

2022年，我国信用衍生工具市场稳步发展，市场自律管理持续加强，运行机制逐步优化，市场服务效率和水平不断提升。信用风险缓释凭证（CRMW）创设范围进一步拓展，参照债券首次拓展至熊猫债，参照实体地域持续扩大，行业扩展至房地产业，有效发挥了为民营房企融资纾困的示范效应；信用风险缓释合约（CRMA）规模大幅增长，名义本金占比由2021年的9%提高至40%，参照债务类型更趋丰富；信用联结票据（CLN）参照债券实现扩容，支持中资机构境外发债并帮助投资者间接投资参照债券；上海证券交易所（以下简称“上交所”）和深圳证券交易所（以下简称“深交所”）创新推出CDX合约业务，为包括民营企业在内的一篮子债券参照实体提供信用保护，与单一参照实体的信用保护合约互相补充，有助于进一步提升市场活力、增强信用保护工具效能。

展望2023年，随着监管政策的完善和市场参与者的成熟，信用衍生工具有望进一步支持民营企业发债融资；信用联结票据在中资美元债和自贸区债券市场将发挥更积极的促进作用；保险机构参与信用衍生工具市场的积极性仍有待进一步提高。

一、我国信用衍生工具市场的发展环境

（一）较高的信用风险隐性压力需要信用衍生工具转移风险

2022年，我国债券市场新增8家违约发行人[1]，共涉及到期违约债券45期，到期违约金额合计约232.62亿元；新增违约发行人家数、期数和规模较2021年（23家、90期和1037.95亿元）均明显下降。违约企业主要为房地产管理和开发行业。此外，2022年新增展期数量大幅增加，远超违约数量，首次展期发行人28家，涉及展期债券95期，展期规模843.77亿元，较2021年（19家、37期和197.99亿元）均大幅增加。其中以龙光、融侨、金科为代表的房企债券展期，对债券市场信用环境造成一定程度冲击。整体来看，2022年信用债违约边际改善，但房企展期现象快速增多，债券市场信用风险仍存较大隐性压力，债券市场对信用衍生工具存在较高的需求。

（二）创新信用保护工具，支持民营企业融资

2022年5月11日，中国证监会发布通知开展民营企业债券融资专项支持计划，专项支持计划由中国证券金融股份有限公司运用自有资金负责实施，通过与债券承销机构合作创设信用保护工具等方式，增信支持有市场、有前景、有技术竞争力并符合国家产业政策和战略方向的民营企业债券融资。

2022年7月15日，上交所发布《信用保护工具交易业务指引（2022年修订）》，明确组合型信用保护合约（以下简称“CDX合约”）的定义、组合管理人、期限、交易结算等要求，指出在前期信用保护合约试点基础上，开展CDX合约业务试点，

并推出首批两个CDX试点产品“CSI-SSE交易所民企CDX组合”和“CSI-SSE交易所大型发行人CDX组合”，以市场化方式支持企业融资。

2022年7月29日，深交所发布《信用保护工具业务指引（2022年修订）》，对CDX合约业务的具体定义、组合管理人管理要求、合约交易结算等安排进行规定，为包括民营企业在内的一篮子债券参照实体提供信用保护，有助于进一步完善定价机制、提升市场活力、增强信用保护工具效能。

（三）持续规范信用衍生工具市场

2022年1月12日，深交所发布施行《深圳证券交易所债券交易业务指南第3号——信用保护凭证》，内容包括业务开展前准备与风控要求、凭证创设与登记申请、凭证存续期业务、信用事件发生后结算安排等内容，规范信用保护凭证业务各环节操作流程。2022年7月29日，深交所发布实施《深圳证券交易所债券交易业务指南第6号——信用保护合约》，进一步明确信用保护合约业务操作流程，规范组合型信用保护合约业务的开展。2022年8月31日，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布《中国场外信用衍生产品交易基本术语与适用规则（2022年版）》，通过向金融衍生产品市场参与者提供信用衍生产品交易的交易确认书或相关交易文件所使用术语的基本定义与适用规则，以降低市场交易成本，提高交易效率，促进金融衍生产品市场发展。

