

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部
高慧珂
gaohk@cspengyuan.com



鉴于私募债具有发行流程简化、发行效率高、信息披露要求低等特征，与科创企业（尤其是尚未涉足过资本市场的科创企业）需求匹配度较公募债券更高，国内可以发展科创领域私募债。不同于当前私募债券市场发行人主要是信用资质相对较好的国企，科创领域私募债主要面向科创领域企业，满足其直接融资需求，而由于该类科创企业信用资质通常较弱，因此其发行的科创领域私募债或多为高收益债。

科创领域私募债尤其适合那些经过多轮天使投资后，初具规模，业务模式较清晰，已经实现盈利或接近盈利的科创领域企业，对这类企业来说，如果继续通过股票融资，会更加稀释其股权，且这个时期的企业往往快进入发展爆发期，也能够接受较高的利息，比较适合发行科创领域私募债进行融资。

科创领域私募债与此前的交易所中小企业私募债有相似之处。但是，当前的债券市场整体生态优于中小企业私募债时期，包括债券违约常态化、建立投资者适当性管理制度、优化投资者保护制度、多元化产品创新、丰富的信用风险管理工具等等，这为科创领域私募债的发展奠定了基础。

从债券市场长期发展角度看，央企主导的格局也不利于债券市场结构优化，不利于多层次市场建设，债券市场的长期健康发展必然需要更加多元化的发债主体参与，科创领域私募债可以作为中小科创企业发债直接融资的重要抓手。

借鉴中小企业私募债和美国私募债市场发展经验，科创领域私募债市场需要在发行要求、投资者管理、收益机制创新、风险管理与防范等方面创新机制安排，详见正文。

一、私募债及其发展史

债券市场私募债主要包括交易所私募债和银行间市场定向债务融资工具（简称定向工具，PPN）。与公募债券相比，私募债券定向发行，发行对象为合格投资者，主要具有以下特征：发程序简化；对发行人净资产、盈利能力等财务指标限制少；资金使用灵活；发行范围小，通常不需要向社会公开资料信息；仅限于合格机构投资者之间交易和转让等。

表 1 当前交易所私募债和 PPN 发行规则

	交易所私募债	PPN
发行人	满足《非公开发行公司债券项目承接负面清单》的所有公司	非金融企业
主要政策	《公司债券发行与交易管理办法》 《非公开发行公司债券报备管理办法》 《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引（2024 年修订）》 《沪、深交易所非公开发行公司债券挂牌规则（2023 年修订）》	《非金融企业债务融资工具注册发行规则（2023 版）》 《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程（2020 版）》
审核方式	备案制	注册制
发行条件	需要满足《非公开发行公司债券项目承接负面清单》	企业自最近一个会计年度起始日至接受注册之日内发生债务违约、重大亏损等 10 类特定事项时，注册发行部门将注册文件提交注册会议评议，由注册会议决定是否接受定向债务融资工具注册。
发行对象	向专业投资者发行，发行对象不得超过二百人。	发行对象为定向投资人，包括专项机构投资人和特定机构投资者，投资人不超过 200 个。

数据来源：中证鹏元整理

PPN 的发展始于 2011 年，当年 4 月 29 日，交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具非公开定向发行规则》（[2011]6 号），标志着定向工具的正式诞生，同时也是我国私募债券的开端。

交易所私募债的发展经历了“创业板私募债—中小企业私募债—私募债（不限主体）”的过程。2011 年 10 月 20 日，证监会启动创业板上市公司非公开发行债券的工作，目的是为了促进创业板上市公司持续规范发展，进一步支持自主创新和其他成长型创业企业利用资本市场做优做强，多渠道破解中小企业融资难题。2012 年 5 月份，首只创业板私募债券“12 乐视 01”发行成功，募集资金 2 亿元，期限为 3 年，发行利率为 9.99%。2012 年 5 月 23 日，沪深交易所发布《中小企业私募债券业务试点办法》，标志着交易所非上市公司中小企业私募债券的诞生。中小企业私募债券是指中小微企业在中国境内以非公开方式发行的，约定在一定期限还本付息的公司债券，债券发行人仅限符合《关于印发中小企业划型标准规定的通知》（工信部联企业[2011]300 号）规定的，且未在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的中小微型企业，不包括房地产企业和金融企业。在中小企业私募债券发展两年多后，2015 年 1 月 15 日证监会颁布并实施《公司债券发行与

