

专题报告系列
Special Report Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

中国金融服务实体经济现状报告 债券篇（2020）

2021年5月



导言

截至 2020 年底，我国债券市场规模已经仅次于美国，达到世界第二。然而，与此不相匹配的是，我国债券市场定价效率不高，信用风险定价甚至存在扭曲。债券市场服务实体经济能力较弱，且存在风险隐患。《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》在资本市场发展相关问题表述中强调，要“完善市场化债券发行机制，稳步扩大债券市场规模，丰富债券品种，发行长期国债和基础设施长期债券。”改善债券市场效率、提高债券市场服务实体经济能力、防范债券市场风险对我国金融市场发展意义重大。基于此，本报告立足于债券市场服务实体经济现状，对我国债券市场存在的问题进行了剖析。报告发现，我国债券市场虽规模迅速发展，但效率仍然较低，市场化程度仍然不够。报告建议我国亟需统一债券市场法律、监管、运作基础，开放债券市场，增加债券市场投资者多样性，增加债券市场分层，发展债券衍生品市场。

* 本报告撰稿人：岑维、张森、吴佳璇。

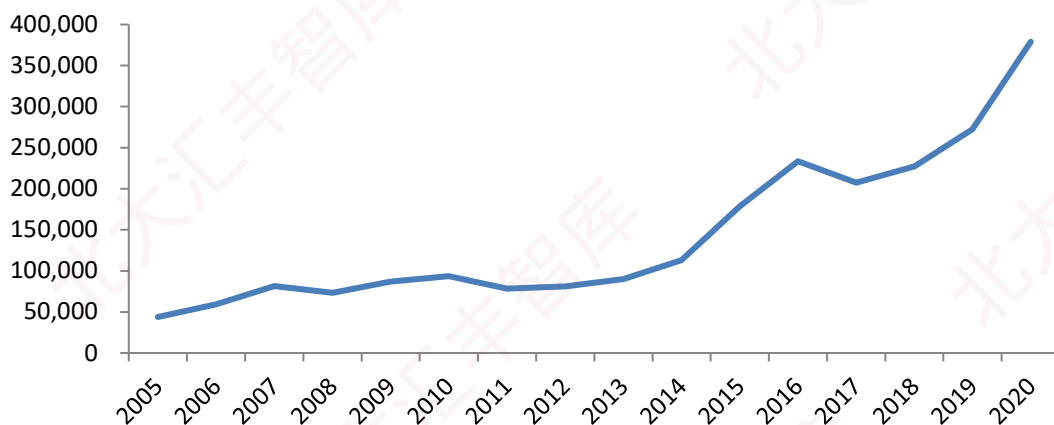
联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

一、债券市场发行与交易概览

1.1 债券发行增速加快，服务实体经济能力增强

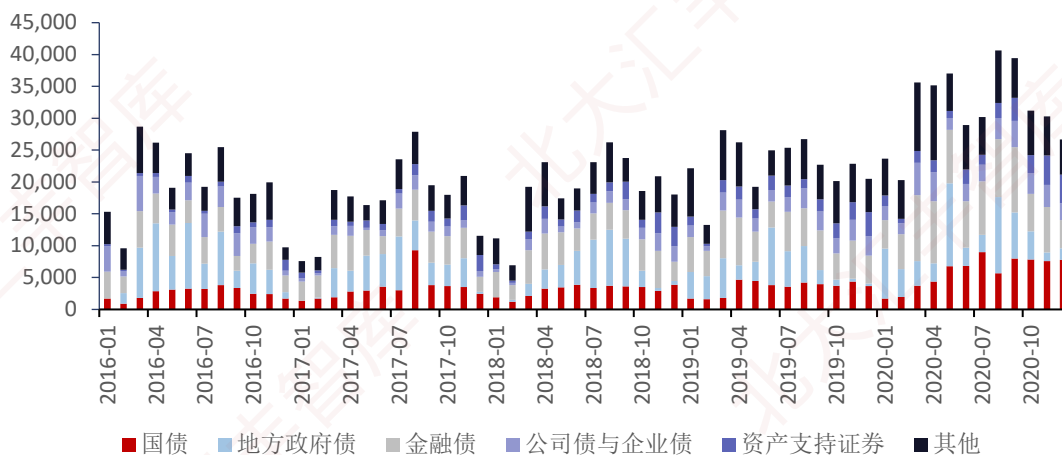
2015 年是我国债券市场发展的分水岭，2015 年起实施的新《预算法》赋予地方政府发债融资的权限。同年，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，规范了公司债的发行及交易活动。自此，我国债券市场开始加速发展，发行规模增速明显加快（图 1）。

图 1 债券发行量（亿元）



数据来源：Wind，北大汇丰智库

图 2 债券发行量结构（亿元）



数据来源：Wind，北大汇丰智库

2020 年债券市场共发行各类债券 37.9 万亿元（不包括同业存单，同业存单发行 19.0 万亿元），较上年增长 39.2%。其中，国债发行 7.1 万亿元，同比增加 70.9%，地方政府债券发行 6.4 万亿元，同比增加 47.71%，增幅较大（图 2）。金融债券发行 9.0 万亿元，同比增加 37.5%。资产支持证券发行 2.9 万亿元，同比增加 22.3%，

