

2024年8月22日

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

高慧珂
gaohk@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



信用风险缓释类产品体系及市场概况——信用风险缓释类产品支持债券融资系列一

主要内容:

目前国内债券市场信用风险缓释类产品分为银行间债券市场的信用风险缓释工具（CRM）和交易所债券市场的信用保护工具。CRM 市场产品包括信用风险缓释合约（CRMA）、信用违约互换（CDS），信用风险缓释凭证（CRMW）和信用联结票据（CLN）。交易所信用保护工具市场产品包括信用保护合约和信用保护凭证。其中银行间市场的 CRMW、CLN 和交易所市场的信用保护凭证为标准化的凭证类产品。

银行间市场 CRM 产品发展起始于 2010 年，遵循“从简到繁、由易到难”的发展思路。2010 年先推出针对单一债务的、交易结构简单的 CRMA 和 CRMW 两类工具。2016 年，新增盯住参考实体的 CDS 和 CLN 两类产品。交易所市场信用保护工具发展始于 2018 年，当年推出信用保护合约，次年推出信用保护凭证。

CRM 市场规模相较信用保护工具市场规模更大，两市场主要差异如下：

第一，银行间市场 CRM 以标准化产品 CRMW 为主，2022 年以来，CRMA 创设规模增加，但 CRMW 创设规模依然领先。而交易所市场 2023 年以前，信用保护合约和信用保护凭证规模基本相当，但是 2023 年，信用保护合约规模远大于信用保护凭证。

第二，银行间市场 CRMW 产品创设机构以商业银行为主导。交易所市场信用保护凭证创设机构以证券公司为主导。

独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

第三，银行间市场 CRMW 产品以挂钩债券一级发行为主，支持债券发行。交易所市场信用保护凭证多挂钩存续债券，主要目的是帮助存量债券满足质押式回购业务标准。

第四，2024 年之前，银行间市场 CRMW 产品挂钩主体评级以 AA 级和 AA+级为主，交易所信用保护凭证挂钩主体评级以 AA+级为主。2024 年上半年，CRMW 挂钩 AAA 主体的创设规模占比最大，信用保护凭证则以 AA 级为主，主要是因为 2024 年上半年挂钩 AA 级城投公司的信用保护凭证创设规模增长。

第五，CRMW 的参考实体中民营企业占据较大比重。信用保护凭证的参考实体以国有企业为主。

第六，银行间市场 CRMW 对挂钩债券的期限覆盖率多为 100%，交易所市场信用保护凭证以挂钩存续债券为主，所以其创设期限大多仅覆盖债券存续的一段时间。CRMW 和信用保护凭证对挂钩债券的规模覆盖率均较分散，CRMW 的规模覆盖率多在 50% 及以下，信用保护凭证的规模覆盖率多在 20% 及以下。

一、国内信用风险缓释类产品体系及运行模式

目前国内债券市场信用风险缓释类产品分为银行间债券市场的信用风险缓释工具（CRM）和交易所债券市场的信用保护工具。CRM 市场产品包括信用风险缓释合约（CRMA）、信用风险缓释凭证（CRMW）、信用违约互换（CDS）和信用联结票据（CLN），CRMA 和 CDS 为个性化的合约类产品，CRMW 和 CLN 为标准化的凭证类产品，凭证类产品可以转让。交易所信用保护工具市场产品包括信用保护合约和信用保护凭证，前者为个性化的合约类产品，后者为标准化、可转让的凭证类产品。

