

国内外 CB 市场比较观察及适合哪类融资主体？

2024 年 12 月 6 日
专题报告

主要内容：

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



国外 CB 具有以下几个重要特征：双重追索权；绝大多数的国家有 CB 相关的法律；CB 发行人为法律或监管机构认可的金融机构；担保资产为符合相关法规要求的资产；破产隔离；抵押资产池监督；担保资产未实质性出表。目前 CB 主要发行场所在欧洲，相较于欧洲市场，CB 在美国发展缓慢，目前已无存续 CB，这与美国已经拥有成熟的住房抵押贷款市场（诸如房利美和房地美）和 ABS 市场相关。国内于 2022 年推出 CB，2024 年推出民企 CB，截至 2024 年 11 月末，国内市场共发行 42 只，发行规模合计 196.27 亿元。

总结来看，国内外 CB 市场存在着实质性差异，具体表现在发行人、担保资产、担保资产价值对 CB 本息的覆盖度、结构化发行的具体模式、担保资产隔离、信用增级等六个方面，详见正文。

发行人在决策是否发行 CB 时主要考虑的因素为：能否实现信用增级以降低融资成本、发行 CB 的便利度。国内发行的 CB 均以发行人自身为第一偿债来源，因此，CB 评级以发行人自身信用等级为起点，在此基础上，考察担保资产质量及其对 CB 本息的覆盖程度、破产隔离分析、担保资产回收水平等方面，确定能否增级。结构化发行模式交易结构较复杂，会影响发行人发行 CB 的积极性，尤其是对于信用资质相对较好、融资渠道较畅通、有 ABS 融资经验的发行人，但是，CB 相比 ABS 有一定优势，详见正文。综上，国内 CB 尤其适合信用资质相对较弱、有增信需求、传统融资渠道不太畅通的主体，例如民营企业和较低级别的国企。担保资产上，便于处置的资产、债权类资产为首选。民营企业发行 CB，可以选择部分抵质押，但是会影响担保效果，可以在此基础上，增加创设 CRMW 等信用风险缓释工具或第三方担保等外部增信。

一、国外 CB 市场情况

资产担保债券在国外称为全覆盖债券（Covered Bond，简称“CB”），起源于 18 世纪 70 年代的欧洲，历史悠久。根据 ECBC（European Covered Bond Council）的定义，资产担保债券是由抵押贷款或公共部门债务的担保池担保的债务工具，投资者在违约时对其有优先索赔权。国外 CB 具有以下几个重要特征：

第一，双重追索权。通过法律法规或结构化来保障和约束 CB 投资人对于发行人和担保资产的双重追索权。

第二，绝大多数的国家有 CB 相关的法律。欧盟关于 CB 的基础法律主要是《担保债券指令》（Covered Bond Directive, CBD）、CRR（资本要求条例）第 129 条，各国在《担保债券指令》的基础上可以进行调节，以形成各自的 CB 法律框架。

第三，CB 发行人为法律或监管机构认可的金融机构。

第四，担保资产为符合相关法规要求的资产。目前，以抵押贷款、公共部门贷款和船舶贷款为主。

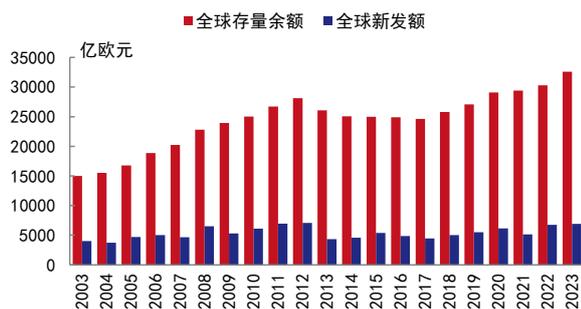
第五，破产隔离。通过法律约束或结构化契约设计实现担保资产与其他资产隔离。

第六，抵押资产池监督。为了维持资产池充足且满足相应的合格标准（资产的合规性、资产价值对 CB 本息的覆盖度等），大多数国家的 CB 体系确立了一个外部的、独立的资产池监督人，监督人必须拥有相应的资质（如审计机构等）。此外，在大多数国家，国际银行业监管者也会对 CB 进行监管。

