



大公国际：信用违约事件的增加推动我国信用衍生产品市场发展 市场流动性不足、配套制度不完善等问题尚需进一步解决

金融部 分析师 董秋含 | 010-67413452 | dongqiuhan@dagongcredit.com 2022年12月5日
分析师 崔 炜 | 010-67413314 | cuiwei@dagongcredit.com

我国债券市场违约风险持续暴露，信用衍生产品潜在需求较大；同时随着银行间信用风险缓释工具、交易所信用保护工具等产品相继推出，信用衍生产品种类逐渐丰富。

信用衍生产品的诞生源于市场对于信用风险管理的需求。20世纪80年代，拉美主权债务危机、亚洲金融危机、美国次贷危机等信用危机相继发生，推动了信用衍生产品的产生与发展。截至2007年末，全球信用违约互换合约（Credit Default Swap 以下简称“CDS”）市场规模达到62.2万亿美元¹的峰值。从国内看，债券市场刚兑打破，债券违约规模持续上升，违约风险的暴露客观上为我国信用衍生产品发展创造了较大的潜在需求。

我国信用衍生产品市场起步较晚。2010年10月，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）公布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，首次推出包括信用风险缓释合约（以下简称“CRMA”）、信用风险缓释凭证（以下简称“CRMW”）及其他用于管理信用风险的简单的基础性信用衍生产品的信用风险缓释工具（以下简称“CRM”），填补了国内信用衍生产品市场的空白。2016年9月，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》，推出CDS和信用联结票据（以下简称“CLN”）两类新的信用风险缓释工具。2019年1月，上海证券交易所和深圳证券交易所（以下简称“沪深交易所”）分别发布《信用保护工具业务管理试点办法》，明确交易所信用保护工具包括信用保护合约和信用保护凭证两大类，信用衍生产品种类逐渐丰富。2021年4月，交易商协会发布《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》，正式推出CDS指数。这一指数有助于提升风险对冲效率，降低卖出信用保护的风险，提高市场的流动性。

国内信用衍生产品主要分为合约类和凭证类两种，但在沪深交易所和银行间市场名称有所不同。沪深交易所将信用衍生产品称为信用保护工具，包括信用保护合约和信用保护凭证；银行间市场将信用衍生产品称为CRM，包括CRMA、CRMW、CDS和CLN，其中CRMW和CLN属于凭证类产品。

¹ 数据来源：International Swaps and Derivatives Association

表 1 信用衍生产品基本情况

产品名称	产品类型	参考标的	信用保护对象
信用保护合约	合约类	一个或多个参考实体或其符合特定债务种类和债务特征的一个或多个、一类或多类债务	投资方
信用保护凭证	凭证类	一个或多个参考实体或其符合特定债务种类和债务特征的一个或多个、一类或多类债务	投资方
CRMA	合约类	单一债务	投资方
CRMW	凭证类	单一债务	投资方
CDS	合约类	一个或多个参考实体	投资方
CLN	凭证类	一个或多个参考实体	创设方

数据来源：交易商协会、沪深交易所、大公国际整理

目前我国常见信用衍生产品主要针对信用违约设计，与传统债务担保增信相比，信用衍生产品由市场定价，直接面向投资者，且交易较为灵活。

信用衍生产品交易双方为信用保护买方和信用保护卖方，一般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，由卖方就约定的一个或多个参考实体或其符合特定债务种类和债务特征的一个或多个、一类或多类债务向买方提供信用风险保护，在发生参考标的破产、支付违约和债务重组等信用事件后触发结算赔付。凭证类产品标准化程度高，可以在二级市场流通转让，而合约类产品为非标准化产品，不可以在二级市场流通转让。同时，CRMA 和 CRMW 针对单一债务提供保护，而信用保护工具和 CDS 将保护范围扩展至一个或多个参考实体或者债务。

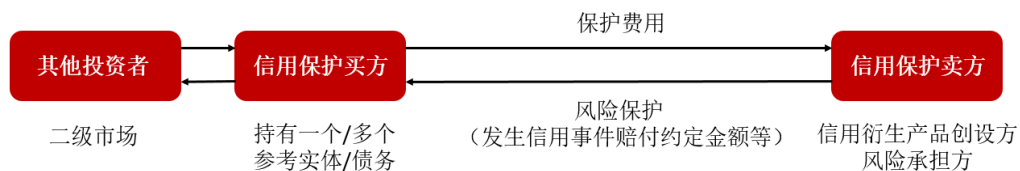


图 1 信用衍生产品交易方式

数据来源：交易商协会、沪深交易所、大公国际整理

CLN 与大多数信用衍生产品交易方式有所区别，是为信用保护的创设方提供保护，可视为固定收益证券内嵌 CDS，CLN 同时具有定期还本付息的固定收益属性和信用事件发生时赔付的信用衍生产品特征。信用保护卖方为票据的投资方，现金认购后定期收取票据利息和信用风险保护费用的双重收益，未发生信用事件时可收回本金，发生信用事件后以认购现金承担相应损失。整体而言，目前我国常见信用衍生产品主要针对信用违约设计，对于资产价值、信用价差变化的产品仍有待探索。

