



砥砺前行十五载 谱写金融新篇章

Fifteen Years of Hard Work, Writing a New Chapter in Finance

○ 钱理红

摘要

中国银行间市场交易商协会自2007年成立以来，秉承“自律、创新、服务”的初心与使命，在推动银行间市场自律创新、服务实体经济高质量发展的过程中做出了巨大贡献。本文首先从交易商协会会员的角度阐述建设银行在人民银行与交易商协会指导下为创新驱动实体经济高质量发展所做出的具体行动；而后，提出如何正确理解资本市场与实体经济、直接融资和间接融资、市场化发展与行业自律三重关系的问题；最后，立足当下、展望未来，提出有效服务实体经济的具体措施。

关键词

银行间市场交易商协会 创新 实体经济 债券市场

Abstract: Since its establishment in 2007, the National Association of Financial Market Institutional Investors (NAFMII) has adhered to its original intention and mission of "self-regulation, innovation, and service". It has also made great contributions to promoting self-regulation and innovation in the interbank market as well as serving the high-quality development of the real economy. This paper describes the specific actions taken by CCB under the guidance of the People's Bank of China and NAFMII in serving the real economy. It also looks ahead to NAFMII's role in the future and proposes suggestions for providing further support for the real economy.

Keywords: NAFMII, Innovation, Real Economy, Bond Market

作者系中国建设银行投资银行部总经理，中国银行间市场交易商协会第三届资产证券化暨结构化融资专业委员会主任委员。

自成立以来，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）在人民银行指导下坚持开拓创新、攻坚克难，获得了长足的发展，在推动银行间市场自律创新、服务实体经济高质量发展等方面取得突出成就。时光荏苒，交易商协会已走过十五个春秋。十五年来，市场参与主体逐渐丰富多元，发行产品多维创新，融资区域纵深拓展，投资群体日益广大，市场规模持续扩大。交易商协会依靠自身的创新与突破，为银行间债券市场的整体发展做出巨大的贡献。在人民银行和交易商协会的指导下，在银行间债券市场扩容、增量、拓域、创新、开放的发展过程中，建设银行逐步完善自身综合金融服务能力，伴随银行间债券市场共同成长。

积极运用直融工具，助力实体经济发展

2007年至今，全国已有超过5 900家非金融企业在银行间市场成功发行债务融资工具，期数累计达到5.94万笔，发行规模累计超过63.5万亿元，存量规模现已接近15万亿元。在交易商协会的指导下，截至目前，建设银行全口径债券承销已累计超过10万亿元，其中非金融企业债务融资工具债券承销已累计超过5.5万亿元；累计为1 572家客户发行非金融企业债务融资工具，承销服务覆盖全国31个省、自治区、

直辖市及境外地区。近年来，建设银行深入贯彻党中央国务院关于服务实体经济的精神，创新引领、科技赋能，不断提升承销服务质效，在做优债券直融、服务实体经济方面已初步探索形成一套特色打法。

服务国家战略，践行大行责任

深耕国家重点区域，十多年来累计支持长三角区域债券453家客户债券发行规模近1.06万亿元，包括京津冀区域、粤港澳大湾区、“一带一路”核心区域等。践行绿色发展理念，推动绿色融资创新发展，2021年承销发行了国内首批碳中和绿色债券、首笔绿色类REITs，承销规模近130亿元。支持制造业企业转型升级，落实党中央国务院政策要求，努力提升制造业金融服务质效，为具备贯彻国家经济高质量发展战略能力、践行国家产业政策能力以及产业科技创新能力的制造业企业提供直接融资支持。做好做实民企服务，累计为民营企业发行债务融资工具超2 921.72亿元。疫情以来，多策并举助力企业复产复工，注册市场首批疫情防控债，惠及湖北等16个地区30家疫情防控相关企业，募集疫情防控资金130.86亿元。

围绕企业需求，推动产品创新

积极参与扶贫债、双创债、并购债、熊猫债、信用风险缓释凭证、并表权益工具、公募REITs等创新产品的研发、复制、推广，始终走在市场创新前沿；积极推进“新金融”行动，成功为各类企业承

销发行双创、乡村振兴、革命老区等题材的首批创新型债务融资工具，助力共同富裕以及高质量发展；以客户需求为中心，创新承销权益融资品种，包括国企混改专项债券，子公司增资型并购票据等，满足客户差异化融资需求。

调整业务结构，发挥直融优势

秉持合规经营、平衡业务发展与风险控制的原则，主动调整业务期限结构，加大对中长期债券品种的市场供给，中长期品种占承销总规模超过50%；围绕实体经济发展需求调整客群服务重心，延伸发债直融管道、经营下沉至潜力县域区域；顺应金融系统推动利率下行、合理让利实体的核心导向，发挥承销专业化优势，为客户锁定有利发行窗口，节约融资成本成效显著。

