

推动债券市场的进一步创新和发展，有效改善企业融资环境 *

党的十九大报告将防范化解重大风险列为三大攻坚战之首，其中重中之重是防范化解重大金融风险。2018年初以来，我国整体宏观杠杆率稳中有降，金融风险得到有效缓解。

与此同时，在严监管、降杠杆的政策背景下，非标融资等因监管强化出现明显萎缩，对企业融资造成了一定的压力。为此，政策面采取了多种措施维持融资规模的稳定增长，填补了由于非标融资萎缩造成的部分实体企业融资缺口。

2018年1至6月，社会融资规模存量同比增长9.8%，实体经济得到的金融支持力度维持基本稳定。新增社会融资规模当中，表外融资占比已经由2017全年的18.4%，下降至2018年6月的-13.8%，同时新增债券融资占比则由2.3%上升到了11.2%。债券市场对社会融资规模的总体稳定起到了重要作用。

在此过程中，以银行间债券市场为代表的债券市场支持实体经济融资的作用愈发明显，有效支持了金融服务实体经济功能的发挥。在宏观审慎

* 本文已于2018年7月20日发表在《上海证券报》。

监管体系初步确立，微观审慎和宏观审慎的分工体系也得到确认的基础上，银行间债券市场的持续创新和发展，将有助于进一步改善企业的融资环境，更好的服务于实体经济。

一、金融政策的结构调整有力支持了实体企业融资

从稳健中性的货币政策角度来看，央行维持了市场流动性的合理充裕，为债券市场发展提供了适宜的货币金融环境。2017年全国金融工作会议后，人民银行先后出台政策对普惠金融定向降准、定向降准置换中期借贷便利、定向下调存款准备金率。上述三次结构性降准，稳定了金融市场预期，缓解了表外融资萎缩带来的流动性压力，推动了市场无风险利率明显下行，并且压制了信用利差的加速上升。

同时，央行还在2018年6月推出了适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围的措施，将不低于AA级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA级公司信用类债券，优质的小微企业贷款和绿色贷款纳入MLF担保品范围。该政策意在引导金融机构对小微企业、绿色和“三农”部门加大支持力度，同时，这一政策也有助于稳定公司信用类债券利差，降低中小企业债券融资成本。

另一方面，银行间债券市场的结构性创新、发展，也更加关注服务于实体经济的效果，尤其是加大了对国民经济关键领域和薄弱环节融资的支持力度。

一是资产支持票据制度的创新，推动了企业盘活存量、用好增量，提高资金使用效率。

二是绿色债务融资工具创新，为环保、节能、清洁能源等绿色产业项目提供了融资支持。

三是双创专项债务融资工具等创新品种的推出，支持了“大众创业、万众创新”。

四是扶贫票据的推出，推动了债务融资工具支持精准扶贫。

截至 2018 年 6 月末，资产支持票据、绿色债务融资工具、双创专项债务融资工具、扶贫票据的累计发行量，已经分别达到 1339 亿元、352 亿元、86 亿元和 214 亿元。

在推动创新、发展的同时，银行间债券市场也在持续强化风险防控。

一是不断加大违约后处置力度，推动相关债项达成处置方案。

二是进一步加大风险监测预警力度，及时排查处置风险隐患。

三是加强投资人风险教育，积极推动投资人队伍建设。

四是发展和创新信用风险缓释工具，完善信用风险市场化的分担机制。

五是完善存续期管理制度建设，加大违规行为惩戒力度。有效保护了投资人合法权益，对市场预期发挥了积极的引导作用。

二、多因素导致企业债券信用利差再现上行压力

尽管今年上半年银行间债券市场运行总体平稳，但近期、特别是 2 季度以来市场发展面临的负面因素有所增多，企业债券融资难度和成本出现上升，制约了银行间债券市场支持实体经济作用的有效发挥。这些影响因素包括：

一是在压减非标的政策背景下，违约事件有所增多，推动信用利差明显扩大。随着非标融资渠道受限，部分企业，尤其是前期融资结构中依赖非标的民营、城投和房地产等企业，面临较大的再融资压力。今年 5 月以来违约事件有所增多，一定程度上影响了市场投资情绪，造成债券信用利差持续扩大，债券融资难度明显加大。