公司债与企业债发行 3.8 万亿元，同比增加 29.46%。

从债券发行品种看，2020 年发行债券中，金融债占比最大，其次是国债与地方政府债（图 3）。金融债作为金融机构充实资本的重要手段，能有效优化金融机构资本结构，降低流动性风险。国债和地方政府债券除了融资功能外，还具备财政政策功能，因此，发展国债和地方政府债券市场也有利于财政政策发挥作用。鉴于本报告内容集中于研究债券市场服务实体经济功能上，不多着墨于这两部分债券的结构问题。

短期融资券是企业筹措短期资金的渠道，2020 年短期融资券发行 5 万亿元，同比增加 38%。其中一般短期融资券占比 10%，超短期融资券占比 90%，超短期融资券占比较去年增加 3%。超短期融资券平均期限为 0.43 年，较去年缩短 0.1 年。超短期融资券的占比提高以及期限缩短有助于完善市场化收益率曲线体系、加快利率市场化进程。2020 年发行主体中，工业企业占比为 53.1%，较 2019 年增加 4.6%；金融企业占比 6.9%，同比减少 1.0%。发行主体中民营企业占比在逐年减小（图 4），2020 年发行的短期融资券中发行主体有 91.4% 为国有企业，较 2019 年上升 2%。

图 3 2020 年各种债券发行占比

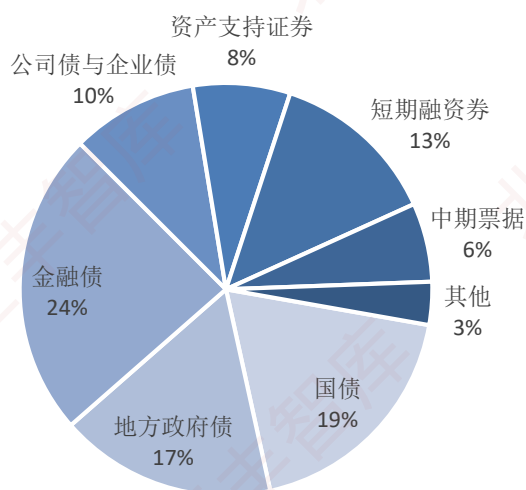
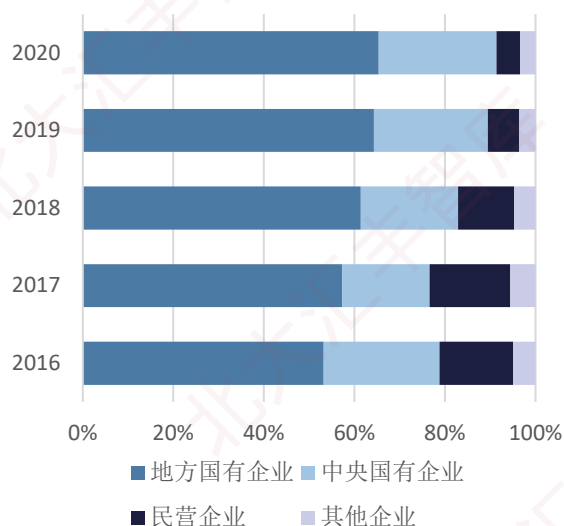


图 4 短期融资券发行主体占比



数据来源：Wind，北大汇丰智库

资产支持证券近年来发展十分迅猛，由于其涉及到问题比较复杂，且与公司债等一般认识的债券有较大区别，因此，这部分将作为本系列报告的附属专题报告另行解读。

2020年，公司债与企业债占发行债券比重的10%，作为债券资本市场服务实体经济的重要途径，以及企业筹措长期资本的重要手段，是本报告关注的核心债券，我们将在本报告第三部分重点研究公司债与企业债的相关问题。

1.2 债券市场交易增大但流动性仍不充足

活跃的二级市场是一级市场发展的条件，流动性是金融市场的生命线，流动性的提升，会增强债券市场融资效率，更好服务于实体经济。

2020年末，债券市场总托管量达到117万亿元，同比增长18.1%。近年来，债券市场总托管量一直保持稳定增长（图5）。托管存量结构与发行结构基本一致，但地方政府债的存量占比较其发行量占比更高，而短期融资券和资产支持证券存量占比明显低于其发行量占比（图6）。2020年，债券成交总额241万亿元，同比增长12.9%。其中，74.1%的债券于银行间债券市场成交，22.8%于上交所成交，3.2%于深交所成交，与2019年相比，于交易所成交的债券比例提高了7.1%。

