



挂钩资产支持证券的信用风险缓释工具结构与应用初探

邹迎光 陈杨 李川 史梁

摘要：信用风险缓释工具（CRM）具有信用风险高效转移、对冲、交易、定价的独特功能，近年来规则不断完善，结构不断创新。资产证券化产品（ABS）在支持直接融资、实现风险隔离等方面具备明显优势，逐渐发展为国内重要固定收益品种。结合对 ABS、CRM 市场的综合分析，挂钩 ABS 的 CRM 产品（ABCRM）存在巨大的发展空间。有必要从 ABS 的产品特点出发，结合境外设计经验，对 ABCRM 结构设计分歧点进行探析，并对其交易化、结构化和指数化应用进行展望。在此基础上，针对 ABCRM 市场现存问题，可以从基础设施、试点范围和配套政策等多方面为境内 ABCRM 市场良性有序发展提出可行建议。

关键词：信用风险缓释工具 资产证券化 金融衍生品 金融创新

作为一种以债务信用风险作为主要标的的新型金融衍生产品，信用衍生产品在便利信用风险转移、促进信用风险市场化定价、提供市场信用风险指示指标方面发挥着重要作用。自 2010 年开始的十余年间，信用衍生产品已发展成一种参与主体广泛、产品标准化程度高、监管较为完善的新型金融衍生产品，并促进了信用风险保护工具等一系列类似品种的创新，在提供信用风险缓释，助力民营企业融资方面发挥着重要作用。一方面，得益于市场发展的后发优势及监管、市场机构的多年研究和积累，我国信用衍生产品市场的基础规

定和基础设施在发展之初就达到了相当高度，呈现出全面、专业、规范、开放、创新的特点；另一方面，由于经济周期、市场需求、政策支持等原因，资产证券化产品的发展远快于信用衍生产品，使用信用衍生产品对冲、缓释证券化产品的信用风险具有广泛的应用前景和潜在需求。

本文以银行间市场信用风险缓释工具（Credit Risk Mitigation Instrument，以下简称“CRM”）为例，立足于资产证券化产品（以下统称“ABS”）相对一般信用类债务工具的本质不同，探究如何将信用衍生产品与资产证券化产品结合，形成

邹迎光，原中信证券党委委员；陈杨，中信证券固定收益部结构化产品部负责人；李川，中信证券固定收益部产品主管；史梁，中信证券固定收益部。本文为 2021 年度 NAFMII 研究计划课题“信用风险缓释工具支持资产证券化市场健康发展研究”（KFKT2021-059），最初成文于 2021 年 11 月，有更新和删减。课题主持人：邹迎光；课题组成员：陈杨、李川、史梁、杨雨霖。石尚、郑子旋、王子奇、汪翰翔对本文亦有贡献。本文系个人观点，不代表所在机构及 NAFMII 观点。



植根于中国市场的证券化标的信用风险缓释工具 (Asset-Backed CRM, 以下简称“ABCRM”), 更好地发挥信用衍生产品在信用保护提供、信用风险转移、信用风险定价、信用风险二级交易等方面的优势, 实现优势互补, 从而满足投资者多样化需求, 促进信用风险缓释工具进一步精细化、专业化发展, 为信用风险缓释工具市场和资产证券化市场协同健康发展提供借鉴。

一、ABCRM 产品发展空间分析

(一) 当前境内 CRM 以配合一级发行创设为主, 创设机构风险偏好趋同

现有 CRM 主要创设机构为证券公司、信用增进机构和商业银行三类; 其参考债务仍然以银行间债务融资工具为主, 且 CRMW 创设机构主体信用评级与参考债务债项评级存在基本一致的对应关系。