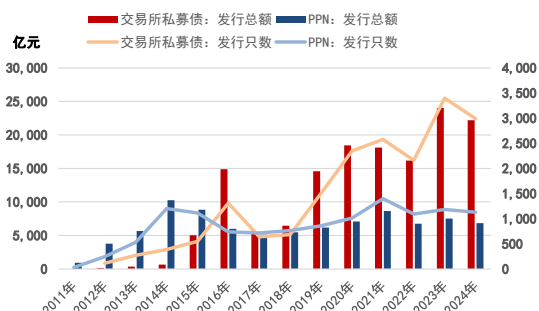
交易管理办法》(证监会令[第 113 号]), 开启了我国公司债券市场的新篇章, 新规发布后, 非公开发行公司债券不再仅限于中小企业, 满足《非公开发行公司债券项目承接负面清单》的所有公司都可以非公开发行公司债券, 且对发行期限、发行人的净资产和净利润、信息披露都没有严格要求, 自此, 交易所私募债市场迅速扩容。

私募债发行情况看, 交易所私募债在中小企业私募债时期, 每年发行规模在百亿级, 在交易所公司债市场发行规模占比逐年提升至 2014 的 46%。2015 年, 交易所私募债发行主体扩容带来发行规模的快速增加, 多数年份发行规模占交易所公司债市场的比重均在 50%以上, 是交易所公司债市场的主要品种。

PPN 方面, 2011 年推出后迅速放量, 到 2014 年发行规模破万亿, 到达顶峰, 2015 年发行规模开始下降, 2022 年-2024 年每年发行规模在 7000 亿元左右, PPN 在银行间非金融企业债务融资工具市场占比不高, 近年来该比重在 10%以下, PPN 发行规模远远少于公开发行的债务融资工具(中票、短融)。与交易所私募债市场不同的是, PPN 自推出以来, 发行主体一直以信用资质较好的国企为主。

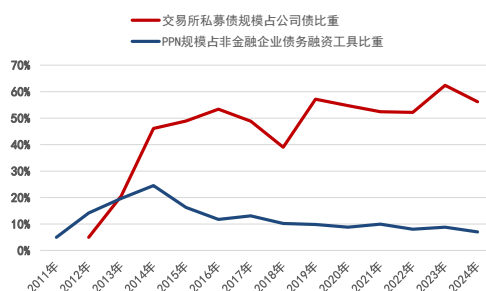
对比来看, 2019 年后, 交易所私募债的发行规模和发行只数均远超 PPN, 是债券市场私募债的主要品种, 近两年, 交易所私募债年发行规模在 2 万亿元以上, PPN 年发行规模在 7000 亿元左右。

图 1 私募债和 PPN 发行情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 2 私募债和 PPN 发行规模占比情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

二、私募债市场现状及科创私募债发行情况

2024 年, 交易所私募债共发行 3219 只, 募集资金 22,188.29 亿元; PPN 共发行 1237 只, 募集资金 6841.46 亿元。我们以交易所私募债为例, 分析当前私募债市场的特征, PPN 市场特征与交易所私募债类似。

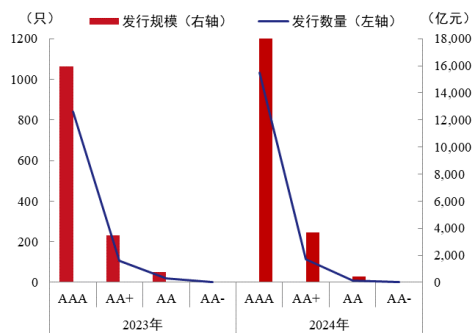
(一) 私募债发行人主要是地方国企。当前交易所私募债发行人中, 地方国企发行数量和发行规模占比分别为 99%和 98%。

