

关于信托产品风险缓释工具的研究

目录

一、信托行业引入风险缓释工具的战略意义

- (一) 有利于解决信用悖论，促进信托行业可持续发展
- (二) 有利于完善市场化利率结构体系，推进信托行业统一市场的建立
- (三) 有利于完善信用风险分担机制，提高对民营企业的支持力度
- (四) 有利于防范系统风险，促进宏观金融平稳发展

二、海外信用风险缓释工具的发展概况

- (一) 诞生与平稳发展阶段（1995-2002年）
- (二) 迅速发展及过度投机阶段（2002-2008年）
- (三) 进一步规范发展阶段（2009年至今）

三、中国信用风险缓释工具的发展及现状

- (一) 我国试点信用风险缓释工具的背景
- (二) 信用风险缓释工具的试点开始（2010年-2016年）
- (三) 信用风险缓释工具不断拓展（2016年至今）

四、信托行业引入信用风险缓释工具的设计

- (一) 参与主体
- (二) 风险缓释工具定价
- (三) 制度框架
- (四) 运行机制
- (五) 市场环境

关于信托产品风险缓释工具的研究

风险缓释工具在发达国家已经运行较为成熟，目前，我国银行间市场已经有了部分信用风险缓释工具。随着信托行业规模的日益增大，国内外宏观经济的深刻变化，在信托行业设立风险缓释工具对于完善风险损失的市场化分担机制，促进信托行业更加平稳健康的发展，防范系统性金融风险，维护国家金融平稳发展具有重大战略意义。

一、信托行业引入风险缓释工具的战略意义

在信托行业引入风险缓释工具，有利于丰富信托行业的风险管理手段，完善风险损失的市场化分担机制，维护宏观经济金融平稳发展，对发挥金融支持加快经济发展方式转变和经济结构战略性调整具有重大现实意义。

（一）有利于解决信用悖论，促进信托行业可持续发展

风险缓释工具能够以市场化的方式剥离、转移和重组信用风险，丰富信托行业的风险管理手段，提高风险管理效率，为信托行业转型发展、平稳运行提供有力保障。此前，信托公司主要采取信用等级分类、集中度限制等方式静态地管理信用风险，信用风险缓释工具的推出使信托公司动态地管理信用风险成为可能，并且有效解决了传统资产转让过程中面临的“信用悖论”问题，有助于丰富信托公司金融媒介的内

涵，提高自身经营能力和竞争力。

通过信用风险缓释工具实现风险损失的市场化分担，既避免了风险的过于集中，也使其他机构有更多的工具来经营风险、获取收益。其结果是风险和收益得到了更加优化的配置，投资者参与信托产品的深度和广度得到拓展。

（二）有利于完善市场化利率结构体系，推进信托行业统一市场的建立

目前全行业 68 家公司每家产品都有不同定价的基准，相当于 68 家信托公司是 68 个分割的小市场。信托公司作坊式生产销售的现状，还远没有在市场上形成全国性的基准，没有形成大市场的市场经济形式。打通分割市场形成统一市场对于整个信托行业的持续健康发展意义重大。

一方面，风险缓释工具通过市场化的风险定价机制能够更加科学的匹配信托产品的参与主体，客观上促进了信托产品针对不同细分市场的差异化定价，实际上降低了市场平均成本，从而完善了现有的信托产品市场化利率结构体系。另一方面，风险缓释工具也是信托行业建立统一市场的纽带，对不同信托公司不同信托产品风险缓释工具的定价，实际上也是对各家信托公司不同信托产品的定价，这对于下一步打通 68 家信托公司的分割市场，建立信托行业统一市场具有战略性意义。

（三）有利于完善信用风险分担机制，提高对民营企业

的支持力度

信托行业的信用风险一直缺少市场化的分散分担机制，如果信托公司不主动解决风险项目（资金接续、刚性兑付等），委托人持有信托产品就必须承担信用风险，无法实现风险和收益的最优匹配。信用风险分担机制的不完善，极大地限制了资金充裕的风险厌恶型及资金短缺的风险偏好型投资者参与信托产品的深度和广度。风险相对较高、信用等级偏低、创新力强的部分民营企业得不到足够的金融支持，难以切实发挥金融促进经济结构调整的作用。

2018年10月22日召开的国务院常务会议决定运用市场化方式支持民营企业债券融资，由人民银行向专业机构提供初始资金支持，为民营企业发债提供增信支持。央行立即响应，宣告将引导设立民营企业债券融资支持工具，为民营企业增信，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。实际上是民营企业版本的风险缓释工具（CRM）。

