

2024年8月22日

信用风险缓释类产品支持民企发债的实践及展望—— 信用风险缓释类产品支持债券融资系列二

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

高慧珂
gaohk@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



主要内容:

信用风险缓释类工具和担保为债券提供增信的原理不同；信用保护提供者不同；信用保护费用的支付方不同，导致投资者的实际收益率不同；信用风险缓释类产品既可以支持债券一级发行，也可以支持存续债券，而第三方担保通常配合债券的一级发行；两者对债券的票面利率影响也不一样；信用风险缓释类产品对挂钩债券的规模覆盖率和期限覆盖率可以低于100%，而第三方担保对债券的规模覆盖率和期限覆盖率不低于100%。总体来看，与第三方担保相比，信用风险缓释类产品的成本由投资者负责，而不是由债券发行人负责，且在创设机构的认可下，往往能获得更多投资者的青睐，所以“信用风险缓释类产品+债券联动”可以在缓解民营企业债券融资难问题起到一定作用。

2018年，在民营企业债券融资支持工具带动下，CRMW和信用保护凭证开始支持民营企业债券融资，以CRMW产品为主。2022年，CRMW和信用保护凭证支持民营房企发债，交易所市场推出“央地合作增信模式”。2023年以来，CRMW和信用保护凭证继续发力支持房企发债，并积极支持科创债发行，交易所市场常态化推进央地合作增信模式。

独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

总体来看，支持民企的信用风险缓释类产品以CRMW为主，交易所市场信用保护凭证的挂钩主体还是以国有企业为主。2023年以来，信用风险缓释类产品以支持民营房企债和民营科创债发行为主。对于挂钩民营企业的信用风险缓释产品，主要以支持债券一级发行为主，因此对挂钩债券的期限覆盖率（信用风险缓释类产品期限/债券期限）多为100%，但是对挂钩债券的规模覆盖率（信用风险缓释类产品实际创设规模/债券规模）多在50%及以

下。从挂钩民营企业主体评级看，CRMW 和信用保护凭证对 AA+级以下较低资质民企覆盖度甚微，而这些企业发债难度更高，更需要包括 CRMW 和信用保护凭证在内的多元化增信措施支持。

为了进一步发挥信用风险缓释类市场在支持民营企业发债方面的效能，可以从以下几点着手：首先，监管政策持续引导信用风险缓释类产品支持民营企业发债融资，尤其是对绿色产业、科创等新质生产力领域的民营企业，可以适当下沉挂钩主体资质。其次，对于民营企业，应积极学习主动参与，提升获得信用风险缓释类产品支持的可能性。最后，信用风险缓释类市场的扩容发展是民企获得更多相关支持的基础。

一、信用风险缓释类产品 VS 第三方担保

第三方担保对民营企业来说比较熟悉，信用风险缓释类工具（本篇报告主要分析标准化的 CRMW 和信用保护凭证）与第三方担保由本质区别，主要表现在以下几个方面：

第一，信用风险缓释类工具和担保为债券提供增信的原理不同。信用风险缓释类产品是信用衍生品，CRMW 和信用保护凭证作为标准化的凭证类产品，其创设和交易发生在创设机构和债券投资者之间，不涉及债券发行人，且可以二级市场流通，投资者可以转让，创设机构也可以购回并注销。而债券市场第三方担保发生在担保方和债券发行人之间，不涉及债券投资者。

第二，信用保护提供者不同。信用风险缓释类工具的创设机构主要挂钩债券的承销商（银行或证券公司）和增信机构，且对应监管机构对 CRMW 和信用保护凭证的创设机构有具体的资质要求，需要经过监管机构备案。而债券市场第三方担保的担保方主要是关联公司、当地国企、增信机构。

第三，信用保护费用的支付方不同，导致投资者的实际收益率不同。信用风险缓释类产品的信用保护费用支付方为债券投资者，投资者支付信用保护费相当于为挂钩债券购买了一份保险，信用保护费=购买的 CRMW 或信用保护凭证名义本金×费率，支付信用保护费导致投资者的实际收益率降低。而第三方担保的费用支付方为债券发行人，投资者不需要支付费用，不影响投资者的实际收益率。

