

信用风险缓释工具知多少

——固定收益专题报告

分析师：李元玮

SAC NO: S1150518080002

2018年12月21日

证券分析师

李元玮

022-23873121

liyw@bhzq.com

核心观点：

● 信用风险缓释工具的环境：政策支持发展

当前经济面临着下行压力，信用债违约数量增加，今年再创新高，民营企业融资难融资贵问题突出，面对不乐观的融资环境，企业需要信用风险缓释工具支持债券融资；政策方面支持力度加大，着力解决融资难融资贵问题，鼓励发展信用风险缓释工具，扶持方向明确，尤其是加大了针对民营企业的融资支持。

● 信用风险缓释工具的现状：银行间四款产品，交易所试点阶段

2016年9月23日，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规则》，目前银行间市场信用风险缓释工具包括信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换和信用联结票据。上交所和深交所的试点业务目前均是采用信用保护合约的形式，由交易双方一对一签订合同，且不可转让，后续交易所将研究发布信用保护工具的相关业务规则，推进业务的常规化开展。

从已发行的信用风险缓释凭证来看，创设机构主要是以银行和中债增信为主，工具需要由具有较强风险识别和控制能力的专业机构进行管理和运作；标的主体倾向于暂时遇到流动性困难，但仍具备竞争实力的企业；期限以一年以内短期为主；且并未完全覆盖标的债券的发行规模，由投资者根据自己的风险偏好选择性认购工具，同时也减轻了创设机构的风险管理压力。上交所和深交所试点的四单业务的标的主体均是信用等级较高的民营企业，创设机构都是标的债券的主承销商，相当于以其自身信用为债券进行了增信。

“债券+工具”新业务模式向市场释放了积极信号，增加了债券发行成功率，降低了债券的发行成本。

● 信用风险缓释工具的未来：值得期待

就国内宏观环境而言，将继续坚持稳中求进的工作总基调，虽然去杠杆节奏有所放缓，但方向并没有改变，不会出现货币政策“大水漫灌”式的强刺激，更多是依赖于金融体制的改革和政策方向的引导。虽然目前包括纾困基金在内的众多举措已经落地，但融资难融资贵问题依旧严峻，问题的解决是长期持续的过程，仍需要信用风险缓释工具的支持，且违约事件的频发也会使得越来越多的投资者意识到违约风险保护的重要性。虽然现在业务的发展主要是依靠政策的推动，但信用风险缓释工具是按照市场化运作，随着业务加快发展成熟，其未来市场空间值得期待。

● 风险提示

政策推动不及预期，标的企业、发行机构的基本面变动超预期等。

目 录

1. 信用风险缓释工具发展的环境.....	4
1.1 民营企业融资难融资贵.....	4
1.2 政策暖风强劲.....	5
2 信用风险缓释工具的前世今生.....	7
2.1 什么是信用风险缓释工具.....	7
2.2 信用风险缓释工具的现状.....	9
2.2.1 信用风险缓释工具的分类.....	9
2.2.2 信用风险缓释工具的参与者.....	10
2.2.3 银行间市场已发行信用风险缓释凭证的情况.....	11
2.2.4 交易所试点的信用保护工具的情况.....	16
2.3 国内外 CDS 的对比.....	16
3. 信用风险缓释工具未来发展可期.....	18
4. 风险提示.....	19

图 目 录

图 1: 经济面临下行压力, 第二产业承压.....	4
图 2: PMI 降至荣枯线, 仍存下行压力.....	4
图 3: 违约债券数量增加, 2018 年再创新高.....	5
图 4: 每年首次违约主体中民企占比均超 50%.....	5
图 5: 民企信用债净融资额 2018 年多次为负 (亿元).....	5
图 6: 信用风险缓释工具应用示意图.....	7
图 7: 一般交易商中非法人产品占比最高.....	11
图 8: 核心交易商中银行占比最高.....	11
图 9: 标的主体评级多在 AA+ 以上, 信用资质较好.....	12
图 10: 响应政策号召, 支持民企债务融资.....	12
图 11: 国际 CDS 规模“先扬后抑”(单位: 万亿美元).....	17
图 12: 国际 CDS 参考实体以 A/BBB 为主.....	17
图 13: 国际 CDS 的期限以 1~5 年期为主.....	17
图 14: 国际 CDS 参与机构范围广泛.....	18

表 目 录

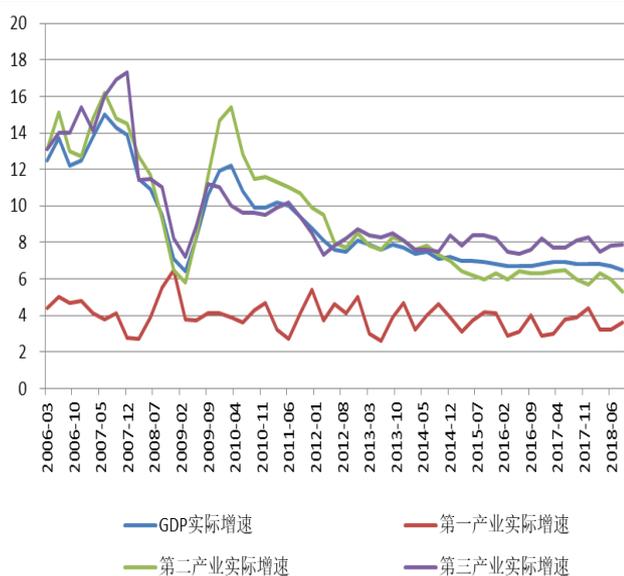
表 1: 近期频频刮起吹向民企的政策暖风.....	6
表 2: 2010 年与 2016 年银行间信用风险缓释工具业务规则对比情况.....	8
表 3: 银行间市场信用风险缓释工具的比较.....	9
表 4: 截至 2018 年 12 月 3 日已发行信用风险缓释凭证信息.....	13
表 5: 交易所试点的信用保护工具信息.....	16
表 6: 国内外 CDS 的对比.....	18