图3 债券托管量（亿元，%）

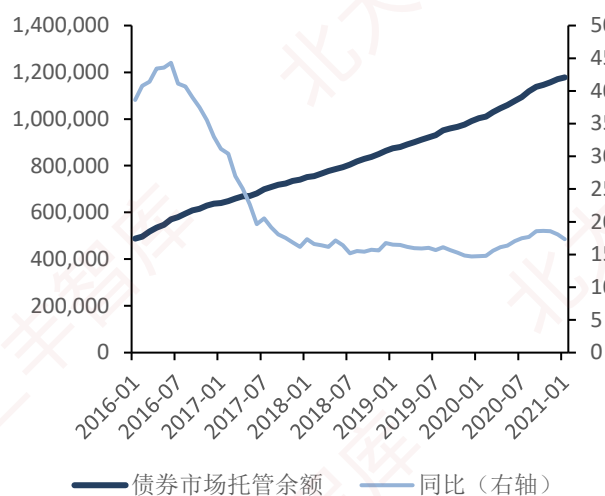
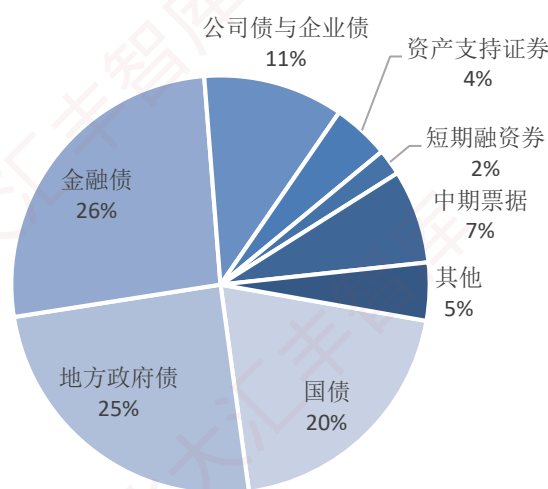


图4 2020年末各种债券托管量占比



数据来源：Wind，中国人民银行，北大汇丰智库

由于债券标准化程度较股票低，因此市场换手率[†]相应也比较低。加之债券一般有一定期限，因此，持有至到期也是债券投资者的一种选择，这也降低了债券的流动性。然而，考虑到这些因素后，在全世界范围内看，我国债券市场流动性仍显不足，尤其是公司类债券，从图9中可以看到，公司债换手率持续走低，表明公司

[†] 年换手率 = 年交易量 / 年末托管量

债流动性有所恶化，这会限制债券作为实体经济融资手段发挥其作用。

图 5 债券成交额（亿元）

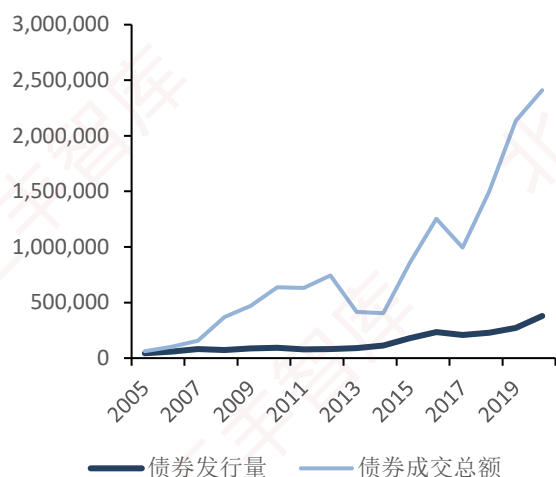
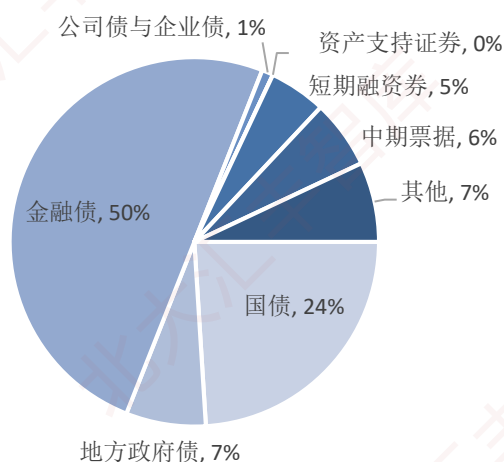
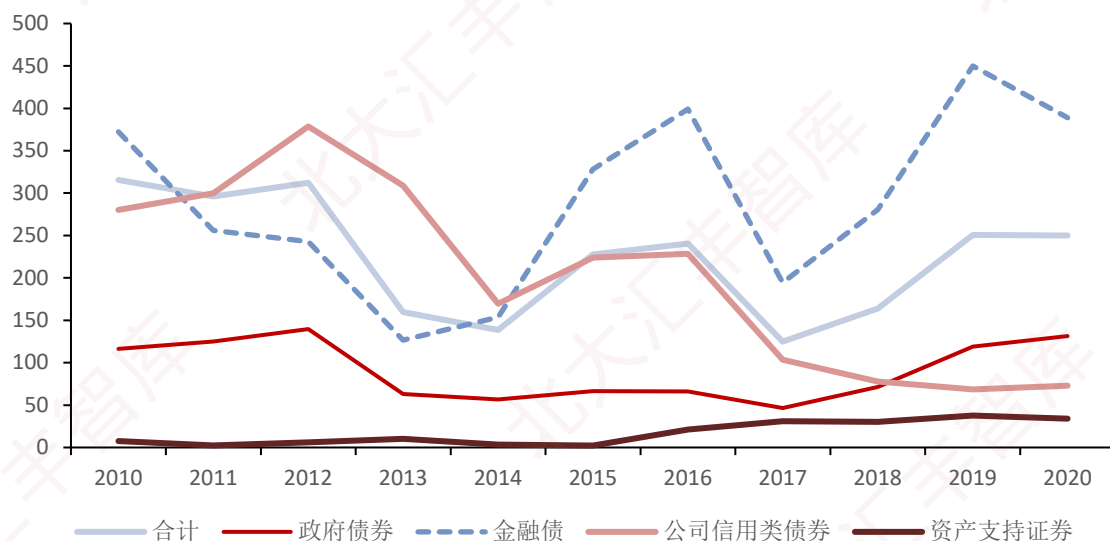