第四，信用风险缓释类产品既可以支持债券一级发行，也可以支持存续债券，而第三方担保通常配合债券的一级发行。2023 年，CRMW 市场，挂钩存续债券的创设规模占全部创设量的 9%，例如，24 东莞银行 CRMW002（23 东阳光 SCP008）凭证创设起始日为 2024 年 3 月 5 日，挂钩债券 23 东阳光 SCP008 发行于 2023 年 11 月 22 日。信用保护凭证更是以挂钩存续债券为主，以帮助其满足质押式回购业务标准。而第三方担保通常配合债券的以及发行。

第五，两者对债券的票面利率影响不一样。信用风险缓释类产品的发行并不会影响挂钩债券发行的票面利率，债券的票面利率仍取决于发行主体的信用状况。而第三方担保增信下，通常由专业担保机构提供担保的，多数情况下会降低债券的票面利率，但是考虑到发行人需要支付担保费，因此发行人的实际融资成本并不会显著下降。也就是说，对发行人而言，信用风险缓释类产品和第三方担保下，虽然债券的票面利率不一致，但是其实际负担的融资成本并不会显著差异，信用风险缓释类产品和第三方担保更多是提高发行成功率。

第六，信用风险缓释类产品对挂钩债券的规模覆盖率和期限覆盖率可以低于 100%，而第三方担保对债券的规模覆盖率和期限覆盖率不低于 100%。CRMW 和信用保护凭证的创设规模可以小于债券的发行规模，对债券的保护期限也可以短于债券存续期。仍以 24 东莞银行 CRMW002（23 东阳光 SCP008）为例，凭证

的创设规模为 0.5 亿元，凭证期限为 167 天，挂钩债券的发行规模为 3 亿元，期限为 270 天，CRMW 产品对挂钩债券的规模覆盖率为 17%，期限覆盖率为 62%。债券市场第三方担保的保证责任包括债券的本金、利息以及违约金等，担保期间通常为债券存续期间及债券到期之日起两年。

综上，与第三方担保相比，信用风险缓释类产品的成本由投资者负责，而不是由债券发行人负责，且在创设机构的认可下，往往能获得更多投资者的青睐，所以“信用风险缓释类产品+债券联动”可以在缓解民营企业债券融资难问题起到一定作用。

二、CRMW 和信用保护凭证在民营企业债券融资中的实践

（一）2018 年，在民营企业债券融资支持工具带动下，CRMW 和信用保护凭证开始支持民营企业债券融资，以 CRMW 产品为主。

2011-2016 年，随着信用债发行门槛降低以及可转债、可交换债等品种推出，民营企业债券规模持续增长。2016 年民企债的发行规模为 1.18 万亿元，达到历史顶点，在信用债发行规模的占比达到 13.8%。但是 2017 年开始，受民企债违约、“去杠杆”政策、机构风险避险、房地产政策和外部环境冲击等多重因素影响，民企债发行规模逐年下降，2017 年民企债发行规模同比下降 43%。在此背景下，2018 年 10 月，国务院常务会议设立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。此后，银行间债券市场和交易所债券市场纷纷落地 CRMW 和信用保护工具支持民营企业债券融资。

银行间债券市场方面，民营企业债券融资支持工具也被称为“第二支箭”，其中通过创设 CRMW 的形式支持民企债券融资有两种方式：一种由中债信用增进投资股份有限公司（简称中债增）单独创设 CRMW 产品，支持民企债券发行，如挂钩 18 荣盛 SCP005 的 18 中债增 CRMW002（18 荣盛 SCP005）；另一种是由中债增和债券的承销机构联合创设 CRMW 产品，支持民企债券发行，如挂钩 18 红狮 SCP006 的 18 中债增 CRMW003（18 红狮 SCP006）和 18 杭州银行 CRMW001（18 红狮 SCP006）。在支持民营企业发展的一系列措施和民营企业债券融资支持工具的带动之下，商业银行也纷纷创设 CRMW 产品支持民营企业发债，2018 年 CRMW 市场也因此获得扩容发展。根据 Wind 数据，2018 年挂钩民企的 CRMW 创设规模占 CRMW 产品创设总规模的 92%，2019 年-2021 年该比例分别为 71%、58%和 49%。