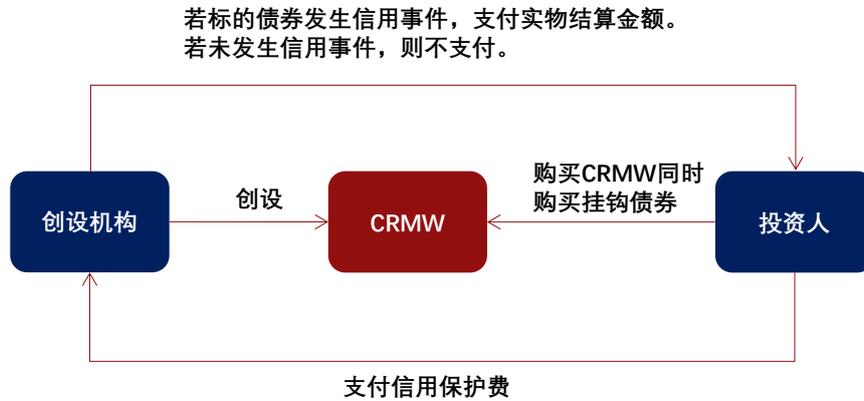
表 1 国内债券市场信用风险缓释类产品体系

债券市场	信用风险缓释类生品	种类	主要特征
银行间债券市场（信用风险缓释工具（CRM））	信用风险缓释凭证（CRMW）	凭证类	标准化可交易产品，针对单一债务（可以是债券或贷款），交易结构简单，实质与“保险”类似。
	信用风险缓释合约（CRMA）	合约类	针对单一债务（可以是债券或贷款），交易结构简单，实质与“保险”类似。
	信用联结票据（CLN）	凭证类	标准化可交易产品，针对一个或多个参考实体。交易结构比较特殊，是 CDS 与传统票据的结合，创设机构为信用保护买方，投资人为信用保护卖方。由创设机构向投资人创设，投资人投入本金认购后定期收取本金的利息和信用风险保护费用的双重收益，并以认购的本金在参考实体发生信用事件时承担相应损失，若未发生信用事件，创设机构到期偿还本金给投资人。
	信用违约互换（CDS）	合约类	针对一个或多个参考实体，实质与“保险”类似。
交易所债券市场（信用保护工具）	信用保护凭证	凭证类	标准化可交易产品。针对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，实质与“保险”类似。
	信用保护合约	合约类	针对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，实质与“保险”类似。

资料来源：中证鹏元整理

我们以 CRMW 为例说明信用风险缓释类产品的运行模式（CLN 除外，因为 CLN 的交易结构比较特殊，且是合约类产品，市场规模有限），见图 1。对于 CRMW 创设机构而言，主要赚取信用保护费，以及为标的债券带来发行便利。对于投资人来说，作为信用保护买方，向创设机构支付信用保护费，信用保护费=购买的 CRMW 名义本金×费率，支付信用保护费导致投资者的实际收益率降低。当标的债券发生信用事件时，可以获得 CRMW 创设机构的赔付，通常为投资者将与购买的 CRMW 名义本金金额等值的债券交付给创设机构，创设机构向投资者支付实际结算金额。这其中，CRMW 名义本金是 CRMW 产品提供信用风险保护的金额，各项支付和结算以此金额为计算基准。

图1 CRMW 产品运行模式



资料来源：中证鹏元整理

二、银行间市场 CRM 发展历程

银行间市场 CRM 产品发展起始于 2010 年，遵循“从简到繁、由易到难”的发展思路。银行间债券市场于 2010 年先推出针对单一债务的、交易结构简单的 CRMA 和 CRMW 两类工具。随着国内债券市场违约事件的不断发生，市场对信用风险缓释工具的需求增加，2016 年，CRM 市场新增盯住参考实体的 CDS 和 CLN 两类产品，丰富债务融资工具市场的信用风险管理手段，简化参与机构分层管理，并将 CRMW 由创设登记转变为创设备案。经过十余年发展，CRM 市场产品序列基本完备、应用场景逐步丰富，2024 年 2 月，交易商协会发布《银行间市场信用风险缓释工具业务规则》，完善参与者管理框架，从仅事前备案管理拓展至覆盖事前事中事后的全环链管理，并优化一般交易商备案要求，引导核心交易商积极展业，健全市场化激励约束机制。

CRM 市场参与者分层为：核心交易商和一般交易商，分别需进行备案、登记。核心交易商若开展凭证类产品创设业务，需进一步备案成为凭证创设机构。截至 2024 年 6 月末，CRM 市场共有 67 家核心交易商（45 家商业银行、21 家证券公司、1 家增信公司），155 家一般交易商，CRMW 创设机构 59 家（40 家商业银行、16 家证券公司、1 家增信公司）。现行 CRM 市场政策体系主要包括“1 份业务规则+4 份产品业务指引”，“1 份业务规则”即《银行间市场信用风险缓释工具业务规则》，“4 份产品业务指引”即 CRMA、CRMW、CDS、CLN 四份产品业务指引。

