|  |
| --- |
| **第1页** |

**概要**

ŧ

他关于主权信用违约掉期（SCDS）的有效性辩论的输出愈演愈烈

在欧元区主权债务压力的突破。 SCDS可以用来保护投资者不受损失

主权债务从所谓的信用事件，如违约或债务重组而产生的。 SCDS

已成为信用风险的管理支付的重要工具，以及保险费

由纪常会提供的保护通常用作信贷风险的市场指标。 虽然这CDS为参考

ENCE主权信用是只有主权债务市场的一小部分（万亿$ 3名义SCDS未偿

2012年6月底，与2011年底50万亿$政府总债务余额相比）ING在，他们的

重要性已经自2008年以来增长迅速，特别是在发达经济体。

随着纪常会的影响力越来越大，问题已经出现是否投机使用的纪常会

合同可能会不稳定。 这种担忧导致欧洲当局禁止裸露，或“裸”

SCDS保护购买参考欧洲经济区的主权债务，也就是说，ban-

宁购买，其中有在相关债务没有抵消位置。 禁止是基于

认为，在极端市场条件下，如卖空可能会推动主权债券价格成下降

螺旋，这将导致无序的市场和系统性风险，从而大幅提高的发行成本

潜在的主权。

本章介绍的实证研究结果不支持很多的负面看法

纪常会。 特别是，既传播的SCDS和主权债券的反映经济基本面，以及其他

相关市场的因素，以类似的方式。 相对于债券利差，利差SCDS往往揭示新的Infor公司

在压力期间息更为迅速，虽然不是典型的在其他时间。 使用SCDS作为代理

对冲其他类型的信用风险（特别是金融和非金融企业债券）是指spill-

旁白其他市场是不可避免的。 无论SCDS市场传播蔓延很难评估，因为

嵌入SCDS的风险不能轻易从那些在金融系统隔离。 但是，SCDS

市场不会显得更容易出现高波动性比其他金融市场。 虽然有一些

迹象表明，纪常会在压力期间过头弱势欧洲国家自己的预测值，

很少有证据的整体，在国家的利差纪常会过度等导致增加主权更高

资金成本。

总体而言，这里的证据并不支持有必要禁止裸SCDS保护购买。 这样

禁令可能会降低SCDS市场的流动性到如此地步，这些仪器套期保值的作用较小，

由于较少的市场隐含的信用风险指标是有用的。 事实上，在欧洲的禁令之后，市场SCDS

流动性似乎已经拖尾，虽然禁令的影响很难从十字形区分

其他事件ENCE已减少了感知缺陷的主权信用风险。 在任何情况下，担忧溢出

从SCDS市场的传染效应会通过减轻任何不利更有效地处理

从底层的相互联系和信息不透明的结果。 因此，努力降低在过度的风险

场外衍生产品市场，比如强制要求更好地披露，鼓励中央清算，并因此还要

ING适当的抵押品的发布，可能会减轻大多数纪常会担忧。

国际货币基金组织*（IMF）|* 2013年4月

*57*

2

**章节**

**在主权信用违约掉期的作用，以崭新的面貌**

|  |
| --- |
| **第2页** |

全球金融稳定报告

*58*

国际货币基金组织*（IMF）|* 2013年4月

ŧ

他主权信用违约的影响

对finan-稳定性掉期（SCDS）

官方市场是加热的物体

辩论。 SCDS类似于insur-

ANCE：以换取支付给卖方的费用，他们

提供保护，从购房者的损失可能

发生从“信贷导致主权债务

事件。“信用事件包括未能支付利息

或主体，和重组，一个或多个

由主权发出义务。

1

很多人认为

这些掉期有用的基于市场的风险指标

和有价值的对冲工具。 其他考虑

他们成为投机的工具，这表明它们的价格

不反映基本面或实际

风险，他们可以因此过分筹集资金

为政府成本，危及财政sustainabil-

性和加剧市场紧张情绪。

评估这些对比鲜明的职位要求

的问题和经验脆弱性指数清晰的阐述

信心。 主权债务和翻转的要求

在一些主要国家仍然很大（见

2013年4月 *世界经济展望* ），和高架

在许多发达经济体的主权风险可能

哄抬对避险工具的需求（见

第3章在2012年4月全球金融稳定报告）。 投资者谁

需要适当的手段来管理sover-

横生的风险以及主权债务发行人自己

越来越需要知道是否SCDS市场

能够有效地同时满足套期保值需求

提供可靠的信息。

本章旨在引导和监管

对于实用性和finan-政策讨论

通过专注于纪常会的官方稳定性的影响

一些关键问题：

•是SCDS利差信用利差好

从国债中反映派生

注意：本章写由布伦达·冈萨雷斯-埃莫西约

（组长），肯Chikada，约翰Kiff，弘浦和尼科

Valckx，与豪尔赫·赞刘德华，戴尔灰色的贡献，

和海科黑塞。 研究支持由尹淑提供

金。

1

重组事件包括利息或本金的减少

和延迟的债权从属地位，并rede-

提名为未经准许的货币，并都具有约束力

的重组义务人。 允许货币都

欧元或由颁发的G7国家或货币的法定货币

在经济合作组织的成员国

与发展组织（OECD）评级被惠誉，穆迪，或者AAA / Aaa级

标准普尔。

表征宏观经济基本面

主权风险？

2

•是否SCDS市场的效率主权

在快速定价，在新的现金债券市场

信息？

•是否SCDS市场比其他finan-更容易

官方市场被动摇？

总体而言，我们发现，SCDS利差提供

主权信用风险的迹象，反映了

同样的经济基本面和市场状况

为标的债券，很少有迹象表明，

他们提出主权融资成本。 因此，SCDS能

提供了一个有用的对冲抵消主权信用风险

并能从而提高金融稳定。 在条款

其为相对于市场指数的表现

债券利差，SCDS倾向于调整更迅速地

在压力期间的新信息，但

通常不在其他时间。 对于少数国家，我们

发现一些证据表明，在最近一段时期

压力，SCDS利差移动超过会

通常可以预期的。 SCDS可以传播风险，

加剧系统性事件，由于其与联系

其他市场; 但因此，也可以在其他金融资产，

这使得难以建立自己的独立隔离

的影响。 最后，关于策略，结果做

没有理由在近期欧洲施加的禁令

发现采购纪常会的，因为这可能会导致

可能产生负面影响的意外后果

在其他市场的流动性并造成混乱

市场。 正在进行的监管改革为过

柜台交易（OTC）衍生品一般代表

更好的途径来打击任何有害影响

SCDS市场。

在本章的其余部分，我们讨论

SCDS市场的结构; 提供经验

关于主要问题的证据; 检查重点

监管问题，着眼于禁止在破获

SCDS保护的采购; 总结，

提供政策建议。

2

一个SCDS传播是保护的有效年度费用

它提供了对信用事件，表示为的百分比

名义金额的保护。 在政府信用利差

债券是其到期收益率和的之间的区别

否则类似的“无风险”的基准固定收益工具。

|  |
| --- |
| **第3页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织*（IMF）|* 2013年4月

*59*

**CDS市场概述：纪常会兴起**

SCDS响应发展到需要使用

灵活的工具对冲和贸易主权

信用风险。

3

三，主要用途是：

主权债务• *套期保值。*车主买SCDS到

保护自己免受从造成的损失

默认或影响值的其他信用事件

相关债务。 纪常会也被广泛使用

在所谓的代理套期保值，就是对冲风险

其他资产（如国内银行或中

公用事业公司），其值与相关

主权的信用度。

4

• *投机。SCDS*合同可以用来买

赤裸裸的基础，也就是上（或卖出）的保护，

而不在那些支撑的抵消位置

ING参考资产来表达负（或

有关的信用前景正面）的意见

相关债券发行人。 因此，虽然

SCDS和其他CDS通常被称为“默认

保险，“他们显然来自不同的传统

保险的购买者不需要自己

或在参考资产的财务权益。

表达了对未来的变化的意见

在一个主权实体的信用就可以

使用其他市场执行（如利率

期货，现货债券市场和其他衍生工具），

但他们反映除了其他类型的风险

主权信用风险。

• *基础交易。SCDS*用于从pric-获利

ING纪常会和底层之间的差异

通过采取抵消头寸债务

两个（“为基础的交易”）。 这种策略是基于

该CDS可以用来复制原理

底层义务的现金流。 在这

对此，当CDS利差比窄

标的债务的信用利差（即

“基础”是负的），套利可能能够

获利买的义务和购买CDS

保护，反之亦然，如果基础是积极的。

从理论上讲，依据应该始终接近于零

因为这套利活动的结果，但在实践

有各种成本和可以改变摩擦

3

附件2.1提供SCDS市场上的引物。

4

例如，投资者可以减轻的市场风险

如果它有高度负相关企业参股控股

SCDS价差参考国家的债务，其中

公司住所地。

这些交易的盈利能力（附件2.1

和2.2）。

纪常会是在一个小但增长迅速的一部分

CDS市场，它发轫于早期

2000年。

五

最初，一些途径对冲或交易

主权国家的信用风险是由布雷迪提供

债券期货合约（三个国家- Argen-

蒂娜，巴西和墨西哥）在芝加哥商品

交易所（CME）。

6

有些人认为，纪常会兴起

可能造成这些合同的消亡

2001年10月通过提供卓越的多

灵活的套期保值替代（斯金纳和努里，2007年）。

到2012年六月底，总名义金额的

纪常会突出约为$ 3万亿美元，与$ 27日

万亿CDS作为一个整体（图2.1）。

7

然而，

在SCDS市场的规模已明显增加

自2008年以来，而其他CDS市场已经下降

关闭。 2008年后激增可能涉及到需要

对冲衍生交易对手的信用风险敞口的

已根据新会计得到更充分的披露

在2006年生效的规则（见下文）。 表

2.1显示选定CDS参考排名

五

在国际清算银行（BIS）没有开始

收集全面的统计CDS直至2004年的CDS

市场被声称在90年代初已经开始，初步

对公司的债务。

6

布雷迪债券已被交换的主权债券

对以前拖欠银行贷款的主权和

在休耕外汇储备的形式有部分抵押或

担保。

7

根据最新数据，在2012年11月发布

（BIS，2012）。

**Figure2.1.Credit违约互换（CDS）合约，总**

**NotionalAmountsOutstanding**

0

10

20

三十

40

Jun0

6

Dec0

6

Dec0

7

Jun0

7

Jun0

8

Dec0

8

Dec0

9

Jun0

9

俊1

0

DEC1

0

俊1

1

DEC1

1

俊1

2

0

五

10

15

20

百分

ŧ

- [R

金正日

升

IO

ñ

小号

Ø

F

ü

。

小号

。

ð

Ø

升

升

一个

- [R

小号

*单名的主权（左轴）*

*其他单名（左轴）*

*Multiname（左轴）*

*1*

*单名的主权份额（右轴）*

资料来源：国际清算银行; 基金组织工作人员的计算。

1

与不止一个名称，在投资组合或一篮子参考实体的合同，

CDS或CDS指数。

|  |
| --- |
| **第4页** |

全球金融稳定报告

*60*

国际货币基金组织*（IMF）|* 2013年4月

自2008年以来实体，说明的作用越来越大

纪常会。 然而，SCDS保持的一小部分

政府总债务余额（$ 50万亿

2011年年底）。

8

8

政府总债务余额（IMF，世界经济

展望数据库）是一般政府债务的集合

这有SCDS 55个国家的名义金额优秀

存管信托及结算公司的贸易库数据库。

在全球金融危机的影响，SCDS前

市场主要由主权上的合同

新兴市场经济体因为投资者

观看那些发行作为具有更高和更

变量信用风险。 然而，自2009年底以来，该

在主权的避险恶化

发达经济体和不断上升的对冲债务

要求已在纪常会引用提振活动

**表2.1。** **CDS的量排名突出**

*（10亿美元）*

**总名义金额优秀**

秩

2008年年底

秩

2010年底

秩

2012年底

**前10名**

**前10名**

**前10名**

1

火鸡

165

1

意大利

267

1

意大利

388

2

意大利

158

2

巴西

160

2

西班牙

212

3

巴西

126

3

火鸡

135

3

法国

177

4

俄国

98

4

西班牙

132

4

巴西

156

五

摩根士丹利

79

五

墨西哥

111

五

德国

154

6

高盛

76

6

俄国

96

6

火鸡

137

7

墨西哥

74

7

通用电气资本公司

96

7

墨西哥

117

8

通用电气资本公司

74

8

德国

80

8

俄国

109

9

GMAC

74

9

美国银行

80

9

韩国

85

10

美林

72

10

摩根大通

80

10

日本

79

**以下十大**

**以下十大**

**以下十大**

14

西班牙

67

12

希腊

77

14

葡萄牙

71

48

希腊

37

14

葡萄牙

69

15

英国

71

150

葡萄牙

26

24

英国

61

三十

爱尔兰

51

262

爱尔兰

18

44

爱尔兰

46

124

美国

23

377

英国

14

50

日本

41

592

日本

7

291

美国

16

740

美国

五

**净名义数额杰出**

秩

2008年年底

秩

2010年底

秩

2012年底

**前10名**

**前10名**

**前10名**

1

意大利

18

1

意大利

26

1

意大利

21

2

西班牙

14

2

法国

18

2

巴西

17

3

通用电气资本公司

12

3

西班牙

17

3

法国

16

4

巴西

10

4

巴西

15

4

德国

15

五

德国

10

五

德国

15

五

西班牙

13

6

德意志银行

9

6

通用电气资本公司

12

6

日本

10

7

希腊

7

7

英国

12

7

通用电气资本公司

9

8

摩根士丹利

7

8

葡萄牙

8

8

墨西哥

8

9

俄国

6

9

墨西哥

8

9

英国

8

10

高盛

6

10

奥地利

7

10

中国

8

**以下十大**

**以下十大**

**以下十大**

13

葡萄牙

五

11

希腊

6

12

火鸡

7

16

火鸡

五

12

火鸡

6

15

俄国

五

20

爱尔兰

五

13

日本

6

20

葡萄牙

4

25

墨西哥

4

27

爱尔兰

4

26

美国

3

92

英国

3

28

俄国

4

222

日本

2

40

美国

3

322

美国

1

来源：证券托管清算公司（DTCC）; 基金组织工作人员的计算。

注意：CDS =信贷违约掉期。 阴影单元表示先进的（）和新兴市场（）经济体的主权CDS。 DTCC仅报告前1000名CDS;

不再报道希腊主权CDS欠款。

|  |
| --- |
| **第5页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织*（IMF）|* 2013年4月

*61*

这些经济体。

9

这种活动第一连升SCDS

引用欧元区外围国家，然后

芯（特别是德国），然后日本和

联合王国，一些国家的

作为代理对冲或避险交易（表

2.1）。 然而，正如2011年底，交易SCDS

（总名义金额优秀）往往是一个

更大的潜在的政府债务比例

新兴市场经济体（19％）比

对于发达经济体（3％）。

总名义金额提供了方便

市场规模的措施，但净名义金额

（减去抵押品价值后公布）

如果代表信用最大的经济转移

事件蒸腾作用。 净名义金额代表

交易对手的名义信用风险敞口的金额

在任何给定时间的特定实体，考虑-

ING抵消交易。

10

格罗斯notionals远

超过净notionals因为市场实践

减少或利用抵销反转位置的

交易，而不是通过终止合同或

它们转移到其他方。 然而，毛

名义金额优秀也在gaug-有用

从ING之间的相互联系所带来的风险

合同持有者（“交易对手风险”），特别是

在压力期间，因为所有的整个价值

与给定对手相关的合同

将处于危险之中，如果该交易对手失败。

经销商银行（全球系统性重要

金融机构或G-西菲斯）占主导地位的团购

和销售SCDS市场，主要是因为两侧

他们的做市活动和风险管理的

彪他们暴露于君主。 高水平

市场集中可能导致

市场功能障碍时，主导经销商

在压力下。

11

经销商银行暴露于主权国家

因为他们的主权债务直接持有作为

以及与相关的对手方信用风险

9

发达经济体的主权债务的避险

在第3章中讨论。

10

一个更好的指标将包括风险缓解

任何抵押品的影响贴，但这些数据无法获得。

11

惠誉国际评级（2011）报告说，前10名美国和欧洲-

佩尼亚金融机构在所有CDS的80％

交易对手。 然而，2011年欧盟的资本运动

欧洲银行管理局进行说明

大型欧洲银行的风险敞口SCDS（保护销售）是

当他们暴露于主权债务相比微不足道。

他们的衍生品交易与主权，有效

其中，他们已经被迫披露价值

自2006年以来。

12

传统的主权国家不同意

张贴担保覆盖盯市场风险

在利率和跨他们的OTC职位

货币掉期等衍生产品; 因此，经销商

银行对这些OTC合约的信贷风险

当主权国家欠的钱在他们身上。 纪常会

因此，经销商提供的银行提供了方便

树篱。 由经销商的银行交易SCDS量

有利于交易的金额相比，

对冲自己的主权风险是不可辨

从现有的数据。

13

非交易商的银行和证券

企业是购房者的下一个最重要组

纪常会保护和卖家，其次是对冲

资金，但所有这些的纪常会活动多

比庄家银行（BIS，2012）的小。

机构的特定类型没有一致

作为SCDS保护的买方或卖方的角色

化。 减去名义金额优秀

从经销商处购买名义金额出售

银行提供的位置的粗略衡量

他们的对手。 在此基础上，其他银行

和证券公司已经SCDS净卖出

保护，从而以信用风险和收益

保费（图2.2）。 许多银行也

自己的主权债务，并因此“增加了一倍”