1.信用风险缓释工具发展的环境

1.1 民营企业融资难融资贵

当前经济面临着下行压力，尤其第二产业承压明显。2014年打破刚性兑付后，信用债违约数量增加，2018年再创新高。截至11月底新增违约债券109只，涉及规模1026.66亿元，较2017年增加了259%，首次发生违约的企业共有39家，处于近年来的高位，在违约主体中，民营企业占比超过一半，融资难融资贵问题突出。银行风险偏好下降，资管新规使得非标融资受阻，市场融资环境并不乐观，造成2018年民企信用债净融资额多次为负值，而资金的净流出影响投资者情绪，进一步加剧了融资困难。面对融资难融资贵的现状，企业需要信用风险缓释工具支持债券融资。

图 1: 经济面临下行压力，第二产业承压



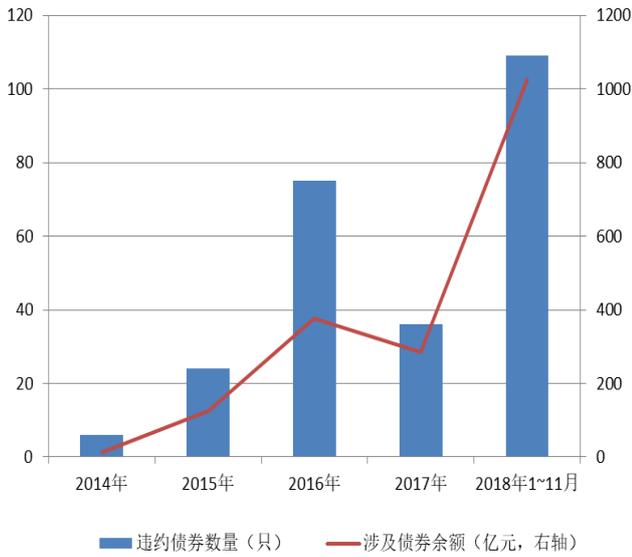
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: PMI 降至荣枯线，仍存下行压力



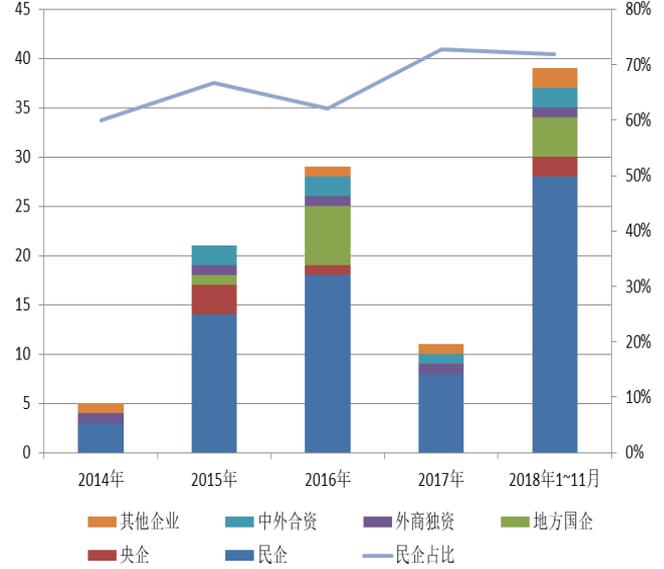
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 违约债券数量增加, 2018 年再创新高



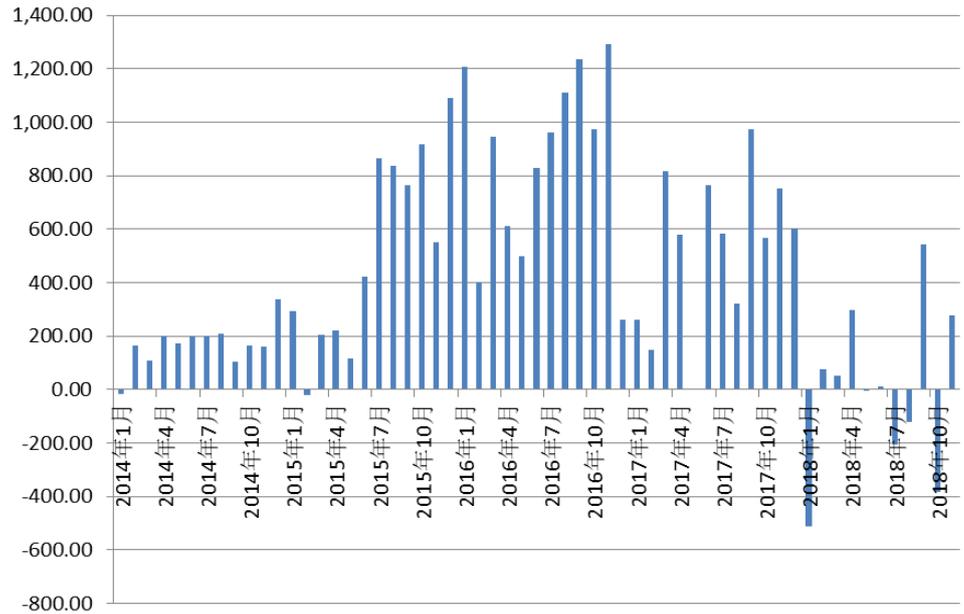
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 每年首次违约主体中民企占比均超 50%



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 民企信用债净融资额 2018 年多次为负 (亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.2 政策暖风强劲

2018 年 10 月 22 日, 李克强总理主持召开国常会, 会议指出: 针对当前民营企业融资难, 运用市场化方式支持民营企业债券融资, 由人民银行依法向专业机构提供初始资金支持, 条件成熟时可引入商业银行、保险公司资金自愿参与, 建立风险共担机制。同日人民银行发布公告: 设立民营企业债券融资支持工具, 毫不

动摇支持民营经济发展，公告中称民营企业债券融资支持工具由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。随后的政治局会议和民营企业座谈会上也都提出了要支持民营企业发展，解决融资难融资贵的问题，政策扶持方向明确，无论是从政策举措中的具体目标还是传递的信号方面，均鼓励了信用风险缓释工具的创设，尤其是针对民营企业的融资支持。