二、我国信用衍生工具的创设情况

（一）发行情况

1. 银行间市场

2022年银行间市场信用风险缓释工具（CRM）各品种共达成交易338笔，名义本金总计530.64亿元，同比增长42.8%。其中，凭证类产品（CRMW和CLN）共创设202笔，名义本金合计293.45亿元，同比略降1.42%；合约类产品（CRMA和CDS）共达成交易136笔，名义本金合计237.19亿元，同比大幅增长243.50%。其中，CDS名义本金23.95亿元。整体来看，银行间市场信用风险缓释工具市场仍以标准化程度较高的信用风险缓释凭证（CRMW）产品为主，2022年CRMW共创设178笔，名义本金总计268.05亿元，同比略降9.2%，市场份额占全部CRM比重由2021年的80%降至51%[2]。

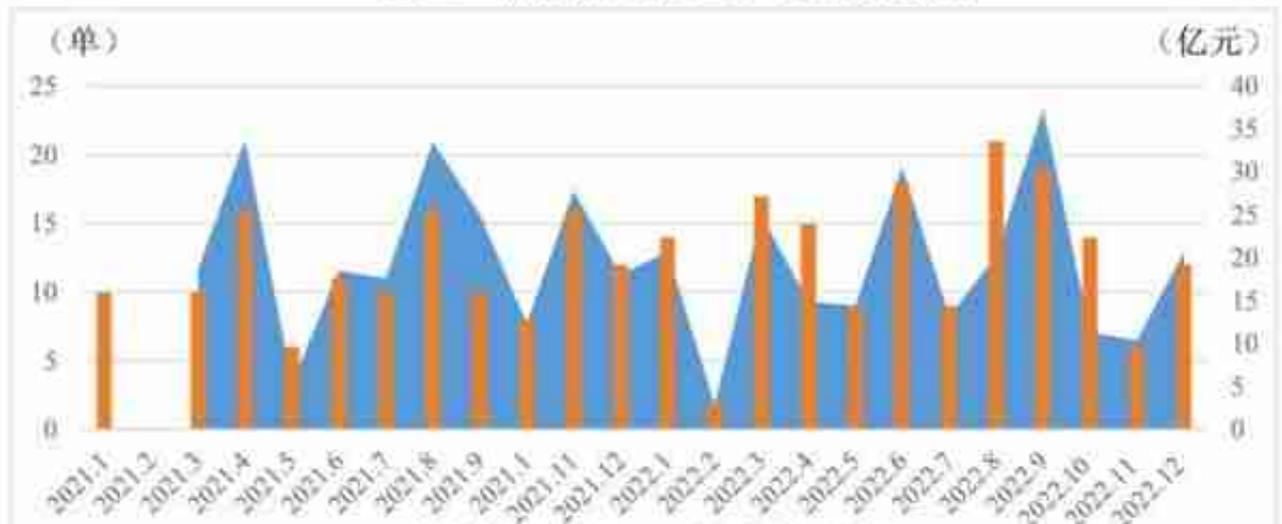
表 2.1 银行间市场已备案信用风险缓释工具创设机构及核心交易商数量

机构类型	CRMW 创设机构	CLN 创设机构	核心交易商
证券公司	16	14	20
股份制商业银行	12	12	11
城市商业银行	14	12	15
国有商业银行	6	6	6
外资金融机构	4	4	5
政策性银行	1	1	2
信用增进机构	1	1	1
(1)信用风险缓释凭证[4]	3	2	5

2022年，共有21家机构创设了156单CRMW产品（详见附表1），创设规模为222.06亿元，参照实体102家，对应参照债券137期，其中CRMW创设单数较2021年同期（125单）增加24.80%，CRMW创设规模较上年同期（228.6亿元）减少2.86%，参照实体和参照债券期数较上年同期（75家，116期）分别增加36.00%和18.10%，参照债券发行规模为740.72亿元，较上年同期（567.63亿元）增加30.49%。CRMW单月发行单数0~25单，月均创设规模约为18.34亿元，月度发行规模较上年同期（17.98亿元）略有增长。

2022年，银行间市场新创设的156单CRMW凭证期限均与参照债券期限相同，主要为3年（1096天）期（46单）、2年（含731天）期（20单）、365天期（18单）和270天期（13单），创设凭证期限主要在1年以上。参照债券品种方面，债券类型主要为定向工具（53期）、超短期融资券（33期）、中期票据（33期）、短期融资券（13期）、资产支持证券（5期），定向工具成为CRMW创设机构主要参照的标的。2022年12月27日，中债信用增进公司成功创设CRMW，该期凭证参照债券为中国圣牧有机奶业有限公司2022年度第一期超短期融资券，创设总金额2000万元，这标志着CRMW参照债券类型首次扩展到熊猫债。

