

从 CDS 看金融衍生品 对金融市场稳定的作用

The Role of Financial Derivatives in Financial Market Stability from CDS

赵晓慧 吴泱

(国泰君安期货, 上海 200050)

摘要: 自 2016 年 9 月 23 日, 银行间交易商协会公开发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》及配套业务指引文件, 第一次在中国推出了信用违约互换产品。这标志我国信用风险衍生品市场机制真正初步建立。关于我国 CDS 的发展, 各界人士意见不一。一方面最近国内债务违约事件频发对国内信用风险管理市场机制的建立提出了迫切的需求, 另一方面历史上 CDS 在美国次贷危机和欧洲主权债务危机时被某些对冲基金用来作为做空次贷及其相关产品的工具, 给 CDS 自身的发展蒙上了阴影。本文探讨了在当前经济形势与环境下, 发展国内 CDS 的迫切性和积极作用。此外, 我们也回顾了 CDS 在美国次贷危机和欧洲主权债务危机中的是非功过, 目前国内信用风险管理市场尚属于诞生初期, 整体上市场波动较为理性, 因此发展 CDS 对管理信用风险及稳定金融市场有着积极与正面的作用。

关键字: 信用违约互换 美国次贷危机 欧洲主权债务危机

信用违约互换 (Credit Default Swap, CDS), 又称信贷违约掉期, 是债券市场中常见的实现信用交易的一种场外衍生品工具。它是场外交易的最主要的信用风险缓释工具之一, 也是目

前全球交易最为广泛的场外信用衍生品。信用违约互换交易中, 违约互换购买者将定期向违约互换出售者支付一定费用 (称为信用违约互换点差), 而一旦出现信用类事件 (主要指债券

主体无法偿付)，违约互换购买者将有权利将债券以面值交割给违约互换出售者，从而有效规避信用风险。

一、我国 CDS 发展的必要性

(一) 全球 CDS 的发展现状

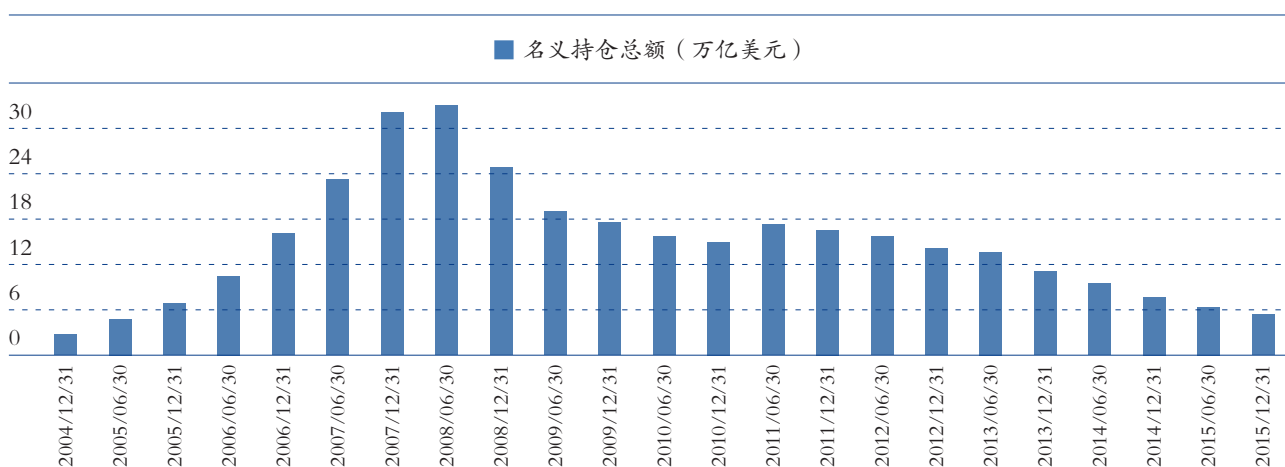
早在 1995 年，摩根大通银行布莱斯·马斯特斯开发出了信用违约互换产品 CDS，信用违约互换产品交易开始发展起来。全球 CDS 的发展经历初期稳定健康发展阶段、投机行为日益普遍的迅猛发展阶段以及当前严格监管环境下的稳定发展阶段。

