**概要**

随着欧洲主权债务危机的爆发，关于主权信用违约掉期（SCDS）的有效性的讨论愈演愈烈。 SCDS可以用来保护投资者不受主权债务从所谓的信用事件，如违约或债务重组而产生的损失。 SCDS已成为信用风险管理的重要工具，其风险溢价通常被视为信用风险的市场指标。 虽然主权CDS只占到主权债务市场的一小部分（截止至2012年6月底，名义未偿主权CDS为3万亿美元，而2011年底政府总债务余额为50万亿美元），但自2008年以来，主权CDS的重要性日益提升，尤其对于发达经济体而言。

随着主权CDS的影响越来越大，越来越多的人开始关注CDS是否可以投机。这种担忧导致欧洲当局禁止购买未覆盖欧洲经济区主权债务的主权CDS。这主要是基于在极端市场条件下，卖空可能会导致主权债券价格下降，从而进一步造成市场无序和系统性风险，从而大幅提高主权债务的发行成本。

本章介绍的实证研究结果不支持很多关于主权CDS的负面观点。 特别是，主权CDS的利差和主权债券的利差都可以以类似的方式反映经济基本面，和一些其他的相关市场因素。 相对于债券利差，主权CDS利差往往在危机时刻时揭露新信息揭露得更加迅速。 因此，越来越多的人使用主权CDS来对冲其他类型的信用风险（特别是金融和非金融企业债券）。 主权CDS市场是否可以传播蔓延很难评估，因为

嵌入主权CDS的风险不能轻易地从金融系统隔离。 但是，相对于其他金融市场而言，主权CDS市场并没有显示出更高的波动性。 然而有一些迹象表明，易受影响的欧洲国家通常会在压力大的时候过调其主权CDS价格，然而很少有证据表明主权CDS利差的增加会导致更高的融资成本。

总体而言，这里的证据并不支持禁止购买“裸露”的主权CDS。 这样的禁令可能会降低主权CDS市场的流动性，甚至会减弱其作为对冲工具和市场信用风险指标的有效性。事实上，在欧洲的禁令之后，主权CDS市场的流动性似乎已经减弱，虽然禁令的影响很难区别于其他已经降低主权信用风险的活动。因此，为了降低场外衍生产品市场的风险，比如强制要求更好的信息披露，鼓励中央清算，要求合适的抵押物等，将会进一步减轻主权CDS的风险。

主权CDS对于金融市场稳定性的影响一直是一个热点话题。主权CDS类似于保险：卖方向买方收取一定的费用，并为买方提供一定的保护，使其主权债务免受信用事件的损失。其中，信用事件包括无法偿付本金或者利息，以及主权国家的债务重组。很多人认为掉期是有效的基于市场的风险指标和有价值的风险对冲工具。另一些人则把他们当作投机工具，这表明他们的价格并不能反映基本面或实际风险，因此他们可以过分地提高政府的融资成本，危机财政的可持续性，以及加剧市场的紧张情绪。

主权债务和展期要求对于一些主要国家而言是很重要的，他们抬高了发达经济体的主权风险，从而也提高了其作为风险对冲工具的需求。那些需要合适的工具来管理主权风险的投资者以及主权债务发行者自身都需要知道是否主权CDS市场能够有效地满足套期保值需求。

* 在反映与主权风险有关的宏观经济基本面上，主权CDS利差和政府债务的信用利差，哪一个更好？
* 在通过定价反映新的信息上，主权CDS市场是否和主权债务市场同等有效？
* 是否主权CDS市场比其他金融市场更不稳定？

总体而言，我们发现，主权CDS利差和主权债务利差反映了同样的经济基本面和市场状况，很少有迹象表明他们提高了主权融资成本。 因此，主权CDS是一个有效的对冲主权信用风险的工具，并能从而提高金融稳定性。相对于债券利差而言，主权CDS在特殊时期可以对新信息做出更快的反应。对于少数国家，我们发现一些证据表明，在临近危机时机，主权CDS利差比预期的变化得更多。由于主权CDS市场与其他市场相联系，因而其可以传播风险，加剧系统性事件的影响。对于柜台交易衍生品的监管改革在一定程度上控制了主权CDS市场对于不良影响的传播。

在本章的其余部分，我们讨论了主权CDS市场的结构;对于相关主要问题提供了实证依据; 检查重点监管问题; 总结并提供政策建议。

CDS市场概览：主权CDS的上升

为响应用灵活工具对冲和交易主权信用风险的需求，主权CDS得到了较快发展。三个主要的目的是：

1. 对冲。主权债务的所有者通过购买CDS来保护他们自己免遭违约或者是其他影响其债务的信用事件带来的损失。同时，主权CDS也被用来对冲那些其价值与主权国家信誉密切相关的其他资产，例如国有银行或者是国有企业的债券。
2. 投机。主权CDS合同可以在不持有标的资产的基础上进行买卖，也就是在没有相关资产的情况下表达其对债券发行方的正面或者负面看法。因此，虽然主权CDS 和其他CDS都被视作“违约保险”，但他们不同于传统保险的购买方，传统保险的购买方通常拥有该标的资产，或从中获益。虽然一个主权国家的信誉可以通过其他资产来反映，例如利率远期、现债市场和其他的衍生品，但他们同时也反映了出主权信用风险之外的其他风险。
3. 基础交易。主权CDS可以用来获取主权CDS和其标的债务定价之差的套利。这个策略是基于CDS可以用来复制标的债务现金流的原理。从这个方面来说，当CDS利差小于标的债务的信用利差时，可以通过购买CDS获取套利空间，反之亦然。从理论上说，基于套利活动，这个基准应该总是接近于0，然而在实际中，总是有各种各样的成本和摩擦导致交易的收益发生改变。

主权CDS是CDS市场中占比小但是发展迅速的一部分，CDS市场最早开始于90年代初期，主要以公司债为标的。最初，用来对冲和交易主权国家信用风险的工具主要是芝加哥商品交易所（CME）的布雷迪债券（http://ruogu01.blog.163.com/blog/static/21651208020131344417400/）期货合约（主要针对三个国家，阿根廷、巴西和墨西哥）。有些人认为主权CDS的发展主要得益于其为大家提供了一个更为灵活的对冲工具。截止至2012年6月，主权CDS的名义未偿还余额约为3万亿美元，而同期所有CDS的未偿还余额为27万亿美元。然而，主权CDS市场的规模在2008年之后显著扩张，而其他类型的CDS市场则相对衰退。其在2008年之后的迅猛发展极有可能与2006年生效的新会计准则下对冲衍生品交易对手信用风险敞口需求有关。

在全球金融危机之前，新兴经济体在主权CDS市场中占比较大，因为投资者认为那些发行人有更高的信用风险。然而，在2009年底之后，随着发达国家主权债市场的恶化和对冲需求的增加，发达国家主权债务市场也得到了较大发展。(画图)主权债务市场首先在欧洲外围市场发展起来，随后到欧洲核心国家（尤其是德国），然后再到日本和英国。然而，到2011年年底，发展中国家的名义未偿还主权债占比（19%）仍旧多于发达国家的名义未偿还主权债占比（3%）。

名义总额为市场规模提供了一个便利的衡量方法，但是总的名义净值（在减去抵押物价值之后）代表了在信用事件发生后最大的经济转让。名义净值表示交易对手的名义信用风险暴露。