



## CDS是大空头吗？

在国内信用债违约频繁发生的背景下，CDS的正式推出被认为恰逢其时。但另一方面，CDS由于曾被指是美国次贷危机期间的空头利器而饱受争议。

◎ 彭兴韵 张运才 / 文

在中国信用债券市场大发展、信用事件逐步增多的背景下，中国重推并扩大信用风险缓释合约交易，标志着中国微观机构的信用风险管理迈向了全新阶段。但应该强调的是，以CDS为代表的信用风险缓释工具只能在交易中转移信用风险，而不能让客观存在的信用风险消失，其在宏观信用风险管理上发挥的作用有限。化解中国的信



用风险，还应注重借款人的信用秩序、信用文化和信用法制的建设。

### CDS：一种信用风险转移工具

信用风险一直是金融活动中最重要的风险之一。随着金融创新的发展，信用风险管理的手段也在不断发展变化，其中，最新的实践就是基于信用衍生品的信用风险交易。

信用衍生品，也被称为信用缓释工具，可以有不同的类型，其中最著名的就是信用违约互换，即CDS。它是指交易双方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由信用保护卖方就约定的一个或多个参考信用合约，向买方提供信用风险保护的金融合约。在保护合约有效期内，信用保护买方定期向卖方支付一定的费用，直到信用事件发生或合约到期为止。如果在合约到期之前发生了信用事件，则信用保护卖方就要支付给买方一笔费用，支付的数额一般等于面值和参考合约按保护面值计算的最便宜交割价格之差。如此，就弥补了信用保护买方因持有相同参考合约及相同面值资产所带来的损失。其中，信用事件主要包括破产、债务到期未能支付、债务重组、债务加速到期、暂停支付（延期支付）等情形。

大致而言，CDS具有以下几个重要功能：第一，通过保险机制而转移风险。信用保护买方通过向卖方支付一定的费用，便可以对冲信用违约风险，这是CDS的首要功能。理论上，信用风险分布在各个行业的各个企业或各个家庭之中，相关性较低，这便使得CDS可以以类似保险的方式分散和转移信用风险。而且，各市场参与主体的风险偏好不同，CDS便可以使市场参与者的风险偏好、风险承受能力与其实际承担风险水平可以更加优化地匹配。

第二，节约商业银行的资本，提高资本使用效用。对商业银行而言，在初级内部评法下，CDS等信用衍生工具通过降低信用违约概率来进行信用风险缓释，起到资本节约的作用，成为提升资产负债表和资本金管理效率的途径，如此便可以发放更多的贷款，提供更多的信用。

第三，增强信用风险的定价效率。

在国外，CDS作为一种证券，可以自由流通。但在国内，狭义的CDS是一种双边合约，不能流通，但信用风险缓释凭证及信用联结票据可以交换流通。CDS的证券属性一定程度上可以起到对信用风险实际水平的指示作用，有利于增强信用风险定价的合理性和有效性。

第四，担保属性。CDS可以实现增信功能，将风险转移给提供担保的机构。根据国际经验，CDS的发展还有利于提升其参考实体债券的流动性，有助于缓解债券二级市场流动性不足的问题。

正是因为CDS在理论上具有以上几个重要功能，所以它一经出现，市场规模就曾一度得到快速发展。然而，同任何金融衍生品一样，尽管其诞生都是基于风险管理的需要，但一经问世便又很快改变了管理风险的本来面目。在一些特定的市场环境中，它不仅不能管理风险，反而成为危机的助推器。为此，我们有必要回顾一下CDS在全球的发展。

### 风险管理还是麻烦制造？

最早的信用衍生品于1993年在日本诞生。当时的日本信孚银行为了防止其向日本金融界的贷款遭受损失，开始出售一种兑付金额取决于特定违约事件的债券，投资者可以从债券中获得收益，但当贷款不能按时清偿时，投资者就必须向信孚赔款。信用衍生品可使银行在不影响客户关系的情况下，实现了对贷款信用风险的分离、转移和交易，银行贷款的信用风险管理突破了长期被动的局面，信用衍生品交易开始发展起来。后来的亚洲金融危机和1998年俄罗斯债务危机对信用衍生品市场产生了重要影响，让金融机构充分认识到信用衍生品在管理信用风险方面具有较大的有效性和灵活性，信用衍生品市场规模便随之大幅增长。

1999年，为顺应市场要求，国际掉

期与衍生工具协会（ISDA）发布了信用衍生品的定义，推动了市场向深层次发展。一些市场领先者通过开发各种内含衍生结构的信用组合交易，将可能导致信用风险的各种因素加以分解，然后独立进行交易，提供了保护收益和风险对冲的机会。这样，信用衍生品市场参与者也从银行同业之间、银行与机构投资者之间，扩大到整个资本市场范围内的合成票据或资产的交易。许多无法直接进入信贷市场的投资者，通过信用衍生品间接获得了信贷资产的收益索取权。随着市场参与者越来越多，全球信用衍生品的规模也随之扩张。据ISDA的估计，2007年底，CDS名义总额达到顶峰62万亿美元。

