



markit™

CDS 新纪元：
对全球 CDS 合同和
北美交易管理调整
的理解与探讨

二零零九年三月十三日

目录

内容提要.....	3
为什么 CDS 市场要改变?	4
CDS 市场规模.....	4
监管部门对 CDS 的关注.....	4
这些变化对交易压缩的好处.....	5
这些变化对 T+0 交易操作的好处.....	6
对中央结算的好处.....	7
调整所带来的好处.....	8
让单一 CDS 更像 Markit CDS 指数和债券.....	9
预期中的合约变化.....	10
序言.....	10
裁定委员会 - 信用事件及接替事件.....	10
裁定委员会的职责.....	10
裁定委员会的组成.....	10
一般投票.....	11
方法: 信用及接替事件.....	11
方法: 外部复审.....	11
硬性拍卖机制.....	12
信用事件及接替事件的有效期.....	13
北美 CDS 市场预期交易惯例的改变.....	15
序言.....	15
固定票息.....	15
100 基点或 500 基点的流通性.....	16
全票息交易.....	17
重组条款的惯例.....	18
报价惯例.....	19
常规差价.....	19
ISDA 的 CDS 标准模型.....	19
MARKIT CDS 转换器.....	20
新的报价.....	20
现有合约/惯例向新的合约/惯例的过渡.....	21
新纪元协议 (Big Bang Protocol)	21
投资组合票息重组.....	21
重组惯例.....	22
全票息惯例.....	22
结论.....	23

内容提要

信用违约掉期（CDS）的合约本身及其交易方式将要经历一系列重要调整。虽然所涉及的合约本身的调整将会是全球性的，但是在可预见的未来，对交易惯例所进行的调整只针对北美市场。CDS Big Bang 会将合约本身和交易惯例的调整有效的结合在一起同步进行，而不是逐一地对市场不同方面予以改变。目前，大部分这类的更改初步预计会在 4 月 8 日开始实施，但是具体日期还需进一步确认。另外，在本文中提及的具体的合同和交易常规的调整可能在 4 月 8 日实施前有更进一步的调整。

为什么 CDS 市场要改变？

CDS 市场的迅猛发展吸引了诸如证券公司、投资商和监管机构等的参与。这一发展使得众人的关注焦点集中于如何强化 CDS 市场的基础建设从而达到实现同交易日结算、集中结算以及避免抵消交易的目的。这次对全球合约和北美交易惯例的调整正是为了积极有效地解决这些业内重点问题。

全球合约的调整

CDS 合约的调整主要体现在三个方面并且这些调整将是全球性的。首先，合约将会在 CDS 信用事件发生后硬性引入拍卖机制。目前为止，所有的交易双方必须在每次拍卖前签署单独的议定书。其次，组成裁定委员会对信用事件和公司接替事件进行确认，并对拍卖条款作出裁定；另外，信用事件和接替事件的生效日期将被分别调整为当天倒推 60 天和当天倒推 90 天。裁定委员会以及拍卖的相关规定将于 4 月 8 日开始对新的和现有的交易生效，信用事件和接替事件的生效日期的规定也在同一天对所有新交易生效，但对现有交易，生效期将推迟到 6 月 20 日。

北美交易惯例变化

与 Markit CDS 指数交易类似，北美的单个 CDS 会以固定票息形式交易。票息会被固定在 100 或者 500 基点，同时费用也会提前支付。固定票息为 100 基点的合同会在券商交易中以常规利差形式报价，而固定票息为 500 基点的合同则会以预付形式报价。但是也不排除市场中会出现以预付形式为固定票息为 100 基点的交易进行报价或者以常规利差的形式为固定票息为 500 基点的交易进行报价的情况。Markit 的 CDS 转换器（可在 www.markit.com/cds 网站上免费使用）可以有效的帮助投资者在常规利差和预付两种报价方式之间进行转换。另外，由于无论新交易何时发生，买家必须在第一个付款日时支付一份完整的票息，所以卖家必须在交易发生日将可能产生的应计利息付给买家。这些调整预计在 4 月 8 日开始生效。至于如何处理现有交易以满足新的固定票息及重组条例，本文将提供几个切实可行的方法，投资者可以按照自己喜好做出选择。

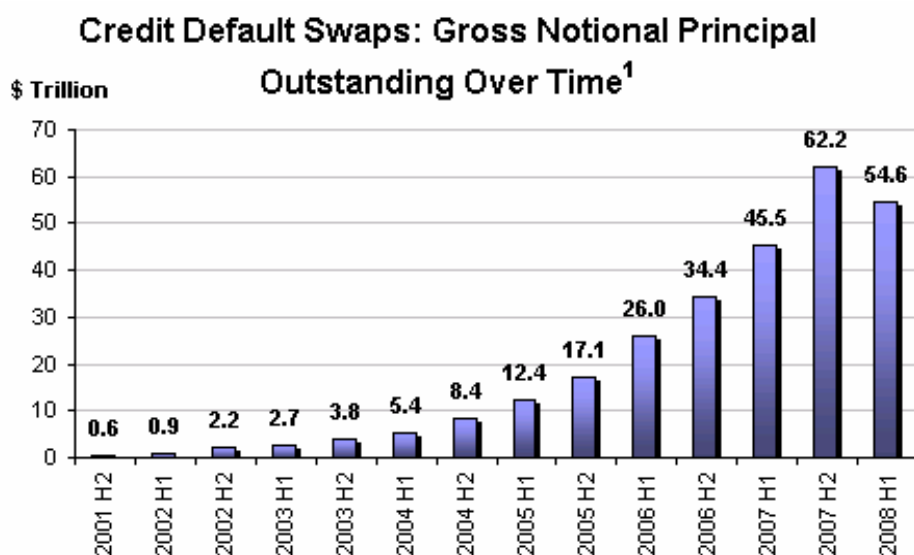
这些调整将对现有 CDS 交易有何影响？

这些调整将可能相对抑制现有 CDS 交易的流通性。因此，交易双方或许希望用一个新的合约来代替现有合约，或者双方可以通过协商做出适当的调整。同时，一种称为投资组合票息重估的处理方法也可能帮助投资者们将他们现有的组合改成 100 或 500 的固定票息，同时保持现有的风险和偿还状况。为了实现现有合约与新合约之间的完全互换，所有的 CDS 市场参与者都被鼓励签订这份 Big Bang 草案，从而可以使裁定委员会、现金拍卖以及生效期方面的调整能够反向作用于现有的交易。

为什么要对合约和交易惯例进行调整？

CDS 市场规模

虽然 CDS 的市场规模相当于股票市场几倍的说法略有偏差，但它的市场规模的确大到足够吸引券商、投资人、监管部门以及大众的注意力。信用违约掉期的交易量的增长非常迅速，截至 2007 年，每年的交易量都以 100% 的速度增长。也正是因为 CDS 庞大的市场规模，如何完善该市场的基础架构成为了大众的关注焦点，尤其体现在如何通过压缩交易来减少票面规模、及时对交易进行匹配以及对 CDS 交易进行中央结算。尽管这些调整在现有的合约和交易惯例环境下也可进行实施，但其力度和影响度将大打折扣。也正是上述的不足推动了这场被称为 Big Bang 改革的发生。



Source: ISDA

监管部门对 CDS 的关注

虽然直到最近信用违约掉期市场才逐渐成为大众所感兴趣的话题，监管部门在很早以前就对 CDS 市场的发展表现了关注，尤其是在欧洲和北美。在美国，美联储（Federal Reserve Board）一直密切关注着这一行业的发展动向，并在 2005 年秋天与 14 家主要做市商联手成立了所谓的“Feb 14”，致力于为场外的信用违约掉期交易所存在的不完善及积压情况寻求解决方案。随着越来越多的银行加入到这一行列，CDS 行业在持续快速增长的同时，有效的解决了未确认交易的积压情况并减少了处理交易的平均天数。

¹ ISDA 为到期交易票面总值是从对市场参与者的调查中总结出来的。这些数字很可能被重复计算。截止 2009 年 2 月 13 日，DTCC 交易信息数据库显示信用衍生品交易的票面总值达到 28.5 万亿美元，比单一实体 CDS 交易量的一半稍多一点。值得注意的是，交易的票面总值并不代表 CDS 的总市场价值，也不可和股票市场的总价值相比较。交易的票面总值是用来计算现金流，与票面规模可互换使用。最后，如果有信用事件发生，促使敞口间可互换，这导致总交易票面总值的急剧缩减。

Feb 14 的第一次会议引进了 Markit Metrics 的概念。Markit Metrics 使得监管部门和主要做市商能够有效地对业内运营的改善情况进行跟踪，并及时地将行业发展情况传达给美联储。

在众多监管机构发表的关于北美信用违约掉期市场的声明中，以 President's Working Group (PWG) 在 2008 年 3 月发表的‘金融市场的政策方针报告’最具影响力。PWG 最初是由里根总统针对 1987 年 10 月的黑色星期一所组建的对金融市场进行研究分析的工作组。该组织由财政部长（任主席）、美联储董事局主席、证券交易委员会主席以及商品期货交易委员会主席所组成。在这份 2008 年 3 月的报告中，PWG 大致分析了造成这次金融市场动荡的原因，并指出宽松的借贷政策、不够充分的风控体制、住房抵押贷款债券以及评级机构的糟糕表现都是造成这事件的重要导火索。与此同时，这份报告还提出了针对信用违约掉期等场外交易类金融衍生产品市场提出一些建议具体包括以下几个方面：

