

民企债券融资困境与破局

作者：东方金诚国际信用评估有限公司 冯琳 于丽峰 曹源源

摘要：民营经济是推动我国经济社会发展的重要力量，党的二十大报告强调，“继续毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用”。近年来，监管部门多措并举，不断加大民企融资支持力度。但受到违约频发、需求转弱等因素影响，2017年以来，民企债券融资规模大幅收缩。这既与民企发行人在此前的信用宽松阶段过度举债，导致信用环境收紧后违约率大幅升高有关，同时，资管新规推进下投资机构风险偏好的系统性下行也进一步加剧了民企债券融资难度。结合资管新规年初正式落地，资管产品全面实现净值化管理，短期内投资者风险偏好难以大幅提升的现实，本文总结了近年国内支持民企债券融资的各类举措及其政策效果，并借鉴美国债券市场发展经验，提出了债券市场“分层”支持民企融资的短期和长期政策建议。

一、2017年以来民企债券融资面临的困境

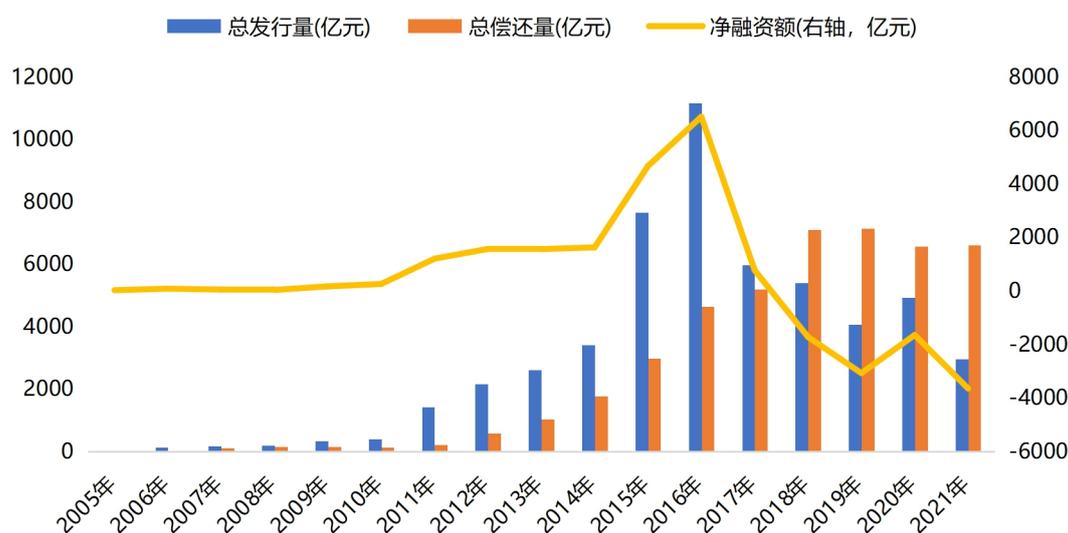
2017年以来民企债券融资规模持续萎缩。我国民企债发行起步于2005年。2011-2016年，受益于债券品种创新和发行门槛降低，民企债券融资快速扩张，2016年民企信用债¹发行量超

¹ 本文所指信用债包括企业债、公司债（含私募债）、中期票据、（超）短期融资券和定向工具。

1.1 万亿元。但自 2017 年起，民企信用债发行量不断萎缩，且自 2018 年起，净融资连续为负。

2021 年民企信用债发行量降至 2972 亿元，仅占信用债总发行量的 2%。截至 2022 年 8 月底，存续民企信用债余额 7610 亿元，较 2017 年底的 1.92 万亿元收缩逾 60%，占信用债余额的比重仅为 3%，远低于民营经济在我国国民经济中的占比和民营上市公司市值占比。

