

# 债券市场为中小企业提供融资的 路径演化及信用风险分析



**联合资信评估股份有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

# 债券市场为中小企业提供融资的路径演化及信用风险分析

联合资信 公用事业二部

陈铭哲 刘沛伦

## 报告概要

中小企业是推动国民经济发展、构造市场经济主体和促进社会稳定的基础力量，国家在财税、融资政策方面对中小企业十分关注，对小微企业信贷进行了专项考核，普惠性金融贷款余额增长迅速。银行间市场和交易所市场均对中小企业利用债券市场融资提供了专项发行品种。从发行实践来看，以中小企业（集合）直接作为发债主体的中小企业集合票据、小微企业集合债和中小企业私募债存在较高的企业违约率，伴随着债券市场发展，其发行明显减少。商业银行发行小型微型企业贷款专项金融债券或当地城投企业发行小微企业增信集合债券成为债券市场为中小企业提供资金的主要渠道，发行规模快速扩张，有力支持了中小企业的资金需求。

## 一、中小企业概况

我国依据从业人员、营业收入、资产总额等指标或替代指标将企业按规模划分为大型、中型、小型及微型等四种。不同类型企业规模及数量差别明显，中小企业数量最多，且又以小微企业为主。中小企业对国民经济的重要性得到了国家层面的认可，在融资促进方面获取了充分关注和专项支持。

### 1. 中小企业概况及分类标准

中小企业是推动国民经济发展、构造市场经济主体和促进社会稳定的基础力量。为改善中小企业经营环境，促进中小企业发展，2002年，第九届全国人民代表大会常务委员会通过了《中华人民共和国中小企业促进法》，规定该法所指中小企业是在境内依法设立的，人员规模、经营规模相对较小的企业，包括中型企业、小型企业和微型企业（本文所指中小企业口径与此相同）。

为贯彻落实《中华人民共和国中小企业促进法》及《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36号），工信部、国家统计局等四部委于2011年制定了《中小企业划型标准规定》。同年，国家统计局制定了《统计上大中小微型企业划分办法》<sup>1</sup>，按照行业门类、大类、中类和组合类别，依据从业人员、营业收入、资产总额等指标或替代指标，将我国的企业按照16个行业划分为大型、中型、小型、微型等四种类型，其框架延续至今。不同行

<sup>1</sup> 详见附表1《统计上大中小微型企业划分办法》（2017版）

业的企业类型划分指标阈值范围差异较大，大型、中型和小型企业须同时满足所列指标的下限，否则下划一档；微型企业只须满足所列指标中的一项即可。总体上看，企业类型主要依据规模进行划分，大型企业划分指标下限一般是中型企业划分指标下限的 5—40 倍（如以从业人员划分倍数则较小），中型企业划分指标下限与小型企业划分指标下限的比例大致也在这个倍数，微型企业则不设下限，不同类型企业规模差异明显（详见附件）。

中小型企业主体众多，生命周期普遍较短，详细数据统计较为困难。2013 年，国家工商总局全国小型微型企业发展报告课题组首次从官方口径对中国小微企业的大致情况进行了分析，并指出：相同资本投入，小型微型企业的就业岗位单位产出最高，可吸纳就业人员平均比大中型企业多 4 倍至 5 倍，是解决我国城镇就业和农村富余劳动力向非农领域转移就业问题的主渠道。

表1 企业法人单位数量统计表 （单位：万户）

项目	2013 年底	2020 年工业企业法人单位数	2020 年企业法人单位数
<b>企业数量</b>	<b>1527.84</b>	<b>405.11</b>	<b>2505.55</b>
按规模分：大型企业数量	--	0.80	4.95
中型企业数量	--	3.90	24.12
小型、微型企业数量	1169.87	400.41	2476.48
按所有制分：私营企业	1096.67	--	2390.31
私营企业中小微企业比例	80.72%	--	--
非私营企业（含外资企业）	431.17	--	115.24
<b>个体工商户</b>	<b>4436.29</b>	<b>--</b>	<b>9287.2 0</b>

注：2020 年企业法人中大型、中型和小微企业数量根据当年工业法人单位中按规模分布比例进行估算；

资料来源：全国小型微型企业发展报告课题组，国家统计局，国家市场监督管理总局规划司，联合资信整理

我们对国家统计局 2020 年工业企业规模以上指标统计数据及《统计上大中小微型企业划分办法》的分类标准进行交叉对比，以此规模比例为基础推算，2020 年中国企业法人单位数中，中型企业有 24.12 万户，小微企业有 2476.48 万户，如包含个体工商户则为 1.18 亿户。上述测算系根据工业企业规模分布情况进行推算，实际情况可能与测算存在差异，可以看出，中小企业中中型企业数量较小，小微企业数量占据了绝对优势。