（四）有利于防范系统风险，促进宏观金融平稳发展

总体上看，近10年以来我国基本处于宏观经济上行周期，国民经济保持了平稳较快增长的态势，各类资产的信用风险并不突出，为金融体系实现资产规模和资产质量的同步提升创造了有利的宏观环境。然而，宏观经济走势具有内在的周期性和波动性，信用风险在金融体系内部或某个金融子领域的过度集中，必然会给金融体系造成风险隐患。

在信托行业引入风险缓释工具能够有效促进了信托行业的信用风险在不同领域的合理配置和分散，使违约等信用事件造成的损失由更多不同类型的主体分担，有利于平抑宏观经济运行的顺周期现象，降低信用风险对经济金融体系的冲击，增强经济体的抗风险弹性，维护宏观金融稳定。

二、海外信用风险缓释工具的发展概况

CDS (Credit Default Swap)，即信用违约互换，又称信贷违约掉期，也叫贷款违约保险，是目前全球交易最为广泛的场外信用衍生品。诞生于美国，自 1995 年发展至今，按照其每段时期特定的历史背景和 CDS 市场的发展状况大致可分为诞生与平稳发展期、迅速发展及过度投机期和进一步规范发展期三大阶段。

(一) 诞生与平稳发展阶段 (1995-2002 年)

20 世纪 80-90 年代美国的银行监管趋严和不良资产压力加大促使银行积极寻找对冲风险、节省资本的工具，加上当时的低利率环境使得金融机构有意愿承担信用风险提供信用保护提升收益，因此特定的历史环境孕育了 CDS 的诞生，1995 年摩根大通发行了首只 CDS 产品。

表 1 美国信用风险缓释工具诞生背景

产生背景		具体
需求端	银行监管趋严带来的对冲风险、节省资本的压力	20 世纪中后期金融全球化和自由化程度加深，监管逐渐加强。监管标准逐渐转变到以巴塞尔协议为主通过约束资本充足率约束银行信用风险，迫使银行从传统的信贷简单持有到期逐步转向对信用风险的主动管理。
供给端	不良资产压力推动银行寻找风险对冲和改善资产负债表的工具	20 世纪 80-90 年代美国历经储贷危机、商用按揭违约及经济衰退，银行资产质量恶化等。这提升了银行对风险对冲、改善资产负债表的信用衍生工具的需求。
	低利率环境催生投资机构提升风险收益的追求，愿意承担风险提供此类信用保护	20 世纪 90 年代的全球流动性过剩导致利率持续低迷，金融机构投资者为了追求相对高的收益，宁愿承担一定的风险。信用违约互换增加了这些机构可投资产品的资产组合范围。

由于问世初期市场对其功能和风险仍不太了解，且缺乏统一的定价标准和信息披露机制，因此信用违约互换市场规模一直不大，直到 1996 年底 CDS 未到期名义金额仅 400 亿美金。1997 年亚洲金融危机和 1998 年俄罗斯债务危机使得金融机构充分认识了信用违约互换产品管理信用风险的有

效性和灵活性，且 ISDA 在 1999 年将 CDS 进一步规范化，包括创立标准化的 CDS 合约和规范场外交易秩序等，这推动了 CDS 后续的发展，到 2001 年 CDS 未到期名义金额达 0.92 万亿美元。

CDS 发展初期其交易的主要目的是对冲风险，而由于这一阶段参与者较少且相互了解彼此情况，CDS 运转情况良好，确实起到了分散风险的作用。

（二）迅速发展及过度投机阶段（2002-2008 年）

由于 CDS 发展初期经济形势较好，市场上的违约率非常小，许多投资者开始利用 CDS 进行投机和套利交易，CDS 规模迅速扩大。自 2002 年开始 CDS 未到期名义金额每年都保持着 100%以上的年增速，2003 年合约名义金额为 3.5 万亿美元，2005 年达到 17.4 万亿美元，2007 年底 CDS 名义市场规模达到了最高点 62.2 万亿美元，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，这意味着 CDS 市场投机规模巨大。

随后的次级房贷和资产证券化是 CDS 爆发式发展的重要推手之一。自 2000 年美国发生“网络泡沫”事件和随后发生的“911”事件，美国经济一蹶不振。美联储开始实行宽松的货币政策，大幅度地降息。原先只向信用等级高、收入稳定的客户发放优质贷款申请的投机商为了追求高利润开始向信用评级较低、还款能力较差的机构或者个人发放次级