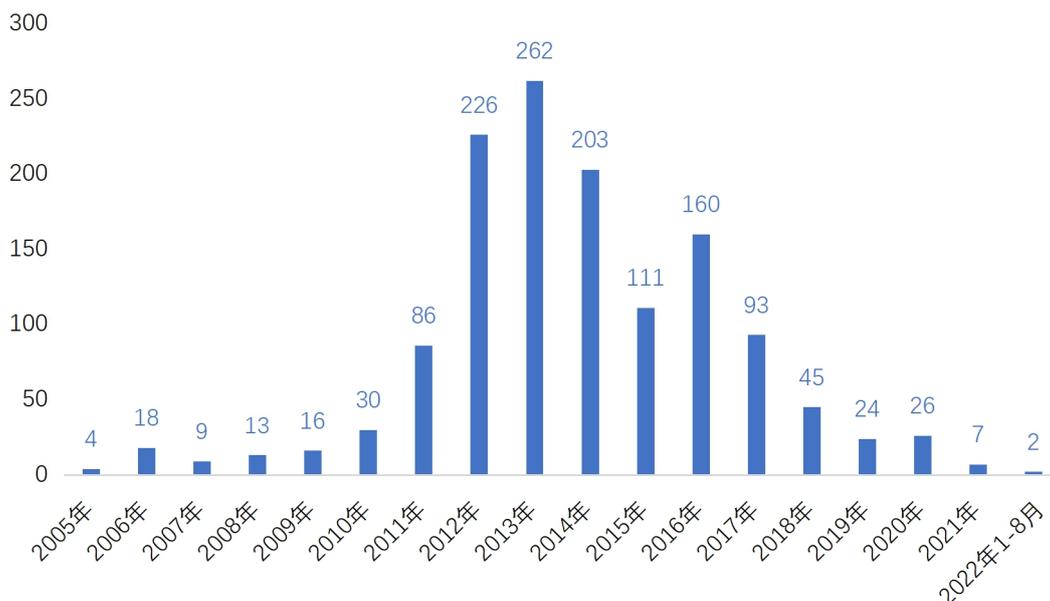
图 1 民企债发行量和净融资额在 2016 年达到高点后持续收缩



数据来源：Wind，东方金诚

2018 年以来，超 2/3 民企发行人退出债市。在 2017 年底有存续债的 660 家民企中，仅 49 家在 2018-2021 年期间信用债净融资累计为正，249 家民企虽有信用债发行，但累计净融资为负，另有 362 家民企期间累计发行量为 0。同时，2018 年以来，信用债市场新增民企发行人数量骤减，2021 年和 2022 年 1-8 月仅分别为 7 家和 2 家。

图 2 2018 年以来，信用债市场新增民企发行人数量大幅减少



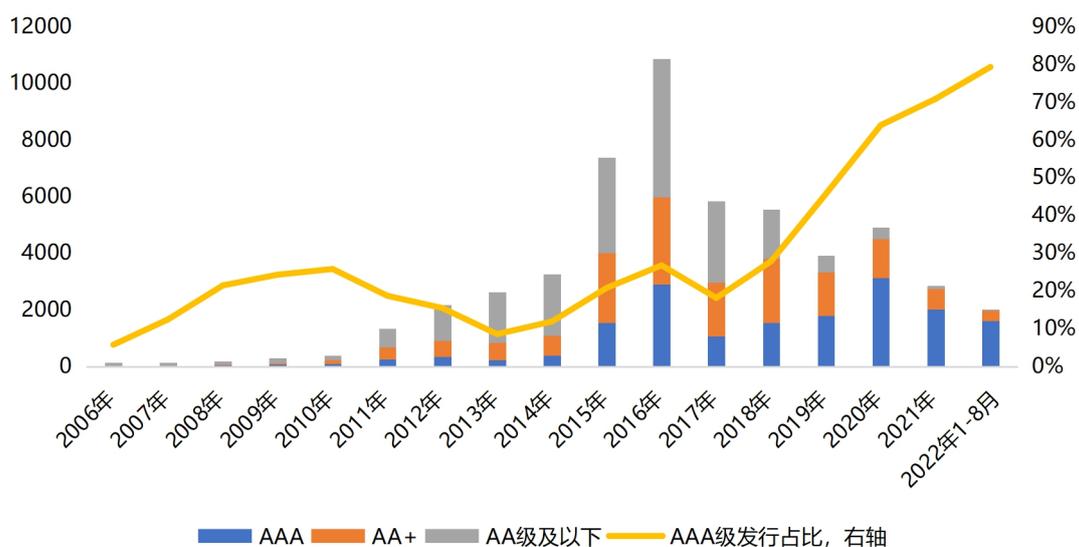
数据来源：Wind，东方金诚

2022 年 8 月底，有存续信用债的民企数量降至 242 家，显示 2018 年以来已有超 2/3 民企发行人退出债市。而在这 242 家民企中，有 90 家或已有债券违约、展期，或存续债估值收益率超 8%，再融资难度极大。预计随着存续债到期，这部分民企中还有相当比例将退出债市。