中小企业对国民经济贡献巨大。2018 年 8 月 20 日，国务院促进中小企业发展工作领导小组第一次会议指出，中国中小企业具有“五六七八九”的特征，即贡献了 50%以上的税收，60%以上的 GDP，70%以上的技术创新，80%以上的城镇劳动就业，90%以上的企业数量。

## 2. 中小企业融资概况

鉴于中小企业在国民经济发展中的重要地位，《中华人民共和国中小企业促进法》在财税支持、融资促进上对中小企业设立了制度性的支持，安排中小企业发展专项资金、中小企业发展基金、税收优惠等财税支持；规定中国人民银行应当综合利用货币政策工具，鼓励和引导金融机构加大对小型微型企业支持，银行监管机构为金融机构为小型微型企业提供金融服务进行差异化监管；健全多层次资本市场体系，促进中小企业利用多种方式直接融资。

从中小企业的融资实践来看，由于中小企业抗风险能力较弱；绝大多数为民营企业<sup>2</sup>，财务信息产生及内部控制系统一般不完善，一般在进行外部融资时处于劣势，不同渠道资金成本差异很大。2018年6月，中国人民银行行长易纲在第十届陆家嘴论坛上就小微企业融资渠道及融资成本进行了阐述，小微企业融资来自于正规金融机构和民间融资的比例大致为六四开，金融机构小微企业贷款利率远低于网络借贷及民间借贷。

银行融资方面，政策发力点主要针对中小企业中的小微企业。2014年起，人民银行引入定向降准考核，对满足审慎经营要求且“三农”或小微企业贷款达到标准的商业银行实施优惠准备金率；2017年，央行决定将此前对小微企业和“三农”领域实施的定向降准政策拓展和优化为统一对普惠金融领域贷款达到一定标准的金融机构实施定向降准政策；2019年起，人民银行将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”。

多重发力下，2021年末，中国普惠小微贷款余额19.23万亿元，同比增长27.3%，延续上年（30.3%）的高增速。贷款成本方面，2021年上半年，企业类贷款年化利率为4.62%，较上年末下降0.05个百分点。其中，普惠型小微企业贷款年化利率为5.65%，较上年末下降0.23个百分点。普惠型小微企业贷款利率较高，但贷款成本下行较快。

债券市场融资方面，监管机构及主管部门为支持债券市场向中小企业提供资金不断创新债券品种，针对中小企业的特点专项设置了融资工具，主要包括中小企业集合债券、中小企业集合票据、小微企业专项金融债、小微企业增信集合债券等，拓宽了中小企业的融资渠道。下面本文将着重分析债券市场为中小企业提供资金的演变过程及过程中所暴露的信用风险。

## 二、债券市场为中小企业提供融资情况及演变过程

### 1. 债券市场为中小企业提供融资涉及的债券种类

<sup>2</sup> 系2020年4月16日，国务院联防联控机制举办新闻发布会上，工业和信息化部中小企业局领导介绍。

为健全多层次资本市场体系，促进中小企业利用多种方式融资，国家发改委、银行间市场交易商协会等主管部门进行了一系列尝试，推出了多项为中小企业提供资金的债券品种。

#### （1）中小企业集合债券

中小企业集合债券是指通过牵头人组织，以多个中小企业构成的集合为发行主体，发行企业各自决定发行额度，分别负债，使用统一的债券名称，统收统付，向投资人发行的约定到期还本付息的一种企业债券形式。首单中小企业集合债券为发行于 2007 年的“07 深中小债”，2015 年后无新增发行。

#### （2）中小企业集合票据

中小企业集合票据是指 2 个（含）以上、10 个（含）以下具有法人资格的中小非金融企业，在银行间债券市场以“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”方式共同发行的，并约定在一定期限还本付息的债务融资工具。2010 年，首批共发行三只中小企业集合票据，2015 年以后未见新增注册。

#### （3）中小企业私募债

中小企业私募债是非上市的在中国境内注册为有限责任公司或股份有限公司的中小微企业，委托证券公司在中国境内以非公开方式发行的，约定在一定期限内还本付息的有价证券。2012 年，首单中小企业私募债“12 苏镀膜”成功发行；2015 年，《公司债券发行与交易管理办法》及后续配套文件发布后，原《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》及《深圳证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》予以废止，中小企业私募债不再作为单独债券品种。

#### （4）小微企业增信集合债券

小微企业增信集合债券，又称小微企业扶持债券，是指以地方融资平台为发行主体，面向机构投资者发行，再将募集资金以银行委托贷款的方式发放给小微企业的一种直接融资债务工具。

