



“双稳”背景下信用风险缓释凭证的新特点及思考

"Double Stability" and New Features of Credit Risk Mitigation Warrant —Suggestions Based on Commercial Bank Practices

李长河

摘 要：作为新时期“稳字当头、稳中求进”要求下推进债券市场稳健发展的重要工具，信用风险缓释凭证经历了一个快速起步阶段，但目前体量仍然较小，且存在着参考主体、凭证期限、创设机构等多层分化的特点。本文以商业银行视角，总结了凭证创设机构在产品定位、制度建设、区域试点、风险匹配、市场化定价等方面的实践经验，并结合最新市场特点和数据分析，提出加强联合创设、提高交易流动性、明确凭证的衍生品归类和风险资本计提规则、健全风险管理体系四个方面的发展建议。

关键词：信用风险缓释凭证 商业银行 实践经验 发展建议

Abstract: Credit risk mitigation warrant is a potentially important tool in promoting the steady development of the bond market under the requirements of "prioritizing stability while pursuing progress". So far the use of such credit risk mitigation warrant remains limited but the application of this tool has considerable potential. This paper examines the practical experience of CRMW creation from the perspective of commercial banks in product positioning, system construction, regional pilot programs, risk matching, and market-based pricing. The paper takes into account the latest market characteristics and makes suggestions in four areas, including strengthening joint creation and improving transaction liquidity, clarifying the classification of derivatives and the rules for the provision of risk capital, and improving the risk management system.

Keywords: Credit Risk Mitigation Warrant, Commercial Bank, Practical Experience, Development Suggestions

李长河系交通银行总行投资银行业务部、债券业务部 副高级经理。文章仅代表个人观点，与所在机构无关。



定义与现状：快速起步但体量尚小

信用风险缓释凭证（Credit Risk Mitigation Warrant，以下简称“凭证”或“CRMW”）是创设机构为凭证持有人针对标的债务提供信用保护的有价证券，是凭证类信用风险缓释工具。根据《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》，凭证的核心参与者是在中国银行间市场交易商协会（以下简称“协会”）备案的金融机构、合格信用增进机构等，提供信用风险保护的债务范围为债券、贷款或其他类似债务，业务模式类似投资人付费的信用担保。

CRMW自2018年央行为缓解部分企业发债困难问题正式推出以来，经历了一个稳健起步阶段。根据Wind统计显示，2018年10月至2022年3月末，市场累计创设凭证376单、金额约539亿元。其中，根据协会通报，2021年CRMW创设147笔，名义本金295.17亿元，同比增长约99.2%，累计支持616.84亿元债券发行，同比增加69.4%，平均认购倍数2.64，高于2020年的2.43。

在新时期“稳字当头、稳中求进”的经济金融工作主线指导下，凭证的创设与推广在解决企业实际融资问题的同时，以高等级创设机构的信用资质和风控能力缓释债券市场的潜在风险，是落实“双稳”要求和金融服务实体经济任务的重要工具。虽然增速较快，但相较

于成熟而庞大的债券市场，凭证的体量仍太小，未能实现爆发式增长。在经历起步阶段之后，其发展和推广呈现出新的特点。

凭证市场的新特点：多层分化

参考主体分化，股东背景更加多元

2019年凭证创设的参考实体中，民企占比约76%；2021年，挂钩非民企债券的凭证占比超过民营企业达55%，名义本金162.32亿元，同比增加178.3%。这一方面说明凭证的应用场景增多，市场接受度提高，另一方面也说明了债券市场“信用分化”问题，在非民营企业中同样存在。更多参考主体的出现，有利于创设机构根据自身不同偏好和策略，选择目标群体。

凭证期限分化，中长期限占比后来居上

2019年，挂钩债券期限为一年以上的凭证金额22.4亿元，占比22.27%；2021年，仅挂钩债券为3年期及以上的CRMW占比已达34.7%，同比增长33.5%，1年期内CRMW占比为36.7%，同比下降28.7%。创设期限的拉长，说明凭证在解决企业融资问题中发挥了越来越重要的长效作用。而中长期限特别是3年以上债务风险的识别和管理能力提升，是创设机构敢于拉长凭证期限的底气所在。