图 6 2020 年各种债券成交额占比



数据来源：Wind，北大汇丰智库

图 7 债券换手率



数据来源：Wind，CEIC，北大汇丰智库

二、债券市场资源配置效率

2.1 流动性风险定价基准缺乏，市场效率较低

债券市场流动性低会降低市场效率。一般而言，国债作为无风险债券，在债券市场具有重要的基准定价作用，因此，国债流动性尤为重要。然而我国国债流动性较低，其作为流动性风险定价基准的作用甚至不如国开债。

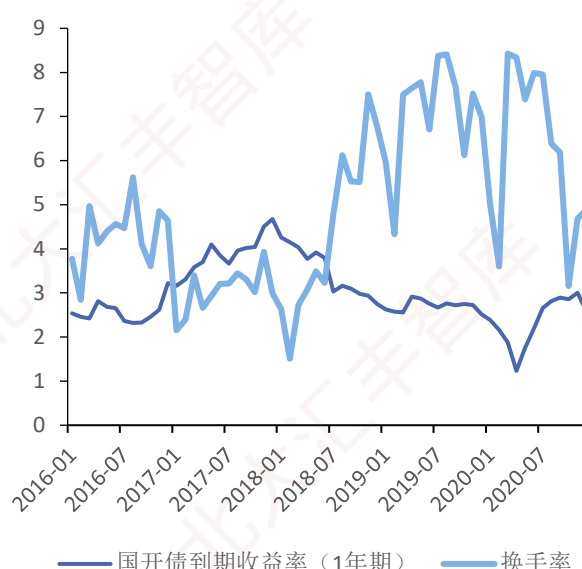
对比图 10 和 11 可以清楚看到，虽然近年来国债换手率一直在提升，但国开债换手率一直高于国债。从经济学的角度来看，流动性越高，收益越低，国债和国开债市场都体现出这样的特点，但实际上，国开债市场这样特征更加明显。2016 年到 2020 年这一区间内，国债收益率和换手率的相关系数为-0.4374，而国开债收益率和换手率之间的相关系数则高达-0.6291。也因为如此，市场上经常使用信用债与国开债之间的利差衡量信用风险。简而言之，提高债券市场流动性可以提升流动性风险定价效率，增强市场资源配置效率。

美国国债收益率处于其金融市场基准地位，是金融市场定价非常重要的指标，在全球金融市场也发挥着重要作用。然而，实际中，我国的国债收益率似乎没有起到如同美债收益率之于美国金融市场的作用。究其原因，一方面是由于我国的金融体系导致的，即我国金融体系以银行为主，且融资方式以贷款为主，这就意味着，我国的货币政策也主要会围绕着银行和贷款。另一方面，我国债券市场发展仍旧非常不充分、不完善，这就使得债券市场价格没有多大的影响力。

图 8 国债收益率与换手率



图 9 国开债收益率及换手率



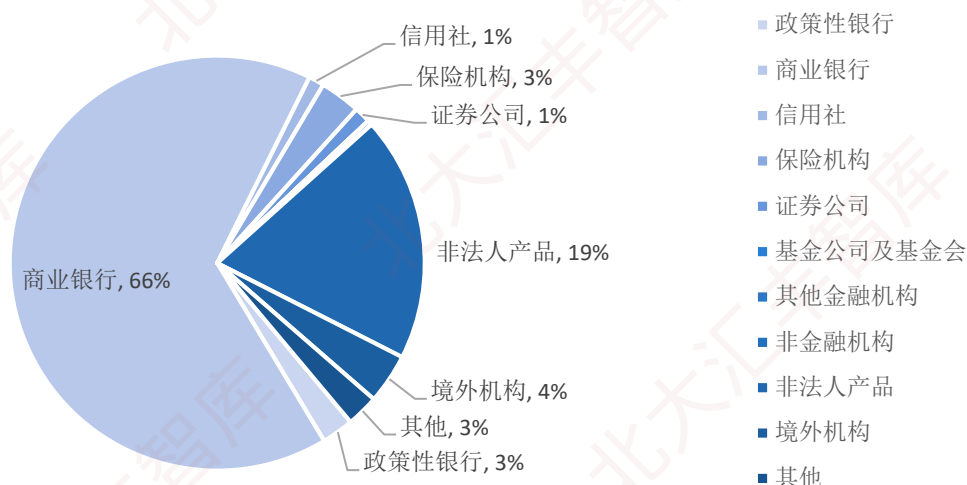
数据来源：Wind，北大汇丰智库

从本报告第一部分可以看出，不只是国债，我国债券市场整体流动性不佳。造成债券市场流动性低的因素是多方面的，从**市场结构**角度看，一方面，银行间市场和交易所市场割裂影响了我国债券市场流动性。由于债券的特殊属性，一般而言债券交易大都在场外交易进行，但场内场外交易的互联互通仍旧是十分重要的。由于

