



制度完善夯实市场根基，信用衍生品赋能实体经济 ——2025 年我国信用衍生工具市场年度观察

联合资信 研究中心 | 郝 帅 | 王祎凡

2025 年，我国信用衍生工具市场制度改革，构建了“自律规则—业务指引—操作细则—标准文本”四位一体的制度体系，业务指引明确将“债务重组”纳入 CRMW 信用事件范围；我国发布首个聚焦科创领域的 CDS 指数；银行间市场信用风险缓释工具（CRM）市场稳步增长，支持科创债 CRMW 金额占同期 CRMW 的比重超过 50%。

展望未来，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助力债市存续期风险管理、支持重点领域债券融资，信用衍生品价格发现功能有望进一步提升。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



2025 我国信用衍生工具市场年度观察

一、我国信用衍生工具监管政策回顾

（一）深化制度体系改革

2025 年，中国银行间市场交易商协会通过构建“自律规则—业务指引—操作细则—标准文本”四位一体的制度体系，全面深化市场改革。

3 月，交易商协会修订发布《银行间市场信用风险缓释工具业务规则》（公告〔2025〕8 号），政策延续了 2024 年确立的事前事中事后全环链管理框架，进一步细化了核心交易商与一般交易商的差异化展业要求，健全了市场化激励约束机制。6 月，交易商协会修订发布《信用风险缓释凭证业务指引》及配套细则《信用风险缓释凭证信息披露操作细则》《信用风险缓释凭证创设定价操作细则》《信用风险缓释凭证持有人会议规程》，核心举措包括将 CRMW 创设机构备案与核心交易商解绑，简化流程并拓展挂钩标的至参考实体，取消单独杠杆率限制；同时简化信息披露、允许定向产品询价创设，完善市场化定价机制，明确持有人权利与决策机制，强化参与者权责与自律管理；明确将“债务重组”纳入 CRMW 信用事件范围，构建起全环链制度框架。这一政策组合显著降低创设门槛，激发市场创新与参与活力，吸引多元机构入场，提升 CRMW 定价精准度与风险对冲有效性，完善投资者保护体系，推动“CRMW+债券发行”模式更好适配民企、科创企业融资需求，助力缓解信用溢价压力，健全信用风险分担生态，为信用衍生工具市场高质量发展奠定制度基础，同时为境内债券市场与评级行业优化提供实践指引。10 月，配套示范文本《信用风险缓释凭证创设说明书示范文本（2025 年版）》发布，首次明确“询价创设”“提前终止”等操作流程，拓展创设要素，提供标准化信息披露模板。这一政策进一步规范了 CRMW 创设说明书的编制标准，降低了市场机构的合规成本与编制难度，提升了创设效率，推动创设信息披露更加规范、透明且贴合业务实践，助力衔接 CRMW 各项配套细则落地。

（二）清算服务数字化与标的扩容

2025 年，上海清算所持续优化信用衍生品清算服务，重点围绕数字化与服务扩容展开。3 月，上海清算所进一步拓展信用违约互换（CDS）中央对手清算范围，参考实体新增 32 家非金融企业，总数达 145 家，重点覆盖科创、绿色领域。7 月，发布《关于推出信用衍生品双边清算线上化入市服务的通知》，自 7 月 28 日起支持市场机构线上完成登记、申请、查询等全流程操作，允许非法人产品由管理人或托管人代为入市，覆盖 CRMA、单名 CDS 等全部合约类产品；全年

同步推出 CRMW 提前终止线上化服务，规范 CLN 登记托管与清算结算流程，并将双边清算标的拓展至科创债、绿色债等重点领域债券。上述举措全面提升了信用衍生品清算结算的便捷性与运行效率，降低机构参与成本，精准适配产品创新与多元化发展需求，进一步夯实市场基础设施，强化对“五篇大文章”相关领域融资的支持，助力信用衍生工具市场更好服务实体经济高质量发展。

（三）完善定价机制与指数创新

2025 年 8 月，交易商协会发布《关于完善银行间市场信用违约互换信息服务有关事项的通知》，核心内容包括明确 CDS 成交与报价信息服务规范，要求报价机构对标准合约按规定时段与期限进行报价。该政策有效完善了 CDS 市场的价格发现机制，显著提升了市场透明度，为市场参与者进行信用风险定价提供了更精准的基准参考，有利于引导市场理性交易，推动银行间市场信用衍生工具业务的规范化、市场化发展。

