



中国场外金融衍生产品 市场发展报告 (2010年度)

中国银行间市场交易商协会



中国场外金融衍生产品 市场发展报告

(2010年度)

中国银行间市场交易商协会

责任编辑：任 娟
责任校对：刘 明
责任印制：裴 刚

图书在版编目(CIP)数据

中国场外金融衍生产品市场发展报告·2010年度(Zhongguo Changwai Jinrong Yansheng Chanpin Shichang Fazhan Baogao·2010 Niandu)/中国银行间市场交易商协会编.—北京：中国金融出版社，2011.8
ISBN 978-7-5049-6027-6

I.①中… II.①中… III.①金融衍生产品—金融衍生市场—研究报告—中国—2010 IV.①F832.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第137470号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 天津银博印刷技术发展有限公司

尺寸 210毫米×285毫米

印张 7.75

字数 172千

版次 2011年8月第1版

印次 2011年8月第1次印刷

定价 48.00元

ISBN 978-7-5049-6027-6/F.5587

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

本书编委会

主 编：时文朝

副主编：冯光华 刘 珺

顾 问：张晓慧 谢 多 李 波 管 涛

编委会委员（按姓氏笔画排序）：

王 勇	方 敏	冯 丹	刘 威
刘小腊	孙 炜	李祥林	张 昕
张元浩	陈世涌	赵传新	胡盛华
袁 树	高 峰	涂 宏	陶修明
崔 嵬	鲁丽罗	蔡国喜	廖宜建

撰写成员（按姓氏笔画排序）：

于金酉	王 屯	王超男	王智勇
巨晓津	占琳娜	卢向前	朱 莉
刘建伟	刘 鹏	李传乐	李宏旭
杨 辉	谷艳玲	汪贤星	宋 涛
张 红	张劲秋	陈 汉	陈建良
苗 玮	季文诚	赵 陵	胡 星
段云飞	贺伟晟	黄柏坚	盛宏清
韩 冬	傅 琴	翟晨曦	

统稿成员：

包香明 徐 光 王冬丽 武兴伟

前言

国际金融危机后，场外金融衍生产品市场曾一度低迷。2009年下半年，国际市场逐步回暖，2010年延续了这一发展态势，国际场外金融衍生产品市场步入稳健发展的复苏之路，呈现出以下几大特点：一是场外金融衍生产品由结构纷繁复杂的高杠杆产品向简单的基础性产品回归；二是产品由非标准化向标准化趋近，集中清算和信息透明得到高度重视；三是场外金融衍生产品市场走出监管真空状态，步入全面审慎监管新时代。总之，经过金融风暴的洗礼，国际场外金融衍生产品向着更为健康的方向发展。

在曲折展开的世界经济复苏、全面推进的国际金融改革，以及平稳发展但充满挑战的国内宏观环境大背景下，2010年，我国场外金融衍生产品市场取得了长足发展。利率互换全年成交金额达到1.5万亿元人民币，人民币外汇互换突破1.2万亿美元；信用风险缓释工具（CRM）正式推出，填补了我国人民币信用衍生产品的空白；相关法律制度和配套基础设施建设进一步完善。场外金融衍生产品市场已成为市场参与者管理风险、发现价格、挖掘信息的重要场所，在服务实体经济、促进金融深化方面发挥了重要作用。

同时，与发达经济体对比发现，我国场外金融衍生产品市场仍处于起步阶段，因此，发展仍是我国场外金融衍生产品市场发展的第一要义，“鼓励创新、发展市场，加强监管、防范风险”是我国场外金融衍生产品市场发展必须坚持的基本思路。展望2011年，我们仍需在加强监管、严防风险的前提下，总结国际金融危机的深刻教训，借鉴国际先进经验，防微杜渐，科学发展，结合我国实际情况，不断完善场外金融衍生产品运行的配套制度和相关基础设施，稳步研究推出符合市场需求的创新产品，进一步推动我国场外衍生产品市场的规范、健康、持续发展，充分发挥场外金融衍生产品市场服务实体经济、促进金融发展的积极作用。

在“十二五”开局之年，面对平稳运行且面临复杂形势的宏观经济形势，按照“十二五”规划中提出的“大力发展金融市场，继续鼓励金融创新，显著提高直接融资比重”的要求，进一步发展场外金融衍生产品市场的重要意义更加不容忽视。为此，我们在2010年首次推出我国场外金融衍生产品市场发展报告的基础上，继续组织市场成员，集市场精英之智慧，编写了此份2010年年度报告，力求为广大读者全面展现2010年国内外场外衍生产品市场发展面貌，并对我国场外金融衍生产品市场的未来发展方向提供一些思考及建议。

本报告分为国际场外金融衍生产品市场的发展及启示、中国场外金融衍生产品市场发展以及中国场外金融衍生产品市场展望三大部分，在回顾国内外市场发展的同时，着重总结市场发展过程中出现的新特点、新趋势，深入分析市场发展过程中产生的新问题、新需求，以期为我国场外金融市场的深入发展提供有益的借鉴和参考。