表 1 “第二支箭”中通过创设 CRMW 的形式支持民企债券融资的两种方式案例

| 发行人 | 债券简称 | 发行日期 | 债券规模 | 发行时主体评级 | 挂钩的 CRMW 产品 | CRMW 创设规模 | CRMW 规模覆盖率 | CRMW 期限覆盖率 |
|-----|------|------|------|---------|-------------|-----------|------------|------------|
|-----|------|------|------|---------|-------------|-----------|------------|------------|

| | | | | | | | | |
|--------------|--------------|------------|-------|-----|--------------------------------|------|-----|------|
| 浙江荣盛控股集团有限公司 | 18 荣盛 SCP005 | 2018-10-11 | 10.00 | AA+ | 18 中债增 CRMW002(18 荣盛 SCP005) | 1.00 | 10% | 100% |
| 红狮控股集团有限公司 | 18 红狮 SCP006 | 2018-10-12 | 5.00 | AAA | 18 中债增 CRMW003(18 红狮 SCP006) | 0.40 | 28% | 100% |
| | | | | | 18 杭州银行 CRMW001 (18 红狮 SCP006) | 1.00 | | |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

交易所债券市场方面，在 2018 年 10 月份国常会设立民营企业债券融资支持工具后，于 11 月推出信用保护合约，这是交易所债券市场信用保护工具的发展起点，随后 12 月，交易所市场落地民营企业债券融资支持工具，由中国证券金融股份有限公司（简称中证金融）作为实施机构，与债券承销机构合作创设**合约类**信用保护工具，支持债券发行。例如，12 月 14 日，江苏亨通光电股份有限公司发行“18 亨通 01”，发行规模 1 亿元，发行时主体评级 AA+，中证金融与承销商华泰证券联合创设信用保护合约，联合创设名义本金 0.3 亿元，中证金融和华泰证券各提供 0.15 亿元的信用保护。2019 年交易所市场推出凭证类产品信用保护凭证，尽管 2022 年以前中证金融未创设信用保护凭证支持民企债券发行，但是在支持民营企业发展的一系列措施和民营企业债券融资支持工具的带动下，2019 年部分券商开始设立支持民营企业的信用保护凭证，当年支持民营企业的信用保护凭证创设规模占比达 45%。然而，2020 年该比例下降至 23%，2021 年进一步下降至 2%。

总体来看，2018 年到 2022 年以前，支持民企的信用风险缓释类产品以 CRMW 为主。这期间，支持民企的 CRMW 产品创设规模达 322.92 亿元，有的由中债增单独或与承销银行联合设立，也有的由承销银行单独设立。支持民企的信用保护凭证创设规模仅 1.4 亿元，创设机构为承销券商，中证金融未创设信用保护凭证支持民企债券发行。

（二）2022 年，继续推进民营企业债券融资支持工具，CRMW 和信用保护凭证支持民营房企发债，交易所市场推出“央地合作增信模式”。

银行间债券市场方面，2022 年 5 月，在人民银行前期政策的基础上，交易商协会组织中债增主动设立“中债民企债券融资支持工具（CSIPB）”，通过创设风险缓释凭证、担保增信、交易型增信、信用联结票据、直接投资以及地方国企合作六种模式支持符合条件的民营企业发行债券。交易所债券市场方面，2022 年 5 月，交易所债券市场推出民营企业债券融资专项支持计划，由中证金融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。

2021 年房地产“三道红线”政策全面推行，房地产企业融资开始全面受限。当年，民企债发行规模同

比下降 48%。2022 年，多家民营房企债券集中违约，导致民营房企融资几乎失去公开市场融资能力，发行规模仅 276.41 亿元，较上年继续下降 58%。在此背景下，2022 年，银行间市场和交易所市场推进通过挂钩信用风险缓释类产品支持民营房企发债融资。

