

持续推动信用风险缓释工具 创新与发展

NAFMII Efforts in Tool Innovation in Credit Risk Mitigation

○ 吴昌柱 张 莉 王晓曲

摘要

国内信用风险缓释工具市场发展十余年，经历了全球金融危机中破茧而出、规则不断调整完善、借政策东风助力化解民企融资困局，以及多措并举激发市场活力等四个主要阶段，目前已初具规模和影响力。其间，交易商协会的不懈创新，是信用风险缓释工具市场持续发展的重要支撑，创新与成长相辅相成。展望未来，信用风险缓释工具前景广阔，但也面临市场基础设施不完善、流动性和活跃度较低、交易定价不合理以及其他内外部因素的制约，有赖市场各方的进一步创新引领。

关键词

信用风险缓释工具 创新 展望

Abstract: The domestic credit risk mitigation tool market has had more than a decade of development, emerging from the global financial crisis, constantly adjusting and improving rules, helping to resolve the financing dilemma of private enterprises, and taking multiple measures to stimulate market vitality. Over that period, NAFMII's unremitting innovation has been an important support for the sustainable development of the credit risk mitigation instrument market. Looking ahead, credit risk mitigation tools have bright prospects, but they are constrained by imperfect market infrastructure, low liquidity and activity, unreasonable transaction pricing, and other internal and external factors. Future development depends on further innovation by all parties in the market.

Keywords: Credit Risk Mitigation Tools, Innovation, Prospects

作者单位：中国人寿资产管理有限公司固定收益投资部。

2010年10月29日，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，揭开了我国信用衍生品发展的序幕。经过十几年的发展，信用风险缓释工具市场目前已初具规模，产品种类也日益丰富，相关监管规则体系进一步细化和完备。在交易商协会成立15周年之际，本文试图回顾信用风险缓释工具（CRM）的屡次创新和发展历程，从中我们也可以看出交易商协会为此付出的不懈努力，以及市场发展之艰辛；同时，本文也对未来CRM市场做了一定的展望，寄望其未来发展更加顺畅、前途更加光明。

适时推动CRM业务不断创新，行业发展持续上台阶

金融危机阴霾下，通过简化结构、参与者分层管理、集中托管清算、严格控制杠杆比例等措施，CRM破茧而出

国外信用衍生品出现于20世纪90年代，凭借风险控制、资本缓释、信用扩张、流通性强等特点而获得市场参与者的广泛认可，迅速成为金融机构普遍采用的风险管理工具，2007年CDS市场的名义本金规模曾超过全球GDP总额。但由于基础资产次级房贷不良爆发以及过度杠杆化，最终酿制全球金融危机，CDS也被视作金融危机的“罪魁祸首”“大规模杀伤性武器”。

幸运的是，国内监管层和交易商协会清醒地认识到，信用衍生品本身是中性的，我国信用衍生品市场面临的并非国外层层嵌套、过度杠杆化的复杂局面，而是市场长期空白、机构缺乏有效信用风险对冲手段的无奈现实。

在此背景下，借鉴和吸取国外CDS发展过程中的经验教训，交易商协会通过简化标的债务、市场参与者分层管理、集中托管清算、严格控制杠杆比例等措施，于2010年10月推出《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，包括信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW），填补了国内信用衍生品市场的空白。

简化标的债务。国外CDS一般通过指定参考实体、债务类型和债务特征，把参考实体的一整类债务都纳入到信用保护的范围之内，因此投资者更加关注参考实体的总体信用状况，而非单一特定债务。国内CRMA和CRMW是针对特定债务（可以是债券或贷款），交易结构相对简单明了，可以避免最廉价交割等复杂问题，便于投资者对冲债权风险，减少投机性，也利于监管层掌握整体市场情况、有效控制总体风险。

市场参与者分层管理。金融危机之前，国外CDS作为场外交易品种并未受到严格监管，市场参与者之间互相签署合约即可，参与者也并未做明确资质要求，市

场透明度较低。国内CRM推行过程中，设定了较为严格的准入要求，并区分核心交易商（注册资本或净资本不少于40亿元人民币）、交易商（注册资本或净资本不少于8亿元人民币）和非交易商的方式进行分层管理，确保信用风险大小与市场参与者的风险管理资质和能力相匹配。

建立集中托管清算，提高市场透明度。国外CDS市场的另一教训即是缺乏统一的信息披露和报告要求，市场参与者和监管层均无法及时准确把握市场动态，最终导致杠杆非理性上升、危机爆发。有鉴于此，交易商协会对CRM业务参与者的信息披露及报备作出了明确要求，必须进行集中报备、定期披露相关信息，上海清算所负责集中托管和清算，从而确保市场的透明度和健康运行。

