

《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》及配套业务指引解读

研发部/周美玲 何金中

2010年10月，中国银行间市场交易商协会（简称“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》（简称“《业务指引》”），我国信用风险缓释工具（Credit Risk Mitigation, CRM）正式面世，推出的CRM产品包括信用风险缓释合约（CRM Agreement, CRMA）和信用风险缓释凭证（CRM Warrant, CRMW）两种。然而，当时国内债券市场发展尚处于上升期，尚无违约事件发生，市场参与主体对CRM的需求不强；另一方面，尽管国内本外币贷款存量规模较大，商业银行存在开展CRM业务的需求，但监管机构未就CRM的资本缓释功能加以明确，从而对商业银行运用CRM有效管理信用风险的积极性造成一定影响。因此，彼时推出的CRM并未取得较大发展。

近年来，我国债券市场违约事件频发，违约金额呈爆发式增长，“打破刚兑”正在加速推进，同时，在宏观经济下行周期下，商业银行的不良贷款率亦呈逐年上升趋势。在此背景下，市场参与主体对CRM的需求日益强烈。2016年9月23日，交易商协会在2010年发布的《业务指引》的基础上进行修订并对外发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》（简称“《业务规则》”），在原有CRMA和CRMW的基础上，增推了信用违约互换（Credit Default Swap, CDS）和信用联结票据（Credit-linked Notes, CLN）两种信用风险缓释工具，并出台了相应的业务指引。《业务规则》及配套业务指引的推出，对完善我国信用风险分散、分担机制，促进市场持续健康发展意义重大。

一、《业务规则》及配套业务指引解读

（一）产品体系得到丰富

交易商协会本次发布的《业务规则》中对CRM的定义是指用于管理信用风险的信用衍生产品，并配套发布了CRMA、CRMW、CDS和CLN业务指引，较2010年《业务指引》中新增了CDS和CLN，CRM产品体系得到丰富。

（二）参与者分层管理变化

在2010年《业务指引》中，CRM业务试点的参与者按照核心交易商、交易商和非交易商的方式进行市场分层管理，其中，核心交易商可与所有参与者进行CRM交易，其他交易商可与所有交易商进行出于自身需求的CRM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CRM交易。而在本次的《业务规则》中，CRM的参与者仅分为核心交易商和一般交易商，其中，核心交易商可与所有参与者进行CRM交易，一般交易商只能与核心交易商进行CRM交易。

同时，本次《业务规则》规定，无论是核心交易商或是一般交易商，均需向交易商协会备案，而 2010 年《业务指引》中的非交易商参与者无需向交易商协会备案。另外，本次《业务规则》对核心交易商和一般交易商进行了明确的界定，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。

（三）标的债务扩容

本次《业务规则》中规定，CRM 为参考实体提供信用风险保护的债务范围为债券、贷款或其他类似债务，而 2010 年《业务指引》中标的债务范围仅为债券或其他类似债务，也即明确提出将贷款可作为 CRM 标的债务，标的债务范围较之前有所扩容。

（四）凭证类 CRM 的创设流程简化

本次《业务规则》中规定，符合一定条件的参与者可向交易商协会金融衍生品专业委员会申请备案认可并成为凭证类 CRM 的创设机构，凭证类 CRM 的创设由登记制度改为备案制度，并取消专家会议制度，交易商协会秘书处仅对创设备案文件进行形式完备性核对，不对凭证类 CRM 产品的投资价值及投资风险进行实质性判断，这表明凭证类 CRM 产品的创设流程有所简化。

（五）信披及报备更加灵活

本次《业务规则》中规定，凭证类 CRM 存续期内，创设机构是按照创设披露文件的相关约定来进行持续信息披露，较 2010 年《业务指引》规定的每年限定日期前进行持续信息披露更加灵活，同时，持续信息披露内容更加丰富，在财务报告和审计报告的基础上增加了评级报告。另外，本次《业务规则》中取消了交易商按周向交易商协会报送 CRM 交易风险敞口情况及核心交易商按季向交易商协会提交季度 CRM 交易、持仓情况书面报告的规定，交易商向交易商协会报备内容更加灵活。

（六）风控指标变化

本次《业务规则》中对任一核心交易商和一般交易商的 CRM 净卖出总余额进行了差异化规定，其中，核心交易商不超过其净资产的 5 倍，一般交易商不得超过其相关产品规模或净资产的 1 倍；而在 2010 年《业务指引》中是规定任何一家交易商的 CRM 净卖出总额不得超过其注册资本或净资本的 5 倍，也即对一般交易商而言，其 CRM 净卖总余额规模限制显著收紧。

