

貳、CDS 合約及交易慣例為何需要改變

一、進行改革的緣由

CDS 交易慣例的改變其實是一個漸進的過程，它一直隨著各個市場的需要而調整，而將它正式規範在合約中這種迫切感的觸媒是 2008 年發生的金融海嘯。由於身為信用衍生性商品市場主要交易商的雷曼兄弟（Lehman Brothers）在 2008 年 9 月 15 日申請破產保護後，引發了一連串信用市場停滯，進而加深危機的程度，使各方意識到這一個龐大卻不受監管的市場需要大力改革。基於以下二個原因，CDS Big Bang 快速地於 2009 年第一季度完成：

（一）交易量迅速擴增但透明度極度缺乏

與 CDS 相關的金融商品到底有多大呢？根據 ISDA 公布的數據，CDS 的交易餘額成長十分快速，金融風暴前，每年都以 100% 的速度增長。2007 年的交易餘額更達到 62 兆美元的高峰。雷曼兄弟破產後，當時預估結算的金額高達 4,400 億美金，造成 CDS 保護買方擔憂交易對手的償付能力，引發一連串的市場恐慌，進而造成其他契約是否也有無法償付的疑慮，導致整個 CDS 及信用市場的交易停滯。

但事實上，許多交易者早已反向沖銷原有部位，因此雷曼事件所要結算的金額預估約僅有 70 億美元的現金流量，假設在結算前，市場就能掌握此一數據，相信不會引發這麼大的市場恐慌。這促使市場希望能夠發展更有效的交易壓縮，讓市場更能掌握實際的淨部位，並且成立相關的中央結算機構，以便信用事件發生後，降低整體市場恐慌感，進而避免引發系統性風險。

（二）各國監理機關的重視

在金融風暴前，監理單位就已經注意到 CDS 市場的快速擴張並逐步進行監管，尤其是在歐洲和北美。在美國，美國聯準會一直密切關注這一行業的發展，

並在 2005 年秋天與 14 家主要做市商聯手成立了所謂的“Feb14”，致力於為場外 CDS 交易存在的不完善情況尋求解決方案。隨著愈來愈多的銀行加入此一系列，CDS 在持續快速增長的同時，某種程度解決了未確認交易的積壓情況並減少處理交易的平均天數。

在金融風暴後，期望針對 CDS 市場改革的聲浪高漲，眾多的監理機關也提出了許多改革計畫，美國部分以 2008 年發表的「金融市場的政策方針報告」最具影響力，報告中提到：

1. 美國政府希望強制要求所有「標準化」衍生性商品都通過一個中央結算機構進行結算，以降低風險。
2. 「將標準化的衍生性商品推向受監管的交易所或交易執行設施」，將有利於提高市場透明度和效率。

除了美國提出相關改革報告外，歐洲也就如何改善 CDS 市場進行了多次討論，其中歐州 9 家最主要的 CDS 造市者決定在 2009 年年底前建立中央結算機制，進而推動了 CDS Big Bang 的出現；但其中有些交易慣例的改變並不適用於歐洲市場，因而歐洲又於稍後出現所謂的 CDS Small Bang。

二、改革的主要目標

觀察市場發出的多項 CDS 改革聲明，可以歸納出 CDS 市場改革的最終目標就是：有效的交易壓縮、即時的配對機制及成立中央結算機構。希望透過這些作為，確實掌握市場結算金額，減少待結算淨部位，降低交易對手風險，以抑制市場恐慌。這些目標的詳細說明分述如下：

（一）有效的交易壓縮

交易壓縮（Trade Compression）的目的在透過淨額結算（Netting）達到市場總體曝險程度的降低。譬如：甲銀行擔任乙銀行 20 億美元放款組合 CDS 的 Protection Seller，同時乙銀行也為甲銀行另一組 10 美元債券以 CDS 作擔保，兩

個交易名目總價值（Gross Notional Value）為 30 億美元；倘兩銀行簽訂雙邊淨額計算協議以抵銷交易對手風險差額，則實則交易對手風險僅為甲銀行負乙銀行 10 億美元，乙銀行則完全免除交易對手風險。根據 DTCC（The Depository Trust & Clearing Corporation）數據，雷曼兄弟事件若以淨額計算，證明市場對雷曼兄弟 CDS 的風險過度高估。2008 年 9 月 15 日當雷曼兄弟倒閉，其 CDS 未平倉合約為 72 億美元，經淨額計算後僅為 5.2 億美元。