民企债发行快速向高评级集中。2018 年以来，在民企债券融资整体净流出的同时，内部等级分化显著加剧。AAA 级²民企债发行占比从 2017 年的 18.1%大幅提升至 2021 年的 70.8%，而同期 AA 级及以下发行占比从 49.2%降至 4.1%。

² 主体评级，下同。

图3 2018年以来，民企债发行向AAA级集中（单位：亿元）



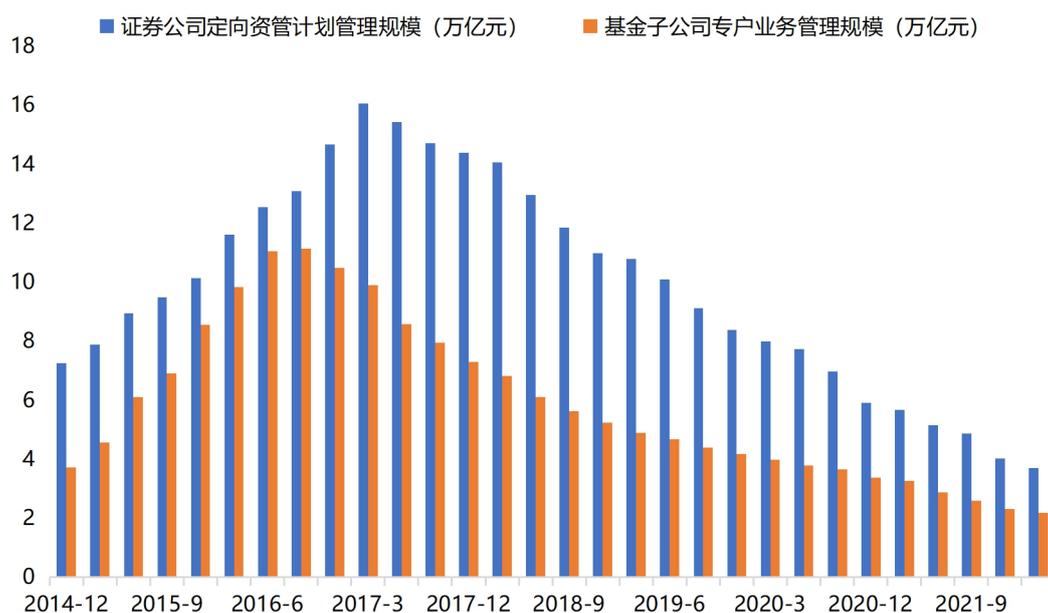
数据来源：wind，东方金诚

二、近年民企债券融资困境成因分析

（一）资管新规发布后，债券投资者风险偏好系统性下降，对较低评级信用债的需求转弱。

2017年金融去杠杆集中推进，11月“一行三会”发布资管新规征求意见稿。资管新规禁止资金池业务，鼓励市值法估值，在“破刚兑、去通道”的要求下，银行委外业务大幅收缩。一方面，禁止资金池业务后，以银行理财为代表的市场主流资金风险偏好明显下降，对低等级信用债的需求明显减少；另一方面，非标融资大幅萎缩，进一步加剧了民企发行人的融资压力。随着资管新规逐步落地实施和理财产品净值化的不断推进，理财业务加速向头部银行集中，风险偏好相对较高的中小银行理财规模占比持续压缩，同时净值型产品对于资产价格波动的容忍性明显下降，也是导致近年民企债投资需求持续萎缩的重要原因。

