

论文修订记录

一、 自查清单对照修订记录

提示要点（10 条）	是
1. 原创性篇幅（增量价值）占比 90% 以上；使用规范性语言，删除空话， 让写下的文字有增加值 ，勿低水平重复研究。避免“ 相同文字 ”在摘要、前沿、实证、结论等处重复出现。 文章主体是作者的观点及其说理论证过程；事实描述和数据统计所占全文篇幅，不超过 20% 。	是（完成文件结构调整、表述修改）
2. 摘要 300 字以内，凝练全文核心观点，应具有 自明性 ，不宜出现“本文、本人、作者”等词。关键词 3~5 个，正文 8000~12000 字为宜。	是（已完善摘要、增加关键词）
3. 文献综述（宜并入引言）突出前沿成果，对其扼要评议，而后切入本文，忌资料堆砌。	是（同类文献较少，引言部分已对前期概括进行介绍）
4. 论文不是讲义，不是教科书，不能平铺直述和止于对既有知识的简单梳理。文章需要有 问题意识 ，宜采用“ 问题—解决方案 ”有 势能的叙述 。可以重点从理论推理、背景文献、	是（已明确文章结构。问题： CRM 市场与 ABS 市场发展不协调。方案：从结构和应用两方面，发展 ABCRM 产品及其交易市场）

实际出发（比如细致分析相关政策的背景和具体实施过程），进而找出解释变量如何影响被解释变量的“意料之外，情理之中”的真实机制。	
5. 论文题目与各级标题，建议用“ 能概况本文（本段）主旨的祈使短句 ”或“ 主要概念之间逻辑关联的词组 ”，提炼标识性概念，不宜使用“概况、影响”等隔了一层含义的标题；标题不宜超过三级，题目和各级标题彼此之间要逻辑一致。 各标题分层用一、（一）1. (1) 标识，正文自然段中排序用① ② ③.....	是（已修改相应部分）
6. “政策建议”是靠原创性的理论“推”出来的，是行文逻辑自然推演的结果，忌直接给出拍脑袋式的结论，以及正确却无实质内容的结论。	是（已结合 ABCRM 市场障碍-改善目标进行提出建议）
7. “推导和计量检验”切忌脱离理论支撑，模型需与所研究问题匹配。 基本模型和方法不能照搬已有文献或仅作细微修改。模型、公式推导必须正确无误。	是（暂不涉及定量模型；产品设计逻辑已完善，补全推论步骤）
8. 文中提及的事实和数据，每处均需 核实 并尽量 更新到最近 。特别是数据一旦出错，会	是（已更新过期数据，统一截止日为 6 月 30 日）

严重损害文章可信度。要检查三遍，可通过描述性统计的方式来确保数据的可靠性。 相关数据，提及的概念和数据，若读者不明，可用脚注的方式增补。用脚注标识的内容，需有独特性价值（容易被忽视的数据、独特来源的数据、有进一步研究意义的数据）。	
9. 第 6、7、8 点的逻辑核查：推理过程中有没有谬误；证据的效力如何，包括时间、范围、新旧等；结论有没有替代原因；数据有没有欺骗性；有什么重要信息被忽略。	否（同上，已补全逻辑步骤，明确各阶段背景及结论）
10. 逐句通读至少 2 遍。从体例、文字表述、模型符号、标点符号、数字及单位用法等方面校正，保证文稿的规范性。 参考文献（格式 GB T 7714-2015）应包括且仅包括正文中引用过的高质量的前沿文献（不放新闻报道等），并按首字母顺序排列（先中文，后英文）。参考文献之后附上英文“题目、人名、机构、摘要和关键词”、3 个 JEL 分类号。	是（已完善，并于文末补充英文摘要、题目、作者信息、关键词、JEL 分类号）

二、 外部专家审稿意见对照修订记录

1.研究报告中多次提到《中国场外信用衍生产品交易基本术语与适用规则（2016年版）（试行版）》，对于境内 ABCRM 适用的文本体系（NAFMII 主协议等）可否增加一段阐述，以使读者了解主协议、定义文件以及具体交易间的关系。

已补充至“二、ABCRM 结构设计问题探析 （一）证券化产品与 CRM 的基本交易结构”

