

信用衍生品市场的国际经验及其对中国的启示

——基于金融结构和宏观稳定的分析

安毅 常清

(中国农业大学期货与金融衍生品研究中心, 北京 100083)

摘要: 信用衍生品是国际资本市场上最具创新性的金融工具之一。发展信用衍生品不仅可以转移金融机构的信用风险, 同时也可以缓解“金融脱媒”问题, 防止资本市场快速膨胀扭曲银行和金融体系。然而, 信用衍生品也有其另一面。美国金融危机显示信用衍生品与金融结构具有复杂的联系机制, 可能冲击宏观稳定。本文提出, 我国应深入剖析美国的信用衍生品市场与金融结构关系, 跟踪国际市场的改革和发展方向, 探索符合国情的信用衍生品市场发展道路。

关键词: 信用衍生品 金融结构 金融稳定

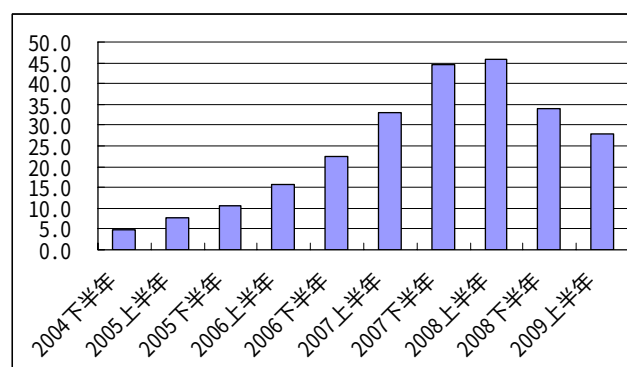
一、信用衍生品的基本原理与国际发展

信用风险是金融市场最古老的风险。传统的信用风险管理方法有投资高信用等级产品、分散化投资和计提风险准备金等三种方法。但是, 这些方法并没有真正把信用风险转嫁出去, 同时也放弃了信用级别较低, 但收益率较高的投资机会。为了更好地解决这些问题, 1992年国际互换与衍生品协会(ISDA)开始提出信用衍生品的原理和机制, 探索分散、转移或对冲信用风险。这种衍生品的通常模式是, 信用保障买方向卖方支付一笔固定费用, 一旦发生买卖双方所指定的信用问题, 信用保障卖方就按合同约定赔偿对方损失。

经过不断发展, 信用衍生品已经覆盖远期、互换、期权以及结构化产品。其中最为基础和广为使用的是信用违约互换(CDS)。CDS

的交易原理很简单，就像买卖保险。CDS 的购买方定期向售出方支付费用，一旦购买方的参考资产（对于该资产，购买方可能持有，也可能并未持有）在合约期内出现违约损失，售出方必须予以赔偿。无疑，这种保险机制对于大型金融机构甚至金融体系而言，具有良好的风险减震作用。安然、世通及阿根廷危机没有导致任何一家银行出现严重的经营困难，也没有引发银行业风险的连锁反应，就是因为贷款银行普遍使用了信用衍生工具¹。正是鉴于理论的完美与个案的成功，信用衍生品市场在进入 21 世纪后，在全球储蓄增加、持续低利率导致的流动性过剩的宏观环境下，从 2003 年开始呈现出爆发式增长的趋势。

然而，全球 CDS 市场规模在 2008 年达到高峰后，开始出现大幅下滑（图 1）。表面的原因是国际金融危机全面爆发，金融机构开始去杠杆化，大量减少了对 CDS 的依赖和使用。深层原因则是信用衍生品在危机形成过程中起到了巨大的推动作用，整个市场日渐面临巨大的改革压力和发展阻力。有鉴于此，就需要深入研究信用衍生品的风险转移功能与金融结构、金融稳定的内在联系机制，以及在这种联系机制下的市场改革和发展方向。



资料来源：国际清算银行

图1 全球信用违约互换市场的规模（单位：万亿美元）

二、信用衍生品市场与金融稳定的理论关系

应当说，信用衍生品市场对金融稳定的积极影响在于其为机构提供了卓越的信用风险转移机制，有助于提高资金融通和配置效率。但是如果深入分析就会发现，这只是表层的推理或至多是历史成功个案的总结。应客观地认识到，市场体系的建立和发展往往具有复杂性和系统性，信用衍生品市场的大规模发展在全面提供信用避险机制的同时，也通过金融机构交易行为和业务范围的变化不断改变着金融体系的内在运行机制。如果缺乏良好的监管制度和严密的市场设计，信用衍生品市场将在不同方面冲击金融稳定。