1. 建立更积极的交易即时匹配标准。在整篇报告中，关于建立同日交易匹配的构想多次被提及
2. 修改现有交易文件，为实现信用事件的现金结算做好准备。而当前，CDS 市场拥有现金和实物两种结算方式，并且投资者必须为参与每次信用事件签署单独的协议
3. 为整个行业提供基本运营框架，从而达到最大程度的实现电子化和自动化。同时，通过对交易的压缩以及对抵押资产的调整，有效的降低对手风险

与美国同步，欧洲也就如何改善 CDS 市场的基础框架进行了多次讨论。这些讨论主要是由欧洲委员会（European Commission）发起的，但与此同时也有几个国家的监管部门根据各自国家银行系统所涉及的问题参与了个别讨论。前不久，欧洲 9 家最主要的 CDS 做市商携手欧洲委员会决定在今年年底前建立中央结算。本文会在后面的篇幅对中央结算作详细阐述。

至于欧洲的 CDS 市场具体会出现何种变化，现在下结论还为时尚早。但有一点我们可以肯定，欧洲的 CDS 合约会随同此次全球合约一起进行调整，尤其是在硬性引入拍卖机制、信用事件裁定委员会以及时间生效期的标准化方面。但是，我们预计欧洲不会像美国一样把重组条款从合约中撤销，这是由于欧洲大陆不同地区存在有不同地破产制定和程序。

这些变化对交易压缩的好处

交易压缩的目的是在保持总的净交易量和经济指标保持不变的情况下，减少 CDS 交易的票面规模，并同时减少总的交易数量。为保持交易的经济指标及净交易量不变，压缩后的交易必须拥有一致的风险状况以及现金流。另外，对某个具体交易对手的风险敞口上限也必须纳入考虑中。

由 Markit 和 Creditex 联手开发的 CDS 压缩处理技术通过以较少的交易笔数代替现有的交易，并同时使新的压缩后的交易保持同原有一样的现金流及风险状况。这项创举在美国和欧洲的 CDS 市场同时进行，并得到了 16 家主要券商的支持。Markit 和 Creditex 在 2008 年夏天被授权开始执行组合交易压缩。到目前为止，通过对现有交易的风险及现金流状况进行克隆，并以较小账面规模及笔数的交易代替现有交易，交易压缩技术已经成功减少了超过 20 万亿的账面交易额。这一交易压缩处理技术的应用有效地降低了运营风险、减少了交易费用（交易费用是由交易的账面规模来决定的）以及交易运营支出（每一笔交易的维护都算是一项支出）。这一服务的成功推出，切实有效地减少了 CDS 市场的账面规模，从而推动了该市场的持续发展。

CDS 交易压缩是根据不同的参照实体，级别，币种，合约条款种类及期限把交易归入到不同的篮子里，然后通过最有效的方法减少突出的交易量同时保持风险状况及现金流一致或将风险控制在交易参与者设立的风险限度内。以下是一个例子：

Credit	Notional (\$mm)	Buyer or Seller of Protection	Maturity	Coupon (bps)	Cashflow Year (\$)
1) The Widget Corporation	30.0	Buyer	6/20/2014	200.0	-600.0
2) The Widget Corporation	-15.0	Seller	6/20/2014	100.0	150.0
3) The Widget Corporation	-10.0	Seller	6/20/2014	325.0	325.0
The Widget Corporation	5.0	Buyer	6/20/2014	250.0	-125.0

这三组交易可以由一组交易来代替：以 250 基点购买面额为 5 百万美元的信用保护，从而产生每年 125,000 美元的现金支出。为方便说明，在此忽略交易对手以及交易对手的限制。

Source: Markit

尽管交易压缩很成功，但它的有效性由于 CDS 合约缺乏互换性而大打折扣。有两种途径可以提高其有效性：一是通过增加压缩率，另一个是通过增加适合压缩的交易的笔数。下面的表格简要地列出了新的交易规则将如何增加可压缩的交易笔数和压缩率。

Convention Changes	Standard Coupon	Benefits	
		Compression Rate	Eligibility of Trades
	Elimination of Long Stub/Short Stub	5-10% increase	---
	No Restructuring (if fully adopted)	---	5% increase
		---	2-3% increase

Source: Markit, DTCC

将付息控制在每年 100 或 500 基点有效地将现有的多种计息方式减少到了两种，长远来看，使得交易的可压缩率增加 5 到 10 个百分点；通过实行标准化付款时间，例如第一次付款时间不再随着交易时间而变动，会使适合交易压缩的交易笔数增加 5 个百分点。针对这些，我们会在后文给予详细阐述。最后，将重组条款统一为“非重组”将会使可压缩的交易笔数增加 2 到 3 个百分点。尽管通过粗略的观察发现，这一增长并不明显，但是由于庞大的账面规模，即使很小的百分比的增长都会在很大程度上影响交易的账面规模，尤其是可压缩交易的笔数的增加将会带来多方面积极影响。

这些变化对 T+0 交易操作的好处

在过去的两年中，信用违约掉期市场的运营情况有了显著的改观，待确认的交易笔数也明显下降。通过 Markit Matrix 的数据可发现 2008 年平均月交易量为 22,500 笔（与 2007 年的 17,500 相比），其中 92.5% 是电子化自动确认的（与 2007 年 1 月的 85% 相比）。待确认交易笔数也从 2007 年九月份的 10,000 笔下降到 2008 年第二、第三季度的 3,000 笔。在努力打造流线化的操作流程及系统的同时，大力推广交易产品的标准化、降低复杂性将会切实有效地帮助实现下文所罗列的目标。

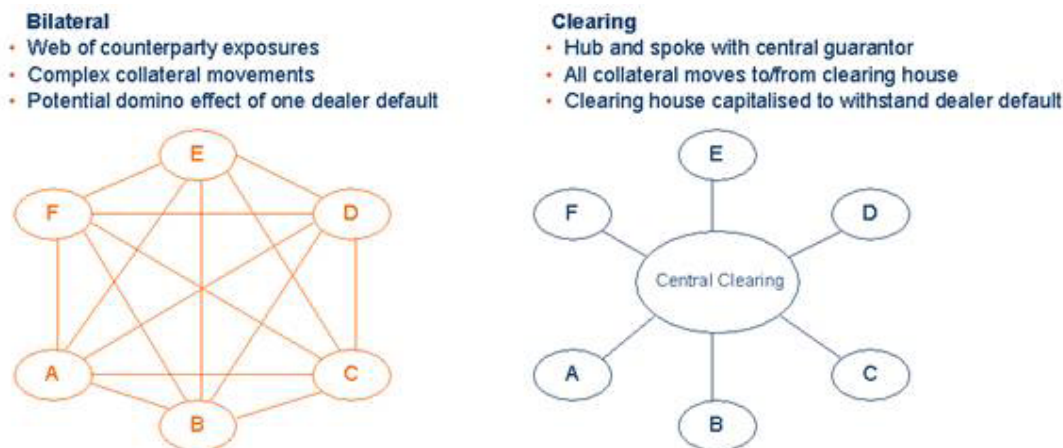
提高行业整体运营效率，实现对美联储的关于改善交易处理过程及减少待确认交易笔数的承诺是这次推广 CDS 合约及交易惯例调整的主要原因。在 2008 年 10 月 31 日由北美 16 家主要的 CDS 券商对美联储的许诺信中特别提到：

- 1) 提交时间表：截至 2009 年 6 月 30 日 T+0（交易当日）提交 85% 所有的交易，包括更新交易
- 2) 提交准确性：截至 2009 年 6 月 30 日，第一次提交的所有的交易种类，确保 94% 的准确度，包括更新交易（只需确认，不需要修改）
- 3) 确认时间表：截至 2009 年 6 月 30 日，争取实现 95% 的交易在交易当天起 5 天以内得到确认。

CDS 市场改革的最终目标是实现所有交易工具的当天匹配。是否能够实现这一目标取决于三个主要因素：提交交易的速度、所提交交易的准确度以及改正交易的速度。这三个因素与上文对美联储的三个承诺完全吻合，而市场运营的标准化与流线化是实现这一目标的唯一的可行办法。如果现行的提案全部通过认证并采用的话，北美标准合同能够且仅能够在以下 5 点出现错误：参照实体、提前支付的数目、账面交易规模、有效期限和货币种类，而这些都是交易双方前台工作人员很容易就发现的问题。通过减少交易可能出现问题的细节点，并由前台工作人员负责解决，使得交易过程变得更加及时准确。即使有错误发生，也会在更短的时间内得以解决。

对中央结算的好处

近几个月关于成立中央结算的呼声越来越高（包括来自世界各地的监管机构）。市场普遍认为中央结算系统的成立将会有效地解决 CDS 交易所存在的一些系统风险。目前市场上有多个双边交易关系，这是因为每个交易都需要双方参与。成立一个拥有充足资金储备的中心平台，把交易转移到这个中心平台上，可以有效的降低其复杂程度。另一个更重要的意义是防止交易对手倒闭时的多米诺效应。尽管在 Lehman（雷曼兄弟）和 Bear Stearns（贝尔斯登）倒闭时 CDS 市场仍保持着正常的运转和流动性，但是这些事件突出了所存在的风险以及系统化的修补的必要。在中央结算系统下，如果一个或多个交易对手同时倒闭，中央结算会首先清算净资产、规避风险，尽量降低对中央结算偿还能力的影响。合约的规范化将使中央结算的避险措施更加有效。



