

内容作者：招商证券、申万宏源、金融监管研究院孙海波、阿尔法智库、申万宏源、微博@饭统戴老板等
由扑克投资家和森浦头条联合整理

根据中国银行间市场交易商协会在9月23日发布的消息，中国版CDS交易已经正式推出。其中包括将参与者划分为核心经销商和一般经销商，并界定各自交易对象，同时规定CDS产品的备案制度，并要求创设机构净资产不低于40亿元。扑克投资家对此次发布的业务规则及四条指引进行梳理，并罗列出八条最值得市场关注的信息。

1、参与者：划分核心交易商与一般交易商

根据目前公告，中国版CDS暂未有明确的准入门槛标准。但是《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》（以下简称“业务规则”）已明确参与者包括“金融机构、合格信用增进机构、非法人产品、其他非金融机构等”。

根据业务规则第七条的规定，“参与者应向交易商协会备案成为核心交易商或一般交易商。其中，核心交易商可与所有参与者进行信用风险缓释工具交易，一般交易商只能与核心交易商进行信用风险缓释工具交易。核心交易商包括金融机构、合格信用增进机构等。一般交易商包括非法人产品和其他非金融机构等。”

另外，“境外机构开展信用风险缓释工具交易的相关要求，根据主管部门有关规定另行发布。”

2、交易产品：债券、贷款、其他类似债务

根据业务规则第十条规定，“信用风险缓释工具为参考实体提供信用风险保护的债务范围为债券、贷款或其他类似债务。”

另外按照业务规则第十一条规定，“信用风险缓释工具分为合约类产品和凭证类产品。”

此外，根据《信用违约互换业务指引》规定，“在现阶段，非金融企业参考实体的债务种类限定于在交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具，交易商协会金融衍生品专业委员会将根据市场发展需要逐步扩大债务种类的范围。”

3、信用事件范围：至少包含违约、破产

根据《信用违约互换业务指引》公告内容，“信用违约互换产品交易时确定的信用事件范围至少应包括支付违约、破产。”不过，根据参考实体实际信用情况的不同，还“可纳入债务加速到期、债务潜在加速到期以及债务重组等其他信用事件。”

4、清算结算方式：可个案化处理

关于 CDS 的产品交易及结算，此次发布的业务规则有明确规定。具体包括：

“信用风险缓释工具可通过人民银行认可机构的交易系统达成，也可通过电话、传真以及经纪撮合等其他方式达成。”另外，“凭证类信用风险缓释工具的登记托管由人民银行认可机构的登记托管系统进行。”

而根据清算情况的不同，交易双方的结算方式也会有所差别。具体为“信用风险缓释工具中参与主体、合约要素适合进行集中清算的，应提交人民银行认可机构的清算系统进行集中清算；不适合进行集中清算的，其清算和结算可由交易双方自行进行。”

此外业务规则规定，信用风险缓释工具交易包括至少以下三种结算方式。具体为：实物结算、现金结算和拍卖结算。

5、参与方式：成为交易所协会会员并备案

根据本次业务规则的要求，想要参与 CDS 交易的话，“参与者应在开展信用风险缓释工具业务前，加入交易商协会成为会员，并将其信用风险缓释工具交易内部操作规程和风险管理制度送交易商协会备案。内部操作规程和风险管理制度应当至少包括业务授权与分工、交易执行与管理、风险测算与监控、信用事件触发后的处置、风险报告和内部审计等内容。”

另外，专业委员会将根据市场需要建立信用风险缓释工具报价商制度，并定期进行市场化评价。

6、交易制度：创设备案

此次业务规则明确 CDS 交易执行“备案制度”。“凭证类信用风险缓释工具实行创设备案制度。创设机构创设凭证类信用风险缓释工具应向交易商协会秘书处提交包括创设说明书、创设凭证的拟披露文件以及交易商协会要求提供的其他材料。”

而想要成为创设机构，需要是“具备一定条件的核心交易商，且经专业委员会备案认可。”

其中，上述的“一定条件”，在《信用风险缓释凭证业务指引》中有明确界定，那就是：

1. 净资产不少于 40 亿元人民币；
2. 具有从事信用风险缓释凭证业务的专业人员，并配备必要的业务系统和信息系统；
3. 建立完备的信用风险缓释凭证创设内部操作规程和业务管理制度；
4. 具有较强的信用风险管理和评估能力，有丰富的信用风险管理经验，并配备 5 名以上（含 5 名）的风险管理人员。

同时，专业委员会可根据市场需求建立创设机构的市场化评价机制。

7、交易红线：明确关联交易和资产标准

本次发布的业务规则，还对市场交易对象和资产标准做出了明确的规定。包括：

1. 交易对象。“参与者不得开展以其自身债务为标的的债务或以自身为参考实体的信用风险缓释工具业务，开展以关联方债务为标的的债务或关联方为参考实体的信用风险缓释工具业务应予以披露，并在信用风险缓释工具存续期按季度向交易商协会报告。”

2. 资产要求。“任何一家核心交易商的信用风险缓释工具净卖出总余额不得超过其净资产的 500%。任何一家一般交易商的信用风险缓释工具净卖出总余额不得超过其相关产品规模或净资产的 100%。”

但同时，“专业委员会可根据信用风险缓释工具市场发展运行情况，适时调整上述比例数值。”

8、市场保护机制：创设机构可提供保证金

值得注意的是，在《信用风险缓释凭证业务指引》中，规定“创设机构可视需要为信用风险缓释凭证提供保证金等履约保障机制。”且“创设机构可买入自身创设的信用风险缓释凭证并予以注销。”

【各方研究团队观点汇总】

申银万国研究所债券部：

中长期来看，此次新规的市场影响主要包括以下三个方面：1、在违约率不断提升的背景下，为机构投资者提供了更多有效的信用风险保护和对冲工具，有助于信用风险的分散；2、有助于完善信用风险的价格形成机制，提高市场信用定价水平；3、在资产荒背景下，也为部分具备信用风险研究和识别能力的金融机构提供了更多杠杆投资工具。

预计业务前期发展仍将较为保守，实际的发展速度尚需观察产品推进进程。此外，信用风险的市场化定价基础根本还在于信用违约的市场化。若政府部门对于债权主体的债务违约仍采取很多的行政干预，甚至仍维持较强的刚兑预期，那么信用风险依然无法实现市场化定价，信用缓释工具的市场发展也仍将裹足不前。从这个角度来说，与此前权威人士讲话和金融时报发文相呼应，此次业务规则的发布和创新型信用缓释工具的推出也进一步体现了监管层打破刚兑的决心。在去产能去杠杆的大背景下，相信企业的破产清算和债务违约概率仍将进一步提高，信用风险的市场化定价也将为期不远。

国泰君安证券王焕舟：

中国版 CDS 合约保护范围将由债务种类、债务特征和参考债务框出，理论上基本可以覆盖参考实体的主要债务，有助于更加充分地管理和对冲信用风险。同时，该版 CDS 也基本符合《资本办法》对合格信用衍生工具的认定，为金融机构使用信用衍生工具管理信用风险提供了初步的合规基础；在交易要素方面，中国版 CDS 在术语定义等方面基本与国际接轨，同时，相关部门也在推进 CDS 合约进一步标准化的工作，在到期日、标准票息、倒推日、合约期限等要素可能会有一定的标准化设计，这将有助于提升信用衍生工具市场的流动性，为后续压缩交易的安排打下基础；在风险管理方面，中国版 CDS 的配套管理制度对市场参与者的适当性进行了明确约定，同时对杠杆比例提出具体要求，这将有助于信用衍生工具市场在风险可控的前提下稳健发展，更好地服务实体经济。结合中国市场需求和特点，选取以下六个方面进行讨论：

1、提升信用风险交易市场的效率

在流动性方面，过去，主权或公司（CDS 主要的参考实体）信用风险的载体以债券为主，CDS 的诞生进一步丰富了信用风险的交易手段。相对于债券存在供给限制，且部分交易要素非标准化，衍生工具在创设和供给上有较大的便利性，同时具备交易要素标准化的特点。此外，投资者交易 CDS，无需现货头寸进行匹配。上述原因使信用衍生工具成为更好的信用风险载体，丰富了信用风险交易工具，提升了整体的市场流动性。

从定价方面，一项资产一般同时包含市场风险、信用风险和流动性风险，相较于债券，理论上，CDS 能一定程度地将信用风险单独剥离出来，为分析参考实体信用风险（以违约率为主）提供了更多维度的视角。当 CDS 市场发展到一定阶段并具备较好的流动性后，交易价格将能够更好地反映信用风险交易市场的信息，提升市场透明度，缓解信息不对称。

2、对冲信用风险

根据穆迪统计的违约数据，违约事件呈现非均匀、正偏、尾部风险高等特点。对于投机级（Baa）以下的公司债务，违约事件非均匀发生特点尤为明显：年平均违约率波动较大，具有正偏性质，集中于小概率区间，右尾风险相对较大。此外，违约事件尾部相关性高。在平时，各地区、各行业之间的违约事件相关性较低。但在金融危机中，违约事件一旦发生，极有可能成片出现。各公司间的违约相关性增加导致各类评级债券在某些年份平年均违约率同时激增，给投资者造成巨大损失。

中国经济增速放缓，信用事件发生的可能性也在逐步提高。考虑到前述违约事件呈现集中和爆发的国际经验，CDS 的风险管理作用显得尤为重要：风险是不能消灭的，只能转移和分散。CDS 可以协助金融机构将违约风险在空间与时间两个维度上进行分散，以时间换空间，以空间换时间，熨平信用风险集中爆发的后果。

对于市场参与者而言，CDS 最基本的作用就是对冲债券、贷款的违约风险，相当于信用事件的保险。当然银行也可以通过其他方法来转移或减少违约风险，比如直接卖出贷款或债券，但考虑到流动性、时间成本等因素，这些方法在某些时点上可能失效。CDS 作为创设类的信用风险对冲工具，标准化程度较高，供给上限制较少，提供了除抛售现货头寸外管理信用风险的新选择。

3、解决信用悖论，分散信用风险

金融机构可以通过 CDS 分散信用风险，提高金融市场效率，解决信用悖论的问题。理论上，分散化是管理信用风险的最有效手段之一，但在真实世界中，区域性银行受制于管理半径、信息不对称、监管要求、规模和分支机构限制等原因，倾向于将贷款投向日常业务联系较为密切且熟悉的客户群体，导致信用风险过度集中。

举例来说，2015年某落后地区的商业银行不良贷款率约5%，呈上升趋势，而某发达地区的商业银行不良贷款率约1%。如前述信用悖论产生的原因，落后地区的银行很难在发达地区开展业务，CDS提供了一种可行的解决方案：落后地区的银行可以继续向当地企业放贷，同时买入以这些企业为参考实体的CDS，卖出以发达地区企业为参考实体的CDS，将一部分面向落后地区企业的信用风险敞口转变为面向发达地区企业的信用风险敞口。通过这样的交易安排，落后地区的银行获得分散化的信用风险敞口，降低发生不良贷款的潜在概率，并且继续支持了当地经济的发展。

4、提升金融机构资产负债表和资本金管理效率

一直以来，中国的商业银行只能通过规模控制和抵质押品等方式进行资产负债表和资本金的管理，随着金融市场的发展和国际化进程的加快，金融机构迫切需要新的手段提升精细化和多样化管理能力。CDS作为重要的信用衍生工具，成为提升资产负债表和资本金管理效率的另一选择。