(二) 私募债以城投债为主。当前交易所发行的私募债中, 城投债的发行数量和发行规模占比分别为 71%和 70%。

(三) 私募债发行主体级别以 AA+级、AA 级为主。2024 年, 有主体评级的交易所私募债发行只数占

比 99%，以 AA+级、AA 级为主，AAA 级、AA+级、AA 级、AA-级（含）以下主体级别的债券只数占比分别为 15%、50%、33%、1%，与之对比，公募公司债发行主体级别则以 AAA 级为主。交易所私募债中进行了债项评级的债券只数占比仅 14%。另外，采用了担保等增信措施的私募公司债共 769 只，其中 289 只债券的债项级别得到了提升，主要为 AA 级主体通过增信将债项级别提升至 AAA 级或 AA+级。

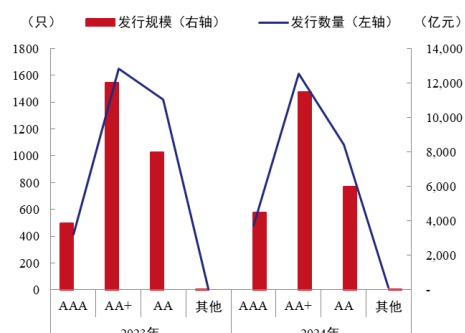
图 3 公募公司债主体级别分布



注：按债券数量统计；“其他”包括 AA-（含）以下级别，不包括无主体评级的债券。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 私募公司债主体级别分布

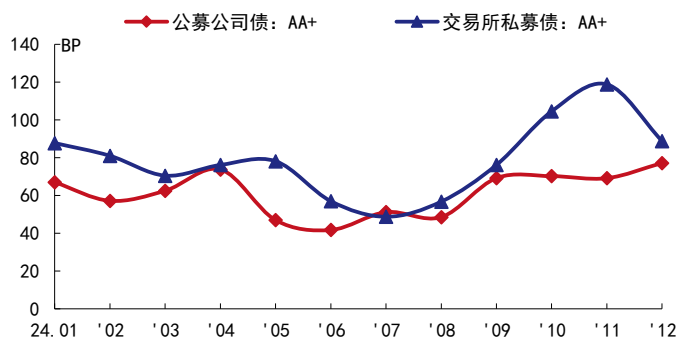


注：按债券数量统计；“其他”包括 AA-（含）以下级别，不包括无主体评级的债券。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（四）私募债发行利差略高于公募公司债。以交易所私募债为例，2024 年，AA+级交易所私募债平均发行利差 79BP，AA+级公募公司债平均发行利差为 61BP。

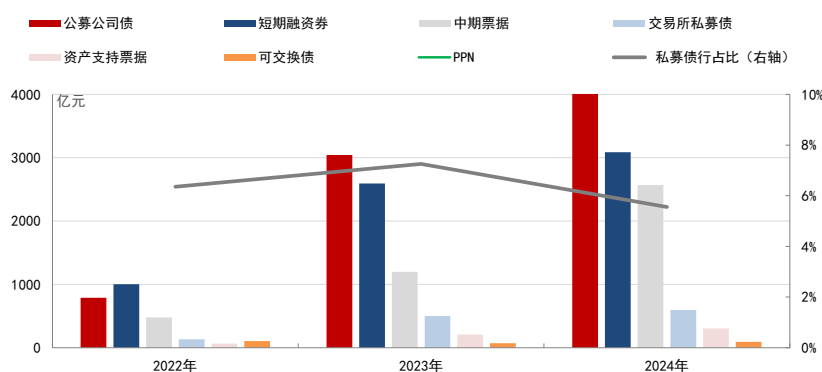
图 5 2024 年 AA+级交易所私募债和公募公司债利差情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

科创债市场私募发行的比例不高，2024 年，交易所私募债和 PPN 合计发行规模占科创债市场发行规模的 5.55%，以交易所私募债为主，科创领域私募债发行主体以 AA+级和 AAA 级国企为主。

