

砥砺十五载，债务融资工具助力实体经济高质量发展

Debt Financing Instruments and the Real Economy

○ 刘 珺

中国银行间市场交易商协会监事长，交通银行行长

摘要

债务融资工具经过十五年的长足发展，发行量和托管量大幅增长，交易活跃度显著提高，有效引导金融资源优化配置，缓解企业融资难和融资贵的问题。债务融资工具的发展立足于服务国家宏观调控和经济政策，在2022年国内外均面临严峻挑战的形势下，债务融资工具助力稳增长、调结构、防风险、补短板，在新形势下持续促进经济实现高质量发展。立足于既往的成绩与经验，债务融资工具在规模和流动性方面尚有提升的空间，信用衍生品市场层次和产品体系还需进一步拓展，在新发展理念的引领下，债务融资工具市场未来将大有可为。

关键词

债务融资工具 实体经济 高质量发展

Abstract: After 15 years of market development, debt financing has grown significantly in terms of the number of issues and outstanding volume. Transaction activity has increased significantly, effectively guiding the efficient allocation of financial resources and in turn alleviating enterprise problems with obtaining inexpensive financing. The development of debt financing instruments is aimed at serving national macro-control and economic policies. Amid severe challenges on the domestic and international fronts, debt financing instruments have helped stabilize growth, adjust the economic structure, prevent financial risks and address market shortcomings while continuing to promote high-quality economic development. Nonetheless, there is still room to improve the scale and liquidity of debt financing instruments, and the credit derivatives market and product system need to be further expanded.

Keywords: Debt Financing Instruments, Real Economy, High-Quality Development

2005年5月人民银行推出短期融资券，是中国信用债券市场发展中具有里程碑意义的关键一步。随后，银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）在2008年和2010年相继推出中期票据和超短期融资券，引领债务融资工具市场蓬勃发展。不负众望，历经十五年的发展壮大，债务融资工具已成为我国信用债券市场主力军。作为非金融企业直接融资主渠道，债务融资工具在引导资源优化配置、落实国家战略部署、助力实体经济实现高质量发展方面做出了突出贡献，成为债券市场深化改革和扩大开放的重要施力点。

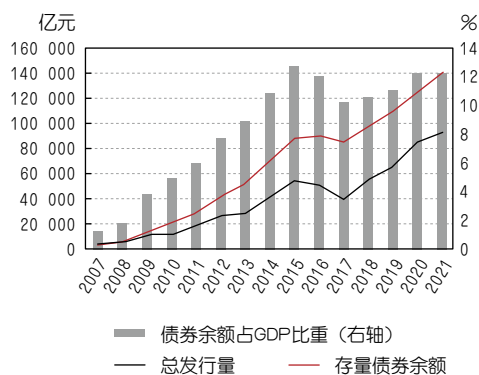
十五年来，债务融资工具在服务实体经济中不断发展壮大

债务融资工具源于实体经济的需求并

服务于实体经济。自其创设十五年来，我国经济总量稳步增长，对于债务融资的需求随之上升并趋向常态化、多样化，推动债务融资工具规模持续扩大、机制逐步完善。债务融资工具市场的发展反过来进一步提升其服务实体经济的能力。

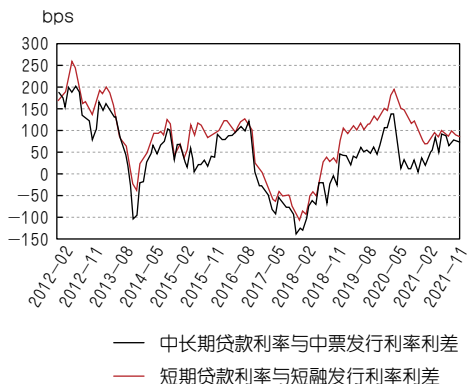
优化社会融资结构，提升债券市场服务实体经济效能

债务融资工具的融资功能得到充分发挥，缓解企业“融资难”问题。为实体经济提供的资金规模是金融服务实体经济能力最直接的衡量指标，债务融资工具为实体经济筹措的资金规模持续增长。2021年债务融资工具发行量9.26万亿元，较2007年的3349亿元增长27倍，年复合增速26.8%。同时，现券交易量从2007年的1.17万亿元增至23.92万亿元，市场活跃度显著