第一，信用衍生品在转移风险的同时，也在积累新的风险。

在现代西方金融创新中，信用衍生品和证券化占据重要地位。这二者紧密地联系在一起，大大改变了金融机构或银行的资产决策程序。对于证券化来说，其最大的优点就是能使从事信贷业务的金融企业更有效地通过发债改变贷款的流动性风险。而信用衍生品则通过以下两个途径进一步优化了证券化的风险转移机制：一是将证券化的资产风险转移给愿意承担风险的金融机构；二是银行能够通过信用衍生品的价格发现功能，降低贷款错误定价的可能性。

也正是借助于证券化过程和使用信用衍生品，银行能够将信贷风险分散转移给其他市场参与者。这时，银行已不再是单纯的信贷提供者，其业务结构逐渐脱离“购买和持有”模式，向“创造和分散”模

式发展。这种新变化不仅使银行大大减少贷款风险，而且还能量身定制能够更好地满足市场实际需求的金融产品。

但是，人们必须考虑这种风险转移的机制究竟会带来何种效果。从理论上讲，信用风险与基础资产的分离降低了金融机构信用管理的积极性，可能引发道德风险，同时增加机构自身和监管机构对整个金融体系信用风险敞口评估的难度。另外一个重要问题是，尽管信用衍生品可以将信用风险转移出去，但是并不能将其完全消除。这不仅可能导致这个市场存在信息监测方面的缺陷，同时也会导致风险在金融系统的其他部分不断累积。假如问题仅止于此，那么信用衍生品市场也不易引发系统性风险。但是，事实并非如此，更大的问题与下面要分析的第二个问题有关。

第二，信用衍生品在推动金融体系深化的同时，造成了风险转移日益复杂化。

当今世界各国的金融体制大致可以分为银行主导型和市场主导型两类。但是，随着资产证券化和信用衍生品的深入发展，这两种金融体制开始出现整合²，界限日益模糊。在以往，银行联系着资金的供需双方，在金融体系中的角色简单明了。非银行金融机构由于缺少贷款市场的客户来源、运作贷款的人员设施以及法律的限制，往往不能直接进入贷款市场。但是，随着信用衍生品市场的发展，银行可以扩大评估和创造满足特殊需要的信贷风险和风险资产的能力，根据不同的投资水平将风险转移给不同的投资者，如保险机构、共同基金、对冲基金等非银行金融机构。而乐于接受风险的投资者无论在管理流

动性、利率、系统性信用风险方面，还是投资者的资产和负债结构、风险偏好方面往往要比银行具有更为坚实的基础。通过信用衍生产品，投资者可以方便地进入这一信贷市场，不必直接持有信贷资产而承担信用风险敞口。这样，在发达市场中就形成了资金供应方——金融中介——资金使用方、资金供给方——资本市场或风险市场——资金使用方，资金供应方——金融中介或资本市场——资金使用方等的全方位货币流动机制 3（见图 2）。