①从创设主体来看, 市场现有 CRMW 创设以商业银行为主, 实际创设金额占市场 CRMW 创设金额的 77.34%; 其次为证券公司, 实际创设金额占市场 CRMW 创设金额的 10.99%; 再次为信用增进机构, 实际创设金额占市场 CRMW 创设金额的 10.23%(附图 1)^①。②从参考债务来看, 当前 CRMW 参考债务占比情况与银行间公司信用类债券发行情况基本一致, 以 SCP、CP、PPN、MTN 为主(附图 2、附图 3)。③从参考债务的信用状况来看, 现有 CRMW 参考债务以中高信用评级为主, 反映出市场风险偏好存在一定程度上的趋

同。从创设主体风险偏好上, CRMW 创设机构主体信用评级与参考债务债项评级存在基本一致的对应关系(附图 4)。

(二) 现有 ABCRM 产品结构、应用场景有待进一步探索

总体而言, 我国 ABCRM 产品仍然处于发展的初期阶段, 总体表现为以下几个方面。①从创设机构来看, 我国现有 ABCRM 产品与对应 ABS 产品的承销安排存在一定的同质性, ABCRM 创设机构以证券公司为主, 证券公司创设规模合计 34.50 亿。信用增进机构和商业银行以及其他金融机构 ABCRM 占比 13.37%, 发行较少。②在发行量方面, 我国现行市场中 ABCRM 发展阶段落后于我国 ABS 市场的发展阶段(附图 5)。③从创设方式来看, ABCRM 仍然以一级创设为主, 市场机构针对既有 ABS 持有人二级创设较少。④从参考债务分布来看, 现有 ABCRM 标的以投资级优先级 ABS 证券, 且 ABS 项目偏好以分散的贷款类 ABS。⑤从产品结构来看, 现有 ABCRM 参考债务均为单独的 ABS 证券, 暂未发行多名、指数类产品, 也暂时没有针对 ABS 证券底层资产或现金流流转付流程的 CRM 产品。

因此, 在 CRM 产品业务规则创新的背景下, 可以期待未来有更多为 ABS 结构内贷款、付款义务等其他债务提供保护的 CRM 产品, 以及更多的多名 ABCRM 和挂钩多个 ABS 证券的信用违约互换指数产品。在充分研究境外经验, 植根本土实践

① 附图1~5见增强出版, 中国知网—《金融市场研究》。



的基础上, 境内 ABCRM 产品在交易结构、交易场景等方面均有较大的空间。

二、ABCRM 结构设计问题探析

由于 ABS 证券法律架构与现金流结构与一般债券存在较大不同, 当前的 ABCRM 产品设计中还有部分具体问题有待进一步讨论和验证, 从而更好地实现产品的规范化、标准化, 为 ABCRM 的灵活创设和交易奠定基础。^①

(一) 证券化结构特征与信用保护标的识别

信用保护标的的识别是信用衍生品业务开展的基础, 主要包括参考实体、参考债务两个方面。在当前业务实践中, ABCRM 以相关的资产支持证券为参考债务殊无争议, 但对于应该以何种实体作为证券化 CRM 的参考实体, 市场上并未完全形成共识。

1. 信用保护标的识别的一般标准

根据当前 CRM 市场标准文本, 信用保护标的的识别存在三个维度的标准, 包括: 信用保护买卖双方合意标准、信用风险来源标准和还款义务归属标准。^①作为原则, 在 CRM 产品中“参考实体”是一个合同约定的定义术语, 其首要目的是识别信用保护的主体, 并构成可交付债务、承继债务等条款中的识别参照物, 在相关监管政策允许的范围内, 可以根据信用保护买卖双方的合意自行确定。^②参考实体和参考债务应该是信用风险的来源, 即

要成为信用衍生品的标的, 相关的实体和债务应该本身即存在 CRM 所保护的相关信用风险。^③进一步, 在现有的规定中, 参考债务必须是参考实体的债务, 即参考债务项下的还款义务必须由参考实体负担。