对这类信贷风险的。 对冲基金

SCDS保护了突出的净买家

2010年以来，但他们在此之前卖家。 它

不能从公开提供辨别

数据是否保护是指以覆盖

现有债务，或减持的风险揭示

（裸体）与预期利差扩大盈利。

此外，对冲基金出现突出大

在纪常会比其他CDS持有。 指某东西的用途

其他投资者，包括非金融SCDS

机构似乎非常有限，虽然

传闻证据表明，一些大的资产

12

国际会计准则理事会IAS 39和，

在美国，美国财务会计准则委员会

FAS 157的更全面的分阶段的任务（2006年至2007年）

披露交易对手的信用风险，在“信用值的形式

调整“（CVAS）。

13

优秀的纪常会引用意大利可能突出

反映经销商的对冲他们的交易对手风险关联

大无担保OTC利率和跨货币掉期

交易与意大利政府。

|  |
| --- |
| **第6页** |

全球金融稳定报告

*62*

国际货币基金组织*（IMF）|* 2013年4月

管理人员（包括一些共同基金）

积极参与者。

14

市场流动性在市场SCDS措施

指示如下：

•据美国存管信托公司数据和

清算公司（DTCC），SCDS transac-

系统蒸发散卷参照实体变化很大，

往往集中在合同参考

较大的新兴市场经济体和经济

经历财政压力。

14

国际货币基金组织的一项调查（见2011年九月的第2章

GFSR）还发现，通过最长期保护研究机构中使用的CDS

tutional投资者（主要是养老基金和资产管理公司）是

比他们使用其他衍生产品相当少，如

作为期货合约和利率掉期交易。

•在2010年和2012年，平均而言，数

交易是在高强度的时期，当大

SCDS利差相对升高。

•一般来说，在SCDS市场流动性（通过代理

窄价差）一直高于那些

引用新兴市场经济体比

引用那些发达经济体; 区别

可能反映了一个事实，即SCDS市场

主要是由新兴市场主权国家代表

之前的危机。 然而，流动性SCDS为参考

先进的接近开关就是嵌入式经济开始改善后

2008具有较高的体积（图2.3）。

**是什么推动了SCDS利差和它们如何**

**涉及到其他市场？**

一些人认为SCDS市场，特别是相对于

标的债券市场，更容易出现投机

**引用的主权**

**非主权引用的**

-10

-8

-6

-4

-2

0

2

4

6

8

10

*对冲基金*

*对冲基金*

*保险有效值*

*Nonnancial有效值*

*Nonnancial有效值*

*Nondealer银行和证券有效值*

*其他*

*其他*

买

所以

LD

-10

-8

-6

-4

-2

0

2

4

6

8

10

买

所以

LD

*保险有效值*

*Nondealer银行和证券有效值*

**图2.2。** **Nondealer买家和信用违约的卖方**

**交换防护：净持仓由对手**

*（百分比）*

十二月-07军十二月八日至6月8日- 12月9日至六月9日- 12月10日至6月10日- 12月11日至6月11日- 12

十二月-07军十二月八日至6月8日- 12月9日至六月9日- 12月10日至6月10日- 12月11日至6月11日- 12

资料来源：国际清算银行; 基金组织工作人员的计算。

注意：对于经销商的银行的详细定义，请参见BIS（2012）。 “其他”包括：

金融机构如共同基金和中央counterparties.Net位置

随着计算（名义金额买入减去名义金额出售）/（总

名义金额优秀），其中总名义金额突出的是

作为平均买入和卖出总名义金额计算。 施工

统计的，对于经销商的银行净头寸接近于零。

0

五

10

15

20

25

*新兴市场经济体*

*发达经济体，但不包括高收益的欧洲国家*

*高产的欧洲国家*

*1*

**价格变动频率**

**2**

*（每月平均天数）*

0

20

40

60

80

100

120

2005年

06

07

08

09

10

11

05

2004年

06

07

08

09

10

11

12

**买卖价差**

*（百分比，相对于中点）*

**Figure2.3。** **在主权信用流动性指标**

**违约掉期（SCDS）市场**

资料来源：彭博，LP; 基金组织工作人员的计算。

注：请参见表2.3的国家名单。

1

希腊，爱尔兰，意大利，葡萄牙和西班牙。

2

每月的天数在其上SCDS价格较前一日变化，

不同国家的平均值。

|  |
| --- |
| **第7页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织*（IMF）|* 2013年4月

*63*

化和透明度，并从经济解除关联

基本面。 这些观点给出合理性，为

例如，通过SCDS看似过度波动

利差相对政府债券的利差马歇尔

凯茨在一些国家（图2.4）。

15

我们通过分析驾驶员检查这些意见

SCDS的利差相对于那些影响政

府债券利差，通过研究动态

两者之间的关系，并通过评估

预后其他市场传染联系。

16

据推测，这两种利差SCDS和债券利差

经济基本面做出回应，市场微

结构因素，以及全球金融市场的因素

（见其中的附件2.2和表2.3和2.4

抽样国家的描述，框架，

结果，变量和来源）。

17

如果SCDS利差

的确表明，纪常会是更多的投机

比政府债券，我们可能会发现，SCDS

利差不是由经济基本面解释

到相同的程度国债和

他们是由金融市场，而不是外交事务委员会，带动更多

器比是债券。

18

**利差对纪常会和政府决定因素**

**债券**

该驱动器的基本经济因素

利差纪常会和政府债券根儿

15

在底部面板中显示日本的大穗

图2.4主要是由在异常低位震荡的驱动

主权债券市场，因为收益率已经接近零

在延长的时间周期。

16

SCDS利差和债券利差代表相应测

祖雷斯贝尔比较纪常会和政府债券。 对于高级

经济，构造债券的利差为债券收益率减去

利率掉期率（即，固定利率与浮动利率LIBOR）;

个别新兴市场经济体，他们是EMBI

传播。 这些措施的使用受套利交易动机

在完全匹配的现货市场实际采取

交易双方的流量（见图2.13附录2.1）。

17

信用评级并没有包括在独立的列表

变量，因为它们反映了基本面因素（见第3章

在2010年10月全球金融稳定报告），并加入信用评级到其他的

基本变量可能引起多重共线性问题

（见Hartelius，Kashiwase和Kodres，2008）。 此外，评级

机构已经开始使用SCDS利差，当他们决定

自己的收视率，从SCDS引入反向因果关系

蔓延到评级。

18

广泛用在这里的国家区分研究

从早期那些专注于新兴市场经济体和

从更近的，其数据主要集中在先进

欧元区经济体（见表2.3）。

加盟相同，这表明两种类型的仪器

换货根据经验反映主权风险

证据在图2.5提供，并在表2.5中

附件2.2：

19

•政府债务，GDP的增长，并在较小

某种程度上，外汇储备显著经济

因素利差为手段，和

的影响幅度为纪常会和政府

换货债券具有可比性。

•有一些证据表明，较弱的金融业

（通过降低银行收益资产代理）增加

在这两个纪常会和政府债券的主权风险

19

大体相似的结果是为先进的群体获得的

而新兴市场经济体分别估计，并

差异，而不是水平。

0

100

200

300

400

500

600

700

800

900

1000

美国国家

小号

德国Australi

一个

英国

日本

荷兰

丹麦

奥地利法国

韩国

比利时

意大利

西班牙

爱尔兰

葡萄牙

中国

Lithuani

一个

泰国马来西亚

波兰

巴西

秘鲁

墨西哥

哥伦

一个

巴拿马

南非

菲律宾

火鸡

越南宝格丽

一个

罗姆

一个

Croati

一个

匈牙利

印度尼西亚

埃及俄罗斯

哈萨克斯坦

委内瑞拉

UKRAIN

Ë

阿根廷

*SCDS*

*主权债券*

发达经济体

新兴市场经济体

**在色阶**

0

1

2

3

4

五

6

7

8

韩国

美国

葡萄牙

爱尔兰

Denmar

ķ

西班牙

意大利

澳大利亚德国

英国

Belgiu

米

奥地利

荷兰

Greec

Ë

法国

日本

泰国

中国

越南

立陶宛哥伦比亚

马来西亚

南阿弗里奇

一个

巴拿马

每

ü

哈萨克斯坦

火鸡

保加利亚

印度尼西亚

菲律宾

巴西

墨西哥

Hungar

ÿ

埃及

波兰

鲁西

一个

Croati

一个

乌克兰

委内瑞拉

罗马尼亚

阿根廷

*发达经济体*

*新兴市场*

*经济*

**纪常会的比率主权债券**

**主权信用违约掉期（SCDS）利差Figure2.4.Volatility**

**和主权债券利差**

*（标准差2008-12）*

资料来源：彭博资讯; 基金组织工作人员的计算。

注意：对于主权债券利差，摩根大通亚洲信贷指数被用于韩国和泰国;

EMBI全球指数用于其他新兴市场经济体; 而彭博常数

到期收益率减去互换利差扩大用于其他发达经济体。 请参阅表2.4的

纪常会和债券的利差定义。

|  |
| --- |
| **第8页** |

全球金融稳定报告

*64*

国际货币基金组织*（IMF）|* 2013年4月

市场，特别是在压力大的时期。

20

专栏2.1

说明了主权国家之间的关系

和金融部门可以在两个方向上运行。

市场微观结构特征也

有影响力的两个市场：

•更大的买卖为纪常会和政府利差

换货债券（即流动性较低）有关联

与更高水平的利差为纪常会和

政府债券。 这可能发生，如果流动性

在市场纪常会和政府债券

是相关的，

21

或者，如果这项措施反映了一些元素

常见的潜在主权信用风险ments

既纪常会和政府债券。

22

20

这与Diekman和普朗克（2012），谁empha-线

大小风险转移的从金融领域到主权国家的作用

为纪常会定价。

21

Calice，陈和威廉姆斯（2013年）发现类似的效果，这

他们解释为CDS和债券之间的流动性溢出效应

市场。

22

补充分析证实，纪常会和政府

债券买卖价差增加时认为主权风险

（滞后纪常会或债券价差）上升。

•更大SCDS交易量（相对于政府

换货债券）与较高的利差相关

为纪常会和他们参考的债券。 这可能

意味着交易量激增的时候，需要

对冲或投机的欲望更高

因为较高的信用风险。 在大多数市场，

流动性的改善具有较大的体积

较低的CDS利差有关。

23

与代表gen-变量的关系

ERAL金融市场状况对面也相似

在纪常会和政府债券市场：

•有证据表明SCDS更为敏感

比相对于市场政府债券

的危险因素，虽然之间的差

二是没有统计学显著，特别是在

VIX指数和资金成本方面。

23

补充分析相对证实，纪常会卷

政府债券余额增加时，感知sover-

横生的风险（滞后纪常会或政府债券利差）上升。

-40

-20

0

20

40

60

80

债务占GDP

国内生产总值增长

外汇储备占国内生产总值

银行ROA（滞后12）

SCDS买卖价差

SCDS /音量键

债券买卖价差

净资产收益率

1

股票波动性

VIX

全球净资产收益率

对手（滞后1）

资金成本

*SCDS*

*键*

基本的

变量

纪常会和

债券市场-

specic指标

以市场为基础

变量

全球或

区域

specic解释

变量

**图2.5。** **主权信用违约掉期的决定因素（纪常会）差和**

**债券利差，2008年10月- 2012年9月**

*（因素相对大小）*

资料来源：IMF工作人员的估计。

注：资产= ROA回报; VIX隐含=在S＆P 500指数期权的波动性。 为变量的说明，请参见表

2.4。 计算为从全国面板估计乘以每一个标准偏差系数相对尺寸

解释变量（跨国家的平均值）。 根据表2.5的结果。 相对大小是在90％显著

置信水平或更大时，除非另有说明。

1

没有统计学显著。

|  |
| --- |
| **第9页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织*（IMF）|* 2013年4月