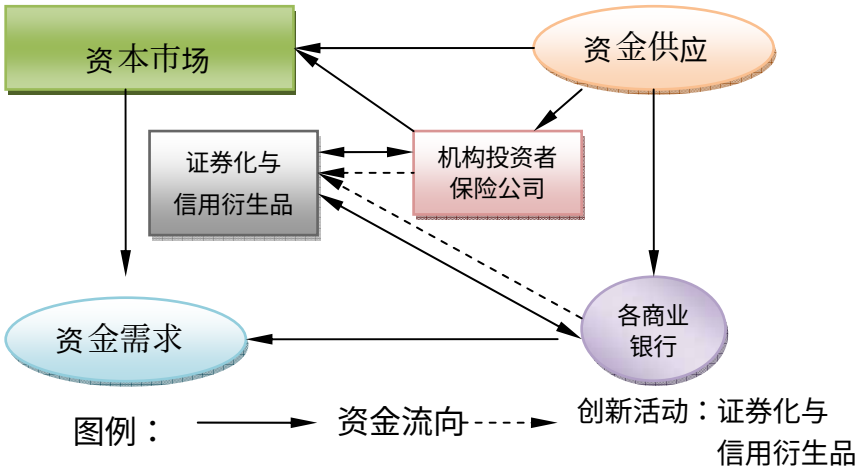


图 2 信用衍生品发展条件下的现代金融模式

在这种新型的西方金融结构中，商业银行、基金、投资银行等各类市场主体具有日益紧密的联系。几乎所有的重要机构都利用信用衍生品提供的风险转移机制不断对证券化产品进行包装和销售。一个日益严重的系统性风险问题是，最初的证券化产品经过金融机构的不断打包，风险源头已经难以被公众掌握。当然，在证券产品的销售过程中，金融机构并非没有想到风险问题，但是很明显，信用保险机制使其放松了警惕。因此就理论而言，一些证券风险在被转移出去后，很可能经过多次打包销售，又回到了无法知情（可能也无需知情）的最

初创造产品的那些机构手中。至此可以推导出一个简单的结论——复杂的证券化和信用衍生品会在金融体系中形成一个信用风险转移的莫比乌斯环。而在信用衍生品市场不断膨胀的趋势下，所谓的莫比乌斯环会日渐复杂，并环环相扣。如果信用衍生品的市场设计和制度结构长期扭曲，那么这个日益复杂的莫比乌斯环将在条件成熟时引爆整个金融体系，冲击金融稳定。为了更深入地了解其中机制，下面将剖析信用衍生品对美国金融体系的影响与冲击。

三、信用衍生品市场发展对美国金融体系的影响

如果深入分析就会发现，信用衍生品市场引爆美国金融的危机主要原因是其改变甚至扭曲了美国的金融体系，使各种利益关系异常难解。

第一，CDS 交易网络化将金融机构紧密地联系在一起。在最初时，美国金融市场上的 CDS 交易链条很短，参加者多为资产庞大的商业银行、投资银行和保险公司，彼此知根知底，其中所隐含的问题也很少。但是 2000 年后，越来越多的机构参与 CDS 市场交易中，每天都有大量的机构在倒买倒卖 CDS，经纪商也开始匿名提供 CDS 交易商的身份。在此情况下，以往较为简单的 CDS 链条由于交易对手的模糊化，变成信息不透明的复杂网络化交易。在危机爆发前的美国金融体系中，除了美国保险集团（AIG）是 CDS 的净卖出者外，几乎所有的金融机构都既是买入者又是卖出者。金融机构在买入 CDS 后，以更高的价格卖出 CDS 来获取差价，而一旦参考资产违约，则由最初的卖出者赔付，

并在金融机构之间进行转移（图 3）。如果资金链不断，这种市场交易结构也不会出现问题。但是，一旦大型机构破产，市场赔付将出现中断，并导致系统性危机。雷曼兄弟破产之所以成为 2008 年金融危机全面爆发的标志，主要在于其所造成的整个信用违约互换市场交易网络的断裂，整整 5 万亿美元本金面值的信用违约互换突然失去了交易对手，最终引发相关交易方的资金断裂和社会性恐慌。

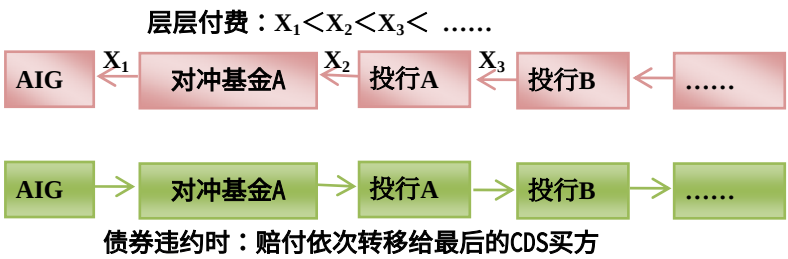


图 3 美国信用违约互换市场的交易网络化

第二，CDS 推动金融业务的混合和日益复杂化。一个重要的现象是 CDS 市场的发展推动了投行和贷款机构的联合。在美国，从事房贷业务的机构主要为贷款公司。贷款公司在从事房贷业务后，往往需要回收资金以便进一步从事房贷业务。为了解决这个问题，通常要借助抵押贷款支持证券（MBS）。在发现抵押贷款支持证券的巨大市场后，雷曼兄弟通过兼并收购的方式纵向整合贷款供应链，逐步加快对贷款公司的控制。雷曼兄弟之所以做出与贷款业务的结合，主要源于其能将贷款迅速实现证券化，市场上又之所以不断购买雷曼兄弟的证券产品则是源于 CDS 提供了独特的保险机构。在雷曼兄弟的巨大盈利示范下，诸多投行纷纷通过收购或控股方式开展与贷款公司结合（表 1）
4，有些甚至直接打着自己的旗号发行贷款。这种迅速发展的混业性