第七，担保资产未实质性出表。无论以何种模式发行 CB，担保资产均未实现实质性出表。结构化发行模式下，一方面在 CB 偿付后，担保资产会回流到融资人表内，另一方面，融资人要始终能够识别担保资产，以确保其能够随时确定哪些资产已转让给 SPV，并对资产池进行动态管理。

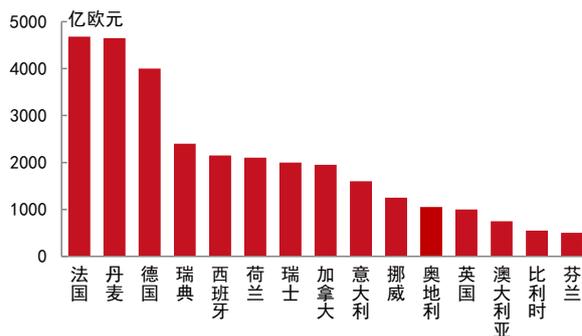
近年来，国际 CB 市场每年增量规模超 5,000 亿欧元，截至 2023 年末，全球存量规模已达 3.26 万亿欧元。**区域分布上，目前 CB 主要发行场所在欧洲，约有 30 个不同的欧洲国家有活跃的 CB 市场，2023 年，88% 的 CB 发行人位于欧洲。**2023 年末，法国、丹麦、德国 CB 存量规模位居全球前三位。CB 也受到了全球其他国家发行人和投资者的青睐，欧洲以外的存量 CB 规模占比在 2023 年首次增加到 10% 以上，其中，亚太地区发行人的份额 2023 年上升到近 8%，北美的份额保持在 3%，南美的份额大致稳定在 1.2%。**相较于欧洲市场，CB 在美国发展缓慢，美国市场仅于 2006 年和 2007 年由两个银行机构发行过 CB，目前已无存续 CB，这与美国已经拥有成熟的住房抵押贷款市场（诸如房利美和房地美）和 ABS 市场相关。**

图1 2003年-2023年全球CB存量和新发情况



资料来源：ECBC，中证鹏元整理

图2 2023年末CB存量规模前五名的国家



资料来源：ECBC，中证鹏元整理

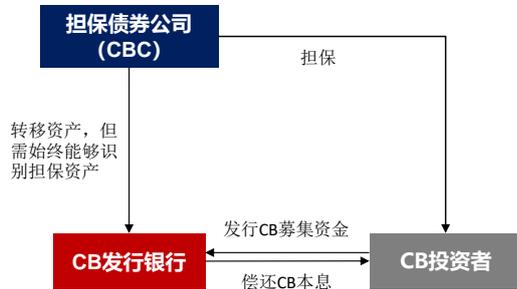
CB在欧洲市场受欢迎的原因在于：投资人角度，拥有对发行人和担保资产的双重追索权，因此具有较高的抗风险性，还有能享受一些投资优惠政策，如欧洲经济区银行根据欧盟 CRR（资本要求条例）购买的欧洲经济区 CB 的风险权重较低等；对发行人而言，CB 为银行提供多样化、长期限的融资渠道，基于优质的担保资产，通常 CB 能获得增信，降低发行人融资成本；在金融危机等特殊时期，CB 显示出其避险地位，被证明是唯一能够恢复投资者信心并确保发行人在动荡时期进入债务资本市场的资产类别之一。