#### （5）小微企业贷款专项金融债券

小微企业贷款专项金融债券（以下简称“小微金融债”）是商业银行发行的、募集资金专项用于小微企业贷款的金融债券，与商业银行普通金融债偿还次序一致。

实际上，小微企业增信集合债券及小微金融债虽然募集资金用途是定向投放小微企业，但与传统的中小企业集合债券、中小企业集合票据中小企业私募债已经有较大差异，发行主体分别为城投公司和商业银行，债券信用风险与所投向的小微企业关系不大。

表2 中小企业相关债券品种主要发行条款对比



	中小企业集合债券	中小企业集合票据	小微企业增信集合债券	小微企业贷款专项金融债券	中小企业私募债
主管机构	国家发改委	中国银行间市场交易商协会	国家发改委	人民银行/中国银行间市场交易商协会	交易所
批准制度	实际上已停止发行	注册制，实际上已停止发行	目前实行注册制	目前实行审批制	备案制，实际上已停止发行
涉及企业	没有限制	2—10个，中小型非金融企业	委贷对象集中度要求	发行主体为金融机构，募集资金全部用于发放小微企业贷款	发行主体为中小企业
融资期限	3~7年，集中于7年（设置提前偿还条款）和3+3年	一般为1~3年	3~7年，集中于3+1年	--	一年以上，一般为1~3年
募集资金用途	一般为项目投资	不需要具体的建设项目	不需要具体的建设项目	全部用于发放小微企业贷款	--
特殊条款	大部分设置提前偿还条款	一般不设分期偿还条款	大部分设置回售及调整票面利率选择权	一般不设分期偿还条款	--
增信情况	全部包含不可撤销连带责任担保	包含不可撤销连带责任担保	大部分未设置担保增信	不设置担保增信	第三方担保和资产抵押、质押；商业保险
是否公开发行	是	是	是	是	否

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 2.增信措施分析

中小企业集合债券、中小企业集合票据及中小企业私募债券发行主体为中小企业，大部分需要设立增信措施。小微企业增信集合债券及小微金融债发行主体为区域城投企业和商业银行，其发行对增信措施依赖小。

中小企业集合债券均设置不可撤销连带责任保证保，担保人为专业担保公司或信用资质较好的同属地城投公司。

中小企业集合票据除“10 诸暨 SMECN2”和“12 慈溪 SMECN2”未设置担保措施外，其他均设置担保措施，担保方以专业担保公司为主，个别集合票据由当地城投公司提供担保。

中小企业私募债券 892 期债券中仅有 38 只未设置增信措施，其他均设置了增信措施，主要包括连带责任担保、抵押担保、质押担保及保证担保，以连带责任担保为主，占增信措施比例为 93.91%，担保人以当地城投为主。

小微企业增信集合债券大部分未设置担保人，所发放小微企业贷款的本息到期收回是小微企业增信集合债券本息偿付的基础。但是，小微企业增信集合债券同时采取了多层次风险缓释信用安排措施，一是发行人设立风险储备基金，债券转贷后可取得相应的利差收入，并由委贷银行设立风险储备基金账户进行管理，转贷中出现不良贷款导致本金损失时，将以该账户资金为限用于本期债券还本付息。二是政府设立风险缓释基金，由地方政府按照小微企业增信集合债发债规模 5%的比例设定政府风险缓释基金，保障还本付息安全。如果上述风险储备基金和政府风险缓释基金仍不能满足债券本息偿付的需求，将由发行人以自身日常经营收入补偿。

小微金融债发行主体均为商业银行，主体信用等级较高，在发行时一般不设置担保措施。

### 3. 评级方法分析

#### （1）集合类

从主体评级来看，集合债券（票据）的主体是由多个独立的中小企业主体按照融资规模组合而成，所以集合债券（票据）主体评级与集合债券各个主体独立的信用级别密切相关。没有外部增级措施的情况下，任何一家发债主体违约都会导致整个集合债券的违约；如果定义集合债券的各发行主体任何一家及以上违约，就是集合债券主体违约，则集合主体违约率的大小与每个主体违约概率的大小和集合各主体之间的相关性有密切关系。

从债项评级来看，集合债券（票据）一般都有相应的信用增级措施，虽然增级本身并不能改变集合债券偿债主体违约的可能性，但有些增信措施可以改变债项的违约概率，有些增信措施能改变违约损失概率和损失金额的大小。集合债券（票据）的债项级别和具体的增级措施有关。当存在债项信用增级措施时，集合债券（票据）出现一个或以上中小企业主体违约并不一定等同于集合债券（票据）债项违约。