质的经营活动由于所受监管不足，致使美国金融体系的系统性风险不断积累并最终导致金融危机的爆发。

表1 美国投行与抵押贷款公司的结合案例

投行	所收购的重要抵押贷款公司
贝尔斯登	成立贝尔斯登住房贷款公司（2005）、购买安可信贷（Encore Credit）刺激贷款业务
汇丰银行	美国头号“垃圾”贷款商 Household International 公司
摩根士坦利	购买萨克森资本公司（Saxon Capital）
巴克莱资本	加利福尼亚次贷公司 EquiFirst 公司
美林	第一富兰克林抵押贷款公司

第三，结构化产品引发风险转移市场混乱。美国很多金融机构拥有各种贷款和公司债券（也包括次级债）。这些债券和贷款的持有人为收回流动性，往往会将这些资产重新打包出售形成一种新的债券品种：担保债务凭证（CDO，见图 4）。商业银行和投资银行在卖出 CDO 后，并没有充分注意控制风险，而是受高回报率吸引，又一头扎进其中，大量持有 CDO，并且继续对其分层打包，形成 CDO2， CDO3， ...。这不仅致使风险最终重新回到了原地，而且也使得金融链条中的所有利益相关者的关系异常难解。

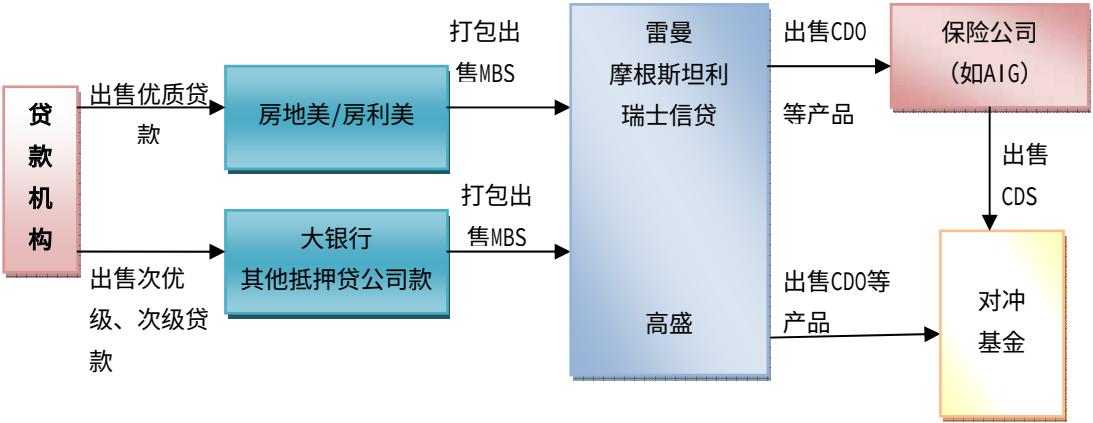


图 4 美国 CDS 与 CDO 市场的大致结构

四、信用衍生品市场的发展方向和制约因素

（一）信用衍生品市场的发展缺陷

如果再继续深入分析下去还可以发现，信用衍生品市场之所以通过改变美国金融体系冲击金融稳定，就是因为信用违约互换市场在发展过程中出现多种缺陷。应当说，这就是信用衍生品市场与美国金融危机之间的一个简要逻辑关系（图 5）。

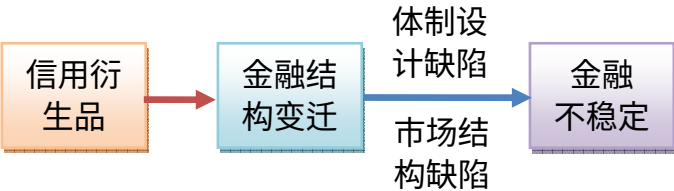


图 5 信用衍生品影响美国金融稳定的基本逻辑

缺陷一：在美国，任何金融机构都可以买入自身不拥有的债券的信用违约互换，这就为金融市场脆弱时期的大量投机活动创造了条件。例如，雷曼兄弟发行的债券面值总额不过 1,500 亿美元，而以其为参照的信用违约互换本金竟达到 4,000 亿美元。这其中至少有 2,500 亿美元本金的信用违约互换是无券投机。当雷曼兄弟宣告破产后，如果按照当时 8.625% 的残值拍卖雷曼债券，则卖出这 2,500 亿美元信用违约互换的金融机构必须支付 2,284 亿美元的巨额赔偿。