监管割裂，我国的债券市场分割严重，且登记清算也有不同程度的分割，这就影响了我国债券市场的流动性。另一方面，市场分层不够，结构扁平也是影响市场流动性的重要因素。比起股票市场，我国债券市场明显分层不够。《十四五规划》指出要“完善资本市场基础制度，健全多层次资本市场体系”。缺乏分层是导致市场流动性缺乏的重要原因之一。作为发行和交易的主要场所，银行间市场更是扁平化，做市商效率仍旧较低。根据中国银行间市场交易商协会发布的《银行间债券市场做市业务报告（2019）》（下文简称《报告》），经过多年的发展规范，尤其是近几年的迅速发展，我国银行间市场做市商交易占银行间现券交易比重才刚达到 42%。与此同时，根据《报告》，2019 年全部做市机构双边报价平均点差约为 10BP，这还是流动性最好的债券交易数据，相比而言，美国债券双边价差不到 3BP。这都从侧面体现了做市商效率仍旧需要提升。

从**投资者结构**看，如图 12 所示，目前我国银行间市场参与主体仍旧以银行为主，且境外机构占比不到 4%。投资者结构单一会导致买卖债券动机偏向于一致，从而降低交易量。此外，银行大多以持有至到期为目的，这些都降低了市场流动性。

图 10 2020 年末主要债券持有者结构



数据来源：Wind，北大汇丰智库

除此之外，衍生品市场的发展对债券市场流动性增强也至关重要。然而，我国衍生品市场和债券市场联动较弱，主要体现在衍生品市场参与者与债券市场参与者严重割裂，比如，对于债券市场主要参与者商业银行来说，在相当长一段时间内被拒于债券期货市场门外。这固然有风险管控的考虑，但是严重影响了金融市场发挥功能。

2.2 受隐性担保影响，债券市场信用风险定价扭曲

从信用风险定价角度看（图 13），企业债、公司债与国开债收益率高度相关，实际上，从 2016 年到 2020 年，相关系数都高达 0.98。这也就是说，这些信用债主要体现了市场流动性变化，而没有体现出信用风险变化。换句话说，我国债券市场从信用风险定价角度而言也是低效的。图中也可以看到，公司债和企业债在 2019 年之后，收益率越来越趋于一致，而此前，二者之间仍旧存在着较大的点差。这一现象实际反映的是公司债和企业债发行主体越来越一致了。关于信用风险以及企业债、公司债的关系问题，我们下一节仍会详细分析。

图 11 各种债券收益率



数据来源：Wind，北大汇丰智库

2020 年，IMF 在《中国债券市场的未来》（The Future of China's Bond Market）中，通过实证研究表明，对同样财务状况的企业，国企收益率要比私企低 108 个基点，这都是由于国企的隐形担保带来的，而且，即便是 2015《新预算法》实施之后，这一现象也并没有缓解。这极大程度上扭曲了债券市场的信用风险定价，干扰债券市场配置资源，也是债券市场服务实体经济的绊脚石。

2.3 新冠疫情对债券市场冲击明显

2020 年对金融市场冲击最大的莫过于新冠疫情了。新冠疫情的爆发导致各项抗疫专项发行急剧扩张。这使得国债收益率整体下行，国债收益率在 4 月中旬触底后逐渐回升，到年底之前一直处于缓慢上升过程。作为无风险利率，企业债（AAA）收益率与国债收益率之差体现了市场风险。在疫情期间（主要是 4 月至 7 月间），

这一利差有短暂的扩大，表明市场风险水平的上升，在7月之后，这一差别就逐渐缩小了。

图 12 疫情期间债券收益率

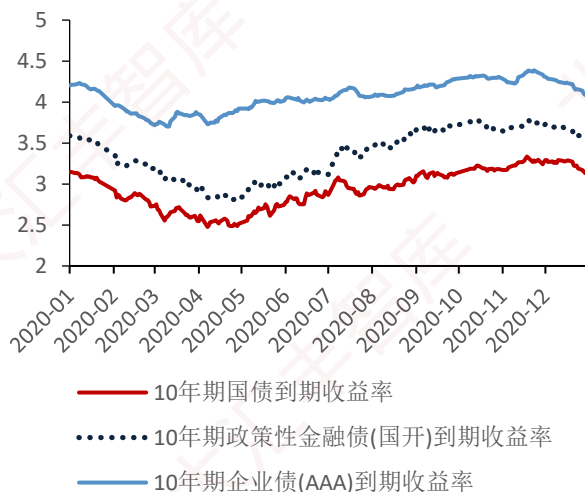
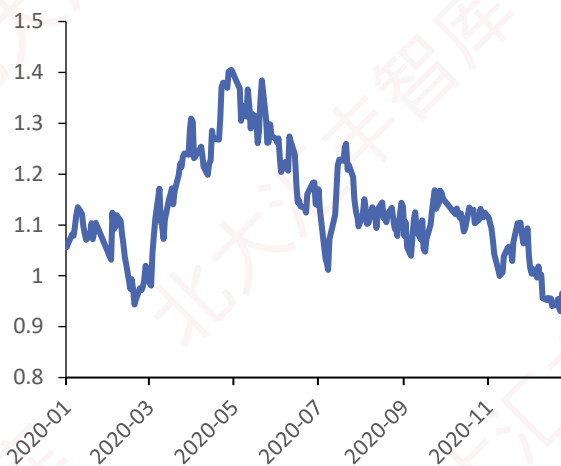