从评级实务来看，联合资信主要采用以下评级方法：首先对于作为发债主体的每一家中小企业，单独进行主体评级，揭示各家中小企业主体本身的信用风险。其次，如果债项是由保证担保进行信用增级，将重点考察担保方的信用状况，集合债券（票据）的债项级别主要取决于担保方的信用级别。第三，如果是采用偿债基金的增级方式，主要考察偿债准备金对债券发行额度覆盖程度的高低，集合债券中各主体的相关程度，以及发债金额的分布情况等。

#### （2）非集合类

非集合类债券的评级与联合资信一般企业主体及债项评级方法一致。

### 4. 发行情况分析

以中小企业为直接发行主体的专项债券品种已逐渐退出市场；以城投、银行为发行主体，募集资金专项用于小微企业贷款的小微企业增信集合债券及小微金融债发行规模增长迅速，规模远超中小企业为直接发行主体的债券品种，成为债券市场支持中小企业融资的主要渠道。

#### （1）中小企业集合债券

2007年以来，中小企业集合债券共有16期成功发行，发行规模合计59.72亿元，其中安徽省、江苏、湖南等11个省份发行了中小企业集合债券，单只债券发行规模在1.75亿元至10.00亿元之间，大部分在5亿元以下，发行规模较小；票面利率为4.66%到9.5%之间。

中小企业集合债券的发行人主体级别分布在 BB~A 级；发行时债项级别分布在 A+~AAA 级，其中 AA+级数量较多（8 期），AA 级和 AAA 级各有 5 期和 2 期。中小企业集合债券均设立不可撤销连带责任担保，其中担保方为同一属地城投公司合计 7 期，专业担保公司合计 9 期。

2015 年“15 湖南中小债”发行后，中小企业集合债券未有新增发行。

## （2）中小企业集合票据

截至 2021 年 9 月底，中小企业集合票据共有 126 期成功发行（2007 年开始发行），发行规模合计 300.42 亿元，涉及发债省份 22 个，发行规模前三位分别为山东省（66.50 亿元）、江苏省（54.57 亿元）、浙江省（34.52 亿元），合计占发行规模的比例为 51.79%，集中度较高；单期平均发行规模为 2.38 亿元，平均发行票面利率为 6.03%。银行间市场交易商协会最近一次接受中小企业集合票据注册是在 2015 年 4 月，后续未再有新增注册。

中小企业集合票据发行时主体级别在 B~A+之间，主要集中在 BBB-（24 期）、BBB（29 期）、BBB+（22 期）级及 A-级（23 期），合计占比 77.78%。从发行时的债项信用等级分布来看，已发行中小企业集合票据主要集中在 AA-到 AAA 之间，个别票据债项分别采用优先级及高收益级进行发行，高收益级债项评级较低。

表3 中小企业集合票据发行情况

发行时债项等级	债券期数	发行规模（亿元）
A-1	11	25.415
AA	23	63.95
AA-	2	7.00
AA+	20	40.90
AAA	68	162.37
B	2	0.785
总计	126	300.42

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## （3）中小企业私募债

截至 2021 年 9 月底，中小企业私募债共发行 892 期，募集资金规模合计 1359.23 亿元，发行主体涉及民营企业、国有企业及中外合资企业等。中小企业私募债发行时大部分采用无评级发行，债项评级（如有）以 AA 为主。分年度来看，中小企业私募债品种在 2012—2015 年之间有债券发行，其中 2012—2014 年发行金额逐年增长，并于 2014 年达到峰值，发行金额为 658.79 亿元。

表4 中小企业私募债发行情况

发行时债项等级	债券期数	发行规模（亿元）
无评级	705	1034.66
AA-	31	39.77
AA	124	233.17
AA+	25	47.05



AAA	1	1.00
其他	6	3.58
总计	892	1359.23

资料来源：联合资信根据公开资料整理

#### （4）小微企业增信集合债券

截至 2021 年 9 月底，小微企业增信集合债券共发行 95 期，募集资金规模合计 642.10 亿元。分年度来看，2013—2016 年，在政策的鼓励支持下，小微企业增信集合债券发行量呈稳步增长态势，2016 年发行量达到峰值。随着地方投融资平台转型及地方政府隐性债务治理的持续推进，2017 年以来小微企业增信集合债券发行量明显回落，2019 年，未有小微企业增信集合债发行。2020 年，为加强金融对疫情防控的支持，国家发改委鼓励信用优良企业发行小微企业增信集合债券，允许债券发行人使用不超过 40% 的债券资金用于补充营运资金，同时将委托贷款集中度的要求放宽，该政策于 2021 年继续执行。受政策利好影响，2020 年，全国小微债发行金额增加至 59 亿元，2021 年 1—9 月，小微债发行金额增加至 72.6 亿元，已经超过 2020 年全年水平，增长趋势明显。从发行地域来看，2013 年以来发行小微企业增信集合债券的省份共有 22 个，其中山东省、江苏省及新疆维吾尔自治区位居前三，发行时间主要集中在 2018 年以前；2020 年以来，发行规模较大的地区为河南省、福建省及四川省。