银行间债券市场方面，2022 年 11 月 8 日，交易商协会发布“‘第二支箭’延期并扩容支持民营企业债券融资再加力”，指出继续推进并扩大“第二支箭”，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，民营房企是重要的支持对象。但具体方式上，以中债增直接对民营房企债券提供担保为主，通过创设 CRMW 产品支持民营房企发债的典型案例为 2022 年 5 月 26 日，新城控股发行“22 新城控股 MTN001”，发行金额 10 亿元，本期债券由中债增和主承销商上海银行联合创设 CRMW 产品“22 中债增 CRMW003（22 新城控股 MTN001）”和“22 上海银行 CRMW001（22 新城控股 MTN001）”，CRMW 产品联合创设规模 1.3 亿元，对债券规模的覆盖率为 13%。在支持房地产市场平稳健康发展的背景下，除了中债增参与创设 CRMW 产品外，商业银行也创设 CRMW 产品支持房企债券融资。2022 年 CRMW 市场挂钩民营房企的产品创设规模为 9.70 亿元。但是，2022 年 CRMW 市场挂钩民营企业的产品创设总规模仅 47.77 亿元，同比下降 57%。

交易所债券市场，2022 年 5 月 16 日，首单民营房企信用保护凭证落地，由中证金融和专项计划管理人中信证券联合创设，支持龙湖供应链 ABS“22 信联 1A”发行，该 ABS 优先级发行规模 4 亿元，信用保护凭证名义本金 0.4 亿元，对挂钩 ABS 规模的覆盖率为 10%。随后，民营企业债券融资专项支持计划相继支持旭辉集团、碧桂园、美的置业等民营房企债券融资。在此背景下，2022 年，由中证金融与承销商联合创设或者承销商单独创设的挂钩民营企业的信用保护凭证创设规模达 17.45 亿元，大幅扩容，其中支持民营房企的创设规模占比 78%。

值得一提的是，交易所市场于 2022 年推出“央地合作增信模式”支持民营房企债券融资，“央地合作增信模式”即，中证金融与地方担保公司合作，通过创设信用保护工具、担保等形式支持债券发行。例如，2022 年 12 月，碧桂园在深交所发行 10 亿元公司债券，本次公司债分为两个品种发行，品种一“22 碧地 02”，发行规模 8 亿元，由中证金融、承销商中信建投联合创设全额信用保护凭证；品种二“22 碧地 03”，发行规模 2 亿元，由广东中盈盛达融资担保投资股份有限公司提供全额债券担保。

（三）2023 年以来，CRMW 和信用保护凭证继续发力支持房企发债，并积极支持科创债发行；交易所市场常态化推进央地合作增信模式。

银行间债券市场方面，2023 年 8 月，交易商协会发布《关于进一步加大债务融资工具支持力度 促进民营经济健康发展的通知》，提到“继续加大“第二支箭”服务力度，支持符合条件的产业类及地产民营企业、科技创新公司以及采用中小企业集合票据的科技公司在债券市场融资；继续丰富和创新“第二支箭”工具

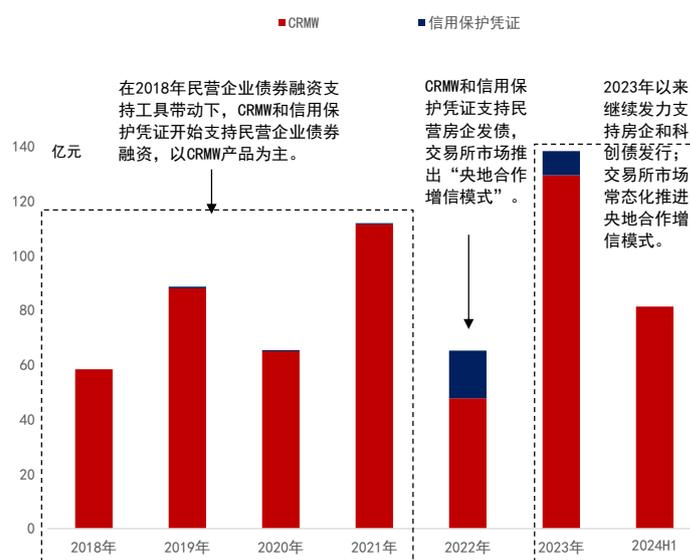
箱，提升增信力度，运用信用风险缓释凭证（CRMW）、信用联结票据（CLN）、担保增信、交易型增信等多种方式，积极为民营企业发债融资提供增信支持。”在此背景下，2023年初至2024年6月末，CRMW产品挂钩民营企业的创设规模达210.82亿元，其中挂钩房企的创设规模为51.84亿元；挂钩科创票据发行的创设规模为49.72亿元。值得关注的是，2024年7月，交易商协会推出民营企业资产担保债券，鼓励创新搭配CRMW产品发行。首批民营企业资产担保债券项目中，拥有专精特新“小巨人”称号的成都齐碳科技有限公司注册的知识产权资产担保债券搭配了CRMW产品，运用“资产担保+CRMW”双增信模式，满足不同风险偏好投资人多元化投资选择。

交易所债券市场方面，2023年4月，证监会提出常态化推进民企债券央地合作增信模式。2023年8月，发改委等八部门联合印发《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》，也提到“将民营企业债券央地合作增信新模式扩大至全部符合发行条件的各类民营企业，尽快形成更多示范案例”。2023年，支持民营企业的信用保护凭证创设规模为8.9亿元，其中，7亿元支持民营房企发债，但是2024年上半年尚未创设支持民企的信用保护凭证。

三、总结及展望

总体来看，支持民企的信用风险缓释类产品以CRMW为主，2022年开始，信用风险缓释类产品落实对民营房企发债融资。2023年以来，银行间市场CRMW产品在支持民营房企债和民营科创债发行中持续发力。2022年和2023年交易所市场支持民营企业的信用保护凭证创设规模扩容，支持对象以房地产企业为主。

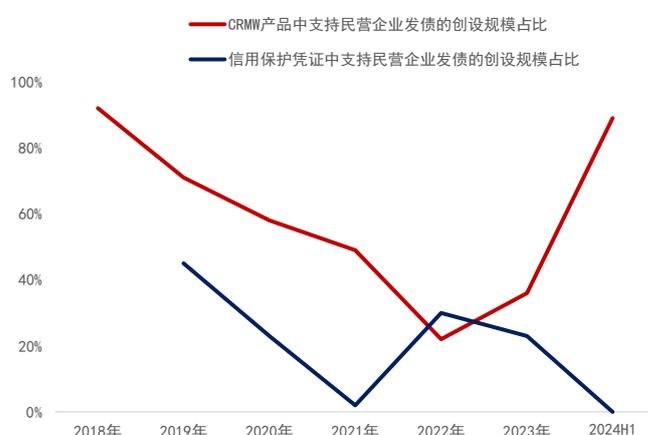
图1 支持民企发债融资的CRMW和信用保护凭证创设规模



资料来源：中证鹏元整理

从挂钩民企的产品占产品创设总规模的比重角度看，CRMW 产品以支持民营企业为主，信用保护凭证的挂钩主体还是以国有企业为主。CRMW 产品中，挂钩民企的规模占比呈“V 字型”，在 2022 年降至历史低点 21%后，2023 年以来持续上升，2024 年上半年该比例上升至 89%，在支持民营企业、实体经济发债融资方面持续发挥作用。而交易所市场的信用保护凭证挂钩民企的规模占比较低，仍以支持国有企业为主，例如 2023 年，挂钩民企和国企的信用保护凭证规模占比分别为 23%和 66%。

图 2 支持民企的 CRMW 和信用保护凭证占产品创设总规模的比重

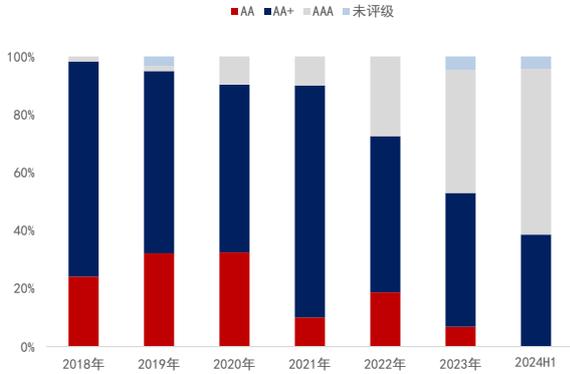


资料来源：交易商协会《2020 年-2023 年信用风险缓释工具市场运行情况》，中证鹏元整理

对于挂钩民营企业的信用风险缓释类产品，主要以支持债券一级发行为主，因此支持民营企业发债的信用风险缓释类产品的期限覆盖率（信用风险缓释类产品期限/债券期限）多为 100%，2021 年以来期限全覆盖的信用风险缓释类产品创设单数占比约 80%。支持民营企业发债的信用风险缓释类产品的规模覆盖率（信用风险缓释类产品实际创设规模/债券规模）较分散，2021 年以来规模覆盖率在 50%及以下的信用风险缓释类产品创设单数占比 72%，规模全覆盖的创设单数占比仅 13%。

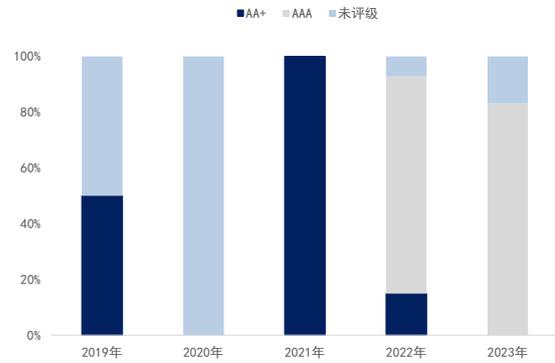
CRMW 挂钩的民企主体级别分布在 AA 级~AAA 级，但是近年来向 AA+级和 AAA 级高等级收敛。信用保护凭证市场，挂钩的民企主体级别均在 AA+级和 AAA 级，2022 年以来向 AAA 级收敛。可见，CRMW 和信用保护凭证对 AA+级以下较低资质民企覆盖度甚微，而这些企业发债难度更高，更需要包括 CRMW 和信用保护凭证在内的多元化增信措施支持。

图3 CRMW 挂钩民企主体评级分布



注：按创设规模统计。资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 信用保护凭证挂钩民企主体评级分布



注：按创设规模统计。资料来源：Wind，中证鹏元整理

为了进一步发挥信用风险缓释类市场在支持民营企业发债方面的效能，可以从以下几点着手：

首先，监管政策持续引导信用风险缓释类产品支持民营企业发债融资，尤其是对绿色产业、科创等新质生产力领域的民营企业，可以适当下沉挂钩主体资质。当前，随着市场风险偏好下降，民营企业融资难问题非常突出，信用风险缓释类产品创设机构参与民企债券的积极性也不高，仅靠市场自我校正，短期内可能收效甚微，监管政策有必要进行持续引导，如推进“第二支箭”持续扩容、常态化推进“央地合作增信模式”落地等。尤其是要支持绿色产业、科创、转型升级等领域的民营企业，对于这些领域的民营企业应鼓励适当下沉信用风险缓释类产品支持的主体资质，加大对AA级及以下民营主体支持力度。

其次，对于民营企业，应积极学习主动参与，提升获得信用风险缓释类产品支持的可能性。民营企业应积极学习信用风险缓释类产品，了解信用风险缓释类产品的功能及其支持侧重点，积极参与信用风险缓释类产品交流会、对接会。此外，由于信用风险缓释类产品支持民营企业是双向选择的结果，信用风险缓释类产品创设机构在债券发行成功后，也将自身暴露在民营企业违约风险中，所以，民营企业要想获得信用风险缓释产品支持，必须修炼内功，优化自身管理治理和经营表现、构建自身竞争力等，提升获得信用风险缓释类产品支持的可能性。

最后，信用风险缓释类市场的扩容发展是民企获得更多相关支持的基础。国内信用风险缓释类市场扩容发展受限于市场参与者多元化不足、流动性不足、定价机制及其他相关配套机制仍需完善等方面，未来随着这些掣肘因素逐步改善，信用风险缓释类市场发展空间将逐步打开。这其中，丰富市场参与者（尤其是创设者）可以作为提升信用风险缓释类产品支持民营企业功效的重要抓手，尤其是考虑到要支持绿色产业、科创、转型升级等领域的较低资质民营企业发债融资，更要多样化信用风险缓释类产品的创设机构、投资者，既要提高创设机构的风险偏好，也要投资者理性看待挂钩信用风险缓释类产品债券的风险。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

| 深圳 | 北京 | 上海 |
|--|--|--|
| 地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872333 0755- 82872897 传真：0755-82872090 | 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002 | 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360 |
| 湖南 | 江苏 | 四川 |
| 地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455 | 地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295 | 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210 传真：028-85288932 |
| 山东 | 陕西 | 香港 |
| 地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810 | 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679 | 地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140 |