表2 CRM 市场政策演变历程

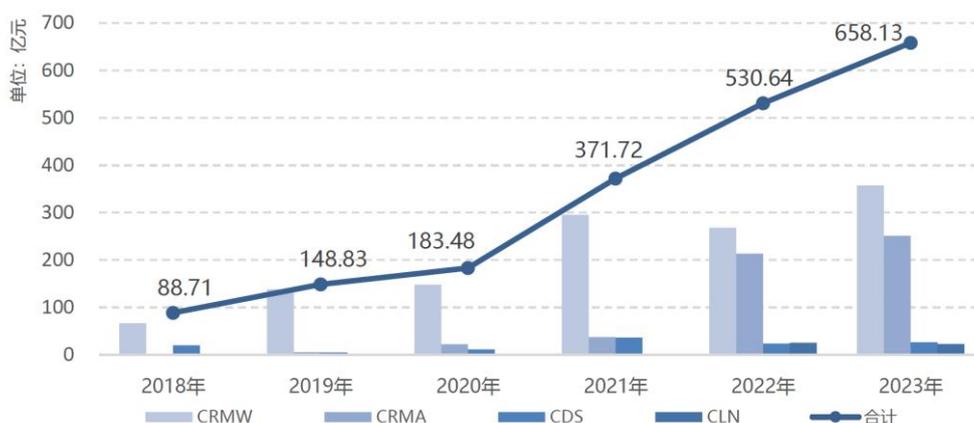
发布时间	政策名称	主要内容
2010 年 10 月 29 日	交易商协会《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》	正式推出 CRMA 和 CRMW 两类工具。根据资本实力、交易资质、风控能力等条件，将参与者分为核心交易商、一般交易商、非交易

		商。强调信用风险缓释工具的基础性与实用性，要求交易结构简单明确；强调保持较高的市场透明度，加强信息集中和披露要求；强调风险防范与控制，设立风险控制指标体系，完善配套机制安排。
2016年9月23日	《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》、《信用风险缓释凭证业务指引》、《信用风险缓释合约业务指引》、《信用违约互换业务指引》、《信用联结票据业务指引》	新增信用违约互换和信用联结票据两项产品。放宽市场进入门槛，参与机构简化为核心交易商、一般交易商两层结构。CRMW 由创设登记转变为创设备案。简化风险控制量化指标。
2021年4月15日	修订《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》、《信用违约互换业务指引》、《信用联结票据业务指引》	优化 CRM 自律规则及管理体系，一是进一步简化入市流程，并提出对核心交易商定价估值能力的原则性要求；二是弱化凭证创设前管理，通过强化信息披露等市场化方式提高凭证创设效率，并拓展了双边清算方式；三是取消此前信用违约互换、信用联结票据只能挂钩非金融企业债务融资工具的限制，为市场提供更多选择空间。
2024年2月23日	《银行间市场信用风险缓释工具业务规则》	完善参与者管理框架，从从事前备案管理拓展至覆盖事前事中事后的全环链管理，并优化一般交易商备案要求，引导核心交易商积极展业，健全市场化激励约束机制。针对核心交易商和创设机构备案要求，增加定价能力要求和 CRM 业务量要求，细化“无违法违规行为”标准。精简一般交易商备案材料。建立参与者的动态管理机制。

注：红色表示的是现行政策体系。资料来源：中证鹏元整理

银行间市场于 2010 年正式推出 CRM 后，直到 2018 年以前，落地的产品很少，根据 Wind 相关数据，CRM 产品中的 CRMW 仅在 2010 年、2011 年、2016 年三个年度分别创设 6.9 亿元、0.5 亿元、8 亿元。2018 年，国务院常务会议设立民营企业债券融资支持工具，在此背景下，CRM 广泛的运用于支持民营企业债券融资支持，CRM 市场获得快速发展。2021 年，交易商协会修订完善 CRM 业务规则体系，CRM 市场活力进一步提升。2023 年，CRM 市场各产品创设或交易名义本金为 658.13 亿元，同比增长 24%。

