

民银智库研究

2018 年第 27 期

总第 87 期

中国民生银行研究院

2018 年 11 月 11 日

信用风险缓释工具发展状况

及其对民营企业债券融资的影响分析

金融研究团队：

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王一峰

wangyifeng5@cmbc.com.cn

宋江立

songhjiangli@cmbc.com.cn

董文欣

dongwenxin@cmbc.com.cn

- 发展信用风险缓释工具对于我国债券市场建设具有积极意义。信用风险缓释工具（CRM）有利于建立信用风险分担机制、完善信用风险定价体系、提高债券市场流动性。自 2010 年《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》发布以来，我国 CRM 大致经历了三个发展阶段，分别为 2010-2015 年的初步探索期、2016-2018 年的优化完善期和今年以来的新发展机遇期，CRM 在品种、创设与交易流程上不断优化。
- 海外市场经验显示信用违约互换（CDS）最为成熟且规模巨大。当前 CDS 市值规模占全部信用衍生工具市场的 90% 以上。CDS 出现于上世纪 90 年代，经过 20 世纪初的爆发式增长，规模一度达到 60 万亿美元以上。在 2008 年次贷危机中，因风险的集中暴露而被诟病并受到严重冲击，此后 CDS 的发展更趋于规范化并呈现出一些新特征，表现为品种更为均衡、标的资产信用资质更加优质、中央清算机制更趋普及，当前规模大致在 10 万亿美元左右。
- 我国信用风险缓释工具存在问题与发展方向。我国 CRM 与海外相比，具有市场参与主体单一、标的设计不完善、法规制度不健全、做市商机制不完善、定价难度较大、缺少权威信评等不成熟市场特征。未来需要在以下领域予以改善：**一是**加强法规制度建设，完善市场外部环境；**二是**积极培育和引导投资者，逐步实现投资主体多元化；**三是**注重培育做市商机制，增强市场流动性；**四是**推进信用评级体系建设，完善信用环境；**五是**完善基础数据库，强化交易信息披露；**六是**打破债市刚性兑付，为信用风险缓释工具的发展创造空间。
- 信用风险缓释工具有望缓解当前民企融资信用收缩问题，缓解民企“融资难”。面对今年以来民营企业遭遇的流动性风险，10 月 22 日央行发布设立民营企业债券融资支持工具的通知，近期多只 CRM 工具密集发行，规模预计将超过 1600 亿。我们认为未来仍需发挥政策合力，更多按照市场化的方式运作信用风险缓释工具，丰富标的债券品种，改善民营企业融资环境

目 录

一、我国信用风险缓释工具的发展情况	1
(一) 我国发展信用风险缓释工具意义重大	1
(二) 我国信用风险缓释工具的发展历程	3
二、国外信用风险缓释工具的发展情况	4
(一) 信用违约互换基本概况	4
(二) 海外 CDS 的兴起和发展	6
(三) CDS 海外市场现状分析	8
三、我国信用风险缓释工具的特征	11
(一) 信用风险缓释工具的主要类型	12
(二) 信用风险缓释工具的相关参与主体	14
(三) 不同类别信用风险缓释工具的特点	16
(四) 信用风险缓释工具的交易结构	18
(五) 信用风险缓释工具主要的定价方法	20
四、我国信用风险缓释工具存在的问题与发展方向	21
(一) 信用风险缓释工具存在的问题	21
(二) 信用风险缓释工具市场的发展方向	23
五、信用风险缓释工具对民营企业债券融资的影响	25
(一) 民营企业债券融资支持工具的创设背景	25
(二) CRM 对民企债券融资的作用	26
(三) 对于发展民营企业债券融资支持工具的建议	26
附件 1: 银行间市场信用风险缓释工具创设情况一览	29
附件 2: “18 荣盛 SCP005” 信用风险缓释凭证部分要素	30

信用风险缓释工具发展状况 及其对民营企业债券融资的影响分析

2018 年以来，受融资环境整体偏紧、经济下行压力较大、市场风险偏好降低等诸多因素影响，我国债券市场违约率出现明显上升，且违约主体多为民营企业。造成民企通过债券市场融资的难度显著增加，而金融市场的“羊群效应”进一步加大了民营企业信用环境恶化的压力。近期，中央及监管层关于破解民企融资困境的表态和配套政策密集出台，多举措并举化解民营企业融资难题。10 月 22 日，央行宣布设立民企债券融资支持工具，多家金融机构已积极响应，信用风险缓释工具有望在化解民营企业融资难中发挥重要作用。

本文梳理了国内外信用风险缓释工具的发展情况，在从产品分类、参与主体、交易结构、定价方法等方面分析我国信用风险缓释工具特征的基础上，进一步讨论了信用风险缓释工具存在的问题与未来的发展方向，并重点对信用风险缓释工具在民企债券融资中的作用进行了深入探讨，提出了发展民营企业债券融资支持工具的相关建议。

一、我国信用风险缓释工具的发展情况

信用衍生产品作为一种非双边金融合约安排，在分散风险，提高金融效率方面具有显著作用。自上世纪 90 年代纽约国际金融互换市场首次发行信用衍生品以来，信用衍生品市场已发展成为一种成熟的金融产品。我国 2010 年由中国银行间市场交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，填补了在这一领域的空白。

（一）我国发展信用风险缓释工具意义重大

信用风险缓释工具对债券市场建设具有重要意义。信用风险缓释工具能够促进建立风险共担机制，分散信用债券市场的信用风险，其

作用与意义具体表现在：**一是建立信用风险分担机制。**通过信用衍生品，投资者可以主动选择信用风险敞口，并能够进行精细化管理，信用风险缓释工具的市场化交易，可将信用风险分散，避免信用风险过度集中。**二是完善信用定价机制。**信用风险缓释工具使得信用风险可以从利率风险、流动性风险中被剥离出来，单独对信用风险进行交易，最终实现对信用风险的市场化定价。通过更有效揭示债券和发行主体的信息，信用风险缓释工具价格变化可以反映市场对相关主体违约率的变化预期。此外，由于信用合约类产品具有双边特性，可以促进投资者充分表达意见，投资者的正面和负面看法均可通过衍生工具的价格反映到市场中，有助于提高市场有效性。**三是提高债券市场流动性。**信用风险缓释工具存在，使得债券发行主体和标的债券的违约概率能反映在信用风险缓释工具的价格中，投资者能够对风险有更准确的判断，减少信息不对称，进而吸引更多的投资者参与进来，可以带动增量资金进入债券市场，提高信用债流动性。

信用风险缓释工具在我国具有一定的发展空间。近些年，我国债券市场发展迅速，在债券总额不断增长、发行主体不断丰富的趋势下，出现了新的问题，**一方面**债券市场由单一的利率风险结构转变为利率风险与信用风险并存的混合风险结构，**另一方面**随着市场参与主体种类和发行债券种类的增加，信用风险在债券市场中不断积累。我国债券市场发展迅速的同时金融衍生品市场发展却相对落后，长期以来，债券市场的投资者缺乏高效的信用风险规避工具、途径和方法，规避风险也仅仅只能采用低效的担保方式，并不能运用金融衍生品对冲和分散信用风险。发展信用风险缓释工具有很强的现实需求，**一是**发行主体的需求：市场化信用增级和降低发行利率；**二是**投资者的需求：购买信用风险管理工具，减少信用违约损失；**三是**专业金融机构的需求：提供信用风险管理，增加盈利点；**四是**监管层需求：建立市场化信用风险预警和处置机制。

（二）我国信用风险缓释工具的发展历程

2010 年 10 月，中国银行间市场交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，标志着我国信用风险缓释工具的诞生，但总体发展速度相对缓慢，产品发行数量有限。但是今年四季度以来，伴随着国家相关政策的调整，信用风险缓释工具近期重新活跃起来，多只产品密集创设。

我国信用风险缓释工具的发展历程大致可划分为三个阶段：

1、2010-2015：创立及发展探索期。中国银行间市场交易商协会于 2010 年 10 月发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，并推出了信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证两款信用风险缓释工具（Credit Risk Mitigation, CRM）。信用风险缓释工具推出初期，市场参与者热情较高，产品创设和交易金额增长较快，之后由于受当时市场整体“刚兑”环境、基础标的限制较严格、缺乏流动性等因素影响，交易量及参与机构均增长缓慢，信用风险缓释工具市场并不活跃。从产品的发行上看，该时期发行的产品只有 CRMW，共发行 9 只产品，其中 2010 年有 8 只、2011 年 1 只，随后的几年没有新的产品创设，发展处于停滞状态。