图4 2017年以来，银行委外两大主要通道管理规模大幅收缩



数据来源：wind，东方金诚

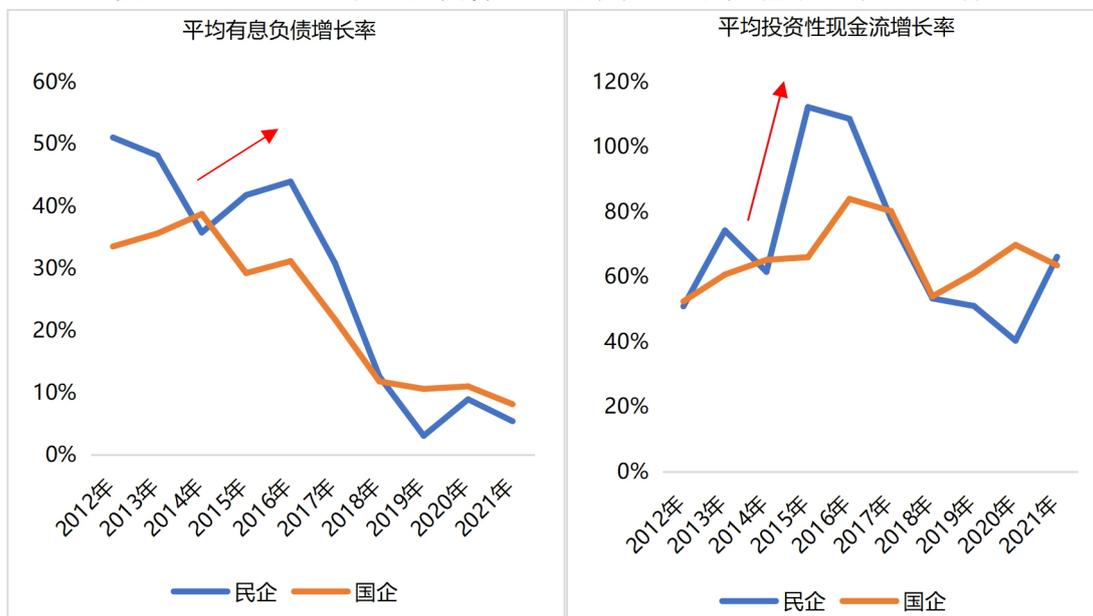
（二）信用宽松时期部分民企发行人负债和投资过度扩张，给信用收缩后的“违约潮”埋下隐患。

在2014-2016年信用环境较宽松时期，部分民企依靠负债进行激进扩张，而随着货币政策转向收紧带动资金成本抬升以及金融去杠杆推进，2017年起，信用环境开始收缩，处在信用扩张链条末端的民企首当其冲，再融资难度显著加大。由此，民企偿债压力的上升与流动性收缩和金融去杠杆背景下投资者对信用债需求的下降碰撞，最终导致2018年民企违约潮的爆发。

以2017年底有存续债的发行人作为样本来看，2014-2016年，民企投资活动净现金流出增速快速上行，同时伴随着有息负债的明显增加，而同期国企投资活动净现金流出与有息负债增速变化相对较小。2017年以后，随着信用环境收紧，民企有息负