根据图 1 数据表现来看，全球 CDS 市场规模（名义持仓本金，Nominal Amount Outstanding）在 2008 年 6 月 30 日达到顶峰 33.16 万亿美元，随后严格的监管环境导致 CDS

市场规模逐年递减，2015 年底维持在 5.45 万亿美元左右。根据图 2 中全球各地区 CDS 在 2015 年度占比来看，欧洲发达国家和美国占比位居前列，分别达到 74.11% 和 22.03%。除日本以外，所有亚洲国家 CDS 总和占比仅为 0.22%。

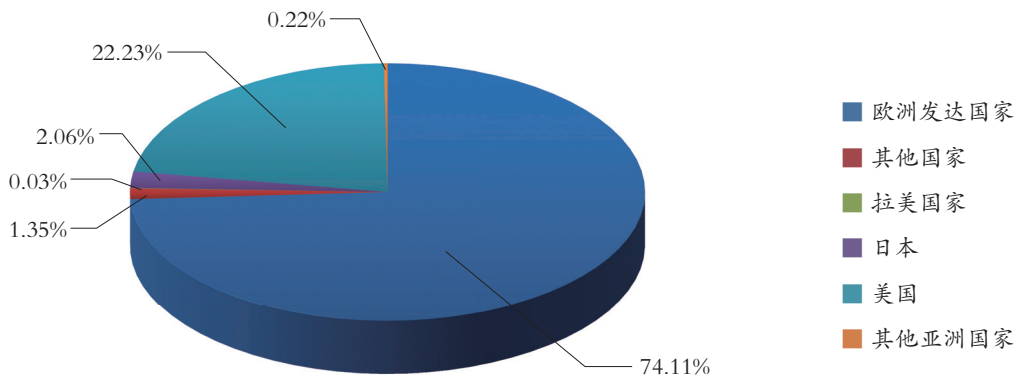
根据 CDX 指数下的 CDS 合约信息，我们可以进一步了解到各国公司债和企业债发行较为活跃的 CDS 的数量信息。据统计 2015 年，CDX 指数下的活跃 CDS 合约品种共有 1062 个。根据各 CDS 合约参照其企业注册的国家类别，我们可以得到各国活跃的 CDS 品种数量信息（见图 3）。