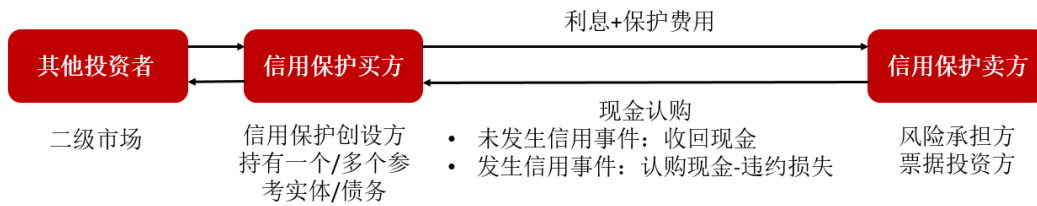


图2 CLN 交易方式

数据来源：交易商协会、大公国际整理

与传统债务担保增信相比，信用衍生产品由市场定价，直接面向投资者，且交易较为灵活。债券担保或者增信通过担保公司或者信用增进公司与发行主体进行磋商定价，而信用衍生产品可通过公开市场交易，具有价格发现功能。相较于传统担保增信与债券绑定发行，信用衍生产品可与对标债券分离交易，投资者可根据分散信用风险、投资对冲、提高组合收益等目的买入或者卖出信用衍生产品，由交易双方自行约定的信用事件作为触发条件，信用保护买方可在尚未发生实质性损失时启动赔付流程，同时保护期限设置灵活。

信用衍生产品助力民营企业纾困，支持实体经济融资，发行规模整体提升；但我国信用衍生产品市场仍处于发展初期，流动性不足、配套监管制度等问题有待进一步解决。

目前我国发行的信用衍生产品以 CRMW 居多。2010 年为 CRMW 创设初期，初创市场成员参与热情较高，形成一定发行规模，但随后发行数量很少。2018 年，民营企业违约频发，随着多项民营企业纾困政策出台，CRMW 作为助力民营企业解决融资难问题的一个抓手发行开始加速。2021 年，受化解地方政府隐性债务等影响，城投企业融资收紧，部分城投企业应用 CRMW 发债，带动 CRMW 发行数量进一步提升，但总体看市场体量仍相对较小。

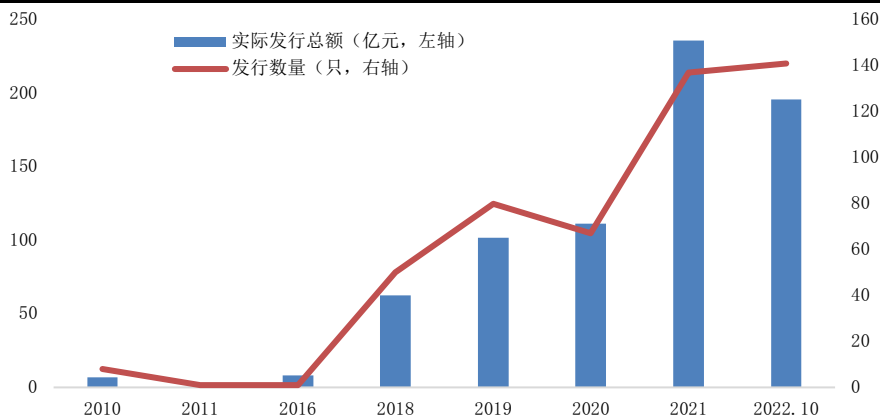


图3 CRMW 发行情况

数据来源：Wind、大公国际整理

从参与主体来看，截至 2021 年末，CRM 市场参与者合计 124 家，包括 CRM 核心交易商 64 家，一般交易商 60 家，其中商业银行和信用增进公司为 CRM 交易市场的主要净卖方，城商行和股份制银行创设较为积极；资产产品管理人为主要净买方，公募基金、私募资管投资较为活跃²。

