

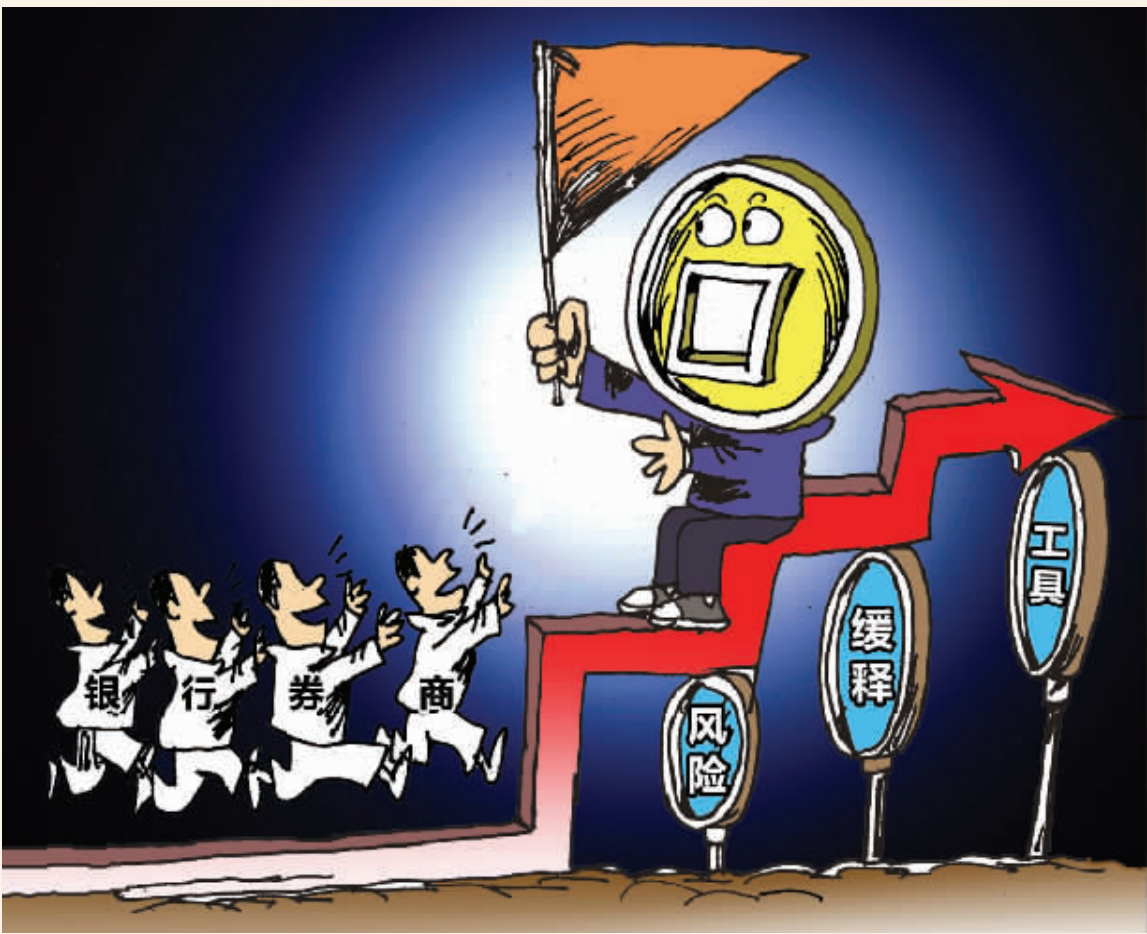
信用风险管理工具发行提速

民企发债回暖 机构抢滩万亿级大市场

□本报记者 孙翔峰 陈健

信用风险缓释工具（简称“CRM”）正在逐步改善信用债市场。据兴证资管统计，截至11月13日，今年10月份以来已完成10单CRMW（信用风险缓释凭证，信用风险管理工具的一种），涉及债务主体9家。在此帮助下，公司债发行逐步回暖，AA+/AA评级的公司发行占比略微回升，发行利率也有所下降。市场信心有所恢复。

与此同时，CRMW、交易所信用保护工具等改变了券商等机构投资者的预期。中国证券报记者了解到，一方面，各家机构积极争取发行CRMW等信用风险管理工具，以便在这个预计达数万亿的潜在市场谋求一席之地；另一方面，这些信用衍生品将丰富各家机构的投资策略，为它们带来更多的盈利可能。