2.对于 ABCRM 标的识别的问题，研究报告梳理得比较全面，建议适当进行层次划分、增加小标题，使得结构更加清楚。

已梳理并补充

3.第四部分为“我国信用衍生品市场现阶段部分障碍与后续发展建议，由于前文主要探讨 ABCRM，是否这一部分更聚焦对 ABCRM 的对策和建议更好？

已修改聚焦，（1）删除仅适用于 CRM 的部分，保留通用适用于 ABCRM 的部分；（2）通过上下文明确，相关部分是针对市场现状的近期可执行建议，其目的是解决影响 ABCRM 产品的直接障碍（改善目标）。

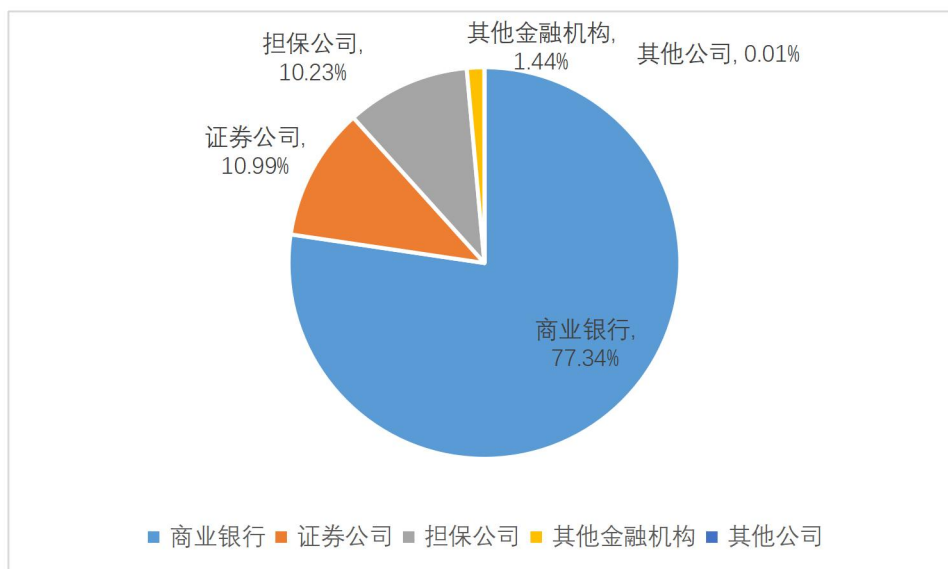