严格控制杠杆比例。与国外CDS杠杆率过高、市场规模过度膨胀相对应，交易商协会《试点业务指引》对交易商的风险控制指标进行了明确要求：任一交易商对某一标的债务的CRM净买入或净卖出余额不得超出标的债务总余额的100%；任一交易商的CRM净卖出余额不得超过其注册资本或净资本的500%；针对某一标的债务的信用风险缓释凭证创设总规模不得超过该标的债务总余额的500%。总体来看，彼时国际金融危机刚刚过去，国内CRM业务起始阶段采取审慎推进的节奏，结构上有所简化，但监管力度大幅加强，较

为契合当时的市场发展环境。

信用风险压力增大背景下，扩产品、降门槛、简流程、压指标，优化完善国内CRM规则制度

CRM业务启动之后，发行量主要集中于2010年末的几个月，其后逐渐陷于沉寂，这与当时国内债券市场尚无公募债实质违约、CRM定价困难以及期初CRM规则相对严格等有关。

2014年首单公募债“11超日债”发生违约后，债市刚性兑付打破；2014—2016年分别新增违约主体2家、25家和28家；同期，银行业的不良贷款率也由1.10%升高至1.74%，信用风险压力增大。在此背景下，投资者、商业银行对信用风险管理工具的需求日益旺盛，国内CRM市场的发展和升级迎来契机。

2016年9月23日，交易商协会在原《试点业务指引》的基础上，修订颁布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》，以及信用风险缓释合约（CRMA）、信用风险缓释凭证（CRMW）、信用违约互换（CDS）、信用联结票据（CLN）等四份产品指引，国内CRM业务监管规则体系进一步完善，为市场进一步发展做好制度储备。

扩产品：新增盯住参考主体的CDS和CLN

2010年推出的CRMA和CRMW仅盯住某一特定债务，具有简化的特点，避免

CRM成为单纯的卖空工具；而CDS和CLN则将受保护债务范围从指定单一债务扩展至一揽子债务（期初仅限于银行间债务融资工具），更加注重债务主体的整体偿债能力，有助于解决当时我国债券和贷款多数没有交叉违约条款、CRMA和CRMW无法保护投资者持有发行人非指定债务的问题；同时，盯住参考主体，也是与国际通行做法的逐渐接轨，并与商业银行等金融机构的资本监管法规要求进行了有效衔接。

降门槛：交易商协会会员仅需备案即可成为交易商

原《试点业务指引》对CRM业务设定了较为严格的准入要求，《试点业务规则》作了适当放松：原先的核心交易商、交易商、非交易商三层结构简化为核心交易商、一般交易商两层结构，核心交易商不再强制要求“注册资本或净资本不少于40亿元人民币”和“债券市场或外汇市场做市商资格”，包括金融机构、合格信用增进机构等类型。核心交易商若成为CRMW和CLN的创设机构，需满足净资产不低于40亿元人民币，也比原先的40亿元注册资本或净资本的要求有所降低。而对于备案成为一般交易商的会员机构和非法入产品，仅需提交备案材料即可。

简流程：CRMW由创设登记向创设备案转变

原《试点业务指引》对CRMW实行创设登记制度，是否接受创设登记由专家

会议决定。2016年《试点业务规则》对CRMW实行创设备案制度，取消了专家会议流程：创设机构向交易商协会秘书处提交备案文件，秘书处对创设备案文件进行形式完备性核对；对于形式完备的CRMW，即可安排一级发行和二级交易，交易商协会秘书处不对此凭证类信用风险缓释工具产品的投资价值及投资风险进行实质性判断。

压指标：风险控制量化指标有所简化

相比于原《试点业务指引》中的4项量化风险控制指标，《试点业务规则》仅保留了其中两项，即“任何一家核心交易商的信用风险缓释工具净卖出总余额不得超过其净资产的500%”和“任何一家一般交易商的信用风险缓释工具净卖出总余额不得超过其相关产品规模或净资产的100%”，取消了“任何一家交易商对某一标的债务的信用风险缓释工具净买入余额不得超过该标的债务总余额的100%”和“针对某一标的债务的信用风险缓释凭证创设总规模不得超过该标的债务总余额的500%”。

