



## CLN: 风险缓释利器

本质上来讲,CLN是一种传统债券和信用衍生因素的结合物。在信用事件发生时,创设机构获得了一个无需以票面金额赎回票据的选择权。

文 | 张琦 胡琛

本是同根同枝生,开花结果晚半年。2017年5月,信用联结票据(CLN, Credit-Linked Note)终于在中国问世,由中债信用增进公司和中国农业银行创设的首批CLN产品开始在全国银行间同业拆借中心交易流通,这比它的同胞兄

弟信用违约互换(CDS, Credit Default Swap)现身国内市场晚了大半年时间。

根据中国银行间市场交易商协会发布的《信用联结票据业务指引》,CLN是指“由创设机构向投资人创设,投资人的投资回报与参考实体

信用状况挂钩的附有现金担保的信用衍生产品，属于一种凭证类信用风险缓释工具”。公开资料显示，本次中债信用增进公司 CLN 的创设金额为 3000 万元，参考实体是某 AA+ 评级企业债券；农业银行 CLN 创设金额为 2000 万元，参考实体是某能源企业私募债券。作为试水，两只 CLN 产品的规模和参考实体选择均较为保守，但还是激起了市场的极大兴趣。

## 更安全的“保险”

创设机构是 CLN 产品的发行人，可以是金融机构、企业或特定目的实体（SPV, Special Purpose Vehicle）。在中国，创设机构不能发行以自己为参考实体的 CLN。

作为一款票据，CLN 的发行价格可以低于或等于票面金额，发行收入通常用于购买国债等低风险、高评级的产品作为抵押物。投资者获得的收益与参考实体的信用表现相挂钩，参考实体通常为贷款、债券等单一资产或资产池，也可以为市场主体。若没有参考实体违约、信用评级下调等信用事件发生，创设机构需向投资者定期支付约定利率，保障期满，票据将以票面金额被赎回，这与传统的息票债券类似；如果发生信用事件，CLN 将提前终止，创设机构得到前述抵押物，而投资者获得违约的残余价值或违约的资产本身。因此，投资者实际承担了参考实体的信用风险。

作为信用衍生品家族成员，CLN 的主要作用便是将创设机构承担的信用风险转移给投资者，这也是吸引创设机构参与的最大魅力所在。一般而言，债券、贷款等资产的所有者同时要承担债务人的信用风险，通过发行 CLN 产品，创设机构可以将资产所有权和风险相分离，仅仅转出资产的信用风险，而资产本身仍旧留在其资产负债表上。

同为信用风险缓释工具，CLN 与 2016 年 10

月底开始在国内市场出现的 CDS 有较大差异。按照银行间市场交易商协会发布的业务指引，CDS 属于合约类信用风险缓释工具，CLN 属于凭证类信用风险缓释工具。合约类产品存在于特定交易主体之间，不可挂牌流通；凭证类产品则可以在交易市场内挂牌，比如中国首批 CLN 就是在全国银行间同业拆借中心交易流通的。

实质上，CDS 和 CLN 是两种类型信用衍生品的代表。CDS 属于非融资型的信用衍生品，其卖方是保护的提供者，信用事件发生前无需提前支付任何资金。CLN 属于融资型信用衍生品，其买方（投资者）是保护的提供者，在票据创设伊始就向创设机构支付了票据价款作为履约保证。因此，CLN 规避了 CDS 的一个致命缺点，即保护提供者的违约风险。CDS 仅凭借交易者之间的合约约束卖方在约定风险发生时提供保护，但当信用事件足够大时，本应提供保护的一方很可能会拒绝履约，CDS 的保护伞作用就名存实亡了。而 CLN 则拥有投资者预先支付的价款，消除了这一风险。

所以说，CLN 和 CDS 最大的区别在于，CDS 是纯粹的信用风险缓释工具，而 CLN 是传统债券和信用衍生因素的结合物，在信用事件发生时，创设机构获得了一个无需以票面金额赎回票据的选择权。作为信用衍生品市场的初期产物，CDS 结构较为简单，即信用保护的买方购买 CDS，向保护的卖方支付一定的费用，在信用事件发生时由卖方承担风险，这类类似于保护的买方购买了一种特殊的“保险”。CLN 的结构则较为复杂，与 CDS 恰好相反，由保护的买方发行而非购买票据，该票据是附带回报的固定收益产品，只不过其支付与参考实体的信用表现相关联。