抵押住房贷款和次优级贷款，扩展了房地产市场容量，促进了美国房地产市场的繁荣。同时，华尔街也在努力推广资产证券化的发展，产生了以住房抵押贷款为资产基础的 MBS，将 MBS 再打包便有了 CDO，CDO 还可以发行债券。

由于 CDS 市场快速扩容，定价严重脱离参考资产资质、报价偏低而难以补偿潜在风险。高杠杆、高收益使得市场出现过度投机，大量合约无真实债务对应，CDS 不再是单纯避险工具，为金融危机埋下了伏笔。随着 2008 年全球金融危机的爆发，大量 CDS 卖方无法履行约定的偿付义务（交易对手风险暴露），例如雷曼破产、AIG 等公司被政府回购，CDS 未到期名义金额回落至 38.56 万亿美元。

（三）进一步规范发展阶段（2009 年至今）

2008 年的金融危机暴露了 CDS 市场的诸多问题和风险，CDS 市场在危机后出现明显的缩减，随后监管部门从提倡单名称的 CDS 合约、加强立法监管、成立中央清算机制、合约标准化、信息披露等方面对 CDS 市场进行了大规模的、全面的改革。具有重要意义的是 ISDA 在 2009 年 3 月发布的“大爆炸”协定书（Big Bang Protocol）。

表 2 CDS “大爆炸” 协定的主要内容

改革办法	说明
票息标准化	调整前，大多数单一名称 CDS 是以年基准点的方式进行报价和交易；调整后 CDS 按照固定票息和前段费用方式进行交易
建立决定委员会	对信用事件的发生情况、类型及发生日期予以定夺；拥有对拍卖次数及相关条款的决定权；负责对可替代以及交付的债务进行表决。
强制拍卖机制	违约事件发生后通过竞标规定保护出售者向保护购买者赔付的价格

此后，国际 CDS 市场一直保持较平稳的发展，单一名称 CDS 等简单产品的市场份额逐渐上升，成为主流品种。至 2016 年 10 月，CDS 存量名义金额为 11.7 万亿美元。

三、中国信用风险缓释工具的发展及现状

整体来看，我国信用风险缓释工具 2010 年以中国银行间市场交易商协会正式推出了信用风险缓释工具（CRM）试点业务为起点，2016 年银行间市场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》至今，信用风险缓释工具不断拓展。

（一）我国试点信用风险缓释工具的背景

一是商业银行经营模式面临挑战。随着市场化改革的不

断深入，商业银行快速发展，资产规模和资本规模同步扩张，但商业银行粗放型的经营发展模式面临严峻挑战。2010年10月，银监会王兆星副主席指出，尽管过去几年我国商业银行发展成绩显著，但“过度依赖贷款增长、过度依赖存贷利差、过度依赖大企业和大项目、寄望于未来进行跨越性经营和业务雷同情况下的同业恶性竞争、依靠频繁的融资支撑信贷和资产的快速扩张”的经营发展模式具有不可持续性，难以支持商业银行的长远健康发展。

二是债券市场风险结构逐渐多元化。截至2010年11月末，银行间市场当年信用债券发行量达1.5万亿元，存量为3.5万亿元。随着债券市场风险结构从原来单一的利率风险逐渐向利率风险与信用风险并存的二元风险结构转变，我国在信用衍生产品领域长期空白的状况，使市场参与者难以通过市场化的信用衍生产品高效地对冲、转移和规避信用风险，无法实现信用风险的优化配置，容易造成风险积聚，蕴藏一定的系统性风险隐患。

三是金融市场融资结构不平衡。中小企业缺乏金融支持。中小企业利用直接债务融资工具融资十分有限。大型国有企业在银行信贷渠道的先天优势在直接融资渠道也得到了某种程度的延续，资金流向呈现出向大城市、大企业、大集团集中的趋势，中小企业发展缺乏有力的金融支持。

(二)信用风险缓释工具的试点开始(2010年-2016年)

在以上背景下，为丰富市场参与者信用风险管理手段，完善债券市场风险分担机制，促进金融市场持续健康发展，中国银行间市场交易商协会组织广大市场成员在吸取国际金融危机深刻教训的基础上，深入研究、充分论证，于2010年10月29日正式推出了信用风险缓释工具（CRM, Credit Risk Mitigation）试点业务。CRM的推出顺应了我国金融市场发展的客观要求，是市场成员务实创新的重大成果，是进一步发挥金融支持经济结构战略性调整的重要举措。CRM是一个“2+N”的产品体系，“2”即2010年发布的两项核心产品为CRMA及CRMW。