由于时间有限，本报告中难免出现差错和不完善之处，欢迎广大读者批评指正。

中国银行间市场交易商协会

2011年5月

FOREWORD | 1 |

INTRODUCTION | xiii |

PREFACE | xix |

PART ONE BASES

PROLOGUE | 003 |

Chapter One THE CHINESE PEOPLE | 017 |

- I. NORTH AND SOUTH | 018 |
- II. DEGENERATION | 025 |
- III. INFUSION OF NEW BLOOD | 029 |
- IV. CULTURAL STABILITY | 035 |
- V. RACIAL YOUTH | 041 |

Chapter Two THE CHINESE CHARACTER | 045 |

- I. MELLOWNESS | 046 |
- II. PATIENCE | 050 |
- III. INDIFFERENCE | 052 |
- IV. OLD ROGUERY | 055 |
- V. PACIFISM | 061 |
- VI. CONTENTMENT | 064 |
- VII. HUMOR | 069 |
- VIII. CONSERVATISM | 075 |

Chapter Three THE CHINESE MIND | 079 |

- I. INTELLIGENCE | 080 |
- II. FEMININITY | 083 |
- III. LACK OF SCIENCE | 088 |
- IV. LOGIC | 090 |
- V. INTUITION | 094 |
- VI. IMAGINATION | 096 |

Chapter Four IDEALS OF LIFE | 103 |

- I. CHINESE HUMANISM | 104 |
- II. RELIGION | 106 |
- III. THE DOCTRINE OF THE GOLDEN MEAN | 113 |
- IV. TAOISM | 118 |
- V. BUDDHISM | 126 |

PART TWO LIFE

PROLOGUE | 139 |**Chapter Five WOMAN'S LIFE** | 141 |

- I. THE SUBJECTION OF WOMEN | 142 |
- II. HOME AND MARRIAGE | 148 |
- III. IDEAL OF WOMANHOOD | 154 |
- IV. EDUCATION OF OUR DAUGHTERS | 157 |
- V. LOVE AND COURTSHIP | 160 |
- VI. THE COURTESAN AND CONCUBINAGE | 163 |
- VII. FOOTBINDING | 169 |
- VIII. EMANCIPATION | 173 |

Chapter Six SOCIAL AND POLITICAL LIFE | 177 |

- I. ABSENCE OF THE SOCIAL MIND | 178 |
- II. THE FAMILY SYSTEM | 182 |
- III. NEPOTISM, CORRUPTION AND MANNERS | 186 |
- IV. PRIVILEGE AND EQUALITY | 191 |
- V. SOCIAL CLASSES | 194 |
- VI. THE MALE TRIAD | 197 |
- VII. THE FEMALE TRIAD | 200 |
- VIII. THE VILLAGE SYSTEM | 207 |
- IX. "GOVERNMENT BY GENTLEMEN" | 210 |

Chapter Seven LITERARY LIFE | 219 |

- I. A DISTINCTION | 220 |
- II. LANGUAGE AND THOUGHT | 222 |
- III. SCHOLARSHIP | 228 |
- IV. THE COLLEGE | 233 |
- V. PROSE | 236 |
- VI. LITERATURE AND POLITICS | 241 |
- VII. LITERARY REVOLUTION | 244 |
- VIII. POETRY | 246 |
- IX. DRAMA | 264 |
- X. THE NOVEL | 275 |
- XI. INFLUENCE OF WESTERN LITERATURE | 284 |

第一章 国际场外金融衍生产品市场的发展及启示

2010年，全球场外金融衍生产品市场平稳发展，其中新兴市场国家市场的发展快于全球市场。与此同时，2010年也见证了场外金融衍生产品市场从繁复到简洁的回归，主要包含了从结构复杂的衍生产品向基础性衍生产品的回归，以及从非标准化衍生产品向标准化衍生产品的趋近。这种回归和变化不仅仅是由于对场外金融的监管趋紧所致，也是市场发展的内在需要。

一、全球场外金融衍生产品市场发展概况

2010年，全球场外金融衍生产品市场运行平稳，未平仓合约总额略有回落，欧美大型银行的市场份额小幅走低，新兴市场国家在全球市场中的重要性上升，在金融危机中遭受重创的信用衍生产品市场出现企稳迹象。

（一）全球场外金融衍生产品交易概况

根据国际清算银行(BIS)的统计(见表1-1)，2010年末，全球场外金融衍生产品市场的未平仓合约总额为601.05万亿美元，略低于2009年末603.90万亿美元的水平，下降的主要原因是欧元区债务危机导致欧元、英镑等货币对美元贬值，欧美市场对场外金融衍生产品日趋严格的监管也对市场交易量有一定影响。就市场价值而言，2010年末与2009年末相比略有下降，为21.15万亿美元。

