

资产支持证券内嵌信用风险缓释工具探讨：创新金融工具的整合与优势

本文作者：结构融资四部 宋旭

导言：

资产支持证券（Asset-Backed Securities，简称 ABS）和信用风险缓释工具（Credit Risk Mitigation，简称 CRM）作为金融市场的创新工具，各自具备独特的优势。将 CRM 内嵌于 ABS 中使其作为一个整体的资产组合，可以进一步提高投资者的风险控制能力，促进企业尤其是民营企业的融资发展。本文将深入探讨资产支持证券内嵌信用风险缓释工具的产生背景、评级关注点、优势和制约因素，并展望其对金融市场的积极影响。

正文：

一、产生背景

资产支持证券（Asset-Backed Securities，简称 ABS）是一种债券性质的金融工具。资产证券化就是原始权益人将预期能够产生稳定现金流的资产通过结构化等方式进行组合，以其现金流为支持发行有价证券出售给投资者的过程，其向投资者支付的本息来自于基础资产池产生的现金流或剩余权益。资产支持证券市场的发展具有典型的政策导向，先后经历了初步试点（2004—2008 年）、金融危机停滞发展（2008—2011 年）、重启试点（2011—2014 年）和快速增长（2014 年之后），各类产品放量增长的标志性事件是放开审批制（严素华，2022 年）。2020—2022 年度，全市场资产支持证券（含信贷 ABS、企业 ABS 和 ABN）发行规模分别为 2.91 万亿元、3.14 万亿元和 2.00 万亿元，资产支持证券已经逐渐成为我国债券市场一个不可或缺的品类。

缓释是一种策略，意在降低、转移或消除金融资产或投资组合中存在的某种风险，使得投资者在控制该种风险的同时能够得到稳定回报。根据美国货币监理署（OCC）的分类，信用风险缓释工具主要包括信用违约互换（CDS）、总收益互换（TRS）、信用差价期权（CSO）以及信用连接票据（CLN）以及指数类的 CDS 指数，担保债务凭证（CDO）、互换期权（Swaption）和分层指数交易（Trenched Index Trades）等衍生金融产品（卜振兴，2019）。根据 2023 年《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，信用风险缓释是指商业银行运用合格的抵质押品、净额结算、保证和信用衍生工具等方式转移或降低信用风险，信用风险缓释的工具包括抵质押品、净额结算协议、保证/保险、信用衍生工具等，其中抵质押品、保证比较常见。交易商协会在 2010 年发布的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》中将用于管理信用风险的信用衍生产品定义为信用风险缓释工具。信用风险缓释工具具体分类为合约类产品和凭证类产品，其中，合约类产品为信用违约互换（Credit Default Swap，简称 CDS）和信用风险缓释合约（Credit Risk Mitigation Agreement，简称 CRMA），凭证型为信用联结票据（Credit Linked Note，简称 CLN）和信用风险缓释凭证（Credit Risk Mitigation Warrant，简称 CRMW）。CRMW 和 CRMA 于 2010 年首次公开亮相，均是盯紧参考主体单一债务的产品，不同点在于 CRMW 是标准化合约，需要由在交易商协会备案的创设机构进行创设，并且可以在二级市场

场流通转让。2016 年，交易商协会相继推出了 CDS 和 CLN，这两类是盯紧参考实体一揽子债务的产品，进一步拓展了 CRM 工具的品类。由于目前市场上 ABS 的多为单一项目发行，涉及的信用风险缓释工具多用 CRMW 和 CRMA，故下文仅摘取 CRMW 和 CRMA 进行进一步研究。

表 1 CRMA 和 CRMW 介绍

项目	CRMA	CRMW
推出时间	2010 年 10 月	2010 年 10 月
产品类型	合约类产品	凭证类产品
交易场所	场外	场内
创设备案	无需协会备案和资格准入	需要在交易商协会登记备案
创设规模	无明确限制	不得超过该标的债务总余额的 500%
标的债务种类	债权、贷款或其他类似债务	债权、贷款或其他类似债务
结算方式	实物结算或现金结算	实物结算或现金结算
结算机构	可以自行双边清算，也可以通过上海清算所清算	只能由上海清算所“集中登记、集中托管、集中清算”