债增速和投资活动净现金流增速双双回落，2019 年开始已明显低于国企。

图 5 2014-2016 年民企发行人有息负债和投资性现金流大幅增长

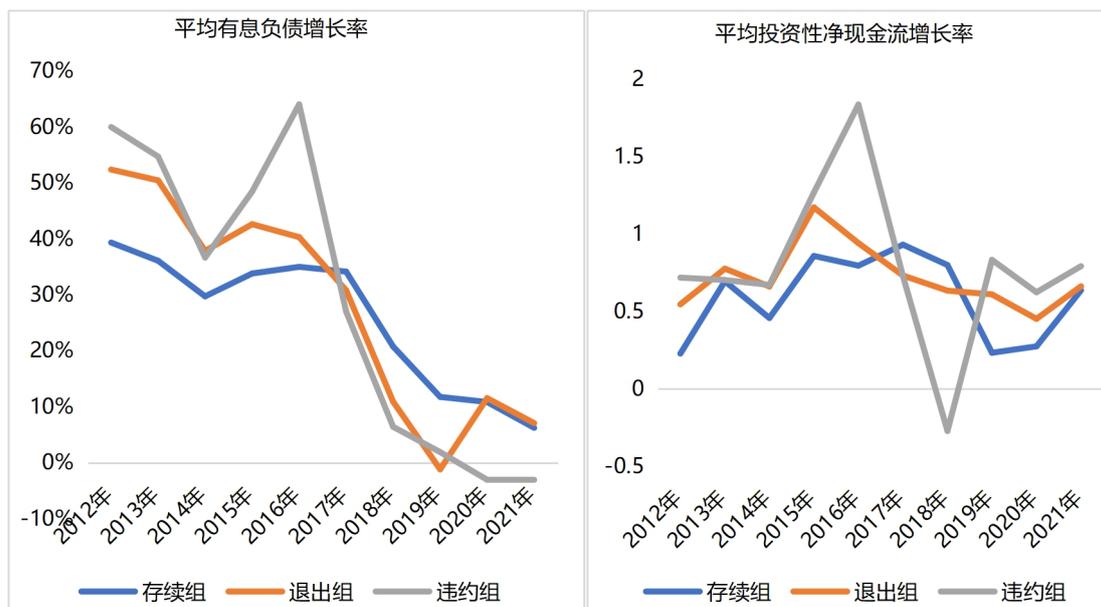


数据来源：wind，东方金诚

注：发行人样本为 2017 年底有存续债的国有和民营企业主体；有息负债增长率数据和投资性现金流净流出增长率分别去除了 1%和 5%分位点以外的异常值。

我们将 2017 年底有存续债的民企分为三组，其中存续组为 2022 年 8 月底仍有存续债的主体，违约组为截至 2022 年 8 月底已发生违约或展期的主体，其他主体为主动退出组，即虽未发生违约，但 2022 年 8 月底已无债券存续的主体。比较发现，2014-2016 年，违约组有息负债和投资性现金流扩张最为激进，存续组扩张最为稳健，退出组居中。可见，经营和财务稳健的民企经受住了信用环境剧烈变化的考验，而过度投资和负债的民企则被淘汰出局。

图 6 2014-2016 年违约组民企发行人有息负债和投资性现金流扩张最为激进



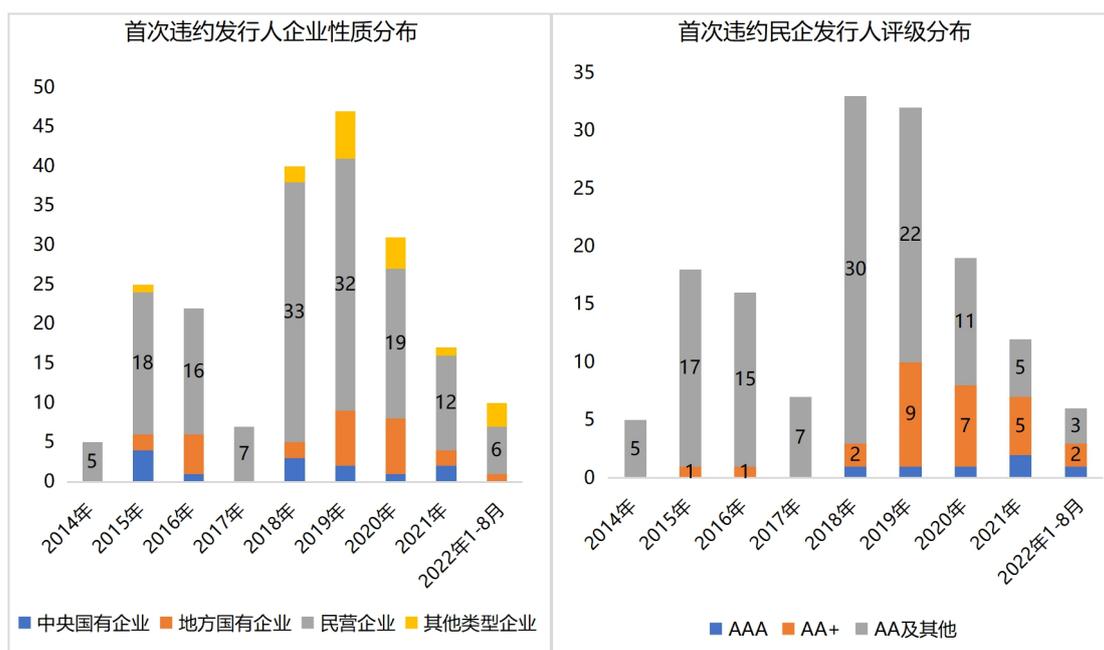
数据来源：wind，东方金诚

注：发行人样本为 2017 年底有存续债的民营企业主体；有息负债增长率数据和投资性现金流净流出增长率分别去除了 1%和 5%分位点以外的异常值。

（三）民企抗风险能力弱于国有企业，且违约中暴露出的治理能力差、财务管理不规范等问题进一步加剧了市场的谨慎情绪。

由于民企发行人多处于中下游竞争性行业，相较国企，普遍存在经营波动性大，融资渠道相对较窄、融资成本高等问题，因而在宏观经济或行业景气下行、融资政策收紧的过程中更容易出现流动性紧张，导致信用风险暴露。从历史违约数据看，截至 2022 年 8 月末，国内债市违约主体共 208 家，其中民营企业 148 家，占比达到 73%，其中主体评级在 AA 级及以下的主体达 115 家。2019 年以后，AA+及 AAA 级民企发行人违约数量有所增加，其中不乏西王集团、康美药业等大型龙头民企，进一步打击了市场对于民企债的信心。