1. 未到期合约名义本金总额略有下降，但外汇类、利率类未到期合约名义本金有所上涨

按照基础资产和工具类别细分，2010年末，外汇类、利率类合约未到期总额较2009年末均有所上涨，股票类、信用类和商品类衍生产品合约未到期总额出现下降。其中，外汇类合约未到期总额较2009年末增长17.52%，利率类合约未到期总额较2009年末增长3.42%，股票类合约未到期总额较2009年末减少5.09%，信用类合约未到期总额较2009年末减少8.55%，商品类合约未到期总额较2009年末减少0.75%。

数据显示，市场规模最大的利率类和汇率类场外衍生产品合约已完全走出国际金融危机阴影，从2009年起开始实现稳步增长，而信用类和商品类场外衍生产品合约也已走出低谷，呈现企稳迹象。利率类和汇率类场外衍生产品市场并没有受到金融危机太大的冲击，主要是由于利率类衍生产品的市场参与者大多为银行和大型机构，零售和投机性资金参与较少，参与交易的主要目的是对冲本身的风险而非投机；作为较为基础的衍生产品，其交易要素相对简明、清晰；另外，金融危机对各国的经济政策造成了较大的影响，也增加了市场上对于长期利率风险和汇率风险进行套期保值的需求。具体来看，利率类合约未到期合约名义本金总额2010年末已创历史新高。在金融危机中受到冲击最大的是股票类合约和信用违约互

表1-1 按基础资产和交易工具分类的场外金融衍生产品市场

单位: 10亿美元

基础资产类别/工具	未到期合约名义本金						总市值					
	2008年6月	2008年12月	2009年6月	2009年12月	2010年6月	2010年12月	2008年6月	2008年12月	2009年6月	2009年12月	2010年6月	2010年12月
合约总计	672 558	598 147	594 553	603 900	582 655	601 048	20 340	35 281	25 298	21 542	24 673	21 148
外汇类合约	62 983	50 042	48 732	49 181	53 125	57 798	2 262	4 084	2 470	2 070	2 524	2 482
远期及外汇互换	31 966	24 494	23 105	23 129	25 625	28 434	802	1 830	870	683	925	886
货币互换	16 307	14 941	15 072	16 509	16 347	19 271	1 071	1 633	1 211	1 043	1 187	1 235
期权	14 710	10 608	10 555	9 543	11 153	10 092	388	621	389	344	411	362
利率类合约	458 304	432 657	437 228	449 875	451 831	465 260	9 263	20 087	15 478	14 020	17 533	14 608
远期利率协议	39 370	41 561	46 812	51 779	56 242	51 587	88	165	130	80	81	206
利率互换	356 772	341 128	341 903	349 288	347 508	364 378	8 056	18 158	13 934	12 576	15 951	13 001
期权	62 162	49 968	48 513	48 808	48 081	49 295	1 120	1 764	1 414	1 364	1 501	1 401
股票类合约	10 177	6 471	6 584	5 937	6 260	5 635	1 146	1 112	879	708	706	648
远期和互换	2 657	1 627	1 678	1 652	1 754	1 828	283	335	225	176	189	167
期权	7 521	4 844	4 906	4 285	4 506	3 807	863	777	654	532	518	480
商品类合约	13 229	4 427	3 619	2 944	2 852	2 922	2 213	955	682	545	457	526
黄金	649	395	425	423	417	396	72	65	43	48	44	47
其他商品	12 580	4 032	3 194	2 521	2 434	2 525	2 141	890	638	497	413	479
远期和互换	7 561	2 471	1 715	1 675	1 551	1 781	—	—	—	—	—	—
期权	5 019	1 561	1 479	846	883	744	—	—	—	—	—	—
信用违约互换合约	57 403	41 883	36 098	32 693	30 261	29 898	3 192	5 116	2 973	1 801	1 666	1 351
单一名称工具	33 412	25 740	24 165	21 917	18 494	18 145	1 901	3 263	1 950	1 243	993	884
组合名称工具	23 991	16 143	11 933	10 776	11 767	11 753	1 291	1 854	1 023	559	673	467
指数产品	—	—	—	—	7 500	7 476	—	—	—	—	—	—
未分类	70 463	62 667	62 291	63 270	38 327	39 536	2 264	3 927	2 816	2 398	1 788	1 532

数据来源: 国际清算银行。

换合约。由于金融危机造成全球股市大跌, 股票类合约的未偿付名义本金总额从2008年6月末到2010年末下跌了44.63%, 信用违约互换(CDS)合约的未到期名义本金总额从2008年6月末到2010年末下降了47.92%。

(1) 利率类衍生产品

在场外衍生产品市场内, 以未到期合约名义本金计算, 利率类衍生产品占绝对多数份额, 如表1-1所示, 截至2010年末, 利率类衍生产品的交易额和市值分别占整个场外衍生产品市场名义本金总额的77%以及总市值的

69%, 已成为场外金融衍生产品市场中最为重要的交易品种。其中, 利率互换(Interest Rate Swap)的成交量约占利率类衍生产品成交总量的78%。

(2) 外汇类衍生产品

2010年末, 按未到期合约名义本金计算, 外汇类衍生产品的份额约为9.62%, 按总市值计算约为11.74%, 是除利率类衍生产品之外规模最大的类别, 因此也成为场外金融衍生产品市场最重要的组成部分之一。场外金融衍生产品市场上最主要的外汇类衍生产品有三

