



持续推动债市改革创新， 有效助力实体经济发展

Promoting Bond Market Reform

○ 闫衍 袁海霞 张堃

摘要

银行间债券市场非金融企业债务融资工具在产品种类、管理制度、基础设施、对外开放等方面取得长足进步，成为服务实体经济融资、深化宏观政策调控、助力国家发展战略的重要抓手。在深化金融改革及构建高水平对外开放格局背景下，债务融资工具市场仍有充足扩容空间，可进一步丰富市场参与主体、创新信用衍生工具与标准化债务融资工具、提升双向开放水平，从而更好推动资本市场健康发展。

关键词

非金融企业债务融资工具 银行间债券市场 改革创新 对外开放

Abstract: The interbank bond market has seen significant progress in developing debt financing instruments of non-financial enterprises in terms of product types, management systems, infrastructure, and market opening. Against a background of deepening financial reform and the establishment of a high-level opening-up pattern, the market for debt financing instruments still has ample room for expansion, particularly in increased market participation as well as greater innovation in credit derivatives and standardized debt financing instruments. The enhancement of a two-way financial opening is aimed at better promoting capital market development in a healthy manner.

Keywords: Debt Financing Instruments of Non-Financial Enterprises, Interbank Bond Market, Reform and Innovation, Market Opening

闫衍，中诚信国际董事长、总裁，中国人民大学经济研究所联席副所长；袁海霞，中诚信国际研究院副院长；张堃，中诚信国际研究院博士后研究员。

从2005年中国银行间市场短期融资券重启至今，我国债务融资工具市场在监管引导和市场需求驱动下发展壮大，产品种类不断丰富，基础设施日益健全，市场化和国际化水平逐步提升，已然成为拓宽企业融资渠道、深化货币政策传导与宏观调控、服务实体经济发展的的重要工具。观往知来，伴随我国金融市场改革深化以及高水平对外开放推进，债务融资工具市场在发行扩容、产品创新、风险管理、对外开放等方面仍大有可为。

回首过往：从流动性管理到服务实体经济融资

历经近二十年发展，银行间债券市场非金融企业债务融资工具^①随着我国债券市场的扩容不断发展壮大，在债券市场中占比不断提升。2005年至今，债务融资工具市场共发行6.21万只产品，总发行规模达到66.25万亿元，为超过5 050家企业提供融资服务^②。截至2022年8月末，债务融资工具存量规模达到14.68万亿元，占整个债券市场规模的10.62%，占信用债^③比例超过43.58%，已然成为债券市场的重要组成部分。债务融资工具也从一开始的企业流动性管理工具发展为服务实体经济融资

的主要抓手，不仅有效拓宽了企业直接融资渠道，也为宏观政策落地尤其是货币政策传导提供支撑。

推出短期融资券，为企业流动性管理提供便利

长期以来，我国企业融资结构由银行贷款为主的间接融资主导，但有限的银行信贷不能完全满足企业流动性需求。早在1988年以前，一些地区的企业为弥补短期流动资金贷款不足，尝试在本地区发行短期融资券，但由于乱拆借、利率混乱等原因，1997年短期融资券停发退市。直至2005年，央行正式颁布《短期融资券管理办法》，允许符合条件的企业在银行间债券市场向合格机构投资者发行短期融资券，短期融资券重启，逐渐成为我国企业融通短期资金的主要手段。2010年，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）又进一步推出超短期融资券，丰富了短期债务融资工具期限结构，实现7日到1年的期限全覆盖，增强企业短期融资的灵活性和便利性。同时，超短期融资券还作为货币市场工具，完善市场化短端收益率曲线，推动利率市场化改革进程；辅助货币政策通过企业融资直接传导于实体经济，完善债务融资市场作为宏观调控

① 以下简称债务融资工具。

② 本文使用的数据全部截至2022年8月23日，数据来源于Wind。

③ 本文的信用债包含非金融企业债务融资工具、企业债、公司债、转股类债券、政府支持机构债、国际机构债和资产支持证券等。

政策传导渠道的功能。目前，短期融资券年均发行规模位居债务融资工具第一位，其中超短融发行占比超过80%，截至2022年8月末，短期融资券存量规模达到2.74万亿元，在非金融企业债务融资工具中占比为18.66%。与此同时，短期融资券功能愈加多元化，不仅能够满足企业短期流动性需求、提升货币政策传导效率，还有助于金融机构特别是银行优化资产结构、完善资产负债比例，其较强的流通性也有助于金融市场稳定。