2、2016-2018：优化和完善期。2016 年 9 月 23 日，交易商协会发布修订后的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》，在原有的两类信用风险缓释工具基础上推出了信用违约互换合约和信用联结票据两类新的信用风险缓释工具，并一同发布了新版《信用风险缓释合约业务指引》（CRMA）、《信用风险缓释凭证业务指引》（CRMW）、《信用违约互换业务指引》（Credit Default Swap, CDS）、《信用联结票据业务指引》（Credit Linked Note, CLN）四份产品指引以及《中国场外信用衍生产品交易基本术语与适用规则（2016 年版）》。此次修订，不仅增加了产品的种类，还放宽了市场进入门槛，优化了产品创设流程。从产品的发行上看，该时期产品发行种类有所扩大，2016 年 11 月，银行间市场进行了首批 15 笔信用违约互换（CDS）

交易；2017年5月，银行间市场首批创设两单信用联结票据（CLN）发行；CRMW仅在2016年有1只新产品创设。该时期信用风险缓释工具在不断丰富和完善，但市场发行量依然偏少。

3、2018年起：新的发展机遇期。今年以来债券市场违约频发，信用风险缓释工具再度引起监管部门的注意，出台了一系列鼓励发展的政策，信用风险缓释工具迎来新的发展机遇期。一是**监管部门积极支持鼓励**。10月22日，国常会决定设立民营企业债券融资支持工具，央行积极响应出台相应的配套政策。二是**交易所积极参与，市场范围扩大**。2018年11月2日，上交所、深交所市场信用保护工具业务开始试点，并成功达成首批信用保护合约，标志着该业务由银行间市场扩大到了交易所市场。三是**发行量快速增加，产品密集创设**。在银行间市场，CRMW加速创设，仅11月7日当天就有6只创设，后续发行有加速趋势。四是**参考实体向民营企业倾斜**。交易所和银行间市场新设立的产品的参考实体除个别为国企外，绝大部分面向民营企业，这体现了监管部门的政策方向，也有利于信用风险缓释工具的长期发展。五是**增信模式多元化**。既有中债增信发行信用风险凭证，商业银行投资模式，也有商业银行独自发行，主力品种是中债增信和商业银行联合发行。

二、国外信用风险缓释工具的发展情况

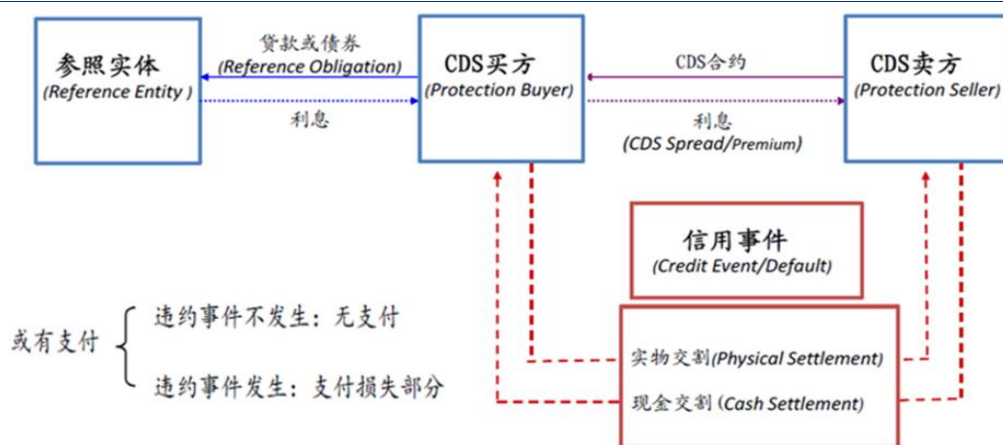
国外常用的信用风险缓释工具包括信用违约互换(Credit Default Swap, CDS)、总收益互换(Total Return Swap, TRS)、信用价差期权(Credit Spread Option, CSO)以及其他信用衍生产品。其中，CDS被银行、保险公司、资产管理公司及对冲基金等金融机构广泛使用，市值规模占全部信用衍生工具市场的90%以上，是最为重要的信用风险缓释工具。

（一）信用违约互换基本概况

信用违约互换（Credit Default Swap, CDS），又称为信贷违约掉

期，是当前全球债券市场交易规模最大的场外信用衍生品。CDS 本质上是一种双边金融契约，银行等固定收益机构作为信用保护购买方，向卖方支付以基于面值固定基点表示的信用保护费；卖方由投资银行等金融机构担任，承诺当合约中所指参考资产发生规定的信用事件时，向买方赔付参考资产所遭受的损失。CDS 的参考资产主要为债券，也可以是信贷资产、抵押债务资产池等。CDS 具有转移信用风险、价格发现及融资、构建组合衍生品等诸多功能，实际操作中可实物结算(Physical Settlement)或现金结算(Cash Settlement)。

图 1：CDS 产品基本交易结构图



资料来源：公开资料、国信证券、民生银行研究院

以参照主体为依据，CDS 可划分为单一名称信用违约互换（Single-name Instruments）和多重名称信用违约互换（Multi-name Instruments）两大类，单一名称信用违约互换是当前信用衍生品市场中应用最为普遍的基础工具。多重名称信用违约互换又包括一篮子信用违约互换（Basket CDS）和指数类信用违约互换（CDS Indices）两种类型，指数类 CDS 相较一篮子 CDS 的标准化程度更高、参考资产数量更多、覆盖面也更广泛。

表 1：CDS 分类产品概述

类别名称	产品概述
单一名称 CDS	最简单的 CDS 产品形式，其信用违约互换合同中仅有一种参考资产，若该公司违约，则信用保护卖方赔偿损失。
一篮子 CDS	一篮子违约互换指信用保护卖方在第 N 次信用标的资产发生违约时才进行支付，在发生第 N-1 次信用违约时不需支付费用。其以资产组合为标的信用衍生产品，能为

	多个信用资产提供保护。
指数类 CDS	是一种标准化的证券，基于指数中所有参考实体提供信用保护，能反映构成指数的各个参考实体 CDS 风险加权平均与时间波动情况。目前最著名的两大指数化 CDS 产品是 CDX 北美指数和 iTraxx 欧洲亚洲指数。

资料来源：公开资料，民生银行研究院

（二）海外 CDS 的兴起和发展

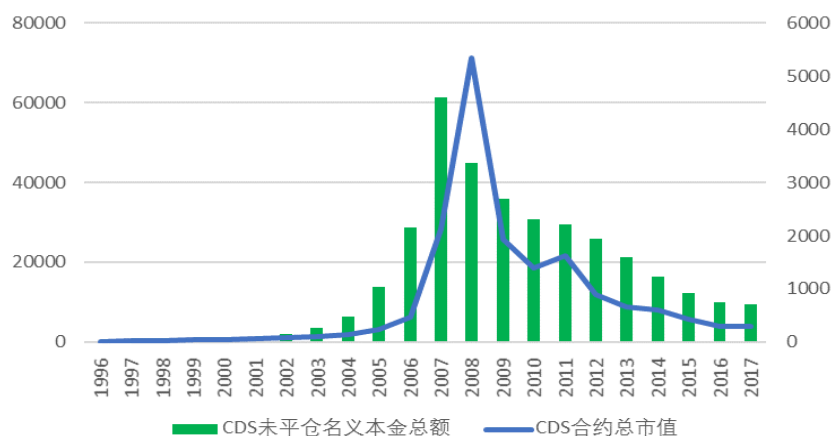
CDS 最早出现于上世纪 90 年代，凭借风险管理、价格发现等诸多功能获得市场参与者与监管机构的认可，成为全球金融机构普遍采用的风险缓释工具，2007 年 CDS 名义本金总额曾超过当年全球的 GDP 总额及纽约证券交易所的证券市场价值。金融危机爆发后，过往无节制发行、卖方无法履约、信用危机严重等问题导致 CDS 市场规模大幅萎缩，在经历了信用违约互换市场改革“大爆炸”后，未到期 CDS 总余额逐年下降但发展更趋规范化。CDS 在海外的兴起和发展大致可划分为三个阶段：

1、1995-2001：兴起及平稳发展期。摩根大通银行于 1995 年开发出信用违约互换产品 CDS，但初期由于缺乏信息披露机制与统一价标准，信用违约互换市场透明度和流动性较低，发展较为缓慢。1997 年亚洲金融危机及 1998 年俄罗斯债务危机使金融机构充分关注到 CDS 管理信用风险的有效性，CDS 规模开始大幅扩张。1999 年国际掉期与衍生工具协会 (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) 创立标准化的 CDS 合约，规范场外交易秩序，信用违约互换产品市场参与者范围也从银行间扩大到整个资本市场，诸多无法直接进入信贷市场的投资者可通过 CDS 间接获得信贷资产的受益权。至 1999 年底，CDS 未到期总存量已达到 5860 亿美金。随后安然公司倒闭以及阿根廷债务危机等重大信用风险事件，进一步激发了市场参与者对金融风险管理的内在要求，CDS 未到期总存量在 2001 年末达到了 9190 亿美金。