交易结构上，CB 可以直接发行或者结构化发行。直接发行模式（即抵质押模式）的交易结构比较简单，适用于法律法规比较完善的地区，如德国，通过法律框架的约束（如规定合格抵押资产、覆盖比例要求、抵押资产监管、破产隔离等各个环节）对投资者的权益进行最大程度的保障。结构化发行模式（SPV）的交易结构相对比较复杂，通过结构化的契约安排实现投资人对于担保池的优先受偿权。**结构化发行模式按照 CB 发行人是否银行本身、抵押资产池何时转移给 SPV 可以分为两种：(1) 抵押资产池在 CB 发行时转移给 SPV 持有，发行人为银行本身（如荷兰）；(2) 抵押资产池在 CB 发行时不转移给 SPV 持有，只有当发起人破产时才发生转移，发行人为 SPV（如法国）。**

具体来看，荷兰发行 CB 的框架是：发行人将担保资产转让给一个单独的法人实体，即担保债券公司（CBC），为 CB 发行提供担保。为确保破产隔离，发行人银行或任何相关集团实体不能持有 CBC 的股份，没有决定控制权的政策，也没有对该法人实体的任何其他所有权权益。但是，银行应始终能够识别担保资产，以确保其能够随时确定哪些资产已转让给担保债券公司，并在银行破产时可用。法国发行 CB 的框架主要是 SFH/SCF：SFH 和 SCF（CB 发行人）是由法国银行监管机构 ACPR 许可和监管的专业信贷机构，它们作为银行的全资子公司设立的，用于为其所属的银行再融资，SFH 和 SCF 通常没有员工或其他资源，由母银行管理。SFH/SCF 发行 CB，将募集资金贷给母银行（以抵押资产为担保），母银行以向 SFH/SCF 支付本金和利息上的方式偿还这笔贷款，再由 SFH/SCF 向投资者支付相应的本金和利息。CB 持有人对 SFH/SCF 的母行和担保资产有双重追索权。一旦母银行违约，在法律框架下，抵押资产池将无需任何手续即可转让给 CB 发行人 SFH/SCF，并用于保障全覆盖债券本金及利息的支付。**法国结构化 CB 的发行模式与 ABS 非常**

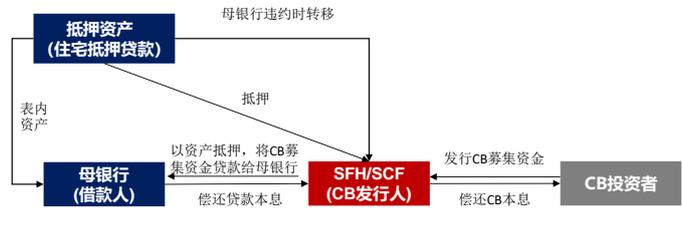
类似，差异在于：ABS 中，SPV 将发行证券的募集资金用于购买基础资产，而 CB 的 SPV 将发行证券的募集资金借款给融资主体，借款以担保资产进行抵押担保。

图 3 荷兰发行 CB 的模式



资料来源：ECBC，中证鹏元整理

图 4 法国发行 CB 的 SFH/SCF 模式



资料来源：ECBC，中证鹏元整理

二、国内 CB 市场情况

2022 年 5 月 27 日，交易商协会发布《关于开展资产担保债务融资工具相关创新试点的通知》（以下简称《通知》），开展企业发行资产担保债务融资工具（CB，Covered Bond）业务。根据《通知》，资产担保债务融资工具是指发行人为实现融资目的，以资产或资产池提供担保，可约定由发行人或资产所产生的现金流作为收益支持，按约定以还本付息等方式支付收益的结构化融资工具。《通知》对 CB 的双重追索权特征、担保资产要求、交易结构（可直接发行或结构化发行）、担保物价值对债券本息的覆盖度、资产池的动态管理要求等进行了说明。CB 推出后，发行主体集中在国企，其中不乏城投公司。

2024 年 7 月 2 日，交易商协会发布《市场创新自律问答（第八期）| 民企资产担保债务融资工具（CB）》，推出民企 CB，重点支持科技创新、“专精特新”、绿色低碳、乡村振兴、大规模设备更新和消费品以旧换新等重点领域民营企业发行 CB。与此前国企发行的 CB 相比，民企 CB 拓展了担保资产范围、降低了担保率要求、增加了配套支持措施。