视觉中心图片

助力民企发债回暖

业内人士表示，上述10单CRMW，从地域分布看主要以浙江省民企为主，行业涉及建材、石化、电气设备等制造业。根据公开信息，银行间市场和交易所市场已经或正准备发行的信用风险缓释或保护工具的相关民企包括红狮集团、荣盛集团、红豆集团、德力西集团、富邦集团等。

以国泰君安开展的全市场首单信用保护工具为案例，国泰君安固定收益证券部董事总经理、结构金融业务主管王焕舟对中国证券报记者表示，公司为浙江省民营企业红狮集团提供了“债券发行+信用保护工具”综合金融解决方案，采用该方案后，项目提前了4个工作日进行簿记，并有效管控了发行成本，最终发行利率为5.5%，处于发行区间下限。本次交易安排对发行人和投资者来说是

一个双赢的行为。

上述信用风险管理工具的密集发行极大缓解了市场对于公司债的投资压力，民营企业债券发行显著回暖。10月的最后一周，公司债当周发行713.71亿元，成为近期周发行量的一个小高点。

一些AA+以下的民营企业债也得到了发行机会。10月26日，上市公司科伦药业公告称，面向合格投资者公开发行不超过人民币28亿元公司债券已获证监会核准，其第二期债券“18科伦02”成功发行，主体和债项评级均为AA+，规模10亿元，期限2+2+1，票面利率为5.45%。相比之下，该公司于上半年3月28日公告的第一期债券，期限为2年，规模4亿元，最终票面利率为5.84%。

“我们认为近期信用宽松和货币宽

松的环境已经形成，且现在政策对民企比较呵护，类似的债券已经具备了投资机会。”一位投资了“18科伦02”的机构投资者告诉中国证券报记者。

一位券商固定收益业务人士认为，CRMW相当于金融机构给民企信用债进行担保，此类债券的发行目前受到市场欢迎。CRMW其实是一个很好的辅助融资工具，CRMW配合债券一级发行降低了发行成本，有效地缓解了这些发债遇到困难的民营企业的融资困境，帮助风险相对较高、创新能力强的民营企业获得足够的金融支持，从而扩大民营企业的直接融资渠道及融资规模。

“从债券投资组合角度，新增债券由于信用风险管理工具为民企债券增信，银行投资信用债的风控更加容易通过，更多的投资经理敢投信用债。”该人

士表示。

东方金诚首席债券分析师苏莉对中国证券报记者表示：“购买信用风险管理工具，相当于给所持债券上了一份违约保险。随着政策效应的逐步释放，这有助于修复投资机构的避险情绪，恢复乃至提升市场对低等级债券的信心，缓解前期‘紧信用’给部分企业带来的融资压力。”

王焕舟认为，金融机构可以在相关企业债券发行时，提供针对该企业的信用保护工具，提升投资者信心，促进发行，改善融资效率。这显然是通过市场化方式缓解融资难问题的有益探索。

苏莉指出，长期来看，信用风险缓释工具的逐步放量，将有助于提升债券的流动性及进一步完善其风险定价机制。

考债务相关主体评级以AA+为主，较低评级信用债的投资机会需要关注后续CRMW等产品的发行配合情况。”兴证资管固收投资团队表示。

不过，苏莉认为，目前信用风险缓释工具的发行规模很小，对投资者的策略影响相对有限。信用风险缓释工具迄今为止仅发行了26单，总额31.05亿元，短期内大规模放量的可能性不大，且相关的定价及交易规则仍在不断完善中，对机构资本释放及风险缓释的作用目前仍然较小。

“买入信用保护工具投资规模按照账面价值计算，卖出信用保护工具投资规模按照合约名义价值总额的100%计算”，同时按照投资规模的20%计提风险资本准备。中信证券相关负责人表示，考虑到信用保护工具的标的债券主体信用状况之间差异较大，按照统一方式计算规模不能准确反映风险。参考巴塞尔协议标准法下对信用保护工具市场风险资本准备的计量方式，建议将信用保护工具按对应标的债券计入风险资本准备。同时，针对不同对冲类型，按照不同标准计提风险资本准备。