三、 学术编辑审稿意见对照修订记录

1. 修改论文题目，改为直接与文章内容相关的题目

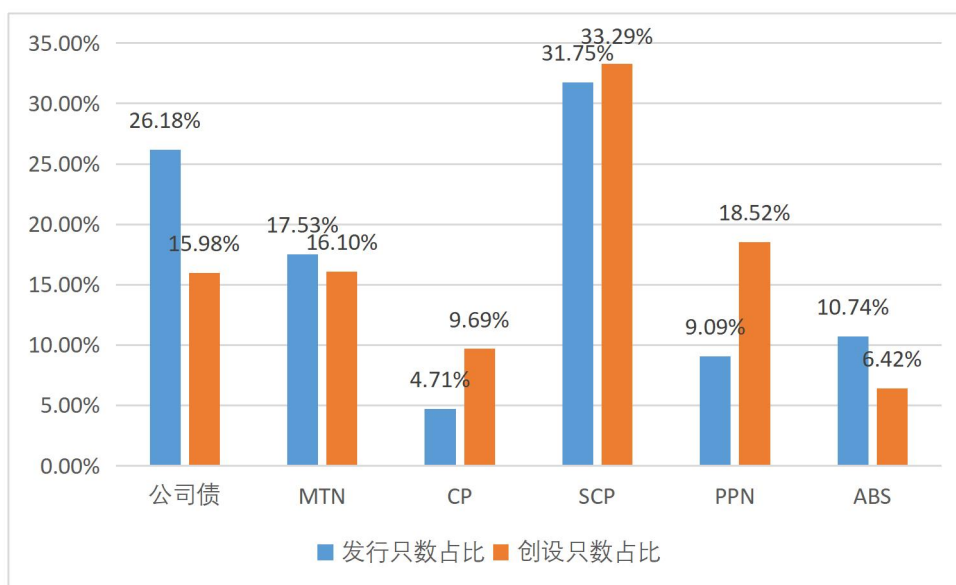
2. 修改作者署名，并在脚注中明确

3. 引文部分数据更新至全文一致

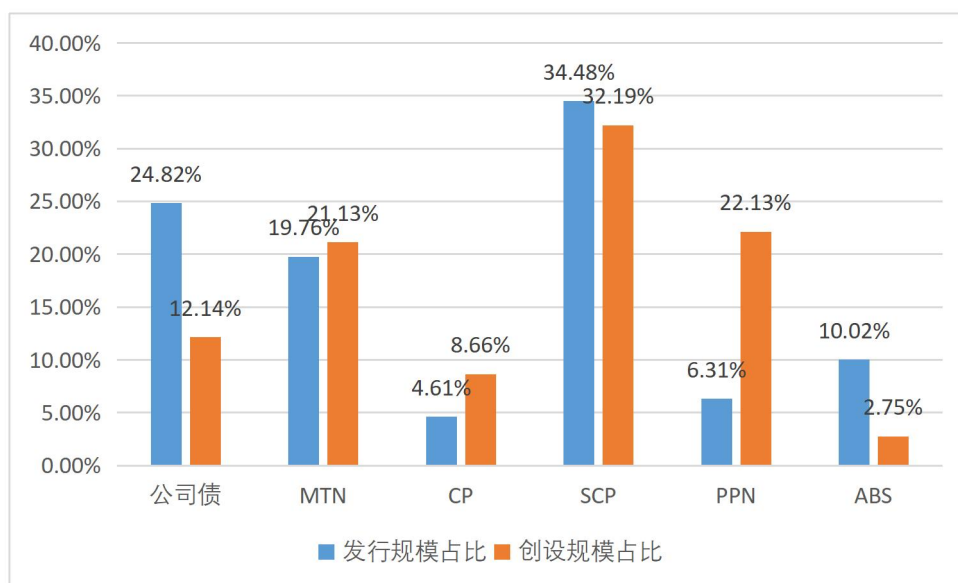
4. 图表分开编号，全文现仅包含图片，已重新编号



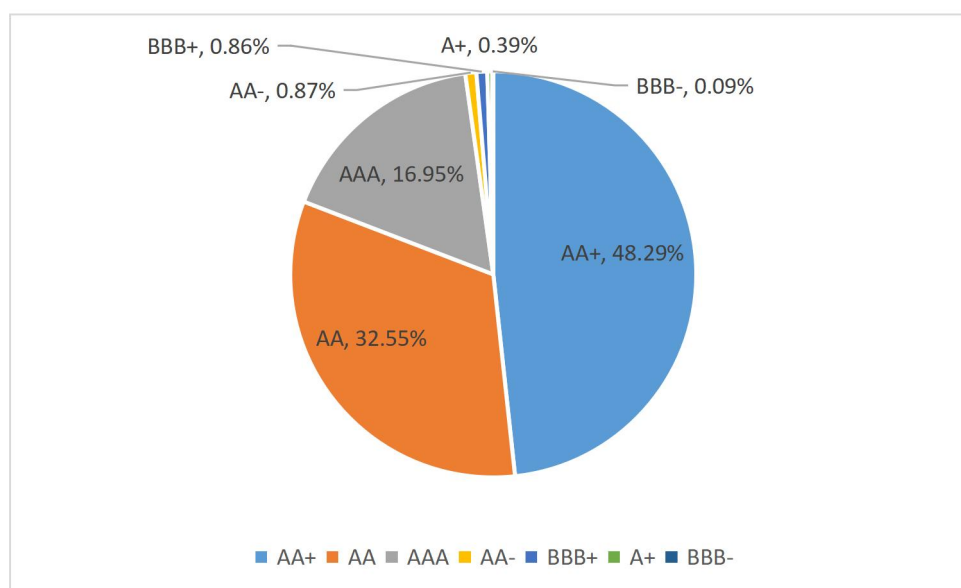
附图 1 CRM 创设机构类型分布（Wind，2023 年 6 月 30 日，实际创设金额）