图 2.2 银行间市场 CRMW 月度发行趋势

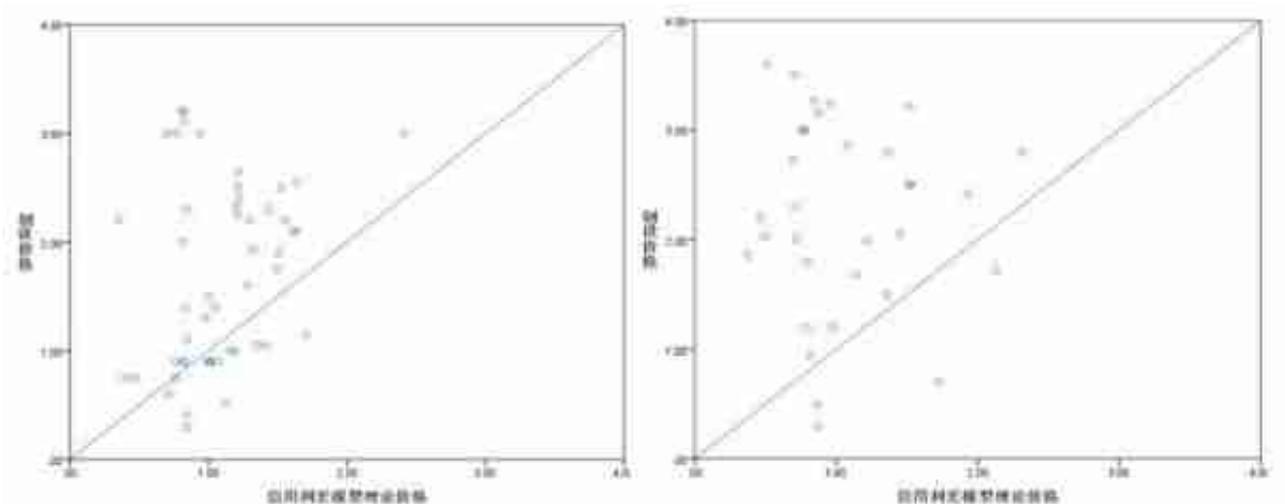


参照实体方面，银行间市场新创设的CRMW涉及参照实体102家，其中有79家参照实体为国有企业，19家为民营企业，国企数量占比超过70%，主要是受监管加码隐性债务化解相关政策影响，部分城投企业融资收紧，融资难度提升，城投债CRMW发行大幅增加，2022年城投债CRMW创设单数、参照实体和参照债券期数分别为72单、54家、65期，均较2021年（36单、32家、35期）大幅增加；参照实体主要分布在东部沿海省份，其中江苏省（25家）、浙江省（10家）和山东省（9家）最多；参照实体主要集中在工业（93家），其次是材料（18家）和金融（14家）；参照实体的信用等级分布在AA—AAA级，其中AA级参照实体最多，为53家，占全部参照主体的52%，较2021年（38.40%）提高了13.6个百分点，CRMW进一步向资质较弱的AA级参照主体渗透。

表 2.4 2022 年银行间市场 CRMW 发行情况——参照实体地域分布

省份	单数	创设规模 (亿元)	参照实体 (家)	参照债券 (期)	参照债券规模 (亿元)
安徽省	22	21.01	8	18	83.70
北京	1	1.60	1	1	8.00
福建省	3	0.30	2	2	3.50
甘肃省	2	5.50	2	2	7.00
广东省	7	9.15	4	4	49.06
贵州省	1	1.00	1	1	3.00
河北省	1	0.50	1	1	18.00
河南省	5	10.85	4	5	18.00
湖南省	10	9.20	8	8	81.20
江苏省	30	60.55	25	29	139.00
辽宁省	1	3.00	1	1	10.00
内蒙古	7	8.10	4	5	33.40
山东省	15	20.70	9	15	62.50
山西省	1	0.40	1	1	5.00
陕西省	5	6.30	4	5	22.70
上海	6	9.20	5	5	31.00
四川省	6	6.20	4	5	22.00
天津	6	4.78	4	5	15.56
云南省	2	10.00	1	2	14.00
浙江省	20	32.02	10	17	94.90

