

十五载峥嵘奋进 再启航风正帆扬

——银行间信用债市场改革发展的成就、经验与思考

Fifteen years of Remarkable Progress

—Achievements, Experiences and Reflections on the Reform and Development of the Interbank Credit Bond Market

○ 匡彦华

中信银行股份有限公司投资银行部总经理

摘要

银行间信用债市场十五年改革发展经历了构建框架、高速扩容、量质并进三个主要阶段，在服务实体经济、优化融资格局、塑造治理体系、丰富市场架构、助力对外开放五个方面取得一系列突出成就。总结其经验，一方面长期坚持服务实体经济、根本制度优势和基本发展导向；另一方面在多重发展目标中力求动态平衡，实现稳中求进。下阶段，建议进一步筑牢法治根基、优化信用生态、拓展市场层次，走好走实高质量发展新道路。

关键词

银行间 信用债市场 改革 高质量发展

Abstract: The 15-year reform and development of the interbank credit bond market has undergone three major stages, namely, framework building, rapid expansion, and an advancement in quality and quantity. It has made a series of outstanding achievements in five areas, namely, serving the real economy, optimizing the financing pattern, shaping the governance system, enriching the market structure, and helping the opening up of the economy. On the one hand, it has long adhered to the principle of serving the real economy and basic development. On the other hand, it has strived to achieve a dynamic balance among multiple development goals and permit steady progress. Its recommendations for the next stage of development include the enhancement of the rule of law as a foundation. It also recommends optimizing the credit ecology and taking the new road of high-quality development.

Keywords: Interbank, Credit Bond Market, Reform, High-Quality Development

自

2007年中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）成立、全面统筹债务融资工具自律管理以来，银行间信用债^①市场已走过持续改革发展和开拓进取的十五年，不仅成长为我国金融体系中的骨干力量，也在服务实体经济、优化资源配置、金融对外开放等方面发挥了关键作用。回望奋斗来时路，展望时代新征程，有许多值得总结的成就和经验，对此进行梳理和提炼，可为我国债券市场未来发展之路提供有益启示，加速构建与我国经济体量和国际影响力相匹配的“大国债市”。

发展历程：目标引领与问题导向下的进阶升级

信用债市场是现代金融体系的重要基石，其高质量发展关乎优化金融资源配置、深化金融供给侧结构性改革全局。交易商协会成立以来，在人民银行的正确领导下，坚决贯彻党中央、国务院金融工作决策部署，充分凝聚市场成员智慧与力量，建立健全银行间市场自律治理体系，推动债务融资工具产品快速健康发展。归纳起来，可大致分为三个主要发展阶段。

以制度框架和基石产品谱系构建为核心，夯实市场可持续发展基础（2007—2011年）

交易商协会立足国情，借鉴国际经验，在国内资本市场首推注册制改革，有效激发市场内生动力和金融服务潜能。在此框架下，强化信息披露标准化、规范化建设，制定发布覆盖债券注册发行全流程的基础性自律规则和标准文本，建立了基本制度体系。同时，在承接人民银行短期融资券产品基础上，陆续推出中期票据、超短期融资券、定向工具等大类品种，打造了全期限覆盖、公开与定向并行的基础产品谱系，奠定了银行间信用债市场制度建设和产品建设双重基础。

以简政放权、优化机制和产品创新为主线，推动市场高速扩容发展（2012—2016年）

这一阶段，银行间信用债市场建设持续向纵深推进：一是简政放权，按照渐进可控的原则优化规则、放松管制，逐步取消财务、评级、额度等限制性要求；二是优化机制，借鉴国际经验，研究推出分层分类管理等注册发行机制创新；三是产品创新，陆续开发永续票据、资产支持票

① 本文中银行间信用债指中期票据、短期融资券（含超短期融资券）、定向工具等服务非金融企业融资的债务融资工具。

银行间信用债市场从无到有、从小到大、从大到强，在服务实体经济、优化融资格局、丰富市场体系、深化对外开放等方面持续开拓进取，取得了一系列突破性进展和标志性成果，成功探索出信用债市场发展的“中国道路”。

据等强功能型品种，高标准启动熊猫债、绿色债等重要细分市场建设。政策红利持续释放下，市场步入发展扩容快车道。2015年债务融资工具发行量首破5万亿元大关，高峰时在公司信用类债券中占比超80%，成为大中型企业获取直接融资的主渠道。