图 13 疫情期间企业债利差变化



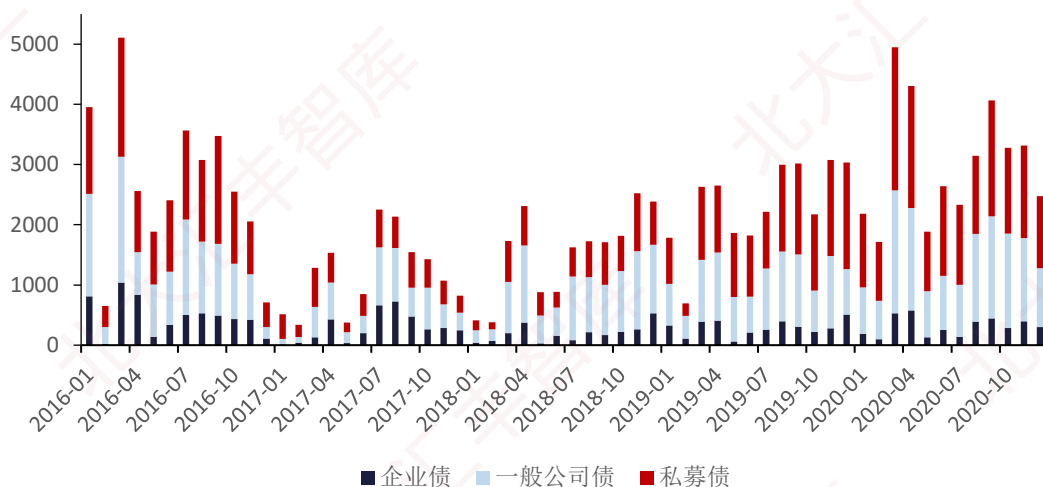
数据来源：Wind，北大汇丰智库

三、债券市场服务实体经济能力较弱

3.1 公司类信用债仍需持续推进市场化发行

企业债和公司债的分类是我国独特的现象，我国的企业债主要发行主体为国有企业，其中又以地方政府融资平台为主，而公司债的发行对象则要宽泛一些。2018 年以来，公司债发行规模明显增多（图 16）。

图 14 企业债与公司债发行规模（亿元）



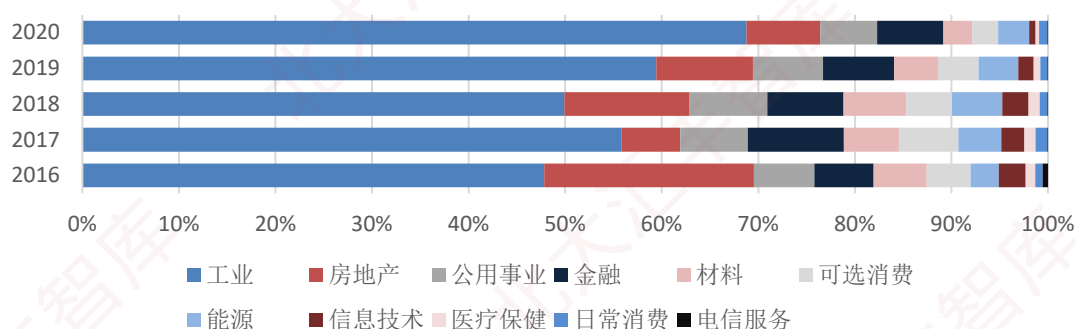
数据来源：Wind，北大汇丰智库

公司债券分为公开发行的一般公司债和非公开发行的私募债，私募债 2020 年累计净融资额超 1.7 万亿元，较一般公司债高约 3 千亿元。私募债发债主体以中低评级为主，2020 年发行主体 54% 为 AA 及以下评级，一般公司债发债主体则有 72% 为 AAA 级。

从发行主体所处行业看，公司债与企业债的发债主体主要为工业企业，2020 年有约 69% 的公司债与企业债由工业企业发行，14% 由房地产及金融企业发行，而信息技术、日常消费、医疗保健、电信服务企业发债较少，合计不足 2%（图 17）。

可以看到，工业企业的发债占比逐年增加，房地产、信息技术行业占比近期则有缩小的趋势。一般而言，金融市场融资结构反映的就是经济结构，近年来我国信息技术产业蓬勃发展，催生了一大批优质的新经济巨头，然而，实际上这并没有体现在债券市场上。与此同时，如果金融市场结构没有及时根据实体经济进行调整，则传统行业的产能过剩、投资率下降问题会给金融市场带来风险。从这一点说，目前我国债券市场效率仍旧较低，尤其在孕育、服务新经济行业上，能力仍旧较弱。