*65*

*在有要求权进行的网络分析*

*分析框架展示了如何SCDS和主权*

*信用风险通过双向危及金融稳定*

*主权债务和金融之间的风险传递*

*机构。*

风险可以在两个方向上发送

主权国家和金融机构之间

经过多家知名渠道。 银行

通过他们的持股面临主权风险

主权债券，并通过影响

对自己的资金君主的融资成本

成本。 在另一个方向，显性和隐性

政府担保和潜在的财政成本

注资银行传递风险主权。

主权和之间的这种双向反馈

金融机构可以创建一个不稳定的螺旋

如果风险出现在一个或另一个。

强有力的证据支持的说法，暗示

和明确政府支持的银行踩下

银行CDS利差的水平以下，他们

是在没有政府的支持。

银行债权人因而隐含的受益者

明确的政府担保，但股权持有人

不是。 未定权益分析（CCA），其中

一起使用银行股权的市场信息与

资产负债表数据，可以估算信用风险指示灯

器和推断公允价值CDS利差（FVCDS）为

金融机构。

1

该FVCDS是的估计

传播没有隐含或明确的政府

支持，从而确定其效果。

到主权风险是联系在一起的程度

银行因国而异，与相应

金融稳定和多样的影响

有效利用与主权风险代理对冲

银行CDS。一般的银行CDS跟踪

从外围欧元区国家SCDS

二○○七年至2012年（图2.1.1）。在早期的

危机的一部分，在2008 - 09年，观察银行CDS

利差比FVCDS有所降低，因为

的隐性和显性的压抑作用

政府所观察到的CDS担保，特别是

在紧张时期。经过2010年，然而，银行

FVCDS仍较同时观察到低

银行CDS和SCDS高主权利差

蔓延，增加银行的CDS。对于银行

低主权利差，如核心国家

欧元区国家，银行FVCDS到比

主权利差约为20倍主权

CDS在2008-09，2010-11年下降至10，

示出了隐性担保的降低和

主权和银行风险之间的整合较少。

2

如果裸SCDS保护禁令鼓励

市场参与者使用的银行参照CDS作为

为纪常会代理，对冲可能是事倍功半

所在国家的sover-之间的相关性

横生和银行可能是低级（如见于

欧元区核心国家）。

通过使用CCA风险整合网络模型

主权和选择类型之间的指标

金融机构（银行和保险

公司），我们可以衡量如何，何时以及如何

**专栏2.1。三皇金融机构之间的相互联系**

0

200

400

600

800

1000

1200

1400

ð

Ë

C

0

7

菊

ñ

0

8

ð

Ë

C

0

8

君

09

Dec0

9

菊

ñ

10

ð

Ë

C

10

菊

ñ

11

ð

Ë

C

1

1

*SCDS*

*银行，fairvalueCDS*

*银行CDS观察*

**图2.1.1。主权信用风险的措施**

**欧元区PeripheryCountries**

*（在个基点，平均个五年利差）*

资料来源：彭博资讯; 穆迪分析; 基金组织工作人员的估计。

注意：CDS =信贷违约掉期; SCDS =主权信用违约掉期。欧元区

外围国家是希腊，爱尔兰，意大利，葡萄牙和西班牙。

注：戴尔灰色编写。

1

该FVCDS计算并报告穆迪Ana-

lytics（2011）使用CCA。请参阅相关的工作：2009年四月

全球金融稳定报告（第3章）; 格雷和因为Jobst（2011年）; Schweikhard

和Tsesmelidakis（2012）; 和Billio等人（2012年和

即将出版）。

2

同样，SCDS可以通过显性和隐性的影响

从国际机构或特殊目的的支持

保证车辆的主权债务，如欧洲

金融市场稳定基金，但量化的影响是不

但可能的。

|  |
| --- |
| **第10页** |

全球金融稳定报告

*66*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

•在压力时期专门找（见间

表2.5）动作方面，有一些证据

该纪常会和政府债券市场

应对不同的经济基本面和

微观代理，但大多是在同一

方向在无负荷时期。

24

**哪个市场信息：纪常会或政府债券？**

我们也研究是否纪常会或政府

债券调整相对较快的新信息

通过分析SCDS之间的领先滞后关系

利差和政府债券利差。

25

从而，

纪常会的价格领导将优于如果

SCDS市场比政府债券快

在从消除定价差异市场

SCDS之间的长期均衡关系

24

应力的周期被马尔科夫切换来决定

检测模型技术，当VIX（隐含波动率

的标准普尔500指数期权）是的最高三分之一

波动性分布（见冈萨雷斯 - 埃莫西约和黑森，2011年）。

25

文献称此为“价格发现”的力量，来

表示所讨论的市场的相对信息值。

利差和政府债券利差。 特别，

SCDS市场相对在将更快

当哈斯布鲁克统计数据是新的信息

大于0.5，和债券市场更快，如果

统计量小于0.5。

26

利用此定义，我们的分析表明

SCDS的信息值已经变得更加

不同国家和不同时间的重要，但各不相同。

27

不同国家，SCDS纳入信息

作为快流动资金纪常会增加（图2.6），为一体

期望在良好运作，高效率的市场。

随着时间的推移，价格领先的程度相当vola-

瓦。这就是说，有几个观察是值得注意的：

•SCDS市场信息处理速度更快

新兴市场经济体在危机初现

26

哈斯布鲁克（1995）和Gonzalo和Granger（1995）quanti-

田间如何快速各类相关市场调整到一个新的平衡，

并在每个文件中使用的措施是密切相关的。但在实践

泰斯，在两篇论文的结果非常相似，因此

仅从哈斯布鲁克统计此处报告。

27

这是在与价格发现文献线。见

例如，奥古斯丁（2012）。

强烈主权风险被传输到财务

机构，反之亦然。

3

17检查

欧盟加君主（15

美国和日本），63银行，39 insur-

ANCE公司表明，2003年至2005年的

以主权显著连接的比例

从金融机构的更大，而

反向（连接 *从*主权国家向机构）

是从2009年年中占主导地位到2012年（图

2.1.2）。显著连接的是那些在99

用格兰杰％的置信水平或更高

因果关系检验。这表明，包埋在风险

SCDS不能容易地从风险分离

金融系统和整体方法

这两个部门是必需的。

**专栏2.1 *（续）***

3

使用相关和Granger因果网络模型

关系是基于在Billio描述的方法

和其他人（2012）。所使用的指标是预期损失率

从主权纪常会和银行及保险衍生

FVCDS（见Billio等人，即将出版）。

0

10

20

三十

40

50

60

70

80

一月一日至12月3日

05月01日 - 4月4日

9月1日至8月4日

1月2日至12月4日

05月02日 - 4月5日

9月2日至8月5日

1月3日至十二月五日

5月03日 - 4月6

9月3日至8月6日

1月4日至12月6日

五月04，4月7日

9月4日至8月7日

一月五日至十二月七日

5月5日，4月8

9月5日至8月8日

一月6日至12月8日

05月06日 - 4月9日

9月6日至8月9日

1月7日至12月9日

07年5月 - 4月10日

9月7日至8月一十日

1月8日至12月10日

五月08年04月11

九月八日至八月11日

1月9日至12月11日

*Tosovereign*

*Fromsovereign*

**图2.1.2。互联互通的措施：金融**

**机构，从三皇**

*（百分比，平均每月超过三年滚动窗口）*

源：Billio和其他人（2012）。

注：基于17镑，63银行，39互联性措施

保险公司。显著连接％至金融主权

企业和金融企业为主权国家。

|  |
| --- |
| **第11页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*67*

周期（2006-08），并在最然后再次

最近一段时期（图2.7）。

28

•在发达经济体，似乎SCDS移动

不是围绕危机时期债券更快。

•欧元区国家表明大致模式

类似其他欧盟国家，includ-

ING在SCDS价格的力量显着下降

自2011年年中的领导地位。这可能反映

计划市场预期为禁止裸

在欧盟，或央行短SCDS销售

干预在主权债券市场，或

任何信息亲简单地消散

cessing优势，为SCDS市场。

29

28

因为在纪常会活动在发达经济体市场

发轫于只是在当前的危机，在整个攀比

在较早时期的发达和新兴市场经济体

不可能。

29

请参阅以下部分的法规和政策效应

倡议和专栏2.2。

**是的SCD市场更容易比失稳**

**其他市场？**

对过度波动纪常会的关注和

各个国家部分政策托换蔓延

试图限制SCDS交易（在讨论

下一节）。因此，为了检查测是有用

标识溢出和那些可能祖雷斯贝尔

建议使用纪常会比移动更保证

已知的解释因素。也有用是exami-

国家对这种超调是否提高了

潜在的主权发行人的借贷成本。

事实上，有显著共同运动的证据

纪常会蔓延整个波动一些国家

欧元区，尤其是在紧张时期。 该

效果可以通过确定残留挥发性可见

选择的欧元区国家的利差纪常会（即

波动每个国家不被解释的因素

具体到该国），然后是分解

剩余为普通市场因素（VIX与TED

从纪常会波动价差）和溢出效应

其他欧元区国家（图2.8）。对于德国，

*澳大利亚*

*中国*

*爱尔兰*

*葡萄牙*

*克罗地亚*

*新西兰*

*希腊*

*瑞典*

*哈萨克斯坦*

*印度尼西亚*

*意大利*

*哥伦比亚*

*墨西哥*

*火鸡*

*巴拿马*

*秘鲁*

*日本*

*菲律宾*

*波兰*

*匈牙利*

*韩国*

*马来西亚*

*英国*

0.0

0.1

0.2

0.3

0.4

0.5

0.6

0.7

0.8

0.9

1.0

0

2

4

6

8

10

12

Hasbr

ouck统计

***SCDS***

***利差***

***速度调整***

***主权债券***

***利差调整***

***更快***

*新兴市场经济体*

*发达经济体*

SCDS买卖价差（在传播中旬的百分比）

**图2.6。主权信用违约掉期（SCDS）价格领导和流动性，**

**2012年3月2009年九月**

资料来源：彭博资讯; 基金组织工作人员的估计。

注：哈斯布鲁克统计显示SCDS或主权债券市场是否要加快合并的消息：当

统计信息是高于0.5，SCDS导致价格发现过程; 否则债券导致。统计数据估计全国

采用向量误差修正模型的水平。

|  |
| --- |
| **第12页** |

全球金融稳定报告

*68*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

大部分的波动不是由德国的解释

自己的具体国别因素是波动驱动

在纪常会为意大利和西班牙，与其他欧盟周边

在压力下的国家（希腊，爱尔兰和葡萄牙）

具有相对小的影响。

三十

对于西班牙，几乎

三十

德国SCDS经常被市场视为文书

对冲系统性风险，或普遍关注的问题，在欧元区

（瑞士信贷，2012）。

其残余波动的四分之三是由日耳曼驱动

很多的纪常会，而意大利的波动性也是一个显著

贡献者（近20％），与其他因素

其影响要小得多。大致相同的结果

持有意大利，德国和西班牙都很大CON-

tributors等因素的影响少一些。

31

在一般情况下，无论是SCDS的问题

市场更可能比其他传染

市场是很难回答，因为在互连

在许多市场连线是高的。 最多

互连的关键的设置有可能是人员开发

主权国家和金融机构之间制作的通讯资料，

撇开SCDS市场的发展

本身。事实上，嵌入在SCDS风险不容

可容易地从金融风险分离

系统; 这两个部门的更综合的分析

要求（见专栏2.1）。

然而，许多研究人员已经发现，其它

金融资产市场，而不仅仅是那些纪常会，

往往在表现出高波动性相关

31

结果是基于随机波动率模型和

采用每日数据标准GARCH规格; 看到González-

埃莫西约和约翰逊（即将出版）。贝尔尼和Fratzscher

（2013年）也发现尖锐，同时增加的证据

（他们所谓“羊群效应传染”）在全国主权收益率

国家在某些时候和几个市场之一。

0

20

40

60

80

100

德国

意大利

西班牙

*VIX*

*TED利差*

*西班牙*

*葡萄牙*

*意大利*

*爱尔兰*

*希腊*

*德国*

**图2.8。主权信用违约掉期（SCDS）：**

**德国，意大利波动因素分解，**

**和西班牙，2012年2月2009年十月**

*（百分比）*

资料来源：IMF工作人员的估计。

注：VIX =标准普尔500指数期权的隐含波动率。图中显示分解

纪常会波动不是由自己（或特质）因素来解释。

0.0

0.1

0.2

0.3

0.4

0.5

0.6

0.7

0.8

0.9

1.0

2007年

13

12

11

10

09

08

2007年

13

12

11

10

09

08

*发达经济体*

*新兴市场经济体*

**高级andEmergingMarketEconomies**

1

2

3

0.0

0.1

0.2

0.3

0.4

0.5

0.6

0.7

0.8

0.9

1.0

*欧元区*

*非欧元区*

**欧洲联盟**

4 5

6

7

8

**图2.7。随时间变化的价格领导措施**

**主权信用违约掉期（SCDS）**

*（哈斯布鲁克统计）*

资料来源：彭博，LP; 基金组织工作人员的估计。

注：哈斯布鲁克统计显示是否SCDS或主权债券市场

移动速度更快，其中包含的消息：当统计量是高于0.5，SCDS带领

价格发现过程; 否则，债券导致。统计数据从面板估计

使用滚动每日数据的为期两年的窗口向量误差修正模型。造成

系列使用的是单月移动平均平滑。垂直线表示

有关全球金融和主权债务危机（上图）和事件

欧盟对裸卖空SCDS仪器（下图）如下禁令：

1.贝尔斯登崩溃（2008年3月14日）。

2.雷曼兄弟破产（2008年9月15日）。

3.欧债危机的加剧爱尔兰的金融援助的2010年10月提前

请求。

4.对卖空欧洲委员会协商（2010年6月14日）。

5.欧盟委员会卖空监管提出，禁止裸卖空

销售和SCDS保护销售（2010年9月15日）。

6.欧洲议会通过卖空监管（十一月十五日，2011年）。

欧盟公布的卖空监管的7最终版本（2012年3月24日）。

8.欧盟卖空监管变为（2012年11月1日）生效。

|  |
| --- |
| **第13页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*69*

系统性压力的时期。

32

使用统计模型

检测四位，高波动期

常用看着市场指数（包括

西欧SCDS指数），我们也发现，由于

2008年几个压力时期已经character-

高波动性指数的所有四个中美化版

（图2.9）。

33

主要的例外是在第一

8个月2012年，最严重的回合中

在欧洲，西欧时，湍流

SCDS指数的四大唯一一个保持

在减弱的高波动性的情况下的状态

只有建立欧洲央行的后

银行（欧洲央行）夺标货币性交易

（OMT）计划。基于作为概率

在高挥发性的状态，结果表明

与西方脱钩其他三个市场

32

见，例如，Forbes和Rigobon（2002）; Dungey和

其他人（2011年）; 和福布斯（2012）。

33

估计ARCH马尔可夫区制转换的波动

模型冈萨雷斯 - 埃莫西约和黑森（2011）中描述。

欧洲SCDS指数在2012年年初，因为他们

以所代表的政策举措更敏感

第二个希腊的方案，并引进

欧洲央行的三年期长期再融资操作

化（LTRO）。

超调的说法是没有根据的，因为有

在纪常会和sover-超调的一些证据

横生的债券市场，用来在几个欧洲国家

欧债危机的高度。重新审视

上述纪常会和政府讨论的模型

债券利差，我们要求该模型的预测效果

在此期间纪常会和政府债券收益率

当欧债危机加深，通过（2011年7月

2012年9月）。

34

扩散上SCDS（以及，在较小的

某种程度上，债券）的超调模型的预测为

34

预测所使用的参数重新估计计算

从表2.5基本模型使用从10月份数据

二〇〇八年至2011年六月14先进经济体，包括那些

在欧元区，约有超调的担忧是最

集中。

0.0

0.2

0.4

0.6

0.8

1.0

2013

2012

2011

2010

2009年

2008年

*欧元TED利差*

*1*

*VIX*

*西欧SCDS指数*

*2*

*大多数液体SCDS指数*

*3*

*熊*

*斯特恩斯*

*雷曼*

*兄弟*

*欧洲央行1年期LTROs;*

*资金压力*

*希腊援助*

*请求;*

*SMP; EFSF*

*爱尔兰援助*

*请求*

*OMT上*

*9月6日*

*欧洲央行3年*

*LTROs*

*第二轮希腊*

*程序*

*葡萄牙*

*援助*

*请求*

*西班牙语*

*银行援助*

**图2.9。马尔可夫切换VIX，欧洲的TED利差和主权信用违约的ARCH模型**

**掉期（SCDS）指数**

*（在高波动状态的概率）*

资料来源：彭博资讯; 麦盖提; 基金组织工作人员的估计。

注：欧洲央行=欧洲央行（ECB）; EFSF =欧洲金融稳定基金; LTRO =长期再融资操作; OMT =直接货币

交易; SMP =证券市场方案; VIX隐含=在S＆P 500指数期权的波动性。

1

三个月期LIBOR欧元和三个月德国政府票收益率之间的价差。

2

平均为期五年的12西欧国家（奥地利，比利时，丹麦，法国，德国，爱尔兰，意大利，荷兰的iTraxx纪常会蔓延，

葡萄牙，西班牙，瑞典和英国）。

3

传播20个最液体主权名称（奥地利，巴西，中国，哥伦比亚，克罗地亚，法国，德国，意大利，日本的平均五年的iTraxx CDS，

韩国，马来西亚，墨西哥，秘鲁，波兰，卡塔尔，俄罗斯，南非，西班牙，英国和美国）。

*德拉吉的*

*演讲*

*7月26日*

|  |
| --- |
| **第14页** |

全球金融稳定报告

*70*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

相对更心疼的欧洲国家（意大利，

法国，葡萄牙，西班牙和比利时）和下颚

该机型为其他九个国家，其中大部分

不在欧元区（图2.10）。因此，在

欧洲债务危机，纪常会（以及政的高度

府债券）敷于更容易受到欧洲

国家上升可以解释以上水平

通过在基本面和市场驱动力的变化

在我们的模型中考虑。一些为原因

在纪常会和政府债券超调行为

市场也可能反映了这些市场的流动性不足

在急性应激的时期。

尽管担心过冲导致更高

借贷成本的政府，我们没有发现强

这种影响和普遍的证据。要检查

关注，我们使用进行格兰杰因果检验

纪常会与来自基础模型的键残差。

这样我们就可以正式测试的时序关系

在利差过冲的措施之间

两个市场的控制从的COM后的效果

周一驱动程序。

35

如果我们发现纪常会通常残差

铅政府债券的残差，而不是相反，这

将与观点，即一致的超调

纪常会的ING利差人为地增加了主权

资金成本。结果（表2.2）表明，该

可能是我们的样本中的一些国家的情况下，

（意大利和美国），但不为多数

发达经济体的检查。债券residu-

ALS也有在上SCDS单向冲击

奥地利，法国，荷兰和葡萄牙的情况下，

这表明债券市场超调的影响

在SCDS市场。总体而言，证据是混合，

有对外围欧洲没有统一的模式

国家。 因此，我们没有发现的支持

查看，平均而言，在SCDS增加传播根儿

盟友增加对主权债券的融资成本

这些国家。

**概要**

总之，经验结果不支持多

约相对于纪常会的负面看法

其基本主权债券市场，虽然

有过冲对欧元区的一些证据

在压力期间的国家。测试电池

建议：

•两个纪常会和政府债券的利差

表现出对关键相似，显著的依赖

经济基本面，无一不是相似

金融市场风险因素的影响。

35

为了更好地捕捉发达经济体的力度，

表2.5基本模型是使用数据重新估计为14先进

经济而不是所有33个国家。纪常会和债券

残差是高度相关的，并加入SCDS（键）residu-

ALS（同期或滞后），为债券的示范基地

（纪常会）产生，而统计学显著正系数

明显提高模型的解释力。 这个

似乎表明，还有其他公共驱动器是不

在模型中，但是这是相关的解释既纪常会和

债券价差动态。

**表2.2。主权信用违约掉期（纪常会）和邦德之间的残差超前滞后关系**

**纪常会格兰杰原因债券**

**纪常会不格兰杰原因债券**

**债券格兰杰原因SCDS**

韩国，西班牙

奥地利，法国，荷兰，葡萄牙