小微企业增信集合债券发行时主体级别主要集中在 AA 级（69 期），其次为 AA<sup>+</sup>级（21 期）和 AA-级（4 期），AAA 级发行人仅有 1 家。从债项信用等级分布来看，已发行小微企业增信集合债券级别较高，均在 AA 级以上。小微企业增信集合债券大部分未设置增信措施，设置增信措施的小微企业增信集合债券包括不可撤销连带责任担保 14 期（其中担保方为城投公司的 6 期、担保公司的 8 期）、抵押担保 2 期。

表5 小微企业增信集合债券发行情况

发行时债项等级	债券期数	发行规模（亿元）
AA	64	422.50
AA <sup>+</sup>	20	122.60
AAA	11	97.00
总计	95	642.10

资料来源：联合资信根据公开资料整理

#### （5）小微金融债

截至 2021 年 9 月底，小微金融债共发行 196 期，募集资金规模合计 11610.8 亿元，发行主体涉及大型商业银行、全国性股份制银行及城商行等，发行主体丰富。分年度来看，2018，中国人民银行等五部委联合印发了《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》（银发〔2018〕162 号），鼓励银行业金融机构发行小微企业金融债券，放宽发行条件，加强后续督导，对于发行小微

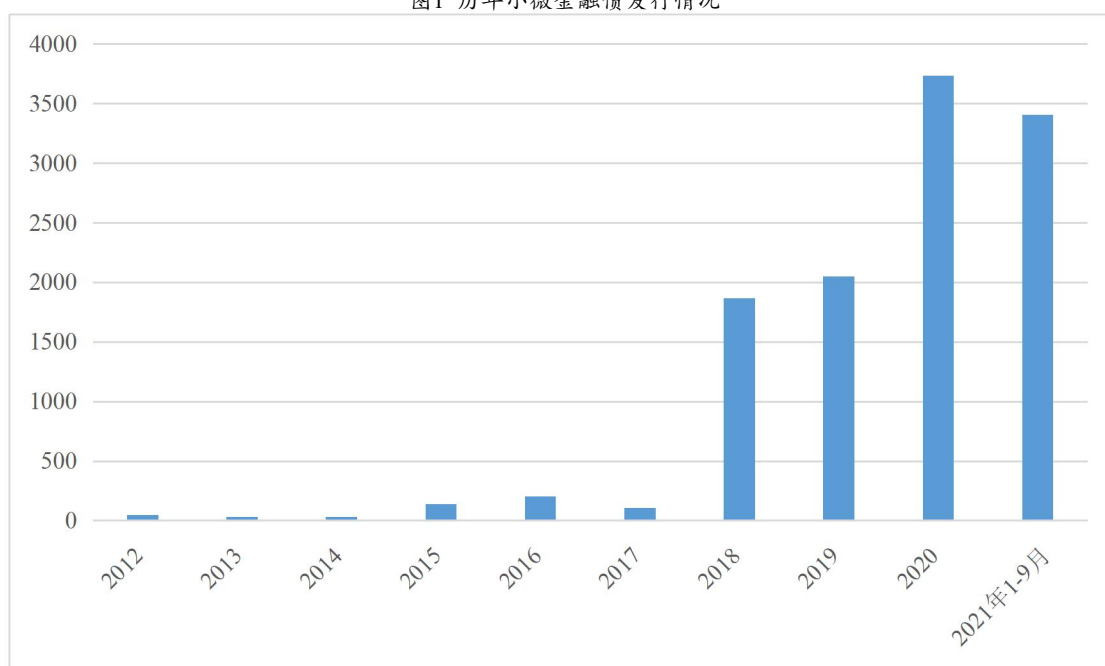
企业贷款资产支持证券和小微企业金融债券的金融机构，人民银行给予适当支持。在政策的鼓励下，小微金融债发行规模大幅增长，2021年1—9月发行量已经达到3406亿元，平均每期发行金额68.10亿元。

表6 小微金融债发行情况

发行时债项等级	债券期数	发行规模（亿元）
A <sup>+</sup>	3	22.80
AA <sup>-</sup>	9	60.00
AA	21	278.00
AA <sup>+</sup>	73	1325.00
AAA	90	9925.00
总计	196	11610.80