近年來，Markit 與 Creditex 等機構透過雙邊淨額計算進而推廣為多邊協議成為多邊淨額結算（Multilateral Closeout Netting），這過程被稱為交易壓縮；其原理與雙邊淨額結算類似，只是把重複的多邊交易對手風險由仲介人透過多邊協議加以消除。


透過有效的交易壓縮，使得市場能夠掌握有效的淨交易量，減少 CDS 的帳面名目本金規模、減少交易費用（交易費用是由交易的 CDS 名目本金規模決定）與交易營運支出（每筆交易都算是一項支出）。此一交易壓縮技術是將相同的標的債務、級別、幣別、合約條款與到期日相同的 CDS 集合起來，透過交易壓縮後，改用一組契約代替。

試以表 2-4 為例：表中為一交易者所持有之三筆 CDS 契約，標的債務均為 CIT，到期日為 2014/06/20，交易者同時具有 Protection Buyer 與 Protection Seller 的身分，透過交易壓縮，改以契約名目本金 5,000,000、Spread 為 250bp 的契約來代替這三筆交易，此一交易者每年有 125,000 美元的利息支出。


 表2-4 CIT債務壓縮釋例

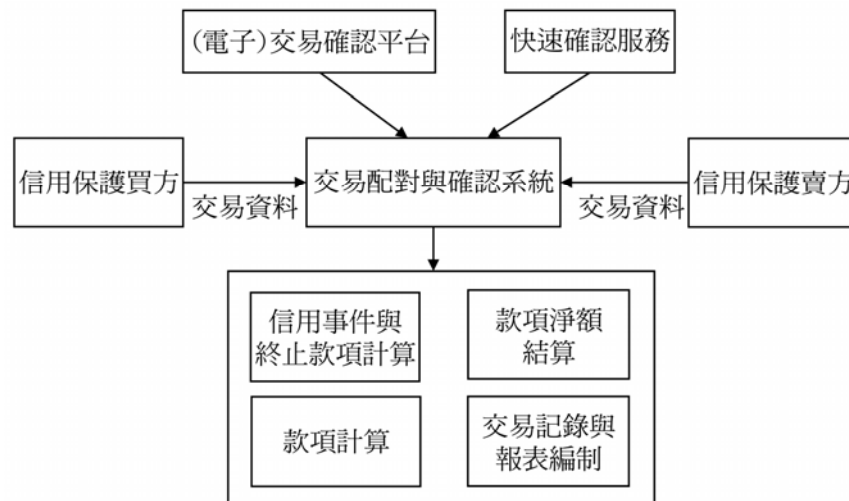
	Reference Entity	Notional (\$mm)	Buyer or Seller of Protection	Maturity	Coupon (bp)	Cash Flow / Year (\$K)
1	CIT	30.0	Buyer	6/20/2014	200	-600
2	CIT	-15.0	Seller	6/20/2014	100	150
3	CIT	-10.0	Seller	6/20/2014	325	325
	CIT	5.0	Buyer	6/20/2014	250	-125

Markit 與 Creditex 自開始執行交易壓縮，已經成功減少超過 20 億美元的帳面名目本金。表 2-5 為 DTCC (2009) 公布 CDS 契約數總量前十名，由表中可觀察到 CDS 名目本金透過交易壓縮後有大幅的下降。譬如：以 GMAC 名字的 CDS 交易，壓縮前名目本金 (Gross Notional) 為 65,673,677,932 美元，壓縮後名目本金 (Net Notional) 為 2,896,450,029 美元，僅是壓縮前的 4.5% 左右；又譬如：Residential Mortgage Backed Securities 的契約，壓縮後僅是壓縮前的萬分之六，顯示的確達到減量的目的，也大幅降低了交易對手的風險。雖然如此，要使交易更有效地壓縮減量，CDS 契約的標準化是必須執行的步驟，也惟有如此，才能使得想要進行的中央結算更能簡單地進行。