完善治理体系与提升服务质效并举，由高速发展向高质量发展转轨（2017—2022年）

党的十九大以来，交易商协会响应深化金融改革要求，在整体发展思路上，更为强调“量质并进”。一方面，全力构建与现代化经济体系相适应的市场自律治理体系，以保障制度供给和强化自律管理为两个主抓手，持续完善全环链业务规范，强力整肃市场秩序，全面提升治理能力；另一方面，与经济高质量发展同频共振，

特别是紧跟各项国家重大发展战略，因循特殊主体、特殊用途和特殊结构三条主线，丰富专项产品序列，激发市场创新活力，精准服务绿色低碳、科技创新、乡村振兴、支持民企、保障安居、疫情防控、能源保供等战略方向，提升金融服务实体经济的直达性和精准性。

发展成就：多重目标协调发展、统筹并进

经过改革实践，银行间信用债市场从无到有、从小到大、从大到强，在服务实体经济、优化融资格局、丰富市场体系、深化对外开放等方面持续开拓进取，取得了一系列突破性进展和标志性成果，成功探索出信用债市场发展的“中国道路”。

第一，服务实体经济取得全方位成果。一是丰富渠道，十五年来，债务融资工具市场规模稳步扩容，融资功能不断强化，截至2022年6月末累计发行超64万亿元，存量规模超14.7万亿元，成长为仅次于银行信贷的实体企业融资“第二动脉”。二是降本让利，充分发挥直接融资优势，助力降低整体社会融资成本。以2021年为例，债务融资工具加权发行成本较平均贷款利率低115bps，以此估算可节省企业融资成本近千亿元^①，有力支持实

① 根据《中国货币政策执行报告（2021年第四季度）》及Wind数据测算。

体企业降本增效、轻装上阵。三是精准直达，体系化、高标准构建专项债券产品图谱，引流灌溉国民经济发展重点领域、重点行业和薄弱环节，近年来绿色、科创及三农领域各类专项债券累计发行金额已近万亿元，精准助力经济结构转型和发展动能转换。

第二，助推社会融资格局整体性重构。作为我国信用债市场的绝对主体，助力债券市场实现从“资本市场短板”到“直接融资主板”的历史性飞跃。2015年起，企业通过债券融资占存量直接融资规模的比重即保持在70%以上^①，在我国金融体系由“间接融资主导”向“直接与间接融资并举”的脱媒化过程中，做出了突出贡献；与此同时，随着市场规模和流动性的不断提升，信用债产品市场化定价机制和有效利率曲线逐步形成，成为企业融资新的“价格锚”，在畅通货币政策传导路径、深化利率市场化改革等方面发挥了关键性作用。

第三，自律治理体系和治理能力系统性塑造。一是成功建立以注册制为核心的自律治理体系，实现我国资本市场发行制度的历史性变革，并为注册制改革在资本市场全面推开“投石问路”；二是全面

完善制度框架和运行机制，确保各类市场主体和各个业务环节都能“有制可依、有规可循”，有力提升银行间市场自律治理现代化、法治化和规范化水平；三是保障健康有序的市场环境，精准打击恶意“逃废债”、结构化发行、非理性价格竞争等严重扰乱市场秩序的行为，匡正了市场风气，提升了发展韧性。

第四，多层次市场体系跨越式发展。主动融入大力发展多层次资本市场全局，构建了参与主体更为多元、市场层次更加丰富的信用融资生态体系。投资者培育方面，积极引入证券公司、保险公司、非法人产品、境外机构等多元化机构投资者，银行自营持有债务融资工具由市场发展初期的绝对比重，下降至2022年6月末的不及22%^②，市场实现由“银行间”到“多元机构间”的历史性跨越。融资人丰富方面，累计支持约5 000家大中型企业直接发行债务融资工具，覆盖各种所有制类型、国民经济主要行业和境内外发行主体，并通过资产支持票据等结构化产品创新服务模式，支持了数万家中小微企业融资。产品功能拓展方面，在完善基础产品之上，向股债混合品、结构化产品、信用衍生品、专项债券等方向延伸布局，赋予信用