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图1 历年小微金融债发行情况



资料来源：wind，联合资信整理

### 三、信用风险分析

中小企业信用风险较高，尤其是民营主体表现出较高的违约率。从中小企业私募债发行人样本数据来看，民营发行主体的累计违约比例为9.06%。债券市场通过认购小微金融债或当地城投企业发行的小微企业增信集合债券的方式能够较好满足各方诉求。

截至2021年11月底（下同），中小企业集合债券已发生4起发行人主体违约事件<sup>3</sup>，包括“11豫中小债”“13云中小债”“14扬州中小债”和“12合

<sup>3</sup> 同一只集合债券内的多个主体发生违约视为一起，下同。

肥中小债”，主体违约后债券均由担保方代偿，债券未发生违约。中小企业集合票据发生 14 起担保方代偿。上述发行人主体违约事件的发生主要由于以下几方面的原因：①所在行业低迷，市场竞争激烈，产品结构单一，企业竞争力较弱导致生产经营停滞，经营情况恶化；②上游原材料价格波动较大，企业成本控制能力较弱，出现经营性亏损，资金链断裂；③与关联方资金往来或对外担保金额较大，关联方经营情况恶化导致自身出现流动性风险；④股东实力较弱，当经营情况恶化、银行抽贷时外部支持有限。

小微企业增信集合债券及小微企业金融债信用风险一般与使用资金的中小企业无关，发行主体主要为城投及银行，其中小微企业增信集合债券尚未发生信用风险事件；小微企业金融债未发生违约。到目前为止，仅发生两起信用等级下调情况，系“19 阜新银行”及“16 盛京银行 02”于 2021 年 7 月 29 日及 2021 年 7 月 30 日债项级别被下调，主要系新冠疫情影响下区域经济低迷、投放客户或行业集中度较高、信贷资产质量及拨备覆盖水平下滑等原因导致主体信用等级降低所致。

中小企业私募债共发行 892 期，从中小企业私募债发行主体来看，共有 667 个发行主体，其中民营企业 342 个（不含外商独资及中外合资）。根据 wind 数据，共 35 期中小企业私募债发生信用风险事件，涉及债券金额 49.35 亿元。其中，已兑付 11 期（具体信用事件包括兑付预警 5 起、评级下调 1 起，未按时还本付息及担保方代偿 6 起），后续均兑付；24 起实质违约，实质违约金额 29.1 亿元。中小企业私募债累计违约主体 31 个<sup>4</sup>，全部为民营企业。发行中小企业私募债的主体违约比例为 4.65%；其中民营企业的违约比例为 9.06%，显示出民营中小企业私募债发行主体较高的信用风险。

中小企业绝大部分是民营企业，为更加全面地了解中小企业发债主体的信用状况，我们查询了中小企业私募债中的民营发债主体的工商信息，以获取其在债券兑付后的信用状况，将发债主体列入失信被执行人、法定代表人限制高消费、进入破产程序等情况视为违约，作为对中小企业信用风险的补充研究材料。根据上述信息，中小企业私募债券正常兑付的 312 个民营中小企业主体在债券兑付后发生违约 147 个，占比为 47.16%，违约时间主要在债券兑付后的 5 年内。

根据《中国小微企业金融服务报告（2018）》数据，中国中小企业的平均寿命在 3 年左右，发债中小企业作为中国中小企业中具有一定竞争优势的个体，其生存时间显然要长于中国中小企业 3 年的平均寿命，但考虑到样本民营中小企业发行主体在私募债兑付后 5 年内近半发生违约，中小企业自身生命周期短，

<sup>4</sup> 不含仅发生评级下调未查询到违约的个体；由于中小企业私募债公开披露信息很少，因此无法对债项违约情况进行统计

素质偏弱，信用风险偏高是主承销商、担保方及债券投资者等债券市场参与者无法回避的问题。

如中小企业直接作为发债主体，其公开资料少，与投资人之间产生了较为严重的信息不对称；为分散单个中小企业信用风险而设立的集合发行安排增加了协调成本，且很大程度上仍然需要依赖增信措施。相比之下，商业银行实行属地经营，分支网点众多，了解当地企业实际经营情况，在处理中小企业贷款方面积累了丰富的经验，在为中小提供资金方面具有较大优势。债券市场通过认购小微金融债或者认购当地城投企业发行的小微企业增信集合债券，再由商业银行负责向小微企业发放贷款及贷后管理，可以满足债券投资者的风控要求，同时为小微企业贷款的发放提供资金来源，能够较好满足各方诉求。