图 15 公司债与企业债发债主体行业分布



数据来源：Wind，北大汇丰智库

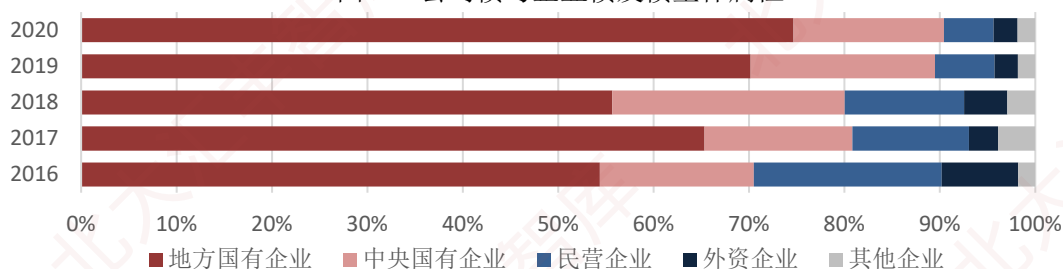
从发债主体的所有制角度看，国有企业占大多数。2020 年国有企业发债占比超 90%，民营企业只占 5%（图 18）。私募债与企业债的发债主体 95% 以上为地方国有企业，民营企业占比小于 2%。一般公司债的发债主体 51% 为地方国有企业，29% 为中央国有企业，12% 为民营企业，且民营企业发债占比有萎缩的迹象。

从劳动力和资本两大要素看，民营企业吸纳了我国超过 80% 的就业，但是从债券市场看，这一比例基本上是倒挂的。作为金融市场的重要融资渠道，发展债券市场可以优化企业资本结构，同时，作为直接融资手段，可以提升资本市场融资效率，服务中小企业。如果能够增大民营企业在债券市场的融资占比，使其基本匹配其在

劳动力市场的占比，将会极大促进民营企业的经营效率。

对于债券市场这样的直接融资市场而言，本质上说，要比银行贷款更加市场化，然而实际上，数据并不支持这点判断。《十四五规划》提到，要“创新金融支持民营企业政策工具，健全融资增信支持体系，对民营企业信用评级、发债一视同仁，降低综合融资成本。”如何鼓励、促进民营企业参与债券市场，这是我国要素市场持续推进市场化深入需要重点研究的问题，也是市场在资源配置上起决定性作用的应有之义。

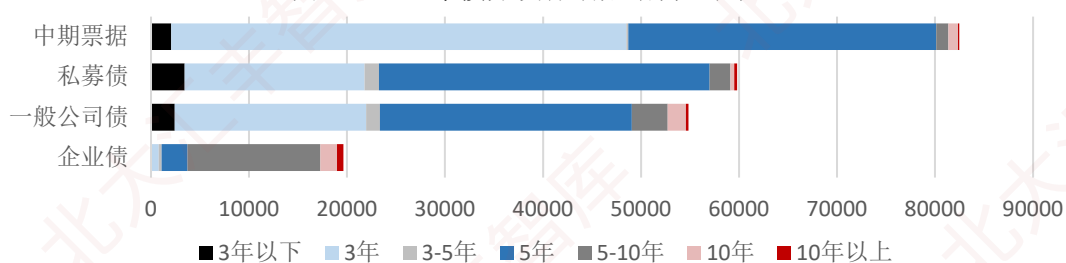
图 16 公司债与企业债发债主体属性



数据来源：Wind，北大汇丰智库

从期限结构的角度看，近五年发行的公司债期限多集中在3年及5年，企业债多为5至10年，但总体而言期限在5年及以上的债券发行较少，10年期以上的公司企业债发行量极少（图19）。作为对比，美国公司债券5年以上期限占绝大多数，且20年至30年期限的公司债券也有相当大的比例。从企业发展角度，企业进行投资往往时间周期较长，因此，中长期期限债券对企业发展具有非常重要的价值。实际中，我国长期公司债券较少，主要原因有：第一，债券市场流动性较低，不利于长期债券的发行；第二，债券市场缺乏良好定价基准，定价机制扭曲，很难对长期期限债券进行合理定价；第三，相关衍生品市场发展缓慢。