缺陷二：市场参与机构较少，缺乏活跃的二级市场。对于信用风险接受机构来说，想要减少对某参考实体的风险暴露或出售部分资产时，可能无法在短期内完成所期望的平仓交易。而信用衍生品市场本身的集中性进一步加大了问题的复杂性和解决问题的难度。在美国信用衍生品市场上，排名前 10 位的金融控股公司中，JP 摩根、花旗集

团和美洲银行这3家金融控股公司的交易量占了近94%的市场份额。市场集中度过高有两层风险含义：一是流动性很差，市场紧缩时找不到交易对手；二是可能没有可靠的定价标准，无法缔结交易。如果一家大型金融机构由于破产而退出市场，很容易给市场造成混乱，影响整个金融体系的稳定。

缺陷三：信用衍生品市场缺乏良好的信息结构。由于缺乏足够的报告制度和披露制度，使得监管当局、交易对手方及其他机构很难对公司信用等级和交易情况进行准确评价，也因此使得市场风险长期得不到重视和解决，最终造成了无以复加的危机困境。

缺陷四：CDS 市场没有建立起集中交易的报价系统和中央清算系统。一旦出现系统性风险，当社会的信用履约率大幅度、大面积下降时，那些为全社会提供信用保护的卖方将承受瞬间的“挤兑”风险。

（二）改革的方向

针对信用衍生品市场在金融危机中暴露出的问题，一些国际组织和主要国家的监管部门正在酝酿新一轮的改革。尽管改革的框架尚未正式推出，但核心性的问题已经明朗，其中包括通过立法改革，增加市场交易透明度和减少衍生品的系统性风险。具体的改革内容则包括：建立统一的清算中心，明确信用衍生品的集中交易和清算；信用衍生品的交易方向监管部门提供交易记录和定期报表，监管部门向公众提供相关交易信息；强化审慎性监管，积极干预衍生品市场的作弊、操纵和滥用规则行为。此外，鉴于信用衍生品的复杂程度和快速发展，

以及金融全球化的特点，今后要使信用衍生品市场规范起来，加强跨境、跨部门合作也将成为未来监管改革的重要方向。

（三）面临的问题

目前信用衍生品市场依然存在一定的问题。

首先，巨额不良资产制约着信用衍生品的恢复。据统计，全球不良资产约有 2 万亿美元，其中信用衍生品相关内容就占据了相当比例 5。这些资产不彻底清理，金融机构和大型投资者很难放开手脚从事新的业务。而这些资产的清理往往面临困难，主要的原因是信用衍生品市场具有复杂的交易网络，危机所形成的债权债务关系很难在短期内解决。

其次，信用评级的作用在发生变化。危机爆发后，国际最主要的评级公司开始调整评级方法，实行严格的评级标准，使投资者对信用衍生品及相关资产望而却步。除了评级方法，评级公司本身也给市场的恢复增加了新的不确定性。受到危机的冲击，美国一些州的监管机构已经明确不再将信用评级作为投资风险的唯一标准，甚至表示将从投资指南中将其取消。这些都为信用衍生品市场的重整带来不确定性。

第三，信用衍生品市场存在着普遍的信息不对称问题。由于业务往来，一些金融机构往往可以更方便地了解金融产品的风险特性，而一些局外机构则不了解相关内容，这也使得投资者怀疑信用衍生品市场是否是一个公平的游戏场所 6。

第四，场内交易将成为未来全球信用衍生品市场的主流方式。场外交易提供的个性化产品，能满足部分客户的特定需求，有其存在的必然性，因此，信用衍生品的交易方式的转变将是一个长期的过程，也不可能一蹴而就⁷。

第五，对于场外交易而言，一个难题是是否应对信用违约互换的买方予以限制，要求其必须在拥有参考资产的条件下才能买入信用衍生品。这样做虽然可以削弱投机性力量，但是却不利于市场发展。原因很简单，无论卖空还是买空都是市场活跃的基础。