我们采用一个案例来说明上述观点。

假设某银行贷款给某公司（穆迪评级B），剩余期限2.5年，无合格抵质押品，违约概率取2006-2015年B级公司年违约概率均值1.68%。根据《资本办法》附件6第四条第（五）款的规定，采用初级内评法的商业银行，对信用衍生工具覆盖的风险暴露部分采用替代法计量PD，该银行可购买某券商发行的以该公司为参考实体的CDS，使用替代法将该公司违约概率1.68%替换为该券商的违约概率0.27%（该券商的穆迪评级为Baa，违约概率取2006-2015年、即过去10年Baa级公司的年平均违约率均值），使资本要求从8.74%降低到4.12%，即节约53%的资本金。

表4 不同违约概率对应的资本要求系数（单位：%）

评级	Aaa	Aa	A	—	Baa	—	Ba	—	—	B	—	—	Caa-C	—
PD	0.00	0.07	0.10	0.20	0.27	0.40	0.56	0.80	1.50	1.68	3.00	5.00	8.63	20.00
K	—	1.92	2.37	3.51	4.12	5.02	5.86	6.79	8.45	8.74	10.28	11.99	14.62	19.06

资料来源：国泰君安证券固定收益证券部整理。

即使商业银行认为不能采用完全替代的处理方法，依照《资本办法》，也可以采用0.27%~1.68%之间的某一评级的违约概率，如Ba级，违约率历史均值0.56%，资本要求为5.86%，仍少于8.74%的资本要求。CDS可以有效提升商业银行资产负债表和资本金的管理效率。

基于上述功能，银行愿意付出较高的CDS保护费，这也是实际交易时CDS经常出现正基差（基差等于CDS保护费减去CDS参考债务（债券）的信用利差）的原因之一。

5、完善考核机制，提升经营效率

根据我们的初步调研，部分中国的商业银行采用的盈利考核指标以税后利润为主，其缺陷是片面考虑了银行的盈利能力，忽略了银行面临的风险和资本损耗。目前国际银行业的发展趋势是在风险资产计量的基础上，建立以经济增加值（EVA）和经风险调整后的资本回报率（RAROC）为关键指标的风险管理和绩效考核体系。

与传统的仅重视商业银行盈利能力的各类指标不同，EVA和RAROC有机结合了风险、资本与收益三者，使计划管理、绩效考核不仅能够合理体现当期效益，同时考虑为不可预期的未来损失计提资本准备，使指标反映经风险成本和经济资本调整后的经济意义上的商业银行盈利能力。

其中， $EVA = \text{总收入} - \text{资金成本} - \text{操作成本} - \text{税负成本} - \text{预期损失} - \text{资本要求} \times \text{回报要求}$ ， $RAROC = (\text{总收入} - \text{资金成本} - \text{操作成本} - \text{税负成本} - \text{预期损失}) / \text{资本要求}$ 。预期损失（即风险成本）反映

当期可量化的未来损失；资本要求（即经济资本）主要用来抵御非预期损失，反映商业银行承担的风险；回报要求（即最低回报率），反映机会成本，是 EVA 的关键。在初级内评法下，商业银行使用信用衍生工具主动管理风险敞口，可以在一定条件下降低预期损失和资本要求，完善考核机制，提升经营效率。

6、完善做市商体系建设

中国的做市商制度已经续存了较长时间，在提高市场流动性方面做出了较大贡献的同时，也必须看到其存在的问题，例如做市商报价积极性不高，做市更多的是一种“义务”，而非“业务”。从做市商的角度而言，中国相对滞后的衍生品市场也是产生以上现象的原因之一。

做市商开展做市业务，除了稳定的资金融通市场外，还需要丰富和发达的衍生品市场。一般来说，做市商需要在资产负债表上留有一定的库存现金和库存证券作为做市头寸。当库存证券是债券头寸时，面临着市场（利率）风险和信用风险，存在存货跌价损失的可能，同时，做市头寸也会消耗对应的资本金。做市商通过承担一定的流动性风险，为市场提供做市报价，获得匹配的风险报酬，故做市商需要 IRS 和 CDS 等衍生工具来对冲其债券头寸所面临的市场风险和信用风险，如果缺乏相应的对冲工具，做市商可能面临风险报酬不匹配的问题。从资产负债表管理的角度，做市商也需要衍生工具降低其资本损耗。中国目前已有较为发达的 IRS 市场，推出 CDS 为代表的信用衍生工具业务有助于进一步解决做市商所面临的上述问题，提高做市商的做市能力。

金融监管研究院孙海波：

1、中国版 CDS 其实是 CRMA，CRMW、CDS、CLN 四类产品构成，其中 CRMA 和 CRMW 从目前来看，就标的债务范围而言反而更类似国外 CDS 的作用：

而交易商协会的 CDS 目前的标的债务非常有限。所以本文后面在适用不同工具的名称时候非常谨慎，严格区别，希望读者能够注意四类产品的差异。

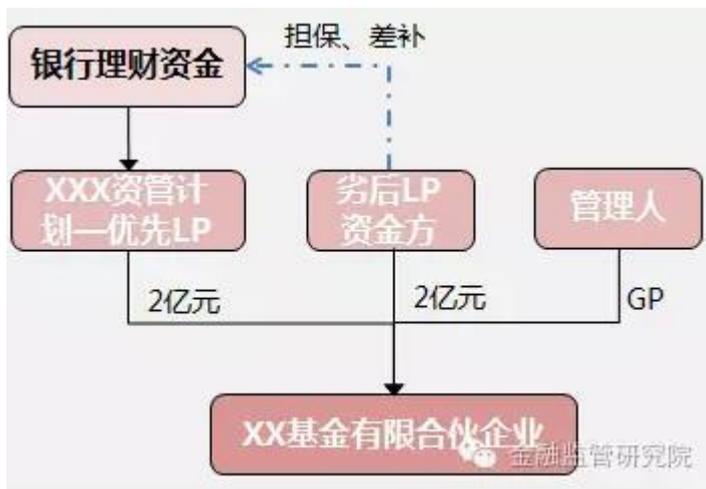
请一定要记住这张表的**蓝色部分**，接下来的讨论笔者不再重述概念性的内容。合约类创设无需协会备案和资格准入，但没有二级交易市场。合约类信用衍生品创设规模没有上限约束，投资人可以利用合约类过度对冲（但是没有流动性）；凭证类投资人也可以过度对冲，但对凭证类净买入和净卖出都不能超过基础债务余额（注意不是其持有的余额，是市场存续余额）的 100%。凭证类创设要求较为严格，主要限于核心交易商，净资产 40 亿，通过交易商协会认可等。

制作：金融监管研究院 孙海波

产品	信用风险缓释合约	信用风险缓释凭证	信用违约互换	信用联结票据
英文	Credit Risk Mitigation Agreement, CRMA	Credit Risk Mitigation Warrant, CRMW	Credit Default Swap, CDS	Credit-linked Notes, CLN
类别	合约类（场外）	凭证类（场内）	合约类（场外）	凭证类（场内）
变化	2010年10月交易商协会发布		此次新增的两个品种	
创 设 备 案	不用备案，对创设机构没有要求	创设机构较严格准入条件，产品发行登记备案	不用备案，对创设机构没有要求	创设机构较严格准入条件，产品发行登记备案
买 卖 限 制	没有规模限制	不超过标的债务余额	没有规模限制	现金保证类，没有规模限制
标 的 债 务	所有券种，也可以是贷款或其他债务		金融企业债务或只能是非金融企业债务融资工具（不包括企业债、公司债、贷款）	
结 算 方 式	实物结算、现金结算和拍卖结算三种，但除非纯粹风险对冲手里有相应券种，否则一定现金结算			
创 设 机 构 角 色	信用保护卖方	信用保护卖方	信用保护卖方	信用保护买方
风 险 对 冲	允许纯交易目的买卖，不用持有基础标的债务			

2、CRMW, CRMA 是非常好的结构性产品设计的工具。

对于创设机构来说完全可以通过卖出信用风险缓释工具达到加大杠杆，如果不是 100%保证金质押的话；证监会八条底线新规对结构化产品有比较多限制，那么对这类资管计划，如果底层资产属于信用风险缓释工具标的债务范围是否可以改为设计平层产品，然后不同投资人之间进行 CRMW, CRMA 的创设和投资来达到收益分层，而且这样的风险缓释安排可以脱离于资管计划管理人独立进行交易，从而无需在协会备案；但 CRMW 属于凭证类，创设条件较为严格，这是比较大的门槛。相对而言 CRMA 的创设门槛较低，属于合约类，但合约类场外工具对于合约购买人（信用保护买方）而言最大的问题是合约的可执行性，这里就需要管理人参与架构设计。其实抛开信用风险缓释工具，平层产品不同参与人之间也可以通过场外收益权互换或者下面这种结构变相实现绕道，但对于原先的银行优先级参与人而言最大的风险是如果管理人不参与这样的结构设计，仍然存在一定履约风险。



3、帮助银行突破非标比例限制，突破银监会诸多监管约束？

目前银行理财投资信贷类资产受到较多约束，主要是不能直接或间接投资本行信贷类资产；投资不良类信贷资产仅限于机构投资者；农村商业银行金融机构自营和理财投资非标同监管评级挂钩，且合计不能超过同业负债 30%；所有银行理财投资非标受到 35%和 4%比例限制。此次交易商协会特地扩展了信用风险缓释工具的标的债务，包括了贷款。尽管暂时场内的凭证类产品暂时无法覆盖贷款，但合约类产品可以基于贷款进行创设。具体的操作模式其实非常简单，实质上仍然需要结合监管当局是否穿透 CRMA，笔者倾向于认为至少在非标这个概念上不应该穿透，但如果自营投资 CRMA 在相关监管规则上有一定模糊地带。资本计提这一块单独讨论。

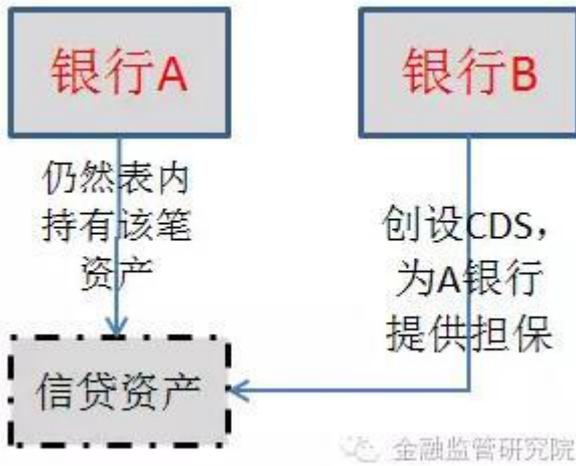
4、是否可以借助合约类信用风险缓释工具突破 127 号文关于同业投资三方担保的限制？

这点操作性不强，主要是 127 号文规定第三方显性和隐形信用担保，应该肯定涵盖信用风险缓释工具。

5、对于信用风险缓释工具买入银行而言，能否实现信贷资产出表，或至少资本缓释？对于创设 信用风险缓释工具的银行，需要承担怎样的风险指标？

(1) 因为银行业信贷资产转让目前由于银监会严格规则限制主要是银监发[2010]102 号《关于进一步规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知》对于银行业金融机构信贷资产转让设置了严格的限制，那么未来银行是否可以通过创设信用风险缓释工具的形式调节信贷资产带来的资本和其他监管指标压力？严格按照目前的监管规则创设机构进行风险入表，只是可以避开 102 号文关于信贷资产转让必须要重新确认债权债务关系。