Source: The Clearing Corporation

对合约和交易惯例的调整将如何支持中央结算呢？答案是标准化。

- 1) 信用事件裁定委员会 --- 对信用事件和公司接替事件的统一裁决可以有效防止针对同一实体的不同合约的不同结论及处理办法。
- 2) 硬性拍卖 --- 在信用事件发生时，按照统一的现金价格进行清算。
- 3) 滚动式事件生效日 --- 无论交易是何时发生，每一个头寸都有一样的有效日。
- 4) 更少的重组条约 --- 精简的重组条约能够降低交易处理的复杂度，使中央结算能够处理更多的合约。
- 5) 固定票息 --- 付款额度标准化使合约压缩或抵消变得更容易。
- 6) 应记利息标准化 --- 将所有交易（同一个参照实体，**级别**，币种，重组条约和**期限**）的付息时间和款项数目同固定票息一起统一起来，这样可以使合约抵消变得更容易。

调整所带来的好处

人们通常会将这些相关调整单独拿出来思考，尤其是在试着理解这些调整将如何进行的时候。减少上万亿美金的账面规模、建立新的交易处理流程从而达到当日匹配的目的以及建立中央结算系统，这些目标不论是在深度和广度上都堪称雄心勃勃。这些变化的相互依存相互作用使这项提议比单一变化更强也更有连贯性。

		Goals		
		Trade Compression	T+0 Trade Processing	Central Clearing
Contract & Convention Changes	Event Determination Committee			<input checked="" type="checkbox"/>
	Hardwiring of Auction			<input checked="" type="checkbox"/>
	Rolling Event Effective Date	<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/>
	Fewer Restructuring Clauses	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
	100/500 Fixed Coupons	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
	Full Coupon	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

Source: Markit

虽然以上的这些调整建议都是围绕着合约标准化展开的，但不可否认，正是现有的 CDS 合约的灵活性使得这一市场得以发展壮大。因此，市场参与者希望仍然保留这一弹性特点，从而可以为某些特殊的交易找到市场。比如说，如果有客户希望做一个到期日不是 IMM 日子的交易，他们可以和现在一样仍然能在市场上找到相应的交易对手。虽然随着大部分投资者开始按照新的合约条款进行交易，这种特定的交易会面临流通性问题，但这与目前的非常规交易现状不会有太大出入。

让单一实体 CDS 更像 Markit CDS 指数和债券

Markit CDS 指数是当今信用违约掉期市场上最为流通的投资工具。在 DTCC 交易信息中心中，Markit CDS 指数的交易占了总交易面额的 48%以上。而以上所列出的各种关于 CDS 调整的建议会有效地使单一实体 CDS 的交易变得更像 Markit CDS 指数的交易。

与此同时，启用固定利息、提前支付款项以及应记利息的标准化使单一实体 CDS 更像普通债券。虽然这一计划将对 CDS 合约以及北美的 CDS 交易惯例有较大的调整，但并不会给市场带来戏剧性变化。

More Like Markit CDS Indices & Bonds

	Markit CDS Indices	Bonds	Proposed Standard North American CDS Convention and Global Contract Changes
Fixed Coupons	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Upfronts	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Standard Accruals	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
No Restructuring ²	<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/>
Standard Event Effective Date in Past	<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/>

Source: Markit

² 大多数 Markit CDX 指数的交易都是无重组条款的，除 CDX 新兴市场指数以外。Markit iTraxx 大多是以修改-修改结构重组条款进行交易，除了次金融指数是以现有结构重组条款进行交易的。

预期中的合约调整

序言

虽然大部分所涉及的提案只是简单的交易惯例和市场操作上的调整，对和约本身的组成没有太大的影响，但其中一部分的条款还是需要对 2003 ISDA 的信用定义进行相应的修改。作为 CDS 行业的交易协会，国际掉期与衍生工具协会（ISDA）已经开始着手针对现有版本中的一些定义起草一份附录，从而能够有效地体现：建立事件裁定委员会、硬性拍卖机制、标准化事件生效期等一系列变化。所有的这些调整都将作为“Big Bang”草案的一部分，所有签署这项草案的投资者都将按这一草案对现有的交易进行调整。

裁定委员会 —— 信用事件及接替事件

根据 2003 ISDA 信用定义附录，CDS 行业正在积极地在美国、除日本外的亚洲国家、澳大利亚及新西兰地区、EMEA (欧洲、中东及非洲) 和日本各区域分别组建信用裁定委员会。为了避免可能出现的误解，这一附录将对所有新的交易广泛适用，同时还对核算机构所扮演的角色予以重新定义。这一附录所涉及的调整预计将于 4 月 8 日开始生效，但具体生效期或许会有所调整。

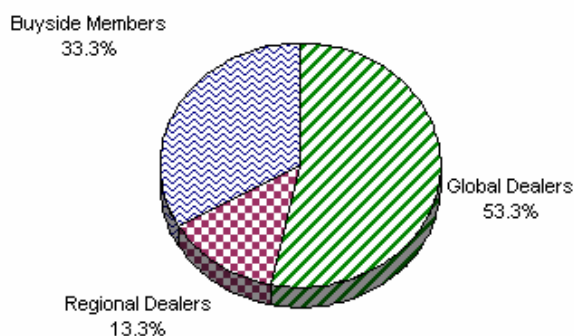
裁定委员会的职责

每个地区的裁定委员会将被委以多项职责，其中首要任务就是对信用事件的发生情况、类型以及发生日期予以定夺。同时，裁定委员会拥有对拍卖的次数及相关条款的决定权（在“硬性拍卖机制”章节将详细阐述）；裁定委员会对参与投标的做市商的资格拥有审批权以及在经过公众讨论并获得 80% 赞成表决的情况下对相关拍卖法方进行修改；裁定委员会负责对可替代以及交付的债务进行表决；最后，裁定委员会将对接替事件予以裁决。

裁定委员会的组成

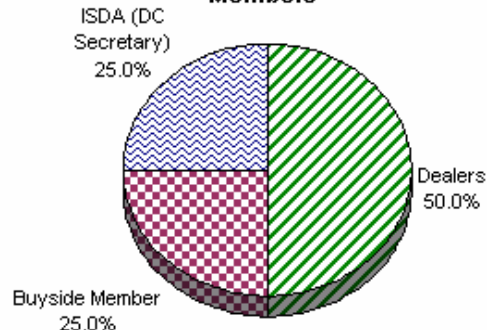
裁定委员会将不分地区差异而保持一致的组织架构，每个地区将由 8 个全球性券商、2 个地区性券商、5 个买方、2 个不具投票权的券商以及 1 个不具投票权的买方组成，同时由国际掉期与衍生产权协会（ISDA）任职不具投票权的秘书。简单地说，裁定委员会是由 15 个可投票，3 个不投票的买方和卖方代表组成（裁定委员会秘书是第四个不投票成员）。

Determination Committee Composition: Voting Members



Source: Markit

Determination Committee Composition: Non-Voting Members



Source: Markit

裁定委员会券商和买方成员的席位资格有不同的成员标准。对券商成员，券商机构必须达到3个要求：首先，券商必须是参与拍卖的投标人；其次，该券商必须遵守‘Big Bang’草案；最后，券商在DTCC交易信息库中显示的交易量也是一个重要因素。获得裁定委员会买方席位需要两个过程。由于这一席位是从买方成员群中随机挑选出来的，所以该机构必须拥有十亿美元以上的管理资产（或等同）、拥有十亿美元以上的有单名CDS交易敞口并获得三分之一现有买方群机构的批准，从而成为买方群众中的一员。裁定委员会的买方席位将会从这个队伍中随机选出，以一年任期进行轮值，而且必须包括至少一家对冲基金和一家传统意义上的资产管理公司。同一机构不可连续两届当选，除非所有可当选的机构都已当选过了。这项提议给予买方直接的并且正式永久的发表意见的渠道。

一般投票

任何ISDA成员机构都可以通过裁定委员会就某一问题（通常是关于信用事件或公司接替事件）发起投票，但必须要有至少一个以上委员会成员同意考虑这个问题。所有的委员会成员都要参加义务投票，而且每年最多只允许有理由的缺席一次。所谓义务投票是指与信用事件、可交付债务、接替事件或参考债务替代等问题相关的投票活动。裁定委员会的最终决定将通过ISDA进行发布。

方法：信用及接替事件

ISDA会员机构可以在至少一个裁定委员会席位的支持下，在有效地滞后期内（信用事件60天，接替事件90天）向裁定委员会提出对信用或接替事件的裁决。当提议被正式提出后，裁定委员会用来审议的时间将不被记入事件生效有效时间范围内。换句话说，如果一个ISDA会员机构在裁定委员会成员的支持下提出对45天前发生的信用事件进行审议，CDS买家不会因为委员会可能会花超过15天的时间来考虑决定而失去了该信用事件的赔偿。

当裁定委员会对提议进行审议时，ISDA会将必要的问题进行收集整理，并将相关的实体和交易类别反馈给裁定委员会。如果是针对信用事件，裁定委员会必须首先判断事件是否发生，如果被确认为发生，接下来必须确认可交付债务以及是否有举行拍卖的必要。如果拍卖被认为是必要的，裁定委员会必须进一步确定拍卖的相关细节。针对接替事件的具体操作步骤也与此基本一致。

方法：外部复审

如果所涉及议题没有达到裁定委员会80%的支持率的话，这一议题将被自动转入外部复审团进行定夺。外部复审团会由15个裁定委员会机构选举成立一个复审小组，并由这个复审小组对这一议题进行最终裁决。最终，复审小组的裁决将作为这些有争议问题的仲裁。