表 1: 近期频频刮起吹向民企的政策暖风

时间	事件	相关内容
10月19日	刘鹤接受采访	必须进一步深化研究在减轻税费负担、解决融资难题、完善环保治理、提高科技创新能力等方面支持中小微企业发展的政策措施；支持民营企业发展，提高金融可及性，减轻各类负担
10月19日	易纲接受金融时报采访	推动实施民营企业债券融资支持计划，通过信用风险缓释为部分发债遇到困难的民营企业提供信用增信服务，带动民营企业整体融资恢复
10月19日	刘士余接受新华社采访	探索运用成熟的信用增进工具，帮助民营企业特别是民营控股上市公司解决发债难的问题，支持中小型民营企业发行高收益债券、私募债券和其他专项债务工具
10月22日	国常会	运用市场化方式支持民营企业债券融资，由人民银行依法向专业机构提供初始资金支持，条件成熟时可引入商业银行、保险公司资金自愿参与，建立风险共担机制
10月22日	央行发布公告	民营企业债券融资支持工具由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资
10月26日	上交所表示深化债券市场功能，助力民营企业健康发展	适应市场发展需求，借鉴国内外市场经验，发挥专业机构在风险识别和管理方面的优势和作用，健全风险分担机制，近期推出信用增进工具，缓解民营企业融资难、融资贵问题
10月26日	国务院政策例行吹风会	通过信用风险缓释，为部分债券发行遇到困难的民营企业提供增信支持，进一步促进民营企业产品和服务创新发展
10月31日	中共中央政治局会议	要坚持“两个毫不动摇”，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难
11月1日	民营企业座谈会	不断为民营经济营造更好发展环境，帮助民营经济解决发展中的困难，支持民营企业改革发展，变压力为

		动力；要优先解决民营企业特别是中小企业融资难甚至融不到资问题，同时逐步降低融资成本
11月9日	国常会	加大金融支持缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵；拓宽融资渠道；激发金融机构内生动力，解决不愿贷、不敢贷问题；力争主要商业银行四季度新发放小微企业贷款平均利率比一季度下降1个百分点
11月9日	郭树清接受中央媒体采访	对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%
11月16日	国税总局发布《关于实施进一步支持和服务民营企业发展若干措施的通知》	认真落实和完善政策，促进民营企业减税降负；持续优化营商环境，增进民营企业办税便利；积极开展精准帮扶，助力民营企业纾困解难；严格规范税收执法，保障民营企业合法权益；切实加强组织实施，确保各项措施落实见效

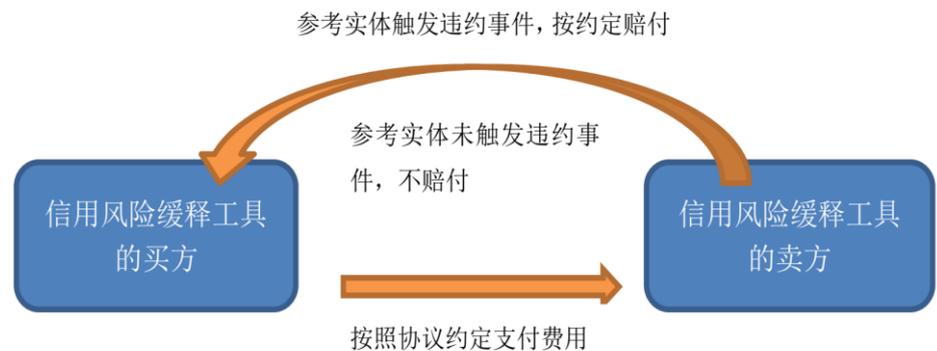
资料来源：央行官网，上交所，深交所，银保监会官网，渤海证券研究所

2 信用风险缓释工具的前世今生

2.1 什么是信用风险缓释工具

信用风险缓释工具是应用于管理信用风险的信用衍生产品，相当于一款违约保险，买方需要向卖方支付一定金额的“保险费”获取信用风险的保护，将信用风险转移给卖方，如果标的债务（或参考实体）触发违约事件，卖方将按照约定的方式对买方进行赔付，从而弥补买方因违约而产生的损失。

图 6：信用风险缓释工具应用示意图



资料来源：渤海证券研究所

早于 2010 年 10 月 29 日，银行间市场交易商协会就发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，包括信用风险缓释合约（CRMA）、信用风险缓释凭

证 (CRMW) 及其它用于管理信用风险的简单基础性信用衍生产品, 标志着中国版的 CDS 开始启动。时隔 6 年, 2016 年 9 月 23 日, 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规则》, 在原来的两类信用风险缓释工具的基础上增加了信用违约互换合约 (CDS) 和信用联结票据 (CLN), 并配套发布了《信用风险缓释合约业务指引》、《信用风险缓释凭证业务指引》、《信用违约互换业务指引》、《信用联结票据业务指引》和《中国场外信用衍生产品交易基本术语与使用规则 (2016 年版)》。相比于 2010 年版业务指引, 主要有以下几点变化:

- (1) 产品更加丰富, 新增的信用违约互换和信用联结票据更加复杂, 标的由某个具体的债务拓展到债务的承担主体;
- (2) 参与者更加明确, 仅限定在核心交易商与一级交易商, 且一级交易商只能与核心交易商进行交易;
- (3) 凭证类产品创设登记制度有所简化;
- (4) 标的债务范围放松, 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信用风险缓释工具业务;
- (5) 风险控制管理更加严格;
- (6) 交易产生纠纷时, 结果报送时限有所放宽。

表 2: 2010 年与 2016 年银行间信用风险缓释工具业务规则对比情况

	2010 年的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》	2016 年的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》
产品	信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证	信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换合约、信用联结票据
参与者	核心交易商可与所有参与者进行信用风险缓释工具交易, 其他交易商可与所有交易商进行出于自身需求的信用风险缓释工具交易, 非交易商只能与核心交易商进行以套期保值为目的的信用风险缓释工具交易	参与者应向交易商协会备案成为核心交易商或一般交易商, 核心交易商可与所有参与者进行信用风险缓释工具交易, 一般交易商只能与核心交易商进行信用风险缓释工具交易
凭证类产品的创设	信用风险缓释凭证实行创设登记制度, 是否接受信用风险缓释凭证创设登记由银行间市场金融衍生产品专家会议决定; 创设机构应在披露文件发布后的 5 个工作日内完成信用风险缓释凭证的销售工作	凭证类信用风险缓释工具实行创设备案制度, 创设机构向交易商协会秘书处提交创设备案文件; 创设机构应在创设披露文件发布后的 10 个工作日内通过交易商协会综合业务和信息服务平台及其他指定平台完成销售工作
标的债务范围约束	交易者不得开展以其自身债务或关联机构债务为标的的信用风险缓释工具业务	参与者不得开展以其自身债务为标的的债务或以自身为参考实体的信用风险缓释工具业务, 开