此外 CRMW、CRMA 合约类工具应该不属于今年 4 月底银监会发布的 82 号文《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》所指的信贷资产收益权范畴，因为完全是依据交易上协会指引设立的规范的金融衍生品，那么银行买入基于自身信贷资产作为债务标的 CRMA/CRMW 可以一定程度上实现出表，但却不受 82 号文约束。笔者认为这点没有太多疑问。



以下资本计提是基于权重法信用风险资本和标准法市场风险资本进行的初步讨论：

因为中国的银行资本管理办法关于信用风险缓释的规则继承自巴塞尔体系，但交易商协会的4类产品名称和实质都不完全和巴塞尔体系中CDS一致，因为概念和名称上的差异导致最终适用的口径差异仍然需要银监会明确。

(2) 交易账户资本计提：对于资本计提而言，不论是买入还是创设(卖出)其规则非常明确，《商业银行资本管理办法（试行）》附件10有详细规定。

标准法下，交易账户信用衍生产品转换规则

		多头/信用保护卖方	空头/信用保护买方
信用违约互换	一般市场风险	如有任何费用或利息的支付，则视为持有无特定市场风险债券多头	如有任何费用或利息的支付，则视为卖出无特定市场风险债券空头
	特定市场风险	视为持有信用参考实体多头，如为合格证券的情况，则视为持有互换风险暴露	视为持有信用参考实体空头，如为合格证券的情况，则视为卖出互换空头
信用联系票据	一般市场风险	视为持有票据发行方多头	视为卖出票据发行方空头
	特定市场风险	视为持有票据发行方以及信用参考实体多头，如为合格证券的情况，则视为持有票据发行方多头	视为卖出信用参考实体空头，如为合格证券的情况，则视为卖出票据发行方空头

此外对于信用风险缓释工具买入方和卖出方都新增交易对手信用风险。除非相关凭证产品是在上交所集中清算（可能被认定为合格CCP）交易对手信用风险可以为0，从目前规则看笔者很难断定哪些产品或多少比例通过上交所按照中央交易对手的要求来清算。如果不是通过中央CCP清算，那么可能面临一定的信用衍生工具附加系数的资本计提。

(3) 交易对手信用风险（指场外OTC市场，如果上交所集中清算不需要考虑交易对手信用风险）

信用衍生工具的附加系数

类型	参照资产	信用保护买方 (%)	信用保护卖方 (%)
总收益互换	合格参照资产	5	5
	不合格参照资产	10	10
信用违约互换	合格参照资产	5	5
	不合格参照资产	10	10

(4) 银行账户资本计提：对于银行账户的信用风险缓释工具，国内的资本规则和国际上的巴塞尔体系稍有差异；国内对担保保证的风险缓释要求非常严格，没有国际上所谓的“替代法”（即用担保人的风险权重替代基础债务的风险权重）；

所以买入方能否作信用风险缓释，参照保证担保的资本计提缓释，仍然看创设机构是否为商业银行；根据《商业银行资本管理办法（试行）》附件 2，交易商协会规定的创设机构范围来看只有商业银行是合格的保证担保主体，而资本管理办法的规则如果是在银行账户主要参考保证担保的规则进行处理。

至于纯对冲目的的 CRMA/CRMW 买入，如何进行跨账户体系对冲（银行账户和交易账户）或者体系内对冲，有待笔者进一步确认。

(5) 内评法下：

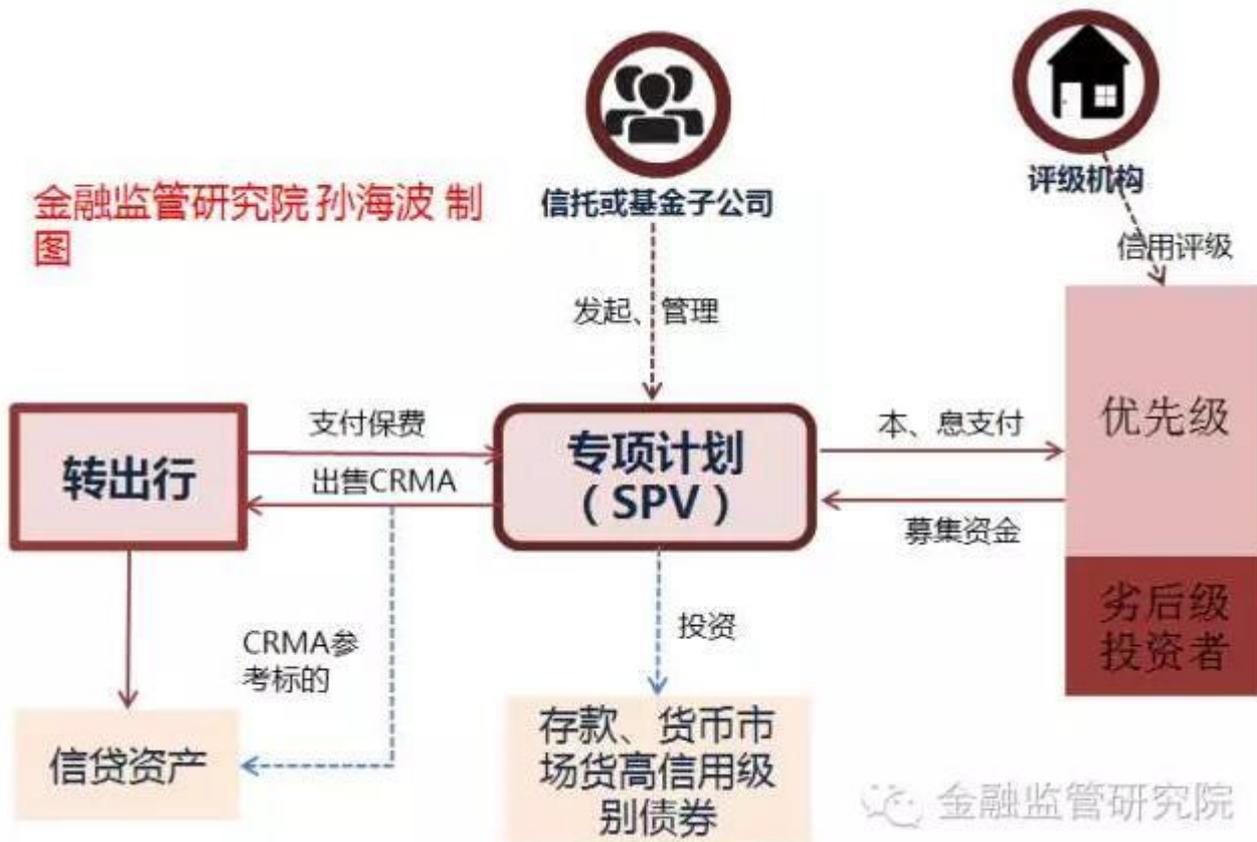
相对而言认可风险缓释范围更广。信用风险缓释中保证担保的主体包括了非银行金融机构以及工商企业或者非法人金融产品等。这就为通过 SPV 架构和 CDS 实现资本出表提供了法规基础。

6、CDS 成为规避 82 号文约束，大力拓展私募 ABS 的利器？

这并不是笔者自己臆想的内容，其实结构性产品借助 CDS 或类似金融衍生品是国外非常成熟的模式。放在国内当下的监管环境尤为有意思。先还是回顾一下 82 号文：

- (1)、出让方银行应当依照及时在银登中心办理信贷资产收益权转让集中登记。
- (2)、出让方银行在信贷资产收益权转让后按照原信贷资产全额计提资本。

上述规则使得私募 ABS 存量信贷资产出表受限，因为传统存量信贷资产私募 ABS 一般都是用信贷资产收益权转让给 SPV 的形式实现风险隔离。82 号文对这种形式的隔离显然不认可所以才出台了相应规则。那么如果 SPV 通过创设信用风险缓释合约 (CRMA) 的形式也可以起到为转出行缓释风险的作用，但却肯定不属于 82 号文定义的信贷资产收益权范畴。事实上国外利用 CDS 和 SPV 进行信贷资产出表最为主流的一种信用衍生品应用，当然后来基于这种模式发展出来的合成型 CDO 也成为人们诟病的主要对象。大致流程图如下：



上述结构仍然面临一个比较大的问题，也就是前面第 5 点讨论的资本计提问题，如果是中小银行实施的是权重法信用风险资本计提，那么 SPV 创设的 CRMA 合约可能不具备风险缓释的作用。具体资本规则仍然有待监管进一步明确。

7、银监会 2010 年 102 号文规定：银行理财不得直接购买信贷类资产；2016 年 7 月份银行理财的征求意见稿（未实施）也明确非标理财不能嵌套信托以外的其他资管计划。那么未来如果理财计划直接创设基于信贷类资产的信用风险缓释工具（合约类）那么从目前的监管框架看可以摆脱上述监管规则限制。

8、但目前总体上场内产品 CDS 和 CLN 的标的债务非常局限，只能是金融企业债务+非金融企业债务融资工具，可以进行产品创新空间有限。场内的两个产品创设机构只能是核心交易商：金融机构 6 家信用增进机构。但利用信用风险缓释工具进行创新需求最主要还是非法人产品层面。

9、场外的 CDS 和 CRMA 两个产品目前交易商协会对其限制非常少，参与机构只要满足净买入或净卖出和其净资产或产品规模的比例限制，但没有衍生品名义金额和标的债务规模的比例限制。但和一般场外的保证和履约险等仍然有较大差异，至少从目前银监会的监管框架来看，没有明文限制通过

10、凭证类产品的创设机构的资格准入在交易商协会的专业委员会，这属于准入；但资格准入之后的产品是备案制度，不做实质性审核。合约类产品的创设不需要在交易商协会的备案，也不需要任何资格准入。

11、从目前的判断看，公募基金、券商资管和基金专户只能参与信用风险缓释工具的凭证类产品（即 CLN，CRMW 属于场内产品）；而上述资管产品应该无法参与场外的合约类产品 CDS 和 CLN。

11、此外对于交易参与方，交易商协会没有限制只能用于对冲，允许纯交易目的的市场博弈，有利于市场交易产生的流动性。对于创设的信用风险缓释工具，合约类没有总的余额上线，只是对单个参与者净卖出以及单个创设机构有一个净资本比例限制，但单个参与者基于同一笔债务买卖的信用风险缓释工具加总余额没有限制。

中信固收研究明明团队：

即将展开的 CDS 业务工作的指引与试用规则，和同时推出的四项产品：（1）信用违约互换（CDS）；（2）信用风险缓释合约（CRMA）；（3）信用风险缓释凭证（CRMW）；（4）用联结票据（CLN）。那么这四种产品有何区别呢？我们梳理如下：

表 1：信用风险缓释工具 4 种产品

	类型	标的物	定义及内容
信用违约互换（CDS）	合约型	一个或多个参考实体信用状况	信用违约互换指交易双方达成的，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实体向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约，属于一种合约类信用风险缓释工具。
信用风险缓释合约（CRMA）	合约型	标的债务	信用风险缓释合约指交易双方达成的，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标的债务向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约，属于一种合约类信用风险缓释工具。
信用风险缓释凭证（CRMW）	凭证型	标的债务	信用风险缓释凭证指由标的实体以外的机构创设的，为凭证持有人就标的债务提供信用风险保护的，可交易流通的有价凭证，属于一种凭证类信用风险缓释工具。
信用联结票据（CLN）	凭证型	参考实体信用状况	信用联结票据指由创设机构向投资人创设，投资人的投资回报与参考实体信用状况挂钩的附有现金担保的信用衍生产品，属于一种凭证类信用风险缓释工具。