① 数据来源：历年《中国货币政策执行报告》。

② 数据来源：交易商协会网站。

债新的内涵与功能，逐步由单纯的低成本融资工具，进化为满足企业报表优化、资产盘活、战略转型等多元化需求的一揽子服务工具箱。

第五，高水平对外开放站上新台阶。

债券市场一直都是金融对外开放和人民币国际化的“桥头堡”和“试验田”。多年以来，人民银行、交易商协会聚焦发行人、投资者和中介机构三个主要方面，全面强化境内外债市互联互通，提高“引进来”的数量与质量。熊猫债、合格境外机构投资者、“债券通”等市场和机制建设取得突出成效，助力打开债市对外开放的全新局面。以熊猫债市场建设为例，银行间市场累计已支持60余家境外主体发行超4 000亿元熊猫债，参与者由最初的国际开发机构，逐步拓展至外国政府、红筹企业、跨国公司 etc 多元化主体，发行人和投资者结构的国际化属性不断提高，在金融市场更高水平对外开放进程中，发挥了重要的“排头兵”作用。

从市场参与者的视角而言，银行间信用债市场的发展壮大，为催生培育商业银行投资银行业务铺垫了一块重要基石。众多银行以债券承销为基础，纷纷组建投资银行专营部门，由此吹响商业银行投资银行业务体系化发展的号角。

例如，中信银行投资银行部与交易商协会“同年而生”，十五年来，以债务融资工具承销牌照为发展起点和业务支点，

习近平总书记强调，“金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措”。

紧跟市场步伐、加强系统推动、丰富产品体系、深化资源整合，业务布局持续向广度和深度拓展，有效发挥了债券融资在服务实体经济方面的重要作用。历年累计承销债务融资工具突破6 500只，累计承销金额超过4.5万亿元，年承销额由2007年的200余亿元提高至2021年的超7 600亿元，增长超35倍，服务体系更趋成熟，服务能力稳步提升，逐步探索出以“商投并举”模式精准服务实体经济的全新格局。

发展经验：长期坚持与动态平衡 间稳中求进

实践证明，银行间信用债市场十五年的改革发展是成功的，取得了突出成就，其间的成功之道和制胜密码，概括起来，至少做到了“三点坚持”和“三个平衡”。

——坚持把服务实体经济放在首位。

习近平总书记强调，“金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措”。银行间信用债市场改革发展的一个重要启示，就是始终以服务实体经济为最

高宗旨，与经济政策部署和国家重大战略融为一体。经济快速发展时期，通过优化机制、放松管制和加强创新等方式，推动融资服务扩面上量，携手实体企业共同成长壮大；经济进入新常态后，精准支持高质量发展相关重点领域和薄弱环节，为经济结构转型升级注入债市动能。

——坚持注册制和面向机构投资者两项根本制度优势。注册制是经国际市场调研行之有效的发行机制，银行间市场立足国情，率先消化吸收这一先进制度，并结合实践动态优化，大幅提升了市场透明度和政策稳定性，为市场快速发展奠定了制度基石；市场成立伊始，总结前期发展教训，借鉴国际成熟经验，选择了面向合格机构投资者、依托场外市场的基本发展路线。经验表明，这一选择契合了债券大宗、批发交易的核心特点和客观规律，为银行间信用债市场发展提供了根本制度保障。

——坚持市场化、法治化、国际化三大导向。首先，始终坚持市场化改革方向，充分发挥自律管理的功能和优势，不断简政放权、优化管理、强化服务，把市场的事交给市场解决，让“无形的手”在信用债资源配置中起决定性作用；其次，高度重视依法依规推进，在法治下推进改革，在改革中完善法治，持续健全各类市场化约束规范，建立了一整套稳定合理、科学高效的制度体系，为市场平稳健康发

展稳预期、明路径、立规范；最后，在制度、标准、基础设施等建设层面，主动对标接轨国际先进规则，高标准打造市场运行体系，以开放促改革，助推债券市场由要素流动型开放向规则等制度型开放转变。

——平衡好顶层设计与先行先试的关系。充分聆听市场声音、凝聚市场智慧，对需要突破和创新的制度规则、产品标准等问题，注重顶层设计与先行先试的有机结合。既发挥自律组织的专业性和引领力，强调系统研究和统筹部署；又调动市场成员的积极性和创造力，强调试点先行和标杆示范，集聚市场合力推陈出新，并对成功做法和经验及时总结提炼、积极复制推广，推动改革发展持续走向广度和深度。