2. ABCRM 信用保护标的的识别

目前发行的 ABCRM 中一般以发行人作为参考实体, 但也有部分意见认为应该以发起机构/资产服务机构作为参考实体。从信用风险来源角度该意见存在一定现实基础, 但从结构设计角度, 由发起机构“引发”的信用风险, 应该与直接“归属于”发起机构的还款义务及其信用风险相区别。

信用风险方面, 一是就部分 SPV 载体形式而言, 其真实出售与破产隔离效力尚无法律层面的明确规定, 可能存在一定不确定性。如 SPV 无法形成破产隔离的效果, 则 ABS 产品的追索权可能穿透至发起机构, 形成信用风险敞口。二是当前证券化项目中一般会委托发起机构作为证券化 SPV 的资产服务机构, 继续管理基础资产, 进行现金流转付。以及由于基础资产一般由发起机构原始生成并管理, 发起机构的管理标准与能力也可能对证券化现金流产生影响。实践中部分投资人及评级机构也可能对证券化发起机构的信用风险提出一定要求。

结构设计方面, 从还款义务归属的角度, 资产支持证券项下的还款义务属于相

^① 《附文1: 证券化产品与CRM的基本交易结构》见增强出版。



应发行人应无异议。^①从信用风险来源的角度，ABS的信用风险主要来自发行人持有的基础资产现金流回收情况。在实现有效破产隔离的情况下，发起机构仅能对基础资产的表现和回收产生一定影响，且发行人作为基础资产池持有人，承担直接的基础资产管理职能，其有权在发起机构信用状况发生变化的情况下对基础资产管理、资产服务机构选任等安排根据交易文件进行调整。

对于存在外部增信机构的ABS产品，当前市场一般会将外部增信机构的信用情况纳入ABS产品信用评级的考虑，从而达到对产品增信的效果。国际实践中，ISDA通行信用衍生品术语文件中保留了将外部保证人纳入信用保护范围的选项。根据ISDA ABS-CDS标准交易确认书，ABS的发行人将作为交易有效约定中的“参考实体”，但在可交付债务安排、信用事件、公开信息等条款中，交易双方可选择是否将保证人纳入条款的判断范围，从而将外部增信机构纳入保护条款范围内。

（二）证券化结构特征与破产信用事件

在当前业务开展过程中，部分意见认为由于ABCRM的参考实体一般为信托或资产支持专项计划，不适用一般企业破产的程序，因此不适用“破产”信用事件。就此，一方面参考实体并非绝对是信托或

资产支持专项计划，另一方面信托或专项计划作为参考实体时并非当然不适用“破产”信用事件。是否在ABCRM中设计“破产”信用事件、何等情形将触发“破产”信用事件，还应该由交易双方结合具体的ABS和CRM条款及商业诉求具体确认。

一是如前文所述，除发行人外，ABCRM中还可能将外部增信机构作为补充参考实体的情形，而外部增信机构一般是公司法人，可能适用于一般企业破产程序。二是“破产”信用事件并非仅针对《企业破产法》中的破产程序，而是可能囊括更大范围的参考实体全部资产不足以支付到期债务的情形。在概念上，CRM中的破产信用事件近似于ABS中常见的“丧失清偿能力事件”，但在ABS实践中，丧失清偿能力事件一般仅适用于证券化项目的参与机构，而不适用于发行载体本身。

在ABCRM项目中，由于我国现有ABS实践要求单一发行载体仅能发行一只资产支持证券，故资不抵债的情形可以被参考债务的支付违约信用事件所吸收；针对ABS破产事件对应的主要风险是信托被认定无效或基础资产转让被认定无效，或基础资产全部被他人查封等，导致发行载体实质不享有基础资产或丧失基础资产处分权的情形。因此，在挂钩资产支持证券的信用衍生品交易中，交易双方应当结合

