

## 科创债新机遇：私募基金管理人的债券融资与创新实践

作者：冉璐 | 钱锦 | 朱俊 | 袁世也<sup>1</sup>

随着金融与科技的加速融合，科创债作为“债市科技版”正日益凸显其独特价值——既为科技型企业提供更精准的融资渠道，也为私募基金管理人打开了进入债券市场的新通道。伴随 2025 年新规的落地，科创债市场步入规范化与多元化并行的新阶段：发行主体持续扩容，融资工具日益灵活，资金用途更加聚焦创新驱动，信息披露要求也更高效透明。在政策红利的推动下，科创债正成为资本与科技之间的重要桥梁，不仅服务于实体经济发展，也为私募基金行业拓展募资渠道、探索增长空间带来新的机遇。

本文旨在从私募基金管理人的角度厘清最新的科创债发行政策框架，梳理已完成的发行情况，并分析私募基金管理人作为发行主体在实践中所面临的特殊问题，为法律及合规操作提供参考与指导。

### 一、科创债发展与发行主体演变历史脉络

自 2015 年“双创债”初步探索以来，科创债经历了探索期、发展期和创新期三个阶段，发行主体不断多元化，融资成本显著下降，标志着债券市场对科技创新的支持进入新阶段。

- **探索期（2015 – 2020 年）**：科创债的前身可追溯至创新创业债（“双创债”），主要包括双创孵化专项债券、创新创业公司债券及双创专项债务融资工具。发行主体以创新创业企业及提供孵化服务的企业为主，其中也包括科技创新企业。
- **发展期（2021 – 2024 年）**：科创债于 2021 年开始试点，首单“21 诚通 K1”发行。2022 年，上交所、深交所及交易商协会发布指引，明确科创债发行规范。此阶段发行主体以国资企业为主，但市场化科创企业比例提升。
- **创新期（2025 年 5 月以来）**：2025 年 5 月 6 日，《中国人民银行 中国证监会公告〔2025〕第 8 号》发布。2025 年 5 月 7 日，上交所、深交所、北京证券交易所同步发布关于《进一步支持发行科技创新债券 服务新质生产力的通知》。同日，交易商协会发布《关于推出科技创新债券 构建债市“科技板”的通知》（中市协发〔2025〕86 号）（以上规定合称“2025 新规”）。在 2025 新规项下，金融机构、私募股权投资机构和创业投资机构被纳入科创债的适格发行主体。

<sup>1</sup> 秦威、肖都、袁子扬以及黄书悦对本文的写作亦有贡献。

## 二、2025 新规发布后的科创债券及私募基金管理人科创债发行情况

- **全市场发行情况：**据 Wind 最新统计显示，2025 新规发布后，全市场发行了约 833 只科技创新债，发行规模约 1 万亿元，其中，银行间市场发行规模约 6,200 亿元，数量约为 435 只；沪深北交易所整体发行规模近 4,100 亿元，数量约为 397 只。从地域分布看，北京、上海、广东，山东、浙江、湖北和江苏发行量居前。在发行人构成上，国有发行人仍然占据主体发行地位，并且大部分的发行主体具有 3A 评级<sup>2</sup>。
- **股权投资机构（包括私募基金管理人）发行情况：**根据大普信评的报告<sup>3</sup>，股权投资机构在 2025 新规发布后，至 2025 年 8 月初，累计发行科创债约 533.03 亿元。截至 2025 年 8 月初，浙江、江苏和四川位居发行规模前三位。

从主体性质看，国有股权投资机构仍然是发行主力。国有股权投资机构不仅能够作为 LP 投资基金，也可直接进入关键产业，其产业链协同和政策资源优势使得发行效率与债券市场认可度优于民营股权投资机构。

民营机构的发行主体多集中在基金管理人。评级方面，股权投资机构 AAA 级占比不足一半，低于整体科创债市场平均水平。期限和利率方面，战略投资机构的期限维持在 4 年左右，私募基金管理人则在 3 年左右。