1. 信用风险缓释合约（Credit Risk Mitigation Agreement, CRMA）

CRMA是指信用保护买方按照约定的标准和方式向卖方支付信用保护费用，由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。信用风险缓释合约是以单一债券为标的的信用违约互换，针对的是某一主体的某一特定债项创设，非标准化的，一对一的，不可转让的。中债合约III号就是CRMA产品。

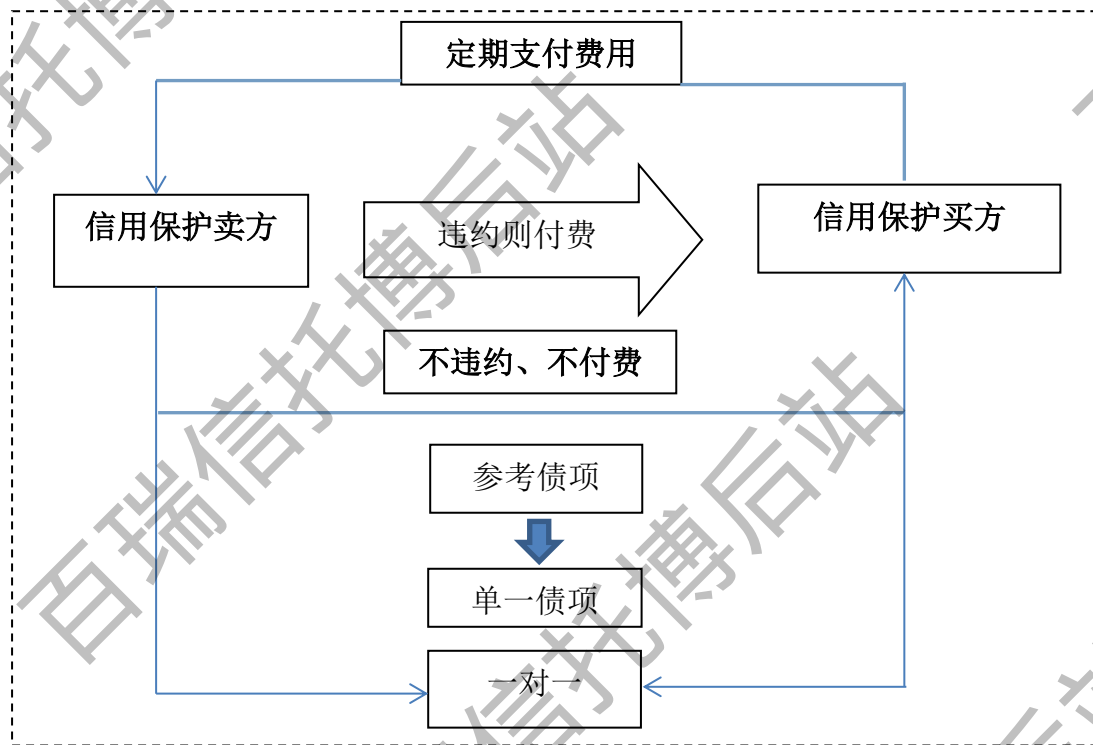


图 1 CRMA 示意图

2. 信用风险缓释凭证 (Credit Risk Mitigation Warrant, CRMW)

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。信用风险缓释凭证的结构与信用风险缓释合约类似，只是信用风险缓释凭证可以在全国银行间市场流通转让，是标准化的信用风险缓释合约。与 CRMA 的差异在于信用保护买房和卖方是非一对一关系的。中债合约IV号就是 CRMW 产品。