创设机构分化，主体增多但集中度较高

2019年，市场共有凭证创设机构23家，商业银行21家是其中的绝对主力。至2021年CRMW创设机构累计达33家，其中商业银行23家，证券公司9家，信用增进机构1家。参与创设机构数量的增加，为凭证市场探索联合创设、挂钩债券与主承债券分离等模式提供了更多可能性。根据协会2021年5月公布的名单显示，具有核心交易商资质的机构共有64家，因此，仍有很多机构具备创设资质但尚未开展该项业务。另外，2021年市场排名前五位的机构合计份额占比接近80%，说明凭证的普及率虽然在提高，但不同创设机构对凭证的认识和推进程度仍存在不小的差距。

延续性特征

在凭证市场呈现新特点的同时，仍有一些延续性特征值得持续关注：如凭证的二级市场流动性较低，2021年二级交易量168笔，交易金额约46亿元，即使仅按当年创设金额计算，也仅占不到16%。再如凭证的行业分布和区域分布仍然非常集中，2021年CRMW参考实体中，江浙沪占比合计约58.5%，制造业和基础设施投资行业占比均超过35%。同时，商业银行是凭证创设的绝对主力军，2019年商业银行合计创设凭证占比超过80%，2021年商业银行合计创设凭证占比仍超过60%。

商业银行创设信用风险缓释凭证的实践经验

在央行和协会的指导下，以交通银行为代表的多家商业银行积极探索凭证创设业务，助力企业提高债券融资效率。2018年交行快速响应号召，在市场为中为债券“18碧水源CP002”率先创设“18中债增与交行联合CRMW001”。

2021年，交行CRMW创设金额41.65亿元，全市场排名第三、银行机构排名第二、国有商业银行排名第一，市场份额超过20%；2022年一季度，交行CRMW创设金融12.9亿元，市场份额超过30%，全市场排名第一。通过数据分析和调研交流，交行主要在以下几方面重点发力。

明确产品功能定位

明确的产品定位是进行创新推广的基础。凭证的本质是一种信用衍生品，在这一基本认识的基础上，本文对凭证的作用主要有以下几个方面的扩展。

一是如发达国家市场和国内实证检验所示，凭证在中国的债券市场也能够起到有效转移和分散风险、降低融资成本的基础功能，虽然凭证在国内的发展时间较短，但降成本的效果依然明显。2018年至今，通过创设凭证引导挂钩债券票面利率降低已成为常态，并得到了相关实证检验，2019年的有关研究表明，创设凭证能够帮助同期限债券节省融资成本约72bps。在业务实践中，即使只有部分创设，凭证



创设金额没有全额覆盖挂钩债券本金，也能够影响挂钩债券的票面利率较估值明显下降，以交行为“21碧水源CP001”债券创设凭证为例，债券发行金额6亿元，凭证创设金额2.7亿元，最终发行结果票面利率比估值下降62bps。

二是在目前阶段，凭证的创设基本上都是与银行间市场的债券挂钩，且主要服务于创设机构自身主承销的债券。虽然协会管理规则中明确了多种凭证可挂钩的标的债务，但创设机构对于自身主承销债券和参考企业的风险认知和把控信心明显强于非主承债券。因此，市场上虽然出现联合创设的凭证，但多为商业银行与增信机构的联合，为非主承债券创设凭证的情况则偶现于增信机构或中小银行。

三是商业银行作为目前凭证的创设主力，主要的优势是作为信用中介缓解债券市场的信息不对称问题。研究表明，信用衍生产品主要通过为买卖双方降低信息不对称的程度，从而引导融资成本和信用利差下降。在凭证创设的业务中，商业银行正是通过自身的信用资质和信息优势，为债券市场的投资者提供关于挂钩债券和参考实体的更多资信情况，同时为发债企业提供更多市场接受情况（这个功能主要在凭证的路演和簿记环节体现），从而帮助标的债券投融资双方降低信息不对称程度，并依据创设行为带来的信用利差缩窄而获取部分风险溢价。

建立配套规制体系

《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》是银行间债券市场凭证创设展业的基本规范依据，根据规则，凭证的本质是一种用于缓释、转移信用风险的金融衍生产品，由协会金融衍生品专业委员会牵头管理。

商业银行应在全行信用衍生品的管理框架下，制定信用风险缓释工具的具体管理办法，并根据协会的更新规则，及时修订和完善相关内部规范。凭证创设成功后会形成风险敞口，因此应纳入商业银行统一授信管理体系，将有效的授信额度作为凭证创设的必要先决条件。