可喜的是，随着交易所市场加入以及市场理念升级等因素推动，机构普遍对这一市场发展保持乐观态度。“我们对中国信用衍生品市场的未来持较为乐观的态度。”上述华东某券商相关业务负责人表示：“信用衍生品市场的发展需要一段长期的培育过程。况且，渐进和逐步发展也有利于这个产品能够更加稳健的发展，避免投机炒作。”

丰富机构交易机会

信用风险管理工具具有较为广泛的投资者基础，在一些创设机构此前的市场调研中，部分商业银行、证券公司、保险公司、公募基金、私募基金等投资者均表示了参与此类产品的意愿。比如，商业银行希望通过信用风险管理工具进行信用风险缓释和资本缓释，或达到授信释放的效果；公募基金则较为看重通过信用保护工具进行信用风险对冲，例如投资池内包含市场预期较为悲观的债券时，则可以通过信用保护工具提前对冲相关风险，防止出现损失，甚

至导致大规模赎回等情况的发生。

此外，还有某些研究能力较强，风险承受能力较高的私募证券基金对卖出信用保护工具有一定兴趣。这类投资者有较为不同的风险偏好，对信用衍生品市场参与主体多样性构成有益补充。

“理论上来说，信用风险缓释等工具确实会丰富机构的投资策略。信用风险缓释等工具可以实现对信用风险的独立定价及缓释，因此其对授信额度不足的商业银行、偿付能力压力较大的保险公司、需要对冲信用风险的广义基金等

投资人均具有投资价值。”苏莉告诉中国证券报记者。

兴证资管固收投资团队在接受中国证券报记者采访时表示，CRMW的发行对投资机会有两方面影响：一是直接投资CRMW的民企债券，这为普通民企债券提供信用缓释；二是采用现券+信用风险缓释工具的策略，实际上是将企业信用转换为银行信用/政府信用，寻找不同信用主体之间的利差机会。

不过，目前信用风险管理工具在国内发展还具有一定困难。

“中国《商业银行资本管理办法（暂行）》规定只有使用内评法的银行才能使用合格的信用风险缓释工具进行资本缓释，而目前能使用内评法的银行相对不多。证券公司和保险公司相关监管办法则没有明确合格信用风险缓释工具的资本缓释要求。”华东某券商相关业务负责人表示，这一定程度上成为券商参与信用风险保护工具的障碍，建议借鉴巴塞尔协议对合格信用风险缓释工具的相关认定和资本缓释的相关条款完善相关监管办法。

此外，目前监管政策明确，报表中，

机构积极卡位

“我们希望通过积极参与首批信用保护工具创新业务，奠定证券行业在信用衍生品发展中的历史地位。”一家参与了首批交易所信用风险保护工具落地的券商相关业务负责人坦承。

创设这类产品，也需要券商更好地整合内部资源，做好自营与承销部门的联动。

从首批交易所信用风险保护工具的情况来看，尝鲜者都是具备多年信用衍生品经验的大型综合券商。以中信证券为例，其2011年起参与了第一批风险缓释凭证，2016年成为银行间首批信用缓释工具核心交易商。对于此次推出交易所信用保护工具，公司业务人士直言：“需要睁大眼睛避免信用上的重大损失。”

王焕舟表示，券商开展信用保护工具业务，对于券商自身的产品研究、人员配备、制度建设、协议搭建、系统建设、客户储备等方面提出了较高的要求。国泰君安信用衍生品业务已筹备了近3年，

■ 2018年11月14日 星期三

■ 责编:李豫川 美编:杨红 电话:010-63070352 E-mail:jgb@zzb.com.cn

今年以来

券商债券承销规模逾3.6万亿元

□本报记者 陈健

金融行业债券承销规模居前

今年以来，尽管资本市场表现低迷，一级市场债券发行难度增加，但整体来看，券商承销债券规模仍略有增长。财汇大数据终端数据显示，截至11月12日，今年以来，共有102家券商合计承销债券4922只，承销债券总金额364万亿元，同比分别增长12.79%、2.25%。

9家券商承销额超千亿

从承销金额来看，共有9家券商承销金额在千亿元以上，分别为中信证券（4541.69亿元）、中信建投（4180.14亿元）、招商证券（2998.65亿元）、中金公司（2271.34亿元）、国泰君安（1859.69亿元）、海通证券（1780.05亿元）、光大证券（1446.99亿元）、中银国际证券（1302.73亿元）和广发证券（1120.66亿元）。