种,分别是外汇远期和外汇互换、货币互换(Currency Swap)以及外汇期权。在这三种外汇类衍生产品中,按未到期合约名义本金计算,外汇远期和外汇互换是最大的品种。2010年末,全球场外外汇衍生合约未到期名义本金较2009年末增长了17.52%,也是增长最快的类别。

(3) 股票类衍生产品

股票类衍生产品是交易所市场中最重要品种,而在场外市场,股票类衍生产品的份额就小得多了。2010年末,按未到期合约名义本金计算,股票类衍生产品的份额为0.94%;按总市值计算,其份额为3.06%。

(4) 商品类衍生产品

商品类合约为场外金融衍生产品市场中份额最小的一类。2010年末,按未到期合约名义本金计算,商品类衍生产品的份额为0.49%;按总市值计算,其份额为2.49%。

(5) 信用类衍生产品

2001~2004年,信用类衍生产品是场外金融衍生产品市场中发展最快的品种,其规模在三年中扩大了五倍。从2004年下半年起,国际清算银行将信用类衍生产品编入其半年度场外金融衍生产品官方报告。目前,信用类衍生产品的交易规模排在利率和外汇类衍生产品后,是场外金融衍生产品市场的第三大交易品种。受国际金融危机影响,从2008年下半年起,信用类衍生产品交易量逐渐缩小。2010年末,其未到期合约名义本金总额约为历史高点(2007年末)时的51%,占同期全球场外衍生产品市场的4.97%;按总市值计算,2010年6月末,场外信用类衍生产品份额为6.39%。

虽然信用类衍生产品未到期合约名义本金额仍在继续下降,但其中流动性较好的组合名称工具(包括指数信用互换)已开始止跌回

升。2010年末,其未到期合约名义本金较2009年末回升了约9%。

2. 未到期合约总市值略微减少

2010年末,全球场外金融衍生产品未到期合约总市值为21.15万亿美元,较2009年末减少了1.83%。其中,利率类合约总市值为14.61万亿美元,较2009年末上升4.19%;外汇类合约总市值为2.48万亿美元,较2009年末上升19.90%;股票类合约总市值为0.65万亿美元,较2009年末下降了8.47%;商品类合约总市值为0.53万亿美元,较2009年末下降了3.49%;信用类合约总市值为1.35万亿美元,较2009年末下降了24.99%。

(二) 全球场外金融衍生产品市场参与者结构

国际清算银行把金融衍生产品合约的交易对手分为报告交易商、其他金融机构和非金融机构三类。根据其统计数据,2010年全球场外金融衍生产品市场参与者结构延续了2008年以来的分散化趋势,即报告交易商的市场份额小幅下降,其他金融机构和非金融机构的市场份额小幅上升。

1. 银行(包括投资银行)

作为管理和配置风险的专业机构,以商业银行和投资银行为代表的报告交易商是衍生产品市场的主导,在市场中起到了核心的作用。在表1-2和表1-3中我们可以看到,2010年末,以银行为代表的报告交易商在场外利率和外汇类衍生产品中分别占到未到期合约名义本金总额的29%和38%,分别占到未到期合约总市值的28%和36%。近几年来,随着市场的不断发展,报告交易商的市场份额呈逐年下降趋势。与此同时,其他金融机构的市场份额迅速增长,显示着其他金融机构,包括对冲基金

表1-2 按交易对手分类的外汇类场外衍生产品市场

单位: 10亿美元

外汇类衍生产品	未到期合约名义本金						总市值					
	2008年6月	2008年12月	2009年6月	2009年12月	2010年6月	2010年12月	2008年6月	2008年12月	2009年6月	2009年12月	2010年6月	2010年12月
合约总计	62 983	50 042	48 732	49 181	53 125	57 798	2 262	4 084	2 470	2 070	2 524	2 482
与报告交易商	24 845	19 665	18 849	18 896	19 920	21 955	782	1 520	892	732	898	899
与其他金融机构	26 775	21 300	21 441	21 445	23 475	25 626	995	1 768	1 066	888	1 084	1 049
与非金融机构	11 362	9 077	8 442	8 840	9 731	10 216	484	796	512	449	541	535

数据来源: 国际清算银行。

表1-3 按交易对手分类的利率类场外衍生产品市场

单位: 10亿美元

利率类衍生产品	未到期合约名义本金						总市值					
	2008年6月	2008年12月	2009年6月	2009年12月	2010年6月	2010年12月	2008年6月	2008年12月	2009年6月	2009年12月	2010年6月	2010年12月
合约总计	458 304	432 657	437 228	449 875	451 831	465 260	9 263	20 087	15 478	14 020	17 533	14 608
与报告交易商	188 982	165 741	148 152	138 580	132 128	134 483	3 554	7 099	4 759	3 970	4 548	4 114
与其他金融机构	223 023	228 003	250 097	275 688	282 027	293 478	4 965	11 849	9 928	9 313	12 068	9 646
与非金融机构	46 299	38 914	38 979	35 607	37 677	37 299	745	1 138	790	736	917	848