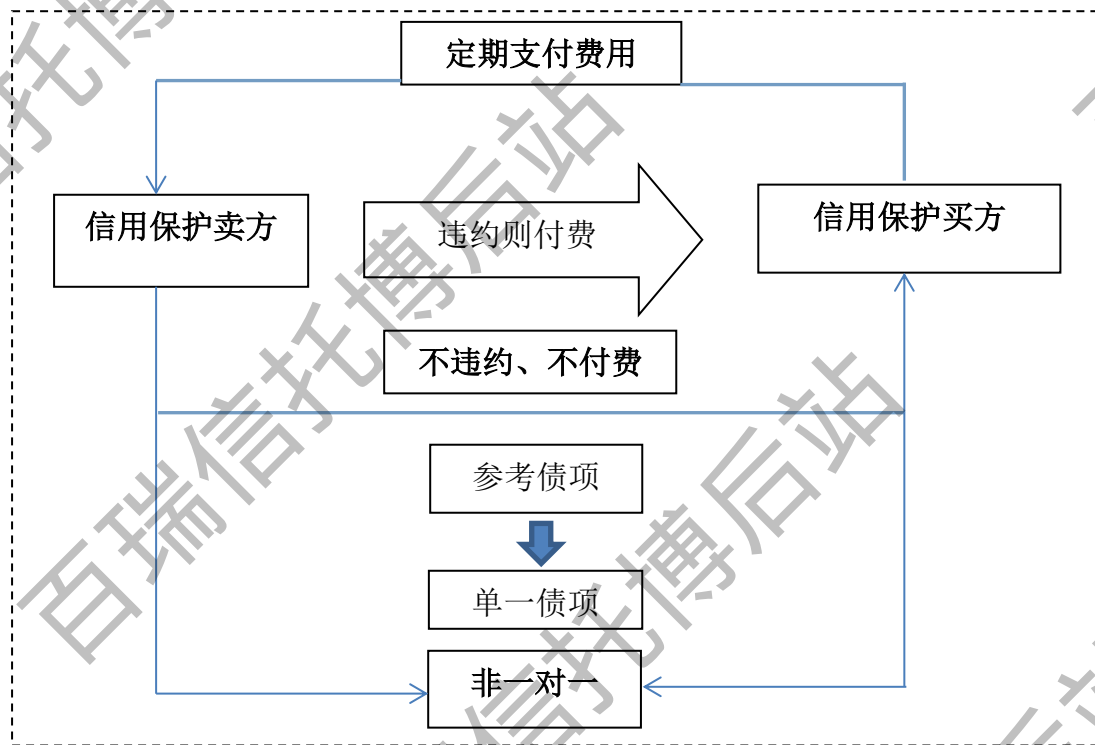


图 2 CRMW 示意图

(三) 信用风险缓释工具不断拓展 (2016 年至今)

2016 年 9 月 23 日，银行间市场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》，以及信用风险缓释合约 (CRMA)、信用风险缓释凭证 (CRMW)、信用违约互换 (CDS)、信用联结票据 (CLN) 等四份产品指引；与 2010 版相比，新版的《业务规则》增设了 CDS 和 CLN 两种新产品，其中 CDS 的最终落地受到市场普遍关注。目前，我国现有的信用衍生品（主要是信用风险缓释工具 CRM）主要是这四种。

1. 信用违约互换 (Credit Default Swap, CDS)

CDS 是在一定期限内，买卖双方就指定的信用事件进行

风险转换的一个合约。信用风险保护的买方在合约期限内或在信用事件发生前定期向信用风险保护的卖方就某个参照实体的信用事件支付费用，以换取信用事件发生后的赔付。与 CRMW 的差异在于参考债项为多债项。