——平衡好“促发展”与“控风险”的关系。多年来，因循“宽进严管”的思路，统筹银行间市场的发展与安全。一方面持续深挖注册制改革效能，提升注册发行便利，更好满足实体企业多元化投融资



始终坚持市场化改革方向，充分发挥自律管理的功能和优势，不断简政放权、优化管理、强化服务，把市场的事交给市场解决，让“无形的手”在信用债资源配置中起决定性作用。



资需求；另一方面下大力气构建“事前、事中、事后”全覆盖风险防控闭环，助力打好防范化解金融风险攻坚战，以“控风险”助力“稳增长”。

——平衡好简政放权与产业导向的关系。按照市场化原则持续放松管制、提升企业服务覆盖面和包容性的基础上，坚决落实国家各项产业政策，统筹做好“加法”与“减法”，一方面对各类新动能产业加强资金引流和战略扶持，另一方面对政策重点调控行业“稳存量、控增量”，有效配合实体产业供给侧改革，优化金融资源配置。

几点思考：聚焦法治基础、信用生态和市场层次等重点建设，为高质量发展立柱架梁

2021年8月，人民银行等六部委联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》，全面启动建设信用债融资“全国统一大市场”。债券市场改革是一项全局性、战略性系统工程，既要站在历史的起点上，也要着眼广阔的未来发展空间，需要市场成员群策群力、集思广益。从发展亲历者和运行参与者的角度出发，对我国信用债市场的改革发展趋向，提出几点思考建议如下。

坚定债市改革“道路自信”，筑牢市场法治根基

为进一步完善我国信用债市场“上

层建筑”，建议在各项上位法的整体框架下，尽快制定出台《公司债券管理条例》，给予市场明确预期和发展信心。

明确基本发展路线。市场一体化建设进程中，应充分尊重历史选择与客观规律，基于信用债投资需要较强风险判断和承担能力、不适合大面积引入个人投资者的基本特点，坚持以面向合格机构投资者为主路线，保持政策导向和市场格局的总体稳定。

处理好统一与竞争的关系。持续加强部际统筹协调，在按照分类趋同原则统一制度和标准的同时，保持良性适度竞争带来的创新活力。此外，应充分考虑不同类型投资者信用分析和风险承担的能力差异，着重对非公开发行方式进行针对性和差异化的制度安排。

持续提升国际化水平。统筹兼顾我国实践与国际经验，着力打造“对内高标准统一，对外高水平接轨”的制度规则体系，进一步提升银行间市场制度型开放水平，扩大我国债券市场对全球优质企业和要素资源的吸引力和影响力。

债券市场改革是一项全局性、战略性系统工程，既要站在历史的起点上，也要着眼广阔的未来发展空间，需要市场成员群策群力、集思广益。

进一步优化信用生态建设，实现协调可持续发展

信用是金融市场稳定发展的基石。进一步优化信用文化和信用生态应是下阶段债市改革的重中之重，关键点在于构筑发行人、投资者和中介机构之间相互责权清晰、有效制衡的“稳定三角”。

强化发行人主体责任和信用意识。在更广层面、更深层次加大对各类发行人的引导教育，建立信用债是“资本市场融资”，而非“类信贷融资”的基本理念，强化公开市场信用意识。着重明确两个基本边界，一个是“破刚兑”与“逃废债”之间的法律边界，一个是政府部门与国有企业之间的信用边界。对各类侵害市场秩序的行为，完善立法、加强执法，强化法律震慑和市场化出清，从源头出发优化市场整体“营商环境”。

投资者强化保护与提升能力并重。一方面，持续完善投保条款、持有人会议、违约处置交易等基础制度，健全投资者保护机制，确保发行人与投资者“平等对话”的制度基础；另一方面，也要继续加大“买者自负、风险自担”的信用风险文化教育，引导各类投资者加强信用风险分析和信用投资定价能力，强化行业研究、内部评级、风险定价等信用债投研体系建设，真正实现由“信仰投资”到“信用投资”的根本性转变。