图 7 国内债市违约主体以低评级民企为主



数据来源：wind，东方金诚

注：违约事件不包含展期

此外，由于我国债券市场投资者保护机制还不够完善，而部分违约民企暴露出公司治理能力差、财务造假频发、信用观念不强、违约回收难度大等问题，这就导致投资者对民企债的态度更为谨慎，实行“一刀切”的机构数量不断增加，进一步加剧了民企债的发行难度。

三、民企债券融资支持措施及效果

2018年以来，监管出台系列举措支持民企债券融资，主要可归为三类：一是扩大民企债应用场景，提升民企债流动性。例如，2018年央行将MLF合格质押品范围扩大至包括AA+和AA级信用债，2022年中国结算放宽相关民企债、科创债开展受信用保护回购业务主体评级要求至AA级等。二是启用市场化增信类工具，如创设民营企业债券融资支持工具等。三是创新契合民企

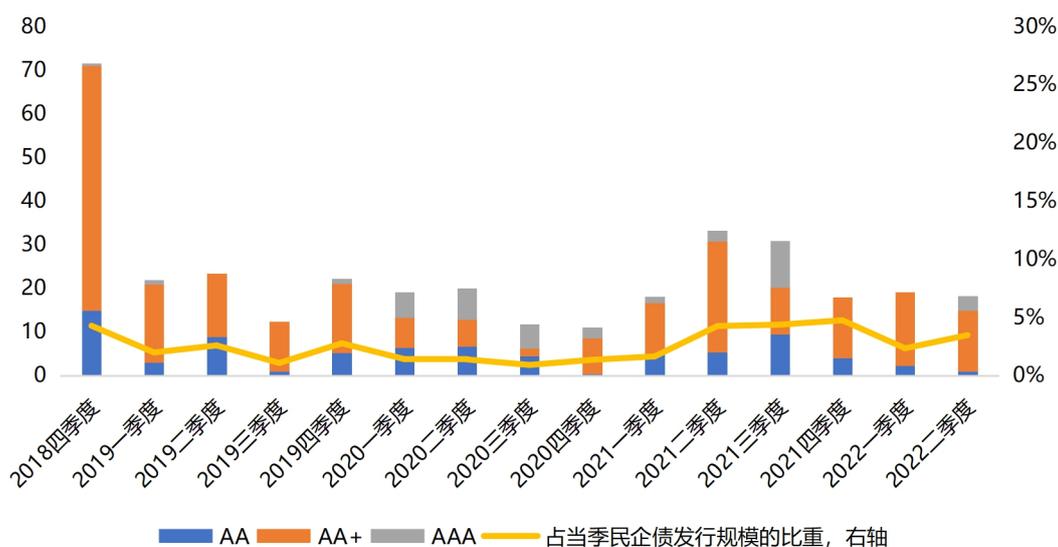
特点的债券品种，拓宽民企债券融资工具范围。

那么，这些举措的效果如何？

我们认为，第一类举措对民企债券融资的支持作用相对有限，因其并未触及民企债券融资不畅的关键梗阻——民企信用资质较弱，与债市投资者较低的风险偏好不匹配。从这个角度看，第二类举措能够发挥更好的作用。增信类工具的本质是引入第三方机构创设的信用风险保护工具或由第三方提供担保，为民企债偿还提供保障。此类工具的推出对民企债券融资起到了积极的支持效果，但利好范围相对有限。主要原因是作为市场化机构，提供增信的国有担保机构和商业银行等也具有较高的风控要求，在选择增信标的时非常谨慎。

以代表性的信用风险缓释凭证（CRMW）为例，自2018年四季度交易商协会推动CRMW创设支持民企债券融资以来，截至2022年二季度，累计创设挂钩民企债的CRMW名义本金358亿元，共支持了1166亿元民企债发行，其中AAA、AA+和AA级占比分别为22%、64%和13%，中高等级占比合计达85%。从发行规模看，挂钩民企债的CRMW名义本金仅在2018年四季度达到71亿元，其余多数季度在10-30亿元之间波动，占季度民企债发行规模的比重均在5%以下，支持力度较为有限。