表 1 民企 CB 与普通 CB 的差异

	普通 CB	民企 CB
发行人	国企	民企
担保资产	优先推出不动产、土地使用权、准不动产等流动性强，容易变现的资产类型	扩大担保资产范围： 既可选取不动产、土地使用权等资产， 也可选取应收账款、知识产权、碳排放权、非上市公司股权等资产。
担保率要求	原则上应保证担保物价值覆盖债券本息	可灵活设置担保资产覆盖率： 可选择部分抵质押、全额抵质押、超额抵质押等多种抵质押率。
配套措施	-	鼓励主承销商优化内部考核机制，加大民企 CB 承销力度，协会将把主承销商 CB 业务开展情况纳入日常评价体系。 鼓励银行、理财、券商、基金、保险等各类投资人积极配置民企 CB。 鼓励丰富市场化增信模式。如可创设 CRMW 等信用风险缓释工

具，或由发行人股东或实际控制人提供连带责任担保等多种模式。民企 CB 注册发行全流程采用“快速通道”，支持储架式注册发行。实行“申报即受理”，设置“预沟通”前置办理机制。

截至 2024 年 11 月末，国内市场共发行 42 只，发行规模合计 196.27 亿元。2024 年 1-11 月，共发行 25 只，发行规模合计 99.35 亿元，发行规模已超 2023 年全年。CB 发行以非公开为主，公开发行的 CB 仅 11 只。

CB 发行人主体评级分布在 AA 级-AAA 级，按发行规模统计，AA+主体 CB 发行规模占比 54%，AA 级占比 28%，AAA 级占比 18%。发行 CB 的民营企业主体级别均为 AA+级和 AAA 级。

图 5 CB 发行情况

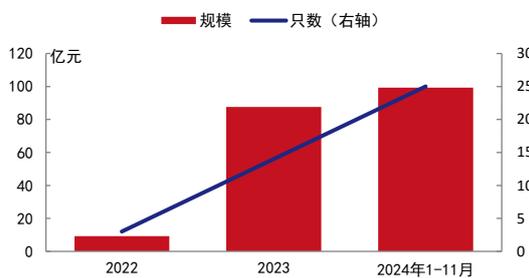
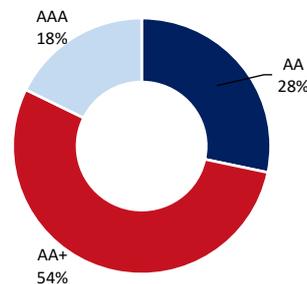


图 6 CB 发行人主体评级以 AA+级为主



资料来源：Wind，中证鹏元整理

注：按发行规模统计。资料来源：Wind，中证鹏元整理

从担保资产看，以往 CB 抵质押资产以土地、房地产等为主，2024 年以来拓展至股权资产、应收账款、知识产权等。从担保资产对 CB 本息覆盖倍率看，国企 CB 均为 100%以上，民企 CB 多为部分抵押。

表 2 部分 CB 担保资产及其对债券本息的覆盖倍率（蓝色底纹发行人为民营企业）

证券简称	担保资产	担保资产对债券本息覆盖率
24 高科集团 PPN002 (资产担保科创)	应收账款	-
24 恒逸 SCP001(资产担保科创)	股权资产	47.12%
24 五凌电力 SCP001(资产担保科创)	知识产权未来现金流	107%
24 科伦 SCP001(资产担保科创)	股权资产	42.38%
24 九州通 SCP001(资产担保)	应收账款	32.14%
24 高科集团 PPN001(资产担保)	股权资产	-
24 许昌城投 MTN001(资产担保)	土地、房地产	100.56%
24 南京旅游 MTN001(资产担保)	房地产	113.48%
24 华靖资产 MTN001(资产担保)	土地	123.90%
23 甬开投 CP001(资产担保)	房地产	124.04%
23 南京软件 PPN002(资产担保)	保障性租赁住房	-
23 南京软件 PPN001(资产担保)	保障性租赁住房	-
23 吉林电力 SCP001(资产担保碳中和)	碳排放权	119%
23 华靖资产 MTN001(资产担保)	土地	177.15%
22 江西电力 SCP001(资产担保)	碳排放权	125%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