图 6 科创债市场产品类型分布，其中私募债占比较低



资料来源：Wind，中证鹏元整理

综上，就交易所私募债市场而言，当前的市场特征与中小企业私募债时期有显著差异，中小企业私募债时期颇具高收益债市场特征：发行主体为中小企业；绝大多数发行主体和债项均未经评级，2014 年未进行主体评级的中小企业私募债发行规模占比 80%，有主体评级信息的分布在 BBB-级~AA+级；绝大多数私募债进行了第三方担保或抵质押担保，2014 年中小企业私募债增信比例为 99%（按发行只数统计）；2014 年，3 年期中中小企业私募债发行利率在 9%以上的占比 64%（按发行只数统计，2014 年中债国债 3 年期到期收益率为 4%左右）。在支持科技创新方面，私募债市场发挥作用有限，尤其是交易所私募债市场，作为交易所公司债市场的主要品种，私募科创公司债发行规模很小，远低于公募公司债发行规模，且发行人以较高等级的国企为主。

三、发展科创领域私募债的必要性和可行性

国外市场看，除了 IPO、可转债外，私募发行债券是美国科技创新公司主要的债券融资方式，而由于这些科技创新公司往往信用级别不高，所以发行的私募债多是高收益债。私募债之所以被科技公司视为高效的债券融资方式，是因为私募债券具有发行流程简化、发行效率高、信息披露要求低等优势。美国《证券法》赋予了私募发行可以豁免注册要求，私募发行相比于公募发行程序更为简单，也不必向社会公开披露信息，节省了高额的信息披露成本，再加上 1990 年美国《144A 规则》出台之后，私募债券可以在合格机构投资者间进行转售，使得按照 144A 规则发行的私募债券（简称 144A 债券）更受欢迎，144A 债券已经发展成为美国私募债券的主要类型。例如，特斯拉于 2017 年发行 18 亿美元高收益率债券，募集资金用于加速特斯拉新车型 Model 3 的生产；再如，优步于 2018 年首次发行了 20 亿美元的 144A 债券，为运营提供资金，2021 年 8 月，Uber 再次发行了规模高达 15 亿美元的 144A 债券（2029 年到期），用于收购活动、支付运营费用等目的。可见，144A 私募债券的发行便利不仅得到了科技公司的深度认可，而且在融资实践中得到了充分的应用。

鉴于私募债具有发行流程简化、发行效率高、信息披露要求低等特征，与科创企业（尤其是尚未涉足

过资本市场的科创企业）需求匹配度较公募债券更高，国内可以发展科创领域私募债。2025年3月14日发布的《银行间债券市场进一步支持民营企业高质量发展行动方案》中也提到：“进一步发挥定向发行自主协商、灵活约定特点，优化定价方式、中介机构责任等差异化安排，满足各类民营企业多元化发债融资需求”。

不同于当前私募债券市场发行人主要是信用资质相对较好的国企，科创领域私募债主要面向科创领域企业，满足其直接融资需求，而由于该类科创企业信用资质通常较弱，因此其发行的科创领域私募债或多为高收益债。科创领域私募债尤其适合那些经过多轮天使投资后，初具规模，业务模式较清晰，已经实现盈利或接近盈利的科创领域企业，对这类企业来说，如果继续通过股票融资，会更加稀释其股权，且这个时期的企业往往快进入发展爆发期，也能够接受较高的利息，比较适合发行科创领域私募债进行融资。2023年11月八部门联合印发的《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》（简称“民企25条”）已经提到过要“研究推进高收益债券市场建设，面向科技型中小企业融资需求，建设高收益债券专属平台，设计符合高收益特征的交易机制与系统，加强专业投资者培育，提高市场流动性。”面向科技型中小企业融资需求的高收益债券专属平台可尝试从科创领域私募债着手。

从债券市场发展角度看，当前债券市场（包括科创债市场）发行主体以央国企为主，当前阶段，部分央国企发行科创债将募集资金通过基金出资、股权投资的方式间接支持中小、民营科创企业，这种间接支持方式较符合当前国内债券市场生态，可以作为债券市场支持科技创新的重要抓手。但是，长期来看，央国企主导的格局也不利于债券市场结构优化，不利于多层次市场建设，债券市场的长期健康发展必然需要更加多元化的发债主体参与，科创领域私募债可以作为中小科创企业发债直接融资的重要抓手。

