

# 金融创新纾困民企融资 直击“痛点”仍需多方协力

未来在信用保护工具的定价、转让、做市等方面，体制机制尚需进一步完善。

◎本刊记者 杨溢仁 / 文

**现**阶段，旨在缓解民企融资难题的利好政策可谓层出不穷。

就信用保护工具而言，尽管该项金融创新尚处培育阶段，仍存在若干问题和难点，但上海证券交易所（下称“上交所”）相关人士表示，上交所将尽快研究并发布更为详尽的信用保护工具业务规则，努力推进信用保护合约和信用保护凭证业务的常态化开展，充分发挥信用保护工具服务民企的特色优势，不断拓宽民企融资途径。

## 融资困局依旧待解

无可否认，民营企业是我国经济社会发展的重要推动力量，对稳增长、惠民生、保就业具有重要的支撑作用。但是，民企融资难、融资贵的问题也存在已久，且成因复杂。

就民企自身而言，其普遍存在经营规模偏小、获得外部增信难度较高、治理结构不甚完善、信息透明度难以保障、信用观念与契约精神有待增强等特征。

就外部因素而言，目前国内征信体系不健全、传统金融机构风险偏好较低、债权人保护机制尚存缺失、民企融资业务成本收益失衡等重要诱因亦不容忽视。

联讯证券首席经济学家李奇霖指出，现在银行间市场出现了明显的分层，非银质押融资难度不断加大，如果

这种现象得不到改善，那么企业债券融资——尤其是中低评级的企业债券融资可能会受到较大影响。毕竟，中低评级债券的发行对非银——尤其是产品户（广义基金）的依赖较深。

“伴随同业信用的结构性收缩，短期内市场对民企债券‘一刀切’的态度改观仍将是一个漫长的过程。”浙商基金总经理助理、固定收益部总经理叶予璋亦判断，“尤其在个别民企‘逃废债’情况犹存、信息披露的规范和监督有待进一步加强、债券违约处置机制尚不健全、投资者保护措施法律约束效力不强的大背景下，劣币驱逐良币的情况依旧无法避免，民企融资渠道的畅通和机构风险偏好的提升都需要更多的时间。”

## 金融创新仍在路上

虽然打通民企融资渠道无法一蹴而就，但不可否认，管理层纾困的坚定态度始终未曾改变。

值得一提的是，为贯彻落实党中央、国务院的决策部署，上海证券交易所债券市场于2018年末启动了信用保护工具试点。该项金融创新的着眼点在于弥补民营经济的融资短板，以市场化手段（现阶段主要采用“信用保护合约+债券融资”的业务模式）重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业的债券融资。

在国泰君安固定收益外汇商品部董事总经理王焕舟看来，国际和国内相关经验表明，合理使用信用保护工具，对完善价格发现机制、降低信息不对称风险、提升市场信心和优化企业融资环境具备较大作用和价值。就服务实体经济而言，探索和推动信用保护工具业务具有重大意义和现实需求。

据了解，目前国泰君安已于交易所开展了8笔信用保护工具交易（挂钩债券发行8笔），共促进5家企业发行公司债券83亿元，在创设单数、促进债券发行规模等指标上均位居券商行业第一。

不过，我们也应清楚地认识到，信用保护工具尚处培育阶段，依旧存在诸多问题与难点需逐步解决。

例如，潜在民企债券项目较少。目前共有18家券商获得了信用保护工具业务资质，其所承销民企债券的拟发行单数及规模在上交所债券市场中的占比偏低，导致潜在民企发债项目较少。