交易结构上看，目前发行的 CB 仅 2 只为结构化发行模式，即 24 高科集团 PPN002（资产担保科创）和 24 五凌电力 SCP001（资产担保科创），分别以应收账款和知识产权未来现金流为担保资产，引入信托为破产隔离载体。其余均是直接发行模式，由发行人或其子公司提供抵质押资产，为 CB 提供担保。由于目前国内尚无 CB 相关的法律法规来保障和约束投资人对于特定担保资产的优先受偿权，因此直接发行模式下的 CB 实际上与设置抵质押担保的普通债券没有实质性差别。结构化发行模式上，**国内结构化 CB 发行采用的是荷兰模式，即抵押资产池转移给 SPV 持有，发行人为融资主体本身，并未采用以 SPV 为发行人的模式（法国模式），主要是因为：以 SPV 为发行人的交易结构复杂，操作不易，而其主要是为了解决出表问题，而 CB 担保资产没有实质性出表。**

偿债来源上看，国内发行的 CB 均以发行主体为第一偿债来源，优先通过发行人营业收入、日常利润、经营活动现金流、其他融资渠道等偿还，第二偿债来源为抵质押资产。

从发行人地域分布看，江苏、浙江 CB 发行规模较大，分别发行 100.02 亿元、43 亿元，上海、四川、北京、湖北、河南、湖南、江西、吉林等地也都参与了 CB 发行。

三、国内外 CB 市场比较

总结来看，国内外 CB 市场存在着实质性差异，具体表现在以下六个方面：

第一，国外 CB 发行人为法律或监管机构认可的金融机构，可以是金融机构自身也可以是 SPV。目前国内 CB 的发行人均为非金融企业。

第二，担保资产上，国外 CB 的担保资产为金融机构贷款，如抵押贷款、公共部门贷款和船舶贷款。国内 CB 的担保资产为非金融企业拥有的土地、不动产、应收账款、知识产权、碳排放权、非上市公司股权等资产。

第三，担保资产价值对 CB 本息的覆盖度上，国外 CB 均是超额担保，国内民企 CB 可灵活选择部分抵质押、全额抵质押、超额抵质押等。

第四，结构化发行 CB 的模式上，国外按照 CB 发行人是否银行本身、抵押资产池何时转移给 SPV 可以分为两种：（1）抵押资产池在 CB 发行时转移给 SPV 持有，发行人为银行本身（如荷兰）；（2）抵押资产池在 CB 发行时不转移给 SPV 持有，只有当发起人破产时才发生转移，发行人为 SPV（如法国）。国内结构化发行 CB 的模式类似荷兰模式，并未采用以 SPV 为发行人的模式（法国模式），主要是因为：以 SPV 为发行人的交易结构复杂，操作不易，而其主要是为了解决出表问题，而 CB 担保资产没有实质性出表。

第五，在担保资产的隔离上，国外 CB 通过法律约束或结构化设计实现担保资产与融资主体其他资产隔离。国内 CB 直接发行模式下，根据前文所述，难以实现担保资产隔离；结构化发行模式下，从仅有的 1 只有公开信息的发行案例（24 五凌电力 SCP001（资产担保科创））看，隔离效果有限，主要是因为：一是以

知识产权未来现金流为担保资产，很难与发行人自身隔离，二是担保资产价值评估时预测的未来现金流期间长于 CB 期限，如果短期发生 CB 违约，实际担保资产无法实现对 CB 本息的覆盖。