资料来源：银行间交易商协会，中信证券研究部

（1）本次交易商协会特地强调，凭证类的信用风险缓释工具的二级市场交易不属于衍生品交易范畴，采用债务融资工具的清算规则，我们认为可能其会计处理也采用债务融资工具的会计准则。具体而言，《中国场外信用衍生产品交易基本术语与适用规则（2016年版）》中对其指出“信用衍生产品交易包括但不限于信用违约互换（CDS）、总收益互换（TRS）、信用风险缓释合约（CRMA）、信用风险缓释凭证（CRMW）、信用联结票据（CLN）以及以相关指数为基础的产品。”但是“信用风险缓释凭证、信用联结票据等凭证类产品的二级市场转让交易不属于衍生交易范畴，构成合同法下相关凭证权利义务的转移关系，其清算规则参照适用债务融资工具的清算规则。”

（2）信用违约互换是盯住参考实体相关债务的信用风险，由卖方为买方提供风险损失保护的双边合约；信用联结票据是附有现金担保的信用违约互换产品，投资者购买信用联结票据，在未发生信用事件时取得本金的利息和信用违约互换保费的双重收益，在发生信用事件时用认购的本金向发行主体进行担保赔付。

（3）信用联结票据的创立可以通过特殊目的实体（SPV）来创立，同时信用风险缓释工具业务参与者均可作为投资人认购和转让信用联结票据。这或许可以为高收益资产的资产证券化开路，在 SPV 中发起信用联结票据对资产池的基础资产进行增信，也可以为一些专门投资于高收益债的定向资产管理计划、信托产品等提供增信。

机构准入与风控体系安排

考虑到对交易参与者的准入资格，银行间协会对于信用风险缓释工具的参与者做出了分级：**核心交易商**与**一般交易商**。核心交易商可与所有参与者进行信用风险缓释工具交易，一般交易商只能与核心交易商进行信用风险缓释工具交易。核心交易商包括金融机构、合格信用增进机构等。一般交易商包括非法人产品和其他非金融机构等。

对于触发的风险事件，规定至少要包括违约、破产，也可以根据参考实体实际信用情况的不同，纳入债务加速到期、债务潜在加速到期以及债务重组等其他信用事件。

交易风险控制上，任何一家核心交易商的信用风险缓释工具净卖出总余额不得超过其净资产的500%。任何一家一般交易商的信用风险缓释工具净卖出总余额不得超过其相关产品规模或净资产的100%。

对信用债市场的影响

综合来看，我们认为，CDS作为一种双边合约，定价以无套利理论为基础，不仅可剥离出信用风险交易，对冲信用风险，还有提高债券市场流动性、价格发现的作用，而且本次推出的信用联结票据产品，或许对我国资产化进程从传统型资产证券化迈向合成型资产证券化奠定重要一步。

金融危机后CDS在海外市场的发展由疯狂回归理性。此前中国在2010年推出CRM及信用风险缓释合约作为CDS的尝试。CRM的主要特征是其为标准合约，在场内交易，明确信用保护针对特定具体债务，充分体现债务标的债务的“穿透性”原则。从现状来看，目前市场参与者过于单调，存在定价机制不完善等问题，CRM产品裹足不前。

但随着15年下半年来违约事件频出、16年以来存量信用风险持续发酵，发展CDS的呼声渐起，**刚兑打破期投资者对信用风险对冲的需求与日俱增**。近日广西有色宣告破产、辽宁省宣布东北特钢进入破产程序、江西赛维重整方案搁浅，都为债市平添新阴影。债务处置方案在形式上更多地走向市场化，但内容上却欠缺合意性。**破产清算、重组方案的偿付率不高是核心焦点，优质资产的腾挪、转移是核心争议点**。具体来看，（1）广西有色清查审计后资产负债率高达216.77%，旗下大量的华锡集团优质股权已被转让；（2）江西赛维重整方案中银行普通债权的受偿率最低不足4%；（3）东北特钢的财报迟迟未见披露，若是已经资不抵债，则对于15年三季度财报披露的85%资产负债率，公司难逃造假之嫌；若是负债尚可，又难辞恶意逃废债之咎。据财新报道，此次东北特钢态度由债转股向破产反转，惹投资者猜疑，是否公司已将资产腾挪掏空，清算偿付率不容乐观。

故而对于机构投资者来说，其无精力也无能力参与发行人破产重组、清算等进程以补偿损失，为避免踩雷，对冲信用风险成为当务之急。信用风险目前处整体可控、点状释放的进程，是适时推出CDS的较好时机。

从近期案例来看，此前山西省为化解煤炭巨债成立晋增信，以期通过市场化手段降低投资人承担的违约风险和损失。我们相信，其他省份如山东、安徽等地或也将陆续出台类似信用支持措施。但值得注意的是，晋增信300亿的担保上限与现在的公开债务规模相比仍是“九牛一毛”。增信工具仅完成风险的转移和展期，并未消化风险，中长期内存在交叉感染的可能性、兜底方或面临自身信用基础恶化。

从长远来看，CDS的发展利于规范信用评级，推动高收益债和高收益债券为基础资产的资管产品的发展，这无疑对目前“资产荒”格局下的一个小小的突破口。且CDS定价要求的评级客观性将对信用评级市场形成倒逼机制，或者出现一批第三方信评机构，虚高评级企业的评级将面临调整。所以在风险上，CDS的推出是否会带来类似于次贷危机的风险或者再资产证券化的风险，我们认为短期内可能性较小。

一举成名的做空工具

CDS 因次贷危机期间被少数人利用作为做空工具而一举成名，电影“大空头”中更是还原了 CDS 做空带来的惊人收益。

根据美国存管信托和结算公司以及彭博汇编的数据，今年 3 月末以来，中国 CDS 的净名义价值已上升 18%，同期全球市场 CDS 涨 2%。140 亿美元这个规模在全球仅次于意大利，并且逼近 2014 年 11 月创下的 157 亿美元纪录高位。

对于很多投资者而言，做空是一件非常危险的事情，原因就在于缺乏适当的工具，导致风险收益极为不匹配，因此，做空的死亡名单上，从来不缺乏功成名就的大佬、急于求成的冒险者和倒在黎明前的先驱。在次贷危机中赚的盆钵满溢的空头们，很大程度上要感谢 CDS 这个风险-收益几近完美的金融工具。以 Paulson 发的新基金为例，10 亿美金的本金，可以购买 120 亿美元针对 BBB 级的 CDS 产品，但并不是付出 120 亿美元，而是每年交 120 亿美元的 1% 的保费，1.2 亿美元，而且这新基金可以在缴纳之前存在银行获取 5% 的利息，即 5000 万美金利息，这样第一年只要支出 7000 万美元，加上每年 1000 万美金的佣金，10 亿美金的产品一年最多损失 8%（8000 万美金），但理论上可以赚 1200%（BBB 级债券全部违约，CDS 全部赔付，当然实际中能要回多少就是多少）。

传统思维中，空头被认为是作恶者，是他们导致了市场的混乱甚至崩盘，然而，影片却在告诉我们：不是空头创造了危机，而是问题本身就在那里，空头只是发现了没有解决的问题而已。

经济学的课堂上，老师经常会告诉学生们，投机是资产价格发现的必要机制，如果没有投机，价格要么单边升、要么单边降，而正是由于投机的存在，资产能在市场中维持其应有的价值。

从这个角度看，空头不仅不是一种恶，还是一种使金融体系健康运转的要素。所谓“苍蝇不叮无缝的蛋”，有问题空头才会来“找麻烦”。由此联想到去年 A 股的股灾，在市场急剧下跌的时候，不少人都把矛头指向做空，股指期货等做空工具也被迫“断了手脚”，但之后人们发现，没了做空市场还在跌，这已经充分说明了问题。

回过头来，人们都弄明白了，去除场外配置的高杠杆是导致 15 年股灾的真正原因，而导致 08 年美国次贷危机的也正是房地产市场的去杠杆，是美国政府和宽松货币政策制造了资产泡沫游戏，是他们放任房地产泡沫越吹越大。

当然，华尔街也难辞其咎。他们把金融搞得异常复杂，各种兜兜转转之后，一级市场和二级市场甚至产生了严重的脱节。而华尔街真正的“恶”在于，兜售高风险的金融产品时，不把风险充分揭示，投资者并不了解自己购买的金融产品中究竟“打包”着什么，甚至不知道一旦出现问题后，自己所要蒙受的损失。

那么，各种金融创新、日益复杂的金融衍生品本身有没有错？我们或者应该这样认为，金融创新的出发点是好的，金融衍生品大多也是分散风险的产物，本身是中性的。关键在于如何监管、如何规范。

理论上来说，风险只能分散，而不能完全规避，金融创新如资产证券化就是分散风险的一种手段，为的是把分母做大，那样每个分子所需承担的风险就小了，一个好的金融体系设计，风险能够降低到接近于零。只希望中国金融业不要再一管就死、一放就乱了。

下面，我们来深入分析一下传说中的 CDS，究竟是个什么东西。

什么是 CDS？

信用违约互换（Credit Default Swap, CDS）又称为信贷违约掉期，是进行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。信用违约互换是一种能够将参照资产（Reference Obligation）的信用风险从信用保护的买方（Protection Buyer）转移给信用保护卖方（Protection Seller）的金融合约。在信用违约互换交易中，违约互换购买者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），而当参照实体（Reference Entity）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递送给违约互换出售者，从而有效规避信用风险。违约互换的出售者向购买者所遭受的损失进行的这种赔付是一种或有偿付，即当合约到期时，如果参照实体没有发生任何信用事件，则信用保护的卖方无需向买方进行任何资金支付，合约终止。

举个简单的例子，假如 A 借钱给了 B，每年得到一定的利息，到期 B 还本付息，但是借出去的钱总有一定风险，万一 B 未能按时将钱还给 A，则 A 会遭受损失。此时 C 提供一项服务，只要 A 支付给 C 一定部分的利息或保险费用，若 B 未能按时偿付 A 的本息，由 C 来对 A 进行偿付。这个 A 和 C 达成一致协议所签订的合约就是 CDS。此外，C 还可能将 CDS 打包后再卖给其他人，这样风险就会层层传递下去。

图 1：信用违约互换结构图



资料来源：招商证券

通常 CDS 交易发生在两个参与主体之间，购买 CDS 称作购买保护或多头保护，违约互换的购买者被称作“信用保护的买方”，出售 CDS 称作出售保护或空头保护，违约互换的卖方被称作“信用保护的卖方”。信用保护的买方一般为银行，卖方通常为投资银行或主承销商。

参考实体违约才会触发违约互换，违约和违约事件的概念略有不同，违约事件情况是由有关金融交易的法律文件中所规定的事件。根据国际互换和衍生工具协会（International Swaps and Derivatives Association，以下简称 ISDA）有关的信用违约互换的标准文件（2003），违约事件包括：