对中介机构既要压实责任，也要合

理定责。在通过自律约束、行政处罚、依法定责等手段，强化中介机构资本市场“看门人”作用的基础上，也要注重把握好政策的平衡性协调性。按照“专业匹配、各担其责、过罚相当”的基本原则，建立更为明确合理的定责理念和机制，以责权利更为对等的激励约束方式，保障市场运行的公正环境和发展活力，避免“卖者尽责”异化为“卖者担保”，进而加剧民企“一刀切”规避、市场断层等负反馈效应，削弱信用债市场长期健康发展的地基。

持续丰富市场层次与纵深，强化风险定价功能

进一步丰富信用债市场层次和结构，是构建多层次金融体系的必然要求，有助于提高市场韧性和包容性，更好满足不同类型、不同资信水平、不同发展阶段实体企业的投融资需求，增强信用债市场的风险定价功能和效率，实现实体企业与金融资源的更优匹配。

拓宽服务实体企业覆盖面。顺应高质量发展新要求，政策导向上对制造业、民营企业、中小企业给予倾斜性支持，特别是加大对经济新动能领域的支持广度和力度，降低债券市场准入“隐形门槛”。针对此领域企业普遍性存在的资产体量小、经营和财务预期不明确、信息披露机制不完善等问题，探索构建相适应的差异化信息披露、信用评级、注册发行、违约交易

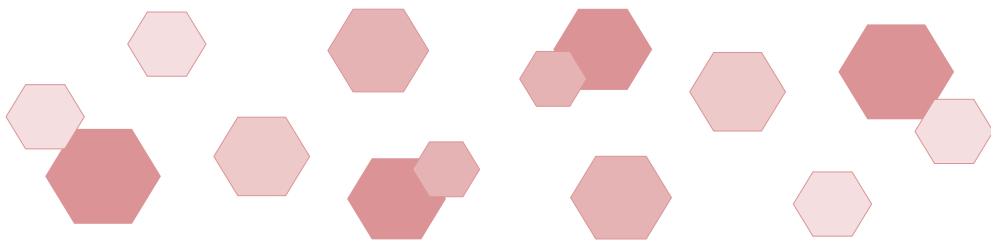
等机制体系，强化信用衍生品、结构化设计、资产担保等创新产品的组合运用，提高信用债融资的可得性和便利度。以服务科技创新型企业为牵引，探索构建中国版高收益债券市场。

加强投资者群体差异化、多样性建设。持续培育扩大机构投资者队伍，形成风险及收益偏好差异更大的多元化群体，匹配不同风险特征和融资诉求的企业。包括进一步提高非银系机构投资者占比，引导“第三支柱”等长期限投资人加大信用债配置力度，稳步培育社会责任投资者、高收益债券投资者等特定群体，通过完善制度提升国内信用债产品对境外投资者的吸引力等。以丰富资金端层次结构为主要驱动，建立信用分层和风险定价更为明晰

合理的市场体系。

以机制建设强化定价功能。交易机制层面，优化完善质押回购、做市商报价、交易规范等制度建设，持续提升信用债市场流动性和交易活跃度；价格机制层面，完善债券二级估值模型和技术，丰富投资者内外部估值参考体系选择，优化一、二级市场价格间的映射反馈和偏离纠正机制，以更精准公允的二级“价格锚”指导一级定价基准；监管机制层面，可从国资考核、市场规范等方向着手，约束发行人片面追求最低发行价、严重偏离公允定价水平的行为，引导企业树立债券“市值管理”理念，进一步强化信用债市场风险定价和资源配置的基础性功能。^[N]

学术编辑：曾一已



参考文献：

- [1]刘方根.持续完善基础建设 推动债市稳健发展[J].债券,2021(5).
- [2]穆怀朋.银行间债券市场的开放与创新[J].中国金融,2018(16).
- [3]潘功胜.实现中国债券市场的高质量发展[J].中国金融,2022(13).
- [4]王兆星.不断完善金融基础设施 促进债券市场高水平对外开放[J].债券,2021(11).
- [5]谢多.开创银行间市场自律管理新格局[J].中国金融,2018(20).
- [6]徐忠.中国债券市场发展热点问题及其认识[J].金融研究,2015(2).
- [7]银行间债券市场在改革创新中快速健康发展[N].金融时报,2017-08-29.