推动市场化发行，降低企业融资成本

2021年中央经济工作会议强调要稳字当头，稳中求进，做好跨周期调节，因此政策利率体系优化，贷款、债券利率的形成和传导机制将逐渐显现，为企业降低融资成本仍将为商业银行工作的重中之重。建设银行运用精细客户管理、及时报价引导等策略手段，高效响应落实金融让利实体，资金精准直达堵点方面效用突出。据测算，相较贷款市场报价利率（LPR），为企业多节省融资成本9.06亿元，成为支持实体经济在“三重压力”中可持续经营的力证，有效实现服务方式升级，满足企

业降成本的迫切需求。

此外，建设银行还首创研发了一级市场定价指数和收益率曲线，发布的“建行-万得”指数和曲线已成为债券市场化发行重要参考标杆。大力发展以总行为中心，天津、成都投行业务交易中心为两翼、分行销售队伍为补充的立体式债券销售网络，提升对债券终端投资机构覆盖能力。

聚焦重点领域，推动证券化创新开展

在资产支持票据承销方面，建设银行重点聚焦普惠金融、高精特新、降债增效、绿色低碳、住房租赁等关系国家战略、关系国计民生等重点领域。截至目前，建设银行累计承销资产支持票据172只，规模合计1479亿元，涵盖信托受益权、供应链、消费金融、融资租赁、收费权、基础设施、商业不动产等多种基础资产类型。在具体产品和服务手段上，通过并表权益、应收账款出表等证券化产品助力企业供给侧改革。近年来相关业务开展规模约300亿元，帮助企业盘活存量资产、降低资产负债率，实现提质增效；通过类REITs产品支持基础设施、住房租赁等领域的建设与发展，成功发行银行间首单绿色类REITs项目、首单住房租赁类REITs项目，为发行人引入低成本权益资金；通过供应链反向保理类、融资租赁类证券化产品解决中小企业融资难融资贵问题，协助中小微企业拓展稳定、便捷、低成本的融资渠道，

近年来发行规模约266亿元，服务上游近7 500家中小微企业；运用高成长型资产支持票据（ABN），募集款项专项用于企业科技攻关，服务专精特新企业；在疫情防控期间，创新引入风险缓释凭证（CRMW），发行资金专项用于疫情防控相关领域的证券化项目。此外，还通过支持雄安新区、粤港澳大湾区等重点地区项目，助力国家战略落地实施，力求在实现商业可持续的基础上，注重社会效益和社会责任的提升。

正确认识发展问题，促进业务健康发展

“十四五”规划和2035年远景目标纲要明确提出要构建金融有效支持实体经济的体制机制，并且要提高直接融资比重。

作为资金要素循环流通的重要场所和国家政策传导的重要平台，新规划下债券直接融资市场再次肩负重任，必须在优化资源配置、服务实体经济、对接国家战略中发挥更大作用，为实体经济高质量发展提供更强有力支撑。当前中国总体的债券融资规模已经较为庞大，我们认为，在新发展阶段，如何做好债券市场供给和需求两侧的结构改革是关键，其中有必要厘清几个重要问题之间的承启互动，结合新要求新任务认真思考，找准定位点，调整发力点，夯实支撑点。

正确理解资本市场与实体经济的关系

当前资本市场和实体经济之间存在一定的结构性困境，互动效率还有很大提升空间。以债券市场为例：一是期限结构问题，虽然近几年债券发行规模大幅上升，然而资金出现短期化趋势且在不断加剧，实体经济所需的中长期稳定资金供应仍显不足。二是信用分化问题，经济下行压力下债券违约频发，市场资金尤其是低成本资金进一步向央企和大型国企集中，而亟须资金支持的民营企业、中小微企业融资难融资贵现象仍普遍存在。三是精准直达问题，当前转型升级背景下实体企业多样化的融资需求，以及资金避险逐利等特性导致的期限结构失衡、信用两极分化，进而造成实体经济灌溉不均、循环不畅等现象，必须要从体制机制、产品创新中探索精准对接、资金直达路径。

协调处理直接融资和间接融资的关系

从当前我国社会融资情况来看，直接融资占比仅为30%左右，与发达国家比过半相比，还有很长的路要继续走。目前中国金融市场仍旧以间接融资为主，在这样背景下，银行间债券市场为发展中国直接融资市场做出了重要贡献。直接融资对于企业融资以及银行机构的重要意义在于渠道多元化和风险分散化，在破解直融间融资产结构不协调问题上，债券市场能够有效带动全社会各类风险偏好的资金持有者入场，在优化社会资金要素资源配置、