从合计承销债券数量看，在百只以上的券商共计11家，其中排名前五的分别为中信建投、中信证券、招商证券、海通证券和国泰君安。

分行业来看，中信建投在房地产和休闲服务两个行业债券承销金额排名第一，分别为514.85亿元和41.75亿元；中泰证券在传媒行业债券承销金额排名第一，为39.31亿元；海通证券在电气设备行业债券承销金额排名第一，为25亿元；国融证券在电子行业债券承销金额排名第一，为60亿元；华泰证券在纺织服装行业债券承销金额排名第一，为30亿元；国泰君安在国防军工行业债券承销金额排名第一，为10.5亿元；中信证券在银行业债券承销金额排名第一，为1990.42亿元。

信用债市场料延续阶段性强势

□本报记者 王辉

市场环境或继续转暖

在货币市场流动性环境持续偏暖的背景下，近期信用债市场整体跟随利率债市场震荡走强。部分主流投资机构对于中低等级信用债品种的避险情绪仍未彻底消散，但随着有关提振民企融资等政策的不断加码，未来宽货币向宽信用的传导有望更为顺畅。业内人士表示，综合近期信用债二级市场的运行情况以及券商机构的策略研判来看，短中期内信用债市场有望延续阶段性强势。

风险偏好继续有所改善

来自信用债二级市场的最新运行状况显示，在国债、金融债等利率债品种收益率继续震荡走低的背景下，上周以来，国内各期限、各品种的信用债价格整体出现温和上涨，各评级券种收益率普遍下行。

国泰君安的统计数据显示，上周，一年期各评级收益率分别下行1—9个基点；三年期AA+评级收益率上行1个基点，其余各评级收益率分别下行1到5个基点；五年期各评级收益率分别下行4—5个基点。此外，上周信用债周成交量3491.82亿元，环比前一周继续小幅上升。而本周前两个交易日，信用债市场在国债市场整体横向震荡的背景下，也未出现明显走弱。整体来看，在当前资金面延续宽裕格局、货币宽松预期依旧较为稳固的背景下，主流投资者在信用债市场上仍旧延续了前期的偏多投资思路，近一周多来信用债市场风险偏好继续有所改善。

另一方面，从信用利差的角度来看，目前市场做多情绪仍存在一定压力。仅以上周的情况来看，各期限评级信用利差仍明显走扩。其中，一年期各评级信用利差分别走扩4—12个基点；三年期各评级信用利差分别走扩6到12个基点；五年期AAA评级信用利差走扩1个基点。

当前市场整体投资情绪继续修复，展望未来短中期内信用债市场的整体走向，目前机构主流观点认为，在民企宽信用等政策不断加码、10月货币金融数据整体低于预期的背景下，未来较长一段时间内，管理层仍将保持宽货币的政策立场。信用债在整体市场环境有望继续转暖的同时，有望延续近期的阶段性强势。

华创证券认为，根据管理层的最新政策要求，民营企业贷款在银行新增公司类贷款中的占比有望翻倍。根据目前的数据粗略估算，民营企业每年新增信贷有望达到5万亿元以上，比目前多出3万亿元左右。未来银行向民营企业的贷款投放还有相当大的空间。这一方面将大大加速宽货币向宽信用的传导，有利于投资的回暖和经济的企稳；另一方面，将大大缓和民企的融资压力和偿债风险，有利于信用风险的缓和和信用利差的收窄。

中银国际证券指出，短中期内人民币汇率仍将延续震荡波动趋势，汇率因素对于资金利率的影响仍相对较小。在近期多项监管政策均出现边际放松的背景下，机构投资者对于信用债市场的看多，仍然是主流策略思路。

兴业证券认为，在当前信用债投资情绪整体好转的情绪下，投资者仍然可以对待下一阶段市场的运行保持适度乐观。

另一方面，在11月13日公布10月主要货币金融数据整体低于预期的背景下，中泰证券分析师齐昇表示，从社融、贷款和存款端三个角度来看，10月份的金融数据都表现出银行信用扩张继续放缓的趋势。而这反过来会促使央行维持资金利率低位运行，等待银行信用创造重新恢复。因此，债券市场整体向好的格局仍将持续。对于城投、高等级产业债而言，投资者可以积极考虑适当拉长久期。而低等级债和民企债等信用债券种，则可以继续寻找低估和错杀的投资机会。