图 2 2018 年-2023 年 CRM 市场各产品创设或交易情况



资料来源：交易商协会《2023 年信用风险缓释工具市场运行情况》

由图 1 可以看出，目前，CRM 市场产品以 CRMW 和 CRMA 为主，2023 年，二者名义本金合计占比达 90%以上，其中 CRMW 创设名义本金占比 54%，CRMA 交易本金占比 38%。以下以信息披露更透明的凭证类产品—CRMW 为分析对象，观察其市场特征。

三、CRMW 产品市场特征

CRMW 产品创设机构有商业银行（包括股份制银行、城商行、国有大行、农商行）、证券公司和担保公司，其中，股份制银行、城商行是 CRMW 产品创设的主要力量，2023 年股份制银行、城商行 CRMW 产品创设规模占比在 79%。证券公司 CRMW 产品创设规模 2023 年有所提升。

表 3 2022 年-2023 年 CRMW 产品创设机构分类情况

	2022 年		2023 年	
	创设数量（单）	创设规模（亿元）	创设数量（单）	创设规模（亿元）
商业银行	140	213.96	159	332.21
证券公司	7	1.45	12	15.69
担保公司	9	6.65	6	9.64

资料来源：交易商协会《2022 年和 2023 年信用风险缓释工具市场运行情况》，中证鹏元整理

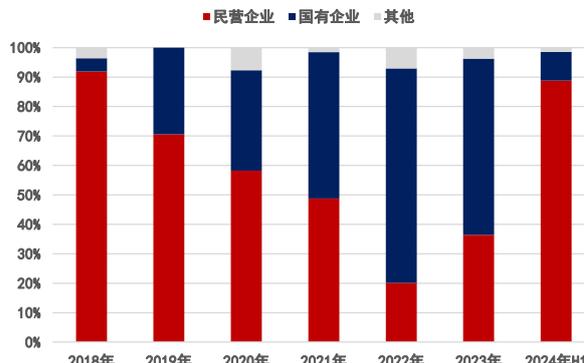
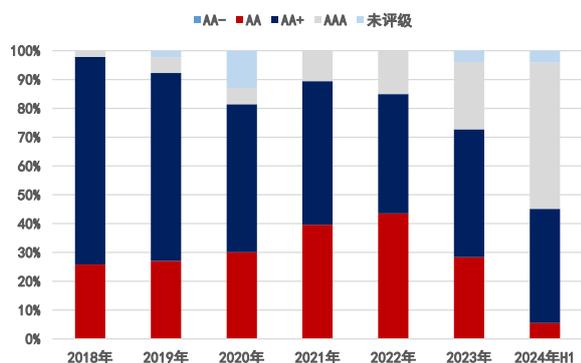
“债券发行+CRMW 创设”模式是 CRM 市场主流的业务模式。2023 年，支持债券发行的 CRMW 共创设 146 笔、325.52 亿元，占全部 CRMW 创设规模的 91%，合计支持 95 家企业发行债券 702.79 亿元。挂钩存续债券的 CRMW 共创设 31 笔、32.02 亿元，占全部 CRMW 创设规模的 9%，同比增长 15%。挂钩存续债券的 CRMW 产品主要业务场景是通过创设 CRMW 增强标的债券二级卖出流动性，或者应投资人需求定向创设保护赚取保费收入。

2024 年以前，CRMW 挂钩主体评级以 AA 级和 AA+级为主，2023 年，挂钩 AA 级主体的 CRMW 产品创设规模占比 28%；挂钩 AA+级主体的规模占比 44%，挂钩 AAA 级主体的规模占比 23%。2024 年上半年，挂钩 AAA 主体的 CRMW 产品创设规模占比最大，为 51%。