根据图 3 数据表现来看，美国活跃 CDS 合约数量最多，其次是日本，再次是英法德等欧洲发达国家。这和美、日、欧债券市场的规模地位相一致。



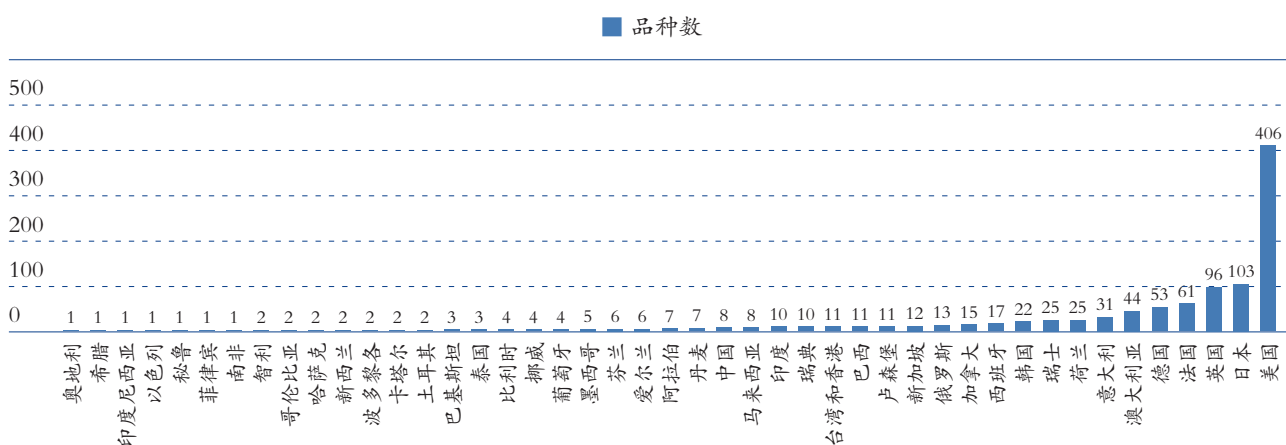
资料来源：BIS

图 1: 2004-2015 年度全球 CDS 名义总额



资料来源：BIS

图 2：2015 年度全球各地区 CDS 占比



资料来源：Bloomberg

图 3：2015 年 CDX 指数下各国活跃 CDS 品种数

1. 各国 CDS 参照资产的聚类分析

伴随着我国债市规模的急剧增长，债券信用违约互换（CDS）推出的呼声也越来越迫切。为了更好地了解 CDS 发展的必要性，本节内容就我国 CDS 发行参照资产——债券的基本情况在各个国家之间进行聚类分析，从而预估现阶段我国 CDS 发展的合理规模。

在聚类分析当中，我们选择的聚类对象为美国、日本、英国、法国、德国、澳大利亚、意大利、荷兰、瑞士、新加坡、西班牙、俄罗斯、卢森堡、巴西、瑞典、印度、马来西亚以及中国等 20 个国家。在聚类分析过程中，我们主要

在聚类分析当中，我们选择的聚类对象为美国、日本、英国、法国、德国、澳大利亚、意大利、荷兰、瑞士、新加坡、西班牙、俄罗斯、卢森堡、巴西、瑞典、印度、马来西亚以及中国等 20 个国家。在聚类分析过程中，我们主要

考量总债券发行总额、总债务未偿还额以及国
债未偿还额占 GDP 比重这三个要素属性。根据
图 4 的聚类分析结果来看，印度、中国和美国
为距离最近的组群。其次，中国和日本、德国、
瑞士的距离也较近，但是和巴西、马来西亚的
距离最远。根据 CDS 参照资产规模水平类比，
我们可以进一步推理，我国 CDS 的规模水平应
与印度、美国、日本、德国、瑞士以及西班牙
等国家相当。

为了更好地理解并预估我国 CDS 资产的合
理发展规模，我们可以进一步观察和比较印度、
美国、日本、德国、瑞士以及我国的 CDS 资产
规模水平。鉴于数据的可获得性，我们主要是
针对 CDX 指数中 CDS 参照资产企业注册的国