债务融资工具愈加丰富，拓宽企业直接融资渠道

为满足企业多元化融资需求，2008—2014年银行间市场陆续推出中期票据、非公开定向债务融资工具、中小非金融企业集合票据、资产支持票据、项目收益票据等多个品种，债务融资工具产品不断丰富，拓宽了企业直接融资渠道，提高了市场资金配置效率。值得注意的是，2007年交易商协会成立后，债务融资工具的注册发行由交易商协会自律管理，提高了注册发行效率，市场进入高速增长阶段。2015年债务融资工具发行规模达到5.45万亿元，超过2007年发行规模的16倍，年均增速约为36%。发行主体不断丰富，形成以央企和地方国企为主，民企和其他类型发行人并存的发行结构；期限结构不断完善，基本覆盖7日至20年的期限全品种，满足企业长短融资需求；发行方式由公募扩展至公

募与私募并存，匹配多元化投资者需求。目前，中期票据、非公开定向债务融资工具和超短期融资券已成为债务融资工具市场发行规模最大的三个品种，截至2022年8月末，中期票据存量规模为8.69万亿元，在债务融资工具中占比59.18%，非公开定向债务融资工具存量规模为2.31万亿元，占比为15.76%。债务融资工具的快速发展不仅拓宽了企业直接融资渠道，满足不同类型发行人融资需求，还有助于优化我国融资结构、改善间接融资和直接融资比例，从而更好发挥资本市场服务实体经济的功能。

创新特殊债务融资工具，助力国家发展战略，服务实体经济发展

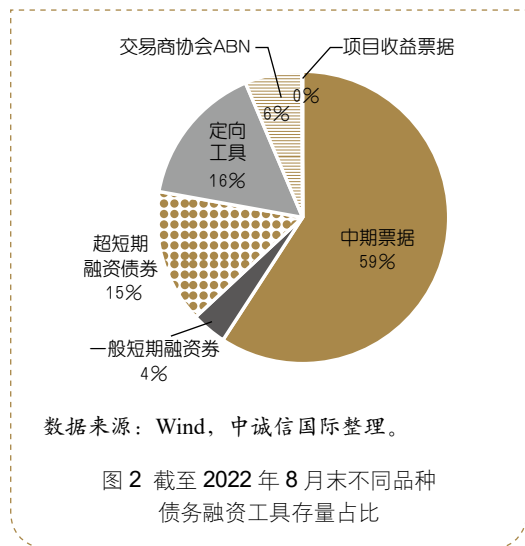
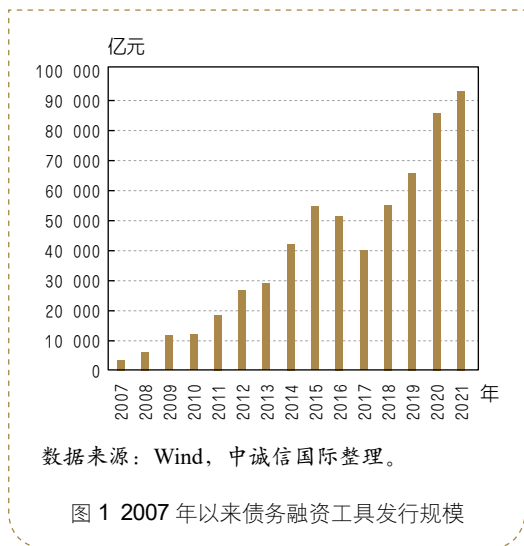
在防风险、去杠杆背景下，2016—2017年债务融资工具市场发行缩量，净融资额由正转负，但随着经济下行压力加大，宏观政策再度强调稳增长，债务融资工具市场进入稳步增长阶段。2017年以来，围绕国家发展战略调整、经济结构转型和金融市场改革，交易商协会推出一系列专门针对某领域的创新债务融资工具，如绿色债务融资工具、扶贫票据、双创专项债务融资工具、权益出资型票据、碳中和债、乡村振兴票据、可持续发展挂钩债券、低碳转型债券、革命老区振兴发展债务融资工具、资产担保债务融资工具等品种，满足特定企业融资需求，助力经济转型与金融改革。创新型债务融资工具通过限定募集资金用途以及发行条件实现定向