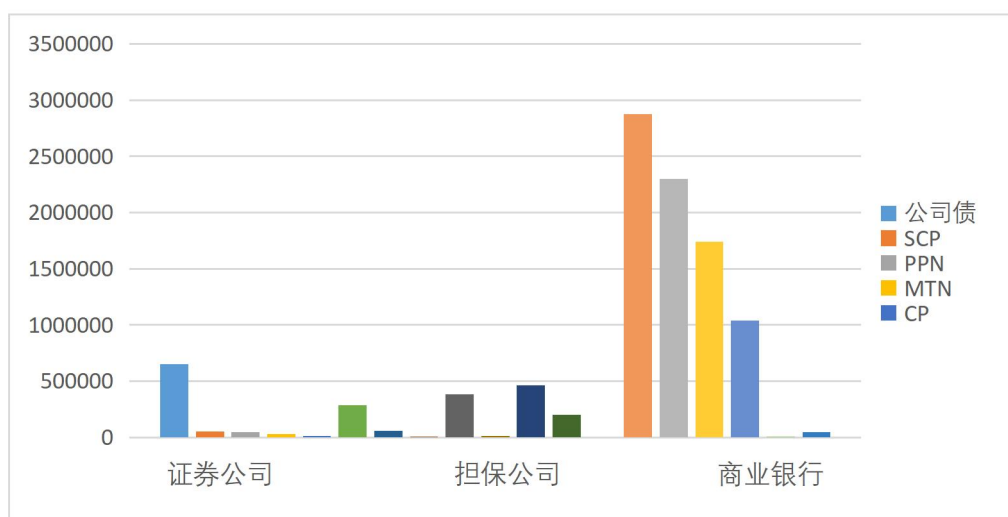
附图 2 信用类债务工具发行与国内信用衍生品参考债务分布（Wind，2023 年 6 月 30 日，按发行只数）



附图 3 信用类债务工具发行与国内信用衍生品参考债务分布（Wind，2023 年 6 月 30 日，按发行规模）



附图 4 CRM 参考债务发行主体评级分布（Wind，2023 年 6 月 30 日，实际发行金额）



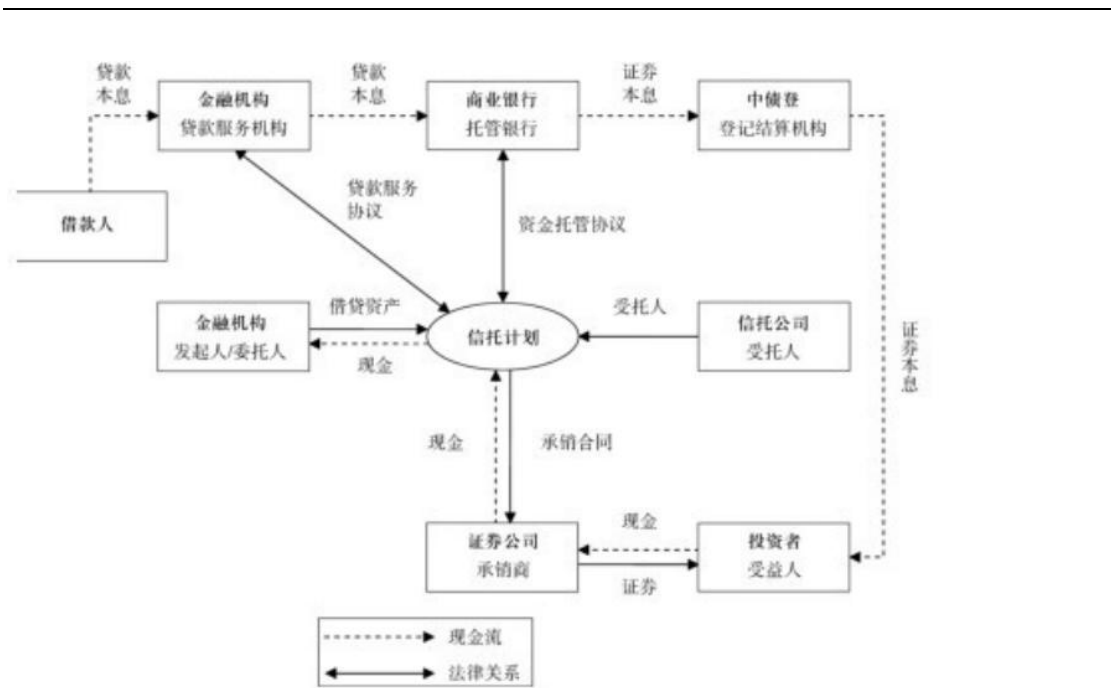
附图 5 CRM 创设机构与参考债务种类分布 (Wind, 2023 年 6 月 30 日, 实际发行金额 (亿元))