具体到 4 类 CRM 产品种，配套指引对 CRMA 和 CRMW 的风控指标进行了明确规定。其中，针对 CRMA，任一参与者对某一标的的债务的 CRMA 的净买入、

净卖出余额不得超出标的债务总余额的 1 倍；针对 CRMW，任一参与者对某一标的债务的 CRMW 的净买入、净卖出余额不得超出标的债务总余额的 1 倍，并且，市场上对于某一标的债务的 CRMW 的创设总规模不得超过标的债务总余额的 5 倍。

从本次发布的《业务规则》和配套指引看，监管层对 CRM 的风控指标主要是从参与者个体出发并制定相应的界限，而对于 CRM 单一产品的市场总规模，除对 CRMW 做出了明确限制外，其他 3 类产品均未设置总规模限制。

（七）参与者 CRM 业务开展范围扩展

本次《业务规则》中规定，参与者不得开展以其自身债务为标的债务或以自身为参考实体的 CRM 业务，开展以关联方债务为标的债务或关联方为参考实体的 CRM 业务应予以披露，而在 2010 年《业务指引》中规定参与者不得开展以关联机构债务为标的 CRM 业务，也即参与者的业务开展范围有所扩展。

二、四类 CRM 产品异同分析

四类 CRM 产品虽都具有信用风险缓释功能，均可作为信用风险管理工具，但在业务实操和运用过程中也存在一定差异。

图表 1 四类 CRM 产品比较表

产品	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)	信用联结票据 (CLN)
类别	合约类 (场外)	凭证类 (场内)	合约类 (场外)	凭证类 (场内)
标的债务	债券、贷款或其他类似债务		交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具	
标的数量	一笔		一笔或多笔	
创设机构要求	所有参与者	参与者基础上满足一定条件	所有参与者	参与者基础上满足一定条件
创设机构与标的实体关系要求	非同一主体，可关联			
履约保障机制	无需	视需要	无需	附现金担保
产品备案	无需备案	创设备案制度	无需备案	创设备案制度
产品创设规模限制	无	不得超过标的债务总余额 5 倍	无	无
单一参与者交易限制	净买、卖余额不超过标的债务总余额 1 倍		核心交易商净卖出总余额不超过净资产 5 倍、一般交易商不超过产品规模 1 倍或净资产 1 倍	
创设机构买回注销	不可以	可以	不可以	不可以
创设机构角色	信用保护卖方			信用保护买方

资料来源：新世纪评级根据《业务规则》及配套业务指引整理

第一，类别差异。CRMA 和 CDS 属于合约类 CRM，CRMW 和 CLN 属于凭证类 CRM，凭证类 CRM 可在二级市场交易流通，而合约类 CRM 不行。同时，根据《中国场外信用衍生产品交易基本术语与使用规则（2016 版）》关于信用衍

生产品交易的适用规则，CRMW 和 CLN 等凭证类产品的二级市场转让交易不属于衍生交易范畴，也即凭证类 CRM 的二级市场交易并不受本次的《业务规则》和配套指引的相关规定的限制。

第二，标的债务及数量差异。CRMA 和 CRMW 的参照标的债务可为债券、贷款或其他类似债务，且是单一参考实体的单一参考债务；CDS 和 CLN 的标的债务仅为交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具，但参考实体和参考债务均可单一或多个。所以，CRMA 和 CRMW 属于简单的基础性信用衍生产品，而 CDS 和 CLN 的参照标的相对标准化一些、结构相对复杂一些，但更贴近市场的实际需求。

第三，创设机构差异。CRMA 和 CDS 的创设机构可为任何满足《业务规则》要求的参与者，而 CRMW 和 CLN 的创设机构需在参与者的基础上进一步满足净资产规模不少于 40 亿人民币、专业人员、内部操作流程、业务管理制度和风险管理等多个方面要求，方可成为创设机构。

第四，履约保证机制差异。CRMA 和 CDS 对履约保证机制未做要求，CLN 可视为直接附有现金担保机制（票据本金可视为保证金），而 CRMW 可视需要来决定是否提供保证金等履约保障机制。