## 三、私募基金管理人发行科创债券需要遵守的法律及政策框架

类别	法规/政策名称	针对私募基金管理人作为发行人的适用性
法律	《中华人民共和国证券法》（2019 修订）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 规范债券募集、发行、交易及信息披露行为。</li> <li>■ 私募基金管理人发行科创债时，需依法完成注册或备案，遵守专业投资者募集规则，并保证信息披露真实、完整。</li> </ul>
	《中华人民共和国公司法》（2023 修订）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 发行所需的董事会及股东会决策程序。</li> </ul>
	《中华人民共和国民法典》	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 债券发行中的各类合同、债权债务及增信担保措施项下的各方权利义务。</li> </ul>
政策及监管规定	中国人民银行、中国证监会联合发布的《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》（中国人民银行 中国证监会公告〔2025〕8 号）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 明确科创债发行主体、募集资金用途、信息披露及合规要求。</li> </ul>
	银行间市场协会的各项发行规则	对银行间市场发行的科创债的发行、交易、登记、增信及信息披露。
	上交所/深交所/北交所的各项公司债发	规定交易所市场发行的科创债的发行、交易、登

<sup>2</sup> <https://www.news.cn/money/20250904/c93412301f334b5a80a5bf6e5a7f8b04/c.html>.

<sup>3</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/?\\_biz=MzU3MDk4MTI3Nw==&mid=2247488143&idx=1&sn=c72a645f822f4a7c6e9bd77b0984ec16&scene=21&poc\\_token=HL3tIGijgFkwakmjmUq8nHGa\\_in92ZwvsjKaRMnK](https://mp.weixin.qq.com/s/?_biz=MzU3MDk4MTI3Nw==&mid=2247488143&idx=1&sn=c72a645f822f4a7c6e9bd77b0984ec16&scene=21&poc_token=HL3tIGijgFkwakmjmUq8nHGa_in92ZwvsjKaRMnK).

类别	法规/政策名称	针对私募基金管理人作为发行人的适用性
	行规则	记、增信及信息披露。

#### 四、私募基金管理人发行科创债券的市场要素比较

中国债券市场主要分为交易所市场和银行间市场两大板块。两个市场各自拥有独立的发行规则、文件体系要求以及信息披露规则。

私募基金管理人可以根据自身需求和投资者结构，选择在交易所市场或银行间市场之一进行债券发行。在银行间市场，科创债券主要包括非金融企业债务融资工具，定向债务融资工具等品种。在交易所市场，科创债券主要包括公募、小公募或私募公司债券。

以下是两个市场关于科创债券基本发行要素的比较：

要素	科创债（交易所）	科创债（银行间）
科创债券的界定	由科技创新领域相关企业发行，或者募集资金主要用于支持科技创新领域发展的公司债券。	用于支持科技创新领域发展的债券。
发行主体	科创企业类、科创升级类、科创投资类和科创孵化类发行人，新增金融机构与股权投资机构。	科技型企业 and 股权投资机构。
募资用途	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 科创升级类、科创投资类和科创孵化类发行人，募集资金投向科技创新领域的比例应当不低于 70%，其中用于产业园区或孵化基础设施相关用途比例不得超过 30%。</li> <li>■ 新增金融机构灵活运用多种途径专项科技创新领域业务，新增支持股权投资机构募集资金用于私募股权投资基金。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 科技型企业发行的科技创新债券可用于企业生产经营活动，增强企业科技创新能力，拓宽并购资金来源。</li> <li>■ 股权投资机构发行的科技创新债券，应至少 50%的募集资金通过基金出资、股权投资等方式投资于科技型企业或主业聚焦于高技术制造业、高技术服务业、战略性新兴产业、知识产权（专利）密集型产业等领域的相关企业。</li> </ul>
基本流程 <sup>4</sup>	<p>注册阶段</p> <p>所需文件：主体资质证明、募集说明书、发行人财务报告及审计报告、法律意见书、资金用途承诺函。</p> <p>（金融机构发行人）余额管理方案、资本中介服务方案。</p> <p>（股权投资机构）基金备案证明、已投资项目清单近 3 年≥3 个成功退出案例证明、资金置换说明。</p>	<p>注册阶段</p> <p>所需文件：注册报告、募集说明书、主体资质证明、主承销商尽调报告、发行人财务报告及审计报告、法律意见书。</p> <p>（股权投资机构）基金备案证明、已投资项目清单近 3 年≥3 个成功退出案例证明、资金置换说明。</p>