展以关联方债务为标的债务或关联方为参考实体的信用风险缓释工具业务应予以披露，并在信用风险缓释工具存续期按季度向交易商协会报告

风险控制指标	任何一家交易商对某一标的债务的信用风险缓释工具净买入、卖出余额不得超过该标的债务总余额的 100%；任何一家交易商的信用风险缓释工具净卖出总余额不得超过其注册资本或净资本的 500%；针对某一标的债务的信用风险缓释凭证创设总规模不得超过该标的债务总余额的 500%	增加：任何一家核心交易商的信用风险缓释工具净卖出总余额不得超过其净资产的 500%；任何一家一般交易商的信用风险缓释工具净卖出总余额不得超过其相关产品规模或净资产的 100%
纠纷结果报送时限	接到生效的仲裁裁决或法院判决的次一工作日 12:00 之前，将结果送达交易商协会	接到生效的仲裁裁决或法院判决的十个工作日内，将结果送达交易商协会

资料来源：银行间市场交易商协会，渤海证券研究所

2.2 信用风险缓释工具的现状

2.2.1 信用风险缓释工具的分类

目前银行间市场信用风险缓释工具包括信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换和信用联结票据。信用风险缓释合约和信用违约互换属于合约类产品，由买卖双方之间达成协议，相当于“私人订制”，不能流通转让；信用风险缓释凭证和信用联结票据属于凭证类产品，相当于标准化合约，可以在银行间市场流通转让。早期出现的信用风险缓释合约和信用风险缓释凭证参考的是某一实体的具体债务，只有当特定的债务触发违约条件时，卖方才对买方提供保护，违约债务的结算对于该实体的其他债务影响较小；而信用违约互换和信用联结票据参考的是实体的信用情况，范围有所扩大，理论上同一主体的所有债务都会受到保护。但按照业务规则的规定，现阶段非金融企业参考实体的债务种类限定于在交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具，不包括公司债、企业债等品种，随着未来信用风险缓释工具参与主体的增多，交易定价机制更加完善，参考标的的债务范围有望继续扩大。

表 3：银行间市场信用风险缓释工具的比较

	信用风险缓释合约	信用风险缓释凭证	信用违约互换	信用联结票据
定义	交易双方达成，约定在未来一定期限内，买方按照约定的标准和方式向卖方支付信用保护费	由标的实体以外的机构创设，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	交易双方达成的，约定在未来一定期限内，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	由创设机构向投资人创设，投资人的投资回报与参考实体信用状况挂钩的附有现金担保的信

	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		卖方就约定的一个或多个参考实体向买方提供信用风险保护的金融合约	用衍生产品
类别	合约类	凭证类	合约类	凭证类
标的	标的债务	标的债务	一个或多个参考实体	参考实体
创设备案	无要求	创设机构需经专业委员会认可备案，并提交创设备案文件	无要求	创设机构需经专业委员会认可备案，并提交创设备案文件
是否可以转让流通	否	是	否	是
特殊规定	任何一家参与者对某一标的债务的信用风险缓释合约净买入、卖出余额不得超过该标的债务总余额的 100%	参与者应签署《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（凭证特别版）》；创设机构可视需要为信用风险缓释凭证提供保证金等履约保障机制；创设机构可买入自身创设的信用风险缓释凭证并予以注销；任何一家参与者对某一标的债务的信用风险缓释凭证买入、卖出余额不得超过该标的债务总余额的 100%，针对某一标的债务的信用风险缓释凭证创设总规模不得超过该标的债务总余额的 500%	非金融企业参考实体的债务种类限定于在交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具；交易时确定的信用事件范围至少应包括支付违约、破产，根据参考实体信用情况的不同，可纳入债务加速到期、债务潜在加速到期以及债务重组等其他信用事件	参与者可作为投资人认购和转让信用联结票据；创设机构可直接或通过特定目的实体创设信用联结票据；现阶段非金融企业参考实体的债务种类限定于在交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具

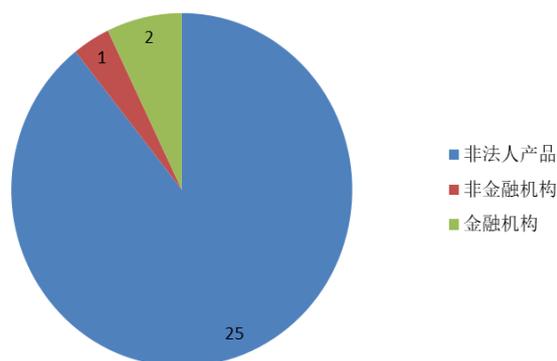
资料来源：银行间市场交易商协会，渤海证券研究所

上交所和深交所贯彻党中央、国务院支持民营企业发展的指示精神，缓解民营企业融资难融资贵问题，积极推进信用保护工具业务试点，信用保护工具包括信用保护合约和信用保护凭证。试点业务目前均采用信用保护合约的形式，由交易双方一对一签订合同，且不可转让，后续交易所将研究发布信用保护工具的相关业务规则，推进业务的常规化开展。

2.2.2 信用风险缓释工具的参与者

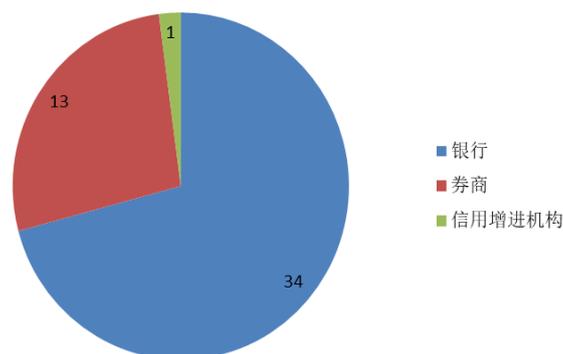
银行间信用风险缓释工具的参与者中，一般交易商包括非法人产品和其他非金融机构等，核心交易商包括金融机构、合格信用增进机构等。截至 2018 年 11 月，共有 28 家一般交易商，主要是以非法人产品为主，目前共 25 只；核心交易商共有 48 家，主要以银行为主。具备一定条件的核心交易商可以备案成为信用风险缓释凭证和信用联结票据的创设机构，目前共有 42 家信用风险缓释凭证的创设机构和 40 家信用联结票据的创设机构。