就在CDS发展如火如荼之际，美国次贷危机爆发了。随之而来的大规模信用事件，使CDS卖方履行偿还义务的负担出乎意料地大幅增加，包括AIG在内的大金融机构遭受了无法承受的巨额损失，直接导致全球CDS交易总额从2007年的峰值跌落到2009年的33万亿美元。一波未平，一波又起，次贷危机的影响尚未消退，欧洲主权债务危机又给了CDS沉重一击。危机国家的政府债券收益率大幅上升，使得其财政更加羸弱，CDS被认为是“罪魁祸首”。一些国家采取诸多措施限制CDS的交易，导致全球CDS交易进一步萎缩。据统计，截至2015年底，全球CDS市场规模减少至约12.3万亿美元。

CDS之所以受到一些国家的严格限制，是因为它具有卖空机制。在CDS合约中，信用保护买方从信用保护卖方购买信用保护来应对信用事件之后的资产减损，这实际上等同于做空信用风险。而且，CDS还是一种零和、非对称对赌：信用保护买方所得便是信用保护卖方所失，但对信用保护买方而言，买入CDS的损失是确定的“保险费”，利润却可能是其所支付的保险费的数倍甚至

几十倍。在信用市场环境出现不利变化时，那些先知先觉者便有极强的动力通过大规模买入CDS来做空信用风险，甚至是做空CDS参照资产的信用风险。

迈克尔·刘易斯所著的《大空头》便对CDS的做空能力进行了淋漓尽致的描述：迈克尔·巴里认为美国房地产市场泡沫难以持续，并且认为次级住房抵押贷款必然会成为坏账，于是他敦促华尔街开发出针对住房抵押贷款支持证券的CDS来对赌次贷及对应的次级债券违约，并断言：“今天，选择性地做空历史上问题最大的抵押贷款支持证券，将是一个千载难逢的机会。”巴里的投资得到德意志商业银行次级抵押贷款首席交易员格雷格·李普曼的认可，并四处推销针对次级债券的CDS。李普曼最终影响了十几家机构投资者，他们通过购买次级债券的CDS做空次级债甚至整个美国房地产市场，在次贷危机爆发后赚得盆满钵满。据此，部分人将CDS视为引发美国次贷危机及之后全球金融危机的“大空头”。

然而，将金融危机归咎于CDS这个大空头也有失公允。正常情况下，大批分属于不同国家和行业的投资级公司同时违约，实属罕见。次贷危机前，美国金融机构发放了大量次级抵押贷款，而次级贷款的发放又严重依赖于房地产市场价格上涨带来的再融资。但是，评级机构对次级抵押债券的评级又建立在房价不会跌及相关次级贷款相关性很低的假设上。现实是，即便住房价格在次贷危机前仍在上涨，但断供率却在不断上升并已经接近4%。这就为通过CDS大肆做空次级债券提供了明确信号。不过，这也表明，CDS做空次贷抵押债券的信用风险，根源仍在于商业银行发放的住房贷款出现了严重的信用问题和美国的房地产泡沫。是故，虽然包括CDS在内的一系列金融创新会加剧金融危机，但并非危机的根源。但也要注意，

CDS的分散、转移风险功能确实加剧了美国次贷危机前金融机构的风险偏好，促使其降低信贷标准。另外，其担保功能也确实使得评级机构调高MBS、CDO的信用评级，掩盖了事实上的风险。

### 中国推CDS更应注重微观信用建设

危机后的全球CDS交易量极度萎缩，主要国家对CDS交易出台新的限制和监管规则，都在提醒国内市场参与者，对信用风险缓释运用需格外谨慎。

近几年里，国内银行业饱受不良资产大幅攀升之苦，公开债券市场的违约也日渐普遍。以广西有色的破产为标志，一旦出现债务违约，债权人便可能遭受永远无法挽回的损失。从这个方面来看，目前重启信用风险缓释工具似乎正当其时。中国银行间市场交易商协会于2016年9月23日重启信用风险缓解工具，旨在丰富金融市场参与者风险管理手段，完善市场信用风险分散、分担机制。

然而，中国金融市场的透明度相对较低，这就为一些机构利用CDS这种新的信用衍生品放大信用事件的影响从中牟利创造了空间。中国早期国债期货发展的教训对于今天发展CDS就是很好的镜鉴。正常情况下，国债期货有利于活跃国债二级市场，但1995年发生了令人震惊的“327”国债期货事件，两股势力对垒市场操纵，最终使得国债期货交易试点夭折。此事告诉我们，推出新的金融合约时，应当顾及当时的市场容量和可能的市场深度，应当构建起及时、透明的监管机制。