<sup>4</sup> 注：该项所列文件仅供参考，请以申报时监管要求为准。

要素	科创债（交易所）	科创债（银行间）
	发行阶段 所需文件：最终版募集说明书、发行公告、资金监管协议、发行备案文件、豁免披露确认函（如有）。	发行阶段 所需文件：发行公告、最终版募集说明书、资金监管协议、信用评级报告/风险分担工具文件（如有）、豁免披露确认函（如有）。
发行方式	公开发行业：面向不特定合格投资者发行，信息披露的程度与范围更广。发行流程相对较长，但是流动性更好。	
	私募发行：通常面向不超过 200 人的特定机构投资者，信息披露要求显著低于公开发行业。发行流程相对更快、更灵活。	
	无论公开发行业或是私募发行，均需确保投资者具备相应风险识别和承受能力。	

## 五、私募基金管理人发行科创债券所面临的特殊法律问题

### （一）发行主体资质

私募基金管理人在交易所市场发行科创债，需要先满足交易所对“科创投资类发行人”的资质要求。举例而言，对于在上交所的发行而言，根据《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 2 号 — 专项品种公司债券》（2024 年修订）第 7.1.5 条规定，发行人需从事科技前沿领域、战略性新兴产业等国家重点支持的科技创新领域投资，支持科技创新领域企业创新发展，且符合下列情形之一：

- 发行人（或使用募集资金的子公司）属于符合《私募投资基金监督管理暂行办法》《创业投资企业管理暂行办法》等有关规定，向科技创新创业企业进行股权投资的公司制创业投资基金、私募股权投资基金管理机构和创业投资基金管理机构；
- 发行人或者拟使用募集资金的子公司信用状况良好，报告期内发行人或有关子公司创投业务累计收入（含投资收益）占总收入（含投资收益）超过 30%；
- 发行人或者拟使用募集资金的子公司具备丰富权益投资经验，拥有完整的“投融管退”业务流程，且近三年成功退出项目不少于 3 个。

2025 年新规新增支持股权投资机构募集资金用于私募股权投资基金，支持具有丰富投资经验、出色管理业绩、优秀管理团队的私募股权投资机构和创业投资机构发行科技创新债券，募集资金用于私募股权投资基金的设立、扩募等。

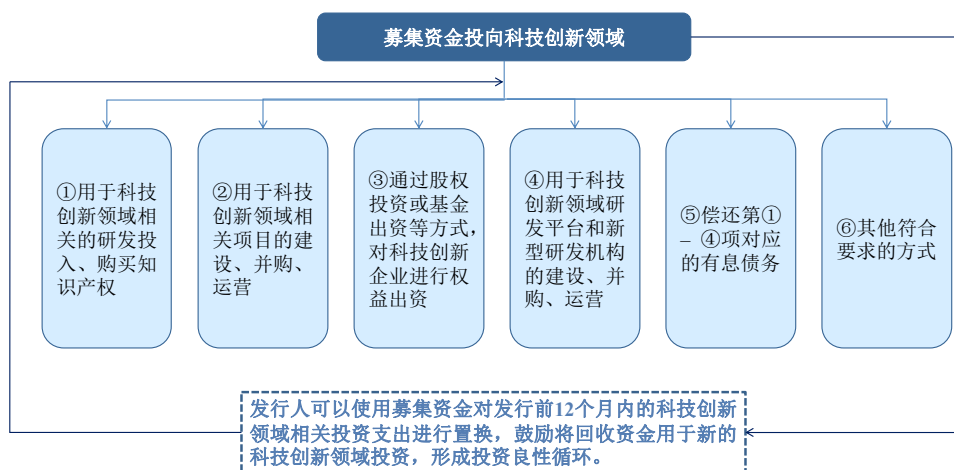
如果私募基金管理人想在银行间市场发行科创债，需要满足交易商协会对股权投资机构的要求。根据《关于推出科技创新债券 构建债市“科技板”的通知》，股权投资机构需符合以下情形之一：