2025 年，我国发布首个聚焦科创领域的 CDS 指数，填补了科创债信用风险管理的指数工具空白。此外，2025 年，对民企 CDS 指数进行优化升级、发布新版实体列表，完善了民企 CDS 指数的成分结构与定价有效性。

（四）政策协同助力支持科技创新与拓宽风险覆盖

2025 年 3 月，中国结算同步修订相关办法，将受信用保护债券回购的发行人主体评级要求从 AA+放宽至 AA 级，对科创债、民企债暂免部分登记结算费用，与顶层政策形成协同，进一步拓宽 CRMW 应用场景。2025 年 5 月，央行、证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》（〔2025〕第 8 号）明确鼓励通过 CRMW、CDS、担保等工具支持科创债发行与投资，为 CRMW 在科技金融领域的应用提供顶层政策支持。

在 2025 年 6 月交易商协会修订《信用风险缓释凭证业务指引》后，中债信用增进投资股份有限公司率先将“债务重组”信用事件纳入 CRMW 实践应用，此举与沪深交易所 2025 年 3 月发布的《债务重组类债券置换业务通知》形成政策协同，有效扩大了风险覆盖边界，增强了投资者对民企及低评级科创主体的信心。

二、我国信用衍生工具的创设情况

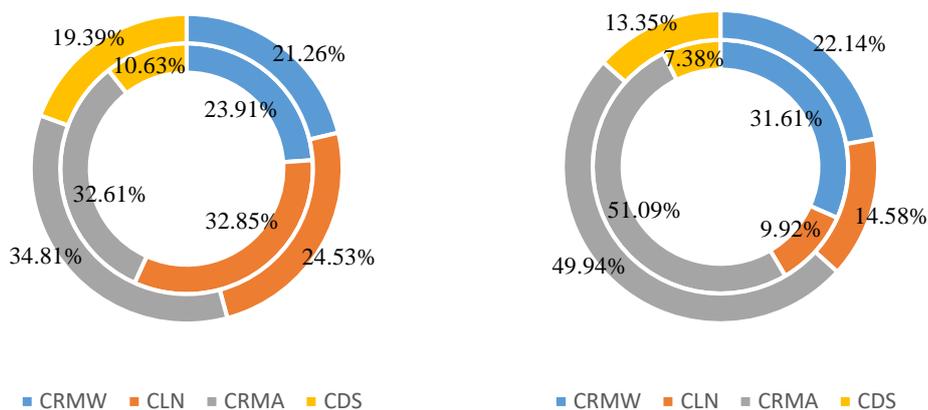
（一）银行间市场创设情况

银行间市场信用风险缓释工具（CRM）市场稳步增长。2025 年，CRM 各品种共达成交易 428 笔¹，名义本金总计 583.72 亿元，同比分别增长 3.38%和 6.15%。

¹ CRMW 数据来自 Wind，CLN、CRMA 和 CDS 产品数据来自交易商协会

其中凭证类产品（CRMW 和 CLN）共创设 196 笔，名义本金合计 214.32 亿元，同比分别下降 06.60%和 6.15%；合约类产品（CRMA 和 CDS）共达成交易 232 笔，名义本金合计 369.4 亿元，同比分别增长 29.61%和 14.89%。

CRM 市场产品结构更加均衡。2025 年，CRMA 连续第二年成为 CRM 市场最主要的产品，全年共交易 149 笔、291.5 亿元，其次为 CRMW 产品，共创设 91 笔、129.22 亿元。CDS 产品本年增长迅速，全年共交易 83 笔、77.9 亿元。CLN 产品交易 105 笔、85.1 亿元。