图 7：一般交易商中非法人产品占比最高



资料来源：银行间市场交易商协会，渤海证券研究所

图 8：核心交易商中银行占比最高



资料来源：银行间市场交易商协会，渤海证券研究所

2.2.3 银行间市场已发行信用风险缓释凭证的情况

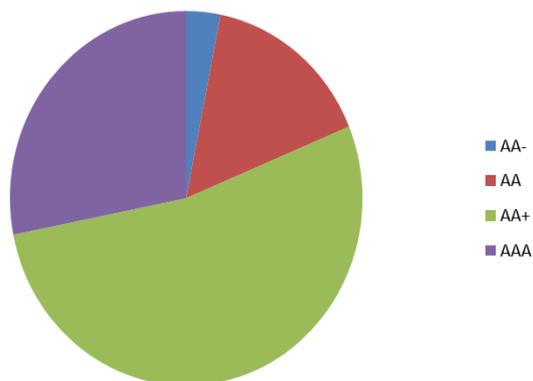
根据 wind 资料显示，截至 2018 年 11 月 30 日银行间市场共有 41 只信用风险缓释凭证，其中有 31 只产品于今年发行，一方面是因为市场环境的变化增加了对于信用风险缓释凭证的需求，另一方面是因为倾向于扶持民营企业的政策暖风增加了信用风险缓释凭证的供给，供需合力共同推动了业务的发展。

从已发行的信用风险缓释凭证来看，创设机构主要是以银行和中债增信为主，其中中债增信独立或者联合其他金融机构发行的产品占比达 43.9%，是目前信用风险缓释工具市场份额最大的一家机构。信用风险缓释工具需要由专业机构进行管理和运作，专业机构要在债券市场信用增进和风险管理方面有丰富的经验，具有较强的信用风险识别管理和控制能力。因此交易所信用保护工具业务的试点也会倾向于选择风险管理能力强的金融机构。

对应的 32 家标的主体中，AA+ 以上的企业占比 81%，信用资质较好，符合业务开展的初衷，是用于支持暂时遇到流动性困难，但仍具备竞争实力的企业。这也符合市场化运作的规律，能够有效发挥市场在金融资源配置中的作用。早期的信用风险缓释凭证多是挂钩中央国企或是地方国企，没有民营企业的身影，近期密

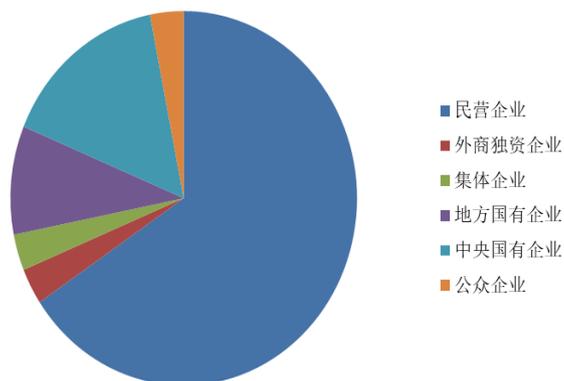
集发行的产品中民营企业占比达 87.5%，反映出支持民营企业融资的政策落地效果显著，监管层积极贯彻落实党中央的决策部署。标的主体性质和评级的变化也反映在了凭证的创设价格中，早期凭证的价格较低，在 0.23~0.87 之间，平均为 0.39，随着标的偏向于民企以及评级的下沉，价格上涨，最高达 2.61。

图 9: 标的主体评级多在 AA+以上, 信用资质较好



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 响应政策号召, 支持民企债务融资



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

凭证的期限主要是以短期为主，一年以内的凭证占比达 93%。早期的凭证起始日多滞后于标的债券的上市日，期限也一般短于标的债券的发行期限，2018 年四季度密集发行的产品凭证起始日均早于标的债券一个交易日，且期限一致，体现了“债券+凭证”的新业务模式，在债券发行的同时提供信用风险缓释凭证的认购，为标的债券在整个存续期内提供违约保护，从而增加债券发行成功率，降低债券的发行成本，但区别于担保捆绑的模式，凭证可以选择性认购，提高了灵活性，满足了不同风险偏好投资者的需求。12 月 13 日，央行公告称中信银行为天士力医药集团股份有限公司中期票据“18 天士力医 MTN002”创设的信用风险缓释凭证“18 中信银行 CRMW002”落地，成为首单民营企业中长期债券融资支持工具，有了缓释凭证的“加保”，投资者对该债券的认可度较高，债券全场认购倍数 2.95，发行价格 4.45%，创 2017 年以来境内民营企业同期限债券发行的最低价。

信用风险缓释凭证并未完全覆盖标的债券的发行规模，计划发行金额与标的债券余额之比的平均值为 31.03%，表明并非所有的投资者都需要“保护”。风险偏好较低的投资者在购买债券的同时可以选择购买信用风险缓释凭证获得“安全感”，这同时也降低了创设机构风险管理的压力。