更重要的是，虽然科创领域私募债与此前的交易所中小企业私募债有相似之处。但是，当前的债券市场整体生态优于中小企业私募债时期，包括债券违约常态化、建立投资者适当性管理制度、优化投资者保护制度、多元化产品创新、丰富的信用风险管理工具等等，这为科创领域私募债的发展奠定了基础。

四、科创领域私募债市场相关机制

借鉴中小企业私募债和美国私募债市场发展经验，科创领域私募债市场需要在发行要求、投资者管理、收益机制创新、风险管理与防范等方面创新机制安排，以积极发挥支持科技创新的效用。

（一）发行人限定为科创领域企业

交易所中小企业私募债时期，限定其发行人为符合《关于印发中小企业划型标准规定的通知》（工信部联企业[2011]300号）规定的，且未在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的中小微型企业。当前的科创领域私募债可以将发行人限定为科创企业，具体到科创企业的界定上，可参照股票市场科创板、创业板上市主体标准；债券市场主体类科技创新债券发行人标准；科技部等部门相关政策文件如《科技型中小企业评价办法》等。

（二）优化发行流程，提升科创领域私募债发行便利性

针对科创领域私募债，继续优化发行流程和手续，可以设立发行审议“绿色通道”、建立发行预沟通机制、设置专人对接辅导等，提升科创领域私募债发行便利性。

（三）加强投资机构管理

美国私募债 144A 规则实施“豁免 SEC 注册、放松转售条件、较高的合格投资者界定”制度，提高了市场供需的同时实现风险控制。鉴于科创企业商业模式、市场规模不成熟，存在较大不确定性，基于科创企业的自身特征和私募债券市场特点，科创领域私募债需要在投资者管理方面进一步加强，对债券市场风险防控、维护市场稳定、投资者保护具有其必要性。除了做好投资者分类管理外，科创领域私募债的投资机构应具备专业的投资团队和相关投资经验，具备较强评估新质生产力、科技创新企业信用风险能力，能够有效地管理科创领域私募债投资，且科创领域私募债投资超过一定规模或比例的投资机构或产品应定期向监管机构和投资者披露科创领域私募债持有情况，包括评级情况，重仓债券情况，以及低于特定评级或无评级的详细持仓情况等。

（四）创新收益机制，提升投资者参与积极性

创新债券收益机制是发展科创领域私募债的重要环节，突出其高风险高收益特征，吸引风险承受能力较强的投资者参与投资。可以研究兼具股债混合属性的收益分配机制，通过浮息含权、收益挂钩、股债联结转换等方式，放大投资者收益空间，如发展混合型科创债券、非上市企业含转股条件债券、票面利率与科创企业成长或募投项目收益挂钩等产品，加强股债联动，提升投资者获得额外收益的可能性，将大大提高投资者参与科创领域私募债市场的积极性。

（五）完善科创领域私募债的风险管理制度，加强投资者保护

之所以美国市场科技公司的高收益债券融资需求得到有效满足，除了得益于美国高收益债券市场的多元化投资者群体，还得益于相关的市场制度健全，除了前文所述投资者准入机制外，强化信息披露、设计投资者保护条款、运用信用衍生产品等从不同角度发挥着投资者保护的功能，使得投资者有信心参与到高收益债券市场中来，为科技公司注入源源不断的资金支持。因此，可以从以下几个方面完善科创领域私募债的风险管理制度，以有效防范和管理科创领域私募债风险：首先，强化科创领域私募债信息披露要求，提高信息披露针对性及有效性。其次，利用多元化增信机制辅助投资者管理风险，包括探索知识产权抵质押、发挥政策性担保支持作用，发展信用衍生品市场等。再次，以适当的条款设计保护投资者，如设计控制权变更限制条款、核心资产划转限制条款、交叉违约条款、新增债务限制条款、支出限制条款、股利支付和股份回购限制条款、财务指标承诺条款等。最后，还需完善债券违约处置机制、中小企业破产制度等配套制度。

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140