来源：交易商协会，wind，联合资信整理

图 2.1 2024 年（内环）与 2025 年（外环）CRM 各品种笔数（左图）和名义本金（右图）情况

根据交易商协会网站披露的数据，2025 年，新增 6 家 CRMW 创设机构完成备案，其中包括信用增进机构 4 家、城商行 2 家。截至 2025 末，已有 61 家 CRMW 创设机构、46 家 CLN 创设机构、53 家 CRM 核心交易商以及 194 家 CRM 一般交易商²完成备案。商业银行和证券公司仍是我国信用风险缓释工具市场的主要参与主体，6 大国有商业银行均已完成 CRMW、CLN 创设机构以及核心交易商备案。

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
国有商业银行	6	6	6
股份制商业银行	11	10	10
城市商业银行	18	12	15
农村商业银行	3	2	3
证券公司	15	13	16
信用增进机构	5	1	1
外资金融机构	3	2	2

² 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。

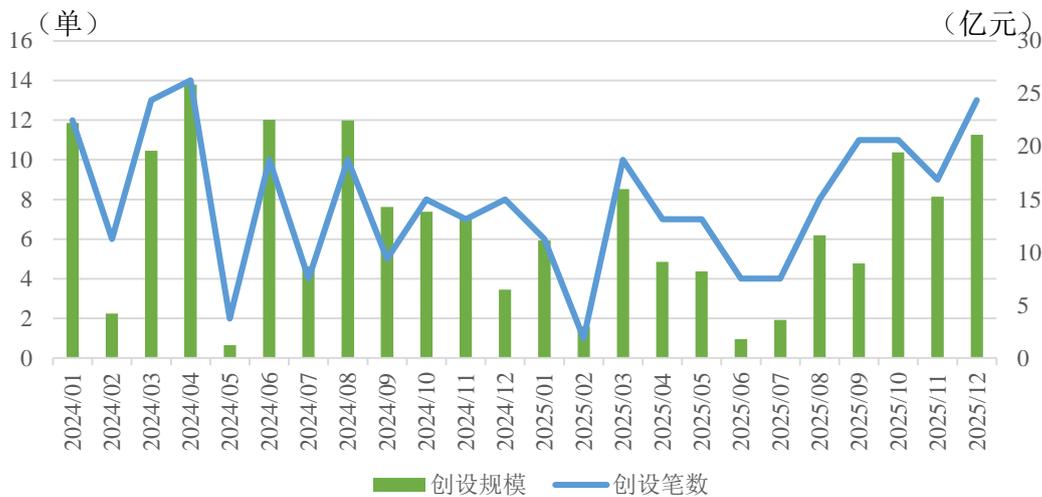
机构类型	CRMW 创设机构	CLN 创设机构	核心交易商
合计	61	46	53

资料来源：中国银行间市场交易商协会（NAFMII）网站，联合资信整理

1. 信用风险缓释凭证³

2025 年，共有 23 家机构创设了 91 笔 CRMW 产品，创设规模为 129.22 亿元，参照实体 43 家，对应参照债券 73 期，参照债券余额为 387.91 亿元。CRMW 产品创设规模同比下降 25.66%，主要是受债券市场收益率下行、信用利差缩窄因素影响，CRMW 创设费率空间变小，CRMW 创设数量大幅下降。

发行节奏方面，2025 年 CRMW 单月发行 1~13 笔，月均创设规模约为 10.77 亿元，较上年（14.55 亿元）有所下降。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 银行间市场 CRMW 月度发行趋势

期限方面，CRMW 凭证期限分布在 29 天~5 年。受挂钩债券平均期限缩短影响，1 年期及以下成为 CRMW 创设凭证主要期限。其中 1 年期以下（365 天以下）合计发行 28 笔，1 年期（365 天）发行 21 笔。3 年期（含 1094 天、1095 天、1096 天）CRMW 和 2 年期（730 天）CRMW 分别发行 24 笔和 14 笔。

CRMW 凭证期限其对参照债券的期限覆盖率多为 100%，CRMW 以支持债券一级发行为主。2025 年，76 笔 CRMW 期限完全覆盖参照债券期限，占 CRMW 数量比重为 83.51%。

参照债券品种方面，2025 年，中期票据是 CRMW 创设机构主要参照的标的，参照债券类型主要为中期票据（32 期）、超短期融资券（20 期）、短期融资券（16 期）、定向工具（15 期）、资产支持票据（8 期）。