数据来源: 国际清算银行。

和保险公司的崛起。作为报告交易商的银行业机构在庞大的衍生产品市场中呈现出以下几个特点:

一是以利率衍生产品交易为主,这也符合管理利率风险这一银行需要对冲的最主要的风险之目的。

二是衍生产品交易集中于大型银行。拿标准化利率互换来说,在电子交易平台推出后,67%的交易量是在全球最大的14家银行之间完成的。也正因为衍生产品交易普遍存在交易对手集中的特征,自然会引发交易对手风险的集中,这一直以来都是监管机构担忧的焦点。

三是银行是信用衍生产品的主要发起人,也就是说银行是最重要的信用风险保护的买方,即银行利用信用衍生产品将信用风险转

移出银行系统。

2. 基金公司

按照投资策略的不同,基金公司可主要分为对冲基金和共同基金,二者在金融衍生产品市场中的定位和交易行为有较大差异。

在国际上,对冲基金通常以有限责任公司或有限合伙制企业的形式成立。对冲基金设立和发起的法律门槛远低于共同基金,但是在投资者吸收层面上则采取较高的门槛。其投资目的以资本增值为主,追求高风险高收益。这与普通的共同基金在安全稳定的基础上追求收益的投资理念截然不同。

对冲基金使用衍生产品的现象非常普遍,衍生产品在对冲基金的资产配置组合中的地位日益突出。首先,衍生产品具有杠杆作用,能

为对冲基金提供以小博大的机会。其次，衍生产品能显著提高资产配置组合的收益水平，同时带来现金流管理乃至流动性风险控制的改善。因此，对冲基金参与金融衍生产品市场的比例非常高，风格也较为激进。凭借良好的择时能力和敏锐的市场嗅觉，作为市场的套利者和投机者，对冲基金的参与起到了市场价格发现、纠正市场扭曲价格的重要作用。作为投机者的对冲基金，是市场中必不可少的参与者。特别是在《巴塞尔新资本协议》下，全球银行、证券公司等投资机构的风险管理模式日益相同，为克服使用相同或类似模型所可能导致的羊群效应及单边风险，作为非常规风险承受者的对冲基金往往敢于逆势操作，客观上帮助熨平市场波幅。但从另一方面来说，次贷危机中，一些投资于低等级CDS和CDO等相关衍生产品的对冲基金，由于保留巨量信用关联产品风险敞口而陷入亏损旋涡，为其激进的投资风格付出了巨大的代价，也增加了市场的整体波幅。

共同基金的投资理念较为稳健。在金融衍生产品的使用目的上，占首位的是为了避险而进行套期保值；其次是运用衍生产品进行现金的证券化，减少因持有现金而损失的机会成本；再次是进行流动性风险控制，从而提高资产配置效率；极少数用于投机逐利。20世纪90年代以来，全球流动性过剩导致利率持续低迷，共同基金等金融机构为追求相对高的收益，宁愿承担一定的风险，金融衍生产品的出现丰富了这些机构可投资管理的资产组合，导致一部分共同基金为提高收益率而选择加大金融衍生产品投资力度。

金融危机并没有显著地影响共同基金对金融衍生产品的使用。由于投资理念较为稳健，共同基金涉足高风险的金融衍生产品市场尤其

是信用衍生产品市场的投资甚少。金融危机过后，按细分交易者划分，以共同基金为代表的传统客户，其交易量下降幅度最小。它们参与衍生产品交易的目的主要为了对冲风险，只要其资产组合存在风险敞口，它们就有通过衍生产品规避风险的需要。

3. 保险公司

保险公司在衍生产品市场中的多重角色体现在：在管理正常的资产负债组合时作为衍生产品的终端需求者，在保险证券化中直接作为衍生合约的供给方，在信用担保业务中作为市场的核心组织者。保险公司参与衍生产品市场是出于以下几点动因：

首先，保险公司作为经营风险的机构，有着分散风险的内在要求。它们主要利用衍生产品来管理资产负债表和投资组合，国际化的大保险公司还会利用外汇类衍生产品来管理汇率风险。除了利用衍生产品管理以上风险外，保险公司还直接参与衍生产品的创造以规避保险合约中承保的标的风险，即保险的证券化。

其次，不同的保险业务决定了保险公司使用不同的衍生产品。人寿保险公司对利率衍生产品的使用较其他类型的保险公司多；财产保险公司面临的风险更加偏重于投资收益的风险，因而投资于权益类和外汇类衍生工具多一些。信用保险包括信用担保和保证信用，在CDS市场上保险公司通常为衍生产品净供给者，而在其他市场上保险公司通常为净需求方。

近年来，保险公司越来越积极地参与金融衍生产品市场，且对场外市场的参与度明显大于场内市场。信用衍生产品市场的高速发展部分归功于保险公司的参与意愿高涨，其积极介入使得银行系统的信用风险得以转移到金融市场中。作为信用风险最主要的吸收方，它们的