图 8 挂钩民企债的 CRMW 名义本金季度规模（亿元）



数据来源：wind，东方金诚

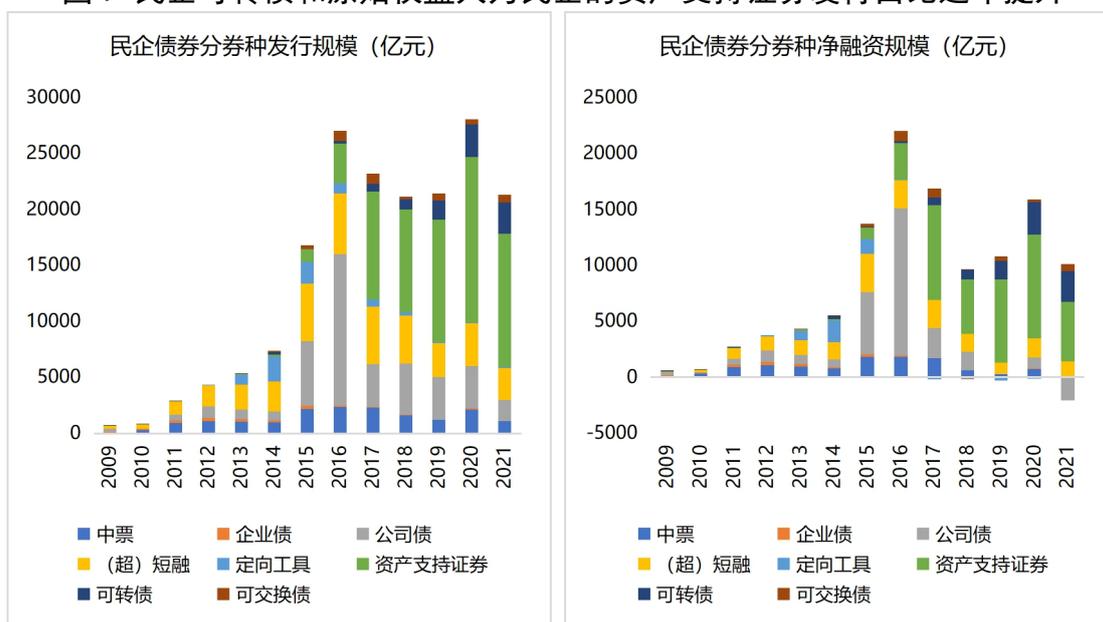
第三类举措，即创新债券品种，主要有两条路径：

一是在传统债券品种基础上，限制其募集资金用途，同时适度放宽发行条件并提供发行便利。由于这一创新路径并不能从偿债角度大幅提升债券安全性，因此，对于弱资质民企而言，即便选择发行此类创新品种，也难以有效提升其发行成功率。以双创债为例，自 2017 年推出至 2022 年 8 月，累计发行 557 亿元，其中民企债仅 62 亿元。

二是通过创新发行条款和信用基础推出传统信用债的替代品种，以更好契合民企特点，典型代表是可转债和资产支持证券。从民企债发行券种看，近年来传统信用债发行量和净融资不断萎缩，但资产支持证券和可转债的发行及净融资规模却逐年扩大。2021 年，民企资产支持证券和可转债发行量分别占当年民企债券（含资产支持证券和可转债）发行量的 56%和 13%，净融资占比达到 66%和 34%，而二者发行量和净融资占比在 2013 年仅为

1%左右。

图9 民企可转债和原始权益人为民企的资产支持证券发行占比逐年提升



数据来源: wind, 东方金诚

四、改善民企债券融资困境的借鉴与思考

(一) 美国公司债市场: 经验与借鉴

债券融资在美国非金融企业债务融资中的占比高达 77.5% (2021 年), 这与欧元区、日本、中国等经济体形成鲜明对比。尽管投资级债券仍占主导, 但美国多层次债券市场下, 完善的高收益债市场和可转债市场等为低等级企业债券融资提供了更多可能。2021 年, 美国高收益债新发行金额为 4570 亿美元, 占公司债发行量的 24.8%; 截至 2021 年末, 存量高收益债已超 2 万亿美元。总结美国公司债市场发展经验, 或可为我国支持民企债券融资提供一些借鉴。

首先, 美国公募债实行储架注册制, 发行更为灵活便利, 而

私募债通过 144A 准则发行，无需进行 SEC 注册，由此降低了公司债的发行门槛，提高了债券融资效率。

其次，美国高收益债券多数设有发行人限制性条款，比例明显高于投资级债券，包括债务限制、支付限制、子公司分配限制、资产出售限制、与联营公司交易的限制、控制权变更限制等。上述设置的初衷是加强投资人保护，从实际效果看，附加严格的条款契约约束也提高了投资人对高收益债的接受度。