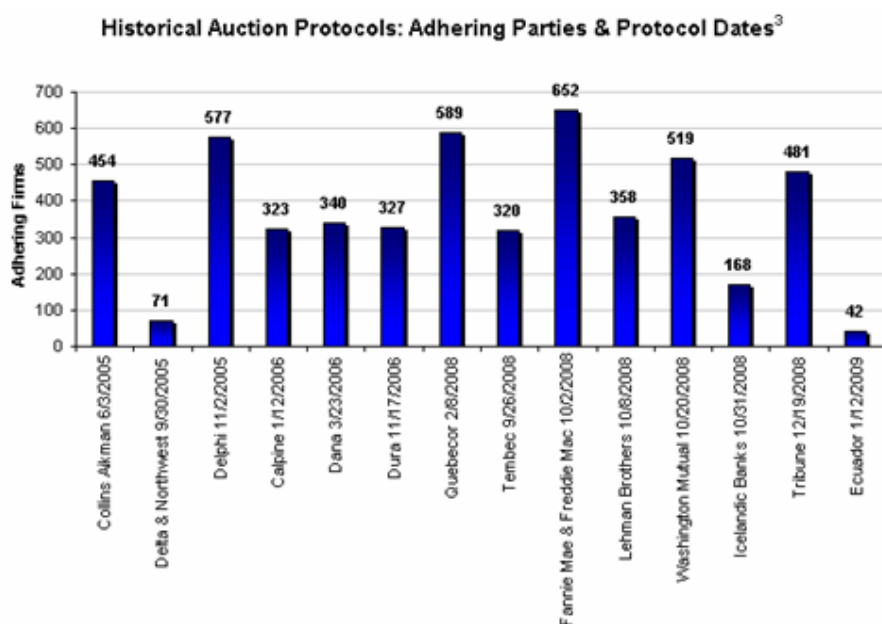
首先，外部复审团将假设裁定委员会大部分成员的决定是正确的。如果裁定委员会投票支持率在50%到60%，三个外部复审团成员中的两个就可以推翻结果；如果投票支持率在60%到80%之间，三个复审团成员需要达成一致才能推翻先前的决定。裁定委员会将针对每个问题由候选群中选出特定的外审团成员，而若要进入候选群体则需要由裁定委员会提名并表决通过。当问题进入外部复审程序时，一个由5人组成的外部复审团将由选举产生，其中包括3位当值成员及2位候补成员。任何裁定委员会成员都可以匿名对三位在职复审团成员进行提名，否则将通过ISDA进行随机指派。当选的外部复审团成员将必须对外披露所涉及的潜在的利益冲突，裁定委员会将对这些信息进行分析并以投票表决的方式决定是否有必要将该成员撤出复审团。

外部复审程序通常需要 10 个工作日，这期间复审团与裁定委员会将选出各自的辩护代表，对所涉及问题进行书面与口头的辩解。在经过 80% 裁定委员会成员统一的情况下，复审程序可以适当延长或减短。外部复审团只能按照裁定委员会已获取的信息进行裁决，并且有 ISDA 将结果对外发布。

硬性拍卖机制

当前市场状况：

当前的 CDS 合同只写明了对实物结算交易的处理。自 2005 年开始，为了能够更好的确认违约实体的回收率，市场引入了全新的拍卖程序，投资者必须签署相关条款（一份修改以前交易的法律文件），从而通过拍卖来决定回收率。当初建立这一程序，是出于对市场上大量的 CDS 交易将导致投资者为寻求可交付债券而导致相关债券价格的泡沫增长的担心。尽管这一程序能够良好的适用于市场，但是这一程序要求市场参与者必须签署相关的协议才可以对现有交易进行修改，结果导致每当有信用事件发生的时候，每一个投资者将必须决定是否要签署相关协议从而参与拍卖，使得市场运作效率大大降低。不过，随着硬性拍卖机制的建立这一繁琐步骤将会逐渐地被取代。到目前为止，由 Markit 和 Creditex 联手执行的拍卖有 30 多个，而贷款信用违约掉期的嵌入式硬性拍卖机制尤其凸现了市场对拍卖机制的信心。



尽管拍卖机制是采取自愿方式的，而且具体的参与率无法确认，但大多数的投资者都参与了拍卖，并且一直保持了较高的参与率。即使 Ecuador 拍卖的参与者绝对数量较少，那是因为当信用事件发生时，只有很少的投资者拥有风险敞口，而不是因为较低的参与率。

虽然没有详细的参与率的历史记载，但根据 DTCC 交易信息库的统计数据，85% 的投资者都参与了 Quebecor 的拍卖（DTCC 经历的第一个拍卖）。并且从那以后，参与率一直呈现稳步上升趋势，最近一直在 90% 以上。另外，所有的券商和重要的买方都遵守了协议。

Source: Markit, ISDA

³ Note, 这个图表不包括 LCDS 拍卖，有些拍卖被包括在同一个合约中，比如说，冰岛银行合约包含了 3 个不同的参照实体和拍卖。

信用事件拍卖机制为后信用事件资产定价及实物/现金结算提供了透明有效的解决方案。所有与拍卖相关的信息都可以在 www.creditfixings.com 上免费获取。

提议:

除个别针对信用事件的具体拍卖结算条款将在每个拍卖发生前进行定夺外，硬性的拍卖机制将在全球范围内被嵌入在 CDS 标准合同中。具体的信用事件拍卖方法可参考由 Markit 和 Creditex 联合发表的“Credit Event Auction Primer”（可在 www.markit.com/cds 获得）。除非在经过公众讨论后由 80%以上的裁定委员会席位通过修改法案，这一拍卖方案将贯穿整个拍卖过程。

拍卖的结算条款将具体情况具体对待。比如说如果未偿付的交易量过小，以至于拍卖过程变得并不是很重要，甚至可以考虑取消信用事件拍卖。拍卖的具体条款，包括：1) 拍卖日起、2) 原始意向信息公布时间、3) 后续意向信息公布时间、4) 市场内部报价信息、5) 市场内部最大买卖差价、以及 6) 最少有效市场内部成交量，将在拍卖前由裁定委员会通过多数席位通过并予以发布。

信用事件拍卖所涉及的可交付债券将由裁定委员会决定，除非对裁决结果有异议，通常只要裁定委员会的大多数席位通过即可。但是当对结果出现异议的时候，这必须经过 80%的裁定委员会或者由外部复审团通过。这项硬性拍卖机制预计将在 4 月 8 日开始实施

信用事件及接替事件的有效期

当前市场状况:

由于当前信用违约掉期交易是在交易日后的第一个工作日开始生效，因此，当交易日不同时，即使针对同一参考实体购买并售出相同额度的信用保护，这两个交易并不能实现完全抵消。比如说，一个投资商今天售出了信用保护，并在一个礼拜后买回信用保护从而抵消现有风险敞口。由于当前 T+1 的生效期体制，这位投资者将有 7 天的断档期不具备 CDS 的信用风险保护，这种情况会一直持续到其中一笔交易到期，而有时候信用事件就会发生在这 7 天的断档期中。建立一个统一标准的与交易日期不相关联的信用保护生效期体制将有效地解决这一问题。

这一提议将解决什么问题？现有 CDS 合约的生效期体制的问题在于不能实现交易的完全抵消。举例来说，你在 2009 年 1 月 8 日卖出信用保护，这个交易意味着你要对任何在 2009 年 1 月 8 日后发生的信用事件负责一直到合同期满。在一个星期后，你买入同样实体的等额信用保护抵消你之前的敞口，这个合同从 1 月 16 日开始生效。但如果在 1 月 9 日和 16 日期间有信用事件发生，你所售出的信用保护会生效，但你购买信用保护并没生效。一个统一标准化的生效期体制就能避免这种断档情况。

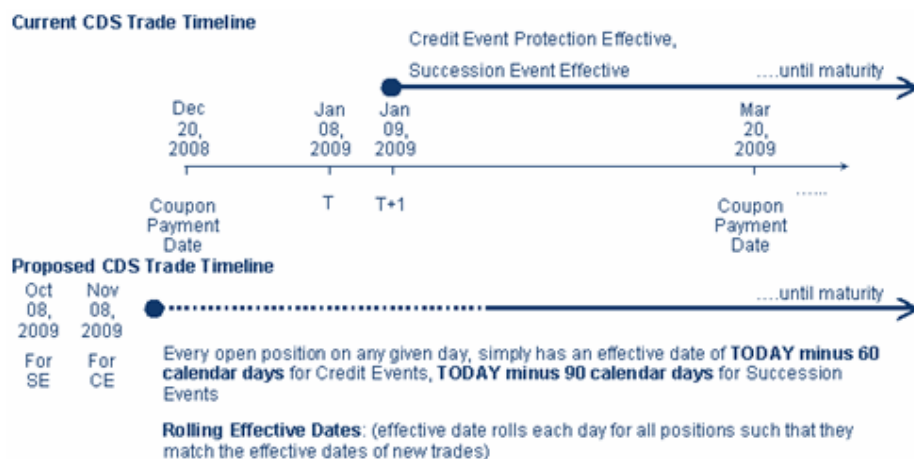
Current Contract: Offsetting Does Not Truly Offset!