选择重点区域先行先试

如前文所述，凭证的参考实体企业中，有接近六成分布于江浙沪地区，长三角地区良好的经济财力、重要的战略定位、丰富的优质主体为凭证的创设提供了丰沃土壤，是探索推广凭证创设业务的重点区域。因此可针对性为重点区域提供先行先试的条件，包括但不限于：凭证储备、筛选的试点资格，凭证授信额度和立项审批的试点权限，对于重点企业作为参考主体的总行直营（营销、尽调、路演）以及凭证簿记创设的总对总支撑等机制。

此外，目前凭证的行业分布上也相对集中于制造业和基础设施投资行业，因此在行业方面，亦可通过在授信基础上建立“白名单”等方式，在成熟区域支持重点



行业试点探索。

基于风险偏好和风控能力精准匹配参考主体

不同创设机构的风险偏好、收益要求、风控能力和经营风格存在差异，这些差异在凭证创设业务上更加明显。大型商业银行更加强调稳健经营和风险优先原则，因此往往风险偏好相对保守，展业策略更加稳健，且大型商业银行的客群对应的多为评级较高的全国或区域头部客户，对风险下沉类型的客户渗透程度相对较浅。与之相对应的，股份制银行特别是城商行或农商行，在区域客户把控、风险收益权衡等因素考量下，有更大的动力围绕区域内评级较低的企业进行凭证展业，展业策略相对更加激进。

我们可以通过凭证的创设价格来观察不同创设机构的风险偏好——一般情况下，在不考虑市场波动的前提下，凭证价格越高、风险溢价越大，创设机构的风险偏好也越高。Wind公开数据显示，2018年10月—2022年4月，全市场凭证的创设价格均值为1.58%，国有六大行的创设价格均值为1.57%，而城商行和农商行的创设价格均值则为1.95%。其中，商业银行创设价格最高为3.61%；国有六大行中创设价格最高为3.1%，在创设价格高于3.0%的全部36笔凭证中，由国有大型商业银行创设的仅此一单。

不同类型的创设机构差异化匹配服务

不同的凭证需求主体（参考实体），是多层次资本市场建设的要求体现，也是维护债券市场稳健发展、平衡风险收益的重要方式。

充分市场化定价，设定合理溢价区间

凭证的定价主要与凭证投资人净收益和凭证挂钩债券的票面利率相关，投资人净收益通过与投资人在凭证簿记过程中确认，票面利率在凭证挂钩的债券簿记过程中确认，两个价格要素共同形成凭证价格。

一般而言，挂钩债券的票面利率与债券估值相关，围绕估值上下波动，具有相对成熟的市场化定价机制和买卖双方预期，因此凭证定价的不确定性（或者称之为溢价部分）更多的将体现在投资人净收益部分，即投资人愿意为凭证带来的信用风险保护支付多少价格，其支付意愿即表现为在票面利率中让渡一部分给凭证的创设机构形成凭证价格。

投资人之所以愿意支付更高的凭证创设费用，最主要的原因是基于对参考主体信用风险的信息缺乏和对创设机构信用资质的信任程度。换言之，创设机构能够获得更高创设费用的主要依据，就是与凭证投资人的定价博弈过程中，利用自身信息优势获得由信息不对称带来的风险溢价，这种溢价本身也是创设机构因为承担未来不确定性风险转移所对应获得的收益。

因此，在充分遵循市场化规则的基础



上，发挥信息优势、依托风控能力进行凭证合理定价，是保障凭证创设业务持续开展、实现创设机构风险收益平衡的重要环节。

坚持不懈的探索与尝试

前文所述关于凭证创设机构在产品定位、规章机制、区域策略、主体匹配、定价发行等环节的一系列凭证创设相关举措，都经历了从无到有和持续不断调查研究、试点运行、优化完善、推广创新的反复探索和实践的过程。只有紧跟政策导向、贴近市场需求，才能不断的在产品创新道路上取得进步。

发展建议

关于凭证发展的建议在诸多学术研究中都有提到，主要涉及体制机制建设、参与主体功能、二级市场流动性、风险计提规则等，其中许多问题正在逐步优化和解决。

加强联合创设模式探索，提高凭证创设机构的积极性

如前文所述，目前仍有接近一半的创设机构具备凭证创设资质但未参与创设，其中对于业务的不熟悉和对未知风险的担忧是重要的影响原因。如果能够与业务较为熟悉、风控能力较强的机构联合创设凭证，则能够打消一部分顾虑，引导新的创设机构迈出第一步。