（1）破产，无力偿还破产导致触发信用违约互换。

（2）拒付以及暂停或延期支付，例如，拒绝或拖延支付利息和本金的行为都将触发信用违约互换。

（3）重组，重组是因参考实体信用恶化或财政状况不佳导致参考实体与债券持有人之间原有协议改变的情况。

（4）无法偿还，例如，在一定宽限期限后未能偿还一个或几个合约，同样可以触发信用违约互换。

(5) 债务加速到期。指由于除无法偿还外其他原因导致某一或很多债务提前到期而触发信用违约互换。

在实践当中，破产、拒付和重组是最常见的违约事件。

在 CDS 的交易过程中，交割是违约事件发生后一项重要的操作。CDS 的交割有两种方式：实物交割和现金交割。实物交割是指违约互换的买方将违约资产以面值卖给违约互换的卖方，现金交割是指资产不需要转移，违约互换的卖方需要向买方支付基础资产面值与违约后资产的市值之间的差价。由于实物交割对可交割的债务有一定的要求，以及实物交割操作过程的复杂性，现金交割逐渐成为市场主流。

信用违约互换的交易类型及属性

(1) CDS 交易类型

随着 CDS 的发展，信用违约互换的类型已经不再单一，目前主要有三种类型，单一经济实体的信用违约互换、一篮子信用违约互换和信用违约互换指数。

(a) 单一经济实体的 CDS 是信用衍生品的最早形式，也是比较常见的一种。单一实体意味着参考资产只有一种，由买方向卖方定期支付预先商定好的保费或者票息直至合约到期，卖方承诺在参考资产发生违约事件时向买方提供索赔，一旦违约事件发生，合约即中止

(b) 一篮子信用违约互换。信用保护出售者可以出售多个资产的保护，在首次违约篮子互换中，互换的出售者在合约期内通过补偿资产篮子中第一个资产的损失来承担资产篮子的违约风险。即在合约期内通过出售已确定的一篮子资产的保护获得保费收入，而承担着这一篮子资产的违约风险，直到其中有一个资产出现违约，合约中止，保护出售方支付违约资产的损失；若合约期内没有任何一种资产发生违约，则信用保护卖方赚了一笔保费。

(c) 信用违约互换指数反映了的由多个单一实体信用风险合成的资产组合中各个参考资产的 CDS 风险加权值总和随时间波动的情况。和一篮子信用违约互换相比，其标准化程度更高，包含的参考资产数量多，覆盖面也较广。目前信用违约互换指数主要包括欧洲指数，北美指数等。

(2) CDS 的交易属性和动机

CDS 实质上类似于保险合约，但它比保险合约具有更强的流动性。CDS 与保险也存在着一一定的差别，保险要求投保人对于保险标的有经济利益，而 CDS 不要求有利益关系，即使并未持有某个公司的债券也可以购买该公司的 CDS，这就极大增强了 CDS 的流动性，使得 CDS 发展成为除了信用风险管理之外的一个投机的工具。同时，CDS 的数量不受标的资产数量的限制，信用违约互换市场名义本金数量远远超过其参考实体债券的总量，这也体现了 CDS 的特有的交易属性。

(a) 交易用途

从 CDS 的交易用途来看，商业银行是 CDS 的最大买方，随着 CDS 市场的发展壮大，其他金融机构纷纷参与进来，如保险公司、对冲基金、投资银行等，并逐渐发展成为 CDS 市场的重要参与者，商业银行参与 CDS 主要是为了转移自身的信用风险，而对冲基金、投资银行等参与 CDS 交易的主要动机是投机和套利。

(b) 交易产生条件

CDS 交易产生的现实条件是交易双方资金成本存在差异，这种差异可以看作不同金融主体承担和化解风险能力的差异。信用违约互换交易就是根据这种差异在不同金融主体间实现信用风险最优配置的过程，或者说是信用风险最优分散化的过程。信用违约互换交易的实现也可以用国际贸易理论中的“比较优势”来解释。信用违约互换交易可以看作是一种贸易，对于同样要“生产”出一种产品——即参考资产的信用损失的保护，由于双方的保护成本不同，银行自身承担风险的成本大，因此选择让信用违约互换的卖方来进行“生产”，银行来购买这种产品。这种交易的结果在使得信用违约互换卖方获得期望收益的条件下，也增加银行的收益。

(c) CDS 对交易主体的作用

银行同业之间进行信用违约互换的交易可以促进双方互相调整各自的风险头寸，重组贷款结构，降低信用风险。购买信用违约互换的银行可以向对手方转移信用风险，在降低风险的同时，拓展了新的业务。通过信用违约互换，可以实现跨地区、跨行业的贷款组合，避免信用风险过于集中。出售信用违约互换的银行在获得保费的同时，也能通过 CDS 选择自己偏好的风险暴露，优化自身的风险组合。信用违约互换的交易可以使银行突破信贷限额的限制。低信用等级、规模较小的银行难以获得直接投资高质量资产的机会，小银行通过出售信用保护给大银行而间接地进入高质量级贷款市场，平衡其高收益率贷款组合，大银行借此也转移了信用风险。

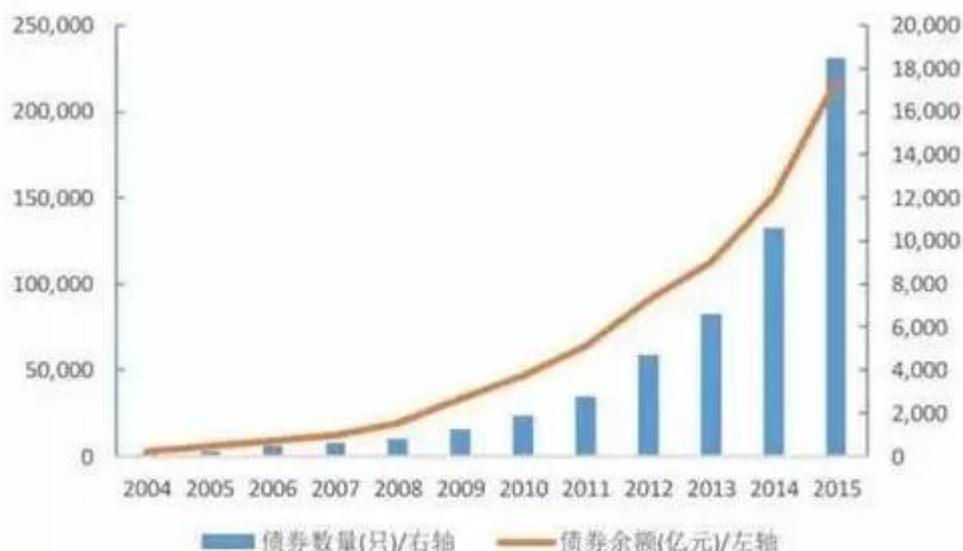
机构投资者参与信用违约互换的交易，拓宽了其投资渠道。我国的非银行金融机构如保险公司、投资基金、证券公司等拥有大量的资金，但缺乏足够的投资机会和渠道，大量资金集中于股市和债市，风险较集中。机构投资者可以与银行开展信用违约互换交易，作为信用保护的卖方，以低融资成本获得一笔贷款的收益，而不必直接持有信贷资产。这样在降低银行的信用风险的同时，也可以突破自身业务的限制，间接的参与到信贷市场，优化自身的资产结构，在控制好风险的情况下，增加了自身的收益。

另外，在国外比较活跃的 CDS 市场，交易量大，CDS 合约成为标准化的产品，交易价格时刻都在变动，对冲基金、投资银行等机构投资者，参与 CDS 的交易的动机还包括投机和套利，可以通过对错误定价的 CDS 产品的买卖来获取差价利润。由于 CDS 合约将信用风险与产品本身分离开来，通过 CDS 的买卖交易，可以获得自身偏好的风险暴露或回避不想要的风险。

中国为何现在推出 CDS？

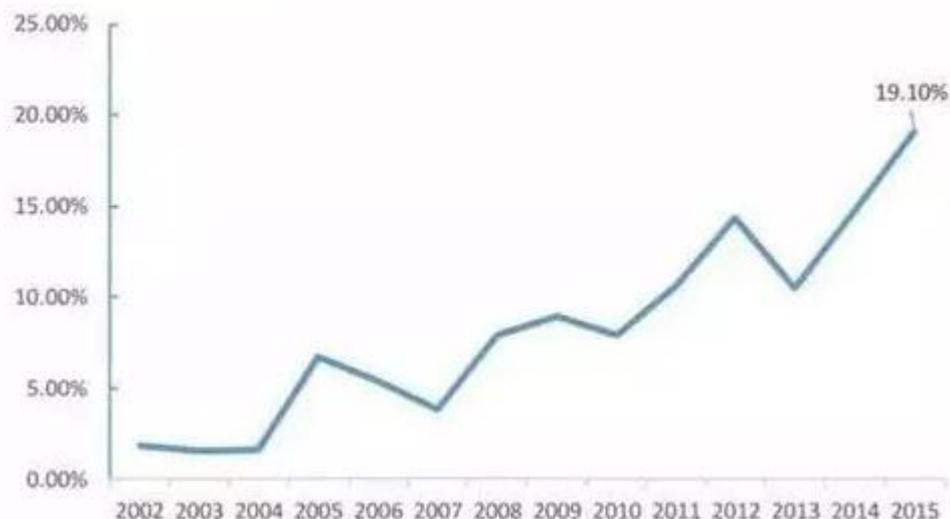
我国债券市场近些年来发展迅速，规模不断增大。不论是债券的数量还是债券的余额，在近些年来都近乎指数增长。截止 2016 年 4 月末，债券市场债券总数量达到 23709 只，总发行债券余额超过 54 万亿。

图 4: 2004-2015 各年年末债券市场存量



资料来源: WIND, 招商证券

图 5: 社会融资规模占比: 企业债券融资



资料来源: WIND, 招商证券

近期债市信用风险频发，不断有违约的消息传出，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。截止到今年底，整体债券市场年内的到期规模也将攀升至顶峰，总量或达到 4.44 万亿元人民币，较去年同期增逾两成。其中，钢铁、煤炭、有色这三大产能严重过剩的行业累计债券到期规模近 7000 亿元，创历史新高，较去年同期增 30%。

从民企到央企，从私募到公募，债市“打破刚兑”正在加速前进，市场上非常需要一个信用风险分散的工具，这也是信用风险缓释工具发展的一个契机，各个机构都有分散信用风险的需求。

然而，交易商协会于 2010 年底就推出了两款信用风险缓释工具（Credit Risk Mitigation, CRM），包括信用风险缓释合约（Credit Risk Mitigation Agreement, CRMA）和信用风险缓释凭证（Credit Risk Mitigation Warrant, CRMW）。这所谓的第一代中国版 CDS 推出时的本意也是帮助银行和金融机构转让信用风险，那么为什么需要另起炉灶，推出新的 CDS 品种呢？

要回答这个问题，就需要理解 CDS 相对于 CRM 的优势在哪里。

优势一：连通市场，提升规模

与国际通行的 CDS 不同，信用风险缓释工具 CRM 采用了“单一标的债务”条款，这一产品改造被誉为项本土化创新。与主流观点不同，笔者曾撰文数篇，详析这一产品改造的弊端，并呼吁回归国际 CDS 通用的“多标的债务”条款，而第二代中国版 CDS 则迈出了这一步。