其次，创设机构风险对冲手段较为有限。由于发行人与创设机构无债权债务关系，因此，由发行人对创设机构提供反担保，或由第三方担保公司提供担保等方式存在法律障碍。

再者，部分民企未达到特定创设机构的信用保护工具准入标准。在业务试点初期，部分创设机构初步制定了民企信用保护工具的标的筛选标准，部分民



企无法满足相应准入条件。

此外，投资者类型亦需拓宽。前期，部分银行、信托、保险、基金公司表达了对信用保护工具的购买意愿，但相关监管政策仍不明朗。

“当然，市场化机制尚不健全的问题亦不可忽视。比如，合约业务的标准程度较低，交易双方沟通成本较高，主协议签署流程过长，往往要持续一个月的时间，导致延误业务时机；可流通的凭证品种和电子化系统还未推出，不利于交易和宣传等。”中信建投证券执行委员会委员、董事会秘书王广学称。

上交所相关人士坦言，“未来在信用保护工具的定价、转让、做市等方面，体制机制尚需进一步完善。”

## 政策纾困尚待精准发力

数据显示，截至6月20日，上交所债券市场已累计创设信用保护合约30单，有效支持14家实体企业成功完成债券融资117.4亿元。

综合业界专家建议，后续，相关方可由多方面着手，协同各市场参与方，进一步促进信用保护工具的运用，以期为民企融资提供更有力的支持。

扩大业务参与主体。可考虑适当放

宽业务资格限制，扩大创设机构类型及数量；通过降低参与该项业务的资本占用计提标准、在分类评价指标体系中增加相关因子等手段，提高券商参与工具创设的能力和意愿；通过相关监管机构间的协调，明确基金、银行、保险、信托等机构参与信用保护工具交易的策略，提高市场流动性，进一步激发市场活力。

拓宽信用保护工具支持对象。通过完善支持政策，鼓励创设机构放宽民企入选条件，以及将资产支持专项计划纳入工具创设对象，拓宽对民企的覆盖范围。

赋予“债券+信用保护工具”的组合资产以质押资格，提高信用保护工具吸引力。部分市场参与者（例如公募基金、期货资管等非法人投资者）的投资范围被限定于标准化产品，或对非标产品投资有较为严格的限制。考虑到信用保护工具有明确的交易场所，且相关条款具备一定的标准化属性，建议明确其性质，将其纳入标准化产品范围，从而进一步吸引不同类型的市场参与者。

适时推出CDS指数。实践中来看，金融机构内控普遍较为严格，很难逐一为中低评级企业提供信用保护。而CDS

指数为市场提供了一种解决方式。对于债券投资者而言，CDS指数是有效的避险手段，可通过其对投资组合进行动态的信用风险管理。此外，借由CDS指数还可以盘活CDS市场，提升流动性，对中低评级企业进行更精准的定价，实现价格发现的功能。

鼓励信用保护买方推进授信替换，即买入信用保护后，对于信用保护覆盖的部分，释放对参考实体/参考债务的授信，转而占用信用保护卖方的授信，以进一步提高金融机构授信管理效率，提升风险分散效果。

“我们对中国信用衍生品市场的未来持较为乐观的态度。场外衍生品市场的发展大多会经历一段流动性不足的阶段，就像2006年利率互换被引入中国，前几年的交易量也不算大。直到2010年以后，发展步伐才逐步加快。”国泰君安固定收益外汇商品部董事总经理王焕舟说，“眼下，庞大的现货市场需要相关的衍生工具提供风险管理和对冲。同时，中国投资者的多样性也在不断拓展，就资产规模考量，非银行类金融机构（含非法人产品等）已占据40%的规模，相信未来会有越来越多的机构参与这个市场。”

上交所表示，围绕如何进一步发挥好信用风险保护工具促进民企债券融资的作用，下一步上交所将加强与发行人、承销机构、投资者之间的交流，广泛吸纳各方有益建议，为民企债券融资提供更加优质的服务。

具体到实际工作，一方面将尽快研究发布信用保护工具相关业务规则，推进信用保护合约和信用保护凭证业务的常态化开展，以便更多符合标准的市场机构提供信用保护服务和产品，充分发挥其服务民企的特色和优势，拓宽民企融资途径；同时，还将持续提升风险防控能力，保护投资者的合法权益，为民营经济发展营造良好的融资环境。■