#### 四、未来展望及政策建议

综上所述，从近年来中小企业相关债券的发行和兑付情况来看，以中小企业为主体发行的信用债中，国有企业信用风险较低，民营企业违约率较高。现有投资者结构下，中小企业作为发行主体直接发行（集合）债券困难较大，需要配合增信措施以控制信用风险。近年来，以银行及当地城投企业为发行主体的小微金融债及小微企业增信集合债券发行规模快速扩张，已远超其他中小企业债券品种累计融资规模，是政策导向与市场资金选择的综合结果。因此，小微金融债及小微企业增信集合债券能够较大规模为中小企业提供资金，市场认可度高，未来一段时间内仍将是债券市场为中小企业提供融资的主流方式。

丰富多层次资本市场体系，促进中小企业利用多种方式融资一直是政策鼓励的方向。我们注意到，近年来，民营企业信用债发行占比及净融资额占比整体呈快速下降趋势。2016—2021年，民企信用债发行占比<sup>5</sup>从9.62%下降至4.04%，净融资占比从16.35%下降至-3.64%。2022年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》提出，“促进多种所有制经济共同发展”“完善民营企业债券融资支持机制”，后续证监会也宣布拟推出创新创业公司债券、优化融资服务机制、发挥市场化增信作用，便利回购融资机制，证券公司分类评级导向等七大政策措施支持民营企业融资。考虑到民营企业与中小企业的高度重合性，对于中小企业债券融资，建议在以下方面提高政策针对性：

##### 1. 发展高收益债券市场，培养中小企业债券的投资者及市场参与者

当前我国债券发行端与投资端都存在一定程度的外部评级门槛，一般为AA及以上，对于中小企业而言，达到该发行门槛困难。因此，在现在债券市场基础上，借鉴国际经验，如20世纪90年代美国证监会（SEC）颁布实施的

<sup>5</sup> 信用债发行本处仅统计国有企业（含集体企业）及民营企业，所有制分类为wind口径



《144A 规则》，创新发行方式，以私募发行方式控制风险，在严格控制合格投资者标准的前提下放宽转售限制和持有人数限制，提高发行效率，形成高收益债投资市场。允许主流投资者如保险公司、证券公司、基金管理公司、商业银行等合格机构投资者在限定范围内投资低评级中小企业债券。在中小企业发行的债券条款设计上，赋予投资者更多的自主权，灵活设置转股条款，做好尽职免责规则，培养中小企业债券投资者及市场参与者。

## 2.完善信用披露，加强投资者保护

相比大型企业，中小企业信用资质较低、违约风险偏高，投资者对中小企业所发债券的风险溢价要求较高，当投资者风险偏好下行时中小企业通过债券市场进行融资的难度进一步加大。为鼓励投资者加大对中小企业所发债券的认可与支持，建立健全完善的投资者保护机制以及市场化、法治化的违约处置机制至关重要。第一，通过完善信息披露制度、债券持有人会议规程和受托管理人制度、强制实施债券的偿债保障条款等举措保护投资人合法权益；第二，尽快建立统一、完备的债券市场交易信息系统及信息披露平台，对地方金融交易所、区域股权交易中心固定收益类产品信息进行整合，所有固定收益类产品的发行、上市、挂牌、交易、转让等信息统一上报系统并予以及时披露；第三，强化风险监测预警，充分利用大数据等信息技术构建更加完善的信用分析体系，扩大中小企业信用档案覆盖面，加强对中小企业信用风险的跟踪预警；第四，加强债券市场违法违规行为处罚力度，对发行人形成有效信用约束；第五，进一步完善债券违约处置机制，近年来相关监管机构在违约债券的处置方面进行了诸多实践探索，如开展匿名债券拍卖业务、为特定债券提供转让结算服务等，未来应进一步推动企业破产前自主和解结算的制度化，推动司法机关和地方政府等有效完善破产重整和破产清算制度，提高违约处置效率，建立一整套完整的包括自主和解结算、破产重整和清算、过错追责等违约事后处置机制。

## 3.完善担保体系，丰富增信手段

生命周期短，信用水平低是中小企业融资难、融资贵问题的症结所在。完善担保体系、通过风险分担和信用增进促进小微企业融资是国际社会解决小微企业融资难、融资贵问题的普遍做法。例如，德国建立了一套联邦政府、州政府、开发性金融机构、州立担保银行、商业银行等共同参与的社会化融资担保体系，开发性金融机构德国复兴信贷银行（KfW）在政府政策扶持下以较低成本发行债券募集资金，通过转贷方式经由商业银行向小微企业发放贷款，并由担保银行和商业银行共同承担贷款风险，而联邦政府和州政府则共同向担保银行提供反担保。各环节环环相扣，担保银行、放贷机构及两级政府共同分担担保风险。目前我国对小微企业的信用增信措施主要包括保证担保增信和信用风险缓释工具。保证担保增信方面，作为发展多层次中小企业金融服务的重要举措，应当在信用担保公司的数量与质量上实现双突破，提高担保机构本身的信



