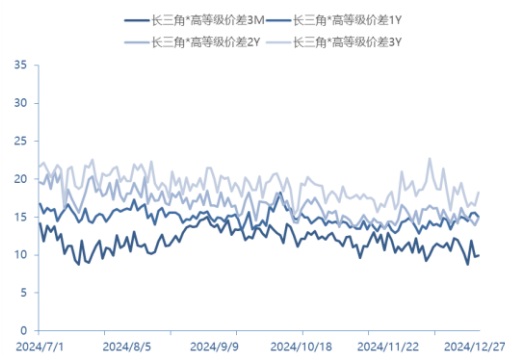


图18：高等级CDS指数与长三角CDS指数价差走势
(单位：bps)

二、信用市场动态

1. 7月21日，中共中央发布《关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，提出：“深化金融体制改革。加快完善中央银行制度，畅通货币政策传导机制。积极发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融，加强对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务。完善金融机构定位和治理，健全服务实体经济的激励约束机制。发展多元股权融资，加快多层次债券市场发展，提高直接融资比重。”

2. 9月24日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况。中国人民银行行长潘功胜表示，根据中央的决策部署，为进一步支持经济的稳定增长，人民银行将坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控的强度，提高货币政策调控的精准性，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境。潘行长宣布下述几项政策：第一，降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行。第二，降低存量房贷利率，并统一房贷的最低首付比例。第三，创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。

3. 10月18日，中国人民银行行长潘功胜在2024金融街论坛年会上作题为《高质量发展与中国经济动态平衡》的主题演讲，交流了一揽子增量货币政策的落实情况、高质量发展与中国经济的动态平衡、中央银行在服务经济高质量发展中发挥积极作用三个方面的情况。

4. 11月8日，中国人民银行发布2024年第三季度中国货币政策执行报告。中国人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真落实党中央、国务院决策部署，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，加大逆周期调节力度，为经济回升向好创造了适宜的货币金融环境。

5. 12月5日，国家金融监督管理总局印发《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》（以下简称《行动方案》），明确财险业高质量发展的指导思想、发展目标和实施路径。《行动方案》进一步强调深化改革、推进开放，提升服务实体经济质效。引导财险业把好发展定位，加快业务转型升级，提升风险管理能力，推进高水平对外开放。推动财险业更好服务新质生产力发展、促进城乡融合发展，更好保障国家重大战略、支持防灾减灾救灾体系建设。

6. 12月11日至12日，中央经济工作会议在北京举行。习近平在重要讲话中总结2024年经济工作，分析当前经济形势，部署2025年经济工作。李强作总结讲话，对贯彻落实习近平总书记重要讲话精神、做好明年经济工作提出要求。会议认为，实践中，我们不断深化对经济工作的规律性认识。党中央集中统一领导是做好经济工作的根本保证，在关键时刻、重要节点，党中央及时研判形势、作出决策部署，确保我国经济航船乘风破浪、行稳致远。必须统筹好有效市场和有为政府的关系，形成既“放得活”又“管得住”的经济秩序。必须统筹好总供给和总需求的关系，畅通国民经济循环。必须统筹好培育新动能和更新旧动能的关系，因地制宜发展新质生产力。必须统筹好做优增量和盘活存量的关系，全面提高资源配置效率。必须统筹好提升质量和做大总量的关系，夯实中国式现代化的物质基础。

7. 12月16日，中国人民银行党委召开会议传达学习中央经济工作会议精神。会议强调，做好明年中国人民银行工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会精神，认真落实中央经济工作会议和中央金融工作会议决策部署，坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，实施适度宽松的货币政策，防范化解重点领域金融风险 and 外部冲击，进一步深化金融改革和高水平对外开放，着力扩大内需、稳定预期、激发活力，为推动经济持续回升向好营造良好的货币金融环境。

8. 12月16日，中国银行间市场交易商协会第五届金融衍生品专业委员会第十四次会议在北京召开。会议审议通过了凭证类信用风险缓释工具业务指引及配套制度、《关于银行间市场信用违约互换报价业务有关事项的通知》相关议案，以及《信用衍生品在商业银行资本与市场风险管理中的应用》、《信用违约互换指数风险管理实践及建议》、《我国机构投资者衍生品业务监管政策》三项课题结项。