## 在风险流转中起舞

在国外市场，银行是 CLN 的积极参与者，它们主要使用这种工具将风险转出银行体系以及

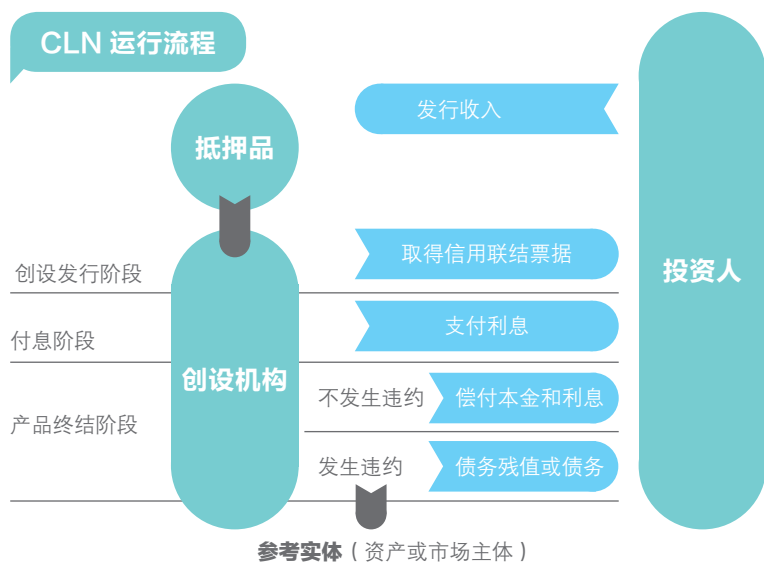
CLN 投资者在票据创设伊始就支付了票据价款作为履约保证。因此，CLN 规避了 CDS 的一个致命缺点，即保护提供者的违约风险。



## 特定目的实体



金融市场上的一类特殊机构，其职能是购买、包装金融资产并以此为基础发行资产化证券，基本操作流程为从资产原始权益人处购买需要证券化的资产，以自身名义发行资产支持证券进行融资，再将所募集的资金用于偿还购买基础资产的价款。



资料来源：作者提供

CLN 超出市场平均水平的收益率，对应着创设机构和参考实体的双重风险，很考验投资者的风控水平和评估资产的水平。

管理风险资本。对于某些风险较大的资产，出于维持客户关系和保持资产规模的目的，银行并不想将它们出售，且有些资产也不容易转手，此时就可以发行 CLN。投资者承担了风险，按照票据的发行价格向银行付款，银行可以将这笔收入作为现金保留在资产负债表中，也可以投资于低风险的资产获取收益。这些抵押品的风险权重要远远低于参考实体的风险权重，银行便在保留资产的同时转出了风险，同时节省了宝贵的资本金。

投资者对 CLN 感兴趣的原因，一方面是因为可以获得超额收益，CLN 的利率一般要高于相同评级发行人所对应的市场利率，这是对投资者额外承担参考实体信用风险的补偿。另一方面，CLN 可以使风险与交易资产分离，投资者得以在不持有相应资产的情况下实现风险与收益的多元化配置。比如，很多投资者无法直接与某些主体交易或持有某一资产，通过投资以这些实体为

参考的 CLN，就可以将该类风险和收益纳入资产组合，这对一些基金公司和投资公司非常有吸引力。

然而，人们常常迷醉于信用衍生品的非凡效果，认为它们就像魔法一样甩开了恼人的风险包袱，可以没有顾忌地享用资产带来的丰厚收益，却往往忽视了一个基本事实：风险只是转移了，并没有被消除。当然，金融的本质就是对风险的交换和买卖，CLN 有它存在的必要性和价值，如果运用得当，可以很好地管理风险，维护金融稳定。问题就在于，要避免滥用。

一个值得担忧的问题是，有了 CLN，金融机构是否会降低放贷、投资的标准？毕竟 CLN 可以免除它们的责任。相对应的，为了向投资者支付更高的收益，创设机构也可能将从投资者处获取的发行收入投资于风险较高的资产以获取更高收益。这种情况并不是没有发生过，在 2008 年金融危机中倒闭的雷曼兄弟曾发行过一只名为 RACER 的 CLN，当时便投资到了高风险证券中，以使这款产品更有吸引力。

对于投资者来说，“高风险伴随着高收益”这句话反过来说也是成立的，CLN 超出市场平均水平的收益率对应着创设机构和参考实体的双重风险，很考验投资者的风控水平和评估资产的水平。在著名的安然财务造假案中，若干贷款机构以安然债券为参考实体发行了 CLN，尔后安然丑闻曝光，投资者得到的是几乎毫无价值的债券。随后，投资者起诉了这批 CLN 的创设机构，认为其明知安然的真实财务状况但依然欺诈性地发行了 CLN。

总之，CLN 可以成为一种非常有效的风险转移工具及投资工具，关键在于谨慎、明智地运用。市场需要 CLN，在金融市场化和专业化的趋势下，CLN 能够发挥极大的作用，但这需要监管部门和市场参与者的共同努力。□

（作者均系资产证券化领域专业人士）