**债券不格兰杰原因SCDS**

意大利，美国

澳大利亚，比利时，德国，爱尔兰，日本，英国

资料来源：IMF工作人员的估计。

注：SCDS =主权信用违约掉期。基于Granger因果检验。从14发达经济示范基地的估计（见表2.5）残差。

-3

-2

-1

0

1

2

3

4

五

6

7

英国

UnitedStates的

日本鬼子

一个

ñ

爱尔兰

韩国

澳大利亚

Austri

一个

通用电器

- [R

许多

氖

ŧ

HERL

一个

ND

小号

次季

IUM

西班牙

港口

ugal

法国

意大利

*SCDS*

*超调*

*主权债券*

**图2.10。过冲和下冲主权**

**信用违约互换（纪常会）和主权债券市场**

*（标准化的平均预测误差为2011年7月至九月*

*2012）*

资料来源：IMF工作人员的估计。

注意：外的样本预测误差相对于标准的平均的比率

样本内残留的偏差。内的样本估计使用的结果

示范基地在十月份（见表2.5）14发达经济体

2008年 - 2011年6月。

*下冲*

|  |
| --- |
| **第15页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*71*

•新的信息似乎被纳入

比主权债券更快SCDS市场

尽管在宽压力时期市场

各国之间的差异在正常时期。

通常，更多的液体的SCDS市场，

更迅速地它包含相关信息

到债券市场。

•总体而言，SCDS市场并不显得杆

ticularly更容易出现高波动性比其他

金融市场。

•然而，有显著共的证据

纪常会的运动分布在一些波动

国家和超调的一些迹象

高峰期间，脆弱的欧洲国家

债务危机。

•没有普遍的证据表明unex-

纪常会的plained部分扩展它的（部分

可能是由于投机活动）

导致主权融资成本增加。

•是否SCDS市场更有可能propa-

门的冲击比其他市场目前还不清楚，因为

嵌入SCDS的风险不能容易

从金融系统中的风险隔离。

**SCDS的法规和政策的影响**

**对金融稳定的举措**

一些监管和政策举措下

已影响或可能影响的方式

SCDS市场及其影响运作

金融稳定。上述证据提出铸件

上SCDS市场过度十字形的想法疑问

ENCE底层债券市场，但一些法规

旨在限制使用SCDS的合同：

最突出的是欧盟的裸禁令

卖空这是3月24日宣布，

2012年，和开始生效。2012年11月1日

（专栏2.2）。

36

这项禁令可能会增加成本

SCDS交易，因为有其他新的法规，

因为那些场外的更广泛的改革有关

衍生品设计，使市场更安全。 该

36

2011年11月15日，欧洲议会正式

通过了法规草案，最终版本，其中

通过了于2012年3月14日和3月24日公布，

2012年6月29日和2012年7月5日，欧盟委员会

出版各类技术标准，并于2012年11月1日，

适用三月25日以后执行的所有相关行业的禁令，

2012年开始生效。

禁令的相对价值和更广泛的改革

场外衍生工具在下面讨论。

在纪常会赤身裸体保障购买欧盟禁止

是监管努力协调欧盟短的一部分

销售和CDS交易规则。支撑它是一个

查看“在极端市场条件下是有

风险卖空会导致过度向下

病房螺旋价格导致市场无序

和可能的系统性风险“（欧洲委员会，

2010A，第 3）。 在一般情况下，禁止的好处上

空头头寸，以稳定金融市场，支持

港口价格，或者包含信贷息差，一直没

在其他禁令的研究经验证实。禁止在

股市卖空通常被认为

仅仅是减少市场流动性，阻碍价格

发现，增加价格波动（Beber和

帕加诺，2013年）。

然而，使用的理论模型，一些research-

ERS显示，裸露CDS的禁令可以帮助

删除的行为，导致不稳定。 例如，

车和塞西（2012）用一个理论模型显示

当裸CDS保护的购买是允许的，

有借贷成本和SCE-较大波动

narios可以发展中的借款人不会

能翻身的到期债务。 此外，

在这里进行的相对效率分析

与新闻被纳入价格在欧元区

区域国家发现，纪常会通常市场

结合新的信息的速度比马歇尔债券

在动荡时期凯茨。一些研究人员

解释为间接证据这种超前滞后关系

这SCDS哄抬政府融资成本

（国债收益率），并导致财政可持续性问题

（Palladini和波特斯，2011;和Delatte，杰克斯和

洛佩斯 - 比亚维森西奥，2012）。然而，从结果

基于从残差格兰杰因果关系检验

更全面的面板数据模型表明，这种厘清

tionship只有两个发达经济明显

密斯我们的样本（见表2.2）英寸

37

来自欧洲的Commis-影响报告书

锡永（2010年b）评估实行的可能性

37

见阿什克拉夫特和桑托斯（2009年）; 和Subrahmanyam，唐，

和王（2011年）的证据表明，CDS交易增加

资金的成本，因为“空债权人”的一些公司

问题（即贷款人投保失去奖励监督借款人

性能或重新协商）。有没有类似的经验

学习主权发行。

|  |
| --- |
| **第16页** |

全球金融稳定报告

*72*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

临时禁令。特别是，它发现了一些证据

认为“断路器”提供了一个冷静期

投资者重新评估的内在价值。 在另一

另一方面，一些研究他们审查发现，

断路器只是延长了期限

其中，被压抑的（大）的价格变动会

而与市场流动性的干扰发生。浦和

张（2012）发现了类似的效果2010-11

裸SCDS保护临时禁令德国

购买。此外，确定先验最优

时间官员呼吁暂时停止

贸易场外交易市场是困难的，特别是没有

到位从而使交易所交易平台

交易可以物理停止。鉴于数

参与SCDS市场国家的，它可能是

不清楚哪个机构将要求停止。 虽然

欧盟金融工具市场

法规（MiFID），因为它目前为非常能

对付滥用交易行为，包括任何

监管机构认为重要的SCDS市场，

*欧盟的裸卖空禁令，*

*裸SCDS保护买盘总结的COM*

*与2010/11类似，但暂时禁止回吐*

*在德国。*

欧盟规定“卖空及Cer-

信用违约掉期泰恩方面“走进

11月1日生效，2012年其声称的目标是

协调分散的卖空规则

对于主权债务和CDS法规

整个欧洲经济区（EEA; 27

欧盟加上冰岛，列支敦士登和国家

挪威）。特别是，它设法减少的风险

负价格螺旋主权债务和settle-

换货短所造成的发现（裸体）失败

销售和CDS保护的买盘。

该规定适用于所有30 EEA发行的债务

国家，包括其机构及其区域，

地方和市政府。

1

然而，与符合

ING欧洲证券与市场有关当局

领带，裸SCDS禁令适用于所有的市场

与会者包括欧洲经济区以外。 也，

法规只适用于执行的交易

3月25日之后，2012年实施和执法

换货委托给相关国家当局，

但执行将是困难的（见附件1.2

在2010年10月全球金融稳定报告）。

根据规定，市场参与者可以买到

保护引用EEA主权债务只有当

他们持有发行人的债务，或者如果他们有曝光

那些“有意义”的相关祖雷斯贝尔

注：由John Kiff撰写。

1

机构包括欧洲投资银行和5月

包括特殊用途车辆，例如欧洲Finan-

官方市场稳定基金。

在执行时，相关的主权债务。

2

不符合这些条件的交易是

只允许当它们涉及到市场的决策

活动和初级经销商操作。

3

这项禁令是类似的临时赤裸CDS的禁令

从2010年5月19日，在德国的影响，到三月

31，2011年，除了当前禁令似乎是

看作是一个永久性的措施。在德国的情况下，

政策涵盖了所有欧元区主权，但它应用

仅交易在德国结束，并且

例外不如鲜明的那些在当前

禁止。该禁令导致流动性降低的马歇尔

KET为纪常会引用希腊，爱尔兰的债务，

意大利，葡萄牙和西班牙。与此相反，SCDS市场

波动率下降为引用欧元区所有合同

国家，而在波动期间通常会增加

禁止在股票市场卖空。

德国禁令伴随着prohibi-

针对于那些支撑裸卖空头寸系统蒸发散

ING主权债务和公司股票，为的是

欧盟新禁令，尽管德国的禁令

暂时的，只适用于主要股票

金融机构。

2

为了满足“相关性”免，对冲曝光

必须是在同一个国家的一个实体，和量

买保护必须正比于调整Δ-

曝光的大小。的相关性标准可以由满足

定量或定性测试或由一个分析证明（例如

通过显示曝光为其命运的实体

有显著依赖于相关的主权）。 该

定量试验是满意的，如果调整后的皮尔森correla-

曝光的值和之间灰系数

在过去12个月所引用的主权债务是

至少70％。

3

然而，豁免并不适用于其他

做市商和一级交易商的活动。

**专栏2.2。欧盟禁止在购买裸主权信用违约掉期保护**

|  |
| --- |
| **第17页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*73*

欧洲即将进行的审查结果

证券和市场管理局可能降低

认为需要对交易禁令。

自2012年3月，当欧洲议会

通过了禁止裸规则的最终版本

SCDS保护购买，市场的流动性有所下降

为纪常会引用欧盟主权国家，虽然没有

因为清楚的禁令。净名义未偿贷款

已跌破2012年11月1日提前关闭，

起始日期为禁令的实施，或许

因为空头头寸，包括代理职位，分别为

早期的展开（参见法国和德国图

2.11）。值得注意的是，合同的净未偿贷款referenc-

ING意大利一直保持相当稳定，这可能是因为

银行有相关的主权对手套期保值

活动。

38

一些市场人士的讨论

表明它们即使除去的位置，他们

所涵盖; 他们担心对冲规则是这样

模糊，它们可以被看作即使推测

他们不是。在市场流动性的下降（和门牙过宽

许多欧元区利差纪常会的赛艇）有

与其他事件，尤其是政策announce-恰逢

ments如OMT，这可能降低

38

据市场人士透露，意大利拥有大量uncol-

单侧利率掉期，互换期权和跨货币掉期

与多家银行的位置。这样的银行都声称

使用意大利引用SCDS对冲的交易对手风险

这些合同。

对保险需求（图2.12）。鉴于conflu-

事件扰，减少SCDS市场的流动性可以 -

不被明确地解释为证据表明

禁令损害了SCDS市场。

较低的流动性SCDS，市场参与者

可望取代流动性较差等代理

银行参考的CDS和国债期货

在他们的对冲和交易合同SCDS

策略。专栏2.3概述了如何一个假设的损害以下各项

在SCDS市场换货可能迫使迁移

贸易及影响不同类型的国家。 在

一般情况下，使用了“下一个最好的”市场套期保值（银行

有的企业CDS合同和债券期货）

很可能是更昂贵的和不那么精确。 而

最近的禁令更可能影响较小的先进

经济体（其中SCDS是比重较大

相关债券），最终，这可能会降低inves-

在众多的潜在债券市场利率器

国家，提高发债有成本。

但是，令人鼓舞的是，欧洲Securi-

领带和市场管理局在evaluat-过程

ING调控的效果，将呈现

它的调查，欧洲议会的结果

2013年6月30日。此外，有规定

在调控，让欧洲当局

暂停在该事件的禁令被发现被减少

市场流动性过度。

这将使市场SCDS安全与 - 路由

出disenfranchising特定类型的参与者是

推动以清除所有标准化场外衍生工具合约

通过中央对手方（CCP的）。较高的成本

将由移动到的CCP将发生平衡

由益处中央结算可能带来减少

通过实施稳健的风险管理交易对手风险

标准，位置的多边净额结算和

共享的极端损失。这些费用由承担

所有的参与者，而不仅仅是采取某些类型的

位置。 结算会员必须支付其

负盯市场地位的后每天

ING抵押品（“变动保证金”），并张贴“初始

保证金“，以支付超过其公布的潜在损失

变动保证金在自己违约的情况下。

此外，成员必须有助于建立一个默认的基金

以支付自己违约或出现的极端损失

其他结算会员。

虽然合同的运动，关键控制点

有可能减少风险，场外衍生品市场

40

50

60

70

80

90

100

110

120

月11

DEC-11

扬12

二月12

MAR-12

APR-12

五月-12

俊12

07月12

AUG-12

SEP-12

辛12

十一月-12

DEC-12

巴侬卖空

采纳，

二○一一年十一月一十五日

OMTannounced，

September6,2012

*意大利*

Finalversionofban

发表March24,2012

潘基eective，

November1,2012

*德国*

*西班牙*

*爱尔兰*

*法国*

*联合的*

*王国*

*瑞典*

来源：证券托管清算公司; 基金组织工作人员的计算。

注：OMT =夺标货币性交易。

**Figure2.11.Sovereign信用违约互换：NetNotional**

**AmountsOutstanding，SelectedEUCountries**

*（November11,2011 = 100，weeklydata）*

|  |
| --- |
| **第18页** |

全球金融稳定报告

*74*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

通常，SCDS更难比其他明确

衍生品迄今只有四个参考SCDS

国家关键控制点被清除。

39

之所以关键控制点

不愿明确纪常会是他们对关注

“错向”的风险，一个术语，指的事实，即

发布初始保证金和违约基金贡献

系统蒸发散将是美元或欧元或政府

证券这些货币计价的。 这样

证券的那些相同标的大部分的

SCDS合同。因此，一个主权的苦恼会产生

恶性循环（一个实现了错向风险）通过

而在同一损害抵押物的价值

时间的增加在SCDS合同的风险，这

将需要更多这样的抵押品被公布。在任何

情况下，根据最近提出的建议被考虑

欧洲议会，欧洲主权国家和

他们的机构将在规定的豁免

39

几乎所有的CDS中央清算是通过美国完成，

洲际交易所公司（ICE）欧洲设施; 和

根据金融稳定委员会（2012年），只有12％

优秀的CDS合约的中央清算，几乎所有的人

经销商对经销商的交易。在所有纪常会，四引用sov-

ereigns清除目前是阿根廷，巴西，墨西哥和委内瑞拉。

他们的交易被移动到关键控制点，留下自己的反

继续与各方对手风险时，钱

是欠他们的。

以移动SCDS到CCP的另一种方法是

是要求所有对手保证金发布

双边场外交易纪常会。虽然变化

保证金是目前最世行之间传递

交易商交易对手，初始保证金的发布

是不是目前市场常态。

40

条例

要求各金融机构和全身祁门功夫，功夫

坦非金融机构帐初始和杂物 -

非集中清算交易保证金化

目前正在由标准制定者开发

（巴塞尔银行监管委员会，国际证监会组织，2013年）。他们可能会帮助降低

对手方风险，并有助于保障双方

万一其中一个背弃合同，但

他们也将增加使用SCDS的成本

40

按照ISDA（2012A）保证金调查显示，93.4％的

CDS的交易都受到抵押发布的要求

对所有OTC衍生品71.4个百分点。该调查不

最初和变动保证金的要求进行区分，但

实行初始保证金的费用的ISDA（2012b）的分析

要求表明，一些市场参与者最初发布

保证金。

*比利时*

*丹麦*

*法国*

*德国*

*爱尔兰*

*意大利*

*荷兰*

*波兰*

*葡萄牙*

*西班牙*

*联合的*

*王国*

*巴西*

*中国*

*哥伦比亚*

*克罗地亚*

*马来西亚*

*墨西哥*

*秘鲁*

*俄国*

*SouthAfrica*

*火鸡*

0.0

0.5

1.0

1.5

2.0

0.0

0.5

1.0

1.5

2.0

2.5

Tradevolumeratio

Bidaskspreadratio

欧洲联盟

新兴市场经济体

（excludingEU）

***Bidaskspreadwidened***

***对于relativeTo 2010-11averages***

***Bidaskspreadnarrowed***

***Tradevolumeincreased***

***相对to2010-11averages***

***Tradevolumedecreased***

资料来源：彭博资讯; 美国证券托管结算公司; 基金组织工作人员的估计。

注：纵轴是平均中标比例要求纪常会蔓延在2012年11 - 12月到2010 - 11年。 该

横轴是新的交易在2012年11 - 12月新的行业在2010 - 11年度的比率。

**的Figure2.12.MarketLiquidityMeasuresbefore和afterBanonShort销售**

**主权信用违约掉期（SCDS）**

|  |
| --- |
| **第19页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*75*

*为了评估一个假设的场景，其中的SCD市场*

*被有效地关闭，以检查它是非常有用的*

*好处和纪常会的市场和潜在成本*

*替代品。*

***为什么买裸SCDS保护***

***经济实用，有什么办法？***

裸SCDS保护购买在经济上是

相当于卖空标的债券。 在

这两种情况下，交易是如果可能性通常有利可图

的信用事件的增加油烟机。此外，既提供

通过增加的流动性的有用功能

潜在市场（Beber和帕加诺，2013年）。 在

此外，这两款CDS保护买盘及空头

销售价格保持从反映的活性

只有最乐观的市场参与者。

在一般情况下，SCDS比短更有效

销售为一体的交易，或者对冲的手段，

负面信用事件。卖空需要suf-

这可以借用的债券够的数量和

深回购协议（回购）市场中，

借用他们。只有先进经济屈指可数

密斯有这样的回购市场（澳大利亚，法国，

德国，日本，荷兰，美国特大号

DOM和美国）。特别是对于国家

试图在经历压力，卖空的需求可以

有时压倒可用债券的供应

放贷。此外，这种贷款可能在被召回

任何时间，所以，不像SCDS，位置不能

锁定在较长条款。

其他选择包括政府债券

期货合约和代理等的CDS

大型金融公司和公用事业。 然而，

国债期货合约都可以

上只有极少数的主权和国债期货

嵌入信贷和利率风险，而

纪常会隔离信用风险。虽然利率

期货合约的风险可以使用大部分抵消

利率掉期，这样的交易将增加

经营风险，需要额外的过帐

TIONAL安全的资产作为抵押（见第3章中的

2012年4月全球金融稳定报告）。与代理hedg-问题

ING利用大型金融CDS的主权风险

企业或公用事业的是，这些市场通常是

不够大，再加上其使用可能涉及其他

不必要的风险（表2.3.1）。任何有意义的反

从风险SCDS金融CDS市场的FER

可能会进一步加强之间的连接

这两个市场 - 在对比的其他目标

政策。 此外，其他，更不透明和定做

美化版场外衍生工具合约，如总回报

掉期，可以作为替代品纪常会。

1

***会发生什么了市场对于***

***相关债券，如果SCDS合同不再***

***存在？***

对于发达经济体，尤其是较大econo-

密斯和那些被认为是安全的，SCDS市场

一般都小，底层比较

政府未偿债务，这表明

在SCDS市场的消亡将收效甚微

底层债券市场。但是，SCDS

总名义金额大相对于那些支撑

ING政府债务对许多新兴市场

1

总回报掉期是一种衍生物，其中变量

支付是基于标的资产的回报。

**专栏2.3。什么可以纪常会的灭亡的影响？**

**表2.3.1。主权和银行信贷的相对大小**

**违约互换市场**

*（10亿美元，净名义金额）*

2012年7月

2012年12月

更改

法国

SCDS

23.3

15.7

-7.6

银行CDS

7.1

6.3

-0.8

德国

SCDS

22.1

15.3

-6.8

银行CDS

6.2

6.6

0.4

意大利

SCDS

20.4

21.3

0.9

银行CDS

6.4

5.9

-0.5

西班牙

SCDS

13.6

12.7

-1.0

银行CDS

5.2

5

-0.3

英国

SCDS

10.9

8.2

-2.7

银行CDS

10.0

10.5

0.5

来源：证券托管清算公司; 基金组织工作人员

计算。

注：净notionals证明在这两个市场的风险敞口

相关的对冲效果。银行CDS为参照合同

下面的大银行：法国，法国巴黎银行，法国农业信贷银行，法国兴业和

兴业银行; 德国，德意志银行和德国商业银行; 意大利，Banca银行

蒙代Paschi锡耶纳，Banca银行Popolare米兰，联合圣保罗银行和

联合信贷银行; 西班牙，西班牙对外银行，德银行萨瓦德尔，桑坦德银行和Bankia银行;