2、2002-2008：爆发式的野蛮生长期。金融衍生品因在博取高收益的同时，可实现更为有效的风险分散，受到金融机构的不断追捧，

CDS 也经历了爆发式的增长。信用违约互换产品市场在 2004-2007 年间扩大了近 4 倍，2007 年底 CDS 市场规模达到了最高点 61.2 万亿美金，超过了全球当年的 GDP 总额及纽约证券交易所的证券市场价值。2008 年全球金融危机初期，信用风险敞口的扩大一度刺激交易商通过购买 CDS 进行套期保值，市场规模继续扩张。但随着危机的蔓延，金融市场信用风险加价大幅攀升、整体流动性急剧下降、各类资产大幅缩水，信用违约互换产品市场也随之遭受了严重冲击。CDS 具有违约风险和担保对手方风险相互交织的特质，基础资产违约会触发较大的赔付规模，净额结算机制的缺失，又进一步加剧了其产品价格的下落和全市场金融机构风险的恶性循环。截至 2008 年底，CDS 存量规模同比下降近四成至 44.9 万亿美金。

图 2：CDS 市值及未平仓名义本金总额变化趋势¹



资料来源：BIS、中金公司、民生银行研究院

3、2009—至今：调整后的理性回归期。金融危机的爆发及雷曼兄弟公司倒闭等事件，使得信用违约互换市场的风险问题引发广泛关注，美国、欧洲等监管当局纷纷出台相应政策来稳定金融衍生品市场，ISDA 也陆续下发《信用衍生产品决策委员会与拍卖结算补充文件》等一系列改革文件来完善国际标准、加强信息披露、推进中央清算，2009 年被称为信用违约互换市场改革“大爆炸”。此后，信用违约互

¹名义本金总额(Notional Amounts Outstanding)是指报告期所有未平仓合约名义本金之和，作为合约支付的参照物，可视为未到期总存量；合约总市值(Gross Market Value)是报告期所有未平仓合约的市场价值。

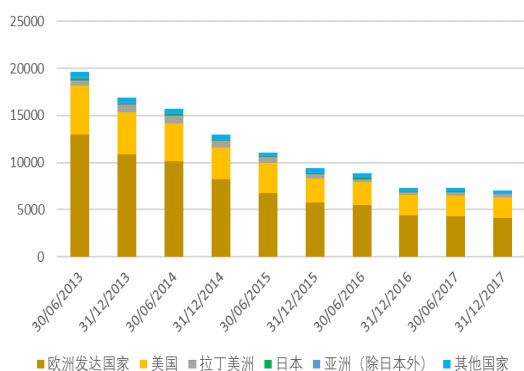
换市场发展更趋于规范化并呈现一些新的特征：一是向简单产品回归，单一名称 CDS 市场份额逐步回升并重新成为主流产品，与次级贷款关联度高、结构复杂的 CDO 等产品几乎销声匿迹；二是去杠杆化进程导致信用违约互换市场交易规模收缩，存量余额逐年下降；三是标准协议版本进一步完善，欧美等发达地区重点加强了对包括 CDS 在内的场外衍生品市场的监管；四是中央清算机制的建立降低了交易对手方风险，同时加强对信用衍生产品交易信息的报告和披露要求，使得市场透明度进一步增加。

（三）CDS 海外市场现状分析

1、市场规模相对稳定，全球交易额主要来自欧美市场

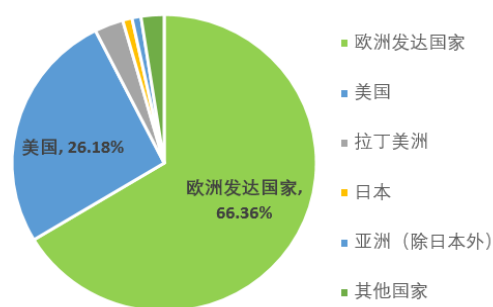
近年来，随着国际监管环境趋严、金融机构投机意愿下降及压缩交易的推行，CDS 存量规模呈现逐年下降。据 BIS 统计数据，全球 CDS 市场截至 2017 年末的存量只有 9.35 万亿美元，规模尚不足 2007 年峰值的六分之一。从 CDS 市场交易情况来看，2017 年末到期 CDS 存量中，境外交易对手方规模为 7.05 万亿美元，占据总量的 75.4%。其中，欧洲发达国家占比 66.36%，美国占比 26.18%，二者合计占比 90%以上；亚洲、拉美等地区的占比整体相对较小。趋势变化上，欧洲和美国的交易对手方虽占比处于绝对高位，但近年来的市场份额略有下降；亚洲份额占比呈现快速上升，但由于基数相对较小，市场影响力整体偏弱，目前存量规模尚不及拉美地区的二分之一。

图 3：CDS 境外交易对手主要地区分布变化



资料来源：BIS、民生银行研究院

图 4：2017 年末 CDS 境外交易对手情况

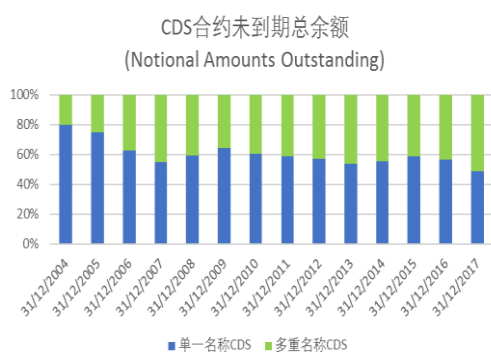


资料来源：BIS、民生银行研究院

2、CDS 品种结构更为均衡，标的资产信用资质较好

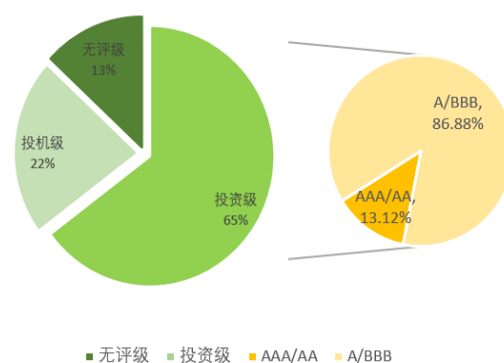
当前全球信用违约互换市场的品种结构较为均衡，截至 2017 年末，单一名称 CDS 和多重名称 CDS 存量余额分别为 4.57 万亿美元和 4.78 万亿美元；多重名称 CDS 未到期存量中，指数类产品余额 4.44 万亿美元，占有 90% 以上比重。拆开来看，仅单一产品 CDS 和指数 CDS 两个类别，合计占比就高达 96.36%，表明金融机构更倾向于通过定价透明、市场流动性好的 CDS 产品来实现信用风险对冲的功能。就趋势变化而言，单一名称 CDS 在信用违约互换产品诞生初期占据主要市场份额，随着信用违约互换市场快速发展，指数类 CDS 交易量迅速攀升并带动多重名称 CDS 占比持续上行。2008 年金融危机后，信用违约互换市场的功能逐步从投机交易向风险管理功能回归，单一产品 CDS 等简单化产品的份额有所回升。近年来各类 CDS 产品占比总体较为平稳。

图 5：各品种 CDS 占比变化趋势



资料来源：BIS、民生银行研究院

图 6：CDS 标的资产评级分布情况



资料来源：BIS、民生银行研究院

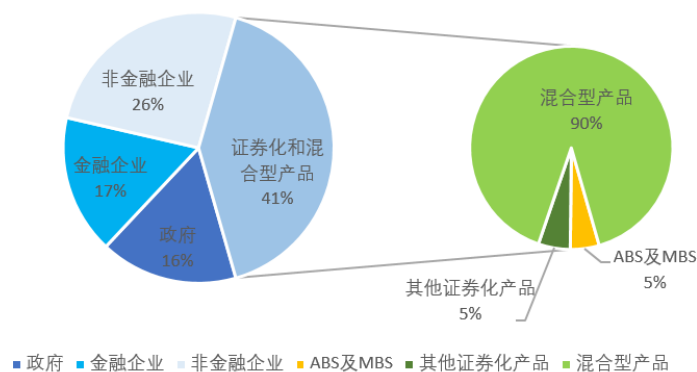
从标的资产的信用资质来看，标的资产为投资级的 CDS 占比达 65%，投机级为 22%，其余为无评级品种。非投资级占比较低，一方面是在金融危机后监管趋严的背景下，CDS 产品更多的是发挥信用风险缓释属性；另一方面，低评级债券风险难以把握，同时流动性弱导致买卖双方交易意难以达成一致。在投资级标的资产中，A/BBB 评级占比高达 87%，而 AAA/AA 占比仅有 10% 左右，主要是由于评级很高的债券自身流动性好，不需要借助 CDS 工具；而投资级中信

用水平相对较弱的债券流动性稍差且信用风险相对可控，是适合用 CDS 进行风险对冲的理想标的。

3、到期期限相对集中，企业为 CDS 合约主要的参考实体

CDS 信用违约互换合约的剩余期限集中在 1-5 年，在 CDS 存量余额中占比高达 71.5%，而剩余期限在 1 年以内及 5 年以上的占比分别为 20.3%和 8.23%。