³ 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。

表 2.2 银行间市场 CRMW 历年发行情况

年度	笔数	创设规模 (亿元)	参照实体 (家)	参照债券 (期)	参照债券规模 (亿元)	参照债券类型	凭证期限
2010 年	8	6.90	7	8	455.00	短融、中票	0.75~3 年
2011 年	1	0.50	1	1	10.00	短融	1 年以下
2016 年	1	8.00	1	1	20.62	资产支持证券	5 年
2018 年	53	63.55	36	49	263.20	超短融、短融、中票	0.75~2 年
2019 年	91	104.67	63	91	402.95	超短融、短融、中票、资产支持证券	0.25~3 年
2020 年	87	111.63	50	79	428.66	超短融、短融、中票、资产支持证券、定向工具	0.40~3 年
2021 年	125	228.60	75	116	567.63	超短融、短融、中票、资产支持证券、定向工具	0.25~3 年
2022 年	138	222.48	94	122	673.07	超短融、短融、中票、资产支持证券、资产支持票据、定向工具	0.25~3 年
2023 年	176	357.14	112	163	916.26	超短融、短融、中票、资产支持证券、资产支持票据、定向工具	0.01~4 年
2024 年	99	174.55	38	83	555.22	超短融、短融、中票、资产支持票据、定向工具	0.05~5 年
2025 年	91	129.22	43	73	387.91	超短融、短融、中票、资产支持票据、定向工具	0.07~5 年

资料来源：Wind，联合资信整理

2025 年 CRMW 产品对民营企业债券发行支持力度进一步提升，助力“第二支箭”政策走深走实。2025 年，银行间市场新创设的 CRMW 涉及参照实体 43 家，其中有 14 家参照实体为国有企业，25 家为民营企业，民营企业占比连续两年提升，较上年提高了 5.51 个百分点，达到 58.14%。挂钩民企债券发行的 CRMW 共 67 笔、105.18 亿元，支持 290.26 亿元民企债券发行。受城投转型影响，2025 年仅有 1 笔 CRMW 挂钩城投债，较上年下降 3 笔，创设规模 100 万元。

支持科创债发行方面，2025 年，挂钩银行间市场科创债发行的 CRMW 共 31 笔、46.9 亿元，支持 19 家企业的 86.6 亿科创债发行。支持科创债 CRMW 金额占同期 CRMW 的比重超过 50%。

本年度 CRMW 产品类型进一步丰富，挂钩标的范围由单一债务扩展为一个或多个参考实体或参考债务。中金公司作为创设机构发行首单挂钩多实体 CRMW，创设规模 1 亿元，为多只绿色资产支持商业票据提供信用保护。

参照实体主要分布在经济相对发达地区的工业行业。2025 年，CRMW 参照实体主要分布在江苏省、浙江省和上海市（各 6 家）；参照实体主要集中在工业行业，其次是材料行业。

参照实体信用评级方面，2025 年，AA+级和 AA 级参照实体最多，合计占全部参照主体 70.32%，较上年增长 6.69 个百分点。AAA 级参照实体占比同比有所下降。同时新增 AA-级和 A 级参照主体，CRMW 进一步向资质较弱的参照主体渗透。

表 2.3 2025 年银行间市场 CRMW 发行情况——参照实体行业

	笔数	创设规模 (亿元)	参照实体 (家)	参照债券 (家)	参照债券规模 (亿元)
工业	31	42.31	16	26	129.49
材料	17	35.13	7	14	90.10
信息技术	12	6.8	2	11	37.87
房地产	11	18.1	4	6	81.75
金融	10	9.98	6	8	12.20
医疗保健	5	8.1	3	3	20.00
可选消费	3	7	3	3	9.50
公用事业	1	0.3	1	1	5.00
能源	1	1.5	1	1	2.00

