

读懂债券市场趋势,破解民企融资难题

■ 刘晓辉

当前,随着我国债券市场的不断完善,债券融资规模不断增加,债券融资作为企业财务灵活性的重要来源,对企业丰富融资渠道、提高抗风险能力、抓住投资机会具有重要意义。然而,经济正在从过去的高速增长转向高质量发展中,债券市场和融资环境处于一个不断变动过程,因此,研究企业如何选择时机进行债券融资,以提高企业财务灵活性成为企业债券融资尤其是民营企业债券融资的关键。

我国企业债券融资环境分析

一、企业债券融资经济环境分析

“十二五”以来,中国经济从“非常态”发展进入到了“新常态”发展中,中国GDP增速从2011年的9.5%下降到2016年的6.7%。新常态发展阶段,中国经济增速从单纯的高速增长转为高效率、低成本、可持续地中高速增长;中国经济发展从资源消耗型向资源节约型、环境友好型转变;产业结构不断优化,不断向中高端转变;中国发展动力从要素、投资驱动转变为创新驱动;企业发展也从同质化向个性化发展转变。经济进入常态化发展、可持续发展过程。

在中国经济新常态发展过程中,企业面临着新的挑战,也面临着新的机遇。一方面,传统行业去产能、房地产行业去泡沫、金融行业去杠杆,依赖国家对固定资产投资拉动增长,依赖低廉劳动力及资源投入获取高利润的时代一去不返,市场竞争加剧;另一方面,中国城镇化进程的加快,养老、医疗、旅游、环保等需求的增加,互联网的发展与应用,制造业的高端化、全球化发展,为企业带来新的机遇。面对挑战及机遇,企业需要转变经济发展方式,调整经济发展模式,增强自主创新能力,挖掘市场需求,寻求新的经济增长点,并且规范管理,树立良好的诚信意识,以实现企业集约、可持续发展。

而在企业适应经济新常态发展的环境下,企业的财务灵活性关系到企业的生存和发展。而从融资渠道看,我国企业上市门槛依旧较高,股权融资难度大;而银行因传统行业的利润下降,房地产泡沫的挤压,银行坏账风险增加,使得银行更加惜贷,企业融资难、成本高的问题较为突出。而随着我国债券市场的发展,利用好债券市场拓展融资渠道,对企业最大程度降低融资成本、实现及加快企业转型升级具有重要意义。

二、企业债券融资政策环境分析

2014年5月,为了拓宽企业投融资渠道,提高直接融资比重,促进经济转型发展,国务院发布了国发[2014]17号文件,对债券市场的发展、债券市场的信用约束、互联互通、监管的协调起到了重要作用;2014年8月,为降低企业融资成本,稳增长、促改革,国务院办公厅发布了国办发[2014]39号文件,继续扩大中小企业非金融企业债券融资工具、私募债、集合债的发展,支持棚户区改造、铁路等重点领域发展,推进利率市场化改革。随后,证监会于2015年1月发布《公司债券发行与交易管理办法》,从扩大公司债券发行主体、扩充债券交易场所、多样化交易方式等方面丰富企业融资渠道,提高企业直接融资比例。此外,证监会、发改委、交易商协会等债务融资工具主管部门不断创新债券品种,满足企业融资需求,如可以满足企业降杠杆需求的永续期债券,在经济调结构、供给侧改革的需求下,项目收益债券、绿色债券、双



创债券等为发债企业提供可选择的创新债券品种。

此外,随着债券市场的快速发展,防范和化解金融风险的任务也在2016年末被提上日程,金融去杠杆成为中央经济工作会议的重要任务,金融去杠杆的节奏对债市需求产生一定影响。

企业债券融资面临着政策机遇,也面临着金融去杠杆带来的困难,这要求企业合理选择债券融资时机、债券融资方式及品种,抓住政策及市场窗口期,合理发债,以推进企业转型升级。

我国企业债券融资现状分析

近年来,我国债券市场保持高速增长态势,非金融企业债券融资快速增长。我国债券市场融资主要呈现以下几种趋势:

一、债券市场成为企业直接融资的主要渠道

自2004年以来,新增人民币及外币借款在社会融资总额中占比呈下降趋势,而债券融资在社会融资中起到了越来越重要的作用;且自2008年以来,非金融企业的直接融资结构中,债券融资占比已超过境内股票融资占比,债券市场成为企业直接融资的主要渠道。

二、债券融资品种逐渐丰富

随着中国债券市场的发展,债券发行主体、债券品种都经历了从单一到多元的发展过程。具体来看,发债主体经历了从财政部到地方政府、从金融机构到非金融企业的扩展;发债品种经历了从国债到金融债,再到企业债、CP、公司债、MTN、SCP、PPN、资产支持债券等非金融企业债券融资工具的扩展。

其中,2005年5月9日,为规范短期融资券(CP)发行与交易,拓宽企业直接融资渠道,中国人民银行发布《短期融资券管理办法》,企业可以通过主承销商向中国人民银行提交CP备案材料;2007年,发改委允许企业可发行无担保的信用债券;2008年4月、2010年12月、2011年4月,交易商协会分别推出中期票据(MTN)、超短期融资券(SCP)及非公开定向债务融资工具(PPN);2015年1月,中国证券监督管理委员会发布《公司债券发行与交易管理办法》,对公司债的发行主体进行扩容,非上市的公司制法人也可以发行公司债;此外,随着国家盘活存量的调控思路出台,2014年12月,中国证券监督管理委员会为促进企业资产证券化发展,发布《资产支持专项计划备案管理办法》,资产证券化的备案制开始实施,大大拓宽了发行人及基础资产的可选范围,2014年资产支持债券得到了快速发展,这对盘活企业资产,调整金融结构有重