二是资管新规去杠杆成效初现，具体执行细则有待出台，金融机构风险偏好下降。资管新规要求打破刚兑、严控非标、禁止资产池，避免资金脱实向虚，防范金融风险初见成效。但也造成资金从风险偏好较高的基金、信托等金融机构向风险偏好较低的银行回流，以及金融机构风险偏好的普遍下降，对信用债配置需求形成一定冲击。同时，各家金融机构正在等待资管新规配套细则出台，也在一定程度上影响了债券资产的配置。

三是地方政府债务管理政策标准不够明确，执行层面存在“一刀切”现象。近年来有关部门出台系列规范文件，清理整顿地方政府债务，推动融资平台市场化转型，但目前对地方政府债务的认定、融资平台的认定、融资平台存量债务化解等缺乏明确的标准。在各地执行层面，存在过度反应、层层加码，甚至“一刀切”的现象。造成目前城投企业怕问责不敢融资，银行机构不敢放款，投资人信心缺失不敢投资的多重困境。同时，一些中小企业在供应链环节较为依赖于城投企业，因此这方面影响也进一步波及到了其他一些民营企业和中小企业。

四是多种监管政策叠加，造成市场间歇性波动。去年末以来，金融监管部门密集出台金融监管政策，集中整治金融乱象，向市场释放了进一步加强监管，防范风险的明确信号。金融监管持续深化，有助于推动金融行业回归本源，重塑和净化金融生态，为债券市场长远发展营造更为有利的发展环境。但短期内，监管政策密集出台，政策叠加也容易影响市场预期，造成市场间歇性波动。

最后，目前仍然部分存在贷款、债券的双轨利率现象。由于债券市场市场化程度较高，从成熟市场经验来看，企业发债利率通常要低于信贷利率。在中国，债券利率也相对贷款利率更为市场化。但是，由于2017年之后市场环境变化较快，债券利率对这些变化因素反映较为充分，而贷款利率由于最优贷款利率（LPR）基本稳定，因此上行较慢。结果是，自2017年以来，债券市场与信贷市场的利率出现一定程度倒挂，导致发债企业转向贷款融资。例如，2018年1至5月，3-5年期大型企业新发生贷款成本为5.43%，仍低于3-5年期中期票据（发行主体也是以大型企业为主）5.80%的平均发行成本。

三、债券市场的发展和创新的进一步服务于实体企业融资

从宏观角度来看，有必要进一步发挥债券市场服务于实体经济的作用，满足实体企业合理融资需求，避免降杠杆造成次生金融风险。这就需要进

一步加强监管协调，把握监管政策出台的力度和节奏，进一步深化利率市场化改革，加快推进贷款市场和债券市场的双轨利率并轨，进一步明确地方政府债务管理政策标准，强化政策执行的规范性和有效性。在此基础上，债券市场才能够在良好的宏观环境下获得发展。

从银行间债券市场角度来看，该市场本身也需要进一步深化改革，不断提升发展质量。具体来看，需要从债券市场的融资工具和投资人的角度，投融资机制和违约处置机制的角度，以及国内和国外市场的角度来着手推进该市场的发展。

其一，要继续加快推动银行间债券市场基础产品和衍生产品创新，丰富市场主体投融资工具，不断满足市场成员多元化的投融资和风险管理需求。

二要推动资产证券化市场规范发展，有效发挥资产证券化产品主体信用和资产信用相分离的优势，进一步便利中小企业借助债券市场融资。

三要进一步完善违约处置机制，提升违约处置效率。逐步建立到期违约债券交易机制，引导专业化不良资产处置机构参与违约债券处置，完善违约债券司法救济，优化持有人会议制度和债券受托管理人机制。

四要大力培育合格投资人，持续加强对资产管理产品的监管，适当放宽保险资金可投资信用类债券品种范围，扩大债券市场长期资金来源。

五要继续扩大债券市场对外开放，通过积极引入优质的国际投资人、发行人和中介机构进入我国银行间债券市场，不断拓宽债市资金来源、丰富市场发行主体、完善市场中介机构服务职能。

（作者为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究室主任）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。