数据来源：Wind。

图1 债务融资工具发行量、存量及占GDP比重



数据来源：Wind。

图2 贷款利率与债务融资工具发行利率利差

增加。截至2021年末，债务融资工具托管余额14万亿元，为2007年末的43.8倍。

融资成本具有比较优势，融资效率得到显著提高，缓解企业“融资贵”问题。从融资成本上来看，贷款利率与债务融资工具发行利率的利差仅在2013年钱荒和2017年金融体系去杠杆的特殊时期为负，大多数时间债券融资成本优势突出。融资成本优势进而引导了社会融资结构的优化，2021年债券融资在社会融资规模中占比10.5%，较2007年提升6.7个百分点。债券融资在社会融资中的占比从2007年至2016年保持增长趋势，2016年占比增至16.9%。2017年金融去杠杆导致债券融资规模骤减，后续恢复稳定在10%以上。

构建新发展格局，助力经济结构优化调整

债务融资工具作为企业筹措资金的重要渠道，在推动国家重大战略部署落地、引导资金投向重点支持行业领域中一直是先行者。

债务融资工具的发展立足于服务国家宏观调控和经济政策。债务融资工具余额占GDP比重从2007年的1.2%增长至2021年的12.2%。资源配置上贯彻落实国家区域发展重大战略，2021年支持京津冀、长江经济带、粤港澳地区企业发行债务融资工具6 020亿元、40 271亿元和10 167亿元，占总发行量比重61%。良好的市场经济环境与活跃的直接融资市场形成共振，助推

经济实现飞跃式发展。债务融资工具市场同时也是国家宏观调控机制的重要组成部分，随着市场活跃度显著提高，定价机制日趋完善，对货币政策和财政政策的协同传导效力也持续增强，已成为宏观政策传导的重要渠道。

产品结构日益丰富，产品创新与时俱进，精准、灵活地服务实体经济结构调整。债务融资工具在实践中形成了完善的产品谱系，通过长短期品种、公开和非公开的发行方式、基础产品和衍生品等多种方式灵活组合，有针对性地满足发行人的融资需求。同时，交易商协会持续推出专项创新产品，助力经济实现高质量发展。截至2021年，绿色债务融资工具、蓝色债券、碳中和债券、可持续发展债券、可持续发展挂钩债券累计发行5 092.7亿元，助力企业绿色转型升级，实现低能耗高质量的绿色发展；扶贫票据、保障房、乡村振兴、革命老区债券累计发行4 544.5亿元，巩固脱贫攻坚成果，保障基础民生，实现全方位、跨区域协调发展；创投、双创、高成长债务融资工具累计发行585.9亿元，助力科技创新行业技术突破，实现关键领域创新发展；通过创设信用风险缓释凭证（CRMW）累计支持债券发行规模1 739亿元，改善小微、民营企业直接融资环境，促进民营经济发展微循环。

完善市场机制建设，构建全方位、多层次、宽领域的直接融资体系

债务融资工具市场参与主体快速扩容，2021年市场参与主体达9 080家。发行主体更加多元，数量从2007年309家^①增至2021年5 212家，范围涵盖国有企业、民营企业、公众企业、外资企业等，市场的普惠性和包容性都大幅提升。投资主体层次愈发丰富，结构多元化、分散化趋势明显，债券持有人从银行自营资金一家独大到理财、基金、券商、保险百家争鸣。2021年末债务融资工具持仓占比较大的主体有非法人类产品67.3%、银行19.3%、证券公司4.2%、政策性银行2.2%^②，投资结构较2007年银行资金占比超过80%发生显著变化。