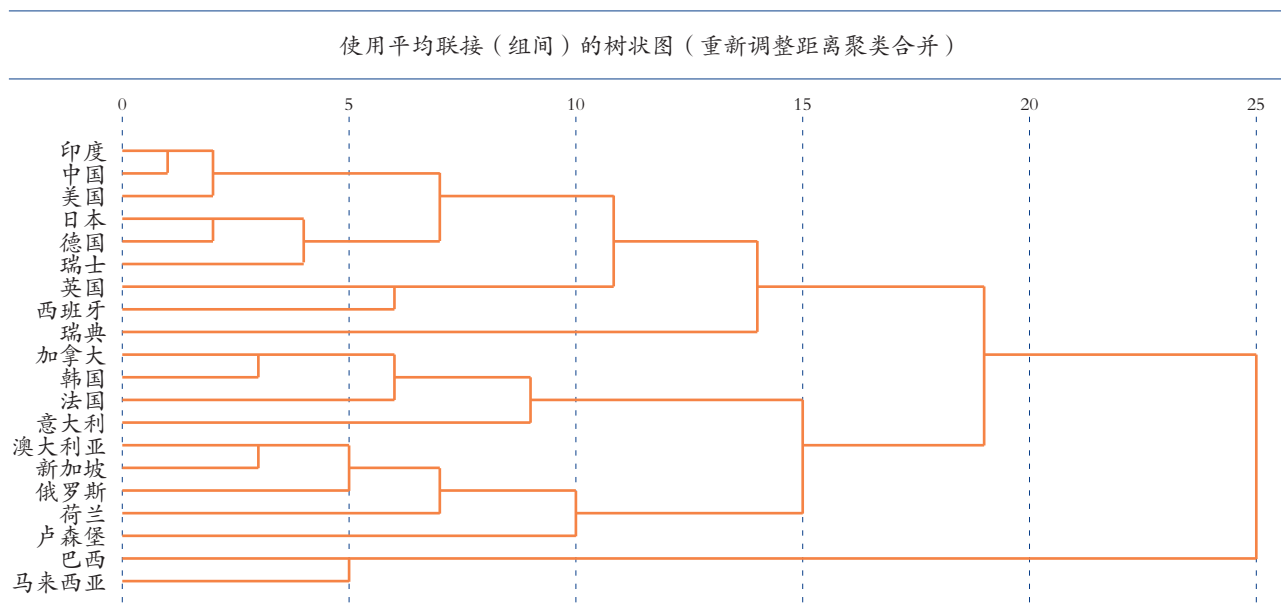
家类别进行划分（见图 5 和图 6）。

根据图 5 和图 6 的数据表现来看，国外发
行并交易的以注册中国企业为参照资产的 CDS
规模呈现上升态势，但是我国整体的 CDS 规模
水平和日本、澳大利亚存在一定的差距，更是
远远落后于美国以及欧洲发达国家。