要意义。多元化的融资渠道及融资方式,促进了非金融企业债券的迅速发展。

三、商业银行为主要投资者

从整体债券市场看,截至2017年9月末,商业银行持有债券金额为21.69万亿元,持有规模占在中债登及中证登登记托管的全部债券的46.94%。而从信用来看,若将银行理财化为广义基金,随着金融媒的影响,目前广义基金正逐渐成为信用债市场的投资者主体。2010年,银行及广义基金债券持有信用债券分别为50%、18%;而截至2017年8月末,这一比例变为18%、61%。

四、银行间市场仍占主导

从债券存量看,截至2017年9月末,银行间市场的托管的债券规模为交易所市场的25.46倍,已成为我国债券市场的主要交易场所。此外,银行间市场在市场化机制的建立、监管体制及基础设施的完善、产品的发行与创新、合格投资者多元化的培育、交易的债券品种等方面,具有一定优势。如在信用债发行时,CP、SCP、MTN等采取注册制,大大提高了债券发行效率。2015年以来,随着证监会对公司债进行了发行制度的市场化改革,交易所市场的信用债得到了长足的发展,公司债券发行量大幅提升,其中非金融企业发行的公司债券2015年、2016年分别为1.03万亿元、2.77万亿元,同比增长分别为630.61%、169.70%,在发行制度上,公司债也得到了有一定发展,证监会对公募债券采取审批制,私募债券已实行备案制。此外,交易所还积极发展投资者管理制度、质押式回购制度,截至目前,交易所市场交易的利率债品种及商业银行参与度还较低,有待进一步发展。

五、监管政策和体系趋于严格

2015年末以来,债券市场快速发展,一方面是债券发行政策为债券发行创造了有利条件,另外一方面是货币政策放松及资产荒配置的情况下,银行理财、券商资管、私募等表外资金大量配置需求转移到债券上。

2016年房地产市场回暖,“地王”不断涌现,实体经济也随之出现了一轮短暂的补库存周期,2016年下半年开始PMI、社会融资总量、M2增速持续创新高,金融市场杠杆高企。为引导资金脱虚向实,防范金融风险,央行从2016年10月份开始重启14天、28天逆回购,导致了金融市场在7天及以下期限的流动性不足和资金利率的上升,以此引导高杠杆的债券市场调整。2016年底中央经济工作会议淡化了经济增长目标,强调加强房地产市场调控,强调调节好货币闸门并把防范金融风险放在更重要的位置上,货币政策转向稳健中性。与货币政策转向、降杠杆和防风险的基调一

致,自2016年底开始金融监管加强。一方面,交易所出台了《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》,对房地产企业及产能过剩企业公司债券融资进行了一系列规定,且对类平台公司进行公司债券融资限制从双50%变为单50%,类平台企业公司债券融资受到了限制;另一方面,金融机构同业链条、表外、非标、委外、嵌套等业务监管加强,M2增速下降,流动性紧张、资金成本高企成为常态。

六、民营企业债券融资情况有待进一步改善

从企业性质看,我国非金融企业信用债券融资的主体为国有企业与民营企业,但不论是发债规模还是发债成本,国有企业均占主要优势。

2012年以来民营企业债券融资规模呈增长趋势,但国有企业债券融资规模占主导地位。2016年—2017年,我国非金融企业信用债券融资规模为143604.77亿元,其中,国有企业债券融资规模为118312.42亿元,占总融资规模的82.39%,民营企业债券融资规模为18237.88亿元,占总融资规模的12.70%。

发债成本方面,民营企业发债成本高于同级别国有企业,一方面民营企业债券的票面利率较同级别国有企业高出100BP左右;另一方面,民营企业发债涉及的中介机构费等较难谈到与国有企业相同水平,这进一步助推了民营企业债券融资成本的高企。

民营企业发债成本高,主要受市场机制不完善及企业自身条件的限制:首先,民营企业无刚性兑付保障,需支付较高的风险溢价;其次,民营企业受自身资质、所处行业、评级情况、区域情况等限制,不易获得投资者认可,具体来看,民营企业多从事传统行业或竞争性行业,在经济进入新常态、外部需求减弱的环境下,抗风险能力较弱,且民营企业多面临公司治理不完善、财务管理不规范、或有较大风险的问题;再次,民营企业资本市场融资经验较为缺乏,对债券融资政策、产品、投资市场了解不充分,使得企业或选择了不恰当的债券融资策略,使得融资成本高企或需支付较高的费用,减小信息不对称性。

在民营企业中,上市公司或行业龙头融资较为容易,而中小民营企业因企业规模小,评级难上升,虽然中小企业集合债、双创债、绿色债等债券品种不断增加,为中小企业的债券融资提供了更多品种选择,但相较于企业融资需求,融资品种依旧不足,且中小民营企业债券融资服务相对缺乏,这使得中小民营企业从债券市场融资更为不易。

民营企业债券融资规模及成本与其对GDP超60%及对税收超50%的贡献存在不匹配性,从国内外债券市场发展经验看,债券市场是民营企业扩大融资规模、降低融资成本的重要渠道,也是其不断规范自己生产、管理、经营方式,减少信息不对称性的重要方式。增强对债券市场了解,择适当的方式、适当时机进行债券融资,对民营企业转型升级,实现可持续发展具有重要意义。

综上所述,近年来,债券市场快速发展,债券品种不断丰富,市场制度不断完善、投资者不断多元化发展,债券市场已成为企业融资的重要工具,在市场及监管政策不断变化的今天,企业尤其是民营企业如何抓住债券融资时机,利用债券融资提高财务灵活性越来越重要。

(作者系东营方圆有色金属有限公司总经理)