附文 1：证券化产品与 CRM 的基本交易结构

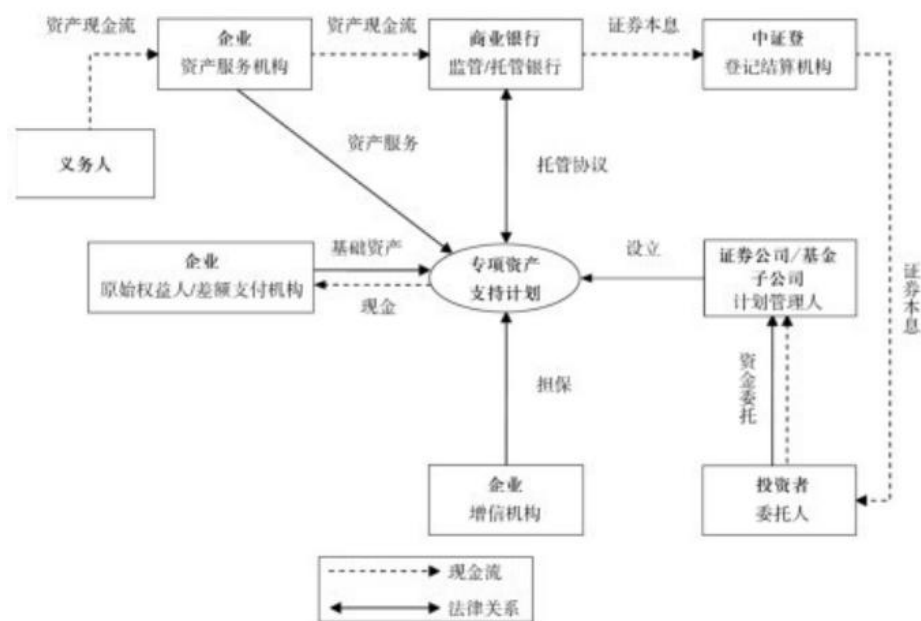
1. 证券化产品的基本交易结构

资产证券化的一般交易结构是由贷款、应收账款、信托受益权等基础资产的所有人（即“发起机构”）以信托、转让等方式将基础资产转移到特殊目的载体（“SPV”或“发行人”），由该 SPV 向投资者发行资产支持证券；同时，SPV 管理人将委托资产服务机构（一般由发起机构担任）、资金保管机构等提供基础资产池的资产管理、现金流回收、转付、保管等职责。

在法律架构方面，不同市场体系下的的证券化产品可能存在不同的交易结构。例如，信贷资产支持证券的发行人特殊目的信托，资产支持证券所代表的法律权利是该特殊目的信托的信托受益权（附图 6）。交易所市场资产支持证券的发行人资产支持专项计划，资产支持证券所代表的法律权利是该专项计划的专项计划份额（附图 7）。对于原有的资产支持票据而言，需区分两种交易结构：一类是由发起机构直接将基础资产信托给受托人设立特定目的信托，并由特定目的信托作为发行载体发行资产支持证券（该结构通常称为“信托型资产支持票据”）；一类是发起机构自己担任发行载体，发起机构以基础资产为资产支持票据的偿付提供抵质押担保（该结构通常称为“抵质押型资产支持票据”）；2022 年 12 月，交易商协会发布了《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》，明确了银行间发行的资产支持票据、资产支持商业票据等均应通过 SPV 发行，SPV 可以采用特殊目的信托、特殊目的公司或交易商协会认可的其他形式的载体。