债务融资工具市场制度建设持续深化。通过优化注册发行机制、统一信息披露要求、推进创新注册发行模式，加强市场透明度的同时提升注册发行便利，加大实体经济金融服务支持力度。通过优化信用风险缓释工具运行机制，充分发挥信用衍生产品分散共担信用风险的作用，激发市场活力，促进金融衍生品更好地服务实体经济。通过优化存续期管理制度、完善投资人保护机制、加快建立违约债券处置

机制，持续提升市场规范化水平，防范债券市场尾部风险。

新形势下，债务融资工具助力实体经济实现高质量发展

2022年以来，国际环境日趋复杂严峻、国内疫情突发带来超预期冲击，经济下行压力进一步加大。银行间市场勇于担当，助力稳增长、调结构、防风险、补短板，在新形势下持续促进经济实现高质量发展。

着力“稳增长”，持续为企业提供金融活水

银行间市场协同配合稳增长政策发力，助力企业融资规模稳步提升。2022年上半年，债务融资工具共发行4.7万亿元，同比上升6%，净融资规模约1.1万亿元，同比增长约5 000亿元。一方面，政府主导的基建投资是稳增长的关键抓手。上半年，银行间市场累计支持水利工程建设运营企业发行债务融资工具151.5亿元，支持交通运输行业、能源企业和农林牧渔企业融资达16 264.8亿元，积极支持基础设施建设和重大项目融资，发挥基建对于制造业投资、工业生产、消费和进出口的带动作用。另一方面，银行间市场也为促进房

① 根据2007年债券发行明细整理。

② Wind-债券专题-市场概况-债券托管(上清所)-主要券种投资人结构整理。

地产行业健康发展提供重要支持。2021年四季度以来，在房地产行业下行压力较大的情况下，银行间市场积极配合监管部门稳定市场信心，保持房企债券融资渠道通畅，积极满足房企合理融资需求。2022年上半年，房企发行债务融资工具1 641亿元，占房企全市场发债规模的56%。净融资501亿元，同比增长66%。

推动“调结构”，贯彻落实国家战略部署

债务融资工具通过市场化方式引导资源配置，推动银行间市场持续优化，形成与高质量发展要求相协调的券种结构、区域结构、行业结构。

一是持续推动绿色债券市场建设。通过开发专项产品，有效激发企业借助金融产品促进绿色发展的动力。2022年上半年，绿色债务融资工具发行1 721亿元，同比增长49%。在普通绿色债务融资工具的基础上，交易商协会创新推出碳中和债，专项用于清洁能源、绿色交通等具有碳减排效益的项目，使资金精准直达低碳领域。另外，还推出可持续发展挂钩债券作为绿色债券的重要补充，聚焦传统行业转型过程中的资金缺口问题。

二是助力企业科技创新发展。近期，交易商协会在总结科技创新主题高成长型企业债务融资工具、双创专项债务融资工具和创投企业债务融资工具等三大既有科创概念融资产品的实践经验基础上，升

级推出科创票据，进一步拓宽科技创新融资渠道，精准引导募集资金向科技创新领域集聚。科创票据自2022年5月下旬推出以来，截至2022年6月底，已成功发行33只，规模合计265亿元。

立足“防风险”，审慎防范化解金融风险

一方面，债务融资工具作为直接融资的重要方式之一，相比间接融资而言，具有信息披露透明及债权债务明确等特点，在融资过程中可较好实现发行与投资双方风险与利益的共享，分散金融机构在债券投资过程中面临的信用风险。另一方面，交易商协会致力于维护市场良好秩序，降低债务市场风险。一是进一步完善业务规则体系，于2022年5月密集发布了四项制度，将债券置换和同意征集机制引入银行间市场，优化违约及风险处置机制，明确自律管理措施的实施标准和工作程序；二是持续加强对虚假交易、内幕交易、操纵市场等干扰市场价格形成、损害投资人合法权益的违规行为甄别与查处力度，不断加强二级市场行为规范。