和英国巴克莱银行，汇丰银行，劳埃德银行，渣打银行，

和苏格兰皇家银行。

注：布伦达·冈萨雷斯 - 埃莫西约，肯备

Chikada，和John Kiff。

|  |
| --- |
| **第20页** |

全球金融稳定报告

*76*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

经济体和一些欧洲国家（图

2.3.1，水平轴）。

一般情况下，禁止购买裸

SCDS保护可能永久损害SCDS

市场，交易将排除了一套杆的

ticipants，帮助提供流动性和平衡

市场-A上SCDS合同完全禁止会

更加可怕。

2

然而，损失的影响

2

Beber和帕加诺（2013年），卖空禁令学习

在世界各地，断定他们是有害的

市场流动性可能没有支持的预期效果

移植市场的价格。

流动性和定价的影响将可能取决于

类型的国家。例如，某些先进

经济有替代市场，通过它

消极的主权信用风险的意见可以表达。

然而，在许多新兴市场经济体，如

替代品是不可用的，所以SCDS的损失作为

对冲工具可能产生消极后果

对于其他信用市场，包括底层

债券市场，并能提高发行成本。 在阿迪-

化，SCDS经销商认为对冲交易对手风险

与主权国家他们的其他衍生工具交易

将面对这样的套期保值业务更高的成本。

**专栏2.3 *（续）***

*比利时*

*捷克共和国*

*希腊*

*爱尔兰*

*意大利*

*日本*

*韩国*

*新西兰*

*葡萄牙*

*南非*

*西班牙*

*美国*

*阿根廷*

*巴西*

*智利*

*中国*

*克罗地亚*

*埃及*

*匈牙利*

*印度尼西亚*

*以色列*

*拉脱维亚*

*立陶宛*

*马来西亚*

*墨西哥*

*巴拿马*

*秘鲁*

*菲律宾*

*波兰*

*罗马尼亚*

*俄国*

*斯洛伐克共和国*

*斯洛文尼亚*

*泰国*

*突尼斯*

*火鸡*

*乌克兰*

*委内瑞拉*

0.0

20.0

40.0

60.0

80.0

100.0

标准普尔评级

小号

*发达经济体*

*新兴市场经济体*

CC

CC +

CCC-

CCC

CCC +

B-

乙

B +

BB-

BB

BB +

BBB-

BBB

BBB +

A +

AA-

AA

AA +

AAA

一个-

一个

一般政府债务总额SCDS优秀的比

来源：国际货币基金组织，世界经济展望和国际金融统计数据库; 标准普尔; 基金组织工作人员的估计。

注：国家评为AAA级，在一般政府债务总额SCDS优秀的比例依次是英国，德国，挪威，

荷兰，法国，澳大利亚，瑞典，芬兰，丹麦和奥地利。

**图2.3.1。国家信用评级和出色的主权信用违约比率**

**掉期（SCDS）到政府债务2011**

|  |
| --- |
| **第21页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*77*

市场。 但是，主权国家和他们的机构可能

从双边保证金免除张贴和

集中清算交易委员会（BCBS-IOSCO，2013年）。

41

总之，在努力消除不稳定

炒作，禁止裸可能产生的影响

卖空是体积持续下降，

流动性，这可能损害的避险作用

SCDS市场。流动性较差可能会导致更多

代理套期保值和高溢出到其他马歇尔

凯茨 - 与潜在的意外后果

减少金融的稳定。无论禁令约束的

猜测可能与超调，

并因此不稳定的市场条件，仍然

待观察。运动场外衍生品的政策

到CCP的似乎是制备的具体方法

在SCDS市场更安全。虽然，在短期内，

发布初始保证金的成本会高，这是

预计将有积极的影响稳定

中期来看，随着对手的风险会降低

和透明度潜在改善。 然而，

可以发布主权对手的豁免

抵押是有问题的，因为它继续留经销商

暴露于主权债务违约风险的银行，他们将

对冲可能与购买SCDS保护。

**结论和政策启示**

本章的研究结果表明结论

在以下几个方面和政策含义：

• *纪常会为一般可靠的市场指征中的作用*

*器。*当相对于其可比检查

债券利差，利差SCDS大约

作为相当于主权信用风险 - 指标

一致反映经济基本面和

其他市场因素。SCDS市场似乎

结合信息要比债券市场更快

在压力期间，但是这并不总是

情况下，在其他时间。

• *金融稳定的影响。* SCDS可以用

对冲主权信用风险，从而提高

金融稳定。但是，像其他仪器

ments，SCDS可能会有溢出dur-

41

也就是说，如果主权国家及其机构没有义务

抵押物后，他们的欧洲银行的交易对手可能会得到缓解

从交易对手新的巴塞尔协议III的资本要求

与这些实体交易的信用风险。据我们了解，

没有其他司法管辖区正在考虑这种救济。

ING压力时期（特别是考虑到其使用

作为代理信贷对冲其他金融和

非金融机构）。我们的分析表明

这个威胁没有更多的依赖于SCDS市场

比底层债券市场; 的确，

在压力期间既有可能是不稳定的，

如传染性力量在所有finan-目前

在此期间官方市场资产。我们发现

基于模型的使用过冲的证据

对一些欧元区国家的预测值

纪常会在最近的一段传播

窘迫，但趋势并不普遍。

• *政府和监管中的作用。*政府

和监管机构必须提高机会

纪常会和CDS市场的运作

更普遍。

在点O案件最近的努力，在符合

G20议程的监管，要求交易对手

张贴在双边贸易或移动的初始保证金

他们的CCP（其中这类保证金要求

会更低）。尽管成本高昂，短期内，

这样的改进风险管理能

在长期发挥效益，通过减少

对手方的风险和减少了潜在

从主权信用事件的溢出效应。

o最近有关购买裸欧洲禁令

纪常会保护出现在移动

方向错误。尽管禁令的影响

很难从影响来区分

其他政策公告，禁止

可能已经引起一些障碍

市场流动性。而禁令可能导致尚未

SCDS网保护的一些重要买家

化，包括那些不受禁令的目标，

从市场退出; 若然，SCDS

市场流动性将有可能进一步降低

和套期保值成本提高。该禁令的影响

在投机，套期保值的成本，而信息

纪常会和灰价值仍有待观察，但他们

作为证据积累禁得住推敲。

Ø更广泛地说，作为一个永久显然测

肯定的是，禁令可能从根本上损害

通过生成SCDS市场运作

替代交易计划或转让

风险到其他市场，可能是包括透明少

ENT。即使临时禁令的交易已经

发现只有有限的有用性，并

|  |
| --- |
| **第22页** |

全球金融稳定报告

*78*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

有许多的消极后果

永久的。

但愿SCDS可以超调乐趣的关注

damentals或在其他市场蔓延的原因

将由机制来更好地给

暂时停止交易，如“电路突破性

ERS“为触发亮线标准，

这种升降暂停。诚然，实行临时

暂停交易在场外市场，而不是

交易所的交易环境，为particu-

larly困难，因为没有正式的交易

平台。但实施的禁令，这需要

鉴定机构认为维持破获

空仓，也不过相当困难

短期即将到来的报告要求

位置应该有所帮助。

• *数据的差距。*虽然它可能是不恰当的释放

关于个别交易对手的详细信息

SCDS位置向社会公布，宏观审慎

主管应能够访问这些数据。

这些信息可以使他们能够评估风险

金融稳定和规避，或至少

预计，对于传染渠道。要度

关于风险及其内部不确定性

令可以通过公开发行来减少

一些聚集或屏蔽信息，潜在的

蔓延和超调（的动机之一

系统蒸发散为禁止破获SCDS保护）

可能会降低。

总体而言，市场SCDS有利于增强金融

通过提供一种机制来对冲sover-稳定

横生的风险。我们发现，没有证据支持CON组

欧洲核子研究中心的SCDS市场可能小于有效

在反映经济政府债券市场

基本面上，我们发现几乎没有证据表明该

SCDS市场比任何其他更不稳定

金融市场。这就是说，我们发现一些证据

纪常会过冲在几个欧元区国家

在最近的应力的周期。溢出效应

其他国家的市场，纪常会和正在进行

国内银行和主权国家之间的联系

还存在的CDS市场的范围内，如

他们做的更普遍。最近努力解决

背后，这些连接的基本性质

会比将限制更高效

在SCDS市场上能限制和扭曲它

角色为“使者”。

|  |
| --- |
| **第23页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*79*

**附件2.1。对主权信用的底漆**

**违约互换**

CDS是双边协议转让信贷

的“参考实体”的债务风险-corpo-

口粮（金融和非金融），主权和

其他法人实体，如证券化特殊目的

汽车。 CDS的买家，对损失的保护

与预定义的信贷事件（如失败

到付）在合同期内以换取

支付保费，以保障卖方。

42

如果信用证

事件发生时，支付保费终止，

合同结算; 结算由保护

卖方支付相等于合约名义

值减去的“交付”债务价值

由参考实体（“回收价值”）发布。

43

举例说明，假设CDS保护的可能

购买了100个基点，每一个传播

直到今年合同终止。如果它以终止

信用事件，回收率值是20％

比肩，保障卖方将支付80％

的名义价值，以保障买家。 该

恢复值是基于一个参考值

作为信用事件后确定的资产; 类型

和参考资产的特性是收缩

tually有效地指定，保护购房者

具体地确定其中哪些用于

最终回收价用于清偿

合同。

44

注：由Ken Chikada，约翰Kiff和浩子大浦准备。

42

2009年之前，每年保费的支付保护

买家是等于CDS面值扩蔓延在其中

定期支付保费的贴现现值

等于在结算金额的预期现值

情况下，信用事件。从2009年开始，保护买方支付

已被固定在几个标准之一的年保费

水平（25，100，300，500，和1000基点）加上或减去

预付款来补偿的区别

票面价差和固定保费。该SCDS利差使用

在本章的实证研究是票面利差（Willemann，

利明和戈什，2010）。

43

保护买家还支付，因为应计保费

以前支付给卖家的保护。此外，CDS用于usu-

通过对违约义务交付盟友解决物理

到Exchange中的保护卖方相当于一个量

CDS的“名义价值。他们现在主要是通过两入驻

舞台拍卖为基础的CDS协议产生公平公正

恢复值计入现金，而不是物理，定居点。

44

在两阶段拍卖上文提到，与会者谁

卖债券将提供最便宜债券指定

由国际互换与衍生Associa-资格

化的决心委员会。见Andritzky和辛格（2006年）

自2005年6月已经有103 CDS信用

事件但公开只有两个SCDS信用事件

记录定居点。

45

最近SCDS事件

是2012年3月希腊债务交换，这提供

作为SCDS的潜在复杂性，例如

信用事件触发和结算（专栏2.4）。CON-

关于欧洲银行cerns传言是大卖家

希腊债务保护（他们却是亏损的

可能遭受）导致了国际各种战术

当局推迟SCDS结算触发。

46

该

SCDS合同最终被触发和谣言

证明是毫无根据的，但这一事件使一些人

质疑SCDS的实用性。

CDS可以用于采取无资金短（或长

位置）的参照义务通过购买（或

卖出）保护。此外，交易商试图利用定价

CDS和基本参考之间的差异

通过采取抵消头寸的债券，名为“基础

交易“。例如，假设一个五年票面

债券，5％的优惠券可以资助了

阿默尔和与蔡（2011）以获得更多关于这种潜在价值

最低到交付驱动拍卖的回收价格选项。

45

6月以来的主权信用事件和重组的

2005年，当CDS结算资料后，

仅在2012年的信贷事件厄瓜多尔在2008年和希腊

导致CDS定居点。根据不同的市场人士透露，

至少有三个其他信用事件可能触发CDS settle-

ments（伯利兹于2006年，塞舌尔于2008年，牙买加2010）。

另外，据达斯，Papaionnou和Trebesch（2012年），

自2005年6月已经有26宗主重组。

46

立法获得通过，有效地“改造”集体行动

条款（CAC）提供177十亿€老希腊国债

（矿渣微粉）于2012年2月24日，在自愿的情况下参加

不会足够高的。改装的集体行动条款允许的成键

持有人的累计未偿还本金的三分之一

老矿渣微粉对所有债券持有人绑定到重组。 相反，

典型集体行动条款仅适用于特定的键序列，并且需要

超级多数改变债券条款，允许投资者

大位置，以阻止一系列的重组。希腊

改造法律不允许任何债券系列退学和

法国CAC的聚集性使阻塞的可能性不大。为了保护

欧洲央行和各国央行，它们的债券持有被交换

与相同条件，但不同的序列号，以新债券

确保他们不会受到任何债务置换覆盖。 以来

债券持有人虽然没有法律服从时，纪常会不

触发。Gelpern和古拉蒂（2012）认为，信用事件可能

前面已经触发是否发行新的债券，欧洲央行

从重组中排除的明确目的

已被确认为从属。更多的“诠释学”读书

在这种情况下，CDS合约的模糊触发准则，但

这可能是需要调和的竞争性需求

当局和市场参与者。

|  |
| --- |
| **第24页** |

全球金融稳定报告

*80*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

满5年固定的4％。

47

那会

生产100基础上预计全年现金流入

点（500 - 400个基点）。对于CDS债券

“基础”是零，引用该债券的CDS

还必须在100个基点，交易（图

2.13）。

48

此外，如果信用事件发生时，键和

CDS基础包将遭受相同的损失。

49

47

为了实现固定利率资金，债券通常

资助回购市场上的浮动利率基础上交换

到使用利率掉期固定利率在足月。

48

如果没有信用事件，包和参考有义务奉行

gation都返回面值。在这个例子中，如果有一个缺省

CDS的包返回面值的百分之零（面值