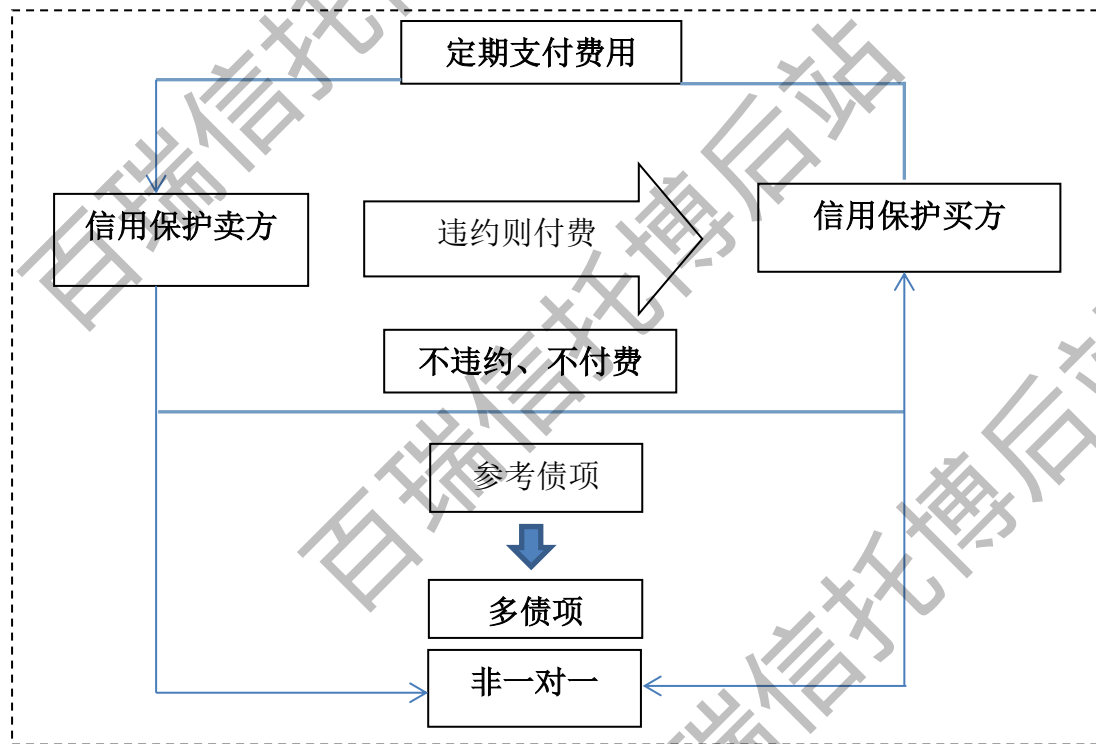


图 3 CDS 示意图

2. 信用联结票据 (Credit Linked Notes, CLN)

CLN 是附有现金担保的 CDS 产品，投资者购买 CLN 后，如果没有发生信用风险事件，就可以获得本金的利息和 CDS 保费两重收益；如果发生信用事件，投资者需要用认购的本金向发行主体进行担保赔付。

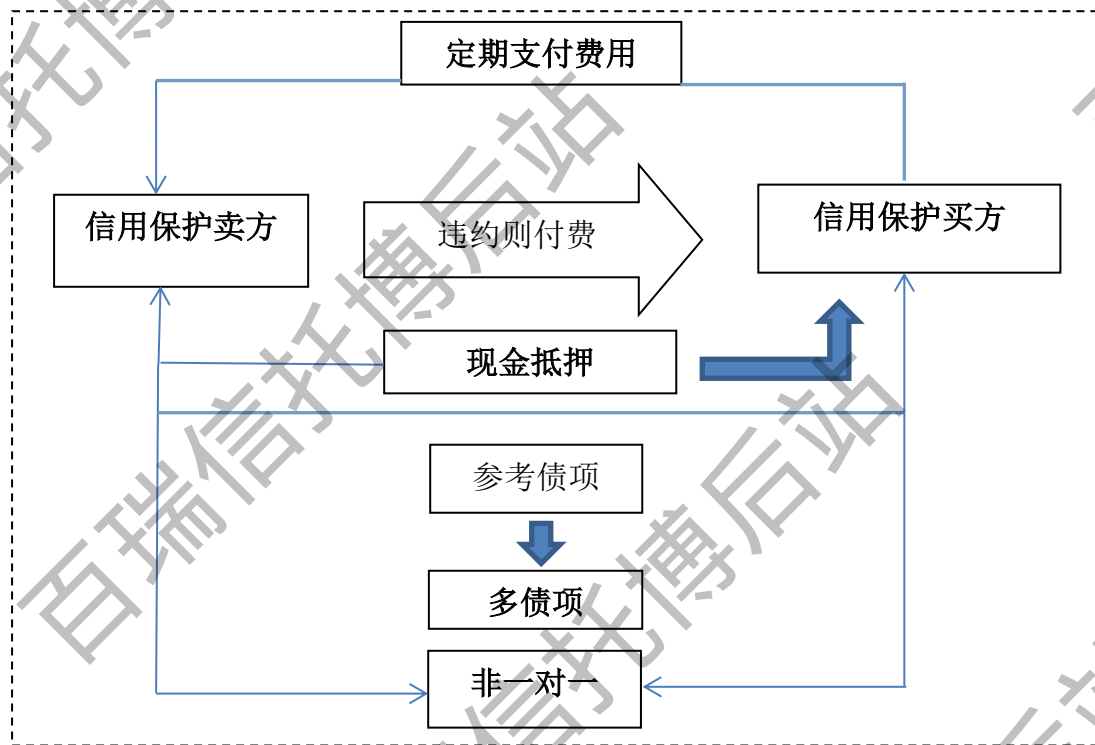


图 4 CLN 示意图

四、信托行业引入信用风险缓释工具的设计

依据银行业信用风险缓释工具的架构，考虑在信托行业引入信用风险缓释工具。

(一) 参与主体

不同于债，由于目前信托产品没有统一的流通市场，在初期，考虑以信托业保障基金作为主体，发起设立“信托业风险缓释合约”（Credit Risk Mitigation Agreement of TRUST Industry, CRMTI）。