参考实体企业性质方面，挂钩民企的 CRMW 产品规模占比呈“V 字型”，在 2022 年降至历史低点 21%后，2023 年以来持续上升，2024 年上半年该比例上升至 89%。2021 年以来，挂钩城投公司的 CRMW 创设规模占比 28%，挂钩的城投公司以 AA 级为主。

图 3 CRMW 产品挂钩主体评级分布

图 4 CRMW 产品挂钩主体性质分布



注：按创设规模统计。资料来源：Wind，中证鹏元整理

注：按创设规模统计。资料来源：Wind，中证鹏元整理

CRMW 以支持债券一级发行为主，因此其对挂钩债券的期限覆盖率（CRMW 期限/债券期限）多为 100%，2021 年以来期限全覆盖的 CRMW 创设单数占比约 74%。但是 CRMW 对挂钩债券的规模覆盖率（CRMW 实际创设规模/债券规模）较分散，2021 年以来规模覆盖率在 50% 及以下的 CRMW 创设单数占比 70%，规模全覆盖的创设单数占比仅 11%。

四、交易所市场信用保护工具发展历程

交易所市场信用保护工具发展始于 2018 年，主要目的是为支持民企债券融资。2018 年，国务院常务会议设立民营企业债券融资支持工具。在此背景下，2018 年 11 月交易所推出信用保护合约，2018 年 12 月落地民营企业债券融资支持工具（由中证金融与债券承销机构合作创设信用保护合约）。2019 年 12 月，交易所推出信用保护凭证。2022 年 7 月开展组合型信用保护合约（CDX）业务试点。

交易所信用保护工具市场参与者分层为：信用保护合约分为核心交易商和其他投资者，信用保护凭证分为创设机构和其他投资者，核心交易商和凭证创设机构需备案。截至 2024 年 6 月末，信用保护工具市场共有 41 家信用保护合约核心交易商（中证金融、18 家券商、22 家增信公司），其中，信用保护凭证创设机构 36 家（中证金融、16 家券商、19 家增信公司）。现行交易所信用保护工具市场政策体系包括 1 份试点办法+沪深交易所信用保护工具业务指引+沪深交易所信用保护工具交易指南。

表 4 交易所市场信用保护工具政策演变历程

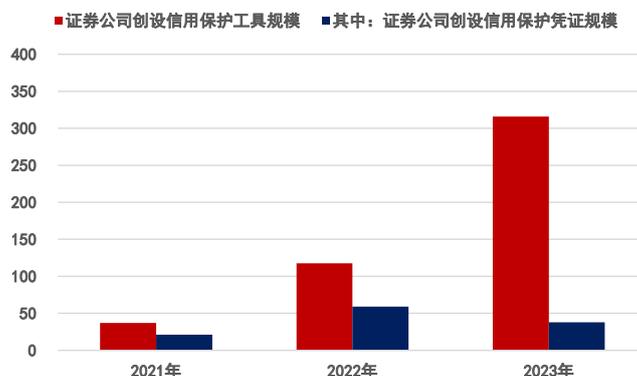
发布时间	政策名称	主要内容
2018 年 11 月	沪深交易所信用保护工具业务开始试点，分别落地首单信用保护合约，由主承销商为民营企业发债设立信用保护合约。	
2018 年 12 月	根据国常会设立民营企业债券融资支持工具的要求，沪深交易所分别落地首单民营企业债券融资支持工具，分别由中证金融与华泰证券针对“18 亨通 01”、中证金融和广发证券针对“18 智光 02”联合创设。	
2019 年 1 月	沪深交易所、中国结算《信用保护工具业务管理试点办法》。	从参与者管理、信用保护合约和凭证业务流程、信用事件后处理机制、信息披露、风险控制以及自律管理等方面明确了信用保护工具