无风险投资减去名义CDS的100％的

保护付款），这是相同的参照义务

回收价值。

49

图2.13交易假定为零恢复

在信用事件主体。

当基础是积极的，出售CDS保护

重刑和通过卖空国债参考它覆盖

可以盈利。当基础是负的，它可以

通过购买债券和CDS买入套利被

保护。 这些行动应缩小的基础。 在

实践中，基础是很少为零等因素所致

如交易成本，资金和对手方风险，

保护买家的最廉价到交付选项，

CD和基准之间的货币错配

债券，用作参考的债券nonpar债券

（图2.14）。然而，一个非零SCDS基础可

也反映了结合套利障碍

差分纪常会的反应和债券市场

经济和市场的发展（奥凯恩，2008）。

测量风险纪常会轮流合同

对总名义金额之间的差异

优秀和净名义金额。 最

*在2012年3月希腊债务交换是最大的*

*主权重组事件的历史。约200 bil-€*

*希腊国债狮（矿渣微粉）进行了交流*

*新的矿渣微粉。老矿渣微粉谁曾纪常会持有*

*对他们的保护恢复大致面值*

*其持股，但这一进程投不确定性*

*在纪常会的生存能力作为避险工具的疑虑。* *一个*

*行业牵头的倡议正在重新考虑解决进程*

*SCDS的信用事件。*

两个主要因素确定的有效性

CDS保护：（1）该事件是否负责

的损失会触发CDS支出和（2），如果它

被触发，支出是否弥补的损失。

从表面上看，希腊SCDS去结算

根据计划。重组事件被称为

3月9日，以及随之而来的3月19日结算

产生SCDS支出大致与损失的行

在发生债务交换。

不少市场人士认为胜负

一个幸运的巧合，因为支出可能

已经比在旧的损失要小得多

矿渣微粉。交换删除所有未老

矿渣 *之前* CDS的沉降，因此要求

新的矿渣微粉被接纳为交付义务

系统蒸发散。 幸运的是，新的矿粉约被交易

面值的22％进入了CDS结算，

同样的价格，对老的矿渣被交易

之前的交流; 因此，该支付相匹配的

在旧的矿粉损失。然而，不确定

确定性围绕CDS合约的派息

侵蚀市场信心SCDSs。

但是，如果市场已经看到了作为交换

支持希腊的债务可持续性，市场

新矿粉的价值将会更高

比旧债券。在这种情况下，SCDS

派息不会覆盖造成的损失

找的零钱。其结果是，在国际互换

与衍生工具协会（ISDA）在看

如何改变标准的CDS文档处理

此类情况。

其中一项建议是通过提供一揽子解决

在按比例仪器仪表新

他们更换（见达菲和Thukral，2012）。 在这

情况下，每€希腊语SCDS 100会一直

对于新的矿渣微粉31.5€，欧洲 - 的15.0€交换

佩尼亚金融稳定基金担保的票据，以及

€31.5 GDP权证。随着新的矿粉交易

按面值的22％，这个包不包括

权证的价值，本来也都是值得

在新的矿粉杆€31.5大约22％

22％加上担保票据的€15

**专栏2.4。对于SCDS市场的希腊债务交换及启示**

注：由豪尔赫·赞刘和John Kiff撰写。

|  |
| --- |
| **第25页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*81*

SCDS数据收集和使用这些支付

概念。

毛名义值被计算在每个交易

基础。 例如，如果A银行出售CDS $ 100

保护银行B，总名义金额（在

交易橙色以下突出

表）和净名义金额被报告为$ 100。

**毛**

**出售**

**毛**

**买**

**净**

**出售**

**净**

**买**

**银行A**

-100

-100

**B银行**

100

100

**总**

-100

100

-100

100

如果A银行通过购买100 $对冲其立场

从同一参考实体的CDS保护

C银行（在以蓝色突出显示的交易

如下表），毛总名义金额

上升到$ 200，但净名义金额保持在

$ 100 $ 100的号码是风险的相关指标

转让，但$ 200是有关作为交易对手风险

度量，因为虽然银行A是“平的”（无曝光

肯定），银行B和C仍面临风险

A银行拖欠其合同义务。

**毛**

**出售**

**毛**

**买**

**净**

**出售**

**净**

**买**

**银行A**

-100

100

**B银行**

100

100

**C银行**

-100

-100

**总**

-200

200

-100

100

贸易压缩和“泪起坐”可以用来

通过取消抵消毛利率降低名义金额

**CDSCashFlows**

**EquivalentBondCashFlows**

-2.0

-1.5

-1.0

0.5

0.0

0.5

1.0

1.5

2.0

年

年

年

年

Cashinows

SellaveyearCDScontractforanotionalvalueof100millonat

100basispoints.Cashowswithoutdefault。

100

-104

-100

五

五

五

五

105

-100

-80

-60

-40

-20

0

20

40

60

80

100

-2.0

-1.5

-1.0

-0.5

0.0

0.5

1.0

1.5

2.0

Bondpurchase（leftscale）

借款（leftscale）

Netcashinow（RightScale的）

Borrow100millionat4.0percentandbuyaveyearbondwith

5percentcouponatpar.Cashowswithoutdefault。

100

-4

-4

-4

-4

-4

-4

-4

-4

-104

-100

五

五

五

五

五

-100

-80

-60

-40

-20

0

20

40

60

80

100

-2.0

-1.5

-1.0

-0.5

0.0

0.5

1.0

1.5

2.0

Bondpurchase（leftscale）

借款（leftscale）

Netcashowfrominterest

支付（RightScale的）

Borrow100millionat4.0percentandbuyaveyearbondwith

5percentcouponatpar.Cashowswithdefaultatyear5。

-100

-100

-80

-60

-40

-20

0

20

40

60

80

100

-2.0

-1.5

-1.0

-0.5

0.0

0.5

1.0

1.5

2.0

Paymentatdefault（leftscale）

Cashinowfromspreads（RightScale的）

SellaveyearCDScontractforanotionalvalueof100million

at100basispoints.Cashowswithdefaultatyear5。

资料来源：基金组织工作人员。

**Figure2.13.ConstructingtheArbitrageTradebetweenCredit违约掉期（CDS）andBonds**

*（百万）*

0

1

2

3

4

五

0

1

2

3

4

五

0

1

2

3

4

五

0

1

2

3

4

五

|  |
| --- |
| **第26页** |

全球金融稳定报告

*82*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

冗余的合同。在这种情况下，银行A可以转移

（“诺瓦泰米拉”），以B银行的合同义务

银行C作为示于下表中，使毛

系统中的名义金额恢复到100 $。

**毛**

**出售**

**毛**

**买**

**净**

**出售**

**净**

**买**

**B银行**

100

100

**C银行**

-100

-100

**总**

-100

100

-100

100

实际上，这些多余的摘的增殖

设置交易创造了总值（GDP）之间的巨大差距

和净名义金额。这就是说，压缩

锡永的操作是有限的，因为一些做转移

在考虑交易对手的限制无法工作，

限制或抵消交易都不太

完美匹配（例如，相同的为参考

ENCE实体，但不同的合同条款）和

只有经销商（而不是最终用户）参与

操作。

-400

-300

-200

-100

0

100

200

300

400

韩国

葡萄牙

意大利

比利时

UnitedStates的

爱尔兰

荷兰

日本西班牙

奥地利法国

德国

英国

澳大利亚丹麦泰国

哈萨克斯坦

巴西

越南

印度尼西亚

鲁西

一个

墨西哥土耳其

巴拿马

哥伦比亚

中国

马来西亚罗马尼亚

秘鲁

SouthAfrica

立陶宛

菲律宾

克罗地亚波兰

匈牙利保加利亚

委内瑞拉

埃及

乌克兰

阿根廷

-1,500

-1,000

-500

0

500

1000

1500

*发达经济体（左轴）*

*1*

*新兴市场经济体（左轴）*

*主权债券利差（右轴）*

资料来源：彭博资讯; 基金组织工作人员的计算。

注意：对于主权债券利差，摩根大通亚洲信贷指数被用于韩国和泰国; EMBI全球指数用于其他新兴

市场经济; 和彭博的不断成熟收益率减去互换利差扩大用于其他发达经济体。类似的关系

如果是用于新兴市场conomies的EMBI收益掉期利率持有。

1

不包括希腊，那里的平均基础是超过1300个基点。

**图2.14。主权信用违约掉期之间的利差Dierence主权和债券利差，**

**部分国家**

*（在个基点，平均2008-12，已经年男高音）*

|  |
| --- |
| **第27页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*83*

**附件2.2。技术背景：**

**纪常会差和债券的决定因素**

**价差**

当比较纪常会和债券市场，

研究论文往往比较纪常会蔓延到

债券利差，而不是债券的收益率。

50

债券利差

对于大多数发达经济体的测量

债券收益率和利率掉期之间的差异

率，在丰塔纳和Scheicher（2010年）。

51

对于

新兴市场经济体，我们使用的EMBI

传播，如成龙，刘德华和Kim（2005）。 结果

是稳健的，如果EMBI产生，再减去掉期费率

代替。

**数据**

我们研究范围广泛的国家（见表2.3）

那些对纪常会和政府有意义的数据

换货债券利差和所使用的其他变量

分析。 样本包括先进的，

新兴市场经济体（33个），而

大多数以前的分析使用一种或另一种。

52

我们

从2008年10月，流动性时所使用的数据

（买卖差价）为纪常会在发达经济

密斯明显改善，DTCC开始

提供数据量。对于大多数发达经济体，

SCDS合同参考国内政府

债券，因此我们使用他们的国内政府

债券收益率。对于发达经济体，其SCDS

合同引用外部政府债券（例如，

韩国，新西兰，瑞典，），我们用自己的外部

债券收益率可能的话（韩国），或删除它们

注：浩子大浦制备。基于大浦和Valckx

（即将出版）。

50

奥古斯丁（2012）提供了纪常会的全面概述

文学。

51

一些研究通过观察债券审视欧元区国家

利差VIS-à-可见德国国债（例如，Palladini和波特斯，2011）

但这种方法排除了包括德国在内的分析

与复杂的债券价差的三围等先进

欧元区以外的经济体，如日本，美国

英国和美国。市场标准杆的讨论

ticipants建议他们使用的措施非常相似，我们的（也就是说，

资产掉期利差），以利率互换利率作为相关

套利交易的资金成本。资产掉期利差和我们

措施具有高的相关性（接近1）。

52

贝尔尼和Fratzscher（2013）研究了类似的样品，但

更加侧重于不同国家蔓延，以纪常会和

债券作为主权风险的替代措施。

分析。对于新兴市场经济体

纪常会引用合同的外债，并

我们把它们的外部债券摩根大通利差

指数（EMBI或摩根大通亚洲信贷指数）。

**价差的决定因素**

我们估计面板模型回归SCDS

利差和国债利差（ *ÿ*

*一世*

）就各种

OU的经济和金融的解释变量

（ *熙*），使用月度数据表中所列2.4。如果SCDS

市场比较投机或更多的影响

金融市场状况比债券市场，我们

应该看到较小的或微不足道的系数（B）

对于经济基本面变量更大，

市场和全球更显著系数

在SCDS模型变量比债券

模型。

基本型号 *ÿ*

*一世*

=一

*一世*

+ B *点¯x*

*一世*

+ε

*一世*

对于国家 *我*（2.1）

我们选择了是解释变量

在主权风险文献中经常使用

（见表2.4）。

53

• *宏观经济的基本变量。*该模型

包括国家的债务占国内生产总值的比例，实际国内生产总值

增长速度，以及国际储备。 第一

可变预期会增加点差，

而后两者会降低它们。 在

此外，在滞后的资产回报率（ROA）回报

国的银行业包括反映

来自银行可能的风险转移效应仲

器以主权国家（较高的银行ROA应减少

预计负债的政府

彪和下部主权风险），如在Diekman

和厚木板（2012）。

• *市场微观结构的指标。*我们还包括

市场流动性（买卖差价）和容积

措施（净SCDS卷在突出

主权债务优秀）的百分之一。 低

53

早期研究（爱德华兹，1984，1986年;以及Boehmer和

麦金森，1990年）建立的财政和宏观的作用

基本面的信用利差。其他人强调，市场

因素，如风险偏好，风险溢价和流动性也

重要（达菲，佩德森和辛格尔顿，2003; BAEK，Bando-

padhyaya，杜，2005; Remolona，Scatigna，吴，2008;