图 7：CDS 基础资产不同参考实体规模占比



资料来源：BIS、民生银行研究院

CDS 合约对应的基础资产参考实体有政府（Sovereigns）、金融企业、非金融企业、证券化产品以及混合型产品（Securitized Products and Multiple Sectors）。截至 2017 年末，以非金融企业和金融企业为参考实体的 CDS 余额占比分别为 26%和 17%，以政府为参考实体的 CDS 余额占比为 16%。近年来，随着金融工程以及信息技术的发展，以证券化和混合型产品为参考实体的 CDS 余额占比不断提升，占比已由几年前的 20%左右升至当前的 41%。

4.市场参与主体多元化，中央清算机制日益普及

在海外成熟金融市场中，CDS 参与者包括银行、对冲基金、券商、投资公司、企业、政府机构等多元化的主体。不同参与主体基于各自经济利益及监管环境的差异，对 CDS 的操作要求也因时而变。在信用衍生产品市场发展初期，商业银行处于主导地位，占据了绝对多数的市场份额。随着市场的深入发展，对冲基金等机构更多地参与信用衍生品交易，并逐渐成为主要的市场参与者。次贷危机后，随着

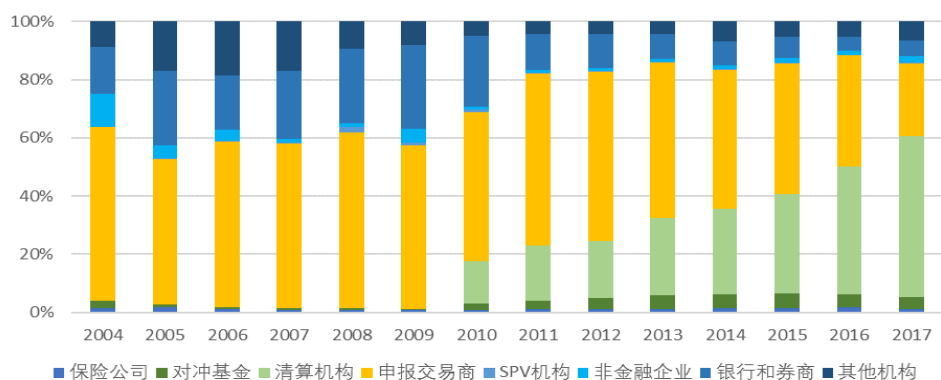
中央清算机制的推进和普及，信用违约互换市场上清算机构（CCP）和申报交易商（reporting dealer）逐渐成为最主要的 CDS 参与机构且占比大幅提升，截至 2017 年末，二者占比分别为 54.9%和 24.8%。

表 2：CDS 主要参与机构及其交易动机

参与 CDS 交易的主要机构	交易方向	交易目的
商业银行	主要买方	转移信贷风险、降低风险资产权重、提高资本充足率、风险管理
企业	主要买方	减少应收账款等债务关系带来的信用风险
保险公司、资产管理公司	主要卖方	风险管理、风险服务、投机
再保险、单一险种保险机构	主要卖方	制造信用多头、提供信用风险保护
投资银行、对冲基金	买方、卖方	投机交易、套利交易
财产险、寿险公司	买方、卖方	风险对冲、投机交易、债券替代品

资料来源：美国货币监理署、国信证券、民生银行研究院

图 8：近年来 CDS 市场参与主体变化情况



资料来源：BIS、民生银行研究院

三、我国信用风险缓释工具的特征

我国信用风险缓释工具作为管理信用风险的信用衍生产品，大致可分为合约式和凭证式两种，有信用风险缓释合约（CRMA）、信用违约互换（CDS）场外交易、信用风险缓释凭证（CRMW）和信用联结票据（CLN）四大类。四类信用风险缓释工具关注的对象有区别，交易结构有差别，但产品的定价原理相似、效果相似。信用风险缓释工具交易需要通过交易商进行，业务参与者应在开展业务前，加入交易商协会成为核心交易商或一级交易商。凭证类信用风险缓释工具（CRMW、CLN）实行创设备案制度，创设机构为符合一定条件的

核心交易商。

（一）信用风险缓释工具的主要类型

信用风险缓释工具分为四大类，其中，信用风险缓释合约（CRMA）和信用违约互换（CDS）场外交易，属于合约类产品；信用风险缓释凭证（CRMW）和信用联结票据（CLN）场内交易，属于凭证类产品，其创设发行需要在交易商协会登记备案。

信用风险缓释合约（CRMA）是指交易双方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由信用保护卖方就约定的标的债务向买方提供信用风险保护的金融合约。**CRMA**适用于现行的银行间金融衍生产品市场运行框架，在交易、清算等方面类似于利率互换等其他场外金融衍生产品，是非标准化的。

信用违约互换（CDS）是指交易双方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由信用保护卖方就约定的一个或多个参考实体向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约。参与者开展信用违约互换交易时应确定参考实体（包括但不限于企业、公司、合伙、主权国家或国际多边机构），并应根据债务种类和债务特征等债务确定方法确定受保护的债务范围。信用违约互换产品交易时确定的信用事件范围至少应包括支付违约、破产。根据参考实体实际信用情况的不同，可纳入债务加速到期、债务潜在加速到期以及债务重组等其他信用事件。我国的**CDS**有别于国际市场的**CDS**，存在一定差异，我国的**CDS**具有更“简单、透明、审慎……”等特点，体现在底层债务范围更小、杠杆要求更严、复杂程度更低等方面。

信用风险缓释凭证（CRMW）是指由标的实体以外的机构创设的，为凭证持有人就标的债务提供信用风险保护的，可交易流通的有价凭证。要求参与者开展信用风险缓释凭证交易，应签署《中国银行

间市场金融衍生产品交易主协议（凭证特别版）》。信用风险缓释凭证实行创设备案制度，创设机构可视需要为信用风险缓释凭证提供保证金等履约保障机制，可买入自身创设的信用风险缓释凭证并予以注销。CRMW 是“集中登记、集中托管、集中清算”的、标准化的、可流通交易的场内有价凭证，“三集中”有利于增强市场透明度、控制杠杆率、防范市场风险。

信用联结票据（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。信用联结票据实行创设备案制度，该业务参与者均可作为投资人认购和转让信用联结票据。CLN 可以看作创设机构发行的内嵌 CDS 的债务工具，即“CDS+债券”，一方面具有债券的基本特征，另一方面在内嵌的 CDS 下，投资人担当了信用保护卖方的角色，创设机构承担了信用保护买方的角色。

表 3：四类信用风险缓释工具特征比较

项目	合约类产品		凭证类产品	
	CRMA	CDS	CRMW	CLN
产品定义	交易双方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由信用保护卖方就约定的标的债务向买方提供信用风险保护的金融合约。	交易双方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由信用保护卖方就约定的一个或多个参考实体向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约。	由标的实体以外的机构创设的，为凭证持有人就标的债务提供信用风险保护的，可交易流通的有价凭证。	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。
创设规模	无明确限制	无明确限制	不得超过该标的债务总余额的 500%	无明确限制
创设主体	信用保护卖方	信用保护卖方	信用保护卖方	信用保护买方
标的债务	债券、贷款或其他类似债务	金融企业债务、非金融企业债务融资工具	债券、贷款或其他类似债务	金融企业债务、非金融企业债务融资工具
交易关系	一对一	一对多	一对多	一对多
现金担保	无	无	无	有

项目	合约类产品		凭证类产品	
	CRMA	CDS	CRMW	CLN
债项类别	单一债项	同一主体多项债	单一债项	同一主体多项债
交易场所	场外		场内	
创设备案	无需协会备案和资格准入		需要交易商协会登记备案	
创设机构	无明确要求		具备一定条件的核心交易商：净资产 40 亿以上	

资料来源：Wind、民生银行研究院整理

（二）信用风险缓释工具的相关参与主体

1、业务的参与者为核心交易商或一般交易商

信用风险缓释工具业务参与者应在开展业务前，加入交易商协会成为会员，信用风险缓释工具的交易需要通过交易商进行。交易商协会 2010 年 13 号文《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》明确提出成为交易商需要满足的条件，并提出核心交易商的概念。在交易规则设计方面，核心交易商可与所有参与者进行信用风险缓释工具交易；其他交易商可与所有交易商进行出于自身需求的信用风险缓释工具交易；非交易商只能与核心交易商进行以套期保值为目的的信用风险缓释工具交易。