此外，交易商协会同步发布了《中国场外信用衍生产品交易基本术语与适用规则（2016年版）》，供市场成员交易时引用，以降低交易成本、提高交易效率。

总体来看，本次规则修订完善为国内CRM市场的再次发展奠定了制度基础、丰富了产品体系，解决了以往市场发展中的

部分困难，但受限于其他多种因素制约，短期内CRM市场发展状况仍相对缓慢。

乘政策东风，CRM市场迎来快速发展，助力化解民企融资困局

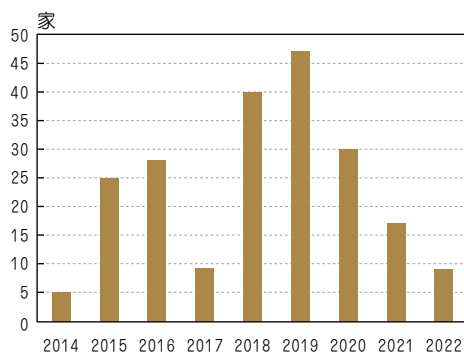
经历2017年短暂的缓和期后，2018年国内信用债市场违约继续高发，尤以民营企业为主；前3季度累计新增违约主体21家，其中5家集中出现在9月的最后一周。

在此背景下，人民银行、财政部、证监会等多部门陆续发声支持民企融资。其中，民营企业债券融资支持工具作为央行“三支箭”之一，获得了极大的市场关注和快速发展。2018—2020年，凭证类产品的名义本金发行规模分别为63.05亿元、101.90亿元和112.40亿元，较2010—2016年合计15.40

亿元的发行规模大幅抬升^①。而本轮CRM市场的快速发展，与交易商协会多年来对CRM业务的不懈耕耘是紧密相关的。

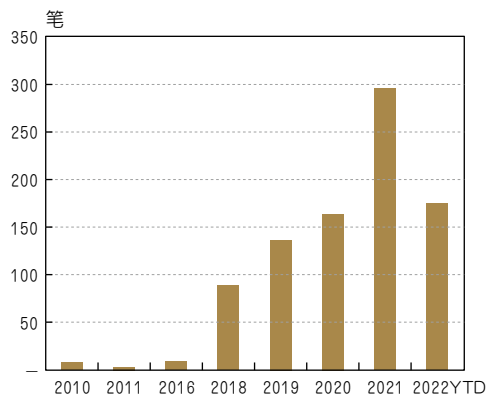
继续加强机制优化和产品创新，多措并举激发市场活力，推动CRM市场规模再上新台阶

2021年，交易商协会继续完善CRM业务规则体系，修订发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》等7项CRM自律业务规则、配套指引及通知（以下简称“新规”），进一步提升了市场活力。全年CRM各品种达成交易235笔，名义本金366.72亿元，同比增长100%，年末CRM各品种存续200笔，名义本金422.42亿元，同比增长89.7%^②。



资料来源：Wind。

图1 信用债市场首次违约发行人家数于2018年大幅上升



资料来源：Wind。

图2 凭证类产品于2018年之后迎来快速发展

① 数据来自Wind债券统计报表。

② 数据来自交易商协会发布的《2021年信用风险缓释工具市场发展运行情况》。

简化入市流程、拓宽债务范围、放开“裸卖空”和预配售创设量上限，激发市场活力。在坚持风险可控原则前提下，交易商协会持续优化 CRM 市场运行机制。首先是简化入市流程。新规明确资产管理产品管理人可以备案成为一般交易商，而以往是由非法人产品逐一备案为一般交易商；同时，备案材料也有所简化。其次，拓宽产品挂钩债务范围。新规取消了此前 CDS、CLN 只能挂钩非金融企业债务融资工具的限制，从而为市场提供更多选择空间。再者，放开“裸卖空”限制。新规支持不持有标的债务的参与者购买信用保护，并配套现金结算安排，促进 CRM 与标的债券分离交易，从而提升市场交投活跃度。最后，放开 CRMW 预配售创设量上限。交易商协会提出支持市场主体选择超额预配售 CRMW，进而吸引更多投资者参与债券认购，提高债券发行认购倍数，促进债券投标充分竞争，引导票面利率下降。

推出CDS指数创新品种，满足市场需求。交易商协会于2021年4月发布《关于银行间市场信用违约互换指数编制及交易有关事项的通知（试行）》，搭建了CDS指数业务的基本框架，明确了指数编制的基本原则和相关规范。目前，银行间市场已推出三只CDS指数产品，分别是“CFETS-SHCH-GTJA 高等级

CDS指数”“CFETS-SHCH 民企CDS指数”“CFETS-SHCH-CBR 长三角区域CDS指数”，从信用评级、企业性质和地域类型等三个维度满足市场投资者信用风险分散和管理的现实需求。2021年度CDS指数产品达成交易40笔，名义本金7.95亿元，占全年CDS交易金额的21.9%^①。