Hartelius，Kashiwase和Kodres，2008; 潘和辛格尔顿，

2008; 卡塞雷斯，古佐和Segoviano，2010; 和阿尔珀，弗尼，

和Gerard，2012）。

|  |
| --- |
| **第28页** |

全球金融稳定报告

*84*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

**ŧ**

**能2.3。列表**

**C**

**包括在ountries**

**Ë**

**mpiric**

**人小号**

**案例研究**

用于面板估计国家

1

用于查询价格的国家

Ÿ估计和程式化事实科

所有（33）

高级

经济（14）

新兴

市场

经济

（19）

所有（40）

先进经济体（AE）

新兴市场经济体（EM）

欧盟（16）

非欧盟国家（24）

所有自动曝光（15）

欧元区

（9）

欧元区核心

区（5）

其他

欧元

区域（4）

非欧元区

（6）

所有EM（25）

欧洲的

EM（9）

其他EM

（16）

阿根廷

澳大利亚

阿根廷

阿根廷

澳大利亚

奥地利

奥地利

爱尔兰

澳大利亚

阿根廷

保加利亚

阿根廷

奥地利

阿根廷

澳大利亚

奥地利

巴西

澳大利亚

奥地利

比利时

比利时

意大利

丹麦

巴西

克罗地亚

巴西

比利时

澳大利亚

奥地利

比利时

保加利亚

奥地利

比利时

法国

法国

葡萄牙

日本

保加利亚

Hungar

ÿ

中国

保加利亚

巴西

比利时

法国

中国

比利时

丹麦

德国

德国

西班牙

韩国

中国

立陶宛

哥伦比亚

丹麦

中国

巴西

德国

哥伦比亚

巴西

法国

爱尔兰

荷兰

英国

哥伦比亚

波兰

埃及

法国

哥伦比亚

保加利亚

爱尔兰

埃及

保加利亚

德国

意大利

美国

克罗地亚

罗马尼亚

印度尼西亚

德国

克罗地亚

中国

意大利

Hungar

ÿ

中国

爱尔兰

荷兰

埃及

俄国

哈萨克斯坦

Hungar

ÿ

埃及

哥伦比亚

日本

印度尼西亚

哥伦比亚

意大利

葡萄牙

Hungar

ÿ

ŧ

urkey

马来西亚

爱尔兰

印度尼西亚

埃及

韩国

哈萨克斯坦

克罗地亚

日本

西班牙

印度尼西亚

乌克兰

墨西哥

意大利

日本

法国

荷兰

马来西亚

丹麦

韩国

哈萨克斯坦

巴拿马

立陶宛

哈萨克斯坦

德国

葡萄牙

墨西哥

埃及

荷兰

立陶宛

秘鲁

荷兰

韩国

Hungar

ÿ

西班牙

秘鲁

法国

葡萄牙

马来西亚

菲律宾

波兰

马来西亚

印度尼西亚

英国

菲律宾

德国

西班牙

墨西哥

南非

葡萄牙

墨西哥

爱尔兰

美国

波兰

Hungar

ÿ

英国

巴拿马

泰国

罗马尼亚

巴拿马

意大利

俄国

印度尼西亚

美国

秘鲁

V

enezuela

西班牙

秘鲁

日本

南非

爱尔兰

菲律宾

越南

英国

菲律宾

哈萨克斯坦

泰国

意大利

波兰

俄国

韩国

ŧ

urkey

日本

罗马尼亚

南非

马来西亚

乌克兰

哈萨克斯坦

俄国

泰国

墨西哥

韩国

南非

ŧ

urkey

荷兰

立陶宛

泰国

乌克兰

秘鲁

马来西亚

ŧ

urkey

美国

菲律宾

墨西哥

乌克兰

V

enezuela

波兰

荷兰

V

enezuela

越南

葡萄牙

巴拿马

越南

俄国

秘鲁

南非

菲律宾

西班牙

波兰

泰国

葡萄牙

ŧ

urkey

罗马尼亚

乌克兰

俄国

英国

南非

美国

西班牙

泰国

ŧ

urkey

乌克兰

英国

美国

V

enezuela

越南

注：希腊排除在外; 包括它极大地影响估计由于在跳跃大幅估计参数

信用违约掉期（CDS）利差和债券利差自2011年希腊主权CDS利差和债券价差

从涨幅约1000和1100个基点，分别

在2010年底，超过25,000 6000个基点，在2012年3月的峰值。

1

国家只包括CDS时和参考债券收益率从2008年中期（克罗地亚，丹麦，立陶宛和

罗马尼亚除外）。一些国家排除在外，因为缺少explanator的

Ÿ变量：巴拿马（股权

价格），V

enezuela（股票价格）和越南（CDS卷）。

|  |
| --- |
| **第29页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*85*

**表2.4。变量列表中回归分析使用**

变量

定义

原版的

频率

的方法

频率

转变

数据源

**因变量**

纪常会蔓延

五主权CDS利差，基点。

日常

平均期限

彭博资讯

债券价差

1

发达经济体：从五年通用的政府债券收益率

彭博 - （五年期固定为浮动[LIBOR]）利率掉期利率。

新兴市场经济体：五年EMBI利差每个成员新兴市场债券

国家。 摩根大通亚洲信贷指数特定国家的利差

韩国和泰国。在个基点。

日常

平均期限

彭博资讯

基础

主权CDS利差 - 债券息差，基点。

日常

平均期限

彭博资讯

**针对特定国家的解释变量**

基本变量

债务对GDP的比率

格罗斯一般政府债务占GDP的百分比。

全年

三次样条

IMF，WEO

国内生产总值增长

实际GDP的增长速度，以百分比表示。

全年

三次样条

IMF，WEO

外汇储备的比率

国内生产总值

国际储备减黄金，占GDP的百分比。

每月一次

平均期限

IMF，IFS

银行ROA

市场市值加权资产为金融平均回报率

部门在每一个国家，以百分比表示。

全年

三次样条

IMF，CVU

2

纪常会和债券市场的具体指标

SCDS买卖价差

主权CDS的买卖价差在中间蔓延的百分之一。

日常

平均期限

彭博资讯

债券买卖价差

政府债券买卖中旬产量％的收益率。仅适用于国家

其中，CDS合约引用国内债券（即发达经济体

韩国除外）。其他国家的值被设置为零。

每月一次

平均期限

彭博资讯

主权CDS /债券

卷

名义金额为优秀主权CDS合约（净抵销

合同）的政府债务余额的百分之一。

每周

平均期限

DTCC; WEO

央行操作

每期央行债券购买量，以政府的百分比

未偿付债券。仅适用于欧元区国家（ECB），日本，

英国和美国。对于欧元区经济，

该变量计算为ECB /国家特定的总的债券购买

国债突出。值被用于其他设定为零

经济。

每周

期间总和

中央银行

网站

基于市场的变数

净资产收益率

MSCI国家股票指数的年度化回报（美元）。计算的净

MSCI全球股票指数（从线性回归残差）的，百分比，在

为了避免多重共线性问题。

每月一次

平均期限

彭博资讯;

基金组织工作人员

估计

股票波动性

MSCI国家使用由波动估计GARCH（1,1）（毛）的回报

股票指数（美元）。在GARCH模型计算的净（1,1）估计

波动率MSCI全球股票指数（残余从线性回归），在

个百分点，以避免多重问题。

每月一次

平均期限

彭博资讯;

基金组织工作人员

估计

**特定区域的全球或解释变量**

VIX

标准普尔500指数期权隐含波动。

日常

平均期限

彭博资讯

高应力

高市场压力期间，由波动率指数是一个概率测

高波动状态（出三种可能的状态），由regime-估计

交换框架（冈萨雷斯埃莫西约和黑森，2011年）。

日常

平均期限

彭博资讯;

基金组织工作人员

估计

全球净资产收益率

超过一个月，美国国债收益率的年均回报，以百分比表示。

每月一次

平均期限

彭博资讯

对手

平均CDS利差为12 CDS交易商银行（美国银行，Barclays银行，

法国巴黎银行，花旗集团，瑞士信贷，德意志银行，高盛，汇丰银行，

摩根大通，苏格兰皇家银行，法国兴业银行及富国银行）。

在基点计算VIX净（残留从线性回归）

为了避免多重共线性问题。

每月一次

平均期限

彭博资讯;

基金组织工作人员

估计

资金成本

三个月期LIBOR-OIS利差，基点。在自己的货币

发达经济体，但不包括韩国，以美元为新兴

市场经济和韩国。

日常

平均期限

彭博资讯

资料来源：基金组织工作人员。

注：AE =发达经济体; CDS =信贷违约掉期; CVU =企业漏洞工具; DTCC =存管信托及结算公司; 欧洲央行=欧洲央行（ECB）; EM =新兴

市场经济; IFS = IMF国际金融统计数据库; OIS =隔夜指数掉期; ROA资产=回报; WEO =国际货币基金组织，世界经济展望数据库。

1

对于面板样品中的所有AE（除韩国），主权CDS合约参考国内债券，因此国内政府债券的收益率来计算相应的债券利差。 对于

所有EM和韩国主权CDS合约引用外部债务，因而被用于摩根大通的EMBI特定国家的利差（具体国家的摩根大通亚洲信贷指数利差用于

韩国和泰国）。AE，EM定义如下IMF，国家和国家集团的WEO分类。

2

CVU：在国际货币基金组织的内部数据库使用来自Worldscope取自Datastream市场数据和公司财务报表数据构成。

|  |
| --- |
| **第30页** |

全球金融稳定报告

*86*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

市场流动性（即高的买卖差价）是

预计将增加SCDS利差。影响

量是模糊的：传播与增长

如果量多的交易发生时sover-

横生的风险和保险的需求是很高，但

如果减少更多的贸易提高了市场的流动性

（例如，随着SCDS市场的发展）。

• *特定国家的市场变量和全局变量。*

积极的国内或国际股票回报率

应该更好的经济perfor-有关

性能并降低SCDS利差。不确定性较高

与风险规避（高国别股权VOL-

atility和VIX，引伸波幅标准普尔500

指数期权）应该提高SCDS利差。 更高

交易对手风险（由滞后平均CDS代理

经销商主要银行的利差）应减少SCDS

传播，因为它减少SCDS保护的价值

通过金融公司出售（阿尔塞，Mayordomo和佩纳，

即将出版; 和赞刘，2008年）。较高的资金

成本（LIBOR-OIS利差和债券回购理发）可能

使其购买参考债券更昂贵，并且

更高的保证金要求可能会降低供电

SCDS保护的销量，从而提高利差。

一些这些变量的高度相关，这

可能会导致多重共线性问题。 因此，

我们使用的全球特定国家的股市回报率网

股本回报率，特定国家的资产净值的波动性

全球股市波动性，以及交易对手风险的净

VIX的。

54

我们也估计示范基地的一个变化

考察不同的敏感性，每一个解释

在心疼的时间段变量。我们继续

通过包括交互项通过构建多

在行走的解释很高的市场压力指标

保守党变量（ *点¯x*

*一世*

）。 我们的高应力测量，基于

冈萨雷斯 - 埃莫西约和黑森（2011年），是

概率（范围从0到1），该VIX处于

高波动性制度（见图2.9）。

变化 *ÿ*

*一世*

=一

*一世*

+ B *点¯x*

*一世*

+ G *HighStress* ⋅ *点¯x*

*一世*

+ε

*一世*

（2.2）

模型然后使用和不使用交叉估计

段和时间固定效应，使用强大的或成簇

标准误差。估计他们无论是在水平和

54

例如，我们用一个简单的普通最小二乘残差

全球特定国家的股市回报率的平方回归

股本回报率。请参阅表2.4的详细信息。

在差异作为稳健性检验，如在Diekman和

普朗克（2012年），考虑到可能的单位根或

未观测到的横截面特异性作用。 结果是

与对方和电平的结果大体一致

图2.5和表2.5使用。

**在“SCDS-债券基础”的决定因素**

该SCDS债券的基础通常是正对大多数

发达经济体和负大多数emerg-

ING的市场经济。

55

这是因为利差

发达经济体的政府债券为负

因为它们的主权收益率通常较低

比可比银行同业拆息，这是

用于计算键传播，而SCDS

利差始终为正（见图2.14）。 该

相反的是新兴市场经济体真

其债券的利差也外币并

计算相对于相应成熟度

美国国债。在同一时间，广义

危难时期都反映在显着的跳跃

在发达和新兴市场的基础

经济。

我们估计，类似方程式面板模型

（2.1）和（2.2）具有相同的解释变量

但与SCDS键依据作为因

变量（见结果表2.6）。中央的作用

购买银行还探索。在一般情况下，

对于SCDS债券基础上的结果应该反映

在SCDS的各种因素的相对影响

利差和政府债券利差。的影响

因素将具有如果SCDS市场有积极的影响

是比因素更敏感的政府

债券市场。同样地，符号相反，预计

如果政府债券市场是比较敏感

略去。关于市场微观结构的因素，所有

其他保持不变，液体SCDS市场将

减少SCDS利差，从而降低了基础。

56

在

55

对于这里所估计的模型的目的，基础是

传播CDS和债券价差，这就是区别

相当于2.1附件描述的基础措施。

56

见阿尔塞，Mayordomo和佩纳（即将出版）; 阿默尔

与蔡（2011年）; 和陈鎏（2008年）。阿默尔和蔡（2011）

还表明，对于保护买方的选项提供一个宽

一系列的债券，使他们能够选择最便宜，导致

积极的基础，因为保护卖家收取较高的溢价

占被交付价值较低的可能性

债券。

|  |
| --- |
| **第31页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*87*

相反，在一些发达经济体，程序

央行购买政府债券

降低政府债券收益率，扩大它

（见IMF，即将出版）。由于这些市场特征

可能会影响发达经济体从不同

新兴市场经济体，这两个群体

分别估计。

为变量的预期的关系如

如下：

• *限制套利的因素。*较高的交易对手风险

和资金成本可能降低的基础上，为

交易对手风险的影响应该跌得越上

纪常会为场外衍生品合约，而

资金成本的影响应该跌得越债券

使得它借用现金更昂贵

贸易。大纪常会（债券），买卖价差应

增加（减少）的基础如在低流动性

市场应主要哄抬利差在spe-

cific市场。量的影响是不明确的。

• *创建之间差异的因素的反应*

*市场。*对于基础的分析，我们引入

央行债券购买操作，

这种购买预期将减少债券

下面价差价差纪常会。系数

其他变量（基本面和市场），

从传播determi-在一起的结果

nants分析，应说明哪个市场

反应更经济和市场开发

求。 例如，如果两个SCDS利差和

债券利差表现出积极的迹象显著

面对面的人的债务占GDP的比例，债券

市场反应比（大约相同）

**表2.5。主权信用违约掉期（SCDS）每月驱动程序的估算摘要利差和债券利差，2008年10月**

**2012**

预期

标志

CDS，级别

债券，级别

估算：

基本型号

1

预测：随着高

强调

2

估算：

基本型号

1

预测：随着高

强调

2

SCDS债券

直接

碰撞

高应力

相互作用

术语

直接

碰撞

高应力

相互作用

术语

**针对特定国家的解释变量**

基本变量

债务对GDP的比率

+

+

12.73 \*\*\*

13.32 \*\*\*

-0.64

9.26 \*\*\*

9.76 \*\*\*

-1.17 \*

国内生产总值增长

-

-

-6.70 \*\*\*

-10.03 \*\*\*

11.49

\* -2.64

-4.23 \*\*\*

0.41

外汇储备对GDP的比例

-

-

\* -6.93

-5.13

-1.73 \*

-19.82 \*\*\*

-18.14 \*\*\*

0.33

银行ROA（滞后12）

-

-

-7.15 \*

-4.01

-21.79 \*\*

-4.54 \*\*

-3.75 \*\*

-11.22

纪常会和债券市场的具体指标

SCDS买卖价差

+

+/-

10.78 \*\*\*

16.54 \*\*\*

-4.31

8.23 \*\*\*

14.18 \*\*\*

-6.73 \*\*

SCDS /音量键

+/-

+/-

45.16 \*\*\*

48.26 \*\*\*

6.30

41.05 \*\*\*

40.56 \*\*\*

5.44

债券买卖价差，选定发达经济体

3

+/-

+

37.33 \*\*\*

26.18 \*\*\*

13.25

56.86 \*\*\*

47.62 \*\*\*

17.10 \*

基于市场的变数

净资产收益率

-

-

-0.22

-0.29 \*\*

0.14

-0.20

-0.29 \*\*\*

0.24

股票波动性

+

+

1.16 \*\*\*

-0.01

1.68 \*

0.91 \*\*\*

-0.01

1.38 \*\*\*

**特定区域全局和解释变量**

VIX

+

+

5.22 \*\*\*

-0.59

8.00 \*\*

3.83 \*\*\*

0.25

6.49 \*\*

全球净资产收益率

-

-

0.32 \*

-0.47 \*

0.97 \*\*

0.23 \*

-0.33 \*\*

0.71 \*\*

对手（滞后1）

-

+/-

0.31 \*\*\*

-0.05

0.23

0.18 \*\*

-0.07

0.30

资金成本

+

+

1.03 \*\*

4.19 \*\*\*

-3.86 \*\*\*

0.63 \*\*

2.77 \*\*\*

-2.71 \*\*\*

调整 *- [R* -squared

4

0.67

0.68

0.77

0.78

资料来源：IMF工作人员的估计。

注：资产= ROA回报; VIX隐含=在S＆P 500指数期权的波动性。此表总结了固定效应面板估计每月驱动的结果纪常会和债券利差用

级数据。+和 - 表示预计系数的符号。\*\*\*，\*\*和\*表示在1％，5％，并且基于群集标准误差置信10％的水平的统计意义。 对于

变量的说明，请参阅表2.4。

1

模型估计33发达和新兴市场经济体。请参阅表2.3的国家名单。

2

此估算包括高应力期的交互项。结果示于两列：“直接影响”表示自己为解释变量的系数，而“高应力

交互项“显示乘以解释变量高应激期指标的系数（见正文）。高应力期被确定为波动的最高三分之一的人

分布利用马尔可夫切换方法VIX。参见图2.9。

3

债券买卖价差仅适用于发达经济体采用国内债券收益率，除了韩国，这是继世界经济展望归类先进的经济体，但其

纪常会引用外部债务。

4

在高压力的估计，调整后 *ř* -squared既适用于直接的影响，高压力的相互作用项。

|  |
| --- |
| **第32页** |

全球金融稳定报告

*88*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

SCDS，其在基础回归系数应

负（不显着）。结交评估

有分析因素相结合是至关重要的

因为负的或无关紧要的系数可以

也反映了微不足道的或不合理的估计

在这两个纪常会和债券价差分析。

在SCDS债券基础的回归分析

显示，总体而言，市场SCDS不多

比政府债券市场的敏感

评估的因素（见表2.6）。对于一些因素的影响，

SCDS利差反应更; 对于一些人，则

相反; 并仍等因素的影响，无统计学厘清

tionship在所有被检测到。

•对于国家的全样本和样本

新兴市场经济体，纪常会反应更

比债券的一些经济基本面外交事务委员会

器但不给别人。

•在另一方面，出现SCDS债券基础

是只有弱相关的金融市场风险

因素。

57

•在SCDS债券的基础是显著相关

在纪常会和政府债券的具体部队

市场微观结构。然而，对于先进

经济，SCDS较高价差缩小

的基础上，这表明较少SCDS市场液体

性具有较大的影响比对债券利差

纪常会传播。这一结果有些counterin-

tuitive，因为通常人们所期望的市场液体

性有潜在市场的影响较大。

在压力期间，SCDS市场上出现

反应超过了债券市场，但多为

新兴市场经济体。

57

这是在与其他研究，包括塔纳和线

Scheicher（2010）和阿尔塞，Mayordoma和佩纳（即将出版）。

|  |
| --- |
| **第33页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*89*

**ŧ**

**能2.6。** **小号**

**ummar**

**成Y**

**Ë**

**stima**

**化**

**- [R**

**D上esults**

**RIV**

**ERS˚F**

**或基本**

**，OC**

**ŧ**

**奥伯2008-S**

**EPT**

**烬2012**

预期

标志

全样本

先进经济体

新兴市场经济体

估算：

基本型号

1

预测：随着高

强调

2

估算：

基本型号

1

预测：随着高

强调

2

估算：

基本型号

1

预测：随着高

强调

2

直接影响

高应力

相互作用

ŧ

ERM

直接

碰撞

高应力

相互作用

ŧ

ERM

直接

碰撞

高应力

相互作用

ŧ

ERM

**COUNTR**

**具体的y explanator**

**ÿ变量**

基本变量

债务对GDP的比率

+/-

3.31 \*\*

2.95 \*\*\*

0.77 \*

-2.12 \*\*\*

-2.33 \*\*\*

0.15

17.50 \*\*\*

15.00 \*\*\*

2.81 \*\*\*

国内生产总值增长

+/-

-4.92 \*\*\*

-4.62 \*\*\*

8.52 \*\*

16.48 \*\*\*

3.89 \*\*\*

8.97 \*\*\*

\*\* -5.12

-5.11 \*\*\*

13.14 \*\*

国外Reser美式的比率

VES占国内生产总值

+/-

19.06 \*\*\*

17.16 \*\*\*

-2.70 \*\*

28.81 \*\*\*

31.88 \*\*\*

-2.30 \*\*

14.09 \*\*\*

11.48 \*\*\*

-1.81 \*\*

银行ROA（滞后12）

+/-

-3.67 \*

-0.55

-8.95 \*\*

-0.56

-2.41 \*\*

-3.48

-5.61 \*\*

-1.95

-9.66 \*

纪常会和债券市场的具体指标

SCDS买卖价差，EM

+

39.65 \*\*\*

37.04 \*\*\*

7.98

...