注：1.行业划分采用 Wind 一级行业；2.2024 年 1—10 月，医疗保健行业创设规模 4 万元。

资料来源：Wind，联合资信整理

表 2.4 2025 年银行间市场 CRMW 发行情况——参照实体地域

省份	笔数	创设规模 (亿元)	参照实体 (家)	参照债券 (家)	参照债券规模 (亿元)
浙江省	21	44.04	6	16	105.10
广东省	21	19.54	4	16	100.61
上海市	13	23.32	6	10	52.00
江苏省	8	6.21	6	6	10.71
山东省	8	11.1	5	7	26.80
北京市	4	6.1	3	3	20.20
湖北省	3	7	2	3	7.00
福建省	2	1.7	1	1	4.00
重庆市	2	0.11	2	2	19.99
陕西省	2	3.2	2	2	5.00
安徽省	2	1.2	1	2	7.00
河南省	1	1.5	1	1	1.50
西藏自治区	1	2.8	1	1	3.00
四川省	1	0.1	1	1	10.00
天津市	1	0.3	1	1	5.00
江西省	1	1	1	1	10.00

资料来源：Wind，联合资信整理

表 2.5 2025 年银行间市场 CRMW 发行情况——参照实体级别

参照实体级别	笔数	创设规模 (亿元)	参照实体 (家)	参照债券 (家)	参照债券规模 (亿元)
AAA	16	28.35	6	11	109.99
AA ⁺	53	72.27	20	44	234.87
AA ⁺	1	1.70	1	1	2.00
AA ⁻	11	16.00	10	10	28.85
A ⁺	1	2.50	1	1	2.50
无评级	9	8.40	5	6	9.70

资料来源：Wind，联合资信整理

创设机构方面，商业银行仍为 CRMW 最主要的创设机构，创设笔数和规模占比分别达到 91.21%和 96.17%。2025 年，CRMW 创设机构主要为国有商业银行（3 家）、股份制商业银行（6 家）、城商行（10 家）、农商行（1 家）、证券公司（2 家）和增信机构（1 家）。其中商业银行创设了 83 笔 CRMW，创设规模 124.27 亿元，证券公司创设了 2 笔 CRMW，创设规模 0.4 亿元，增信机构创设了 6 笔 CRMW，创设规模 4.55 亿元。目前，CRMW 的创设机构主体级别均为 AAA 级，具有很强的风险承担能力，保证了 CRMW 在发生信用事件时能够如期赔付。

截至 2025 年底，市场存续 CRMW 为 166 笔，创设规模 296.81 亿元。存续 CRMW 参照实体级别分布中，AAA 级、AA⁺级和 AA 级参照实体的 CRMW 占比分别为 10.61%、40.91%和 48.48%。从到期来看，2026 年将有 104 笔 CRMW 到期，创设规模为 187.85 亿元。

2. 信用联结票据

近两年，市场参与者持续探索 CLN 产品应用场景，市场需求持续提升。创设机构根据投资者业务需求，投资中资美元债、离岸人民币债券等特定标的，并通过创设 CLN 实现对冲风险、分配收益和回收现金流的作用。同时，CLN 满足投资者的资产配置需求并增厚收益。2025 年，6 家机构创设 105 笔 CLN，创设机构共包含 3 家银行和 3 证券公司。创设名义本金 86.48 亿元⁴，同比大幅增长 60.64%，平均期限为 1.92 年。主要挂钩标的包括境内企业发行的中资美元债、离岸人民币债券，涉及能源、金融、城投等行业。

3. 信用风险缓释合约

根据交易商协会披露数据，2025 年，信用风险缓释合约（CRMA）成为最活跃的交易品种。参考债务类型持续多元，帮助投资者释放授信和对冲债券风险。全年交易 149 笔，名义本金合计 291.5 亿元，名义本金同比增长 3.76%。CRMA 的主要业务模式为信用保护买方通过购买保护，实现对冲单一债券投资风险或释放参照实体授信额度的目的。

4. 信用违约互换

根据交易商协会披露数据，2025 年，信用违约互换（CDS）共交易 83 笔、77.90 亿元，同比增加 91.92%，是本年度增速最快的信用衍生产品。2025 年 12 月，科创 CDS 指数（CFETS-SHCH-CBR 科创 CDS 指数）正式发布，是银行间市场首个以科技创新债券为标的的信用违约互换（CDS）指数。指数由 25 个行业地位突出、科技属性较强的科创债发行主体构成，兼顾技术创新前沿和转型升级方向。该指数不仅丰富了风险对冲工具，更通过指数化产品助力“科技板”建设，引导资金流向科创企业。