1. 信托产品风险保护买方

信托产品风险保护的买方主要是信托公司和信托产品的委托人。一方面，信托公司可以为自已公司发行的信托产

品购买 CRMTI，相当于为信托产品加了一层风险保护，如果信托产品出风险，则由信托产品风险保护卖方提供责任内的赔偿，无需寻找资金进行接续或动用自有资金进行填补，有效地把风险化解在初级阶段；另一方面，信托公司可以将自己公司发行的产品分为保本和非保本两类，由委托人自行选择，愿意承担一定风险的委托人无需购买 CRMTI，追求更高的收益，不愿意承担风险的委托人则放弃一部分收益购买 CRMTI，追求更加稳健的收益。

2. 信托产品风险保护卖方

在初期，如图 5 所示，信托产品风险保护的卖方主要是信保基金或其指定的第三方。由信保基金对根据不同信托公司发行的不同信托产品情况，给单个信托产品的 CRMTI 定价。信托产品风险保护的卖方获得买方为 CRMTI 支付的费用，在信托产品本金范围内承诺风险赔偿责任。如果信托产品发生风险，那么信托产品风险保护的卖方向买方支付责任范围内赔偿，如果信托产品顺利到期清算，没有发生风险，信托产品风险保护的卖方无需再向买方支付费用。

3. 未来发展方向

在设立初期，CRMTI 的参与方只有信托产品委托人、信托公司和信保基金或其指定第三方。未来，建立 CRMTI 的流通市场，拓展 CRMTI 的参与方，银行、保险公司等金融机构和实体企业均可以参与其中，实现 CRMTI 的市场化定价。

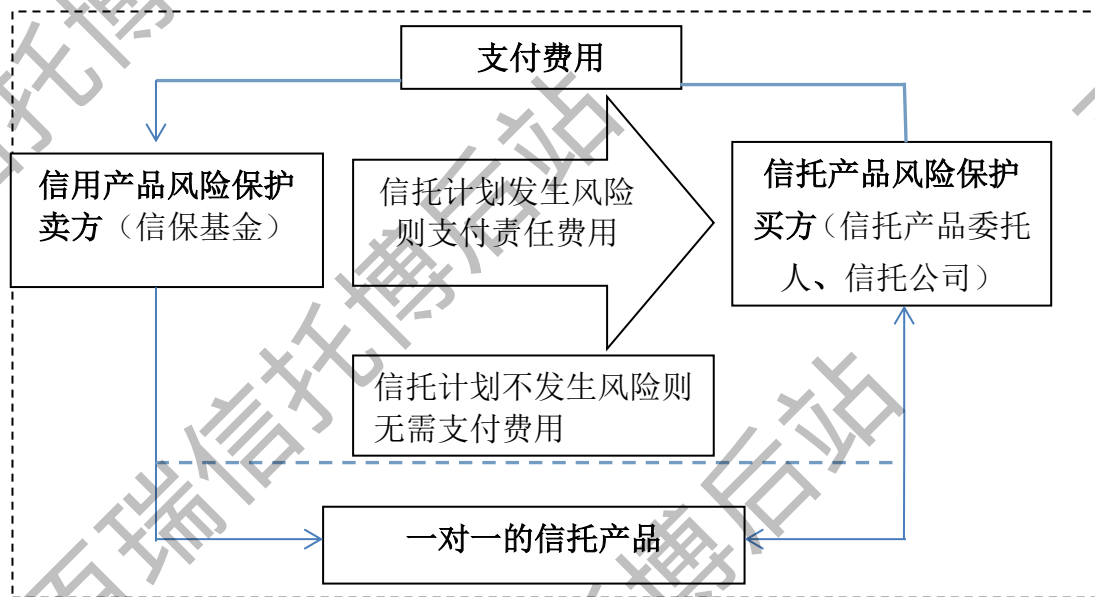


图 5 CRMTI 示意图

(二) 风险缓释工具定价

理论上说，与其他的金融衍生产品一样，对于不含期权的信用衍生产品，定价的基本理念就是对未来的现金流进行折现，得到的净现值（NPV）就是其价格。除了通过客观发生的历史违约数据进行推测外，国际上运用比较广泛的是通过 Merton 模型、简约化模型、Monte Carlo 模拟等数学方法构造无风险套利下的风险中性违约概率。