表 4：《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》关于交易商、核心交易商的条件

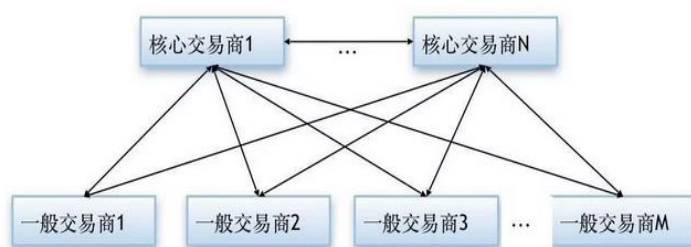
项目	交易商	核心交易商
注册资本或净资本	不少于 8 亿元	不少于 40 亿元
做市商资格	否	是
业务人员	配备 3 名以上（含 3 名）具有一定从业经验和相应业务资格的业务人员	从事金融衍生产品交易 2 年以上（含 2 年），有独立的金融衍生产品交易部门，并配备 5 名以上（含 5 名）具有一定从业经验和相应业务资格的业务人员
风险管理	建立完备的内部控制制度、风险管理制度和衍生产品交易内部操作规程	有独立的风险管理部门和较强的风险管理能力，并配备 5 名以上（含 5 名）风险管理人员
审议程序	参与者将相关材料提交交易商协会秘书处备案后即可	交易商将相关材料提交交易商协会秘书处，经交易商协会金融衍生品专业委员会（简称专业委员会）审议通过，并报送人民银行备案后，可成为核心交易商

资料来源：中国银行间交易商协会、民生银行研究院整理

2016 年，交易商协会发布 25 号文《银行间市场信用风险缓释工

具试点业务规则》对交易商进行了调整，将参与者调整为向交易商协会备案的核心交易商或一般交易商。核心交易商包括金融机构、合格信用增进机构等。一般交易商包括非法人产品和其他非金融机构等。境外机构开展信用风险缓释工具交易的相关要求，根据主管部门有关规定另行发布。此外，还调整了交易规则，核心交易商可与所有参与者进行信用风险缓释工具交易，一般交易商只能与核心交易商进行信用风险缓释工具交易。

图 9：核心交易商与一般交易商交易关系图



资料来源：中国银行间交易商协会、民生银行研究院整理

2、交易商主要为银行、券商和中债增进

根据交易商协会披露最新数据显示，截止 2018 年 5 月，信用风险缓释工具核心交易商为 39 家，其中有 27 家银行，11 家证券公司和 1 家信用增进机构；一般交易商为 7 家，其中出现 2 家基金公司和 1 家非金融机构。

表 5：截止 2018 年 5 月核心交易商、一般交易商名单

核心交易商（39 家）		
国家开发银行	国泰君安证券	海通证券
工商银行	光大证券	招商证券
农业银行	渤海证券	广发银行
中国银行	中债信用增进	法国巴黎银行（中国）
建设银行	中信银行	渣打银行（中国）
交通银行	招商银行	广发证券
民生银行	平安银行	申万宏源证券
兴业银行	浦发银行	东北证券
浙商银行	渤海银行	光大银行
上海银行	南京银行	德意志银行（中国）
中信证券	杭州银行	富邦华一银行

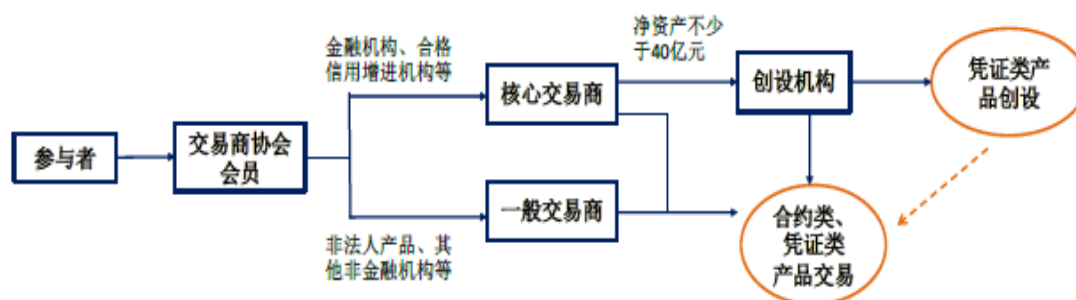
一般交易商（7家）		
浙商基金	宁波银行	华福证券
中国银行	兴银基金	中银国际证券
晋商信用增进		

资料来源：交易商协会、民生银行研究院整理

3、凭证类产品的创设机构为具备一定条件的核心交易商

凭证类信用风险缓释工具（CRMW、CLN）实行创设备案制度，因而需要创设机构向交易商协会处提交创设备案文件，这区别于合约类信用风险缓释工具（CRMA、CDS）由交易双方达成协议的机制。在交易商协会发布的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》和《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》对创设机构做出了明确规定：具备一定条件的核心交易商经专业委员会备案认可，可成为凭证类信用风险缓释工具创设机构，专业委员会可根据市场需求建立创设机构的市场化评价机制。

图 10：信用风险缓释工具创设、交易流程



资料来源：交易商协会、民生银行研究院整理

（三）不同类别信用风险缓释工具的特点

1、CRMA 和 CRMW 以债项进行分类保护

CRMA 和 CRMW 两种工具均是盯住具体债务来确定信用保护的触发条件，只有在合约标的债务出现违约的情况下，信用保护买方才可获得信用保护，且可交付债务仅为标的债务。盯住单一债项的优点在于合约条款清晰明了，合约价值与信用保护金额的计算比较简单。但盯住单一债项的不足之处在于：（1）盯住单一债项割裂了同一主体信用利差期限结构的完整性，可能导致同一主体不同债项的利差差别

过大，价格发现功能受限；(2) 单一债项的存量和交易量均有限，限制了风险缓释工具规模的扩大和流动性的提高；(3) 在缺乏交叉违约、债券加速到期等条款情况下，合同条款不完善导致同一主体其他债务违约不会直接引起标的债务违约，标的债务的持有人只能承受持有的债务到期违约并遭受损失，不能提前获得信用保护。

2、CDS 和 CLN 关注的是参考实体的信用风险

CDS 和 CLN 盯住参考实体的信用风险，产品估值和信用保护金额计算相对复杂，但盯住参考实体使得符合条件的同一主体不同债务均可受到保护，针对同一主体的缓释工具可以标准化，有利提高市场流动性，吸引更多主体参与到缓释工具的交易。

3、CRM 与国外 CDS 产品效果相似，但差异明显

我国 CRM 从诞生起就不可避免的与国外 CDS 联系在一起，而事实上 CRM 和国外 CDS 在本质上存在较大差异，但从信用风险缓释角度，发挥了较为相似的作用，因此从产品效果上看，CRM 可以称作中国版 CDS。我国的 CRM 与国外 CDS 存在明显差异，主要表现在以下几个方面：

第一，相比国外的 CDS，CRM 的产品序列及交易结构相对简单。国外 CDS 交易一般通过指定参考实体、债务类型和债务特征，把各种债务都纳入到信用保护的范围内，对信用保护的债务类型也没有限制，因此产生了较为丰富的产品序列和结构非常复杂的衍生产品。CRM 中有两类产品明确了信用保护仅仅针对特定的具体债务，且标的债务类型限制在债券、贷款或其他类似债务后，使每笔交易合约都与具体债务对应，在交易结构上比国外 CDS 更加简单明晰，体现了标的债务的“穿透性”原则。

第二，为规避 CDS 的潜在风险隐患，CRM 通过对交易商分层来合理配置风险。CDS 方面，国外 CDS 市场对参与者没有准入要求，也没有依据参与者的风险管理和承担能力进行分层运行，容易埋下系统性风险隐患。CRM 通过区分核心交易商、一般交易商和非交易商

的方式对市场进行分层管理，确保信用风险向具备相应风险管理和承担能力的机构进行转移。

第三，CRM 市场的透明度更高。国际 CDS 市场由于缺乏统一的信息披露要求，市场的透明度较低，不论是参与者还是监管机构均较难及时、准确有效地全面掌握市场的交易情况。CRM 的标的范围相对明确、符合“穿透性”原则，同时 CRM 市场由交易商协会进行“交易集中报备”和“定期披露信息”，上述措施较好的保证了 CRM 的透明度。

第四，CRM 对杠杆的限制更为严格。我国 CRM 市场从市场主体、规模等几个方面建立了风险控制指标，严格限制杠杆，从任一交易商针对单一标的债务的净买入余额、净卖出余额等方面进行限制，这有助于增强对系统性风险的有效防范，避免信用衍生品复杂化和投机性带来负面冲击。