相较于采用“单一标的债务”条款的 CRM，第二代中国版 CDS 采用的是“多标的债务”条款。由于一个债务人可能有多个债项，“单一标的债务”和“多标的债务”有显著的差别。假设某个债务主体，我们称之为“企业 E”，并假设它目前有 4 只面值各为 2 亿元的债券，这样企业 E 的所有债券总面值为 8 亿元。CRM 的“单一标的债务”条款意味着每一个 CRM 系列（可以有多种期限）只能覆盖一只 2 亿元的指定债券，因而 CRM 市场是割裂的；而 CDS 的“多标的债务”条款则意味着每一个 CDS 系列（可以有多种期限）可以覆盖所有 4 只债券，亦即共 8 亿元的债务，相应的市场打通了不同债券的界限（见图 1）。

图 1 割裂的 CRM 市场和连通的 CDS 市场



优势二：聚拢参与者，对接买卖需求

假设有一家机构（机构甲）希望为其刚刚购买的 500 万元债券 E1 购买 500 万元信用保护；另一家机构（机构乙）原来持有 500 万元债券 E2 并已为之购买了 500 万元信用保护，此时决定将债券 E2 全部出售，并希望同时出售相应的 500 万元信用保护，不保留对于企业 E 的信用风险敞口。两家机构可以选择在 CRM 市场买卖信用保护，也可以选择 CDS 市场执行相应交易，但两个市场的对接效果是截然不同的。如表 1 所示，如果两家机构都在 CRM 市场执行交易，则由于 CRM E1 和 CRM E2 对应于不同的标的债务，所以两家机构的买卖需求无法对接；相反，如果两家机构都在 CDS 市场执行交易，那么所用的对冲工具都是相同的 CDS E，所以买卖需求可以成功对接。

	机构甲	机构乙	对接买卖需求
现货交易	购买 500 万元债券 E1	出售 500 万元债券 E2	
对冲需求	购买 500 万元信用保护	出售 500 万元信用保护	
在 CRM 市场执行交易	购买 500 万元 CRM E1 信用保护	出售 500 万元 CRM E2 信用保护	无法对接
在 CDS 市场执行交易	购买 500 万元 CDS E 信用保护	出售 500 万元 CDS E 信用保护	成功对接

可见，由于“单一标的债务”条款，CRM 市场只对接关于同一债券的买卖需求，而“多标的债务”条款则使 CDS 市场有能力对接同一债务人下的跨债券买卖需求。企业 E 有 4 只债券，CRM 能实现对接的情形有 4 种，CDS 能实现对接的情形有 16 种，为 CRM 的 4 倍。对于有数十只债券的大型发债企业，CDS 能实现对接的情形个数将是 CRM 的数十倍。债务人的相关债券只数越多，CDS 在聚拢参与者和对接买卖需求方面的优势越强，其市场流动性优势也越显著（见图 2）。

图 2 债务人的相关债券只数越多，CDS 相对于 CRM 的流动性优势越显著



优势三：规避做市风险，降低交易成本

场外市场往往有做市商作为市场的中介，与各个参与机构沟通商谈，帮助促成交易。比如这个例子中，假如机构甲和机构乙都是某信用衍生品做市商的客户，那么做市商作为交易对手分别与机构甲和机构乙进行交易。如表 2 所示，如果两家机构都在 CRM 市场执行交易，则由于 CRM E1 和 CRM E2 对应于不同的标的债务，所以做市商在交易后净仓位不为零，做市商承担 CRM E1 和 CRM E2 的基差风险，为此需要向两家客户要求更高的交易费用；如果两家机构都在 CDS 市场执行交易，那么所用

的对冲工具都是相同的 CDS E，所以做市商在交易后净仓位为零，因而做市商不承担风险，要求的交易费用也就可以低一些。可见，与 CRM 相比，CDS 在风险规避上对做市商有利，在节约交易成本上对客户有利。

表 2 CDS 比 CRM 更有助于做市商规避作市风险

	机构甲	机构乙	信用衍生品做市商
现货交易	购买 500 万元债券 E1	出售 500 万元债券 E2	
对冲需求	购买 500 万元信用保护	出售 500 万元信用保护	
在 CRM 市场执行交易	购买 500 万元 CRM E1 信用保护	出售 500 万元 CRM E2 信用保护	交易后净仓位是：出售 500 万元 CRM E1 信用保护，购买 500 万元 CRM E2 信用保护
在 CDS 市场执行交易	购买 500 万元 CDS E 信用保护	出售 500 万元 CDS E 信用保护	交易后净仓位是：0

案例：山西拟筹组 CDS 为煤企增信

截至 2015 年底，山西省属七大煤炭集团的资产负债总额已经突破万亿元，这一数据甚至接近 2015 年山西省 GDP 总额。

同煤集团、焦煤集团、晋煤集团、潞安集团、阳煤集团、山煤集团以及晋能集团被称为山西省属七大煤炭集团。界面新闻通过统计七家煤企 2015 年的财务数据发现，截至 2015 年底，七大煤企资产负债总额达 11885.09 亿元，较 2014 年增长超 10%。而当年，山西全省 GDP 总额为 12802.58 亿元，仅高出七大煤企负债总额 917.49 亿元。其中，同煤集团负债总额位居七家煤企首位，达 2192.09 亿元。焦煤集团与晋能集团分居二、三位，负债总额分别为 2055.79 亿元、1808.56 亿元。

与负债一同攀升的还有七大煤企走高的资产负债率。界面新闻计算得出，七大煤企 2015 年的平均资产负债率达 82.51%，较 2014 年增加 1.35 个百分点。其中，阳煤集团资产负债率最高，为 85.84%。山煤集团与同煤集团则紧随其后，资产负债率分别为 84.97%、84.95%。

无论是整体的平均资产负债率还是具体到各大煤企，七大煤企各自的负债率已经超过业内一般默认的 70%警戒线。晋能集团是上述煤企中资产负债率最低的，其 2015 年的数据也达到了 77.33%。

重债之下，七大煤企的盈利能力同样不乐观。2015 年，七大煤企净利润全部亏损。财务数据显示，去年全年，七大煤企共计净利润亏损 55.85 亿元，以同煤集团亏损程度最甚，为 10.85 亿元。即便是亏损程度最小的焦煤集团，也净亏 4.65 亿元。

与此同时，七大煤企萎缩的现金流也在施予重压。财务数据显示，七家煤企 2015 年经营活动产生的现金流由正转负，合计接近-50 亿元。

根据 Wind 资讯提供的数据显示，9 家“山西系”上市煤企今年一季度合计负债总额为 1500.14 亿元，占据同行业上市企业负债总额的 30.46%。其中，西山煤电一季度负债总额最高，为 336.90 亿元。潞安环能（601688.SH）负债总额居次，为 335.25 亿元。

尽管山西煤企的债务包袱较为沉重，但煤炭企业在山西省的经济地位不可撼动。以山西七大煤企为例，2015年全年，上市企业实现营业收入总额为10893.38亿元，与同期山西省GDP比值达0.85。

但是，经济份量重且需要现金支撑经营活动的山西煤企正遭遇融资能力下降的风险。相关汇总数据显示，山西七大煤企2016年第二季度发债总计136亿元，环比大降超60%。

山西筹组CDS无疑给山西煤企带来福音，山西省金融办人士证实，山西省确定由省金融办牵头，于近期筹组CDS，参照中债信用增进投资股份有限公司的模式，为省内优质企业特别是煤炭企业增信并扩大债券融资。

“次贷危机”会上演中国版吗？

CDS被认为是造成2008年金融危机的重要推手。楼市疯狂似乎正在重现，因此，不少人都会问，“次贷危机”会上演中国版吗？

问题的本质其实是一样的。宽松的货币政策注入流动性，资金最终流到了房地产市场。资金堆砌起了价格，而价格效应吸引更多资金进场。

中国的房地产市场有泡沫，但与美国有一些不同。一方面，中国房地产市场的杠杆没那么大，目前首付三成，而美国5%甚至零首付都有过。另一方面，中国的金融衍生产品没那么复杂与庞大，美国在房贷上建筑了几百倍乃至上千倍的衍生品市场，造成了极不稳定的“倒金字塔”。

不过我们也看到，近来房贷占银行贷款比例提高，房贷只是一级市场，基金、信托通过影子银行也进入了房贷领域，这是银行表内不体现的，其杠杆显然更高。当买基金也可以分享房地产泡沫时，问题就不能轻视了。

楼市的星星之火已经烧到了住房贷款抵押支持证券（RMBS）。根据中债登和上清所的数据显示，今年至今，住房贷款抵押支持证券（包括以商业银行和公积金中心的个人住房按揭贷款为基础资产的资产证券化产品）公开发行规模较去年全年发行量翻了3倍，至约728亿元。此外，住房贷款抵押支持证券占到全部信贷资产支持证券发行总量的近四成，远高于去年6%的水平。

根据一财的统计，2016年上半年，建行、农行、招行等10家上市银行的新增房贷占到同期新增贷款的42%左右，成为上半年银行贷款增长的主要驱动因素。在企业贷款需求疲弱背景下，一、二线楼市走势强劲，叠加政策引导去库存，以及房贷不良率低，房贷早已经成了银行眼中的优质资产。更重要的是，这种膨胀速度还将持续一段时间。近来不少银行高层都表态，下一步将继续加大按揭业务，攻占房贷按揭市场。

RMBS在中国还是相对新生的事物，中国的经济也还没完全度过之前的危机，如果经济发生硬着陆，银行发放的住房贷款违约率肯定会提升。但是整体而言，和美国的次级抵押贷款市场相比，中国的贷款与价值比率要低很多，暂时这两者还没有明确的相似性。

不论如何，中国版的CDS要来了。就具体施行而言，我们或许应该关注以下几点：

首先，如何解决刚需与对赌的问题。中国人敢于冒险，愿意用少量资金加杠杆去搏高收益，所以中国版的CDS一旦问世，可能会引起大卖或者大买，无论是企业家还是搞金融的，总还是对自己的判断有些信心。

其二，CDS 需要一个公允的评级和价格。国内的人民币债发行，是需要有国内评级机构来对债券进行评级的。一家企业如果想要以相对较低的成本发债，拿到一个高评级至关重要。而当前的国内评级和发行价格，很难反映出发行方的差别所在。

就拿银行间发行的 CD 来讲，放眼望去，大片大片的 AAA 最高评级。五大行发行的 CD 是 AAA，全国股份制银行的也基本如此，若干城商行、农商行的 CD 也是 AAA 的评级。这种情况下，如何能够区别出不同资产的信用违约价格呢？

从这几年的货币与财政政策来看，债券发行价格不会高。毕竟全球都在放水，中国也不可能特立独行然后被全世界套利。但在定价上总得有个限度。2014 年地方政府债初发之际，就出现了地方债利率比同期国债还低的情况。债券发行价格不准确，不反应实际水平，违约价格也很难定。

其三，市场的深度。中国的银行间债券市场已经非常庞大，CDS 市场是否有足够的灵活性和有吸引力的价格，以及公允的 CDS 指数，是否允许一定量的对赌交易存在。此外，卖家资格条件，交易如何全面纳入监管统计，如何规范违约条件，如果出现大面积的 CDS 被执行，是否会引发连锁反应以至牵扯进一些原本经营正常的机构等都需要智慧与考量。