表 4: 截至 2018 年 12 月 3 日已发行信用风险缓释凭证信息

证券代码	证券简称	创设机构	标的主体	最新主体评级	债券简称	创设价格(元/百元名义本金)	凭证期限(天)	实际发行金额(亿元)	计划发行金额(亿元)	凭证起始日
021800033.IB	18 宁波银行 CRMW002(18 富邦 SCP001)	宁波银行	富邦控股集团	AA	18 富邦 SCP001	2.2	270		5.0	2018-11-30
021800031.IB	18 交行 CRMW002(18 永达 SCP004)	交通银行	永达集团	AA	18 永达 SCP004	1.7	180		1.0	2018-11-30
021800032.IB	18 光大银行 CRMW002(18 欧菲科技 SCP002)	中国光大银行	欧菲科技	AA+	18 欧菲科技 SCP002	1.2	270		2.5	2018-11-30
021800030.IB	18 浙商银行 CRMW001(18 海亮 CP003)	浙商银行	海亮集团	AA+	18 海亮 CP003	2.6	365		1.4	2018-11-30
021800029.IB	18 中信银行 CRMW001(18 九州通 SCP008)	中信银行	九州通	AA+	18 九州通 SCP008	1.0	270		1.0	2018-11-28
021800027.IB	18 交行 CRMW001(18 富通 SCP006)	交通银行	富通集团	AA+	18 富通 SCP006	1.6	270		2.0	2018-11-28
021800028.IB	18 光大银行 CRMW001(18 花园 SCP003)	中国光大银行	中国花园	AA+	18 花园 SCP003	2.5	270		0.9	2018-11-28
021800024.IB	18 中债增 CRMW006(18 珠江投管 SCP004)	中债增信	珠江投管集团	AA	18 珠江投管 SCP004	1.8	270	1.0	1.0	2018-11-27
021800025.IB	18 中债增与南京银行联合 CRMW001	中债增信+南京银行	红豆集团	AA+	18 红豆 SCP005	1.8	270	1.5	1.5	2018-11-27
021800026.IB	18 中债增与兴业银行联合 CRMW001	中债增信+兴业银行	中天科技	AA+	18 中天科技 SCP001	0.5	180	0.1	1.0	2018-11-27
021800023.IB	18 青岛银行 CRMW001(18 瑞康医药 SCP005)	青岛银行	瑞康医药	AA+	18 瑞康医药 SCP005	2.0	180	0.6	1.5	2018-11-26
021800022.IB	18 兴业银行 CRMW001(18 亨通)	兴业银行	亨通集团	AA+	18 亨通 SCP014	1.5	180	2.0	2.0	2018-11-22

	SCP014)									
021800020. IB	18 浦发 CRMW001 (18 复星 高科 SCP002)	浦发 银行	复星	AAA	18 复星高科 SCP002	0.2	180	1.0	1.0	2018-11-22
021800021. IB	18 中债增与北京 银行联合 CRMW001	中债 增信+ 北京 银行	银建	AA	18 银建 CP001	1.6	365	0.5	0.5	2018-11-22
021800018. IB	18 中债增与交行 联合 CRMW001 (18 碧水源 CP002)	中债 增信+ 交通 银行	碧水 源	AA+	18 碧水源 CP002	1.1	365	2.5	5.0	2018-11-19
021800019. IB	18 江苏银行 CRMW002 (18 亨通 SCP013)	江苏 银行	亨通 集团	AA+	18 亨通 SCP013	1.4	240	2.5	2.5	2018-11-19
021800017. IB	18 招行 CRMW002 (18 三安 SCP003)	招商 银行	三安 集团	AA+	18 三安 SCP003	2.0	180	2.5	2.5	2018-11-16
021800016. IB	18 招行 CRMW001 (18 欧菲 科技 SCP001)	招商 银行	欧菲 科技	AA+	18 欧菲科技 SCP001	1.0	180	1.6	2.5	2018-11-14
021800009. IB	18 工行 CRMW001 (18 盈峰 CP001)	中国 工商 银行	盈峰 控股	AA+	18 盈峰 CP001	0.5	365	3.5	3.5	2018-11-12
021800013. IB	18 中债增与工行 联合 CRMW001 (18 正泰 SCP001)	中债 增信+ 工商 银行	正泰 集团	AA+	18 正泰 SCP001	0.5	180	0.6	1.5	2018-11-09
021800015. IB	18 中行 CRMW001 (18 荣盛 SCP006)	中国 银行	荣盛 集团	AA+	18 荣盛 SCP006	0.9	270	2.0	2.5	2018-11-09
021800010. IB	18 工行 CRMW002 (18 珠江 投管 SCP003)	中国 工商 银行	珠江 投管 集团	AA	18 珠江投管 SCP003	1.5	270	2.5	2.5	2018-11-09
021800011. IB	18 中债增 CRMW005 (18 奥克 斯 CP002)	中债 增信	奥克 斯	AA+	18 奥克斯 CP002	0.5	365	0.7	1.0	2018-11-09
021800014. IB	18 中债增与中行 联合 CRMW001 (18 亨通 SCP012)	中债 增信+ 中国 银行	亨通 集团	AA+	18 亨通 SCP012	1.4	270	2.0	2.0	2018-11-09
021800012. IB	18 中债增与杭州 银行联合 CRMW001	中债 增信+	恒逸 集团	AA+	18 恒逸 SCP007	1.8	270	1.0	1.0	2018-11-09

		杭州 银行								
021800008. IB	18 江苏银行 CRMW001 (18 红豆 SCP004)	江苏 银行	红豆 集团	AA+	18 红豆 SCP004	1.3	270	2.5	2.5	2018-11-07
021800007. IB	18 中债增与浙商 银行联合 CRMW001	中债 增信+ 浙商 银行	中债 增信	AAA	18 德力西 SCP001	1.0	270	1.0	1.0	2018-11-05
021800006. IB	18 杭州银行 CRMW001 (18 红狮 SCP006)	杭州 银行	红狮	AAA	18 红狮 SCP006	0.4	269	1.0	1.3	2018-10-16
021800004. IB	18 中债增 CRMW003 (18 红狮 SCP006)	中债 增信	红狮	AAA	18 红狮 SCP006	0.4	269	0.4	1.3	2018-10-16
021800003. IB	18 中债增 CRMW002 (18 荣盛 SCP005)	中债 增信	荣盛 集团	AA+	18 荣盛 SCP005	1.0	270	1.0	5.0	2018-10-15
021800001. IB	18 中债增 CRMW001 (18 太钢 MTN001)	中债 增信	太钢 集团	AAA	18 太钢 MTN001	0.4	365	0.4	0.4	2018-09-20
021607001. IB	16 中信建投 CRMW001	中信 建投			16 农盈 1 优先	0.3	1791	8.0	8.0	2016-08-31
021101001. IB	11 中债增 CRMW001	中债 增信	赣粤 高速	AAA	10 赣粤 CP03	0.3	242	0.5	0.5	2011-03-23
021001003. IB	10 中债增 CRMW003	中债 增信	清华 控股	AAA	09 清控 MTN1	0.5	605	1.0	1.0	2010-12-31
021006001. IB	10 兴业银行 CRMW001	兴业 银行	攀钢 集团	AA	10 攀钢集 CP02	0.3	286	0.5	0.5	2010-12-31
021005001. IB	10 浦发银行 CRMW001	浦发 银行	郑煤 集团	AA-	10 郑煤 CP01	0.5	335	0.5	0.5	2010-12-30
021004001. IB	10 汇丰中国 CRMW001	汇丰 银行 (中 国)	中国 石油	AAA	10 中油股 MTN3	0.3	365	0.1	0.1	2010-12-27
021001002. IB	10 中债增 CRMW002	中债 增信	中国 网通 通信	AAA	10 联通 CP02	0.3	301	1.0	1.0	2010-11-24
021002001. IB	10 交行 CRMW001	交通 银行	TCL 集 团	AAA	10TCL 集 CP01	0.4	268	0.5	0.5	2010-11-24
021001001. IB	10 中债增 CRMW001	中债 增信	中国 网通 通信	AAA	10 联通 MTN1	0.9	1032	1.3	1.3	2010-11-24