附图 6 信贷资产支持证券交易结构示意图¹



附图 7 企业资产支持证券交易结构示意图²

在现金流方面，ABS 证券可以分为计划摊还型和过手摊还型两类。前者指相应证券存在明确的摊还计划表，每期本金和利息的摊还金额和时间可以事先根据摊还计划表予以确认。后者指相应证券每期本金还款金额根据当期资产池现金流实际回收情况确认，相关摊还金额和时间无法事先确认。除此之外，不同证券化产品中还可能存在循环期与摊还期、赎回与回

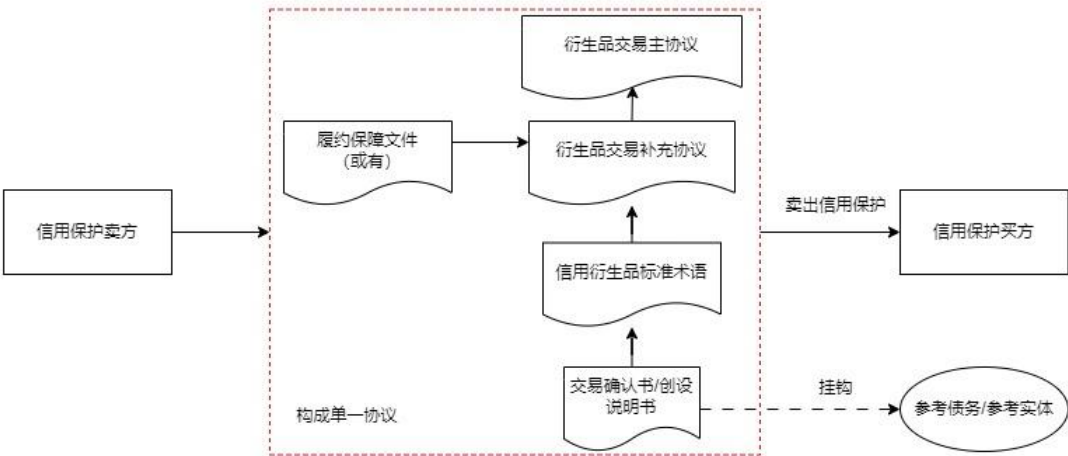
¹ 第 27 页，胡喆,陈府申,钟鑫.图解资产证券化：法律实务操作要点与难点[M].法律出版社, 2017。

² 同上。

售、清仓回购选择权、加速清偿触发事件等安排，对资产支持证券的现金流产生影响。

2. CRM 产品的基本交易结构

信用衍生产品在法律结构上与一般衍生品交易基本相同。³信用衍生产品的文本体系包括衍生品交易主协议与补充协议、交易文件以及履约保障文件等，各组成部分共同构成一份单一完整协议，其效力等级遵从特别约定优于一般约定的原则；同时，为降低了市场参与者文件起草沟通成本、提高交易标准化程度，交易商协会等行业或自律组织还对信用衍生品中常用的术语提供了标准化的定义文件，由交易双方在交易确认书中引用。因此，一般交易中双方最终签署的交易确认书、创设说明书等文件实际上是交易双方对于信用衍生品交易的集中约定，交易双方的权利义务安排还包括了标准化定义文件、主补协议、履约保障文件中的相关部分。由此，虽然相关标准化定义文件不构成强制性规定，但由于其已经被市场主体广泛接受，在一定程度上其也构成了信用衍生产品的规则指引。当前境内 CRM 产品所使用的标准化定义文件以《中国场外信用衍生产品交易基本术语与适用规则》（以下称“《信用术语》”）为主。⁴



附图 8 信用衍生产品交易结构示意图

³ 现有信用风险缓释工具体系中，CLN、CRMW 等具有独特结构创新，如 CRMW 是在多边签署主协议项下一对多达成的凭证类信用风险缓释工具交易，CLN 是交易双方之间附现金担保的标准化凭证类衍生品交易，但在基本原理方面与此处介绍的一般结构类似。

⁴截至本文写作之日，《信用术语》分为 2016、2022 年两个版本。为下文分析之目的，二者内容基本一致，故不作进一步区分。