（四）信用风险缓释工具的交易结构

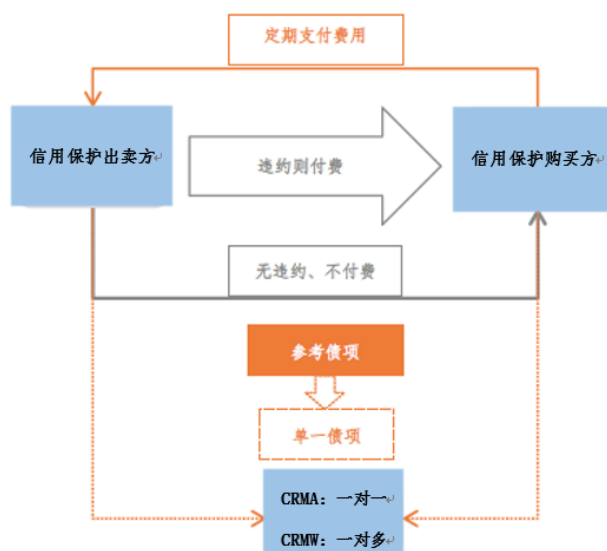
1、CRMW 与 CRMA 交易结构相似，存在细小差别

目前，在我国市场上，信用风险缓释合约（CRMA）为场外工具，它限定了合约标的债务和交易双方，由信用卖方就约定的标的债务向买方提供信用风险保护，而买方按照约定的标准和方式向卖方支付信用保护费用，有一次性付费和分期付款两种付费方式。一旦出现违约则由卖方向买方提供信用风险保护交易，买卖双方自行完成勾兑签约。交易条款可以根据交易双方的需求进行修订，交割方式也可约定实物交割或现金交割，由交易商协会接受交易的集中报备。

信用风险缓释凭证（CRMW）则是将 CRMA 简化成标准化产品，由标的以外的第三方创设，可在二级市场流通转让，便于市场化交易。CRMW 有创设登记、发行销售、交易结算、注销等一系列流程规范管理制度。CRMA 与 CRMW 的交易结构相似，主要区别主要在于 CRMA 是场外交易，每份合约的具体条款都是由签署合约的双方通

过约定达成，交易关系为一对一；CRMW 则是标准化的合约，可以在二级市场上自由的流通转让，没有具体的合约双方，交易关系为一对多。

图 11：CRM 交易结构



资料来源：交易商协会、民生银行研究院整理

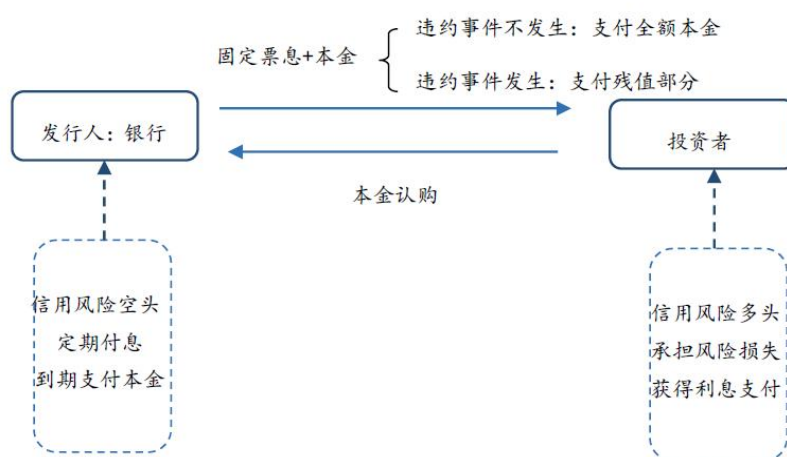
2、CLN 与 CDS 交易结构存在区别，但效果相同

信用联结票据的发行人是信用保护的买方、信用风险的空头，通过发行信用联结票据分散信用风险，得到信用保护；票据购买人（投资者）是信用保护的卖方、信用风险的多头，通过购买信用联结票据获得较高利息的同时承担风险。投资者购买 CLN，在未发生信用事件时取得本金的利息和信用违约互换保费的双重收益，在发生信用事件时用认购的本金向发行主体进行担保赔付。投资者购买信用联结票据的主要目的是获取比市场同等产品更好的收益，特别是低息的时候，其具有相当的吸引力。而发行人的目的是通过信用联接票据能有效降低自身信用风险。

CLN 与 CDS 在交易结构上主要存在三个方面的区别：一是 CDS 是双边合约，是单一信用买方与卖方的一对一合约，而 CLN 是一对多的合约，发行人可以将同一参考标的主体的信用联结票据发行给多个投资者；二是 CDS 合约转让属于场外交易，存续期限由双方约定，

而 CLN 合约属于凭证式合约，可以在二级市场上直接交易流通；三是 CDS 以卖方的信用担保，无现金担保，而 CLN 合约开始时，投资者须以发行金额购买，发行人支付利息作为保费，如果信用事件未发生，发行人偿还本金，形式上类似发行人向投资者发行付息债券；若信用事件发生，发行人仅支付发行金额清算回收比例，即支付回收部分，相当于投资人对发行人进行赔付。现金流方向与 CDS 相反，是固定收益证券与信用衍生品所结合的一种结构化票据。

图 12：CLN 交易结构



资料来源：交易商协会、民生银行研究院整理

（五）信用风险缓释工具主要的定价方法

我国信用风险缓释工具可参考使用的定价模型较多，估值方法主要参考发达国家信用衍生品（主要是国外 CDS）的定价模型。总体来看，信用防风险缓释工具的定价原理可以分成两类，风险中性定价原理和损失模型定价原理。具体的定价方法有等成本参考法、基于信用利差的方法、信用套利模型、DCF 现金流折现模型及基于评级的违约率方法等。

我国信用风险缓释工具的定价依旧是难点。理论上讲，参照其他金融衍生产品，对于不含期权的信用衍生产品，定价的基本原理是未来的现金流进行折现，NPV 即为价格。参照国际 CDS 市场，准确计量违约概率和违约后的债务回收率是定价的关键考量因素，并可以使

用风险中性定价原理和损失模型定价原理可以进行估值。然而，我国的信用债券和信用衍生产品市场起步较晚，与信用风险相关的基础数据累积时间也不长，信息涵盖面也较窄，国际估值方法的应用受到较大限制。

从市场报价来看，大多数市场成员都是依托现有的信用债收益率曲线，采取简化的信用利差法和二叉树法进行定价。例如，以与标的债务同信用级别的收益率曲线与金融债或国债收益率曲线之间的利差为基础，在对流动性溢价进行相应调整后，用无风险利率贴现进行定价。从 2010 年四季度至今，信用风险缓释凭证产品发布频度很低，较低的交易及产品频度也为定价带来了难度。

四、我国信用风险缓释工具存在的问题与发展方向

（一）信用风险缓释工具存在的问题

1、市场参与主体单一，风险偏好型投资者较少

目前我国信用风险缓释工具市场参与主体结构失衡，主要是大型银行和券商，诸多潜在投资者仍被排斥在信用类债券市场之外。信用风险缓释工具产品的供应方不够多元，证券公司、证券期货机构和证券投资基金管理公司、保险机构参与该项业务受限较多，导致业务量和信用风险过于集中。很显然，信用风险缓释工具能够降低单个银行信用风险的过度集中，但市场参与主体单一的结构缺陷，参与主体的风险偏好趋同，决定了信用风险仍然保留在银行体系内部转移，信用风险缓释工具并没有发挥分散、转移银行体系信用风险的功能。

2、标的设计不够完善，实际对冲能力不及预期

一是合约类产品交易属性弱。信用风险缓释工具除了出现信用事件获得赔付取得收益外，还可以因信用风险缓释工具的价格变动而取得收益，国际上很多策略的收益便取决于信用风险缓释工具价格的变动，收益的兑现需要信用风险缓释工具有很高的交易属性。但是，CRMA 和 CDS 是合约类产品，属于场外产品，交易属性弱，头寸平

仓只能选择反向再做一笔交易，而不能直接进行转让。二是凭证类产品创设意愿低。CRMW 和 CLN 可以交易，但是 CLN 的创设机构是信用保护的买方。风险低的债券创设机构不愿意创设，风险高的债券创设机构创设之后面临着投资人积极性不高的问题，故创设机构创设 CLN 的意愿不强。CRMW 虽然可以由信用保护的卖方创设，但 CRMW 的参考债务为单一债券，在没有交叉违约条款的前提下，信用保护功能弱于 CLN，吸引力不如 CLN。三是信用保护卖方稀缺。目前市场上主要的机构和策略都是针对信用保护的买方，有意愿和能力参与信用保护卖方的机构不多，导致买卖力量不均衡，交易难于达成。

3、法规制度建设滞后，市场外部环境不完善

一是法律制度方面。我国尚未出台信用风险缓释工具专门法律法规，信用风险缓释合约及凭证在法律规范上处于空白。现有针对信用风险缓释工具的也只是中国银行间市场交易商协会颁布的有关规则与指引作为初步试用。法律法规的缺乏导致在处理相关问题时无权威的参考依据。二是会计准则方面。信用风险缓释工具会计处理和信息披露相对缺乏统一明确的处理方法，同时市场参与者的信用风险缓释效果无法体现在财务报告上，不能有效规范会计确认、计量和报告行为。三是税收制度方面。我国还没有对金融衍生产品进行分类征税规定，而通常情况下信用衍生品的交易额都比较大，某种程度上抑制了信用风险缓释工具市场交易的积极性。