		业务的主要内容。
2019年1月	上交所《信用保护工具交易业务指引》和《信用保护工具交易业务指南》	细化信用保护工具业务要求，涉及参与者资质及备案要求、合约申报要素、保护费支付方式、凭证创设流程和转让方式、信用事件后的通知和结算流程等方面。
2019年4月	深交所《信用保护工具业务指引》和《信用保护工具业务指南第1号——信用保护合约》。	
2019年12月和2020年10月	上交所和深交所分别发布《关于开展信用保护凭证业务试点的通知》	推出信用保护凭证
2022年7月	沪深交易所《信用保护工具交易业务指引（2022年修订）》	开展组合型信用保护合约（CDX）业务试点。扩大扩大交易双方可约定的参考实体的受保护债务范围，包括公司债券（含次级债券）、可转债、企业债等。
2022年1月和7月	深交所《债券交易业务指南第3号——信用保护凭证》、《债券交易业务指南第6号——信用保护合约》	修订信用保护工具交易指南。
2023年11月	上交所《债券交易业务指南第1号——交易业务（2023年11月修订）》中的8.3信用保护工具	

注：红色表示的是现行政策体系。资料来源：中证鹏元整理

以证券公司创设的信用保护工具（下图中红色框）为例，根据证券业协会数据，2023年证券公司创设信用保护工具合计315.97亿元，较前两年大幅增加，其中证券公司创设的信用保护凭证规模37.98亿元（下图中蓝色框，数据来源于Wind），其余均是信用保护合约。2021年和2022年，信用保护合约规模和信用保护凭证规模基本相当，但是2023年，信用保护合约规模远大于信用保护凭证。以下以信息披露更透明的凭证类产品——信用保护凭证为分析对象，观察其市场特征。

图5 信用保护工具创设情况

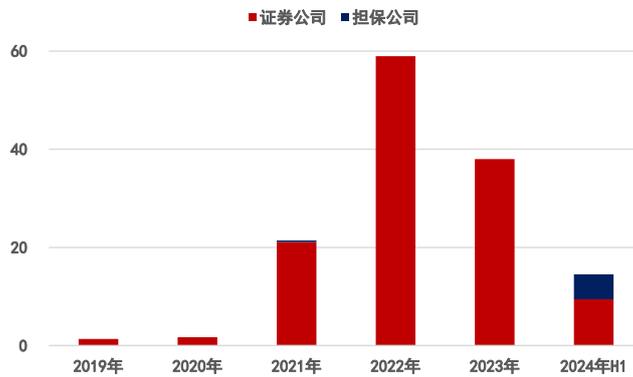


资料来源：证券业协会，Wind，中证鹏元整理

五、交易所信用保护凭证市场特征

信用保护凭证创设机构有证券公司（包括中证金融与证券公司联合创设）和担保公司，其中，证券公司是信用保护凭证创设的主要力量，2024年上半年担保公司信用保护凭证创设规模增加，共5.10亿元，占比35%。

图6 信用保护凭证创设机构以证券公司为主，2024年上半年担保公司创设规模增加



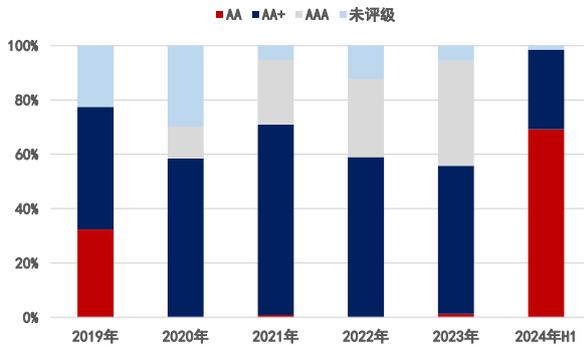
资料来源：Wind，中证鹏元整理

信用保护凭证多挂钩存续债券，主要目的是帮助存量债券满足质押式回购业务标准。因为根据《中国证券登记结算有限责任公司受信用保护债券质押式回购管理暂行办法（2022年修订版）》，对于不符合质押式回购条件的信用债，配套信用保护凭证且剩余信用保护期限不短于5个交易日，并符合以下条件之一，可开展质押式回购业务：①经本公司认可的资信评级机构评定的主体评级为AA+级及以上且由本公司认可的合格创设机构创设的信用保护凭证提供信用保护；②主体评级为AA级及以上的科技创新公司债券且由合格创设机构创设的信用保护凭证提供信用保护；③主体评级为AA级及以上且由合格创设机构联合中国证券金融股份有限公司合作创设的民营企业债券融资专项支持计划信用保护凭证提供信用保护。