用能力和信用水平，突出公益性，加强服务的广度与深度，缓解中小企业融资中遇到的信用瓶颈问题，同时，也要保证担保机构运营的持续性，通过再担保分担担保机构经营风险。

信用风险缓释工具方面，目前银行间市场及交易所市场均推出了相应品种，主要包括信用风险缓释合约（CRMA）、信用风险缓释凭证（CRMW）、信用违约互换（CDS）、信用联结票据（CLN）等六种，实际创设以 CRMW 为主。2018 年以来 CRMW 发行大量增加，对缓解民营企业融资难、融资贵问题发挥了一定的积极作用，但目前信用风险缓释工具标的主体多为大中型企业，对中小企业无法提供有效支持。探索适合中小企业发债主体的信用风险缓释工具，如由熟悉发行人的当地银行或企业进行创设，可丰富中小企业增信渠道，助力优质的中小企业参与债券市场融资。

附表 1—统计上大中小微型企业划分标准（2017）

行业名称	指标名称	计量单位	大型	中型	小型	微型
农、林、牧、渔业	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 20000$	$500 \leq Y < 20000$	$50 \leq Y < 500$	$Y < 50$
工业	从业人员(X)	人	$X \geq 1000$	$300 \leq X < 1000$	$20 \leq X < 300$	$X < 20$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 40000$	$2000 \leq Y < 40000$	$300 \leq Y < 2000$	$Y < 300$
建筑业	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 80000$	$6000 \leq Y < 80000$	$300 \leq Y < 6000$	$Y < 300$
	资产总额(Z)	万元	$Z \geq 80000$	$5000 \leq Z < 80000$	$300 \leq Z < 5000$	$Z < 300$
批发业	从业人员(X)	人	$X \geq 200$	$20 \leq X < 200$	$5 \leq X < 20$	$X < 5$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 40000$	$5000 \leq Y < 40000$	$1000 \leq Y < 5000$	$Y < 1000$
零售业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$50 \leq X < 300$	$10 \leq X < 50$	$X < 10$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 20000$	$500 \leq Y < 20000$	$100 \leq Y < 500$	$Y < 100$
交通运输业	从业人员(X)	人	$X \geq 1000$	$300 \leq X < 1000$	$20 \leq X < 300$	$X < 20$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 30000$	$3000 \leq Y < 30000$	$200 \leq Y < 3000$	$Y < 200$
仓储业*	从业人员(X)	人	$X \geq 200$	$100 \leq X < 200$	$20 \leq X < 100$	$X < 20$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 30000$	$1000 \leq Y < 30000$	$100 \leq Y < 1000$	$Y < 100$
邮政业	从业人员(X)	人	$X \geq 1000$	$300 \leq X < 1000$	$20 \leq X < 300$	$X < 20$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 30000$	$2000 \leq Y < 30000$	$100 \leq Y < 2000$	$Y < 100$
住宿业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$100 \leq X < 300$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 10000$	$2000 \leq Y < 10000$	$100 \leq Y < 2000$	$Y < 100$
餐饮业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$100 \leq X < 300$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 10000$	$2000 \leq Y < 10000$	$100 \leq Y < 2000$	$Y < 100$
信息传输业 *	从业人员(X)	人	$X \geq 2000$	$100 \leq X < 2000$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 100000$	$1000 \leq Y < 100000$	$100 \leq Y < 1000$	$Y < 100$
软件和信息技术服务业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$100 \leq X < 300$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 10000$	$1000 \leq Y < 10000$	$50 \leq Y < 1000$	$Y < 50$
房地产开发经营	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 200000$	$1000 \leq Y < 200000$	$100 \leq Y < 1000$	$Y < 100$
	资产总额(Z)	万元	$Z \geq 10000$	$5000 \leq Z < 10000$	$2000 \leq Z < 5000$	$Z < 2000$
物业管理	从业人员(X)	人	$X \geq 1000$	$300 \leq X < 1000$	$100 \leq X < 300$	$X < 100$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 5000$	$1000 \leq Y < 5000$	$500 \leq Y < 1000$	$Y < 500$
租赁和商务服务业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$100 \leq X < 300$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
	资产总额(Z)	万元	$Z \geq 120000$	$8000 \leq Z < 120000$	$100 \leq Z < 8000$	$Z < 100$
其他未列明行业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$100 \leq X < 300$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$