资料来源：《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》

CRMW 和 CRMA 的本质是违约保险。买方支付费用后，在买入的标的债务违约时能获得卖方的偿付。CRMW 和 CRMA 设计的初衷是将信用风险从标的债务中提取出来，在不同风险偏好的投资人之间进行转移。CRMW 和 CRMA 盯紧的标的债务产品类型多样，主要有短期融资债券、中期票据和公司债等，融资主体涉及民营企业、国有企业和中外合资企业等。我国被允许交易信用风险缓释合约（CRMA）的只有 9 家中资商业银行和 5 家外资银行¹。现行信用风险缓释合约（CRMA）的交易平台是中国银行间市场交易商协会，交易由中国银行间市场交易商协会金融衍生品专业委员会监管。CRMW 的投资者范围为已签署和备案《中国银行间市场金融衍生品产品交易主协议（凭证特别版）》的银行间债券市场投资人，分为核心交易商和一般交易商。根据交易商协会官网披露，截至 2023 年 7 月底，市场中有核心交易商 66 家，主要为商业银行和证券公司；另有 56 家一般交易商，为各类型资产管理人，涉及 308 只资管产品。根据公开数据显示，2016 年出现了首单以资产支持证券为标的债务的 CRMW 工具“16 中信建投 CRMW001”，此后该细分领域一度沉寂，直到 2019 年才重新恢复。

相较于传统的资产支持证券产品，内嵌 CRMW 和 CRMA 的资产支持证券组合（以下简称“内嵌组合”）是指将 CRMW 和 CRMA 作为资产支持证券交易安排的一部分，以进一步提高投资者的风险控制能力。通过将 CRMW 和 CRMA 内嵌于资产支持证券中，投资者可以在获得资产现金流收益的同时，通过 CRMW 和 CRMA 分散信用风险，提高资产支持证券整体的信用质量。在宏观经济下行，企业尤其是民营企业融资困难的大背景下，对于内嵌组合的研究具有广泛且实际的意义。

二、评级关注点

理论上评级机构倾向于将内嵌 CRMW 和 CRMA 的资产支持证券作为一种资产的“组合”。在做信用级别评定时，将信用风险缓释工具作为一种违约保险，当资产证券化产品本身发生违约事件时能够触发工具的使用，从而可以使得该资产组合能够得到足额兑付的进一步保障。这样使得该内嵌组合可以依托创设机构的履约能力得到整体的信用提升。为了达到上述的目的，笔者梳理了 CRMW

¹ 9 家中资银行为国家开发银行、中国银行、建设银行、交通银行、工商银行、光大银行、民生银行、兴业银行、浦发银行。5 家外资银行为汇丰银行（中国）、德意志银行（中国）、巴黎银行（中国）、花旗银行（中国）、巴克莱银行（上海分行）。

和 CRMA 和资产支持证券从发行设立到结束清算的各个环节，认为有以下几个问题需要明晰。

（1） 发行设立时

首先在资产证券化产品发行设立时，为了使得优先级资产支持证券的持有人能够被信用风险缓释工具全覆盖到，信用风险缓释工具需要与优先级资产支持证券进行等金额 1:1 的发行配售。同时需要信用风险缓释工具创设文件和资产证券化募集文件中应共同约定，投资该资产组合的投资人须同时按比例投资这两种产品。

另外，对于优先级资产支持证券存续期限超过一年的产品来说，信用风险缓释工具的创设期限需要与优先级资产支持证券剩余期限一致。创设费用在创设初期前端一次性缴纳，以防止后续因创设费用缴纳不足而造成的信用风险缓释工具失效。

（2） 存续期限内

在该内嵌组合存续期间，为了保证优先级资产支持证券持有人能获得信用风险缓释工具的全程信用支持，该资产组合需要被捆绑交易，即投资人买入/卖出 CRM 产品时，必须向同一交易对手买入/卖出相同本金金额的优先级资产支持证券。

（3） 期末触发后

信用风险缓释工具属于违约保险，一般需要设置支付违约事件，在事件发生后的约定时间内进行赔付。传统的资产支持证券预设预期到期日，但同时设置了法定到期日，从预期到期日至法定到期日为基础资产的处置时间。评级机构一般会以资产支持证券在法定到期日是否能够还本付息作为判定是否最终违约的标准。但市场上的证券投资人更为关心预期到期日是否可足额收回本息。如果将上述两种单独的产品打包为一个内嵌组合，那么对于违约的概念就需要重新认定。笔者建议鉴于目前市场上投资人的惯例是紧盯资产支持证券兑付的预期到期日，信用风险缓释工具的触发事件需要前置。触发事件置于预期到期日之前，给信用风险缓释工具的赔付留出适当的交割时间，从而保证信用风险缓释工具的交割不晚于预期到期日。