参与有效增加了市场的流动性。

4. 非金融机构

由于金融国际化和贸易国际化的日益深入,各行业受利率、汇率波动的影响也日益加重,各行业的衍生产品使用率近年来有稳步提高的趋势。根据2009年国际互换和衍生产品协会(ISDA)针对全球500强企业所作的调查,92%的公司使用衍生产品来对冲其所面临的风险。这些公司的业务范围和贸易对象遍布全球,由于资金跨国流动的不一致以及全球各市场的非同步性,这些公司不可避免地面临资产价格波动的巨大挑战,其中以汇率风险和利率风险最为突出,体现在以外币计价的应收、应付款项在金额和时间上的不一致性使得未来的现金流在兑换成其母国货币时存在风险。同时,资产和负债的期限和金额的不匹配,以及通过浮动利率计息的金融合约则形成利率风险。因此,全球500强中的绝大多数公司涉足利率和汇率衍生产品领域。在使用衍生产品的公司中,92%的公司用来管理利率风险,85%用来管理货币汇率风险,只有25%利用衍生产品管理大宗商品风险,12%用来管理股权风险。根据上述调查,以经济合作与发展组织(OECD)国家为代表的发达经济体的公司相比欠发达经济体的公司,会更多地通过金融衍生产品来管理风险。欠发达经济体的公司由于规模较小,本国衍生产品市场不完善,以及公司风险管理水平和意识的欠缺,对衍生产品的利用率较低。

(三) 信用衍生产品市场的结构性变化

在美国次贷危机余波未消之际,2009年末,欧洲主权债务危机爆发。进入2010年,继希腊之后,爱尔兰、葡萄牙和西班牙的主权债

券CDS价差纷纷创历史新高,国家再融资成本不断升高,欧洲的经济前景陷入阴霾,德国宣布在2011年4月之前,禁止对欧元区国债进行CDS裸卖空交易。信用衍生产品再次成为市场关注的焦点。

国际信用衍生产品在过去的十余年经历了从诞生到迅速发展的过程。美国次贷危机爆发后,信用衍生产品一度成为投资者所诟病的“幕后推手”,随后各国监管部门对信用衍生产品市场进行了一系列改革和调整,相继发布了金融监管改革方案,推进合约标准化,加大信息披露力度,并完善清算制度。信用衍生产品本身作为管理信用风险的工具,逐渐从复杂向简单回归。

1. 金融危机前CDS市场发展和状况

20世纪80年代末,美国出现存贷机构危机,大批商用按揭违约,银行资产质量恶化,市场流动性匮乏。随着市场筹集资金成本的不断上升,经济出现衰退,而信用风险管理领域一直缺乏一种与利率风险管理工具类似的风险对冲工具。在此背景下,信用衍生产品在1992年国际互换和衍生产品协会年会上正式进入历史舞台,这种既能帮助银行改善资产负债状况,又可以降低筹集资金成本的创新产品迅速得到市场关注,其最大的特点就是它能将信用风险从市场风险中分离出来并提供风险转移机制。

在信用衍生产品市场发展初期,商业银行和保险公司为最主要的市场参与者,占据大部分市场份额,是主要的信用保护净买方。它们通过转移贷款或公司债的信用风险,达到提高资本充足率的目的。保险公司则是主要的净卖方,通过获取信用衍生产品的保费来提供对标的债券的信用保护。