规范信息披露行为，提高操作便利性。2021年8月27日，交易商协会发布《关于银行间市场凭证类信用风险缓释工具信息披露有关事项的通知》和《信用风险缓释凭证创设说明书示范文本（2021年版）》，进一步明确信息披露要求和相关自律管理要求。一方面，明确CRMW创设信息披露与备案同步。另一方面，规范信息披露行为，提高操作便利性。细化明确CRMW全生命周期信息披露和备案时点、内容、渠道等具体要求，并发布凭证类产品创设说明书示范文本供市场参考使用。此外还引入集中信息披露模式，降低市场操作成本。

持之以恒谋创新、勠力同心破瓶颈，CRM市场发展前景广阔

我国CRM市场发展至今已有12年，特别是在2018年之后得到快速发展，参与者数量、交易品种、交易规模都在快速增长，在降低债券融资成本、缓解民企融资困难等方

① 数据来自交易商协会发布的《2021年信用风险缓释工具市场发展运行情况》。

面起到重要作用。但也要看到，我国CRM市场规模仍然较小，无论是相对海外成熟CRM市场还是相对国内目前几十万亿的信用债市场，其深度和广度均显不足。

千里之行始于足下，相信在交易商协会的不断创新引领下，在信用债市场稳步健康发展的需求刺激下，以及相关配套机制的逐渐完善，掣肘我国CRM市场发展的客观因素终将逐渐消退，目前的发展差距意味着未来更为广阔的市场空间。

相关基础设施将继续完善

CRM发展的外部基础设施主要有会计制度、税收政策、法律法规、市场监控、清算交割等。从国内实践来看，主要是资本占用、违约界定以及境内债券市场历史违约和处置的数据相对匮乏等问题，预计随着市场、经济的发展，相关基础设施将日益完善。

资本占用主要是针对银行来说，其缓释风险、降低风险占用的效果需要银保监会肯定才能落到实处。未来仍需监管明确合格信用衍生工具缓释资本的具体操作要求，以及是否允许采用权重法的银行使用信用衍生产品缓释资本。但监管机构也需同时审慎评估不同资本缓释规则的宏观效应。与此相关的，对于其他类型投资机构，也存在评级认定、监管衔接等一些技术性问题。

从法律角度看，违约的界定以及最重要的信用事件破产的执行及其程序，对信

用风险缓释工具作用的发挥也至关重要。如果违约不能清晰界定，破产进程和破产损失率无法清晰预期，都会大大影响信用衍生相关产品的发展空间。

2018年以来债市违约明显增多，为国内债市历史违约率和回收率数据提供了一定的支撑，但其仍需时间和周期的积淀。

此外，也应继续推动套期保值会计制度的普及和应用，增强制度的可操作性，并进一步明确和普及金融衍生产品的税收处理方式。

市场参与者多元化程度不断提高，买卖双方力量逐渐均衡

近年来我国CRM市场不断发展壮大，市场参与者类型逐渐丰富，城商行、股份制银行以及信用增进机构等创设积极性提升，公募基金、私募基金和资管产品投资日趋活跃，保险公司也初步亮相。

但是目前CRM市场仍呈现买方为主、卖方相对缺乏的状况。首先，国内信用债市场投资机构的风险偏好普遍较低，缺乏违约应对经验和相应制度建设，对于实质违约的接受程度非常低，容易出现一刀切式的风控政策。同时，监管对公募基金和保险公司参与CRM业务实施严格限制，只能买入不能卖空。这与国外目前银行为以净买入为主、保险公司以净卖出为主、基金机构以套利为目标的市场结构存在较大差异。

未来随着信用债市场的继续发展、定价机制和相关配套措施的完善、投资限制

的逐步放松，预计市场参与者多元化程度进一步提升、买卖双方力量将更加均衡，市场定价也将趋于合理。

由易到难有序推进CRM产品创新

国际金融危机表明，过度的金融创新和脱离经济基本面的高杠杆往往隐藏着巨大的金融风险。各种复杂的、多次衍生组合的金融产品，在金融危机之后或销声匿迹，或规模剧减；简单的单一金融产品，其市场运行则较为平稳。事实上，国际CDS市场在金融危机之后规模大幅减少80%，但简单结构CDS的市场需求仍然旺盛，短暂调整之后即回归正常增长，迄今占据国际金融衍生品第三的位置。

我国信用衍生品发展的时间尚短、经验仍有待积累，在此背景下，我国进行衍生品创新更加需要充分考虑金融市场的客观规律以及我国现实的金融条件，从简单的基础性产品入手，再逐渐过渡到更高级形式的产品发展，切莫脱离实际。这也较为符合我国金融创新稳步推进、渐进式发展的整体思路。