第六，信用增级方面，国外 CB 基于优质的担保资产抵质押、资产隔离等通常能实现 CB 增级至 AAA 级。国内目前已发行的 CB 中，仅 1 只实现了增级，即 24 乐山高新 PPN001(资产担保) (AA/ AA+，中证鹏元评级)，以发行人持有的股权进行质押，中证鹏元在充分考察担保资产的实际情况、担保率后因素后给予信用增级，有效降低了发行人融资成本。

表 3 国内外 CB 市场比较

	国外 CB	国内 CB
发行人	法律或监管机构认可的金融机构（金融机构自身或 SPV）	非金融企业
担保资产	金融机构贷款，如抵押贷款、公共部门贷款和船舶贷款	不动产、土地使用权、准不动产等流动性强，容易变现的资产类型，民企 CB 还可扩展至应收账款、知识产权、碳排放权、非上市公司股权等资产。
担保率要求	超额担保	国企 CB 原则上应保证担保物价值覆盖债券本息，民企 CB 可灵活选择部分抵质押、全额抵质押、超额抵质押等。
结构化发行模式	按照 CB 发行人是否银行本身、抵押资产池是否转移给 SPV 可以分为两种：（1）抵押资产池转移给 SPV 持有，发行人为银行本身（如荷兰）；（2）抵押资产池不转移给 SPV 持有，只有当发起人破产时才发生转移，发行人为 SPV（如法国）。	类似荷兰模式
破产隔离	通过法律约束或结构化设计实现	直接发行模式下，目前国内尚无 CB 相关的法律法规来保障和约束投资人对于特定担保资产的优先受偿权，因此实际上与设置抵质押担保的普通债券没有实质性差别。结构化发行模式下，从仅有的 1 只有公开信息的发行案例看，破产隔离效果有限。
信用增级	多数能实现信用增级至 AAA 级	仅 1 只 CB 实现了信用增级

资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、什么类型的主体适合发行 CB 融资？

结构化 CB 引入破除隔离载体，解决了直接发行模式（抵质押模式）下无法保障投资者优先求偿权的问题，应是未来 CB 的发展重点。**发行人在决策是否发行 CB 时主要考虑的因素为：能否实现信用增级以降低融资成本、发行 CB 的便利度。**

目前国内发行的 CB 均以发行人自身为第一偿债来源，因此，CB 评级以发行人自身信用等级为起点，在此基础上，考察担保资产质量及其对 CB 本息的覆盖程度、破产隔离分析、担保资产回收水平等方面，确定能否增级。最理想的情况是，CB 采用结构化发行模式，引入破产隔离载体后，实现担保资产有效隔离，

若担保资产优质、便于处置，担保率足够高，理论上能获得较好的担保效果，较易实现信用增级。

结构化发行模式交易结构较复杂，会影响发行人发行 CB 的积极性，尤其是对于信用资质相对较好、融资渠道较畅通、有 ABS 融资经验的发行人。结构化 CB 与 ABS 的差异详见《结构化发行 CB 的操作模式及未来展望——担保品服务信托在 CB 中的运用》，**对比发现，CB 相比 ABS 有一定优势：**一是，注册发行流程上，CB 可在注册有效期内分期发行，发行无需备案，民企 CB 注册发行全流程采用“快速通道”，支持储架式注册发行，实行“申报即受理”，设置“预沟通”前置办理机制，企业可以单独注册，即获得 CB 注册额度后发行；二是，CB 的担保资产池无同质化要求，ABS 对基础资产的要求更高：权属明确，可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的财产权利或者财产，现金流来源原则上应当分散，基础资产具有同质性等；三是，ABS 需要劣后安排，CB 不需要。

综上，**国内 CB 尤其适合信用资质相对较弱、有增信需求、传统融资渠道不太畅通的主体，例如民营企业 and 较低级别的国企。担保资产上，便于处置的资产、债权类资产为首选。民营企业发行 CB，可以选择部分抵质押，但是会影响担保效果，可以在此基础上，增加创设 CRMW 等信用风险缓释工具或第三方担保等外部增信。**

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。

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 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 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 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：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 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

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140