 表2-5 CDS名目本金壓縮後大幅下降

Reference Entity	Gross Notional (USD)	Net Notional (USD)	Contracts
Remaining Single Names	421,463,915,772	122,812,244,150	67,898
Residential Mortgage Backed Securities	135,004,132,034	80,154,000	25,934
CDS on Loans	67,824,852,757	11,944,920,411	17,577
REPUBLIC OF TURKEY	163,933,805,783	5,447,039,116	10,977
FEDERATIVE REPUBLIC OF BRAZIL	137,219,175,236	12,032,966,069	9,921
JPMORGAN CHASE & CO.	87,566,384,357	6,049,088,030	9,531
BANK OF AMERICA CORPORATION	82,052,280,347	6,470,850,637	9,061
DAIMLER AG	80,722,921,215	4,061,207,865	8,734
UNITED MEXICAN STATES	100,451,452,625	6,573,787,798	8,650
GMAC INC.	65,673,677,932	2,896,450,029	8,139

 圖2-2 交易配對系統圖示



資料來源：「OTC衍生性金融商品集中結算制度」，經濟部98年度學研聯合研究計畫成果

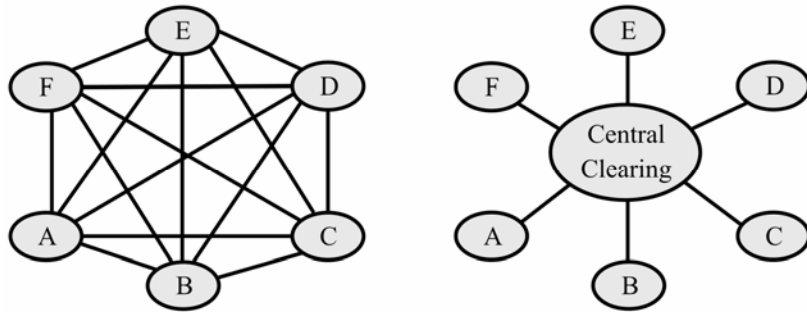
（二）即時的配對系統

透過建立即時的交易配對系統，結算機構能擁有立即且正確的資訊，並使得監管機關能即時地掌握 CDS 市場交易的情況（圖 2-2）。2008 年的平均月交易量為 22,500 筆，其中有 92.5% 是電子化自動確認的，已較 2007 年年初約增加 7.5%；且待確認的筆數也從 2007 年的 10,000 筆下降到 3,000 筆。但要做到即時性的交易配對，就必須提升交易配對的速度，這又取決於提高交易的速度、交易內容的正確性以及改正交易的速度。透過電子化的交易比對與標準化的契約，可使得比對的速度增快，並且就算發生錯誤時，工作人員也能迅速地進行修正。

（三）成立中央結算機構

目前市場上有已存有多個 CDS 雙邊結算（Bilateral Clearing）體系，但在金融風暴之後，人們更關注集中結算（Central Clearing）體系的建立（圖 2-3）。贊成雙邊結算的人認為：雖然其還存在一些爭議，但毫無疑問也是屬於市場選擇的結果，有其存在的必要性；況且市場對於 CDS 這種屬場外的交易性質是否可以自由選擇使用中央結算和跨境結算等問題存在許多疑慮。

圖2-3 雙邊結算 VS 中央結算



Source : Markit

儘管如此，由於目前 CDS 交易參與者的數量，市場的相對不透明性，論者仍偏向：若能成立一個擁有充足資金中央結算中心，可以降低其複雜程度及作業出錯的機會。再者，一般相信，場外交易雖比場內交易更貼近客戶需求、甚至是量身定作，並非如場內交易合約那樣高度標準化，但也因此導致其流動性弱於場內交易且成交量也不如場內交易；因此，若能透過中央結算體系清算，信用衍生性商品將具有較高標準性進而流動性也更強。

中央結算另一個重要的功能是防止交易對手倒閉時的骨牌效應。在此機制下，如果一個或多個交易對手同時倒閉，透過中央結算，首先會清算淨資產，降低對中央結算償還能力的影響，以有效地解決 CDS 交易的交易對手風險，進而降低整體系統性風險。