Source: Markit

提议:

新合同将把应付利息及利息的计息生效日同信用保护生效日区分开来。具体的应付利息及利息相关信息将在之后篇幅提及。新的合同的生效期将采取每日滚动式计算，也就是说，交易双方 A 和 B 针对新合同的交易的信用事件生效日为今天- 60 日（替换事件是今天- 90 日）。以此类推，下一天该交易的信用事件生效日为下一天- 60 日；下一周给交易的信用事件生效日为下一周- 60 日。与当前合同相比较，新的合同的信用事件生效期将与交易日无关（除非交易发生在拍卖最后确认日之后）。所有现有交易将拥有同样的信用事件生效日及替换事件生效日。这在行业内被称为对信用事件和替换事件的“有限制的规则”。



在新合约中的信用事件和替换事件的生效日将被分开，并同时具有“倒推”的特点。信用事件的生效日是今天倒推 60 历日，替换事件的生效日是今天倒推 90 历日。生效日将会每天以滚动式变更，直到合约终止日，使得交易日不再同生效期有何干系。

Source: Markit

这项新合同的调整保障了 CDS 交易之间的互换性。具有相同特点的一个新的交易，不论是在今天还是在在一个星期之后进行交易的，将拥有相同的信用事件生效日，这使得拥有同样参考实体、同样币种、同样到期日以及同样重组条款的交易即使在不同交易日交易也可以很容易的进行压缩合并，并同时避免了断档的风险

尽管这个关于生效期标准化的提议同指数的特点很类似，但它的滚动式生效期的特点与指数完全不同。对于 Markit CDS 指数来说，其信用保护生效期与该系列指数的启示交易日保持一致。由于通常说的 5 年期的指数交易，其指数系列其实会存在 5.25 年（5.25 年的起始期限使得该系列指数在“on-the-run”的六个月期间的平均到期日为 5 年），因此，CDS 指数信用保护的卖家必须对在交易日前 5.25 年的指数所涉及实体的信用事件负责。

因此，为了避免可能存在的单一实体交易和指数交易间的基点差异，信用指数也将在同一时间进行类似的调整。对新的单一实体 CDS 交易生效期的调整将从 4 月 8 日开始实施，对现有单一实体 CDS 交易生效期的调整将在 6 月 20 日开始实行。

北美 CDS 市场预期交易惯例的改变

序言

在接下来部分所讲述的北美 CDS 市场交易惯例的调整，包括所有的交易将使用固定票息，并不需要交易合约上的变更。实际上，很多所涉及的调整早已经被广泛的适用，例如，高风险信贷交易已经具有了前端费及基点为 500 的固定票息等特征；典型的北美高收益信用交易已经采用了“无重组”的交易条款。与之对比，有些调整则是完全的新的概念。更重要的一点是，对现有交易的调整在时间和广度上与对新的交易的调整协调一致，使得原本就相互关联的各个提议能够有效的、一次性的对 CDS 市场进行变革，从而达到 CDS 合约标准化、提高运营效率、同日交易匹配、以及支持中央结算等目的。

固定票息

目前，大多数单一实体 CDS 是以票面值差价方式进行报价的（这个差价使得买卖双方最初交易时的 CDS 的现值为零）。虽然通常只有那些高收益型的单一实体 CDS 交易是以固定票息和前端费方式进行交易的，但随着越来越多的实体感受到市场的压力，越来越多的单一实体 CDS 交易采用了前端费的方式。通常来讲，只有当差价超过了某一预设界限，CDS 的交易才开始以前端费形式报价。在这种情况下，购买信用保护的一方将需要支付一笔前端费以及以后每一起的固定款项，这笔固定款项通常是 500 基点每年。针对北美 CDS 市场的新的交易管理将包括 100 和 500 两个基点的固定票息，预计投资级别的实体将使用 100 基点票息，高收益级别的实体将使用 500 基点的票息，但做市商可以自由以任意一种票息进行报价。

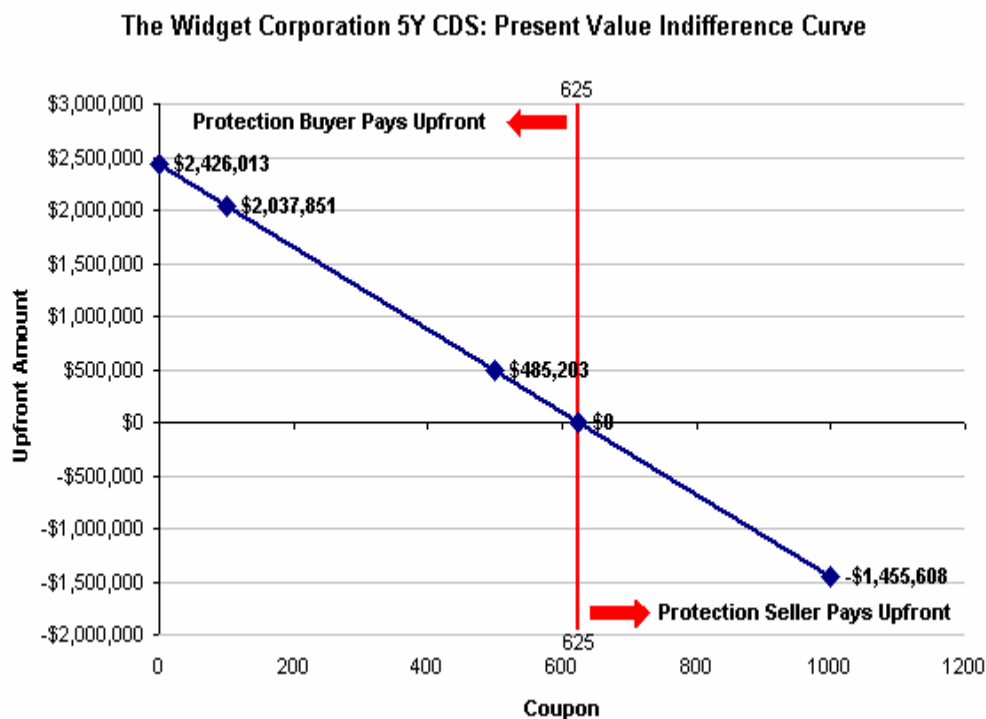


由于信贷市场的动荡，从做市商的报价方式来看，投资者已经越来越习惯于以前端费和 500 基点的固定票息的方式进行报价。

值得注意的是，由于不同的 Markit Quotes 用户可能采用同一个做市商提供的报价，这使得所使用的数据也许包括了由同一做市商提供的多组报价。但这些数据只是为了简单地体现以前端费为报价方式的信贷交易的日渐增长的历史趋势。

Source: Markit

为什么用 100 和 500 个基点固定票息？而不是 200 和 600 或全部都只用一个 500 票息？首先，500 票息已经用在许多高收益的实体中被广为应用了，因此若要选择一个以上的固定票息，这是一个合乎逻辑的切入点。投资者同时又希望有一个比较小的固定票息来进行交易，这就是为什么增加另一个固定票息的原因。当然，过多的票息的选择将影响到市场要求的标准化，而 100 基点票息正好可以恰当地体现高级别、低风险实体的水平。此外，两个固定票息能够让现有的交易进行“票息重组”从而形成一个新的交易，这一点我们会在以后章节具体讨论。



Source: Markit

虽然CDS市场参与者都希望尽可能的压低前端费，但是值得指出的是，从现值角度出发，这不会对投资者造成任何差异。以 *The Widget Corporation*^A 的交易为假设，投资人在购买下面几种不同保护时不会造成任何差异：

- 无前端费, 625 个基点的年付票息
- 前端费四十八万五千美元加上 500 个基点的年付票息
- 前端费二百万美元加上 100 个基点的年付票息
- 前端费二百四十万美元, 没有年付票息
- 保护卖方给回保护买方前端费一百四十万美元, 然后保护买方支付 1000 个基点的年票息

虽然从现值的角度出发，票息的标准化的无关紧要的，但从 CDS 市场运作的角度出发，这一调整给整个 CDS 市场带来的利益是非常显著的。尤其是同本文所提及的其它相关调整相协调，票息的标准化的不仅能够有效地简化交易过程，更能够积极地推动交易的压缩及合并。

100 基点或 500 基点的流通性

根据新的北美 CDS 交易惯例，一些特定的信用实体将以 100 或者 500 基点的固定票息方式进行交易，或两者兼而有之。预计所涉及交易的流通性将根据具体的信用实体向其中一种交易方式倾斜，更可能的是投资级别的实体会以 100 基点固定票息进行交易；高收益级别的实体会以 500 基点固定票息进行交易。根据对所涉及实体的信用的转变，同一信用实体会在投资级和高收益级之间转换。虽然没有明确规定，人们通常认为同一家信用实体的不同期限 CDS 应该按同一种惯例进行交易。

⁴ 假设 *The Widget Corporation* 的票面值差价是 625 个基点，所有五个选项的现值均为零。在交易开始的时候，信用保护的买方支付给卖方的现金流量价值应该等同于假设在信用事件发生后卖方付给买方的价值。