^① 我国ABS市场上发行的ABS证券均为发行SPV的权益份额，其是否构成参考实体的一项“债务”还有待明确。在英文语境中，参考债务对应的定义为“Reference Obligation”，可以理解为参考实体的“义务”。相应地，我国信用衍生品相关规定与标准文本中的“债务”可以考虑理解为广义上的支付义务。在境外实践中，也有较多以信托型（Owner Trust）证券化产品为参考债务的信用衍生品。我国市场上也已经有参考债务为资产支持证券的信用风险缓释工具，即使不构成狭义上的“债权类”证券。ABS证券可以作为参考债务，应无异议。



各自商业诉求和 ABS 文件的约定, 确认是否将破产信用事件纳入保护范围, 并具体对破产事件进行补充界定。

(三) 证券化过手摊还特征与支付违约信用事件

ABS 的现金流表现与一般债券有较大不同, 在按计划以固定金额摊还外, 还可能根据现金流回收情况以不固定金额进行过手摊还的情形。

国际实践中, 根据结算方式的不同, 挂钩 ABS 产品的 CDS 可区分为到期结算交易(即一般结构的 CDS 交易)和实时支付交易(Pay-As-You-Go)两种结构。其中, “支付违约”(Failure to Pay)都与“支付缺口”(Payment Shortfall)进行了区分。支付违约构成信用事件, 仅针对参考债务未能全额偿付根据参考债务约定确定的应付本金或利息的情形; 而支付缺口可能是一种现金流交换事件, 不以强制性的付款义务为前提, 也不必然导致发生信用事件。对于以过手摊还证券为参考债务的信用衍生品而言, ISDA 范本在产品设计上充分尊重了资产支持证券的约定, 即仅对法定到期日届至或基础资产处置完毕后的支付失败情形作为支付违约信用事件, 对于不存在明确应付义务的期间(含预期到期日)摊还失败的, 不视为支付违约事件。

境内实践中, ABS 投资者均依据现金流测算结果和相应的预期到期日进行投资决策, 因此 ARCRM 中的常见安排为由交易双方对《信用术语》中的信用事件进行补充定义。例如, 对于利息兑付, 如每个兑付日后的宽限期内标的债务利息未能得到足额支付且超过起点金额的, 即可触发

支付违约事件; 对于本金兑付, 采用约定的方式将信用事件的观察时点固定为预期到期日, 即如果截至预期到期日标的债务本金尚未得到全部偿付的, 即可以触发支付违约事件。

根据市场实践, 将预期到期日设定为支付违约事件的判断基准日存在一定商业基础。然而, 由于预期到期日一般仅作为根据各种现金流假设条件测算的参考日期, 并非发行人需要强制性履行还款义务的时间, 以预期到期日作为信用事件判断的时间标准可能产生关于支付违约定义中“足额”履行的歧义。对此, 一大替代性选项是在境内 ABCRM 实践中借鉴 ISDA 经验, 无论是摊还型还是过手型证券, 均以法律上有强制力的还款时间和还款金额作为支付违约信用事件的标准; 但交易双方可以各自对期间现金流的预期, 对利息、期间本金还款等采用“实时支付”的现金流安排进行调整。

(四) 证券化期间摊还特征与保护费用及结算金额计算

除一次还本外, ABS 证券中还较为常见期间多次还本的安排, 资产支持证券的未偿本金金额和面值可能在证券存续期间持续下降, 信用保护卖方承担的信用风险敞口也将相应不断变少。此时根据交易逻辑, 信用保护卖方收取的信用保护费也应该同步降低, 后端结算金额也应相应减少。现阶段, 由于交易系统的限制, 目前国内 CRM 交易名义本金在交易存续期间无法修改, 因此如按照上述约定, 信用保护费用无法自动相应缩减; 同时, 依赖交易名义本金计算的实物结算金额也将保持不变,