随着美国市场的资产证券化的不断推行,

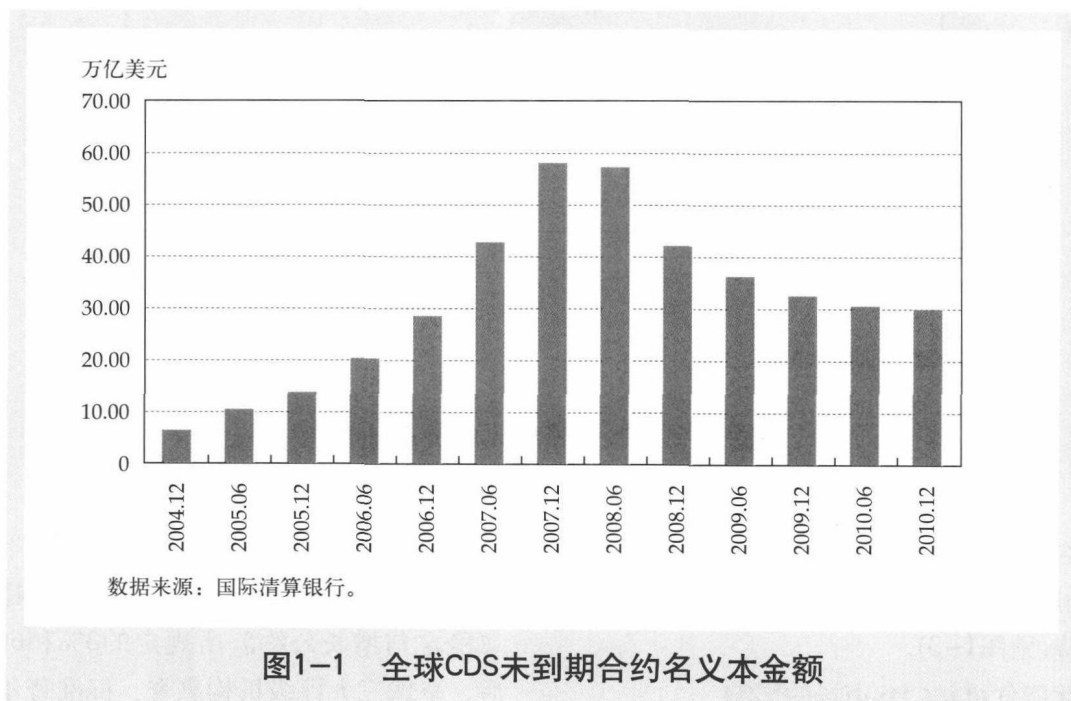
信用衍生产品的标的债务从贷款和公司债等基础资产逐渐向资产证券化产品发展，全球信用衍生产品市场从2004年开始出现爆炸性的增长。根据国际清算银行的数据，到2007年末，全球CDS的未到期合约规模达到了58.24万亿美元的历史顶峰。随着市场的不断发展，对冲基金、投资银行等投机机构越来越多地参与信用衍生产品交易，它们从交易和套利的角度参与市场，对促进市场流动性的提高起到了很大作用。另一方面，企业由于管理商业往来中产生的应收账款等债务关系带来的信用风险，成为信用保护的主要净买入者。

在信用衍生产品市场规模急剧膨胀的同时，由于各种创新产品的交易结构日益复杂，风险转移和传递的链条越来越长，导致其逐渐背离了风险可控的基本原则，信用衍生产品的应用也越来越从信用风险管理功能转向纯粹的投机套利功能，也由此成为金融危机中的风险隐患。

2. 金融危机之后的CDS市场发展动向

2007年夏，美国爆发次贷危机，并继而引发了更大规模的金融危机，导致信用风险价差大幅攀升，市场流动性急剧下降，各类资产市值大幅缩水，信用衍生产品市场也随之遭受了严重冲击，市场规模不断下滑，未到期合约名义本金总额从2007年末的58.24万亿美元下滑到2010年末的30.26万亿美元，三年间降幅达49%(见图1-1)。

金融危机使信用衍生产品市场结构出现了明显的变化。2008年至2009年，在信用衍生产品市场整体规模快速下降过程中，单一名称CDS(即只有一个标的机构的CDS)等简单产品的市场份额逐渐提升。虽然信用违约互换交易总规模也出现下降，但其他信用衍生产品的市场规模下降得更为显著，尤其是与次级贷款关联度高、结构复杂的CDO产品，更是几乎销声匿迹(见图1-2)。2010年，随着金融危机影响的减弱，信用违约互换产品中