综上所述比较各国 CDS 发行参照资产的发展情
况和各国发行的较为活跃的 CDS 规模水平，可
见我国 CDS 发展还远远不足，具有很大的发展
空间。

二、金融危机中 CDS 的功过是非探讨

自 1995 年起步的 CDS 市场发展迅猛。现今，
CDS 因金融危机而饱受关注，成为最受争议的



资料来源：Bloomberg

图 4：2004-2015 年度全球 CDS 名义持仓本金总额

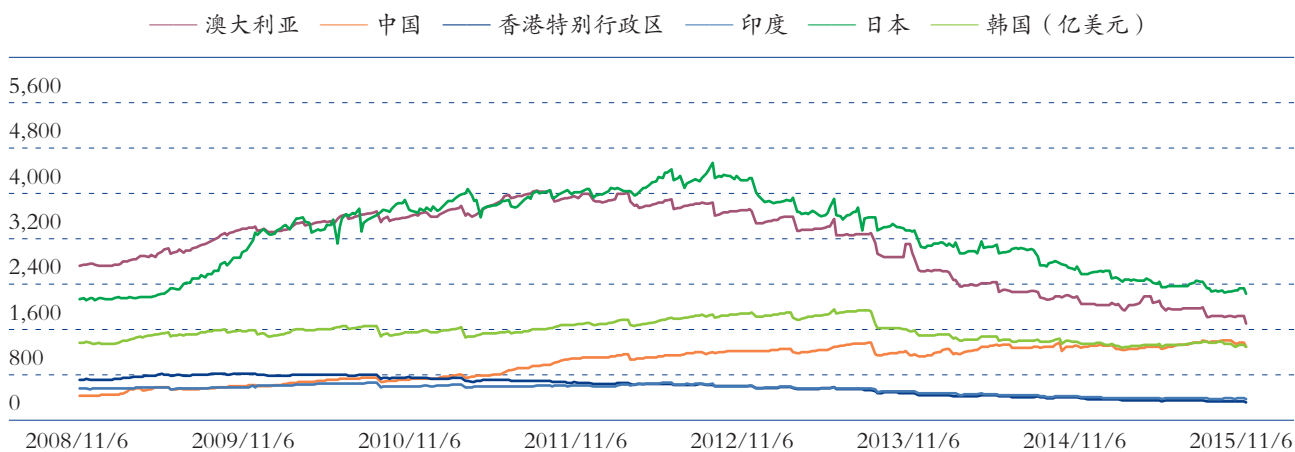


图 5: CDX 指数下的中国、香港地区以及其他亚洲主要国家 CDS 资产规模

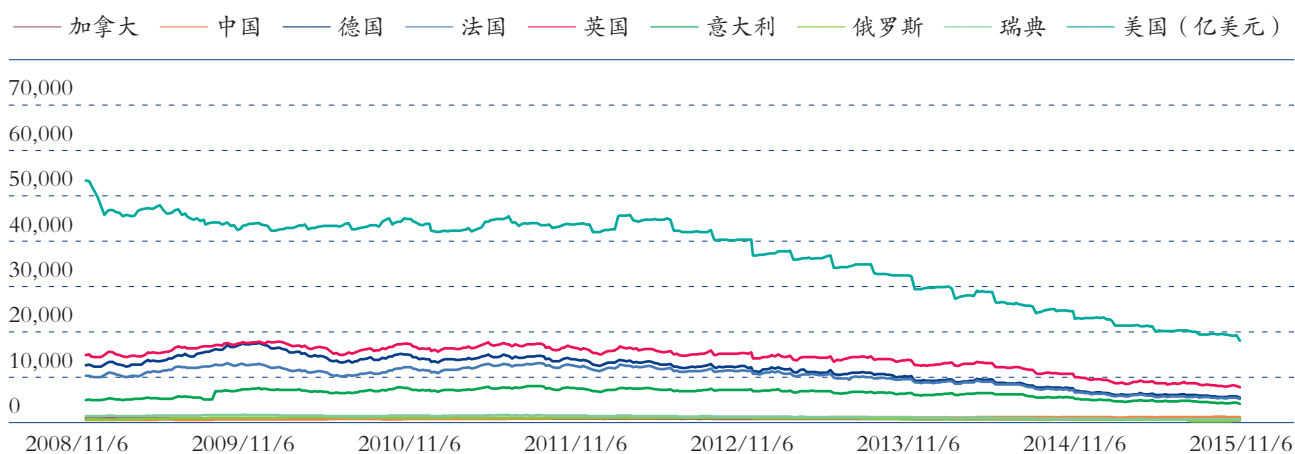


图 6: CDX 指数下的中国及欧洲、美国发达国家的 CDS 资产规模

金融衍生品。然而，CDS 在揭示违约信息和为违约事件保险方面无可替代的功能不能忽视，作为一个非常有活力和自我修复能力的市场，CDS 市场更不可简单地一笔抹杀。

从美国次贷危机层面来讲，经济危机的诞生本源于其经济周期运转的基础性问题。过度

投机性的 CDS 交易行为无疑加快了危机进展速度并放大了危机爆发的强度。从本源上来讲，我们认为 CDS 交易的不透明性和监管的缺失性助其放大消极层面影响。但是，我们不可否认的是市场流动性一度近乎消失，信用紧缩非常严重，政府和货币当局不得不出台一系列流动

性支持措施。但在此期间，CDS 市场一直交易活跃，并成功应对了雷曼兄弟和“两房”等大型金融机构信用事件冲击。

在欧洲债权危机中，持有大量 CDS 的高盛联合多家对冲基金，在希腊债务危机初露端倪之际，利用希腊多笔国债到期日逼近来炒作希腊的债务偿还能力问题；借助评级机构，调低希腊主权评级；甚至公开承认通过掉期交易，帮助希腊隐瞒账目。市场因为欧洲主权信用的悲观预期而形成了恐慌性抛售。随后，西班牙和葡萄牙等欧元区内弱国接连出现融资困难，加快了债务信用问题的曝光，欧洲债务危机由此而爆发。在欧洲主权信用一落千丈的背景下，各国主权信用 CDS 接连疯涨。可见 CDS 对于违约信息的揭示功能，恰恰反映了其作为风险管理工具的本质所在。这里，投机者过度运用衍生品 CDS 将危机放大，增大金融市场的压力，无疑加剧欧洲危机恶化。

综上所述，CDS 在美国次贷危机和欧洲主权债务危机中的正反两面表现来看，作为信用衍生工具的 CDS 带来了信用风险管理的重大变革，它促使风险管理从被动、消极的回避方式，转变为主动、积极的组合管理方式，对金融市场的发展起到了积极的作用。但是随着 CDS 市场的迅速发展，金融创新的深化促使其扩展到资产池构成的结构性投资工具，如担保债务