第五，产品创设备案差异。CRMA 和 CDS 的创设无需备案，而 CRMW 和 CLN 均实行创设备案制度。

第六，产品创设总规模差异。CRMA、CDS 和 CLN 的创设总规模理论上没有限制，最终的市场总规模由参与者数量和单一参与者净头寸决定；而 CRMW 的创设总规模不得超过标的债务总余额的 500%。

第七，单一参与者净交易规模差异。CRMA 和 CRMW 的任一参与者的净买、卖余额不得超过标的债务余额的 1 倍；而对于 CDS 和 CLN 而言，任一核心交易商的净卖出总余额不得超过其净资产的 5 倍，任一般交易商的净卖出总余额不得超过其相关产品规模或净资产的 1 倍。

第八，存续期规模变化差异。CRMW 的创设机构可买入自身创设的 CRMW 并予以注销，也即 CRMW 产品存续期的市场总规模可能会因创设机构买回注销而减少，其他 3 类产品并未对此做出规定。

第九，创设机构角色差异。CRMA、CRMW 和 CDS 的创设机构均为信用保护卖方，收取信用保护费用向信用保护买方提供信用保护；CLN 的创设机构为信用保护买方，向票据投资人支付回报并获得以投资人本金作为担保的信用保护。

第十，或可成为增信工具。《业务规则》中规定，参与者可以开展以关联方

债务为标的债务或关联方为参考实体的 CRM 业务并予以披露，也即以贷款或其它类似债务作为基础资产设立的 ABS 产品或财产权信托，创设机构可以通过特殊目的载体创设 CLN 或者直接以非法人产品作为创设机构创设 CRMA 或 CDS 达到风险转移目的而实现信用增信。

三、CRM 与保证担保的差异

产品结构差异。保证担保主要针对特定债务，利用担保方信用水平代替被担保人信用水平，担保人向被担保人收取担保费，但保费水平主要依靠担保人自己决定或者担保人与被担保人协商决定。CRM 则不同，首先，CRM 产品既可以针对单一参考债务，也可针对多笔参考债务；其次，信用保护卖方向信用买方收取信用保护费，交易决策过程不涉及参考实体（与担保中被担保人角色类似），成交后也无需通知参考实体，保护费用水平由 CRM 买卖双方根据参考实体信用水平、信用保护卖方信用水平及市场化定价原则方式确定。

CRM 的作用更加有效且广泛。在保证担保业务操作过程中，或多或少都有被担保人斡旋其中，被担保人有寻求降低担保费率的动力，担保人因业务竞争或业务合作而同意降低担保费率，这容易导致保证担保的收益与风险不匹配，最终导致保证担保效率难达预期效果。CRM 则不同，是一种主动投资行为，交易双方无需考虑参考实体需求，按照市场化原则，通过转移分散或主动承担参考实体风险，获取相应的收益或付出成本。交易双方承担的风险和收益基本匹配，信用风险管理效果更好。另外，CRM 具有分散金融机构所面临的信用风险、缓解银行资本压力、提高市场流动性和提高金融市场效率等作用，而这些保证担保并不具备。

后续风险管理差异。保证担保主要采用的是全额不可撤销的形式，担保生效后，担保人的风险管理相对被动，且必须到担保期限届满才能退出，一旦出现风险恶化，一般只能采取资产保全等被动措施。而 CRM 的后续风险管理相对比较主动，除采取保全措施外，也可以通过二级市场交易对冲头寸，及时退出。

四、总结

此次《业务规则》的发布和相关创新产品的推出，适应了市场需求，对丰富债务融资工具市场的信用风险管理手段、完善信用风险市场化分担机制具有重要意义。第一，为投资者提供了更加丰富的信用风险分散和对冲工具，进一步完善了我国信用风险分散、分担机制；第二，有助于完善信用风险的价格形成机制，提高市场对信用风险的定价水平；第三，有利于促进市场参与者主动管理信用风险，缓解商业银行不良贷款率持续上升所面临的压力；第四，实现信用风险的合理配置，维护宏观经济金融稳定。

在市场参与主体对信用风险管理工具的需求日益强烈及交易商协会放宽 CRM 发展约束的双重作用下，我国 CRM 市场发展速度有望明显加快。但是，若要 CRM 有效推动信用风险在市场中的优化配置，CRM 需具备完善的定价机制和充分的流动性，这需要监管层进一步完善 CRM 市场准入规则、健全相关法律和监管机制。