坚持“补短板”，破解民营小微融资难题

民营小微企业是国民经济的重要力量，也是受疫情冲击最直接、最严重的部分。银行间市场持续释放支持民营小微企业融资的积极信号。一是通过债券融资支持工具为民企发债保驾护航。在2022年更

趋复杂和严峻的宏观环境下，投资者对于民企债券更加审慎。交易商协会在原有信用风险缓释工具的基础上，组织中债增进发布“中债民企债券融资支持工具”，持续强化对民企融资的支撑。2022年上半年，支持民营企业在银行间市场成功发行债务融资工具共计1 751亿元，净融资470亿元，大幅超过民企在全市场的净融资。二是在已有会费减免措施的基础上，于2022年当年，免除民营企业发行人会员全年会费。三是持续推动资产证券化产品发展，助力解决小微企业融资难题。2022年上半年资产支持票据发行2 654亿元，资产支持商业票据自2020年6月推出以来累计发行2 854亿元，支持小微企业超3 000家。

展望未来，提升债务融资工具服务实体经济质效

“一切过往，皆为序章”，立足于既往的成绩与经验，债务融资工具市场的建设将大有可为。

扩规模、促流动，释放债务融资工具发展空间

规模方面，我国债券市场规模已位居世界第二，仅次于美国。截至2021年末，我国债券占GDP的比重为125%，低于日本271%、英国226%、美国214%的水平。截至2021年末，我国债务融资工具占债券总量的比重为10.5%^①，低于国债17.7%、金融债23.4%、地方政府债23.2%的水平。可以看出，当前我国债务融资工具规模还存

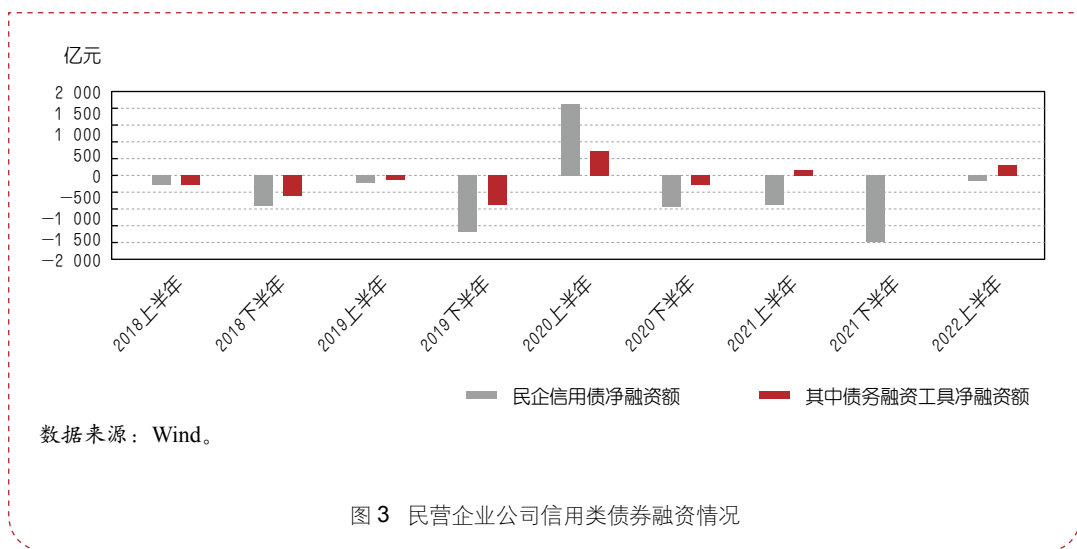


图3 民营企业公司信用类债券融资情况

① 2021年末债务融资工具存量139 988亿元，为交易商协会发布数据；2021年末债券市场托管余额133.5万亿元，为中国人民银行发布数据。

在较为充足的发展空间，未来这一空间将稳步释放，持续助推直接融资市场的繁荣发展，为实体经济注入活水。

流动性方面，我国不同类型债券之间流动性差异较大。从2021年的换手率^①数据来看，国债、金融债、同业存单、短期融资券（含超短期融资券）换手率较高，分别为187%、328%、345%、433%；公司债、企业债、中期票据、定向工具、资产支持票据换手率较低，分别为7%、57%、143%、129%、45%。可以看出，债务融资工具中短期融资券（含超短期融资券）