全票息交易

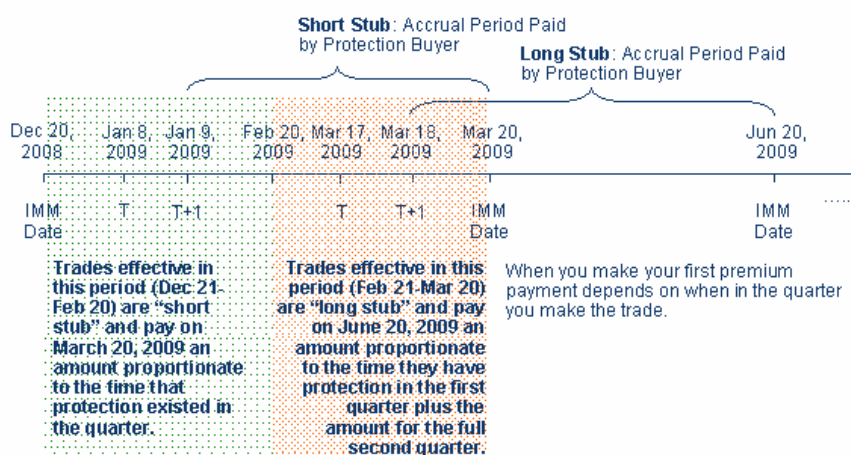
目前的情况:

根据目前的惯例，保护买方是否支付首次票息或按 IMM⁵ (国际货币市场) 日期支付均取决于交易的成交时间。国际货币市场规定 CDS 合同终止日期为：任一指定年的 3 月 20 日，6 月 20 日，9 月 20 日和 12 月 20 号。

如果交易日是在第一个票息日前 30 天以外，利息将按交易日和第一个票息之间的天数来计。这就是所谓的“短桩”时期。如果交易日期是在第一次票息的 30 天以内，这称为“长桩”时期。如果成交日是在第一个 IMM 票息日，不用支付累计利息，而是在下一次票息日按长桩支付。该款项将包括所欠第一期部分的保费加上第二期的全额保费。

这给业务部门在设立付息上增加了额外的复杂程度。交易信息中心显示大约有 5% 的交易没有支付“第一期”票息。目前，这些交易均为“长桩”（如下图）。因此，这些交易无非被囊括在用来减少总交易额的交易压缩项目中去。

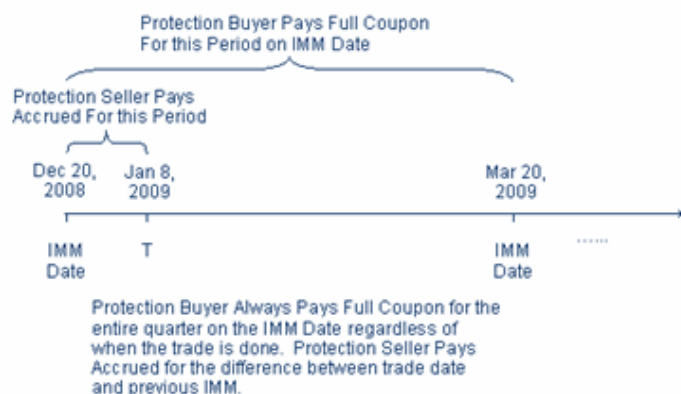
Current CDS Accrual Timeline



当前的累计支付机制给实际操作造成了负担。对于同一个信贷产品同样的期限，它的第一次付款时间取决于交易在何时完成。根据新的惯例，全额款项必须在国际货币市场的付款日期付清。而对于信用保护买方多付的部分将在交易成交日由卖方补偿给买方。

这一做法使 CDS 与债券在应付利息计算方面保持一致。也就是说，应付利息将在同一期间付清而不是转到下一个付款日期并且支付数额将会按第一个付款期内的有效天数来进行调整。不过 CDS 和债券在应付利息方面的一致也仅限于此，因为 CDS 的信用保护费用与债券的应付利息根本是两个概念。

Proposed CDS Accrual Timeline



Source: Markit

⁵ IMM 日期被选作 CDS 合同的终止和付款日期为：任意一年的 3 月 20 日，6 月 20 日，9 月 20 日和 12 月 20 日。这是因为欧元市场也使用 IMM 日期 3 月，6 月，9 月和 12 月的第三个星期三。

建议:

在以后的交易中，CDS 的合同将模仿 Markit 公司的 CDS 指数的运作方式，即不论交易是在什么时候发生的，信用保护的买方都必须在付息日支付全季度的票息。这也意味着，在交易成交时，信用保护卖方必须退还保护买方在交易日之前的应计利息。将票息标准化将使 DTCC 交易信息中心额外 5% 的交易能够被纳入交易压缩项目中来。这一关于全票息及应计利息的调整将于 4 月 8 日开始执行。

重组条款的惯例

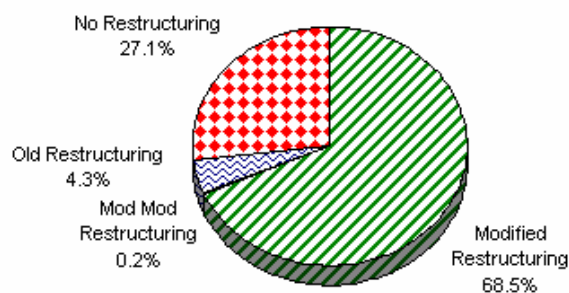
根据 2003 年信用衍生产品定义，除破产、无法支付以外机构重组也被定义为的信用事件。CDS 可以根据是否需要机构重组条款而进行不同交易，如果交易是在重组条款上进行，那么重组条款会决定可交付债券需要有什么样的特点。

根据 2003 年 ISDA 信用定义，共有四种类型的重组条款：现有结构重组 (Old R)，修改结构重组 (Mod R)，修改-修改结构重组 (Mod-Mod R) 和无结构重组 (No R)。它们之间的差异（至少对那些包括结构重组的）主要集中在可交付债券的期限和转让性上面。

逐渐的，一些信用产品的交易形成了自己的市场惯例。例如，欧洲的 CDS 合同通常用 Mod-Mod R 惯例 (重组被界定为信贷事件, 可交付债券的到期日被限定于 60 个月以内)；北美投资级的实体通常使用 Mod R 惯例 (重组被界定为信贷事件, 可交付债券的到期日被限定于 30 个月以内)；北美高收益实体通常使用无结构重组 No R 的惯例进行交易。在欧洲，主要使用的交易惯例是 Mod-Mod R，因为在许多管辖区域，破产法使借款人很难申请破产。美国的在第 11 章破产法外的机构重组和结构调整法可适用于身处困境的欧洲公司。对于北美投资级信贷, (Mod R) 长期用来满足对银行贷款组合的风险调控的需要。

随着 CDS 市场的增长，针对银行贷款组合的风险调控的需要已成为 CDS 市场较小的组成部分。因此，业内人士在几年前就已经开始考虑放弃北美 (Mod R) 重组惯例了。一些交易商甚至早已单方面采取了这一行动。

North American CDS: Breakdown of Restructuring Clause Conventions



Source: Markit

从 MARKIT 公司所提供的每日报价文件的惯例曲线图来看，目前无结构重组 (No R) 惯例的交易略微超过 25%。由于大部分的交易是围绕投资等级实体类别，所以我们看到有 68.5% 的交易是通过 Mod R 惯例实现的。

是否将重组列为交易条款会造成经济效益上的不同，有结构重组的交易比没有结构重组的交易需要更多的信用保护费用，因为这一条款将为买方提供更全面的保护。这一调整计划将在 4 月 8 日开始执行。

报价惯例

经常活跃于 CDS 市场的人们对做市商交易报价并不陌生。这些报价包含了做市商为提供做市服务的信用产品以及他们所感兴趣的信用产品所提供的买卖价格。下面是一个 CDS 市场的报价的示例：

-TECHNOLOGY-			-TECHNOLOGY-		
ARW	210-220	+12	CSCO	140-150	+15
AVT	285-295	+20	ORCL	145-155	+15
CSC	135-145	+10	DELL	225-235	+20

这是一个以票面值差价方式报价的例子。票面值差价是使得买卖双方最初交易时的 CDS 的现值为零的差价。这里没有提供恢复率因为它与报价无关。对于 CSCO，不论卖方对恢复率所持观点如何，信用保护买方只需要向卖方付 150 基点的年费即可。

通常这种报价方式需要提供交易实体的代码（或者其他方式的可说明所涉及信用实体的标示）以及差价的买卖价格，有时也可以包括相对前一交易日的价格变动，但这不是必需的（在以上示例中有提供）。除非有特别说明或者提供了完整的曲线的环境下，通常所提供的报价是针对流通性最强的 5 年期信用保护。那以上的示例报价来说，信用保护购买者必须付出每年 150 基点，相当于 15 万美金（150 基点*1 千万票面价值），从而获得对 Cisco Systems (CSCO) 面值为 1 千万美金的债券的信用保护。以上这一报价中的差价又称票面值差价。所谓票面值差价，就是使得买卖双方最初交易时的 CDS 的现值为零的差价。

虽然所有新北美固定票息交易将以前端费结算，但对投资等级实体所做的报价将以“常规差价”出现，而对高收益信贷实体的报价则以前端费的形式出现。这样一来，票面值差价的报价方式最终会被排除在外。

常规差价

随着北美 CDS 市场过渡到采用常规差价来报价（针对 100 基点固定票息），对投资者来说，能够准确、充分的比较不同做市商所提供的差价报价以及报价惯例中所出现的调整不会导致交易中断，是至关重要的。值得注意的是，做市商所提供的针对投资级别的实体的常规差价报价将不会体现所需要的年票息以及完成交易时所需要的前端费。常规差价将 100 基点的固定票息以及前段费融合为单一数字以方便不同做市商报价的比较。为了能够准确、全面地对做市商的报价进行比较，并避免对前段费用额度的混淆，所有的市场参与者将有必要采用标准的模型以及统一的信息输入。由 Markit 负责管理的 ISDA 的 CDS 标准模型已经获得主要 CDS 做市商的认可作为市场的标准模型。