扩容，如在国家大力推行节能环保、可持续发展、低碳转型的背景下，2017年交易商协会推出绿色债务融资工具，融资需求迅速上升，截至2022年8月末，发行规模超过6 800亿元。2021年，为进一步落实“碳达峰、碳中和”目标，交易商协会又推出了碳中和债、可持续发展挂钩债券、低碳转型债券等，其中碳中和债发行规模居首位，超过2 000亿元，重点支持募集资金流向具有碳减排效益的绿色项目。除绿色债券外，交易商协会还大力支持乡村振兴票据发行，截至目前发行规模达到1 353.97亿元，助力110家企业投入三农领域建设，实现脱贫攻坚跃向乡村振兴。相较而言，其他债务融资工具创新品种发行规模较小，均不足500亿元，仍有很大发展空间。

改革创新：发行注册机制改革，取消强制评级，风险处置机制逐步完善

构建分层分类注册发行及交易机制，增强资本流动性

注册制改革推动发行机制逐步成熟，现券交易及债券回购等交易机制提升市场活跃度，有效发挥了债务融资工具的资源配置及增强资本流动性功能。发行方面，针对各种债务融资工具的发行注册事宜，人民银行、交易商协会制定了一系列的自律规则和业务指引。2008年《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》发布，标志着债券发行由备案制转为注册制。交易商协会对于公开发行的债务融资工具实行分层分类注册发行管理，对不同类别企业设定差异化注册文件要求，而对





于定向发行的债务融资工具，则由指定部门对注册文件及拟披露信息的齐备性进行核对。注册制改革推动债务融资工具发行机制规范化，提升融资便利度，促进资本形成。交易方面，目前我国60%以上的债券交易发生在银行间债券市场，交易方式涵盖债券回购、现券交易、远期交易等，以大型机构投资者为主。近年来，交易商协会试点通过逐步扩大债券回购市场准入范围，允许部分境外投资者开展回购交易，提高投资者对价格敏感度来增加市场流动性。交易机制的完善有助于促进价格发现、创造流动性，维持市场稳定与均衡。截至目前，债务融资工具市场参与主体数量增长至近3万家，发行人和投资者结构日趋完善，市场资源配置效率进一步提升。

取消行政强制评级，发挥市场需求调节作用

信用评级作为债券市场重要的基础设施，在债务融资工具发展中发挥了重要的作用。在债务融资工具市场发展之初、各方信用风险管理仍较为薄弱时，交易商协会在发行环节引入信用评级机制，促进资质良好、偿债能力较强的企业进入银行间市场融资，保障市场在低风险环境下快速发展。此外，评级机构针对各类债务融资

工具创新品种，能够快速响应并研发创新评级方法，帮助市场各方了解创新债券品种信用风险特点。^①但强制评级无形中形成诸多级别门槛，导致低资质发行人难以进入债券市场，且随着债券市场刚性兑付打破，信用风险加速暴露，市场对信用评级充分发挥风险揭示和预警功能的要求进一步提高。为加强对评级质量的监管、更好发挥市场需求驱动作用，2021年银行间债券市场试点取消非金融企业债务融资工具发行环节评级要求，将评级需求主导权交还市场，推动评级行业回归服务投资者本源。短期内，取消行政强制评级可能影响债务融资工具定价及交易效率，但长远来看，有助于推动更多企业进入市场，丰富发行人和投资者结构，同时在一定程度上有助于建立声誉机制，促进评级行业高质量发展。

深化对内对外开放，推动债务融资工具市场与国际接轨

伴随我国资本市场对外开放进程推进，债务融资工具市场对内对外开放步伐加快。“引进来”方面，积极推进熊猫债市场制度体系建设，吸引境外主体来华融资。2005年，国际金融公司和亚洲开发银行首次在银行间市场发行人民币债券，开启熊猫债发行先河。截至2022年8月末，