稳步发展二级市场交易，交易策略逐步多样化，不断完善信用风险定价机制

从境外经验来看，CDS流动性一般是好于普通的企业债券，所以其保险费率能更好地反映市场对基础债券违约概率的看法。当违约概率发生变化时，CDS的保险费率也会相应发生变化。由于CDS价格是以双方协商谈价形成，因此在多次定价过

程中，其价格会回归至市场信用风险贴水的平均水平。另外，信用衍生产品的持续交易也会使金融市场上的一些隐蔽信息更加公开，增强市场的透明度，这样金融资产的价格就能反映出更多的市场信息，金融资产的定价也就更为有效。

但目前国内大多数CRM交易是为了配合一级市场债券发行，大部分投资者买入债券和CRM后即持有到期，很少进行再次交易或转让。一级市场上，针对已经存在的债券进行二级创设的方式则不多见，实际上该方式对现有债券进行风险保护，可以更好地提高CRM工具的交易活跃度。此外，近一阶段，许多机构由于内控和授信等因素，二级市场卖出CRM的动力有所减退。以上因素造成目前国内CRM定价存在一定不合理性，价格发现功能尚未完全实现，基于此的一些对冲投资策略也无法落地。

未来随着国内市场的进一步成熟，在风险可控的范围内，交易策略预计也将进一步多样化，市场流动性继续改善。国内市场目前已支持不持有标的债务的参与者购买信用保护，未来CDS之间的套利交易、“长期限CDS+短期限CDS”、做空CDS等交易策略预计也将逐渐出现，投资者更加多元化，CRM市场流动性也将随之提升，其风险定价功能得到更大的发挥。

为国内投资者提供良好的信用风险对冲和分散工具

国内多数信用债和信贷资产的流动

性相对较差，导致对其进行减持往往面临交易对手难寻、价格折让较大等困难。在CRM推出之前，金融机构主要通过信用评级、信贷配给、出售信用资产等方法来管理信用风险。

随着CRM市场的逐渐成熟，为国内信用风险管理工作提供了新的渠道和工具，即通过CRM可以将信用风险从其他风险中剥离并转移出去，达到分散和缓释风险的目的。同时，也可以推动更多的投资者参与到信用风险市场之中，使金融市场上信用风险的承担者更加分散，提高金融市场整体风险抵抗能力。

内外部制约因素将逐渐改善

除了国内信用风险定价机制不完善、参与者多元化不足、机构风险偏好较低以及会计、法律、资本等相关配套机制不足等客观因素的影响，投资者参与CRM市场也或多或少存在一些内外部制度性约束。

比如，监管机构对市场部分主体参与债券投资存在一定的外部评级要求，CRM产品提升了标的债券的安全性，但评级机构并不会对标的债券和CRM产品的组合进

行再次评级，由此导致部分市场主体无法参与该类产品的投资。

同时，市场主体在参考外部评级的同时，更多地依靠内部评级来进行信用风险区分和定价。但CRM产品作为新生事物，市场参与主体相对较少，部分市场主体仍未能对“标的债券+CRM产品”的组合进行债项评级，从而造成内部投资障碍。

对资管机构而言，其投资CRM产品必须在合同范围内标注信用衍生品，而修改合同程序繁琐，由此构成资管产品参与CRM业务的最大障碍之一。这一规定后续如果能进一步解除，可以更好的激发资管机构参与CRM业务的动力

最后，在当前信用风险逐渐提升的背景下，部分监管机构也将投资资产是否发生违约列入监管考核。即使标的债券发生违约、创设机构提供全额赔付，监管机构仍可能将其视为投资资产发生违约，这使得投资机构对该产品的参与热情下降，也丧失了CRM产品提供信用风险保护的初衷。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献：

- [1]孙乃立,杜赛娟.信用风险缓释工具发行现状及问题分析[J].商讯,2021(24):101-103.
- [2]王灵希,胡飞博.我国信用风险缓释工具发展初探.债券[J].2019.
- [3]王志飞,姬江帆.中国版 CDS 扬帆再启航——信用风险缓释工具试点业务规则指引及相关配套规则简评[R].2016.
- [4]中国银行间市场交易商协会.2020年信用风险缓释工具市场发展与运行情况[R].2021.
- [5]中国银行间市场交易商协会.2021年信用风险缓释工具市场发展与运行情况[R].2022.
- [6]中国银行间市场交易商协会.信用衍生产品:理论与实务[M].2017.