- 经营稳健、管理规模大、团队架构稳定，并已在主管部门完成备案登记；
- 最近两年股权投资收入占主营收入比例超过 50%，或在主营收入中占比最高；同时，公司成立满 5 年，拥有完整的“募投管退”业务流程，且近三年有不少于 3 个成功退出案例；
- 符合《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》（国发〔2018〕23 号）要求，经授权经营的国有资本投资、运营公司；

## ■ 符合监管规定的其他股权投资机构。

### （二）资金用途

本文第二部分已经列明科创债的募集资金用途限制，除了资金限制之外，法律法规对募集资金使用方式另有规定。



（募集资金使用方式）

结合基金实操与科创债的资金使用方式规定，科创债与具备科创属性的 S 基金份额结合存在可能的空间。

我们认为，科创债募资进行基金份额收购，虽然现有政策并未明确规定，但若满足所收购基金穿透资金用途投资于科技创新领域的条件，理论上是可行。我们也在持续观望各机构的路径探索与跟进政策动态的变化。

### （三）发债的增信及成本控制

影响私募基金管理人发债成本的最主要因素为票面利率。市场基准利率、主体/债项信用评级与增信措施、募集资金项目的商业前景、发行时间与投资者认可度等因素均有可能影响票面利率高低。

除了票面利率外，私募基金管理人还需要考虑律师费、评级费、审计费等中介费用、承销费、增信成本、登记托管等费用，以及私募基金管理人内部的人力投入等成本。

2025 年新规的实施为私募基金管理人显著降低发债成本创造了政策便利。一方面，在增信机制上，交易所鼓励发行人进行条款创新，例如引入预期收益质押、知识产权质押、股权可转化安排、票面利率与科创企业成长或募投项目收益挂钩、以募投项目现金流作为主要偿债来源等。交易商协会也在推动建立创新风险分担机制，通过科技创新债券风险分担工具、民营企业债券融资支持工具、信用风险缓释凭证（CRMW）等政策性工具，结合市场化信用增进和区域增信机制，进一步提升债券的投资吸引力。另一方面，在费用层面，银行间和交易所市场的自律组织正推动配套规则完善，相关市场基础设施机构对科创债发行、交易、登记托管和结算环节提供专门服务，并在部分环节实行费用减免，直接减轻私募基金管理人的财务负担。

私募基金管理人与国有企业、高科技企业等其他发债主体相比，其自身资产通常较少，因此发债可

能需要更强的增信措施，包括关联方提供的增信（如担保）以及外部增信机构提供的特别增信措施，这一点值得私募基金管理人提前考虑和布局。

#### （四）信息披露

信息披露的真实、准确、完整，是投资者自担风险的前提。无论是交易所还是交易商协会，科创债发行人均需在注册与存续阶段履行充分的信息披露义务。注册阶段的核心是募集说明书，需披露发行人情况、资金用途、偿债安排、风险因素，尤其是底层资产的科创属性和价值评估；存续阶段则需持续提交定期报告并发布重大事项公告。

2025 年新规在确保披露质量的前提下，适度简化了信息披露要求。交易所方面，发行人可采用简明披露安排，简化申报材料和信息披露内容，并可与投资者约定豁免部分信息。资产负债率低于行业平均水平、具备行业领先地位的企业，还可申请延长财报有效期，并以简表形式披露主要财务数据。交易商协会则通过压缩主体层面披露要点、细化注册环节表格要求，既允许企业对涉及核心技术和研发项目的敏感信息进行简化或豁免披露，又仅要求对募集资金用途作大类匡算，无需披露具体明细。