此外，CRM 产品和资产支持证券作为两个独立的产品，在清算时存在两套独立的体系。具体来说，CRMA 由于是合约制产品，设置相对自由，买卖双方可以自行双边清算，也可以通过上海清算所逐笔结算。CRMW 由于可以在二级市场上单独流通，清算流程较为严格，必须由上海清算所“集中登记、集中托管、集中清算”。目前市面上主流的资产证券化产品有三类：信贷 ABS、企业 ABS 和 ABN。信贷 ABS 的登记结算机构主要为中央国债登记结算有限责任公司，企业 ABS 的登记结算机构为中国证券登记结算有限责任公司（或中证机构间报价系统登记结算机构），ABN 登记结算机构为上海清算所。换句话说，内嵌组合会涉及两套分配清算体系，当单独的资产支持证券到期兑付触发信用风险缓释工具的使用时，会出现资产支持证券清算体系没有资金兑付，投资人从信用风险缓释工具的清算体系得到兑付的情况。因此需关注的是，当 CRM 产品的卖方通过相关清算体系完成实物结算或现金结算之后，资产支持证券需要终止，届时资产支持证券清算是否可以原状分配等方式完成清算需要进一步验证。

三、内嵌组合的优势

第一，内嵌组合的优势在于提供了更加灵活和多样化的投资选择，同时增强了投资组合风险控制能力。首先，传统的资产证券化产品将特定资产转化为可交易的证券，通过切分现金流瀑布形成信用级别不同，期限不同的证券化产品，形成第一步的风险分散化。将信用风险缓释工具内嵌于资产支持证券中，可以进一步将信用风险从其中分离出来。投资者可以选择购买不同风险水平的证券和相应的信用风险缓释工具，以满足其风险偏好和投资目标。

第二，内嵌组合的优势可以提高企业尤其是民营企业融资效率，帮助其获得更多的融资机会，提高融资效率。近年来我国宏观经济下行，企业融资面临困难。自 2018 年外部融资环境收紧后，民营企业面临更大的流动性压力，部分民营企业出现流动性危机甚至发生债券违约，债券违约的频频发生又加剧了投资者对民营企业信用能力的担忧，从而进一步恶化了民营企业的融资环境和信用环境。传统的资产证券化产品当发行主体为民营企业时，可能会遇到发行效率放缓，认购倍数不足的问题。此时内嵌组合就可以起到缩短融资周期，从而加快企业的资金周转速度的作用。

第三，内嵌组合通过增发信用风险缓释工具，金融机构可以获得更多的收入来源，同时也可以为企业提供更全面的金融服务。

四、内嵌组合的制约因素

内嵌组合也面临一些挑战。首先，我国信用风险缓释工具的市场建立时间不长，尚未建立起有效的评估和定价模型，以确保投资者能够准确评估风险和回报。若定价过高，将提高发行人的发行成本，若过低则无法准确衡量信用风险，从而影响 CRMW 和 CRMA 卖方的参与热情。其次，供需不平衡。受备案和准入许可的限制，信用风险缓释工具的供给方过少，相比于我国 4.37 万亿²资产证券化市场规模来说可以提供 CRMW 和 CRMA 产品的卖方数量还远远不够，供需明显失衡。此外，内嵌组合为了能使信用风险缓释工具和资产证券化产品进行更好的衔接和融合，需要在 CRMW 和 CRMA 产品的条款上定制一些内容。CRMW 由于是凭证类产品，条款和要求相对固定，定制内容的认定还需要市场的进一步检验。

结论：

随着金融市场的不断发展，信用风险缓释工具和资产支持证券均作为一种重要的金融工具发挥着各自的作用。将两种产品进行整合是理论上的又一次创新。评级机构也对这类资产组合在一个评级周期内进行了不同维度思考。这种创新工具的实现，将起到多样化投资选择、提高融资效率的作用。但这类创新产品的实施也面临着很多制约因素，需要市场内不同角色的参与者贡献自己的智慧和力量。

[1]严素华·人保资本：打开评级黑匣子：资产支持计划信用分析要点, 2022-09-28

[2]卜振兴·信用风险缓释工具发展的理论与实践研究[J]·湖北社会科学,2019,(9)

[3]联合资信·专题研究：民营企业的信用环境变化、经营能力及竞争力表现, 2022-05-25

² 该数据为截至 2023 年 6 月 30 日时点数据，包含信贷 ABS、企业 ABS 和 ABN。