4、做市商机制不完善，市场流动性不足

信用风险缓释工具市场参与主体由于有各自的交易目的、交易方向，通过市场分散功能，能够有效实现信用风险缓释工具市场供应、需求的自我平衡，无疑做市商为市场流动性提供了一个重要通道。但现实情况是：一方面，由于市场参与主体同质化、缺乏风险对冲机制等原因，信用类债券换手率与一般债券平均水平不相上下。另一方面，目前只有为数不多的交易商参与报价，市场交易活跃程度比较低，二

级市场流动性明显不足，导致市场交易量整体有限。

5、基础数据积累不足，定价机制不完善

信用风险缓释工具的定价理论基础与违约概率、违约损失率、标的资产的风险敞口、期限结构等相关，但现实情况由于基础信息数据积累不足，信用衍生品市场较小，地方政府干预、市场规则易变，违约事件的预期难以形成等原因，导致运用国外成熟模型对产品进行估值与定价受到限制。目前，多数市场交易主体采用与标的债券同信用级别的收益率曲线与金融债或国债收益率曲线之间利差为基础，对流动性溢价进行相应调整，用无风险利率贴现进行定价，但如何剔除信用债与金融债或国债收益率曲线利差间的信用风险溢价、流动性溢价等不相关因素，也是一个重要难题。

6、信用评级基础薄弱，缺少权威信用评级机构

独立客观的信用评级报告是信用风险缓释工具信息披露的重要环节，信用衍生产品定价有赖于标的物信用评级的数据支持。目前，我国信用评级行业分散，信用评级体系仍然相对滞后，加大了信用产品的定价难度：一方面，我国信用评级机构开展业务时间较短，对金融企业主体信用和信用风险缓释工具较少涉足，缺乏历史数据的积累，评级模型和标准的客观性和一致性较低，评级可信度较弱。另一方面，信用评级机构的体制和组织形式不符合中立要求，大多数资信评级机构不是独立法人，行政干预、地方保护等现象普遍存在，评级结果的独立性、公信力存在较大质疑。市场上整体评级虚高，导致企业信用风险区分度不足。

（二）信用风险缓释工具市场的发展方向

1、加强法规制度建设，完善市场外部环境

在《巴塞尔协议III》框架指引下，应对信用风险缓释监管资本计量的操作细则作相应明确，从而合理发挥信用风险缓释功能，调动金融机构参与信用风险缓释工具业务的积极性，使市场参与者通过信用

风险缓释工具的信用风险缓释效果在财务状况和经营成果上得到合理反映。要全面梳理国内外两个主协议与国内现行法律的冲突，形成相应的法律解释和制度安排，夯实信用风险缓释工具业务的法律基础。

2、积极培育和引导投资者，逐步实现投资主体多元化

一是降低投资者准入门槛。监管机构要逐步取消投资者准入限制，扩大投资者投资决策权，自主选择投资品种，鼓励和引导保险公司、证券投资基金、投资银行等不同风险偏好的投资机构进入市场，实现信用风险缓释工具市场参与主体的多元化。二是出台相关扶持优惠政策。鼓励诸如证券投资基金信托等中小型机构者参与信用风险缓释工具市场，实现信用风险的有效分散和优化配置，激活交易流通功能，从而提高信用风险缓释工具定价准确性。

3、注重培育做市商机制，增强市场流动性

在现有做市商基础上，通过降低准入门槛、优胜劣汰等机制，加快选择一批具有较强信用风险管理能力、较丰富债券市场经验的银行、证券机构，成为信用风险缓释工具市场的做市商，提供有效的双边报价，从而增强信用风险缓释工具的市场流动性和价格发现功能。在清算结算方面，可以设立中央对手方，买卖双方通过与中央对手方交易，计算 CDS 头寸净额。结算方式可采用现金结算、实物结算和拍卖结算。实物结算中，同一参照主体评级优于参照资产的同类资产均为可交割债务，以便利结算的进行，提升市场流动性。

4、推进信用评级体系建设，完善信用环境

一方面，要加快推进信用评级体系建设步伐，有效监管信用评级机构提高信息披露的质量，并引入淘汰和双评级机制，公正客观地评估发行主体的信用等级和财务状况，便利市场参与主体准确判断。另一方面，规范信用风险的量化分析方法和手段，通过签署信用支持协议、追加担保等措施，有效控制交易对手信用风险额度。

5、完善基础数据库，强化交易信息披露

一方面，可着手建立统一的信用风险缓释工具基础数据信库。健

全历史违约概率数据，为成熟定价模型的运用提供基础条件。另一方面，建立综合统计制度，完善交易数据的信息披露。将清算结算的交易数量、风险敞口等信息定期集中处理后，在财务报告中反映，便于监管机构和参与主体及时准确判断风险状况。

6、逐步打破刚性兑付，为信用风险缓释工具的发展创造空间

长期以来，我国债券市场存在较强“刚性兑付”，产生出债券市场的低风险与高收益的奇特搭配，严重干扰了债券市场的市场化运作，“刚性兑付”一定程度上阻碍了信用风险缓释工具的发展。通过发展信用风险管理工具能够利用市场机制解决债务信用问题，既打破了债市“刚性兑付”这一反市场的状态，也从长远促进我国债券市场走向真正的市场化，迈向健康、良性的发展道路。

五、信用风险缓释工具对民营企业债券融资的影响

（一）民营企业债券融资支持工具的创设背景

民营企业债券违约频发，急需有效应对方案。2018 年上半年债券市场违约频发于民营企业，导致市场对民营企业产生了一定的恐慌情绪，对民企风险偏好进一步降低。由于我国投资者结构单一，民企违约导致市场出现了“羊群效应”，加剧了民营企业融资的难度和流动性问题，中低评级民营企业发债尤其困难。央行等监管部门虽然已采取了定向降准等系列缓解措施，部分缓解了市场恐慌情绪，但今年以来民企债券净融资额依然呈现大幅净流出的状态，市场急需有效的应对方案，提振市场主体的信心。

国常会决定设立民营企业债券融资支持工具。2018 年 10 月 22 日召开的国务院常务会议指出，针对当前民营企业融资难，运用市场化方式支持民营企业债券融资，由人民银行依法向专业机构提供初始资金支持，委托其按照市场化运作、防范风险原则，为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发债提供增信支持。紧接着央行发布公告《设立民营企业债券融资支持工具，毫不动摇支持民营经济发展》

表示，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。信用风险缓释工具再次受到市场的关注。

（二）CRM 对民企债券融资的作用

以设立民营企业债券融资支持工具为突破口，向市场清晰传递国家支持民营企业发展和融资的政策信号。债券市场具有公开、透明、传导效力高的特征，定价市场化，它对其他金融市场预期的引导能力也比较强，因而是矫正市场“羊群效应”和一些非理性行为的一个较好的突破口。此次监管当局提出的针对民营企业融资的系列决定，以支持民营企业发债作为突破口，进一步向市场清晰传递了国家支持民营企业发展和融资的政策信号，有助于纠正部分机构对待民营企业融资的理解和操作误区，增强对民营企业债券投资信心，改善货币政策在金融市场传导中的效果，阻断民营企业股、债、贷信用收缩相互传染，带动金融体系对民营企业融资的整体修复。

央行运用再贷款提供部分初始资金，通过杠杆形成规模资金，支持民企债券融资。按央行测算，初期通过再贷款的形式可以提供给中债增信的资金规模预计为 100 亿，如果按照 1:8 的杠杆比例，可以形 800 亿债券发行规模。此外，考虑到中债增信与其他市场机构，包括债券主承销商、地方商业银行、地方增信公司、保险公司等组合产品发行的情况下，按照同等比例提供资金，合计可以形成大致 1600 亿的规模去支持民企债券融资。但是对于杠杆倍数和具体合计提供的初始资金规模还有待具体细节和后续操作的落地。目前，我国民企产业债（剔除金融和地产）存量约 1.5 万亿，1600 亿规模的支持工具占比约 11%，央行表示会继续观察和评估这个规模对于目前民营企业融资氛围的改善效果，以决定是否进一步扩大规模。

（三）对于发展民营企业债券融资支持工具的建议

对信用风险缓释工具要有清晰的定位，它只是支持民营企业融资

的一个手段，解决民企融资问题需要发挥政策合力，改善民营企业融资环境。信用风险缓释工具分散了信用风险，增强了投资者的信心，有助于提高民营企业债券发行的成功率，有助于缓解民营企业融资难和融资贵的问题，但是民营企业中通过发债进行融资的本就在少数，债券融资金额更大幅度低于国企，民企中真正使用信用风险缓释工具的更是很少，信用风险缓释工具只是支持民营企业融资的一个手段，无法从根本上解决当前市场信用结构性收缩和风险偏好过低的问题。解决“融资难、融资贵”的问题，货币政策需要进一步宽松，保持流动性的宽裕，财政政策则需要在减税降费上表现地更加积极，需要充分发挥货币、财政政策“几家抬”的合力，改善民营企业融资环境。