事实上，中国目前的债券市场结构似乎并不利于以CDS为代表的信用衍生品发挥应有的作用。2014年以来，我国信用债券市场规模明显扩容，不同企业间的信用实质上明显分化，但却没有形成相应的分层。饱受诟病的评级就是

其中一例。我国债券市场评级集中于AAA、AA+、AA和AA-这些较高等级的债券，信用评级失真。与此同时，信用利差两极分化：高评级债券国债信用利差很小，而BBB、CCC等级信用利差则急剧扩大。这必然使得高等级债券受到追捧，而低等级债券较少有人问津。这一现象对CDS的潜在影响，便会导致高等级债券可能没有CDS买方，低等级债券可能没有CDS卖方。此外，中国债券市场发展历史较短，过去又一直存在所谓的刚性兑付，企业债券信用记录普遍较短，很难通过违约概率来对CDS加以有效定价。

与美国等其他经济体相比，虽然中国居民杠杆率较低，但企业部门杠杆率高居世界主要经济体之首。一旦未来房地产价格下跌，也有可能形成区域性甚至系统性的金融风险。9月23日发布的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》已经允许CDS裸卖空，CDS便可以堂而皇之地成为那些本没有对冲信用风险需要的机构投机做空信用的工具。如果监管或法制不到位，它甚至还可能成为各市场主体之间利益共谋的新场所。如在刚性兑付不能打破的情况下，CDS便会成为信用主体和CDS卖方合谋骗取保费的工具。如果刚性兑付逐渐被打破，鉴于中国信用评级相对失真，一旦遭遇较大的经济下行压力，潜在的违约率提高时，投资人将不再相信信用评级。而由于CDS可以为信用风险提供保险和担保，投资者便会争相选择有CDS的债券。此外，企业为了更加顺利地发债而恶意掩盖自身的信用风险，并要求发债券商或与自己有业务往来的银行提供CDS，而券商或银行为了短期利益也愿意提供CDS。如此CDS便会变成一种变相担保，反而掩盖了事实上的风险，并会加剧债券市场风险的积累。

因此，即使CDS可以有效分散非系统性信用风险，但指望通过发展CDS来

化解经济的宏观风险，毫无疑问是患了合成谬误。在CDS交易中，一旦出现违约事件，虽然CDS因支付了相应的保险费而避免了更大的损失，但最终的损失和风险还是要由CDS的卖方来承担，信用风险并没有因为CDS而消失。为什么CDS在国际上已发展了十多年，但还是让美国爆发了1929年-1933年大危机以来最严重的金融危机和衰退？重要的原因就在于，CDS并没有消解掉根源于实体经济部门的系统性信用风险。在化解宏观金融风险时，这是应当引起政府相关部门高度警惕的。2014年以来中国经济面临较大的下行压力，并进入经济增速的换挡期，企业债务负担大幅增加，而偿债能力格外脆弱。若忽视了这一点，会使我们在健全金融体系时，忽略更为根本的微观信用机制建设。

所以，我们需要正确认识CDS作为衍生品的本质，吸取美国金融危机的教训，努力在政策上使CDS成为正常信用



## 要努力在政策上使CDS成为正常信用时期微观机构管理和对冲信用风险的有力工具。



时期微观机构管理和对冲信用风险的有力工具。在宏观上则更需要健全宏观经济的稳定性，注重借款人的信用秩序、信用文化和信用法制的建设。为达到这一目标，笔者认为，在政策上至少需要从以下几个方面取得进展：

首先，金融切实担当起为实体经济服务的使命，避免金融过度脱实就虚加大宏观系统性风险。在宏观经济政策上，则应好好总结过去稳增长中过度货币刺激的教训。

其次，对借款者的财务杠杆施加必要的约束，应有统一杠杆控制标准。我国企业发行债券时，均有债券余额不得超过净资产40%的要求，但为何还有很多企业的资产负债率高达90%以上？原因就在于，银行放贷与企业发债之间在控制企业的杠杆率时没有统一的协调机制。鉴于此，笔者认为，无论是银行贷款还是发行债券，都应当从净资产标准转向资产负债率标准，统一执行。

第三，规范地方政府的行为，严格破产制度，促使企业谨慎举债，并使举债融资得到高效利用。

第四，进一步完善中国债券市场，加快多层次的债券市场建设，打破多头监管的局面，并完善信用评级机构的信用评级工作。CDS的正常功能应该是规避参考实体的个体信用风险，要避免其在中国信用评级不健全、企业信用记录不完善的情况下成为变相的担保工具，掩盖个体风险而加剧系统性风险。

第五，加强对CDS头寸的监管，坚决制止没有信用资产的机构和企业作为CDS的买方，让CDS真正服务于信用提供者的信用风险转移，而不能让它堕化为一种信用投机的工具。■

>>作者彭兴韵系中国社会科学院金融研究所研究员；张运才系中国社会科学院研究生院博士研究生