① 以资产证券化产品为例，国内资产证券化早期发展过程中，评级机构对证券化产品的信用风险特征做了深入研究，开发出了专门用于评价资产证券化产品信用风险的评级技术，为非公开定向债务融资工具被广大投资者了解及认可做出重要贡献。

共有86家发行人发行372只熊猫债，发行规模达到6 061.36亿元，其中中期票据占比最高，为38%，其次是定向工具占比21%。交易商协会还于2020年发布《境外非金融企业债务融资工具业务指引》，进一步规范境外机构在银行间债券市场发行债务融资工具。同时，人民银行等主管部门采取多种措施放宽市场准入、简化入市流程、取消投资额度限制，境外机构投资债务融资工具市场的深度、广度以及便利化程度不断提高。

“走出去”方面，2017年“北向通”上线，允许境外投资者通过债券通投资于银行间债券市场，并为境内发行主体面向境外机构发行债务融资工具提供便利。截至2022年8月末，共有47家发行人通过债券通发行159只债务融资工具，规模共计1 911.16亿元，以中期票据和资产支持证券为主。2021年“南向通”上线，进一步打通了境内投资者投资境外债券资产的通道，单月成交量超过6 500亿元，截至目前入市账户超过3 500家。债务融资工具市场国际化水平提升进一步优化了市场参与主体结构，激发市场活力，发挥了一定的国际资源配置功能。

创设信用风险缓释工具，完善债券市场违约及风险处置机制

风险管理作为债务融资工具的重要功能之一，较长时间未能得到充分重视。为弥补信用风险管理工具缺失，交易商

协会最早于2010年推出信用风险缓释工具（CRM），核心品种包括信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW），主要用于对冲债券违约风险；2016年进一步推出合约类产品信用违约互换（CDS）和凭证类产品信用联结票据（CLN），主要用于对冲标的主体信用风险。但鉴于当时我国债券市场整体违约事件较少，信用风险缓释工具市场需求有限。

2018年以来，随着债券违约事件加速暴露，民营企业融资难度加大，通过CRMW支持民企发行债务融资工具的模式得到推广，信用风险衍生工具市场规模迅速扩大，较好发挥了促进信用风险分散、支持实体经济融资的作用。截至2022年8月末，银行间市场共发行535只CRMW，累计创设名义本金超过800亿元，为252家企业提供融资支持。从标的主体评级看，呈现信用下沉趋势，2021年发行的CRMW中标的主体评级为AA和AA+占比基本持平，均为37%。但近年来标的主体中国企占比有所抬升，挂钩标的主体性质的变化也反映了市场的选择偏差。此外，为进一步提升债务融资工具风险管理能力，交易商协会着力构建债券违约及风险处置机制。2022年5月正式发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》，通过规范债券置换业务提高发行人使用主动债务管理工具的积极性，同时给予投资人更加多元化的债权处置方式，建立更加

高效的违约风险缓冲机制，全面提升债券违约风险处置的质量与效率。

展望未来：把握发展新机遇，推动债券市场高质量发展

当前正处于我国经济结构转型和深化金融改革的关键期，债务融资工具作为宏观调控、政策传导、资源配置的重要抓手，迎来发展新机遇。伴随资管新规落地、债券市场进入违约常态化以及资本市场双向开放水平提升，债务融资工具市场需求不断扩大。为更好发挥市场资源配置和服务实体经济的功能，未来可进一步优化发行和投资结构、创新信用风险衍生产品、丰富标准化债务融资工具产品、扩大对外开放范围，构建更具国际竞争力的产品体系和基础设施体系，推动债务融资工具市场高质量发展。

市场扩容空间充足，可进一步丰富市场参与主体

近年来我国资本市场直接融资占比不断提升，从社融增量上看，直接融资占比维持在12%~16%区间。从社融存量上看，直接融资占比达到30%~40%，但相比英美等主要发达国家仍有较大提升空间。债务融资工具作为重要的直接融资渠道，在规模和结构两方面都有很强的发展潜力。未来可探索在风险整体可控的条件下适当降低市场准入门槛，允许更多类型非金融企业进入债务融资工具市场融资，如鼓励高