2022年，我国95单CRMW存在创设价格，平均创设价格为2.04元/百元名义本金，而二叉树模型测算的CRMW平均价格为2.23元/百元名义本金，其中，50单CRMW的创设价格低于二叉树模型价格。总体而言，2022年我国CRMW平均创设价格低于二叉树模型价格0.19元/百元名义本金。



注：左图为 2021 年情况，右图为 2022 年情况

更进一步地，使用统计软件对CRMW创设价格、参照债券发行利率、参照实体主体信用等级[8]、CRMW覆盖率、无风险收益率（簿记建档日同期限国开债即期收益率）进行斯皮尔曼相关性分析。结果显示，在95%置信区间下，2018年至2022年全部样本中，参照债券发行利率、参照实体主体信用等级、CRMW覆盖率、无风险收益率4个变量与CRMW创设价格的相关性均显著。2022年样本中仅参照债券发行利率与CRMW创设价格显著相关，表明债券发行定价市场化程度有所提高，参照实体、参照债券的信用风险已经较为充分地反映在债券发行利率中。

表 2.9 2018—2022 年 CRMW 创设价格指数

指数类型	CRMW 参 照实体家数	CRMW 发行数量	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
CRMW 浙江指数	5	74	100	111.16	74.79	103.22	82.54
CRMW 江苏指数	2	23	100	151.31	146.72	145.90	153.68
CRMW 总指数	7	97	100	130.30	104.10	122.97	110.26

注：CRMW 创设价格指数的计算方法是首先计算出各年参照同一主体发行的 CRMW 的平均创设价格；然后，计算各年参照同一组合中不同主体发行的 CRMW 的平均创设价格；最后，将当年参照同一组合中不同主体发行的 CRMW 平均创设价格与上年参照同一组合的 CRMW 平均创设价格对比，并基于基期（2018 年）调整得到各年 CRMW 创设价格指数；江苏企业包括红豆集团有限公司、亨通集团有限公

本报告以2018年为基期，依据2018—2022年参照7家企业的97单CRMW产品，计算了2022年不同区域的CRMW指数。2022年，CRMW浙江指数为82.54点，与20

21年相比，下降了20.68点，表明与2021年相比，浙江省企业的信用风险明显下降；CRMW江苏指数为153.68点，与2021年相比，上升了7.78点，表明与2021年相比，江苏省企业的信用风险有所上升。

总体来看，2022年CRMW总指数为110.26点，较2021年下降了12.71点，表明与2021年相比，我国江浙地区发债企业2022年的整体违约风险呈下降态势。

三、2022年我国信用衍生工具的交易情况

2022年，根据交易商协会披露，我国信用风险缓释市场二级市场交易成交197笔，涉及创设金额48.27亿元，较上年增加4%，仍以搭配现券交易或做市为主，二级市场活跃度略有提升。但相较于我国债券存续体量，债券融资工具信用风险对冲需求仍有待开发。2022年，共有89单CRMW产品到期，未出现触发信用事件的情形。

四、信用衍生工具市场存在的问题及未来展望

展望2023年，随着监管政策的完善和市场参与者的成熟，信用衍生工具有望进一步支持民营企业发债融资；信用联结票据在中资美元债和自贸区债券将发挥更积极的促进作用；保险机构参与信用衍生品市场的积极性有待进一步提高。

（一）信用衍生工具的参照实体多为国企，民企占比低，未能充分发挥分散民企信用风险的功能

2022年，新创设的CRMW涉及参照实体102家，其中，地方国有企业74家，占比72.55%，较2021年（58.67%）增加了13.88个百分点；中央国有企业5家，占比4.90%，较2021年（2.67%）增加了2.24个百分点；而民营企业19家，占比18.63%，较2021年（34.67%）减少了16.04个百分点。CRMW民营参照实体减少，占比显著下滑，CRMW民营参照主体萎缩，信用衍生工具未能充分发挥分散民企信用风险的功能。

2023年，民营企业的信用风险持续累积，亟需信用衍生工具分散信用风险。为了支持民营企业发债融资、分散信用风险，监管部门或将进一步推出激励政策。2022年5月以来，为了支持民营房企发债融资，监管部门使用“债券发行+信用衍生工具”的融资新模式，鼓励中债信用增进公司、中证金融等创设机构为碧桂园、美的置业、旭辉集团、新城控股等民营房企创设了信用衍生工具。2023年，为进一步支持民营房企融资，监管部门将鼓励创设机构继续为民营房企创设信用衍生工具。