ISDA 的 CDS 标准模型

今年 1 月 29 日，摩根大通银行宣布将其旗下用来对 CDS 进行估值的分析引擎过渡给 ISDA 作为公开资源。受 ISDA 的委托，Markit 自 2008 年秋季开始组建工作组致力于创建发布业内标准的对 CDS 估值的方法及模式。由摩根大通银行提供的估值方法原码为 1.0 版本的发布奠定了基础。

今年 2 月 26 日，ISDA 和 MARKIT 宣布推出 ISDA 的 CDS 标准模型，并由 Markit 担当这一模型的管理角色，负责对原码的维护、支持以及进一步更新。需要指出的是，Markit 并不对具体的模型的使用提供支持。这些原码可在 www.cdsmodel.com 网站通获取，同时在该网站上还可以获得包括每日收益率曲线以及不同债券的假设恢复率等信息以方便信息的标准化输入。

MARKIT CDS 转换器

目前在 CDS 市场最为标准化的产品是 Markit CDS 指数。如前所述，这份资料所描述的针对 CDS 合同和惯例的调整将使得单一实体的 CDS 更加接近于 Markit CDS 指数。而 Markit CDS 指数交易中最有可能导致交易中断的原因就是交易双方针对前端费所产生的分歧。所以随着北美 CDS 交易惯例过渡到使用固定票息和前端费的阶段，如何避免因前端费的分歧而导致交易中成为至关重要的问题。尤其是针对 100 个基点的固定票息的信贷报价将以常规差价的方式出现，而不是前端费。

为了给 CDS 市场参与者提供必要的方便，Markit 设立了 Markit CDS 转换器。用户可以在 www.markit.com/cds 免费获得，创建这个工具的宗旨是为了帮助解决针对前端费所产生的分歧。Markit CDS 转换器是在多方主要 CDS 做市商的努力下，结合 ISDA CDS 标准模型以及标准化输入模式为一体而建立起来的。该转换器将便捷、有效的帮助用户实现针对做市商所提供的对投资级别实体提供的常规差价报价以及相应的前端费之间的转换。

新的报价

常规差价：

下面是一个采用常规差价进行报价的示例。如果这只是传统的票面值差价的报价的话，券商愿意以 198 个基点出售 AET 的信用保护。然而，4 月 7 号之后，流通性好的北美投资级别信用实体预期将启用 100 个基点的固定票息。因此在这个常规差价的报价示例中，做市商愿意以 100 个基点的固定票息和前期付形式出售 AET 的信用保护。而如果想知道做市商期望的前端费数额，则需要把 198 个基点的常规差价转成所需要的付款方式。在 www.markit.com/cds 网站上所提供的免费的 Markit CDS 转换器就是为这个目的而推出的。在这个示例中，做市商对面值 1000 万美元的 198 个基点常规差价报价相当于 414,212.79 美元的前端费加上 100 个基点的固定票息。

AET	188 - 198
DD	142 - 150
RCCC	237 - 249
TE	262 - 272

Source: Markit

前端费形式的惯例：

F	45 - 47
GM	84 - 86
IP	11 1/4 - 12 1/4
SLMA	33 1/2 - 35 1/2

左边是一个以前端费形式报价的示例（以 500 个基点为固定票息）。做市商会根据所涉及信用实体的违约率、恢复率以及其他因素来决定在什么价位进行买卖，并从而决定差价。然后将这些差价分成两部分：500 个基点的固定票息和前端费。

虽然本文列举了可能出现的报价惯例，但这些仅仅是惯例。做市商在对信用产品进行报价时并不受此限制。预期报价常规的调整将于 4 月 8 日开始实施。

现有合约/惯例向新的合约/惯例的过渡

新纪元协议 (Big Bang Protocol)

为了能够实现使现有交易过渡到新的篇章，并具有硬性拍卖机制、由裁决委员会进行约束并对信用事件进行定夺、对信用事件及替换事件生效期的调整等特性，广大市场参与者可以通过签署一份与现有的拍卖协议项类似的协议来承认这些调整。一旦签署该协议，ISDA 2003 年信贷衍生工具定义补充将会反向适用于现有敞口。最终的协议预计将在 2009 年 3 月 12 日公布。参与者可以在 2009 年 4 月 7 日前向 ISDA 表态愿意接受此协议，同时所有调整将于截止期的第二天开始生效。需要指出的是，BIG BANG 协议不涉及讨论任何现有交易的票息及对现有交易的任何协议范围以外的修改。

投资组合票息重组

投资组合票息重组方案可以有效地将现有交易过渡到新的固定票息。Markit 作为现行的交易压缩项目的联合管理人，很可能在未来提供一个票息重组的服务。投资组合票息重组将会使一个现有交易转换成两个新的以 100 和 500 基点为固定票息的交易。为了保持原有交易的经济状况，这两个新的交易合并在一起必须拥有与原交易完全相同的存续期间变化比率、违约风险以及可变动付款等特征。更简单地说，重组后的投资组合必须同原有的组合拥有同样的风险和现金流。虽然一个交易变成了两个交易，但它强化了交易的可转换性从而使交易压缩处理更加简便。

投资组合票息重组使用交易压缩的方法。压缩过程包括终止交易和再创造更小和更有效的交易。现有的交易压缩方法允许多个交易参与者在同一时间进行交易压缩。很快将可以实现对多个投资组合的同一时间转换（例如，一个大的对冲基金可以和多个券商的交易关系在一天内于同一平台完成转换，而不需要通过和每一个交易对手单一处理）。然而需要指出的是，票息重组将使得投资组合原有的每个净交易变成两个新的分别为 100 基点和 500 基点固定票息的两个交易。

CDS Size (\$mm)	\$100
Premium (bp)	50 bp
Premium/yr	\$500,000

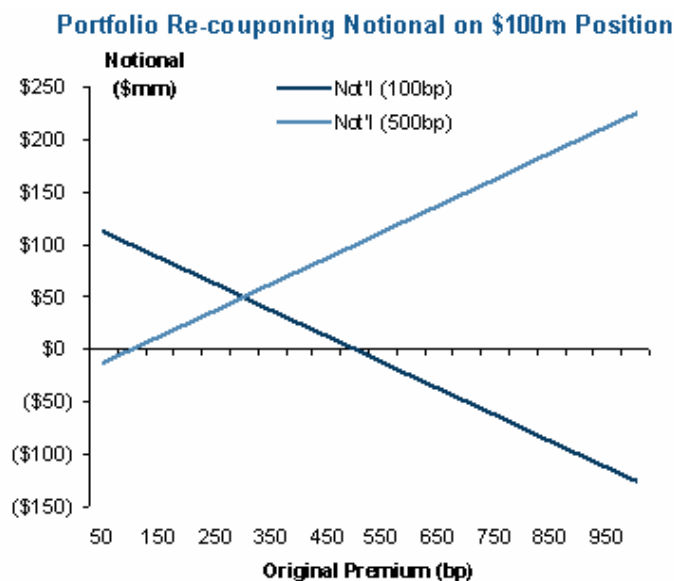
Repricing Metrics		Compression Size (\$mm)	Cash Flow
Notional A (bp)	100 bp	\$112.5	\$1,125,000
Notional B (bp)	500 bp	(\$12.5)	(\$625,000)
Total		\$100	\$500,000

Source: Barclays Capital

假设一个投资商现拥有面值为 1 亿美元的信用保护交易，每年需支付 50 个基点即 50 万美金。如果将这个交易进行转化为两个分别为 100 基点固定票息和 500 基点固定票息的两个交易，为了使现金流保持不变，需要购买面值为 125 万的 100 基点固定票息的信用保护，并卖空面值为 1 百 25 万的 500 基点固定票息的信用保护。

任何票息形式的现有 CDS 交易都可转化成票息为 100 和 500 基点的形式, 并且转化后的交易与原交易保持一样的风险和现金流状况。

尽管这个转换过程一开始会使得现有敞口数量增加一倍, 但是转换后的标准化和可互换性可以有效的帮助实现交易压缩最终使相同票息的敞口压缩为一个敞口。



Source: Barclays Capital

重组惯例

正如前面所讨论的, 有无机构重组条款会对交易的经济效益造成不同的影响。拥有结构重组条款的交易一般来说会更贵一些, 因为它给予信用保护买方额外的信用事件的保护。在将现有的拥有重组条款的交易转换成没有重组条款的新的交易的过程中, 能够正确的量化这一差异是十分必要的。如果有大量的具有结构重组条款的现有交易要求被转换成没有结构重组条款的新交易, 行业内部或许将会负责建立一个有效的转换方案, 但这一点还没有得到确认。撇开全行业范围内的转换方案是否会启动, 如果投资商想要将现有交易过渡到新交易, 他们通过协商与交易对手达成双方都可接受的价格。

全票息惯例

除了上面所阐述的以外, 对 CDS 合同和北美交易惯例的调整将不会对现有交易的转换产生更多的影响。更具体来说, 即使最近刚成交的现有交易, 当过了第一个计息期间, 也不会因为应付利息和全息付款的调整而受到任何影响, 时间推移就可以使这一问题得以有效解决。

结论

之所以把这份协议叫做“Big Bang”，并不是为了哗人耳目，而是因为这一协议对 CDS 市场的运营、交易以及法律框架都带来了根本性的调整，虽然在很多方面这些调整并不是很显著。