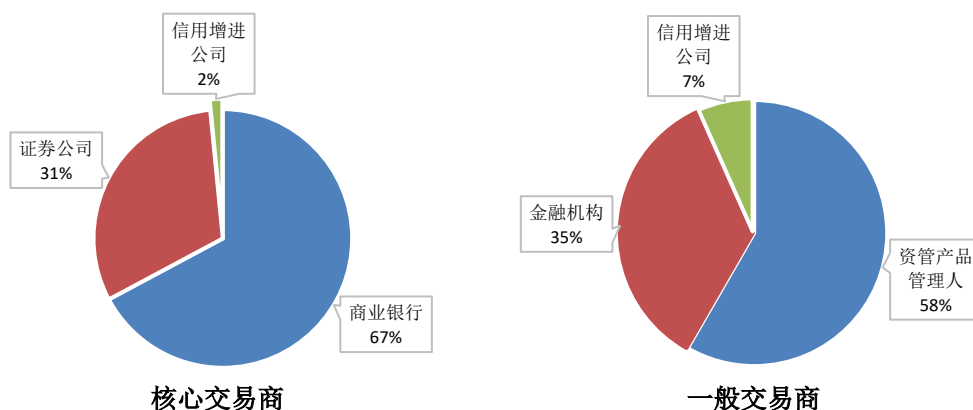


图 4 截至 2021 年末 CRM 参与主体情况

数据来源：交易商协会、大公国际整理

从标的主体来看，CRMW 不断助力民营企业融资，民营企业在已发行的 CRMW 覆盖的标的主体中占比处于较高水平，同时 CRMW 持续支持实体经济，工业为已发行 CRMW 标的主体主要的分布行业。此外，信用衍生产品在房地产行业纾困、增加市场信心方面持续发挥作用，2022 年以来，龙湖、碧桂园、美的置业等民营房企已通过配置信用衍生产品进行发债。

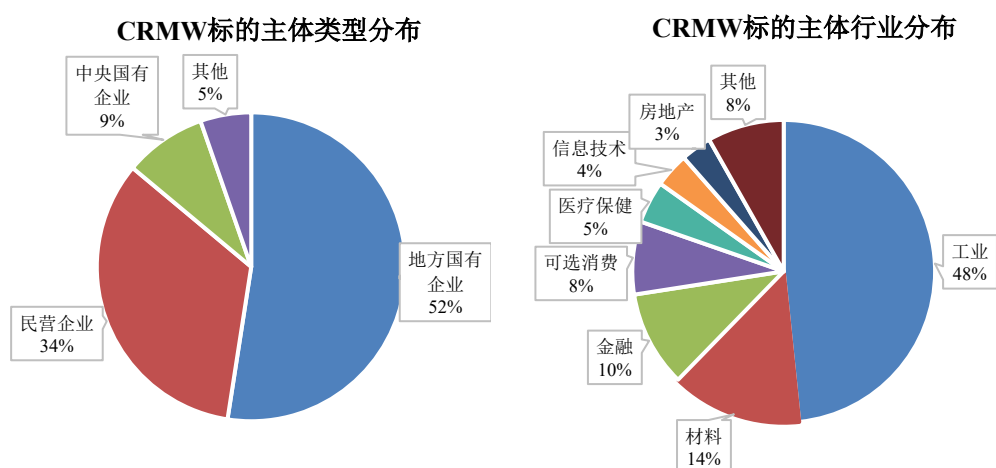


图 3 截至 2022 年 10 月末已发行的 CRMW 标的主体情况

数据来源：Wind、大公国际整理

信用衍生产品持续发展一方面有助于信用保护买方分散信用风险，比如银行可以通过信用衍生产品缓释信用风险，减少信用风险资本占用；另一方面对于信

² 数据来源：交易商协会

用保护卖方，信用衍生产品可获得保护费用等收益。此外，由于信用衍生产品不受融资担保放大倍数、单一担保客户集中度等监管指标限制，担保和信用增进公司创设信用衍生产品满足客户需求的同时也降低了自身资本消耗。

总的来看，我国信用衍生产品市场处于发展初期。2021年，我国担保债券发行规模为14,039.70亿元，而CRMW实际发行总额仅为241.14亿元³。目前，国内信用衍生产品市场具有流动性不足、交易活跃度较低等特点，主要是受信用衍生产品需要较高的风险管理能力等因素影响，市场准入机构较少，且参与主体类型相对单一。此外，站在调动市场积极性的角度，配套监管制度尚需进一步完善。以当前信用衍生产品市场主要参与者银行为例，根据《商业银行信用风险缓释监管资本计量指引》，采用内部评级法的商业银行可以转移或降低信用风险，但目前银行多使用标准法，一定程度上影响银行参与信用衍生产品交易的动力。运行机制方面，信用衍生产品交易存在报价不充分的问题，原因既与市场流动性弱有关，也受市场透明度和信息对称性低的影响。未来，信用评级机构可加强对信用衍生产品的关注，客观公允衡量信用风险信息，完善对信用衍生产品的信用评价。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

³ 数据来源：Wind