在参考债务名义本金已经缩减的情况下，信用保护买方可以在市场上购入超过初始保护数量的资产支持证券用于交付，实质上扩大了信用保护卖方的保护责任。

在国际实践中，根据 ISDA 相关 MBS 信用衍生品范本交易确认书，当参考债务产生期间摊还（Amortization）时，信用衍生品的交易名义本金将相应减少，根据上述条款，“实物结算金额”将自动相应减少，相应地，信用保护买方应交付的 MBS 证券也随之减少。同时，上述 ISDA 范本交易确认书中将信用保护费约定为一个按固定费率比例根据交易名义本金计算的“固定金额”（Fixed Amount），因此在证券摊还导致交易名义本金减少时，信用保护费也将自动相应减少。

因此，针对摊还型参考债务，理想情况是对当前相关登记、清算系统进行改造，支持可摊还的“名义本金”，从而容纳本金摊还后的“名义本金”缩减，使得“信用保护费”，“实物结算金额”等可以挂钩单一标准，保证产品价格可以反映单位本金的信用风险，促进信用衍生品价格发现功能的实现及产品的进一步标准化。

（五）证券化期限特征与信用保护期限

目前境内一般 ABCRM 市场实践是将预期到期日作为信用保护期届满日。这样的安排符合境内证券化与 CRM 市场实际，但是该安排无法覆盖 ABS 在预期到期日后继续存续的情形。在国际实践中，交易双方也可以选择将法定到期日作为 CDS 的最后终止日（Scheduled Termination Date），如果在此之前发生信用事件，则信用保护合约进入结算并终止，如果信用事件不发

生，则信用保护合约期限持续至该最后终止日，此时由于资产支持证券已经偿付完毕，信用保护卖方需支付的结算金额亦为零。该模式为信用保护买方提供了一定的弹性，法定到期日也比预期到期日更加明确，可以便利 ABCRM 产品的标准化交易，也更加接近 ABS 以资产现金流融资的业务本源，具有一定借鉴意义。

三、ABCRM 产品的交易化、结构化、指数化应用展望

上文对单券 ABCRM 可能存在的独特结构进行了分析，而单名产品之外，ABCRM 还可以通过交易结构搭建、指数构造等其他方式，助力资产证券化市场健康发展。近期交易商协会等监管、自律组织有关参考债务债项范围和信用违约互换指数等管理政策的创新，也为我国 CRM 工具后续的结构化、指数化应用提供了基础。

（一）ABCRM 产品的交易化应用

信用衍生工具具有对冲和投资两方面的交易应用优势。第一，信用衍生品可以用于缓释信用风险、释放资本占用，可以使银行等资本或信用风险敞口受限的机构释放更多资本用于扩大经营；第二，信用衍生品可以给投资者提供一种对于参考债务和参考实体便利表达多空观点的工具，信用保护卖方承担多头敞口，买方承担空头敞口，相对于一般融券等工具更为便利，同时可以对信用风险进行单独识别，避免了现券交易伴随的利率、市场等风险，也无需受到现券流动性的限制；第三，相较于一般的债权转让，信用衍生品可以独立



实现债权信用风险转移, 从而便于银行等债权机构在维持客户关系的同时减小信用风险暴露, 也为信用风险的独立交易提供了基础; 第四, 通过信用衍生品转移信用风险可以避免触发与资产出售有关的会计或税收特殊要求, 减小交易成本; 第五, 信用衍生品可以使得投资者在不承担汇率风险的情况下进行国际信用投资; 第六, 信用衍生品可以使得投资者对其信用风险敞口的大小、期限、偿付顺序等要素进行灵活定制; 第七, 信用衍生品可以减少现金占用, 从而为投资者提供一定的杠杆。