021003001.IB	10 民生银行 CRMW001	中国 民生 银行	云铜 集团	AA+	10 云铜 CP01	0.2	331	2.0	2.0	2010-11-23
--------------	--------------------	----------------	----------	-----	------------	-----	-----	-----	-----	------------

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2.2.4 交易所试点的信用保护工具的情况

交易所的信用保护工具业务尚属于试点阶段。根据上交所和深交所的公开信息整理,显示试点的四单业务的标的主体均是信用等级较高的民营企业,表明工具重点用于支持暂时遇到流动性困难的优质民营企业债务融资。创设机构都是标的债券的主承销商,相当于是以其自身信用为债券进行了增信,且债券与工具同时发行,开创了“债券融资+信用保护工具”的新服务模式,向市场释放出积极信号,提升了投资者的认购热情,提高了发行效率,降低了融资成本。以国泰君安创设的红狮控股集团的信用保护合约为例,簿记日提前了4个交易日,债券全场认购倍数达3.03倍,发行票面利率为5.5%,位于簿记区间5.5%~7%的下限,且与前期发行的18红狮01相比,融资成本降低了13.25%。

表5: 交易所试点的信用保护工具信息

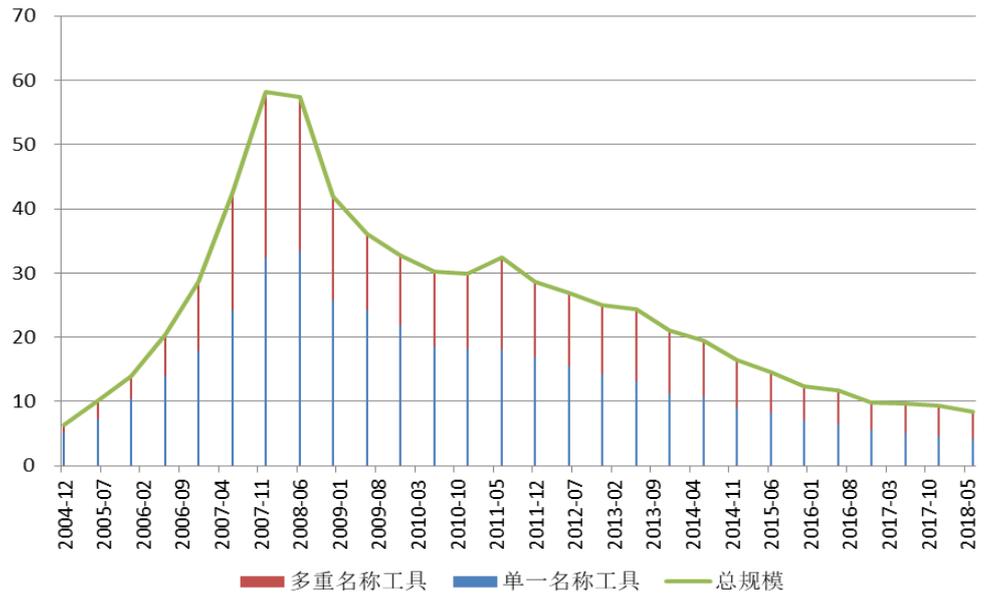
交易所	标的主体	标的债务	主体性质	主体评级	创设机构	票面利率
上交所	红狮控股集团	S18 红狮 2	民营企业	AAA	国泰君安	5.5%
上交所	金诚信	18 金诚 01	民营企业	AA	中信	7.5%
深交所	苏宁电器	18 苏电 02	民营企业	AAA	国泰君安	-
深交所	恒逸集团	18 恒集 03	民营企业	AA+	中信	6.9%

资料来源: 上交所, 深交所, 渤海证券研究所

2.3 国内外 CDS 的对比

早期的 CDS 主要应用于对冲风险,参与者较少,产品简单,主要是以单一名称工具为主,因为违约率较低,所以投资者开始利用 CDS 投机套利,推动 CDS 规模迅速扩张。未平仓名义本金由 2004 年底的 6.4 万亿美元增长到 2007 年底的峰值 58.24 万亿美元,增长率高达 8 倍,产品结构也越来越复杂,多重名称工具占比增加。但 2008 年金融危机爆发后,很多 CDS 的卖方无法履行偿付义务,进一步加剧了危机的严重性,市场开始认识到 CDS 累积的系统性风险。危机过后 CDS 规模呈现递减趋势,2018 年上半年未平仓名义本金规模达 8.35 万亿美元,尽管国际 CDS 规模缩水严重,但仍远高于国内信用风险缓释工具的规模,我国 CDS 业务尚处于初步发展阶段,未来还有很大的发展空间。

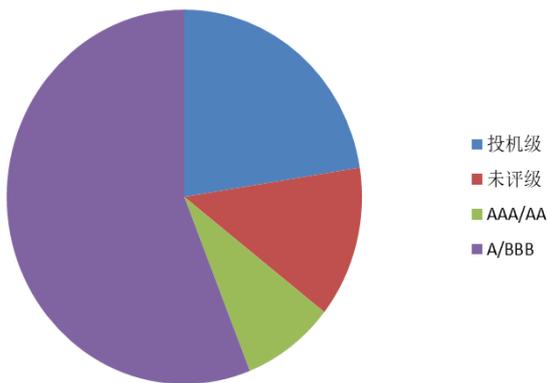
图 11: 国际 CDS 规模“先扬后抑”(单位: 万亿美元)



