

研究报告

2016年第93期

2016.9.27

执笔：刘新

liuxin@icbc.com.cn

债券市场系列研究报告之二

CDS 推出背景下的商业银行应对策略

要点

- 2016 年以来，债券市场信用风险事件频发，“打破刚兑”正加速推进。在中国信用债违约频频发生的背景下，银行间市场交易商协会于 9 月 23 日发布修订后的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用违约互换 (CDS) 等产品指引，以丰富银行间市场信用风险管理工具，完善信用风险分散、分担机制，促进市场持续健康发展。
- CDS 将配合债转股、资产证券化等手段，化解商业银行不良资产难题；同时，CDS 将缓解商业银行“惜贷情绪”，促进银行流动性“脱虚向实”；此外，CDS 将实现信用风险的分离和交易，增强商业银行风险控制能力。
- 商业银行在使用 CDS 产品时需要警惕政策风险、交易对手风险和流动性风险，也要严防银行流动性借 CDS 之风流向产能过剩行业。

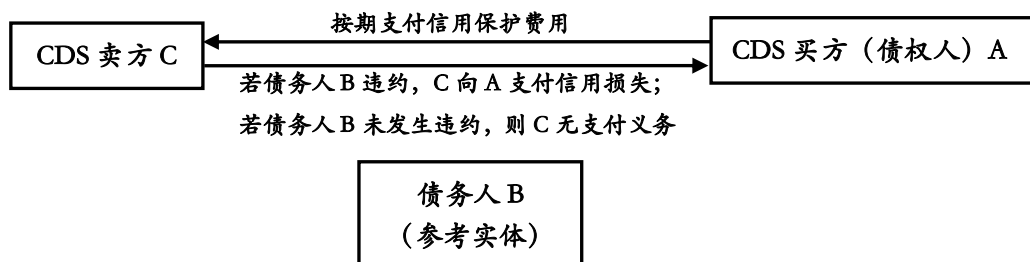
重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

信用债市场自 2014 年打破刚兑以来，2016 年进入了集中爆发期。根据 WIND 资讯统计数据显示，截至到 8 月初，今年已有 39 只债券兑付违约，涉及 19 家发行主体，违约金额高达 249.11 亿元。不管是从违约债券数量还是违约金额，均已达到去年全年的 2 倍。预计到今年底，整体债券市场的到期规模也将攀升至顶峰，总量或达到 4.44 万亿元，较去年同期增逾两成。其中，钢铁、煤炭、有色三大产能严重过剩行业的累计债券到期规模近 7000 亿元，创历史新高，较去年同期增长 30%。债市信用风险事件频发，“打破刚兑”正在加速推进，市场非常需要信用风险缓释工具。9 月 23 日，银行间市场交易商协会发布修订后的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》及信用违约互换 (CDS) 等产品指引，预期 CDS 将会快速发展。

一、CDS 产品的交易结构

信用违约互换 (Credit Default Swap, CDS) 又称为信用违约掉期，是目前全球交易最为广泛的场外信用衍生品。根据交易商协会发布的《信用违约互换业务指引》，信用违约互换是“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实体向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约”。通过购买 CDS 产品，市场参与者可以实现**信用风险的转移**。

CDS 交易结构



如上图所示，假设 A 和 B 互为交易对手方，A 是债权人，B 是债务人，C 是 CDS 产品的卖方。A 担心 B 发生违约行为，为了避免自身发生违约损失，A 可以按期支付信用保护费用，从 C 处购得 CDS 产品。一旦债务人 B 发生违约行为，C



将赔付 A 的信用损失；若 B 没有发生违约行为，则 C 不负有支付义务，没有任何现金流出。实践中，CDS 的买方一般为商业银行，卖方通常为保险公司或证券公司。

CDS 是一款用于主动管理信用风险的金融衍生工具，需要约定参考实体、结算方式以及债权面值等事项。此外，CDS 合约还要约定触发卖方支付义务的信用事件（如参考实体破产、违约、债务重组等）。一旦发生约定的信用事件，CDS 合约主要通过两种形式进行结算：**实物形式和现金形式**。

在**实物结算形式**下，CDS 买方将违约债权以面值卖给 CDS 卖方，CDS 买方将获得全额赔付。实物结算方式的优势在于不必确定信用损失的具体金额，因为全部债权面值都将得到偿付。在**现金结算形式**下，CDS 买方不必将债权转移给 CDS 卖方，CDS 卖方需要向买方支付参考债权面值与违约后债权市值之间的差价，即 CDS 卖方首先确定买方从参照实体处获得的回收价值（Recovery Value），而后对差额部分（买方的信用损失）进行偿付。由于实物交割对可交割的参考债权有一定的要求，且实物交割过程具有一定复杂性，因而现金结算形式逐渐成为市场主流。

二、CDS 产品对商业银行的影响

配合债转股、资产证券化等手段，化解商业银行不良资产难题。解决商业银行不良资产难题包括两个方面的内容，一是对存量不良资产进行处置，二是要防范新增不良资产，这两个方面的内容实质上都是对信用风险的化解。**处置存量不良资产**需要资产证券化、债转股等方法，CDS 等信用衍生产品能够增强资产的流动性，加速资产证券化进程，进而有助于不良资产的处置。**新的不良资产**的形成主要源于信用违约，CDS 产品能为商业银行提供更多的信用信息（包括债务人所处的经营环境和市场动态信息等），并为商业银行提供转移信用风险的手段，进而有效防范不良资产的新增。

缓解银行“惜贷情绪”，促进流动性“脱虚向实”。商业银行“惜贷”降低了资金的使用效率，增加了经济下行周期实体企业的经营困难。商业银行“惜贷”的根源在于信用风险的上升，而 CDS 产品的推出将在很大程度上缓释银行

的信用风险，促进信贷资金“脱虚向实”。

实现信用风险的分离和交易，增强商业银行风险控制能力。商业银行是经营风险的特殊机构，而信用风险是商业银行经营中面临的第一大风险。CDS 产品可以在保留商业银行债权的前提下，向 CDS 卖方转移该项债权所包含的信用风险，从而实现信用风险的分离和交易，有助于商业银行对冲信用风险，提高资本管理能力，增强风险控制能力。

三、使用 CDS 时需注意的风险

政策风险。目前，我国对 CDS 等金融衍生产品的交易细节规定还有待完善，与国际互换和衍生工具协会（ISDA）的一些规则还存在不兼容问题，具体操作标准尚未统一。此外，我国还缺少针对 CDS 等信用衍生工具的会计、税收相关法律法规制度规范。

交易对手风险。一般而言，商业银行在 CDS 交易中充当买方。在 CDS 产品的交易结构中，只有发生信用事件时，CDS 卖方才负有支付义务，因此不排除个别卖方机构借此投机获利：若不发生信用事件，则赚取信用风险保费收入；若发生信用事件，则宣告破产或跑路，这种模式在 P2P 行业已屡见不鲜。

流动性风险。当前国内信用风险状况较为严峻，而国内的保险机构和证券公司在风控和偿付能力方面仍显不足，不排除信用风险集中爆发引致的 CDS 卖方流动性风险，致使商业银行无法按约定受偿。

严防流动性借 CDS 之风流向产能过剩行业。CDS 产品的推出，可能使得部分商业银行对产能过剩行业的信用风险存在侥幸心理。为此，要密切关注银行资金流向，严防流动性资源借 CDS 之风流向产能过剩行业。