引导多渠道资金支持实体经济、运用市场化机制丰富资产管理类型等方面发挥不可替代的作用。

中国信用债市场近十年平均20%增速的高速发展，很大程度上也带动了中国直接投资力量的壮大，一个显著的变化是最大的信用债持券机构已经由金融机构的表内转向表外理财，各类非银机构的持券比重不断提升。但快速扩容背后也存在着一些问题和短板，制约直接融资机制的良性发展，一个关键因素在于信用评级区分度不足、事前预警功能弱，在直接融资风险评价质量方面还有很大提升空间。国内评级高等级企业占比明显偏高，AA+级以上企业占比高达90%，且同类债券的评级趋同，风险指示性不强，使信用评级得不到市场公允和认可，制约了市场化发行及投资行为。另外，部分市场投资机构对风险识别能力不足，需靠直接融资市场化机制获得低成本融资的民企及中小企业，难以在债券市场中找到准确的信用息差定位，市场无法对信用分化中的风险层级进行准确定价，同时导致部分实体直融渠道阻滞，泛化的风险防范措施将风险事件的影响进一步扩大。这中间产生的定价错位及混乱、两极严重分化，一定程度上加倍强化了信用分化，导致市场资金向头部发行人集中，虽然发行规模持续增长，但直接融资质量仍有较大提升空间。债券市场高质量发展尤其要重视如何更好地做实“直

接”二字、提升直融质量。

严肃对待市场化发展与行业自律关系

近年来中国债券市场的高速发展，尤其是作为公司信用类债券市场主要板块，由交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具保持快速的发展势头，这主要得益于交易商协会坚持市场化、注册制的理念。交易商协会的建立和成功经验可以说是中国资本市场探索市场自律管理模式的重要成果，以信息披露为核心的注册制，大大提升了市场融资效率；以行业自律的市场化机制，激活了市场主体的发展动能，市场规模快速提升。

但市场化发展不代表无约束的自由和无底线的竞争，只有市场各参与主体切实遵循行业自律准则，真正做到各司其职，以长远健康发展为目标，注册制才能扬长避短，最大化发挥其优势和作用。尤其是在银行间债券市场，不能忘记自律。中央提出要“扭住供给侧结构性改革”，债券市场必须回归“信用”二字的真义。金融生态是一个完整闭环，债券市场不仅涉及主承销商，各参与主体行为的规范都是健康金融生态形成必不可少的要素，这里面有发行人的信用，也有主承销商、中介机构、投资者等所有参与方的信用。

坚定初心把握方向，推动市场高质量发展

当前债券市场存在的上述问题，尤其

是这三个关系之间的矛盾或者说不协调，是我们探索改善融资供给，有效服务实体经济的着力点和新任务。攻克债券市场发展和客户融资需求的痛点、堵点，需要各市场主体各司其职、齐心协力，在以下几个方面做深、做细、做透。

创新求变，促进资本市场深度滴灌实体经济

通过市场化机制、灵活创新精准直达工具，如双创债券、绿色债券、普惠发展系列债券等，以多样化的创新产品和服务纾解实体痛点。在精准直达方面，债券市场还有很大的创新潜力，通过创新驱动、高质量供给，去把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，在良好的统筹与管理下更好地满足企业发债融资的差异化需求，推动经济供需循环畅通。

归位反正，持续深化债券直融市场供给侧改革

一方面，要继续提升信用评级能力和风险识别水平，完善合理定价估值机制，发展市场化发行定价能力，进一步发挥直接融资的特有优势，通过改善直接融资供给引导市场投资机构发展不同风险偏好。另一方面，要打通堵点、补齐短板，发展债市需求侧的高收益投资需求和交易能力，运用高收益债券市场进一步畅通市场资金纵深流向实体经济各层级。

不忘初心，加倍珍惜市场化发展成果

守住自律原则底线。近年来，约束主承销商行为的规则制度相继落地，无论是《自律公约》还是最高法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》等文件，都对主承销商参与市场竞争、规范注册发行行为、勤勉尽职履责提出了更高要求，对债券市场规范发展产生深远影响。在处理市场化发展和行业自律关系上，各市场参与主体要有定力、专业力，更要有防范风险的把控力、积极主动的推动力、深化发行管理体制机制的行动力。各方共同维护好资本市场融资生态，银行间债券市场才能发展成为常青之树，各市场参与主体才能久久受益。

进而有为，行稳致远，建设银行始终围绕党中央的决策部署，秉承大行的使命和担当，把服务实体经济、服务人民生活作为坚定不移的初心使命和矢志不渝的价值追求。建设银行将继续砥砺前行，与市场主体一道，在人民币银行的指导下，积极发挥市场先驱作用，通过结构性调整，创新直达实体经济的金融产品，健全金融市场风险防控机制，提升直接融资比重，大力促进要素向最具潜力的领域协同，有效提升服务实体经济的效率，共同促进市场高质量发展。[N]

学术编辑：韦燕春