资料来源: BIS, 渤海证券研究所

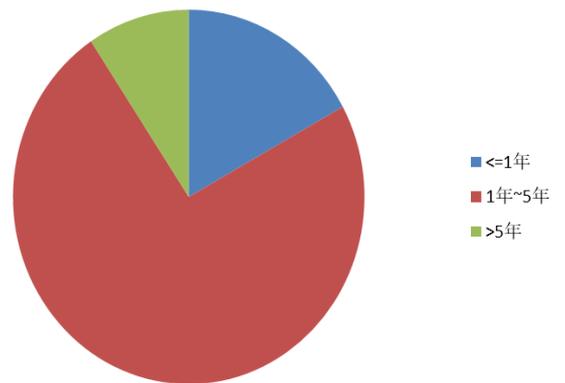
国际 CDS 参考实体的评级多是 A 或者 BBB 级别, 2018 年上半年占比达 56%, 期限以 1~5 年期为主, 占比达 73.61%。如果标的信用风险过高, 则愿意承担风险提供违约保护的机构较少, 信用风险过低的话, 则投资者购买的积极性不高, 因此 CDS 的买卖是市场化的过程, 最终将集中于信用风险适当的标的, 起到对冲风险的目的。国际 CDS 参与者范围广泛, 除了做市商和中央清算机构占有大部分比重以外, 银行、券商、保险、担保机构、对冲基金都是主要的参与者, 国内目前还是主要以银行为主, 银行的风险偏好较低, 也是主要的买方机构。

图 12: 国际 CDS 参考实体以 A/BBB 为主



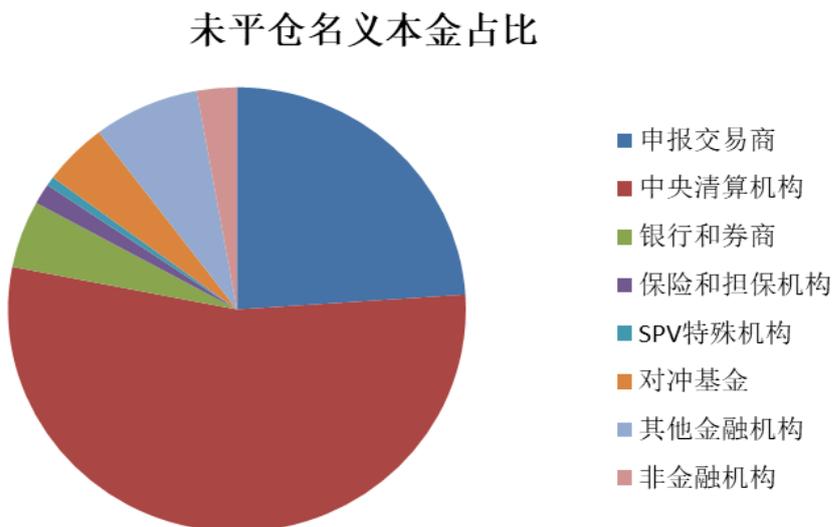
资料来源: BIS, 渤海证券研究所

图 13: 国际 CDS 的期限以 1~5 年期为主



资料来源: BIS, 渤海证券研究所

图 14: 国际 CDS 参与机构范围广泛



资料来源: BIS, 渤海证券研究所

国内外 CDS 最大的不同在于定价机制上。虽然都是针对信用风险定价, 但国内目前采用簿记建档的方式, 国外主要使用违约率和回收率指标构建数理模型, 但因为信用风险缓释工具在我国发展较晚, 且尚未形成规模, 缺乏历史数据, 无法准确评估参数带入定价模型。

表 6: 国内外 CDS 的对比

	国际	国内
发展水平	成熟阶段	初步阶段
期限	1-5 年期为主	1 年期以内为主
参与者	范围广泛	交易商, 以银行为主
定价机制	数理模型	簿记建档

资料来源: 渤海证券研究所

3.信用风险缓释工具未来发展可期

就国内宏观环境而言, 将继续坚持稳中求进的工作总基调, 虽然去杠杆节奏有所放缓, 但方向并没有改变, 不会出现货币政策“大水漫灌”式的强刺激, 更多是依赖于金融体制的改革和政策方向的引导。虽然目前包括纾困基金在内的众多举措已经落地, 但融资难融资贵问题依旧严峻, 问题的解决是长期持续的过程, 仍需要信用风险缓释工具的支持, 且违约事件的频发也会使得越来越多的投资者意识到违约风险保护的重要性。虽然现在业务的发展主要是依靠政策的推动, 但信用风险缓释工具是按照市场化运作, 虽然现在业务的发展主要是依靠政策的推动, 但信用风险缓释工具是按照市场化运作, 随着业务加快发展成熟, 其未来市场空

间值得期待。

随着业务规模的扩大，国内信用风险缓释工具也将逐步完善，参与者会越来越多，定价能力也会有所提升。但需注意 CDS 的使用目的是管理对冲信用风险，支持企业债券融资，而非过度投机，这就需要健全相关的业务指引，加强业务监管，防范业务发展中的“道德风险”和“逆向选择”问题。

4.风险提示

政策推动不及预期，标的企业、发行机构的基本面变动超预期等。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857
陈兰芳

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651

电力设备与新能源行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波
+86 22 2845 1632
甘英健
陈晨

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

节能环保行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651
刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

金融科技行业研究

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
张源

传媒行业研究

姚磊

固定收益研究

冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355

金融工程研究

宋昶
+86 22 2845 1131
刘洋
+86 22 2386 1563
李莘泰
+86 22 2387 3122
张世良

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮
+86 22 2387 3121
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
张扬
+86 22 28451945
孟凡迪

博士后工作站

朱林宁 资产配置
+86 22 2387 3123
张佳佳 资产配置
张一帆 公用事业、信用评级

综合质控&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

白骥玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn