

政策缓释民企发债困境 CRM 迎发展机遇

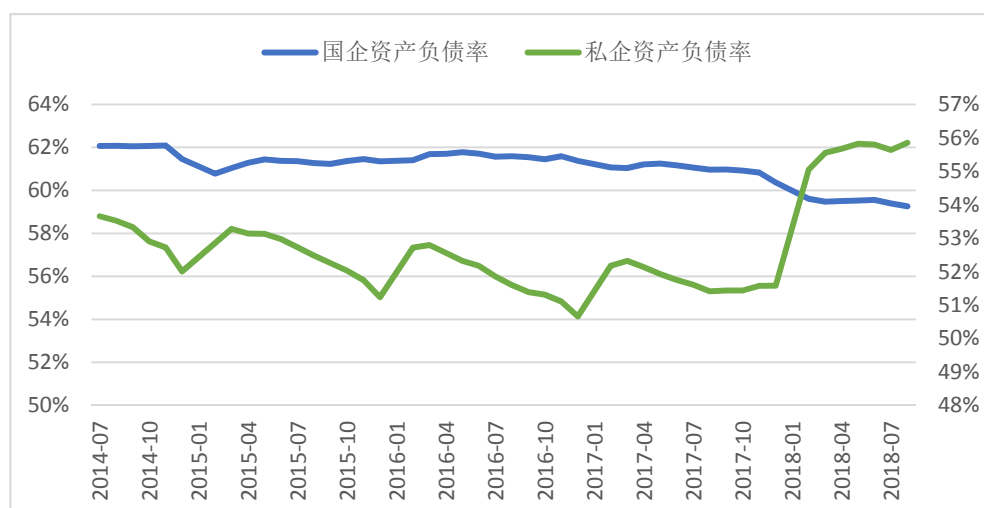
研发部 徐永

摘要：本轮去杠杆以来，不同性质企业信用质量分化明显，民企债务负担及融资压力上升，违约数量明显增加。近期高层及部门密集发声，肯定民企发展地位，设立民营企业债券融资支持工具，预期民企发债难的困境有望得到缓释，信用风险缓释工具等风险管理工具也有望迎来发展良机。

一、民企债券融资支持工具出台

当前宏观杠杆率保持了基本稳定，经济去杠杆初见成效。但从企业属性来看，却呈现了二元分化的局面，以工业企业来说，国企的资产负债率逐步下降，而民营企业的资产负债率却逐步上升。

图表 1 工业企业资产负债率表现



数据来源：Wind，新世纪评级

2018 年以来，国内信用收缩明显，债券市场违约明显增加，今年前 9 个月的新增违约主体数量已经超过了 2016 年全年，且主要以民营企业为主。截至 10 月 19 日，今年新增了 31 家违约主体，其中 27 家为民营企业。而 9 月最后一周，一共有 7 家企业披露违约，其中 6 家为民营企业。

金融收紧情况下，处于融资链条末端的民企融资困境最为明显，也是今年债市违约主要集中于民企的主要原因之一。面对民营企业当前较为困难的融资环境，近期高层密集发声，提振了市场对民营企业的发展信心。习近平主席指出，民营企业是推动经济社会发展的重要力量，民营经济的历史贡献不可磨灭，民营经济的地位作用不容置疑，任何否定、弱化民营经济的言论和做法都是错误的。他强调，支持民营企业发展，是党中央的一贯方针，这一点丝毫不会动摇。

从支持民营企业的具体政策内容来看，有两个方面值得重点关注。

（一）国企改革引入“竞争中性”，给予民企更加公平的经营环境

10月14日，易纲行长在2018年G30国际银行业研讨会的发言及答问提到考虑以“竞争中性”原则对待国有企业。这是我国省部级以上官员首次在公开场合提及“竞争中性”并表态可能用这一原则对待国有企业。按照OECD的提法，竞争中性要求企业在一个市场经济体中经营不得遭受不适当的竞争优势或劣势，当前全球“竞争中性”面临的挑战至少有企业经营形式、成本确认、商业回报率、公共服务义务、税收中性、监管中性、债务中性与补贴约束、政府采购等方面的内容。预期未来在国内，竞争中性原则的实施，将使得国企和民企平等使用生产要素、公平参与市场竞争、同等受到法律保护，而在国际上，也将要求国际组织对中国国有企业参与竞争采取非歧视性的待遇。

（二）设立民营企业债券融资支持工具，促进民企债券融资

10月22日，央行发文表示，将按照法治化、市场化原则，人民银行引导设立民营企业债券融资支持工具，稳定和促进民营企业债券融资。此举有望缓释当前民企发债难的困境。

民营企业债券融资支持工具是指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（CRM）、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。

今年6月央行为了支持小微和民营企业，增加了再贷款和再贴现额度1500亿元，此次再增加再贷款和再贴现额度1500亿元，将使得此定向政策的支持力度达到3000亿元。

此处专业机构是成立新的实体如风险缓释基金，还是由存量金融机构来承担还尚未明确。成立新实体方面，可比的模式包括此前广东成立过5000万的省级企业债券风险缓释基金，由广东省融资再担保公司托管；山西省也成立了全国首家省级信用增进投资公司。存量机构方面，目前国内CRM的核心交易商有39家，除了商业银行、证券公司外，还有中债信用增进投资股份有限公司，预期这些核心交易商将在民营企业债券融资支持工具推进中发挥重要作用，特别是中债信用增进公司，不排除进一步增资扩股的可能。

二、CRM有望迎来发展机遇

国内CRM自2010年面世以来，初期有CRMA(信用风险缓释合约)和CRMW(信用风险缓释凭证)两种形式，2016年增加了CLN(信用联结票据)和CDS(信

用违约互换), CDS 和 CRMA 是合约类场外产品, CRMA 和 CLN 是凭证类场内产品, CRMA\CRMW\CDS 创设主体是信用保护卖方, CLN 的创设主体是信用保护买方。

不过由于信用风险市场化管理的机制,特别是通过信用风险衍生工具来对冲的机制,在国内发展还不成熟,CRM 产品在国内的发展速度并不快。以 CRMW 产品为例,2010 年以来截至 8 月末,国内仅有 10 单。

预期随着民营企业债券融资支持工具的使用,CRM 在国内的发展将迎来一段较好的发展时机。事实上在此次央行发文前,9 月以来,CRMW 已经重启,银行间债券市场共发行了 4 单,分别为 18 中债增 CRMW001/002/003 和 18 杭州银行 CRMW001,涉及标的债券发行人为太原钢铁集团、浙江荣盛控股集团和红狮控股集团三家,后两家为龙头民企。目前这 14 单实际发行金额合计为 17.25 亿元,其中有 7 单的销售方为中债信用增进。

图表 2 CRMW 产品发展情况 (单位:只)

	中债增信	银行	券商	合计
2010年	2	4		6
2011年	2	1		3
2016年			1	1
2018年	3	1		4
总计	7	6	1	14

数据来源: Wind, 新世纪评级

CRM 产品发展当前本身面临较大的市场需求。从投资者的角度而言,以宁波银行 7 月发行的 CLN 产品为例,通过 5.69% 的票面利率成本,就实现了 3000 万规模 18 晋路桥 SCP001 的信用风险保护。在违约事件增多的环境下,持有民营企业贷款或者债券的机构,也有意愿通过购买 CRMW 产品,实现信用风险转移。

从 CRM 出售方的角度,理论上通过提高风险管理水平,经济扩张时期出售 CRM 获得的收益,也能够覆盖经济收缩期信用事件发生时支付的成本,同时这种调节手段也有助于减轻经济顺周期行为。

对于债务人而言,违约暴露增多,机构风险偏好降低,使得民企的融资及发债难度进一步加大,而信用风险缓释工具、担保增信等措施的出台,将使得这部分风险能够通过市场化定价的方式,实现风险分担和分散,减少民企发债的障碍,民企信用风险蔓延抬头的势头也有望缓解。

对于债券市场而言，信用事件一定程度上降低了市场特别是高收益债券的流动性，而通过 CRM 的市场化机制，将提高投资机构的风险偏好，同时提高市场的流动性。

三、CRM 面临待解挑战

CRM 产品本身还有很多待改进的地方。从商业银行来看，购买 CRM 产品的一个重要目的是资本缓释，按照 2013 年施行的《商业银行资本管理办法（试行）》，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。其中初级内部评级法下信用衍生工具主要列明了包括信用违约互换和总收益互换两种产品。同时商业银行采用内部评级法计量信用风险监管资本，信用风险缓释功能体现为违约概率、违约损失率或违约风险暴露的下降。

可以看到商业银行资本管理办法关于信用风险缓释的适用范围，跟债券市场 CRM 产品当前的具体形式还有较大的差异，因此商业银行购买 CRM 产品在具体资本缓释方面的作用，可能还较为有限，这将制约银行作为 CRM 产品买方的积极性。

从 CRM 买方保护的成本对比来看，其风险缓释的效果也需要具体分析。9 月以来新设的四单 CRMW 费率区间在 0.4%-1% 之间，其中 18 红狮 SCP006 的费率为 0.4%，发行利率为 4.96%，此成本虽较 8 月份上市的 18 红狮 SCP005 的票面利率 4.58% 高，但较发行期间红狮 SCP005 超过 5% 的中债估值还是有成本优势。

但同级别比较来看，18 红狮 SCP006 和 18 荣盛 SCP005 的主体评级均为 AA+，期限也相同，CRM 的费率还是有较大的区别，18 荣盛 SCP005CRMW 的费率高达 1%，即使同是 18 红狮 SCP006，由于分别有两家机构杭州银行和中债增信创设 CRM，费率也有细微差异（0.41% 和 0.4%），这说明 CRM 产品的风险缓释功能在实际操作中还受较多其它因素影响，最终是否能实现发行人的融资成本降低，以及投资机构资本消耗减少，还需要对债务主体进行具体分析。

另外对于 CRM 卖方，信用事件增加的时候，可能会面临机构需求单一性的问题，即可能面临买方机构占主导而卖方机构不足的局面。预期这种问题将随着 CRM 产品的逐步完善，通过市场化定价的方式逐步解决。