2024年之前，信用保护凭证参考实体评级以AA+级为主，2023年，挂钩AA+级主体的信用保护凭证创设规模占比55%。2024年上半年参考实体以AA级为主，挂钩AA级主体的信用保护凭证创设规模占比69%。

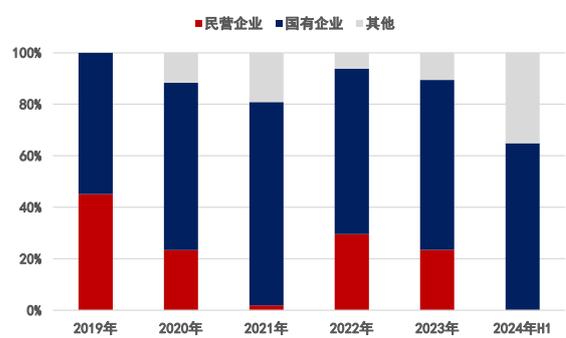
信用保护凭证参考实体企业性质方面，以国有企业为主。2019年支持民企的信用保护凭证创设规模占产品创设总规模的45%，为历史最高，2023年该比例降至23%，2024年上半年尚未创设支持民企的信用保护凭证。2024年上半年，挂钩城投公司的信用保护凭证创设规模占比45%，相比以往大幅提升，且以AA级为主，2021年~2023年，挂钩的城投公司以AA+级为主。

图 7 信用保护凭证挂钩主体评级分布



注：按创设规模统计。资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 信用保护凭证挂钩主体企业性质分布



注：按创设规模统计。资料来源：Wind，中证鹏元整理

信用保护凭证以挂钩存续债券为主，因此信用保护凭证的创设期限要短于债券存续期限，2021 年以来期限全覆盖的信用保护凭证创设单数占比仅 11%。信用保护凭证对挂钩债券的规模覆盖率（信用保护凭证实际创设规模/债券规模）也较低，2021 年以来规模覆盖率在 20% 及以下的信用保护凭证创设单数占比 90%，规模全覆盖的创设单数占比仅 3%。

六、总结

根据前文介绍，银行间市场 CRM 市场和交易所信用保护工具市场各具特色，CRM 市场规模相较信用保护工具市场规模更大，两市场主要差异如下：

第一，银行间市场 CRM 以标准化产品 CRMW 为主，2022 年以来，CRMA 创设规模增加，但 CRMW 创设规模依然领先。而交易所市场 2023 年以前，信用保护合约和信用保护凭证规模基本相当，但是 2023 年，信用保护合约规模远大于信用保护凭证。

第二，银行间市场 CRMW 产品创设机构以商业银行为主导。交易所市场信用保护凭证创设机构以证券公司为主导。

第三，银行间市场 CRMW 产品以挂钩债券一级发行为主，支持债券发行。交易所市场信用保护凭证多挂钩存续债券，主要目的是帮助存量债券满足质押式回购业务标准。

第四，2024 年之前，银行间市场 CRMW 产品挂钩主体评级以 AA 级和 AA+ 级为主，交易所信用保护凭证挂钩主体评级以 AA+ 级为主。2024 年上半年，CRMW 挂钩 AAA 主体的创设规模占比最大，信用保护凭证则以 AA 级为主，主要是因为 2024 年上半年挂钩 AA 级城投公司的信用保护凭证创设规模增长。

第五，CRMW 的参考实体中民营企业占据较大比重，除 2022 年和 2023 年外，各年份挂钩民营企业的 CRMW 产品规模占比在 50% 及以上。信用保护凭证的参考实体以国有企业为主。

第六，银行间市场 CRMW 对挂钩债券的期限覆盖率多为 100%，交易所市场信用保护凭证以挂钩存续

债券为主，所以其创设期限大多仅覆盖债券存续的一段时间。CRMW 和信用保护凭证对挂钩债券的规模覆盖率均较分散，CRMW 的规模覆盖率多在 50%及以下，信用保护凭证的规模覆盖率多在 20%及以下。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872333 0755- 82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210 传真：028-85288932
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140