按照市场化的方式运作信用风险缓释工具，包括市场化的发行、市场化的风险管理等。一是市场化激励与担保机制。参与工具的各方建立有效的激励约束安排和风险共担机制。二是要发挥债券市场的主承销作用。主承销商以商业银行为主，也包括地方信用增信机构。除中债增进之外，这些机构也可以按照商业原则组成信用风险缓释产品的联合发行。此外，与地方政府合作，发挥地方政府对企业的监督作用。三是实施机构在选择企业方面是完全市场化的。在企业有意愿的基础上，由专业机构评估是否给企业发行信用风险缓释工具，不确定企业名单，完全由实施机构自主决定的。四是信用风险缓释工具的价格形成应是完全市场化的。产品的发行要通过公开路演、簿记建档等市场化过程确定它的发行价格。五是实施机构将基于大数定律，与保险公司类似，对债权发行人的违约概率进行严格精算，再结合信用风险缓释工具可能的定价区间，通过风险收益模型来测算损益情况，从而判断是否对企业发债提供支持。

标的债务应逐步从高等级品种向低等级品种发展，关注信用风险缓释工具对民企的实际救助效果。为了平稳推进风险缓释工具，我国是从高等级品种债券开始逐步推出。从目前推行的交易标的来看，虽然逐步开始从央企和国企向民企过渡，但仍然多集中在中高等级发行

人的债务中，但市场上真正需要对冲信用风险的是有违约预期或者存在一些信用瑕疵的低等级债券品种，投资者对这类债务风险对冲的诉求也最高，如果为这些主体发行的债券配套提供信用保护，会更加有利于信用风险缓释工具真正起到对冲信用风险的功能。此外，市场对于流动性暂时遇到困难的龙头民企缺乏清晰的定义，对救助力度的预期存在较大不确定性，对后续债券市场出清节奏也尚未有统一看法，对风险定价的形成、以及产品发行的节奏和力度没有比较全面的把握，因而需要持续关注信用风险缓释工具对民企的实际救助效果。

附件 1

银行间市场信用风险缓释工具创设情况一览（截至 2018.11.9）

附表 1：银行间市场信用风险缓释凭证（CRMW）创设情况一览（创设费率单位：%）

证券代码	证券简称	债券简称	凭证起始日	凭证到期日	创设费率
021001002.IB	10 中债增 CRMW002	10 联通 CP02	2010-11-24	2011-09-20	0.87
021001001.IB	10 中债增 CRMW001	10 联通 MTN1	2010-11-24	2013-09-20	0.30
021002001.IB	10 交通银行 CRMW001	10TCL 集 CP01	2010-11-24	2011-08-18	0.35
021003001.IB	10 民生银行 CRMW001	10 云铜 CP01	2010-11-23	2011-10-20	0.23
021004001.IB	10 汇丰中国 CRMW001	10 中油股 MTN3	2010-12-27	2011-12-27	0.30
021005001.IB	10 浦发银行 CRMW001	10 郑煤 CP01	2010-12-30	2011-11-29	0.51
021006001.IB	10 兴业银行 CRMW001	10 攀钢集 CP02	2010-12-31	2011-10-13	0.30
021001003.IB	10 中债增 CRMW003	09 清控 MTN1	2010-12-31	2012-08-27	0.46
021101001.IB	11 中债增 CRMW001	10 赣粤 CP03	2011-03-23	2011-11-19	0.30
021607001.IB	16 中信建投 CRMW001	16 农盈 1 优先	2016-08-31	2021-07-26	0.30
021800001.IB	18 中债增 CRMW001	18 太钢 MTN001	2018-09-20	2019-09-20	0.40
021800003.IB	18 中债增 CRMW002	18 荣盛 SCP005	2018-10-15	2019-07-12	1.00
021800004.IB	18 中债增 CRMW003	18 红狮 SCP006'	2018-10-16	2019-07-13	0.40
021800006.IB	18 杭州银行 CRMW001	18 红狮 SCP006	2018-10-16	2019-07-13	0.41
021800007.IB	18 中债增与浙商银行联合 CRMW001	18 德力西 SCP001	2018-11-05	2019-08-02	1.01
021800008.IB	18 江苏银行 CRMW001	18 红豆 SCP004	2018-11-07	2019-08-04	1.30
021800009.IB	18 工商银行 CRMW001	18 珠江投管 SCP003	2018-11-09	2019-08-06	1.50
021800010.IB	18 工商银行 CRMW002	18 盈峰 CP001	2018-11-12	2019-11-12	0.50
021800011.IB	18 中债增 CRMW004	18 奥克斯 CP002	2018-11-09	2019-11-09	0.50
021800012.IB	18 中债增与杭州银行联合 CRMW001	18 恒逸 SCP007	2018-11-09	2019-08-06	1.82
021800013.IB	18 中债增与工商银行联合 CRMW001	18 正泰 SCP001	2018-11-09	2019-05-08	0.50
021800014.IB	18 中债增与中国银行联合 CRMW001	18 亨通 SCP012	2018-11-09	2019-08-06	1.35
021800015.IB	18 中国银行 CRMW001	18 荣盛 SCP006	2018-11-09	2019-08-06	0.85

资料来源：Wind、民生银行研究院整理

附表 2：银行间市场信用联结票据（CLN）创设情况一览

证券简称	债券简称	凭证起始日	凭证期限	主体评级
18 宁波银行 CLN001	18 晋路桥 SCP001	2018-07-20	87	AA+
18 中债增 CLN001	16 晋焦煤 MTN001	2018-06-27	365	AAA

资料来源：Wind、民生银行研究院整理 注：2016 年非公开发行两只 CLN，已安全到期，表中未做列示

附件 2

“18 荣盛 SCP005” 信用风险缓释凭证部分要素

一、基本情况

中债信用增进投资股份有限公司 18 荣盛 SCP005 信用风险缓释凭证已经在中国银行间市场交易商协会创设备案。本期凭证创设金额面值共计人民币 5 亿元,期限为 270 天,到期日为 2019 年 7 月 12 日。

二、相关要素

创设机构	中债信用增进投资股份有限公司
凭证全称	中债信用增进投资股份有限公司 18 荣盛 SCP005 信用风险缓释凭证
投资者范围	拟认购浙江荣盛控股集团有限公司 2018 年度第五期超短期融资券的银行间债券市场投资人,并已签署《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议(凭证特别版)》。其中,未在交易商协会备案为信用风险缓释工具核心交易商或一般交易商的,需在交易达成后 30 个自然日内备案成为一般交易商。
名义本金	不超过人民币 50,000 万元
簿记建档日	2018 年 10 月 11 日
缴款日	2018 年 10 月 16 日,具体以本期凭证《配售确认及缴款通知书》日期为准
凭证登记日	2018 年 10 月 17 日
上市流通日	2018 年 10 月 18 日
参考实体	浙江荣盛控股集团有限公司
标的债务	浙江荣盛控股集团有限公司 2018 年度第五期超短期融资券(18 荣盛 SCP005)
起始日 /保护起始日	2018 年 10 月 15 日
约定到期日 /保护到期日	2019 年 7 月 12 日
约定到期日适用	不适用
信用保护买方	本期凭证持有机构/投资人
信用保护卖方	中债信用增进投资股份有限公司
凭证创设价格	根据信用风险缓释凭证簿记建档结果确定
簿记建档费率区间 (年化)	100BP-200BP
付费方式	前端一次性支付
持有份额登记日	按照凭证登记机构的相关规定办理。在持有份额登记日当日收市后登记在册的本期凭证持有机构,均需遵守本期凭证所约定的各项权利义务
信用事件	指参考实体发生如下事件中的一种或多种: 1、破产; 2、标的债务发生支付违约,宽限期为 3 个营业日,起点金额为人民币 100 万元。

债务加速到期	不适用
债务潜在加速到期	不适用
债务重组	不适用
信用事件确定	创设机构在交易商协会指定的信息披露平台发布信用事件确定公告,即表示信用事件确定
结算方式	实物结算
实物结算日 /实物交割日	结算条件满足后的10个营业日内,由凭证持有人在实物交割通知单中指定的某一个营业日
凭证托管机构	上海清算所

资料来源:上海清算所、民生银行研究院整理

三、定价原则与方式

簿记建档申购时间内足额或超募的,申购时间截止后,簿记管理人将全部合规申购单按保费率由高到低逐一排列,取募满簿记建档总额对应的费率作为最终创设费率。如出现全部合规申购额小于簿记建档总额的情况,可缩减创设发行金额。

四、凭证的流通交易

在完成本期凭证初始登记手续后的下一个营业日,中债信用增进公司将发布《中债信用增进投资股份有限公司 18 荣盛 SCP005 信用风险缓释凭证创设情况公告》,并通过交易商协会网站及上海清算所网站公告,自该公告日起本期凭证可在银行间市场交易流通。未足额创设的剩余创设登记额度将予以注销。

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息,所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况,相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有,任何对报告内容进行的复制、转载,均需注明来源,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用,所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议,欢迎发送邮件至: songjiangli@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