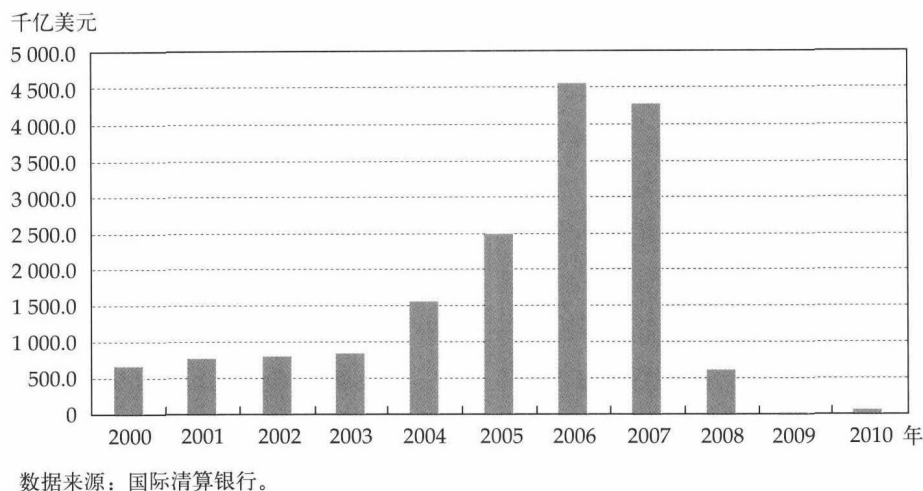


图1-2 全球CDO发行量

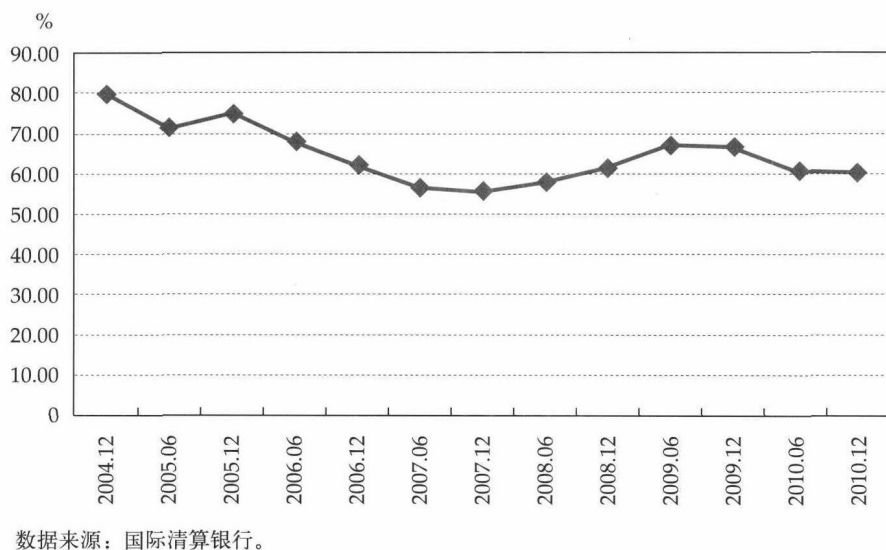


图1-3 单一名称CDS所占比重

的组合名称工具(包括指数信用互换)的交易规模开始止跌回升，单一名称工具的市场份额略有下降(见图1-3)。

3. 欧债危机对CDS市场的影响

2009年12月，希腊政府对外正式宣布，其

2009年的财政赤字将达到GDP的12.7%，而公共债务将占到GDP的113%，均远远超过欧盟《稳定与增长公约》所规定的3%和60%。其后，全球三大评级机构惠誉、标准普尔和穆迪在一个月相继调低了该国的主权信用评级。

希腊债务问题开始频频成为媒体焦点，成为欧洲债务危机的导火线。在金融危机中，以葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙为标的机构的CDS的名义规模迅速增加。不可否认，CDS在剥离信用风险、为金融机构提供信用风险管理工具、增加债券市场的资金供给和资金收益以及风险提示与价格发现方面具有重要的

经济价值，然而CDS也同时存在监管不足、交易不透明以及杠杆化过大的隐患。在次贷危机和欧洲主权债务危机爆发后，各国监管部门一直致力于加快金融监管体系改革步伐，加强对场外衍生产品市场的监管，同时严格限制杠杆率，完善清算机制。

专栏一 场外金融衍生产品监管漏洞案例——希腊债务危机

欧洲场外金融衍生产品市场监管不严对欧盟产生的最大影响莫过于此次希腊债务危机引发的欧元贬值。希腊的这次债务危机的导火索正是以货币互换交易、利率互换与信用违约互换为代表的场外金融衍生产品。

2009年10月，希腊政府宣布其财政赤字和公共债务占国内生产总值的比重将分别达到12.7%和113%，真实数字的公开带来的是标准普尔、穆迪和惠誉三家评级机构将希腊的信用评级从BBB-级降到BB+级，希腊债务危机的序幕正式拉开。

20世纪90年代末，希腊有加入欧盟的意向，根据当时欧盟的会计框架，未对冲的外币债务需按年终汇率换算成欧元。1999年到2000年间，欧元兑美元汇率从欧元启动时的1.17逐渐贬值到0.9附近，其间日元也大幅度升值，这造成了希腊账面欧元债务水平的不利增长。据统计，当时希腊财政赤字已达到国内生产总值的105.2%。而根据欧盟1992年签署的《马斯特里赫特条约》，欧洲经济货币同盟成员国预算赤字不能超过国内生产总值的3%，负债率低于国内生产总值的60%。为满足这一条件，希腊与某一投行签订了一系列旨在将美元或日元外债兑换成欧元的对冲协议——货币互换交易。

希腊首先发行100亿美元（或日元）的

10~15年期国债，然后将其发行国债所得收入与该投行进行货币互换，从而得到欧元收入，待债务到期时再与该投行将欧元换为美元（或日元）来进行支付。货币互换合约的汇率是历史汇率，没有正确反映欧元的市场价值，因此，据该投行披露，早在2000年12月到2001年6月间，该投行就通过一系列的货币互换操作，帮助希腊政府减少了23.67亿欧元的外债，从而使其债务占GDP的比重从105.3%降低至103.7%。很明显，货币互换交易降低了该投行所持有的互换组合的价格，为了对冲价值降低的风险，该投行又为希腊引入了利率互换。

希腊与该投行签订的利率互换协议以当时新发行的希腊债券为基础，在债券存续期内该投行支付债券利息，而希腊政府则按照可变利率向该投行支付现金流。但随着希腊经济的不断恶化，希腊极有可能无力偿还本金，这一系列的场外金融衍生产品交易极有可能给该投行带来损失。该投行清楚地认识到了这一点，为了防范希腊未来可能违约的巨大风险，保全自己，该投行向Frankfurt-based Deutsche Pfandbrief Bank（一家德国银行）购买了CDS。

通过向Frankfurt-based Deutsche Pfandbrief Bank购买CDS，该投行成功地提前转移了违约风险。不仅如此，该投行还让旗