五、对中国发展信用衍生品市场的启示

就理论而言，信用衍生品是绝佳的信用风险管理工具，有助于构筑完善的信用风险转移市场，对中国的金融发展具有良好的促进作用。对微观主体而言，利用信用衍生产品可以转移商业银行的信贷风险，进而提高其资本充足率⁸，解决对中小企业的惜贷行为，缓解我国中小企业融资难问题。而就市场深化而言，发展信用衍生品市场可以为固定收益证券市场提供必要的刺激并创造必备的条件，有助于丰富投资渠道，构筑信贷机构和机构投资者的新型纽带关系，成为银行缓释脱媒风险的主要路径⁹，促进中国金融市场的全面协调发展。

当然也应认识到，目前我国存在诸多不利于信用衍生品市场发展的因素。例如，利率市场化改革尚未完成，信用衍生品还缺乏良好的市场基础和定价基础；国内金融机构的风险度量水平较差，缺乏良好的风险度量能力；信用评级机构发展落后，缺乏成熟可靠的信用评级

方法和评级体系等。我国债券市场发展相对滞后，资产证券化进展缓慢。我国金融体系中的委托代理关系比较复杂，仓促发展信用衍生品市场，可能会使信贷机构走向“无约束放贷”的极端，从而造成金融混乱。

任何市场的构筑都有其内在规律，跨越式的发展很容易导致市场体系的失衡甚至崩溃。发展信用衍生品市场更加需要深入研究市场机制的内在复杂性和金融体制变迁的系统性特征。从美国的经验教训看，发展信用衍生品市场的难点不在于技术层面，而在于确立市场发展的总体思路和构筑防范宏观风险的制度体系。因此，我国在建立信用风险转移市场过程中，首要的任务是确立发展的起点、合理的路径和稳健的结构，严密防范金融过度复杂化和积累系统性风险。

其一，发展信用衍生市场必须以债券市场结构优化和利率市场化深入推进为基础。如果基准利率和收益率曲线不健全，市场缺乏合理的定价基础，则不应急于发展信用衍生品。

其二，在发展的初期应以简单的信用衍生品为主，进行区域性试点，待取得经验后，再逐渐向不同地区、不同金融机构推广，将系统性风险降到最低。不发展风险控制难度大、监管困难的结构化产品。为了防范道德风险和连锁反应，必须建立严格的市场准入制度，从限制交易主体方面来控制部分风险。此外，还要严格执行新巴塞尔协议对资本金的要求，健全被监管机构的内部控制体系，保证信用衍生品交易的顺利进行，降低交易对手风险¹⁰。

第三，构筑良好的交易平台和信息监管体系。可以探索以现有的银行间市场为平台，在吸引银行、保险公司、券商、投资基金等积极参与的基础上，建立集中交易、统一清算、信息透明的信用衍生品交易体系。同时，建立严格的信用衍生品交易信息披露制度，交易者应当向监管部门提供必要的交易记录和定期报表，监管部门根据交易报告和系统监测，对市场加强监管，向投资者和公众提供基本交易信息。

参考文献

- [1] 德意志银行. 信用衍生工具对金融市场稳定的影响
[OL]. [2004-07-28]. www.drcnet.com.cn.
- [2] Jean-Claude Trichet. Some reflections on the development of credit derivatives [R]. Boston: ISDA , 2007
- [3] 陈晗. 金融衍生品演进路径与监管措施 [M]. 北京, 中国金融出版社, 2008: 265.
- [4] 李等. 别了, 雷曼兄弟 [M]. 北京, 中信出版社, 2009: 94.
- [5] 范希文, 孙健. 信用衍生品理论与实务 [M]. 北京, 中国经济出版社, 2010: 289.
- [6] 约翰·赫尔. 风险管理与金融机构 [M]. 王勇, 金艳敏, 译. 北京, 机械工业出版社, 2009: 200.
- [7] 余亮, 尹小兵. 全球信用衍生品市场发展历程及未来展望 [J]. 国际经济评论, 2009 (3-4) : 43.
- [8] 李芸, 许晓青, 梁元. 美国信用衍生市场发展的经验借鉴 [J]. 金融经济, 2008 (6) : 20-21.

[9] 李扬. 优先发展利率和信用衍生品 [N]. 第一财经日报, [2007-10-29] B03.

[10] 龚斌恩. 美国金融危机中信用衍生品的风险及作用机制 [J]. 新金融, 2009 (7) : 54-58.

(责任编辑 张 灿)