再次，金融创新推动下，可转债、资产支持证券等为美国企业债券融资提供了更多选择。其中，可转债整体违约率较低，结构安排不断推陈出新，其发行在美国新经济领域和弱资质企业中较为活跃。同时，包括信用违约互换（CDS）在内风险管理工具也为投资者提供了对冲信用风险和管理信用债流动性风险的工具，促进了美国高收益债市场的繁荣。

最后，美国债券市场信息披露制度十分严格，SEC 对于所有类型证券市场均制定了详细的信息披露规则。虽然私募债在信息披露方面要求较为有限，但证券法中涉及的反欺诈规定仍然适用，欺诈、重大隐瞒等行为仍需承担刑事责任，从而有效规避了发债企业的道德风险。

（二）改善我国民企债券融资困境的可行路径

1、2022 年资管新规正式落地，资管产品全面实现净值化管理，未来一段时间国内投资者风险偏好难以大幅提升，在此背景

下，短期内可继续依据民企资质，完善民企债券融资“分层”支持体系。

2018年以来，在优胜劣汰的市场机制和各类民企债券融资支持政策的共同作用下，民企债发行已经形成了一定的分层：首先，优质龙头民企，如华为、三一重工、福耀玻璃等，依靠自身实力即可实现持续的债券融资，且融资利率较低。鼓励此类龙头民企积极发债，可以对民企债券融资起到较好的示范和带动效应。

其次，资质稍弱的二线龙头以及部分暂时遇到流动性困难的民企可以在信用保护工具支持下，提升债券发行成功率，降低发行利率。这在以往实践中已取得积极效果。后续可通过扩大信用保护工具创设机构范围，提高信用保护工具流动性等举措，加大市场化增信工具对民企融资的支持力度。此外，比照近年地方政府性融资担保机构对小微企业贷款的支持力度，后续在鼓励担保机构按市场化原则为当地重点民企发债融资提供增信支持方面，也有潜力可以挖掘。

再次，根据民企的财务特点和资金需求，继续大力发展可转债和资产支持证券等，并不断创新结构安排。尤其是可转债，因其具有“债+看涨期权”双重属性，投资者门槛较低，其快速扩容对民企融资起到有效的支持作用，后续可适当降低新兴行业内企业可转债发行门槛，进一步拓宽发行主体范围。

最后，对于弱资质民企和中小企业而言，即便有政策支持，这类企业也很难直接发债融资，但可以借助产业基金、供应链核

心龙头等间接获得债市资金支持。例如，目前科创债发行人以创投类和科创孵化类国企为主，募集资金投向科创类企业，从而实现债市对科创类企业的间接资金支持；供应链 ABS 则将核心企业的信用进一步延伸，对产业链上的中小企业提供流动性支持。未来可不断优化产业投资基金、供应链核心企业等间接支持民企融资主体的发债政策，从更广泛意义上加大债市对民营经济的支持力度。

2、长期看，要从根本上破解民企债券融资难题，还需加快推进多层次债券市场建设，完善相关法律法规和投资者保护，改变投资者风险偏好同质化的现状。

从长期看，加快建设多层次债券市场，让不同信用等级的发行人和具备相应风险偏好的投资人配对，将是推动民企债融资规模扩大的重要途径。一方面，要丰富发行人结构，优化债券发行规则，放宽信用债发行评级限制，这不仅可以解决信用评级区分度不够的问题，也可消除弱资质企业为达到发行门槛而谋求财务造假的动机；另一方面也要丰富投资者结构，多元化市场风险偏好，为信用风险较高的民企债提供与之相匹配的高风险偏好资金。

其中，改变债市投资者风险偏好较为一致的现状，首先要加强市场法治建设，针对近年不少违约民企暴露出的粉饰报表、财务舞弊等问题，要强化发行人信息披露和发行条款约束，提升持有人会议的法律效力，加大违法违规处罚力度，完善投资者保护，这也是发展多层次债券市场的基础；其次，不断提高信用

债市场流动性，丰富利率衍生品和信用衍生品类型，吸引私募基金、并购基金、不良资产处置机构、境外高收益债基金等多元化主体参与债券投资和交易；最后，加强监管引导和正向考核机制，对于机构投资者设置民企债投资监管激励指标，鼓励机构投资者提高投研和风控能力，开发差异化投资策略，同时建立“尽职尽责”的债券投资文化，避免盲目“一刀切”。