2022年7月，上海证券交易所推出组合型信用保护合约“CSI-SSE交易所民企CDX组合”，参照实体为一篮子优质民营企业，行业分散度高，覆盖存量民企债务规模

近600亿元，为市场提供了民企债券投资精准对冲工具，通过信用保护助力民企债券融资。2023年，为了支持民企发债融资，监管部门有望鼓励民企CDX组合扩展参照实体、推出新的民企CDX组合，进一步分散民营企业信用风险，增强投资者对民营企业的信心。

（二）信用联结票据积极支持中资机构境外发债并帮助投资者间接投资参照债券，但缺失信用评级

2022年，信用联结票据（CLN）快速增多，全年创设24笔，较2021年（3笔）大幅增加700.00%，为境内企业境外发行中资美元债和自贸区债券提供了重要支持，同时也便利了境内投资者投资境外债券。

参照中资美元债的CLN跨越境内、境外两个债券市场，交易结构比较复杂，信用风险相对隐蔽，产品估值比较困难，境内投资者往往难以进行投资决策。从国外经验来看，在成熟的信用衍生工具市场中，CLN普遍需要进行信用评级。专业的信用评级机构采用科学的评级方法可以全面揭示CLN的信用风险，为投资者的投资决策提供支持。目前，我国发行的CLN产品尚未进行信用评级，不利于揭示CLN的信用风险。

2023年，中资机构境外发行债券的信用风险可能持续暴露，我国企业境外发债的难度加大。CLN可以充分发挥跨市场投资和风险分散的优势，促进我国企业在境外发行中资美元债。随着我国CLN产品的成熟，我国可以参照国际经验，逐步推动CLN产品的信用评级，更好地为投资者揭示CLN产品的信用风险，帮助境内投资者更积极地认购参照境外债券的CLN，为我国企业境外发债提供更多的信用保护。

（三）保险机构参与信用衍生工具市场的积极性有待进一步提高

2022年，我国信用衍生工具市场既未出现保险机构创设的信用衍生工具，也鲜有保险机构购买信用衍生工具。在国际成熟的信用衍生工具市场，保险公司是主要参与者，为信用衍生工具市场提供了重要的流动性。

保险机构之所以不创设信用衍生工具，是受到银保监会发布的《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》（以下简称《通知》）的约束，《通知》规定保险资金可购买信用风险缓释工具和信用保护工具来对冲债券的信用风险，但保险机构不得作为信用风险承担方。这一规定尚待修订，保险机构才能获得创设CRMW的资格。

保险机构之所以很少购买信用衍生工具，可能与信用衍生工具减少资本占用力度不足有关。2021年1月，银保监会公布《保险公司偿付能力管理规定》，其中《保险

公司偿付能力监管规则第9号：《信用风险最低资本》规定信用衍生工具与参照债券合并计算最低资本，但信用衍生工具的CRM赋值偏低，节省的信用风险最低资本不多，导致保险机构购买信用保护的积极性仍然不够高。

未来，随着信用衍生工具市场的逐步成熟，我国监管部门可借鉴国际经验，允许资本实力雄厚、风控能力健全的保险机构提供信用风险保护，并加大信用衍生工具减少资本占用力度，鼓励更多保险机构购买信用保护，为信用衍生工具市场注入活力

。

附表

中国市场上短期融资(短期融资渠道有哪些)