重温经典：一生只有一次的做空机会，电影《大空头》的故事

《大空头》电影中刻画了四路做空次贷的团队，分别是

- ① Scion Capital 的基金经理 Michael Burry
- ② 德意志银行交易员 Greg Lippmann，电影中改名叫 Jared Vannett
- ③ FrontPoint Partners LLC 的 Steve Eisman，电影中改叫 Mark Baum
- ④ Cornwall Capital 的 Jamie Mai、Charlie Ledley 和 Ben Hockett。



这四路人马最后的获益如何呢？Michael Burry 的基金以 6 亿的规模在 2007 年为投资者赚取了 7.5 亿美金；Greg Lippmann 并非投资者，而是做空工具 CDS 的交易员和做市者，他 2007 年领取了 4700 万美金奖金；两个小伙子 Jamie 和 Charlie 的 Cornwall Capital 获利 8000 万美元，数额不大，但考虑到他们只有 3000 万美金的本金，这个回报也是非常可观的；Steve Eisman 赚了多少钱没有具体披露，但他的基金最大规模有 15 亿美元，基金在 2007 和 2008 年的收益应该跟 Burry 的基金差不多或略少。综合起来，四路人马一共赚到了不到 20 亿美金。

20 亿美金，在普通人看来是天文数字，尤其这还是在哀鸿遍野的 2007 年实现的，但事实上，20 亿美元只是真正“大空头”John Paulson 赚的钱的零头。作为史上最大的空头，Paulson 的基金公司 Paulson&Co. 在 2007 年通过做空 CDO (Collateralized Debt Obligation, 担保债务凭证) 赚了 120 亿美金，在 2008 年又通过做空银行赚了超过 80 亿美元。另外，对冲基金领域其他一些投资人，也低调地通过做空来牟利。例如，Harbinger Capital Partners 的 Philip Falcone，也听了 Greg Lippmann 对 CDS 的讲解和推销，与电影中 Mark Baum 团队对 Jared Vannett 不断地质疑和喊叫相反，Falcone 立即大笔买入 10 亿美金以上的 CDS，两只主要基金 2007 年收益率均超过 100%。另外，投资大师索罗斯，通过他的侄子彼得索罗斯（跟 Paulson 是朋友）约 Paulson 进行午餐，了解其投资思路后也开始做空次贷，在 2007 年年底的三个月中也同样获利数十亿美金。下图为主要对冲基金 2007 年表现（考虑规模，统计不完全），其中标黄色的均为 Paulson&Co. 的产品。

	基金	2007收益率
1	Paulson Credit Opportunities	589.9%
2	Paulson Credit Opportunities II	351.8%
3	Passport Global Master Fund	219.0%
4	Harbinger Special Situations	170.0%
5	Harbinger Capital Partners Fund	118.0%
6	Paulson Event Arbitrage	100.0%
7	Highside Capital	57.7%
8	Paulson Merger Arbitrage	52.0%
9	Highbridge long-short Equities Funds	40.0%
10	Eton Park Master Fund	35.0%

John Paulson 整个做空次贷的过程，在《The Greatest Trade Ever》中被描述的很详细，整个做空过程，就是一个“假设-论证-筹资-下注-等待-收割”的全部过程，是一套经典的对冲基金运作流程。Paulson 上百亿美金的利润，绝非运气跟偶然，而是步步为营运筹帷幄的过程。这次史上最大的做空，其实可以从一张简单的图表开始说起。

一张价值 200 亿美金的图表

在次贷危机之前，John Paulson 是一个其貌不扬的对冲基金经理，长期游离于华尔街之外，他接近 40 岁才成立自己的基金，经过 10 年的跌跌撞撞，2003 年公司管理资产规模达到 15 亿美元，论规模只能算是无名之辈。Paulson 身上也很难看出对冲基金大佬的影子，他出差坐经济舱、调研坐最后

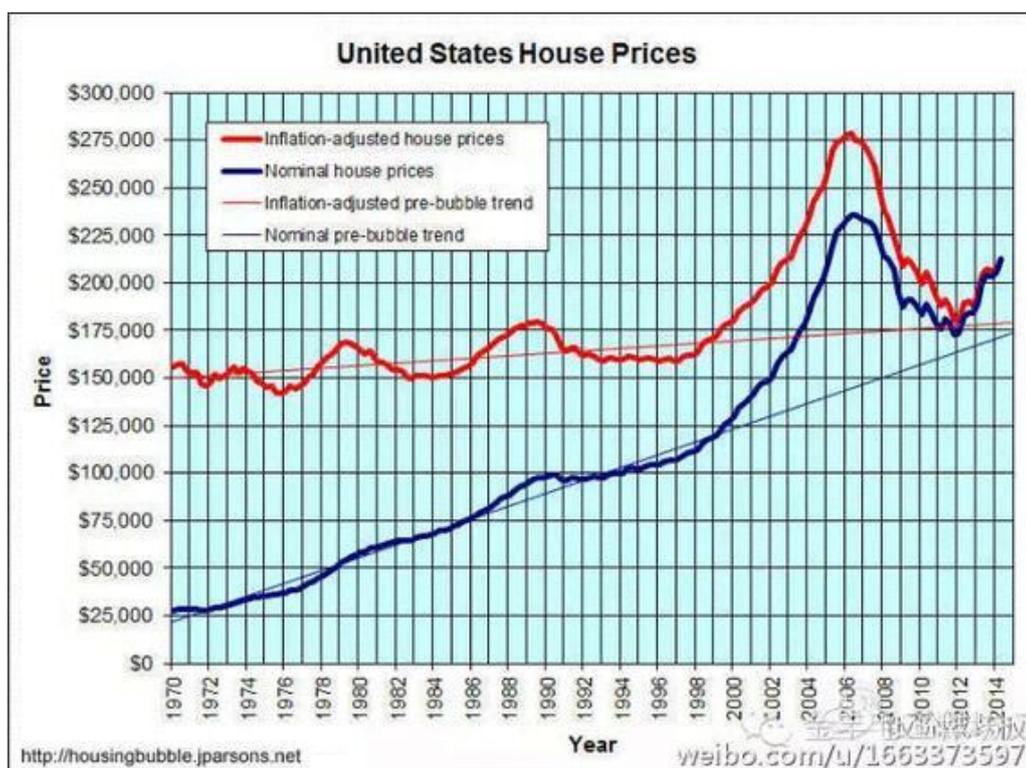
排、向上市公司提问时毕恭毕敬，45岁第一次结婚，对象是自己的女助手。无论是与众多华尔街少年得志的俊才相比，还是与住在康涅狄格州格林威治镇上的对冲基金大佬相比，Paulson 都看起来默默无闻。跟 Steve Eisman 长期浸淫在次级抵押债券行业中不同，Paulson 的基金公司前期主要做并购交易，对房地产几乎没有涉猎，在他的老朋友 Paolo Pellegrini 给他打那个求职电话之前，Paulson 对房地产泡沫的理解，仅限于在房价飞涨的 2004 年将自己在南安普顿的房子卖掉，改成租房住。

Paolo Pellegrini 是 John Paulson 在哈佛商学院的同学，个人经历曲折。在入职 Paulson&Co. 之前，Pellegrini 已经两次离婚两次被解雇了，除了离婚得来的 30 万美元，几乎没有什么积蓄。Paulson 只能提供给他一个初级分析师的职位，但他仍然感激不尽，每天起早贪黑，跟比他小 20 岁的同事一样在格子间里做着分析和研究。在 2004 年的 10 月，Pellegrini 在走廊里拦下了 Paulson，第一次向他建议，用一个叫做 CDS (CreditDefault Swap, 信用违约互换) 的完美工具，来做空美国房地产。

Paulson&Co. 的将军与谋士

对于一个成熟的投资人，任何一次重注，都需要考虑两个因素：确定性和收益比。对于前者，需要扎实严格的基本面分析，对于后者，需要考量时机与工具。美国房地产价格，自大萧条以来就没有在全国范围内下跌过，“房价永远涨”深入人心（听起来很耳熟？），在次贷危机之前，很少有人敢去说美国房价会跌，遑论下重注去做空它。

为了验证自己的假设，Pellegrini 和同事一起做了大量基础的研究，最终汇总的结果就是一张简单的图表：自 1975 年以来剔除通胀的美国房价指数。Pellegrini 发现，在 1975 年到 2000 年，剔除通胀之后，房价年度增长只有 1.4%，但在接下来的五年，每年的涨幅却在 7%，如果重新回到趋势线，房价可能的调整幅度最大可以到 40%。这一张图，奠定了 Paulson&Co. 做空美国房地产市场的基本面依据。Paulson 视这张图表为他的“罗塞塔石碑”，以至于打印出来整天像珍宝一样给展示给他的客户看（当然是在做空结束之后）。



上图是美国房价自 1970 年以来的走势图，蓝色的线是未剔除通胀，红色的线是剔除通胀，趋势非常明显。这张价值连城的图表，所需要的数据并不高深，相信在次贷之前，有一大批专业研究人员曾经画出并凝视过这张图。著名畅销书《非理性繁荣》在 2005 年 2 月的修订版中，给出了充分的数据，对房价在 2000 年后的跳升做了明确的警示，但太多人屈从于趋势，而失去了常识。连美联储的主席 Ben Bernanke，在公开场合直接声称，“We’ve never had a decline in house prices on a nationwide basis.”（我们从来没有经历过全国范围内的房价下跌）。要知道，Ben Bernanke 可是研究大萧条的专家，站在最高宏观管理者的位置，理应窥全豹而察风险，但他对市场上正在发生的事情，比如抵押贷款公司利益驱动下的贷款滥放、民众的激进地加杠杆、华尔街投行疯狂的打包交易、评级机构的睁眼闭眼，了解的仍然不够多，最终出现了误判。在国内，很多人将央行行长的讲话奉为金科玉律，例如中央政府和居民部门的杠杆率、债务违约和银行坏账的比率、债转股背后的风控等等，央行站在宏观角度能够看到的只是整个图景的一部分，肯定会有偏差甚至错误，毫不质疑全盘接受是非常危险的。

上述那张被誉为“价值 200 亿美金”的图表背后，是一个 48 岁的“老”分析师不分昼夜地对学术、政府文献和市场数据做基础研究后得出的结果，反观国内很多机构的分析师，上了 35 岁基本上就不做研究，依靠实习生和卖方的研究报告，对比意味强烈。同一张图表，在懂的人手中价值连城，在不懂的人手中则一文不值。像这种明显反映出某种市场扭曲的图表，在国内太多太多，如债务、杠杆、M2、房价等等，不一而足，但国内投资者看到这种图表都已经麻木，甚至见怪不怪了，我们不能否定中国国情的不同，但越是面对大家习以为常的东西，如“xx 永远涨”，越是应该保持一颗敬畏和警惕的心。

对手盘并不一直都是纸老虎

当各路人马全部已经下了重注之后，剩下的就是等待和煎熬。系统学告诉我们，一个动量非常大的物体，要经过非常激烈的抵抗，才能改变原本的趋势，拐头需要的时间则更长。《大空头》中相当做的笔墨在描述了危机爆发前的场景：违约率已经大幅度提升，房价已经开始拐头，但空头仍然没法赚钱，因为整个系统还在做最后的抗争。这种抵抗是如此的强烈，以至于参与做空的很多人都开始怀疑自己，“难道我错了吗？难道市场知道一些我们不知道的事情吗？”Greg Lippmann 作为卖方，深谙客户心理，因此安排了他们去 Las Vegas 面见交易对手的活动。在赌城，Lippmann 包了一家日料店的铁板烧烤餐厅，一共 4 个烧烤台，每一个台子都安排了一个做空次贷的对冲基金经理和一个卖出 CDS（做多债券）的投资人，Lippmann 希望客户通过直接的对话，明白整个体系到底是多么的疯狂和愚蠢。跟 Steve Eisman 对桌的那个华裔叫做赵文（WingChau），总是一副挑着眉毛高深莫测欠揍的样子，职位是哈丁咨询公司的 CDO 经理，毫无疑问，他的结局是把客户的钱几乎全部亏光。后来上映，赵文还去起诉 Steve Eisman 和《大空头》作者，控告他们把他塑造成了一个毫无职业操守的骗子。