(二) ABCRM 产品的结构化应用

近期 CRM 产品试点规则的进步为 ABCRM 产品的结构化应用提供了基础。以增信类 CDS 产品为例, 由于公司对担保流程的限制, 现有 ABS 产品信用增进多数通过差额支付、流动性支持等方式实现, 在法律性质上, 其可能被认为是保证担保、债务加入, 或一般民事承诺, 存在着一定的效力争议与瑕疵。^①但如果以合格机构卖出针对基础资产回收款偿付义务、转付义务或保证义务创设的 CRM 替换上述非典型担保承诺, 增信承诺即替换为可执行的标准金融合约, 有助于提高 ABS 产品增信结构的确定性。类似地, 对于资产担保证

券而言, 由于现有抵质押政策下以数量庞大的资产办理担保登记成本较高, 可以考虑通过在发行结构内创设信用风险缓释凭证, 同时附加资产反担保的方式, 构建可以同时为发行机构和担保资产存在有效追索权的资产担保证券, 实现 ABCRM 的创新结构化应用。

(三) ABCRM 产品的指数化应用

CDS 指数是一种多参考实体 CDS 交易工具, 是国际主流的信用衍生品交易品种, 占全部 CDS 交易的一半以上。本质上, CDS 指数是较为标准化、按一定权重(通常是等权重)的一篮子单名 CDS 合约的组合, 也就是说相较于单名 CDS, CDS 指数可挂钩多个参考实体或者多个参考债务, 标准化程度和交易效率都更高。当 CDS 指数的流动性较好时, 其价格也被参与者视为衡量信用风险的基准和风向标。CDS 指数交易的一大应用场景是投资人的对冲需求。若投资人拥有大量的 ABS 多头头寸, 可以通过买入主体关联程度较高的 CDS 指数来进行套保。同时, 根据《巴塞尔协议》规定, 买入的 CDS 可以对商业银行的风险资本起到缓释作用, 也促进了对 CDS 指数的多头需求。

与单一名称 CDS 相比, CDS 指数具

① 2021年1月1日开始实施的《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第三十六条规定, “第三人向债权人提供差额补足、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施, 具有提供担保的意思表示, 债权人请求第三人承担保证责任的, 人民法院应当依照保证的有关规定处理。第三人向债权人提供的承诺文件, 具有加入债务或者与债务人共同承担债务等意思表示的, 人民法院应当认定为民法典第五百五十二条规定的债务加入。前两款中第三人提供的承诺文件难以确定是保证还是债务加入的, 人民法院应当将其认定为保证。第三人向债权人提供的承诺文件不符合前三款规定的情形, 债权人请求第三人承担保证责任或者连带责任的, 人民法院不予支持, 但是不影响其依据承诺文件请求第三人履行约定的义务或者承担相应的民事责任。”



有标准化程度高、透明度强、标的资产广泛且具备天然分散化的特点，且指数本身的高流动性，使其成了良好的投资与交易品种。目前在海外市场，CDS 指数的交易量占全部信用产品交易量的一半以上。当预测某一类的信用主体在面临信用状况恶化的风险时，投资人可以通过买入关联程度较高的 CDS 指数，起到做空的作用。由于 CDS 指数交易达成时仅交割相应的保费金额，相较于传统的信用债买卖，无需交割大量的债券本金，增加了交易的便利性和安全性。

四、我国 ABCRM 的可行建议

为促进 ABCRM 市场的进一步发展，有以下几方面的可行建议，为 ABCRM 市场的规范发展提供动力。

（一）扩大产品供给，推动市场多样化发展

CRM 产品作为以风险对冲为主要功能的银行间标准品种，对于风险对冲具有重要作用，但当前在参与机构、机制安排、产品标的方面仍可以进一步完善。

参与人方面，商业银行、公募基金、保险公司等开展 CRM 交易均需满足机构监管部门对衍生品投资相关特殊规定，且不同机构开展 ABCRM 交易仍然受到基础资产投资范围的限制。建议机构监管部门考虑适当调整投资人准入门槛，结合保证金比例、交易条款设置等限制，在风险可控的前提下，使得 ABS 等参考债务的合格投资人均可参与 CRM 交易，丰富 ABS 产品