从风险分担的角度来看，不管是成熟机构还是新创设机构，都有足够的积极

性。但目前市场上联合创设成功的凭证仍然较少，共有13笔，且均为商业银行与增信机构的联合。建议一方面鼓励头部机构进一步发挥“领头羊”作用，主动与其他机构合作；另一方面在创设协议文本等基础要素环节中，明确联合创设模式下的创设机构之间风险收益、分工职责等的原则机制。

提高二级交易流动性，为凭证投资者提供动力

凭证作为一种信用衍生品，目前的流动性并不高——2021年全年的凭证交易金额不到当年创设金额的16%，不利于调动非主承销商和非持券机构的凭证投资人的积极性。凭证创设的主要目的是缓解债券发行困难问题，因此主承销商创设、持券人投资的基本逻辑是需要坚定坚持的，但如果过于缺乏二级交易流动性，则会影响部分凭证投资人的积极性。建议市场管理者能够平衡好凭证投资与投机监管、市场发展与系统风险的关系，引入做市商等成熟机制，稳步提高凭证交易的流动性。

明确风险资本计提规则，让创设机构“轻装上阵”

风险资本计提会影响创设机构对凭证业务的风险定位以及经营单位的展业积极性。风险计提规则的制定依据是监管机构的有关规定和对凭证产品的定位，如果将凭证视同作为一种信用担保类业务，将计提较高的风险资本。实践中，随着业务理解



凭证作为衍生品本身的可交易性是其将其纳入交易类衍生品的主要依据，但由于目前凭证的流动性较低，主要是债券持有人作为避险的一种工具，因此同样有理由将其纳入投资类衍生品。

的逐渐深入和巴塞尔协议Ⅲ的落实，争议点主要是将凭证纳入投资类还是交易类衍生品。

凭证作为衍生品本身的可交易性是其将其纳入交易类衍生品的主要依据，但由于目前凭证的流动性较低，主要是债券持有人作为避险的一种工具，因此同样有理由将其纳入投资类衍生品。根据商业银行内评法相关规则，投资类衍生品的风险资本计提规则与具体凭证的参考主体内部评级、创设期限、反担保增信措施等都有相关，其风险资本并非都是高于交易类衍生品的——如果凭证创设期限短、参考主体内部评级较高、具有较强的增信措施，则

投资类的风险资本会低于交易类。

因此，建议明确风险资本计提规则，并非是一味地降低凭证的风险资本，而是希望给创设机构一个明确的定位和管理凭证风险的依据，从而更加规范和从容的支持凭证创设。

健全创设机构风险管理体系，夯实业务根基

风险识别、监测、预防、化解和处置能力是创设机构开展凭证创设业务的根本依托。因此创设机构应针对凭证业务建立相应的授信和创设审批机制，将凭证参考主体纳入风险监测名单，设置凭证产品专员和凭证存续期管理专岗，做好参考主体的尽职调查、信息披露和挂钩债券的市场监测、临期管理等工作。任何一单凭证挂钩债券的违约，对于正处起步阶段的凭证市场都是不利的，因此无论是市场监管还是参与主体，必须以责任心推动该项业务，为凭证市场、债券市场和金融市场稳健发展贡献力量。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献：

- [1]邱燕阳. 信用风险缓释凭证降低企业融资成本探讨[J]. 财会学习, 2019(30):2.
- [2]王乾箴. 信用风险缓释凭证助力民企融资的效果与不足[J]. 经济研究导刊, 2019(29):2.
- [3]邹丽华. 信用风险缓释凭证支持民企融资的效果分析及政策建议[J]. 新金融, 2019(11):4.
- [4]周光平, 向古月, 刘仁芳. 信用风险缓释凭证“缓释”了民营企业债券融资成本吗?——基于银行间债券市场的实证检验[J]. 西部论坛, 2021, 31(1):15.
- [5]Blancor,Brennans,Marshiw. An empirical analysis of the dynamic relation between investment-grade bonds and credit default swaps [J]. The Journal of Finance,2005,60(5):2255-2281.