凭证 (Collateralized Debt Obligation, CDO)、证券化资产 (Asset-backed Securities, ABS)、证券化住房抵押贷款 (Mortgage-Backed Security, MBS) 等。加之前期监管的不足，CDS 自身的缺陷也逐渐暴露出来，并在金融危机中被夸大了其负面作用。为了实现信用违约互换 CDS 的健康发展，我国积极发展 CDS 时更要致力于 CDS 市场制度的完善等市场基础设施工作。

四、小结

目前，我国金融衍生品市场的发展仍处于初级阶段，随着金融全球化的发展，金融创新势在必行，总体上尚处于发展不足的国内金融衍生品市场方兴未艾。2016 年 9 月 23 日，银行间交易商协会公开《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》及配套业务指引文件，第一次在中国推出了 CDS 产品。这标志我国信用风险衍生品市场机制真正初步建立。在现今信用风险事件爆发越来越密集的背景下，推出 CDS 有利于国内债券市场风险的市场化分担，增加债券市场吸引力和流动性，方便债券机构投资者进行信用风险管理。

本文分别从 CDS 参照资产的发展规模、CDS 风险对冲的积极作用方面论证了金融衍生品发展对我金融市场稳定的积极作用。从 CDS 参照资产的发展规模来看，研究表明支持 CDS

发展的基础资产要素早已准备充分，适合于我国当前金融市场稳定的 CDS 资产规模应与美国、日本、英国、法国、德国、瑞士等发达国家的水平相一致。结合金融危机中 CDS 的表现，我们认为 CDS 并非金融系统破坏的本源，但是当以名义持仓本金市值为代表的 CDS 市场发展过度、加上其基础资产（Underlying Assets）变得过于复杂且难以公允定价时，CDS 就容易成为传导市场恐慌情绪的信使，在金融危机中放大其负面作用。即便如此，我们仍不可否认 CDS 在金融危机中还是发挥了积极的功能与作用。

CDS 本身是一种管理信用风险的衍生工具，是一把“双刃剑”。如果发展适度，CDS 将成为银行等金融机构管理风险的重要工具，可以促进金融产品的多样性，扩大市场规模，提高市场运行效率，带动经济繁荣。总的来说，在当前国内债务违约事件频发的市场环境下，发展 CDS 市场很有必要。建设一个稳健而不过度投机的 CDS 市场，有利于充分发挥 CDS 管理信用风险和监测系统性风险的功能，也有助于发挥 CDS 稳定金融市场的积极作用。

参考文献

- [1] 李文华. 正确看待信用违约互换促进我国债券市场发展 [J]. 经济研究参考, 2009(9):33-37.
- [2] 王懿婧. 信用违约互换合约助推金融危机升

级 [J]. 中国集体经济, 2008(Z1):100-101.

[3] 沈文京, 付剑峰, 赵昌文, 等. 信用违约互换的发展及其对中小企业融资的启示 [J]. 中国科技投资, 2010(1):24-26.

[4] 王爽. CDS: 欧洲危机恶化的催化剂——兼论对我国金融衍生产品市场发展的启示 [J]. 金融经济, 2010(6):65-67.

[5] 陈斌. 美国信用违约互换市场动荡的机理与启示 [J]. 南方金融, 2010(1):56-59.

[6] 张波. 次贷危机下的 CDS 市场: 风险与变革 [J]. 中国货币市场, 2008(10):17-21.

[7] Culp, Vander Merwe and Staerkle, 2016, Single-Name CDS Literature Review [J], working paper, ISDA

[8] Culp, C.L. and J.P. Forrester, 2013, U.S. Structured Finance Markets: Recent Recoveries, Post-Crisis Developments, and Ongoing Regulatory Uncertainties [J], Journal of Structured Finance VOL.18,NO.4

[9] Culp, C.L., and J.P. Forrester, 2015, Have Pre-Crisis Levels of Risk Returned in U.S. Structured Products? Evidence from U.S. Subprime Auto ABS, CLOs, and Insurance-Linked Securities Markets [J], Journal of Structured Finance Vol.21,NO.1

(责任编辑: 蒋云鹤)