的风险对冲手段。同时，鉴于保险机构等国际主流的保护卖方受限于监管要求无法参与创设，而目前市场中活跃的创设机构对于信用资质的看法同质性较高，创设机构对于信用风险的对冲难度大，可适当加入风险偏好差异性较强的机构，如地方性城市商业银行、私募产品管理人、保险公司等参与信用保护的卖出业务，增加 ABCRM 卖方供给，推动多层次、多梯度、多样化的 ABCRM 市场建设。

机制安排方面，建议完善 CRM 履约担保机制，明确质押、让与衍生品履约保障机制的法律执行效力，保护交易安全。

挂钩标的方面，当前我国的 ABCRM 创设机构均以既有的 ABS 证券为参考债务。在信用风险缓释工具的参考债务范围扩展后，建议适当鼓励通过对应收账款、贷款等 ABS 底层资产进行 CRM 产品创设，从而拓展 ABCRM 工具的应用场景，开辟 ABCRM 产品促进供应链融资、发展普惠金融、支持实体经济的创新应用。

（二）联通基础设施，促进市场透明流通

对于 ABS、北金所债权融资计划、银登中心信贷资产、信贷资产受益权等广义证券化产品，由于并非由上海清算所托管，挂钩该类产品的 ABCRM 产品可能存在跨市场托管结算的情况，如后续发生信用事件，相关 ABCRM 产品的结算路径暂不明确，因此现阶段对于 ABCRM 产品的尝试仍较为谨慎。如可进一步明确信用事件后的实物结算途径，将使得创设



机构, 尤其是非银行类创设机构更为积极地参与广义 ABCRM 创设, 拓宽 ABCRM 的应用场景, 促进 ABCRM 市场规模发展。

(三) 加强自律指引, 提高市场标准化水平

在 CRM 工具试点阶段, 银行间市场自律机构在提供市场引导, 提高文本标准化方面起到重要作用。交易商协会推出的信用衍生产品定义术语文件、标准交易确认书、信息披露示范文本等均给市场提供了不可或缺的示范指引。但由于目前我国 CRM 市场仍处在初期阶段, 市场机构对于不同产品结构、文件术语的应用还存在一定不同理解。同时, 境内的 CRM 产品市场迄今为止还无触发信用事件后发生结算的公开案例出现。对于市场的整体发展而言, 信用事件的认定、信用事件发生后相关处理流程, 有很大的借鉴意义。

从市场主体的角度, 当然不希望有信用事件的发生, 但是一个健康、市场化的信用市场的发展过程中, 信用事件的发生和处理也是不可或缺的一部分。在海外 ABCDS 和 ABX 产品的发展历程中, ISDA、Markit 等市场机构提供的标准化产品文本和市场最佳实践起到了重要作用。加强 CRM 的标准化进程有利于提高市场流动性, 并且也更加利于市场监测与监管, 促进业务的良性发展。因此, 建议后续 CRM 市场机构与自律组织紧密合作, 完善我国 CRM 市场的标准文本储备和结算实践指引, 提高市场便利化、标准化水平。

(四) 明确配套政策, 统一 ABCRM 资本授信管理

对于 ABCRM 产品买入方而言, 现有市场实践中对于 ABCRM 交易授信、资本计提与缓释等问题尚无统一标准。部分机构在进行投资时, 存在“授信双占”的情况, 即若投资由特定机构创设的, 参考债务为某 ABS 的 CRM 产品, 不仅要求占用对创设机构的对手方授信, 还要求占用对该 ABS 的债项授信规模, 大幅降低了该等投资人投资 ABCRM 产品的性价比和投资意愿。此外, 在投资指数型 CRM 产品时, 部分机构要求对指数进行穿透授信, 即要求对一个指数型 CRM 所有的成分主体或者成分券均进行授信, 这大大限制了对于指数型 ABCRM 投资的可能性。国际上, 将指数型 CRM 看作一个产品整体授信是国际主流且可推广的授信模式, 可以考虑通过专项指引等方式, 引导市场机构从指数成分、编制方法和信用事件管理等环节建立内部指数授信模型, 同时建立相关数据处理、披露等机制, 为指数型 ABCRM 的进一步发展提供促进。