名称	凭证起始日	凭证期限(天)	参照实体简称	参照债券	参照实体级别	参照实体企业性质	创设价格(元)	创设规模(亿)
22 青岛银行 CRMW001	2022/8/29	731	青岛旅游集团	22 青岛旅游 PPN001	AA*	地方国有企业	0.40	1.00
22 浙商银行 CRMW019	2022/5/30	731	城发集团	22 城发投资 MTN001	AA*	地方国有企业	1.82	0.20
22 浙商银行 CRMW023	2022/9/17	270	中新山集团	22 中新山 SCP001	AA	地方国有企业	2.00	0.40
22 浙商银行 CRMW034	2022/8/31	1096	开发公司	22 瑞瑞建司 MTN001	AA	地方国有企业	-	0.00
22 杭州银行 CRMW007	2022/3/21	270	华立	22 华立 SCP001	AA*	民营企业	0.50	2.10
22 杭州银行 CRMW006	2022/3/16	365	恒逸	22 恒逸 CP003	AA*	民营企业	3.25	2.00
22 交行 CRMW003	2022/7/21	1096	园博园公司	22 园博园 PPN002	AA	地方国有企业	1.90	3.00
22 浙商银行 CRMW056	2022/12/14	591	沙钢集团	22 苏沙钢 GN001	AAA	民营企业	1.00	0.40
22 南京银行 CRMW005	2022/3/16	1096	盐城城镇化	22 盐城城镇 PPN001	AA	地方国有企业	3.00	0.00
22 徽商银行 CRMW009	2022/4/27	1096	皖北煤电	22 皖北煤电 MTN001	AA	地方国有企业	2.82	2.80
22 交行 CRMW005	2022/4/25	1096	园博园公司	22 园博园 PPN003	AA	地方国有企业	2.00	0.90
22 浙商银行 CRMW055	2022/12/9	1096	梧州产投	22 梧州产投 PPN002	AA*	地方国有企业	2.50	3.00
22 浙商银行 CRMW016	2022/5/9	731	奥克斯	22 奥克斯 PPN001	AA*	民营企业	1.46	5.00
22 银河证券 CRMW001	2022/4/27	731	国控集团	22 曹妃甸控 MTN001	AA*	地方国有企业	2.86	0.50
22 中债增 CRMW001	2022/3/31	1096	中煤长江	22 中煤长江 MTN001	AA	中央国有企业	0.65	1.70
22 交行 CRMW008	2022/6/14	731	海发宝诚	22 中海租赁 MTN001	AA*	中央国有企业	0.65	4.00
22 中债增 CRMW002	2022/5/26	365	恒逸	22 恒逸 CP005 (高成长债)	AA*	民营企业	3.00	1.00
22 杭州银行 CRMW015	2022/9/16	1047	兴化城投	22 兴化城投 PPN002	AA	地方国有企业	1.70	0.15
22 浙商银行 CRMW049	2022/10/31	1096	凉山发展	22 凉山发展 MTN002	AA*	地方国有企业	2.05	0.40
22 徽商银行 CRMW004	2022/3/3	365	皖北煤电	22 皖北煤电 CP002	AA	地方国有企业	2.80	2.34
22 交行 CRMW007	2022/6/13	1096	镇江城建	22 镇江城建 PPN003	AA*	地方国有企业	1.00	3.00
22 浙商银行 CRMW024	2022/7/12	365	新希望商业保理	22 普惠 3 号 ABN001 优先 (乡村振兴)	-	民营企业	-	0.00
22 交行 CRMW014	2022/8/27	1096	方洋集团	22 方洋 PPN001	AA*	地方国有企业	1.96	4.00
22 东莞银行 CRMW010	2022/8/15	714	怀化高投	22 怀化高新 MTN001	AA	地方国有企业	2.99	0.50
22 徽商银行 CRMW010	2022/4/28	1096	蚌投集团	22 蚌投投资 PPN002	AA	地方国有企业	-	0.00

[1]联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在1-2个工作日得以解决，不包含在违约定义中。新增违约发行人是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人，包括公募债券和私募债券违约发行人。

[2]交易商协会《2022年信用风险缓释工具市场发展与运行情况》。

[3]根据2021年4月修订后的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》，资管产品应以管理人作为备案主体，因此一般交易商统计数量由资管产品修正为管理人维度。

[4]根据交易商协会《银行间市场凭证类信用风险缓释工具信息披露操作须知》，凭证类信用风险缓释工具分为公开创设和定向创设，公开创设的产品须在交易商协会网站、中国货币网、上清所、北金所网站披露。由于信息披露机制的差异，此处采用公开渠道获取到的数据进行分析，与CRMW市场整体规模有所出入。

[5]国际通用假设条件是：假设违约损失率为40%，回收率为60%。考虑到我国债券市场的违约历史较短，违约损失率和回收率数据积累不足，本报告暂时采用国际通用假设条件。

[6]创设机构最新主体信用等级均为AAA。

[7]付费方式为前端一次性付费、参照债券为信用债、采用簿记建档方式定价的CRMW样本。

[8]对参照实体主体信用等级进行赋值处理，AAA级为1，AA⁺级为2，AA级为3。

本文源自联合资信