正面交锋的多头与空头

在电影中，Mark Baum 跟同事一起去评级机构质疑，得到了非常无语的回应，对方一副“你是哪个单位的？”这种语气，让 Mark Baum 深刻理解到，此时的华尔街，已经被抵押债券统统绑架，在“房价永远涨”的背景音乐之下，常识和风险被抛在脑后，抓紧赚钱才是王道。评级机构丧失公正这种事情，在哪个国家都不鲜见。拿国内最近违约的几个债券为例，中铁物债停止交易之前的评级是 AA+，15 华昱 CP001 违约之前的评级是 AA，15 东特钢 CP001 违约之前评级是 AA，后两者评级目

前在违约后都变成了 D。国内的评级机构会给地方政府或央企担保的债券给出真实的评级吗？我看很难，太阳底下没有新鲜事。

巴菲特曾经说过，“在美国 238 年的历史中，那些看空的人谁最终受益了？”尽管这句话是在 2015 年说的，但其实足以让每个阶段做空（而非看衰美国）的空头们心惊胆战。按照 PerTrac 的统计，有 13675 家对冲基金和数千家其他类型投资机构获得了投资 CDS 的许可，但在 Greg Lippmann 疯狂路演的情况下，也仅仅有 100 家机构涉足了 CDS，其中大部分还是为了对冲手上的不动产。只有极少数人，大于 10，小于 20，直接对赌了房地产市场的崩溃。这一小撮人，绝非每天羽扇纶巾静待檣櫓灰飞烟灭，他们面对的对手盘，本质上是政府、银行、美联储、评级机构等无比强大的机器，他们永远不知道对手盘能够做出什么举动来，1 vs. All，电影中反应的胆战心惊煎熬的场景，是非常真实的。

财政部长亨利保尔森和美联储主席伯南克有一段不是笑话的对话：

保尔森：“前几天我去见格林斯潘了，问了他关于解决房价崩溃的方法。”

伯南克：“什么方法？”

保尔森：“最有效的方法，就是国家直接把违约的房子买下来，然后一把火烧掉。”

伯南克：“……”

政府当然不会采用这种方式来，但这并非是一个完全没有根据的提议，我们不妨做一个荒诞但有趣的假设，假如美国政府也具备强大的干涉经济的能力，在次贷危机爆发的时候，他们是不是可以做下面这些措施，来避免危机蔓延，甚至避免危机出现呢？

- 1) 房价暴跌或者涨不动的地区，如加州，停止供地。土地私有？可以直接立法严禁居民私有土地进入房地产市场，开放商施行预售证制度，严禁随意下调开盘价格；
- 2) 对雷曼、贝尔斯登、华盛顿互助银行等公司进行债转股，成立债券人委员会，不能随意撤资和抽贷；
- 3) 号召墨西哥偷渡进城务工农民工们买房，买房送绿卡；
- 4) 进一步降低首付比例，全国去库存，鼓励进一步加杠杆，居民加不动的话鼓励企业加，逻辑是对的。首付已经是零？那么就施行买房抵税，房贷抵个税，企业买房抵所得税，等等等等；
- 5) 向违约者直接发放房贷补贴，花不了几个钱，联邦财政没钱的话就进一步扩大赤字；
- 6) 降息，千万不能加息，如果 CPI 起来，更好，3%的通胀维持 5 年，可以抵消企业部门 15%的负债，民众对物价抱怨的话，那就调整 CPI 结构，比如调低美国中低服务人员工资占 CPI 的比例，如果实在压不住，那么可以定点采样，“反正我们 U.S 统计局旁边的猪肉就是比你们买的便宜”。

如果这些都实施了，美国房价会跌吗？次贷危机会爆发吗？我也不知道，历史不能假设，这些也都是戏谑之词，但我们至少明白，如果想要维持资产价格，一个“大政府”能够做的事情，要比“小政府”多的多，即使代价是违背市场精神和财经纪律。我们没有办法知道美国的历史是否会不同，但在当下，我们都生活在一个可以直接观察的样本中，这个样本，它的 M2 在很快就将超过美国和欧洲的总和，总债务还在以两位数甚至 20%的速度狂飙，一线城市房价已经全面超越纽约和东京，什么样的结局，我们不得而知，但作为普通人，很多时候我们只能被动的做多，最好的位置也只是观察而已，只不过，在观察的同时，要谨记两点：1. 尽量不要站在一个几乎无所不能的对手的对面，尤

其是没有完美工具的情况下，他们是真老虎；2、在大趋势的拐点，即使没有能力或者机会站在正确的一方，至少不要押上全部的身家性命，站在错误的一边。

等待一生的交易

当所有掩盖起来的债务和问题都曝光于天下的时候，对于大空头们，是获得丰厚回报的时刻，对于普通美国人甚至其他国家的人，噩梦才刚刚开始。电影并没有渲染空头们获胜后的喜悦，反而都是一副沉重的表情，这是大众电影的艺术需要和政治需要。有一个电影中没的细节，令人印象深刻，Paulson&Co.的员工电话咨询最新的ABX价格，对方告诉他上午下跌了5%，公司的人目瞪口呆，因为每跌1%，Paulson公司就会赚到2.5亿美元，一个上午5%意味着赚了12.5亿美元，仅用了几个小时，就超越了索罗斯当年做空英镑所赚取的利润总和，这就是坚持正确的回报。

对于Paulson来说，这个当年不入流的基金经理，终于完成了他“一生的交易”，2年时间给客户赚取了200亿美元的利润，这场战役，将成为跟索罗斯做空英镑的战役一样，在后面很多年都会被人津津乐道。不可否认的是，这是Paulson一步一步地完成“假设-论证-筹资-下注-等待-收割”后的结果。Paolo Pellegrini在度假时，妻子查了下银行卡，发现卡里多了4500万美金，他2007年的奖金高达1.75亿美元。当然，2007~2008年是Paulson背负骂名的开始，但在这位史上最大空头的眼中，恐怕只有对和错，没有是和非。

危机过后，很多人思考，作为普通人如何在危机中幸存？其实这个问题很多人问，也很多人回答，但答案几乎没有正确的。正确的答案是：几乎没有办法。以次贷危机为例，在2006年，至少有数以万计的美国人，包括房产经纪人、贷款审核员、压力越来越大的买房者，嗅到了即将到来的危机，但这些人是没有办法直接做空美国房地产市场的。CDS根本不会在公开市场上出售，普通投资者连门槛都摸不到。

在《大空头》中，Jamie和Charlie打电话请求Ben Hockett出山，就是需要他帮助解决ISDA的门槛问题（国际掉期与衍生工具协会，International Swaps and Derivatives Association），否则他们无法直接交易CDS，康沃尔资本3000万美金的资金量在华尔街如同滴在70℃柏油马路上的一滴水，瞬间蒸发都不会有人在意，如果不是偶然看到Greg Lippmann关于CDS的宣传材料，他们也会像普通投资者一样，在金融危机过去后很久，才知道有CDS这种东西的存在。影片中Charlie在危机刚爆发的时刻给妈妈打电话，解释半天也没啥用，只能以一句“Save your money”来结束。普通人在倾巢之下，其实能做的非常少。但这并不代表，我们可以不去关注宏观事件，不去了解这个世界正在发生什么。

最后，用一段《大空头》电影的开头马克吐温的话，送给处在这个前所未有的时代中的我们：

让你遇到麻烦的不是未知，而是你确信的事并非如你所想。希望每个读者，都能感受到时代浪潮的涌动，都能够顺势而为，踏浪前行。

以上内容综合整理自招商证券、国泰君安、阿尔法智库、中信固收明明债券团队、微博@饭统戴老板等来源，版权归原作者所有。

本文仅供参考之用，接收人不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。

****点击查看最新精选干货内容汇总****

QB 功能贴士汇总（点击标题打开链接）

【QB 宝典】V2.8 亮点汇总，从心出发，更懂你的需求

【线上资金】一键群发、智能匹配，躺着平头寸就靠 TA！

【线下同业】精选同业理财&线下资金优质报价

【国债期货】Cheapest to Deliver, Best to Offer（有声版）



【森浦头条】提供实时市场资讯、业内干货、实用 QB 攻略等信息。你关注的头条，森浦懂。

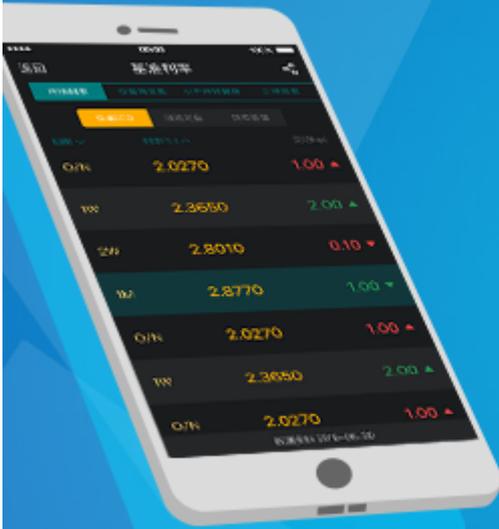
苦于深度好文没人关注？想提升知名度成为业内风云人物？

只要你的原创内容和金融有关，欢迎投稿至 lina.zhang@sumscope.com 你也有机会获得头条推荐和 QB 手机首页推荐！

手机版 QB V3.4.2 新增线下同业理财功能，每日实时更新重点日报、债券日历、优质资讯，还可一键转发优质内容到微信&朋友圈，欢迎下载使用~~

手机版 QB V3.4

火热上线



扫码下载 抢先体验



- ◆ 新增基础利率
- ◆ 债券日历
- ◆ 精选优质资讯
- ◆ 森浦重点日报
- ◆ QM直通交易伙伴



iPhone



Android

QM 群组如下，欢迎申请加入勾搭，这里不止有交易哦！

- | | | |
|-------|-------------|------------------|
| 10001 | 线上资金一波流 | (报价最大群) |
| 10268 | 银行间海归群 | (海龟精英群) |
| 10392 | 银行间隔夜群 | (隔夜报价群) |
| 10393 | 银行间 7D-1Y 群 | (7 天以上报价群) |
| 10396 | 银行间 7 天内资金群 | (7 天报价群) |
| 10429 | 银行间吃货群 | (吃货集中营) |
| 10946 | 固收专家交流群 | (固定收益与 QB 建议反馈群) |
| 10966 | We are 伐木累 | (轻松闲聊群) |
| 10692 | 钱钱券券群 | (资金、债券群) |
| 10750 | 银行间现券万人交易大群 | (现券交易群) |
| 10851 | 线下同业一波流 | (线下同业交易群) |
| 11015 | 银行间逗比集散地 | (轻松闲聊群) |
| 11019 | 银河间债券交易群 | (债券交易群) |
| 10906 | 银河间 BBking | (BB 来这里就对了) |