的流动性较好，而中期票据等中长期工具的流动性仍有提升空间。未来应着力提升中长期工具的流动性，提高投资者配置中长期产品的积极性，为实体经济的长期和持续发展提供资金支持。

推动信用衍生品发展，改善企业融资环境

近年来我国信用风险缓释工具品种不断丰富，但整体规模仍然较小，覆盖标的范围仍然较窄，对信用风险的对冲作用相对有限。截至2021年末，我国信用风险缓释工具（CRM^②）存量规模为422.42亿

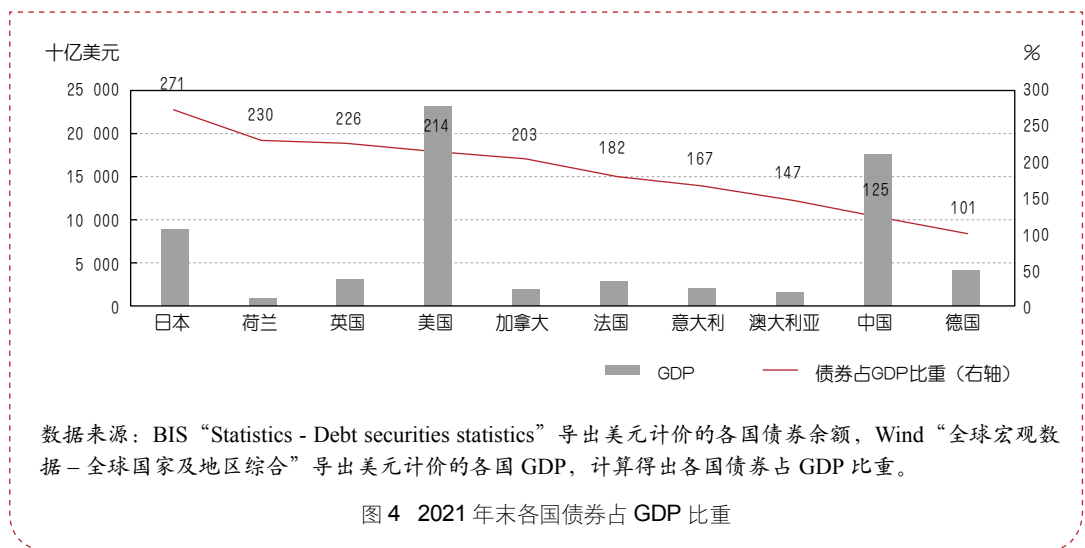


图4 2021年末各国债券占GDP比重

① Wind-债券专题-二级市场-债券成交统计(按债券类型)导出不同券种年度成交量，Wind-债券专题-市场概况-存量统计(按债券类型)导出不同券种余额，按公式“换手率=年度成交量*2/(年初余额+年末余额)”计算得出换手率。
 ② 包括信用风险缓释凭证（CRMW）、信用联结票据（CLN）、信用风险缓释合约（CRMA）、信用违约互换（CDS）。

元，相比债务融资工具近14万亿元的存量规模，仍有很大发展空间。未来应通过丰富市场参与主体、简化产品创设流程、完善市场配套制度等一系列举措，在严控金融风险的基础上，合理发展信用风险缓释工具，满足投资者主动管控信用风险的需求，吸引更多资金通过债务融资工具进入实体经济。