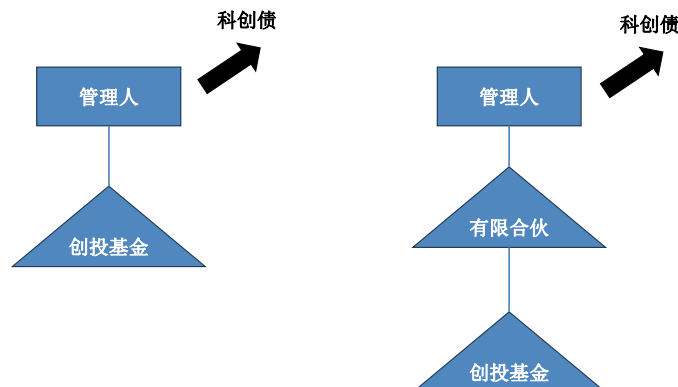
对于私募基金管理人而言，科创债发行除一般信息外，还需特别披露历史沿革、股东与实际控制人、独立经营情况、重要投资、内部控制、员工及管理团队、主营业务与行业地位、未来投资规划、财务与资信状况等。若存在第三方增信安排，也需予以明确说明。

#### （五）税务

对于发行科创债的私募基金管理人而言，税务影响主要体现在两个层面：一是支出端，即债券利息支出的税务处理；二是收入端，即对外投资科创类项目的税务处理。

在支出端，2025 年 8 月 8 日之前发行的债券，其利息收入享受免税政策；但根据《财政部 税务总局公告 2025 年第 4 号》，上述日期之后发行的债券利息收入需缴纳增值税。需要注意的是，这一增值税不仅涉及现金流负担，更在于其无法按照现行政策抵扣进项税。鉴于该文件出台时间距增值税法正式实施不足半年，从中长期看，利息增值税可作为进项抵扣的可能性极低。这意味着，在较长时期内，发行科创债的私募基金管理人都可能需要承担额外的利息增值税成本。

在收入端，核心问题是能否适用创投税收优惠政策。考虑到科创债对发行主体的限制，目前可行的投资架构主要有两类：其一，由有限公司直接发行科创债并对外投资；其二，由有限公司发行科创债，再通过有限合伙主体进行对外投资。



根据相关税收政策，仅有有限公司直接对外投资到创投基金，方可享受创投税收优惠；即符合条件

---

的投资项目的投资成本，可以享受额外 70%的应税所得抵免。

此外需要注意的就是，根据现行企业所得税政策，亏损弥补可以覆盖到最多 5 个年度。考虑到创投项目退出周期较长，管理人需要妥善管理对外发行科创债以及对外投资收回的节奏，避免利息支出形成的可弥补亏损被永久性浪费掉。

作为长期服务于国内外大量私募基金管理人的法律服务机构，汉坤积累了丰富的基金设立、募资及日常合规经验。我们不仅为基金管理人提供全流程的法律支持，也致力于协助管理人探索和把握科创债这一新的融资机会，推动其在科技创新领域的投资实践和资本运作不断发展。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 冉璐

电话： +86 10 8525 5521  
Email: [lu.ran@hankunlaw.com](mailto:lu.ran@hankunlaw.com)

### 钱锦

电话： +86 21 6080 0985  
Email: [jin.qian@hankunlaw.com](mailto:jin.qian@hankunlaw.com)

### 朱俊

电话： +86 10 8525 4690  
Email: [jun.zhu@hankunlaw.com](mailto:jun.zhu@hankunlaw.com)

### 袁世也

电话： +86 10 8524 9477  
Email: [shiye.yuan@hankunlaw.com](mailto:shiye.yuan@hankunlaw.com)