由于我国信用衍生产品市场起步较晚，此外，信托产品对于信用风险相关的基础数据累积时间较短，信息涵盖面也较窄，上述方法的应用受到较大限制。可以考虑参考历史风险发生概率、发行信托产品的信托公司综合评级，不同信托产品的投向差异等对 CRMTI 进行定价。将部分信托公司符合条件的部分信托产品先拿出来进行试点运行，后期逐步扩大

范围。随着 CRMTI 的运行，相关的数据信息会日益丰富，后期如果上市流通后，市场成员能够通过真实的市场价格不断验证和修正既有的定价方法和模型，不断提高定价准确性。在此过程中，可充分发挥信托业协会的自律组织作用，推动建立集中的 CRMTI 信息库，并组织市场成员开展 CRMTI 定价专项研究，探索建立一套充分符合我国信托行业实际的、科学的定价方法和模型。

（三）制度框架

我国在探索场外金融衍生产品市场发展的实践过程中，始终秉持有管理的场外金融衍生产品市场发展思路，相关金融主管部门和自律组织已为信用衍生产品创新与发展初步搭建了制度框架。银监会于 2008 年 10 月颁布了《商业银行信用风险缓释监管资本计量指引》，规定了信用衍生工具的风险缓释作用，确立了信用衍生产品缓释风险资本的制度基础。交易商协会于 2009 年 3 月制定发布了《NAFMII 主协议》，以及配套的交易确认书参考文本和信用衍生产品定义文件，在确立中国场外金融衍生产品交易主协议“中国标准”的同时，为信用衍生产品搭建了必要的法律合约框架。

但是，针对信托行业的风险缓释监管政策目前还没有，需要根据 CRMTI 的特点量身定制相关的制度和文件。例如对信托行业风险衍生产品定义文件，标准化交易确认书、凭证说明书等相关的法律文本，以促进交易的顺利实施，降低法

律风险。

(四) 运行机制

1. 信息披露机制

CRMTI 作为信托行业的创新产品，为在市场上流通做准备，需要在信息披露和风险防范方面有较为细致的规范，完善的信息披露是市场流通的基础。鉴于目前很多信托产品信息披露不充分，可以先将部分信托公司的部分信托产品作为试点，成熟一批，推进一批。信托业协会和信保基金可以建立集中的 CRMTI 信息库，充分发挥协会贴近市场的信息优势和客观中立地位，对市场信息进行系统收集、整理、发布和分析，既为市场参与者提供必要的权威信息，也为监管部门提供重要的决策依据。

2. 信用评价机制

我国的信用评级机构起步较晚，数据、技术和人才储备较弱，目前还没有针对信托产品的信用风险评价信息，客观上给 CRMTI 定价造成了困难。初步考虑，可以充分发挥信托业保障基金和信托业协会的作用，在对目前 68 家信托公司综合评级的基础上，再对不同信托公司发行的不同类别信托产品进行评级，类似 AA 级债和 AAA 级债的债权评级方式对信托产品进行评级，作为单一信托产品的风险缓释工具定价参考标准。

3. 交易主体交易机制

在 CRMTI 推出初期，考虑 CRMTI 的买方（信托公司、信托产品委托人）直接与信保基金或其指定第三方交易。后期，则考虑引入交易商对 CRMTI 进行报价，制定完善的 CRMTI 风险事件决定规则和程序，以及拍卖结算机制，CRMTI 的标准化集中清算等，建立健全市场配套机制安排。

（五）市场环境

CRMTI 作为一种金融衍生产品，相关的会计、税收和法律制度存在一定的不确定性，市场外部环境有待进一步完善。例如，对于 CRMTI 的会计处理方法没有明确规定，而且，市场参与者通过 CRMTI 进行套期保值的效果如何在财务报表上显示；在税收方面，如何对没有基于交易目的金融衍生产品（CRMTI）进行征税。

因此，有关主管部门应考虑 CRMTI 与目前相关的会计、税收和法律制度的适用性和协调性，为 CRMTI 的推出和运行提供良好的外部环境保障。在实践先行的同时，推动解决我国 CRMTI 等金融衍生品的法律适用性问题，夯实金融衍生产品市场发展的法律基础。