贯彻新发展理念，催生债务融资工具发展新动能

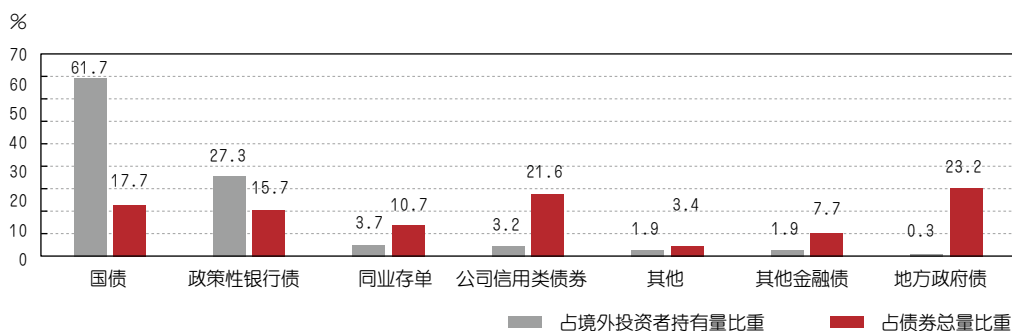
一是以创新为驱动，提高服务实体经济的灵活性和精准性。一方面促进债务融资工具和信用风险缓释工具自身创新，不断丰富品种并优化设计，拓宽企业债务融资渠道。另一方面通过创投、双创、高成长债务融资工具以及科创票据等，加大对科技创新企业融资的支持力度，助力关键

领域核心技术攻关。

二是以协调为要求，在“稳增长”的同时重视“调结构”和“补短板”。加强债务融资工具与国家产业政策的协调配合，向扶贫、民生保障、乡村振兴等领域倾斜资源，促进债务融资工具各品种、实体经济各行业、社会经济各区域协调发展。

三是以绿色为特点，助力实体经济绿色转型与发展。重点关注绿色债务融资工具存续期信息披露质量，量化环境效益测算，从信息披露及时程度、信息披露质量、环保效益是否显著等维度，对发行人进行综合评定分级，引导资金流向绿色资金使用效率较高的企业。

四是以开放为引领，统筹利用好国内国际两个市场、两种资源。截至2021年



数据来源: 1. 中央结算公司和上海清算所统计月报, 导出境外机构持有不同券种余额并计算占比。2. Wind-债券专题-市场概况-存量统计(按债券类型)导出不同券种余额占比。

图 5 2021 年末不同券种占境外投资者持有量、债券总量比重

末，国债、政策性银行债、公司信用类债券分别占债券总量的17.7%、15.7%、21.6%，分别占境外投资者持有债券量的61.7%、27.3%、3.2%。可以看出，境外投资者增持公司信用类债券还有很大空间。未来应继续简化境外投资者入市流程，推动信用评级体系与全球标准接轨，吸引境外投资者加大对债务融资工具的配置。

五是以共享为目标，助力中小企业高质量成长发展。加大普惠金融服务力度，重点支持“专精特新”等中小企业融资，完善中小企业债务融资工具增信机制，发展高收益债务融资工具市场，给中小企业更加宽松的弹性定价空间，吸引风险承受能力较强的资金进入。

加强制度建设，推进债务融资工具规范发展

一是坚持市场化、注册制理念，优

化信息披露流程。完善发行人分层分类管理机制，并结合分层分类机制安排，针对不同发行人、不同融资产品、不同经济行业，提出个性化的信息披露要求，构建差异化的信息披露体系。

二是加强投资者教育，完善投资者保护制度。增强投资者的风险防范和权利义务意识，提高其参与债务融资市场的能力和效率。充分发挥受托管理人和债券持有人会议制度在债券违约处置中的核心作用，推动制度与司法实践接轨。

三是压实主体责任，加大违规违法惩处力度。严格落实信息披露要求，压实发行人和中介机构主体责任，营造重视信用风险管理的市场生态。加强监管和统一执法，严查欺诈发行、虚假信披等行为，坚决打击恶性逃废债。**N**

学术编辑：卢超群