对于北美交易惯例的调整已经在市场上表现出来。高收益信用产品及指数已经开始使用固定票息和前端费进行交易及结算。所推荐的报价方式也和现有的 Markit CDX 投资级别和高收益级别的报价方式类似。对于 IMM 付息日的应付利息和全额利息的调整也早已成为指数的标准。至于重组方面的调整，北美高收益信用产品通常以“无重组”的惯例进行交易，大部分的 Markit CDX 信用指数也是以“无重组”的惯例进行交易，北美投资级别的信用产品通常是以“变更结构重组”惯例进行交易。

对于全球合同的调整，多种做法在市场上早已施行，因此这些变化并不是太突然。硬性拍卖机制已在贷款信用违约掉期市场上实施，只是将这一早已被市场广泛接受的流程予以延伸。这项硬性拍卖机制适用于所有交易，从而避免了市场参与者需要对每一个信用事件签署一份不同的协议的步骤。裁定委员会的建立替代了业内委员机构的大部分工作职责。对信用事件生效期的规范化也早已在 Markit CDS 指数中使用。总体而言，这一调整将为业界带来广范的一致性，大大地增强了运作过程中的公开度和透明度，并同时是买方代表能够正式参与业内决议。

总的来说，本文详细介绍了全球的 CDS 合同和北美贸易惯例的预期的调整。然而，需要强调的是，这些调整只是预期的。此外，虽然这些变化预计将于 2009 年 4 月 8 日实施，具体实施日期仍有可能发生改变。

联系方式

若需更多信息, 请联系:

Tom Price

董事总经理

邮箱: tom.price@markit.com

Otis Casey

副总裁

邮箱: otis.casey@markit.com

或者浏览 www.markit.com/cds

Markit CDS 网页

2009 年 2 月 6 日, Markit 为加大 CDS 市场的透明度, 创建了一个新的免费网页。网页每天更新, 并配有各种你在其他地方无法找到的内容信息。网页提供了 Markit CDX, iTraxx 指数和一些单一实体 CDS 的价格信息。除了价格信息之外, 网站还包含了 CDS 市场的相关报告和材料的链接、行业内和市场统计、重大事件的日程、信用事件拍卖的详细结果以及其他信息。最近由 Markit 召开的“北美 CDS 市场当前的问题”的会议相关幻灯片材料也可以在这里找到。随着 CDS 合同和交易惯例的调整的信息越来越多, Markit 将会不断地在本网站上更新相关的内容和通告。

要访问该网页可以到 www.markit.com/cds。可以通过点击右上角链接将这一网页收藏。

The screenshot displays the Markit CDS website interface with the following sections:

- Credit Default Swaps** (Header)
- CDS Market Summary** (Left Panel):
 - Region tabs: N.America, Europe, Asia
 - Credit Indices** table:

Name	Spread	Price	Unit	Change(%)
Markit CDX.NA.JG	215.08	Spread		-1.16%
Markit CDX.NA.JG.HVOL	515.39	Spread		1.11%
Markit CDX.NA.HY	73.28	Price		1.60%
Markit CDX.NA.HY.B	73.05	Price		0.76%
Markit CDX.NA.HY.BB	90.14	Price		0.72%
Markit CDX.NA.XO	592.50	Spread		-1.50%
Markit CDX.EM	82.72	Price		0.93%
Markit CDX.EM.DIVERSIFIED	82.40	Price		0.98%
 - Tighteners/Wideners** table:

	Entities
Tighteners	316
Wideners	581
Unchanged	267
 - Market Movers** table:

Name	5Y Today	Daily Chg	Weekly Chg	28 Day Chg
JPMorgan Chase & Co	162.19	-10.91	35.07	23.79
Sengra Engy	111.89	-6.61	37.81	17.50
Nordstrom Inc	585.56	-30.06	-18.11	-67.30
Goldman Sachs Op Inc	291.32	-13.44	30.21	-1.68
Devon Engy Corp	105.81	-2.95	14.86	-40.00
 - Wideners** table:

Name	5Y Today	Daily Chg	Weekly Chg	28 Day Chg
Utd Parcel Svc Inc	76.55	9.27	15.19	-24.56
Cap One Finl Corp	392.14	42.56	103.67	80.48
Gen Elec Cap Corp	679.29	72.52	255.62	273.12
D T E Engy Co	379.40	38.45	73.79	-68.10
Mohawk Inds Inc	433.44	38.08	81.35	66.94
- CDS Calendar** (Middle Panel):

Event	Event Type	Date
Ferretti	LCDS Event Auctions	26-Feb-2009
Aleris	LCDS Event Auctions	05-Mar-2009 (TBC)
- Market CDS Documentation & Education** (Middle Panel):
 - General, N.America, Europe, Asia tabs
 - Links: Credit Indices Primer, Credit Event Auctions Primer, Markit MCDX Overview, Markit Metrics: December 2008, Markit RED Primer
- Credit Event Details** (Bottom Middle Panel):

Reference Entity	Date	Final Price	PDF
Smurfit CDS	19-Feb-2009	8.875	[PDF]
Smurfit LCDS	19-Feb-2009	65.375	[PDF]
Nortel Networks Corp	10-Feb-2009	12	[PDF]
Nortel Ltd.	10-Feb-2009	6.5	[PDF]
British Vita EL CDS 1st Lien	09-Feb-2009	15.5	[PDF]
British Vita EL CDS 2nd Lien	09-Feb-2009	2.875	[PDF]
Santec EL CDS 1st Lien	05-Feb-2009	33.5	[PDF]
- Markit Announcements** (Right Panel):
 - North American CDS Conference Presentation – Jan 29, 2009
 - Click here for Markit RED Index Codes
- Markit's CDS Services** (Right Panel):
 - Services: CDS Prices, CDX Indices, RED (Reference Entity Database), Markit Metrics, Markit Quotes, Portfolio Compression, Credit Event Auctions, Markit Wire, Syndicated Secured List, Markit CDS Converter
- Markit CDS Converter** (Right Panel):
 - For: Maturity (March 2014), Tier (Snr (40%)), Standard Coupon (500 bps), National (1 MM USD)
 - Convert: Upfront (%), Conventional Spread (bps)
 - Results: Conventional Spread (bps), Clean Price (%), Upfront Fee (MM USD), Trade / Settle Dates

Copyright © Markit Group Limited. ALL DATA PROVIDED AS IS, WITH NO WARRANTIES. All rights reserved. Data may not be reproduced or redistributed in any form, except as expressly authorized by Markit Group Limited.

Copyright

Unpublished work © 2009 Markit Group Limited

This work is an unpublished, copyrighted work and contains confidential information. Only authorized users are permitted to access this work. Any unauthorized use, disclosure, reproduction or dissemination, in full or in part, in any media or by any means, without the prior written permission of Markit Group Limited will subject the unauthorized party to civil and criminal penalties.

Trademarks

Mark-it™, Markit™, Markit Loans™, Markit RED™, and Markit Metrics™ are trademarks of Markit Group Limited. Other brands or product names are trademarks or registered trademarks of their respective holders and should be treated as such.

Data Services Agreement and Use Restrictions

You are bound by the terms and conditions of the Data Services Agreement as agreed to by your employer or its affiliate. In particular, access to the Markit website is limited to the number of locations and to the number of users specifically set forth in such Data Services Agreement whether such use is through physical transfer of a copy, electronic access through a wide area network of any description, or by any other means whatsoever. The Markit system and website contain trade secrets. Accordingly, you are expressly prohibited from (i) modifying, translating, reverse engineering, or disassembling any of the information, services or data found on such system and website, or (ii) creating derivative works based thereon, in each case, except as expressly permitted, if at all, by the Data Services Agreement governing your use thereof. Unauthorized copying of the Markit website or this user manual constitutes copyright infringement. Software piracy is theft.

To the extent anything in this user manual is inconsistent with or conflicts with the terms and conditions of the applicable data services agreement or the terms of use, the terms and conditions of the Data Services Agreement or the Terms of Use, as applicable, shall control.

Each user upon his initial accessing of the Markit website must agree and acknowledge as a condition to his access thereto to be bound by the terms and conditions of the data services agreement through which it was provided a username and password.

Limited Warranty and Disclaimer

Except for the express limited warranties set out in the applicable Data Services Agreement, Markit makes, and the user and the client it is associated with receives, no warranties, express, implied, statutory or allegedly extended in any communication with the user or the client it is associated with. Markit specifically disclaims any implied warranty or merchantability or fitness for a particular purpose. Markit does not warrant that the operation of the program or website, or use of this publication shall be uninterrupted or error free. In no event shall Markit be liable for any damages, including without limitation, direct damages, punitive or exemplary damages, damages arising from loss of data, cost of cover, or other special, incidental, consequential or indirect damages of any description arising out of the use or inability to use the Markit system or website or accompanying documentation, however caused, and on any theory of liability.

This user guide may be updated or amended from time to time and at any time by Markit in its sole and absolute discretion and without notice thereof. Markit is not responsible for informing any client of, or providing any client with, any such update or amendment. Please regularly check the Markit website to obtain the current version of this manual.

Any download or distribution of data from the Markit website is subject to restrictions on the use thereof as set forth in the Data Services Agreement entered into between Markit and the client institution through which you were provided a username and password. Access to the website is expressly conditioned upon the compliance by each user with the restrictions, terms and conditions set forth in its client institution Data Service Agreement. It is the responsibility of each user to be familiar with the restrictions, terms and conditions contained in the Data Services Agreement.