⁴ 数据来源于 Wind

（二）交易所市场创设情况

交易所市场的信用风险缓释工具包括两类信用保护工具，分别为信用保护合约和信用保护凭证。经过前期积极探索试点，交易所信用保护工具相关配套机制逐步完善。根据中国证券业协会披露，2025 年 1-3 月交易所市场共有 4 家证券公司创设信用保护工具规模⁵共计 20.95 亿元，同比下降 41.4%。2025 年，8 家机构创设信用保护凭证 10.54 亿元⁶，同比大幅减少。

信用保护凭证创设机构有商业银行和担保公司，其中，证券公司是信用保护凭证创设的主要力量，2025 年共创设 7.3 亿元，占比 69.26%，担保公司创设信用保护凭证共 3.24 亿元，占比 30.74%。

三、我国信用衍生工具市场未来展望

展望未来，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助力债市存续期风险管理、支持重点领域债券融资，信用衍生品价格发现功能有望进一步提升。

（一）信用衍生工具将进一步助力债市存续期风险管理

2025 年，监管持续推动信用衍生工具制度规则落地深化，通过规则修订明确将“债务重组”纳入 CRMW 产品标准化信用事件条款，打破此前市场仅以破产、支付违约为核心触发条件的行业惯例，债务重组信用事件落地案例有限。本次规则修订推动债务重组条款从头部机构的零星创新试点，转变为全市场通用的标准化条款，有助于解决存续期 CRMW 的风险覆盖痛点，大幅提升投资者的配置需求。

此外，CRMW 信用事件的扩容有助于进一步助力债市存续期风险管理。截至目前，挂钩存续期债券的 CRMW 创设占比仅 28%，CRMW 的核心功能仍集中在新债发行环节的增信支持，存量债券存续期的风险对冲作用尚未充分发挥。2026 年，随着配套规则持续完善、市场接受度提升，预计挂钩存续期债券的 CRMW 创设占比持续提升，推动信用衍生工具进一步助力债券市场存续期风险管理。

（二）信用衍生工具将持续助力重点领域债券融资

2025 年央行、证监会联合发布科创债支持专项政策，明确鼓励通过 CRMW、CDS 等工具为科创债、民企债增信，有效缓解重点领域债券融资的信用溢价压力。但整体来看，中小科创企业、区域优质民企的信用衍生工具覆盖仍存在明显

⁵ 中国证券业协会数据仅披露至 3 月

⁶ 数据来源于 Wind。

缺口。

2026年1月，上海清算所正式发布通知，全年阶段性免收合约类信用衍生品清算业务相关费用，直接降低科创、绿色、民企相关信用衍生产品的交易成本，预计重点领域相关CRMW创设规模同比保持增长态势。2026年2月，合肥兴泰商业保理成功发行全国首单商业保理公司科创债，创新采用“债券+CDS”组合模式，该案例为“CRMW+CDS+债券发行”组合模式提供了可复制的实操经验，未来将有更多组合模式发行，同时有望持续“集群式CRMW”模式批量覆盖中小科创、区域民企主体；2026年1月央行工作会议重点工作部署明确深化“互换通”机制安排，吸引境外机构参与重点领域信用衍生品交易，持续打通“风险对冲-融资扩容”的良性循环，深度契合债券市场服务实体经济的核心导向。

（三）信用衍生品价格发现功能有望进一步提升

2025年交易商协会发布CDS信息服务优化政策，首次披露产品真实成交价格、完善强制报价机制，填补了价格发现机制的核心短板。但当前市场仍存在显著流动性分层，2025年CDS日均成交规模不足0.3亿元，多数标的缺乏连续有效报价，与同主体债券二级市场信用利差的联动性较弱，定价参考价值未能充分释放。

2026年，交易商协会将扩大CDS做市商队伍，建立差异化做市激励与考核机制，上海清算所将持续深化信用衍生品全流程线上化清算服务。预计全年CRM交易规模和CDS成交规模有望稳步提升，流动性分层问题显著缓解；同时CDS定价曲线将与债券二级市场信用利差形成强联动，成为信用债估值定价的核心参考指标，推动信用衍生工具从小众对冲工具转变为债券市场主流风险管理工具。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。