...

...

59.59 \*\*\*

51.13 \*\*\*

-5.69

SCDS买卖价差，AE

+

1.62

-1.53

4.32

-4.60 \*\*\*

-4.12 \*\*\*

-0.41

...

...

...

SCDS /债券量，EM

+/-

-3.62

-1.53

3.60

...

...

...

9.13 \*\*

10.33 \*

6.19 \*\*

SCDS /债券量，AE

+/-

58.58 \*\*\*

39.28 \*\*\*

14.94

11.69

14.99

-9.17

...

...

...

债券买卖价差，AE韩国除外

3

-

-12.64 \*\*\*

-15.79 \*\*\*

-4.41

-9.39 \*\*

-9.90 \*

1.89

...

...

...

央行的操作，选择AE

4

+

2.51 \*\*

0.14

-1.03

2.79 \*\*

2.57

0.27

...

...

...

基于市场的变数

净资产收益率

+/-

-0.05

0.01

-0.14

-0.02

-0.01

-0.04

-0.14

-0.11

0.11

股票波动性

+/-

0.18

-0.14

0.36

0.09

0.45 \*\*\*

-0.41 \*\*

0.07

-0.29

0.52

**全球和区域的具体explanator**

**ÿ变量**

VIX

+/-

...

0.04

-0.32

...

0.02

1.39

...

-2.27

-0.46

全球净资产收益率

+/-

...

-0.13

0.04

...

-0.12 \*

0.27 \*\*\*

...

-0.41 \*

0.39

对手（滞后1）

-

...

0.12

0.15

...

0.49 \*\*\*

-0.32 \*\*

...

0.01

-0.14

资金成本

+

...

1.05 \*\*\*

-0.94 \*\*

...

0.41 \*\*

-0.14

...

1.58 \*

-1.68 \*\*

调整

*- [R*

-squared

五

0.55

0.55

0.79

0.77

0.52

0.51

资料来源：IMF工作人员的估计。

注：AE =发达经济体; EM =新兴市场经济体; ROA资产=回报; 标准普尔500指数涨幅= VIX隐含波动率

x选项。下表总结了固定效应面板估计对司机的结果“基础”（SCDS债券

利差）采用月度级别的数据。+和 - 表示预计系数的符号。\*\*\*，\*\*和\*表示统计signific

基于基本模型和稳健标准误差置信ANCE在1％，5％和10％的水平

的CLU

-

羊羔标准误差为其他机型。用“...”单元格表示的变量是不是模型的一部分。对于explana

变量和灰，见T

能2.4。

1

模型估计33发达和新兴市场经济体。见T

能2.3的国家名单。

2

此估算包括高应力期的交互项。结果示于两列：“直接影响”的sh

OWS为explanator系数

对自己Ÿ变量，“高应激互动Ť

企业风险管理“显示了高系数

应激期指标乘以explanator

Ÿ变量（见正文）。高应力期被确定为波动性分布的最高三分之一的人

对于VIX利用马尔可夫切换的方法。参见图2.9。

3

债券买卖价差仅使用国内债券收益率的国家供应，除了朝鲜，这是一种先进的

经济之后在W

年世界经济展望的分类，但其引用SCDS外债。

4

有央行的债券购买操作数据的国家，包括欧元区国家，日本，英国和日

Ë美国。

五

在高应力估算，调整

*- [R*

-squared既适用于直接的影响，高压力的相互作用项。

|  |
| --- |
| **第34页** |

全球金融稳定报告

*90*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

**引用**

阿尔珀，埃姆雷，洛伦佐弗尼和马克·杰拉德，2012年，“定价

主权信用风险：从先进经济证据

金融危机“，国际货币基金组织工作文件中密斯

12/24（华盛顿：国际货币基金组织）。

阿默尔，约翰和蔡昉，2011，“主权CDS和

债券定价在新兴市场动态：是否

最便宜的到交付选项回事？“ *杂志Interna-的*

*TIONAL金融市场，机构和金钱，*卷。 21，

第3号，第369-87。

Andritzky，约亨和曼莫汉·辛格，2006年，“定价

信用违约掉期在遇险“，国际货币基金组织工作

纸06/254（华盛顿：国际货币基金组织）。

阿尔塞，奥斯卡，塞尔吉奥Mayordomo和胡安·伊格纳西奥·佩纳，

即将出台，“信用风险定价的主权信用违约掉

与债券市场：来自欧元区危机的证据，“

*[国际货币与金融的。*

阿什克拉夫特，亚当B.和若昂AC桑托斯，2009年，“有

CDS市场低位企业的债务成本？“ *怨妇*

*货币经济学，最终的*卷。56，4号，第514-23。

奥古斯丁，帕特里克，2012，“主权信用违约掉期

溢价“的工作文件，http://papers.ssrn.com/sol3/papers

.CFM？abstract\_id = 2055346。

BAEK，在-眉，阿瑞丹姆Bandopadhyaya和陈杜，

市场评估的国家主权风险的2005年，“决定因素：

经济基本面或市场风险偏好情绪？“ *杂志*

*国际货币与金融，*卷。24，第533-48。

国际清算银行（BIS），2012年， *统计*

*发布：截至2012年六月底OTC衍生品统计*（巴塞尔，

11月）www.bis.org/publ/otc\_hy1211.pdf。

巴塞尔委员会银行业监督管理委员会和

国际证监会组织

（BCBS-IOSCO），2013年， *第二次谘询文件：*

*非中央结算衍生工具保证金要求*

（巴塞尔，2月）www.bis.org/publ/bcbs242.htm。

Beber，亚历山德罗和马可·帕加诺，2013年，“卖空

世界各地的禁令：证据从2007-09 Cri-

姐姐，“ *金融杂志的*卷。68，第1号，第343-81。

贝尔尼，约翰和马塞尔Fratzscher，2013年，“定价

欧洲主权过程中的风险和传染的

主权债务危机，“ *杂志国际货币与*

*金融，*卷。34，四月，第60-82。

Billio，莫妮卡，米拉Getmansky，安德鲁·罗和Loriana

Pelizzon，2012年，“连通的计量办法

而在金融和保险业系统性风险。“

*金融经济学杂志的*卷。104，第535-59。

Billio，莫妮卡，米拉Getmansky，戴尔灰色，罗德城，

默顿和Loriana Pelizzon，即将出版，“Sov-

ereign，银行，保险信用利差：Connected-

内斯和系统网络，“斯隆管理学院

工作文件（马萨诸塞州剑桥：马萨诸塞

麻省理工学院）。

Boehmer，Ekkehart和William L.麦金森，1990年，

二级市场价格制定的“决定因素

国家银团贷款，“ *金融杂志的*卷。45，

第5号，第1517至1540年。

卡塞雷斯，卡洛斯，文森佐·古佐，和Miguel Segoviano，

2010年，“主权利差：全球风险厌恶情绪，连续的

tagion，还是基本面？“国际货币基金组织工作文件10/120

（华盛顿：国际货币基金组织）。

Calice，乔瓦尼，景臣和Julian M.威廉姆斯，2013年，

“流动性溢出主权债券和CDS市场：

在欧元区主权债务危机的分析，“ *怨妇*

*最终经济行为与组织的*卷。85，发行

C，第122-43。

赞刘，豪尔赫·，2008年，“预见信用事件使用

信用违约互换：主权债务中的应用

危机“，在 *信用风险模型，衍生工具和管理*

*包换，*编辑。由尼克拉斯·瓦格纳（佛罗里达州Boca Raton：CRC

按）。

---和尹淑金，2005年，“股票价格，信用

违约互换，债券和新兴市场的利差，“

*ICFAI杂志衍生品市场的*卷。2，第3号，第

26-48。

车，妍辜和拉吉夫·塞西，2012年，“信贷市场

投机和资本成本，请“https：//www.aeaweb

.ORG / AEA / 2013conference /程序/ retrieve.php？pdfid = 126。

瑞士信贷，2012年，“禁令后：特刊，”信用

指数分析仪， *固定收益研究*（11月7日）。

达斯，Udaibir S.，迈克尔G. Papaionnou，和Christoph

Trebesch，2012年，“主权债务重组1950-

2010：文献综述，数据和典型事实“，国际货币基金组织

工作文件203分之12（华盛顿：

货币基金）。

Delatte，安 - 洛尔，马修杰克斯和安东尼·洛佩斯 - Villa-

Vicencio在2012年，“有CDS市场影响了借款

主权在欧洲国家赛艇成本

危机？“ *杂志的国际货币与金融的*卷。

31，第481-97。

Diekman，斯蒂芬和托马斯·普兰克，2012年，“违约风险

先进经济体：信贷的实证分析

在金融危机期间违约掉期“ *的评论*

*金融，*卷。16，第4号，第903-34。

达菲，达雷尔，拉塞Heje佩德森和肯尼斯·约瑟夫·单

吨，2003年，“模拟主权利差息率：个案

研究俄罗斯债务的，“ *金融杂志的*卷。58，第1号，

第119-59。

达菲，达雷尔和莫希特Thukral，2012年，“重新设计

信用衍生工具更好地覆盖主权债务违约

风险，“摇滚中心在斯坦福公司治理

|  |
| --- |
| **第35页** |

**第2章**一个新的看主权信用违约掉期的作用

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

*91*

大学工作第118号文件，http://ssrn.com/

抽象= 2050499。

Dungey，狂欢，蕾妮弗莱，布伦达·冈萨雷斯 - 埃莫西约，和

万斯·马丁，2011年， *金融危机和传输*

*传染，潜在因子方式*（纽约：牛津

大学出版社）。

爱德华兹，塞巴斯蒂安，1984年，“最不发达国家的对外借款和

违约风险：一个实证调查，1976-80“

*美国经济评论，*卷。74，第4号，第726-34。

- 1986年，“债券和银行贷款的定价间

国内市场：发展的实证分析

国家的对外借款，“ *欧洲经济评论，*

卷。 30，第3号，第565-89。

欧洲委员会，2010年a，“关于制定法规

在欧洲议会和理事会关于短和

销售和信用违约掉期的某些方面，“

（9月15日），COM（2010）482最终，HTTP：//ec.europa

.EU / internal\_market /证券/ short\_selling\_en.htm。

- ，2010年b，“影响评估陪同文档

彪的议案欧洲的法规

理事会关于卖空的议会和

信用违约掉期“（9月15日）的某些方面，

SEC（2010）1055，http://ec.europa.eu/internal\_market/

证券/ short\_selling\_en.htm。

金融稳定委员会，2012年， *OTC衍生品三月-*

*KET改革：实施第四次进展报告*

（巴塞尔，10月31日），www.financialstabilityboard.org/

出版物/ r\_121031a.pdf。

惠誉国际评级，2011年，“信用衍生产品调查：关注

三皇监管问题，“www.bnamericas.com/

研究/ EN /惠誉评级的信用衍生调查对焦-ON-

主权和监管-问题。

丰塔纳，亚历山德罗，马丁Scheicher，2010年，“安

欧元区主权CDS和他们的关系分析

政府债券，“欧洲央行的工作文件第1271号

（法兰克福：欧洲中央银行）。

福布斯，克里斯汀，2012年，“大C：确定传染”

NBER工作文件第18465（剑桥，Massachu-

小方石：经济研究，10月）国家统计局。

---和罗伯托Rigobon，2002年，“不传染，只有

相互依存：衡量股市共同MOVE-

ments，“ *金融杂志的*卷。57，第5号，第2223-61。

Gelpern，安娜，和米图古拉蒂，2012年，“CDS植物大战僵尸”

*欧洲商业组织法律评论，*卷。13号

3，第347-390。

冈萨雷斯 - 埃莫西约，布伦达和海科黑森，2011年，

“全球市场条件和系统性风险” *杂志*

*新兴市场金融，*卷。10，2号，第227-52。

冈萨雷斯 - 埃莫西约，布伦达和基督徒约翰逊，即将成立

未来，“金融压力传递在欧洲：

意大利和西班牙，而不是希腊，“IMF作品而言举足轻重的作用

ING纸（华盛顿：国际货币基金组织）。

贡萨洛，耶稣和格兰杰，1995年，“估计

常见的长期记忆组件在协整

系统“ *杂志商业和经济统计的*卷。

13，第27-35。

灰色，戴尔楼，和Andreas A.因为Jobst，2011年，“模拟系

TEMIC金融部门和国家主权风险，“ *Sveriges Riks-*

*银行经济评论，*第 2，第69-108，www.riksbank

.SE /上传/ Rapporter / 2011 / POV\_2 / er\_2011\_2.pdf。

Hartelius，克里斯蒂安，佐佐Kashiwase，和Laura Kodres，

2008年，“新兴市场利差缩小：这是真的

或者是流动性？“，国际货币基金组织工作文件08/10（Washing-

吨：国际货币基金组织）。

哈斯布鲁克，乔尔，1995年，“一个安全，许多市场：

确定价格发现的位置，“ *杂志*

*金融，*九月。

国际货币基金组织（IMF），即将出版，“非常规

货币政策：近期经验与前景“。

国际掉期与衍生工具协会（ISDA）

2012A，“ISDA保证金调查2012年”五月。

- ，2012b，“初始保证金对于非中央结算

掉期，“十一月。

穆迪分析，2011年，“量化的隐性价值

对大型金融机构的政府担保。“

穆迪分析的定量研究小组，一月。

奥凯恩，多米尼克，2008年， *模拟单名称和多*

*名称信用衍生产品*（奇切斯特，英国：

威利）。

大浦，宽子和尼科Valckx，即将出版，“什么阻止 -

矿山主权信用违约掉期？“，基金组织工作

纸（华盛顿：国际货币基金组织）。

Palladini，GIORGIA，和理查德·波特斯，2011年，“主权CDS

在欧元区，“NBER和债券定价动态

工作文件No. 17586（马萨诸塞州剑桥：

经济研究，11月）国家统计局。

潘军，和Kenneth J.辛格尔顿，2008年，“默认和

在恢复主权CDS的期限结构隐

点差，“ *金融杂志的*卷。63，1号，第3-50。

浦，晓玲和嘉宁张，2012年，“主权CDS利差，

波动性和流动性：从2010年德国肖特证据

禁止销售，“ *金融评论，*卷。47，第171-97。

Remolona，礼，MICHELA Scatigna和伊丽莎武，2008年，“中

在新兴市场国家主权风险的动态定价：

基本面和避险情绪升温，“ *杂志固定收益部，*

卷。 17，第4号，第57-71。

Schweikhard，弗雷德里克和佐伊Tsesmelidakis，2012年，“中

政府干预对CDS和公平性的影响

市场“的工作文件，十一月，http://ssrn.com/

抽象= 1573377。

|  |
| --- |
| **第36页** |

全球金融稳定报告

*92*

国际货币基金组织（IMF） *|* 2013年4月

斯金纳，弗兰克和Julinda努里，2007年，“新兴套期保值

市场债券和信用违约互换的崛起“

*国际金融评论分析的*卷。16，第

452-70。

Subrahmanyam，马蒂，龙君永唐，撒拉

王茜，2011年，“难道尾摇尾狗？ 该

信用违约掉期的信用风险，“纽约大学的影响

工作文件第FIN-11-046，http://ssrn.com/

抽象= 1983079。

Willemann，索伦，马修·利明和奥雅纳戈什，

2010年，“主权CDS交易，”巴克莱资本的研究，

2月11日。