五、结语

自 2010 年开始试点以来, 我国银行间市场信用风险缓释工具在监管自律机构的引领下、在市场主体的参与下, 从零开始, 至今已发展成一种参与主体广泛、产品标准化程度高、监管较为完善的新型金融衍生产品, 在提供信用风险缓释, 助力民营企业融资方面发挥着重要作用。近



期，高收益低风险资产供给有所减少，信用类资产波动有所上升。在此背景下，利用 ABCRM 支持 ABS 产品发行、增加 ABS 产品风险对冲工具的重要性更加凸显。由于我国 ABCRM 市场尚处于初期阶段，ABCRM 业务的发展还需完成一系列改善目标，有必要在吸取国外先进经验、

植根境内规则实践的基础上，进一步推动 ABCRM 产品规范化、标准化设计，推动 ABCRM 产品交易化、结构化、指数化应用，在信用风险对冲、金融资产供给、助力实体经济融资、促进信用风险公平定价等方面发挥更大作用。[N]

学术编辑：韦燕春

参考文献

- [1] 胡喆,陈府申,钟鑫.图解资产证券化:法律实务操作要点与难点[M].北京:法律出版社,2017.
- [2] 刘再杰,李艳.我国债券市场信用违约的特征、风险与应对措施[J].新金融,2016(10):49-53.
- [3] 余桂荣.信用衍生品“中国策”[J].金融市场研究,2010,3(3):8-14.
- [4] 中泰证券课题组.公司信用债违约风险预警与防范研究[J].证券市场导报,2021(2):2-10,18.
- [5] 1999 ISDA Credit Derivatives Definitions, International Swaps and Derivatives Association.
- [6] 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions, International Swaps and Derivatives Association.
- [7] Basel Committee on Banking Supervision Joint Forum. (2005). Credit Risk Transfer.
- [8] Basel Committee on Banking Supervision. (2008). Credit Risk Transfer. Developments from 2005 to 2007.
- [9] Committee on the Global Financial System. (2003). Credit risk transfer.
- [10] Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy, 2008
- [11] Fabozzi, Frank J., Henry A. Davis, and Moorad Choudhry. Introduction to Structured Finance. Vol. 148. John Wiley & Sons, 2006.
- [12] Markit Credit Indices Primer, HIS Markit, 2014

ABS-linked CRM Products: A Primer on Their Structure and Application

ZOU Yingguang CHEN Yang LI Chuan SHI Liang

(CITIC Securities Co., Ltd.)

Abstract Credit Risk Mitigation Instruments (CRM) have a unique role in providing efficient transfers of credit risks, as well as their hedging, trading, and pricing. Rules governing the use of these instruments have been improving continuously, while innovative structures have emerged as well. Asset-backed securities (ABS), which have distinct advantages in supporting direct financing and achieving risk isolation, have gradually developed into an important fixed-income product on the domestic market. Based on a comprehensive analysis of the ABS and CRM markets, this paper concludes there is substantial development potential for ABS-linked CRM products (ABCRM). It is necessary to build upon the existing ABS product characteristics, and combine these features with overseas experience and a uniform ABCRM structure design. It is also necessary to explore the prospective applications as transactional, structural, and indexed instruments. This paper examines existing problems in the ABCRM market and offers actionable suggestions from multiple considerations such as infrastructure, pilot project scope, and support policies for the orderly development of the domestic ABCRM market.

Keywords Credit Risk Mitigation Instruments (CRM), Securitization, Derivatives, Financial Innovation

JEL Classification G10 G24 K23