成长性中小企业通过集合票据、风险缓释工具等多途径参与市场、为优质民营企业融资提供绿色通道等。此外，丰富投资者结构提升市场需求，如引导券商、基金等证券投资项下需求进一步向债务融资工具倾斜，吸引更多非金融企业入场投资，提升市场流动性、价格发现水平和资源配置效率，更好服务实体经济融资。

加快信用衍生产品创新，提升风险管理能力

尽管我国信用风险缓释工具在促进债务融资工具市场发展、支持民营企业融资等方面发挥了重要作用，但客观上看，CRM市场仍处于起步阶段，流动性不足，风险对冲功能发挥尚不充分。随着债券市场前期积累的信用风险逐步释放、违约进入常态化阶段，市场参与者的风险管理需求快速扩大，为发展信用衍生产品创造机遇。未来可加快信用风险管理工具创新，覆盖更多标的主体，并适当下沉标的主体资质要求，如推出专门针对弱资质城投企业的缓释工具，降低尾部风险；进一步扩大信用风险缓释工具应用范围，如丰富创设机构类型，吸引更多金融机构参与创设，避免风险高度集中；完善缓释工具定价机制，改进违约数据库与定量分析技术，建立更为科学合理的估值定价体系等。

大资管时代来临，为标准化债务融资工具发展创造新需求

2022年资管新规正式落地实施，给标

准化债务融资工具发展带来红利，创造新的市场需求。在严格限制资管产品投资非标资产以及禁止非标资产期限错配的要求下，非标终止或转标已是大势所趋，以债务融资工具为代表的标准化资产将迎来转标增量资金的支持而实现扩容。同时，资管新规禁止资金池运作，银行等资管机构也将逐步调整配置方向，着力发展标准资产管理业务。后续伴随专业化、精细化的标准权益资产配置策略推行，市场对债务融资工具的品种结构和期限结构需求或发生转变，在这一过程中，可着力发展高收益债市场、资产证券化市场，建立健全与之相匹配的信用评级、交易机制等基础设施，避免高等级债券对中低信用等级主体融资出现挤出效应；进一步优化债务融资工具期限结构，形成以中长期为主、各期限分布合理的资产期限结构，更好满足各类型主体的投融资需求，完善多层次债务融资工具产品。

持续提升债券市场开放水平，构建高水平金融开放格局

随着债券市场对外开放水平提升，

境外机构在银行间债券市场托管存量规模持续增长，占总托管债券余额的比例提升至3%左右，但相较主要发达国家和许多新兴市场国家仍处于较低水平。考虑到国内债券市场开放还面临流动性和市场深度不足、托管机构未完全联通、税收安排尚不明晰、跨境资本流动仍受限等问题，未来可继续提升对外开放的广度和深度，提高市场整体吸引力与监管水平。一方面，拓宽开放范围，优化入市制度，提高境外主体市场参与度，如允许更多境外机构开展债务融资工具回购交易，提高债券流动性；进一步发展衍生工具市场，便利境外机构进行风险对冲；扩大符合条件的境外机构范围，允许合格的非金融企业进入市场等。另一方面，完善相关配套制度和基础设施建设，如逐步建立与国际接轨的多级托管模式，降低境外机构转换成本；明确境外投资债务融资工具的税收政策，降低税收不确定性对投资决策的不利影响等。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献：

- [1]陈健恒,唐薇.中国银行间债券市场对外开放回顾和展望[J].金融市场研究,2015(09):55-68.
- [2]高绍福,陈旻.我国短期融资券——历史、现状及发展建议[J].会计之友(上旬刊),2010(10):115-118.
- [3]李诗,袁海霞.金融监管从竞争转向协作[J].投资北京,2017(09):22-24.
- [4]席睿德,任志清,张龙梅.中国债券市场的未来[M].中信出版社,2021.3.
- [5]同衍.新形势下债市信用评级健康发展[J].中国金融,2021(22):60-62.
- [6]同衍.中国信用市场:从风险加速暴露到信用分化[J].金融市场研究,2019(12):33-48.
- [7]中国外汇交易中心研究部.“十三五”银行间市场发展回顾及“十四五”展望[J].中国货币市场,2021(02):12-18.