图 17 近五年债券发行期限结构（亿元）

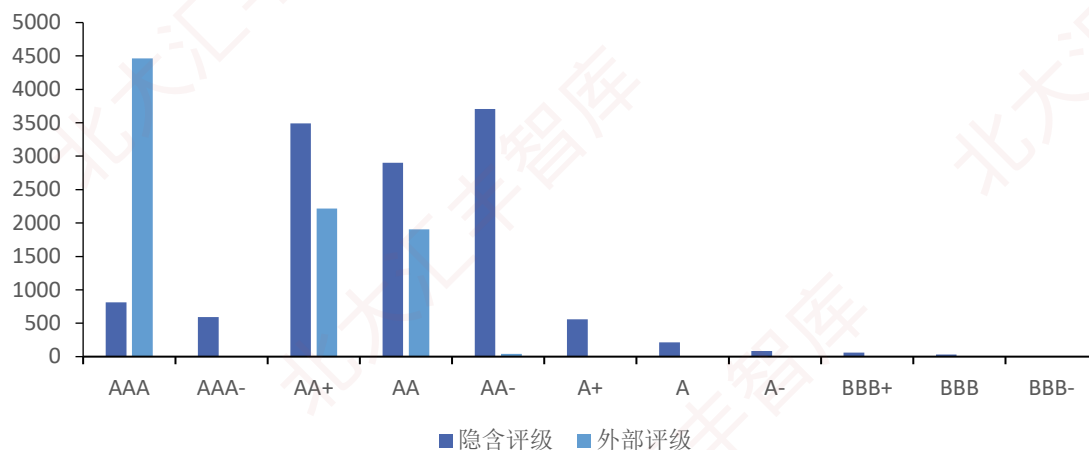


数据来源：Wind，北大汇丰智库

3.2 隐性担保仍旧是债券市场存在的重要问题

我国债券市场长期存在“刚兑信仰”，由于债券市场发展初期，发债主体均为国企，因此，当出现违约风险时，地方政府会通过主动协调或兜底方式尽力化解风险，这就造成了债券市场的刚兑信仰。直到 2014 年，上海超日太阳能科技股份有限公司发行的“11 超日债”的违约，并以企业破产清算方式完结，才算作我国债券市场真正意义上的“违约”。此后，债券市场违约现象就比较常见，但由于我国债券市场仍旧以国企为主，其违约率整体低于全球市场，隐性担保并未完全消除。

图 18 公司债和企业债评级分布



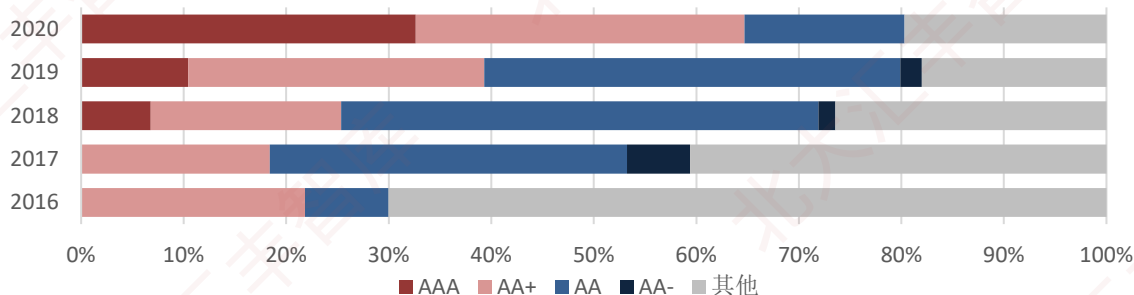
数据来源：Wind，北大汇丰智库

国有企业与政府有着千丝万缕的联系，所以，政府部门往往有很强的动机维持国有企业存续，帮国企兜底。然而，这对于债券市场来说，则有着较大的负面影响，债券评级分布（图 20）非常能体现出这一特征。外部评级或者说官方评级是评级机构对债券做出的评级，而隐含评级则是根据债券实际表现计算出来的。因此，隐含评级跟外部评级的差异可以反映出隐性担保对债券市场的扭曲。从图 20 可以看到，隐含评级基本呈正态分布，评级最多的集中于 AA-，而外部评级最大的部分集中在 AAA 级，根据企业的正常财务状况规律，集中于 AAA 级显然不合理。正是因为这种扭曲，使得我国实际上 AAA 债券违约率偏高，这也为银行系统埋下风险隐患。

2020 年新增各类违约规模 2006.5 亿元，较上年增加 438.1 亿元，同比上涨 28.0%。2020 年新增违约以中高等级债券为主，债项评级为 AAA 级和 AA+ 级的违约规模分别为 635.1 亿元和 624.4 亿元，合计占比超 64%，较 2019 年上升 115.7%

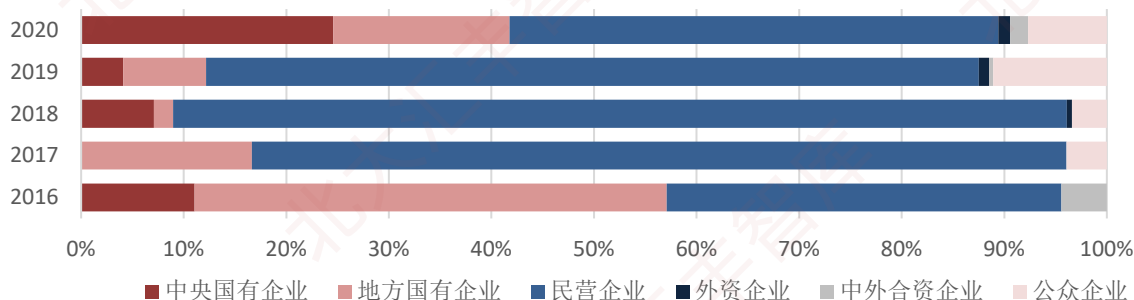
(图 21)，违约评级的上移主要来自于 AAA 级的中央国有企业，2020 年中央国有企业债券违约规模达 492.9 亿元，同比上升 667.8% (图 22)。企业债违约率上升一方面是由于疫情的影响，另一方面是由于我国债券市场的隐性担保问题。债券市场出现问题会对银行系统造成较大影响，因此，债券市场改革迫在眉睫。

图 19 违约债券债项评级分布



数据来源：Wind，北大汇丰智库

图 20 违约债券发行主体属性



数据来源：Wind，北大汇丰智库

四、增强债券市场服务实体经济效率的建议

4.1 持续推进债券发行市场化

第一，打破市场监管割裂。如表 1 所示，我国债券市场监管割裂非常严重。仅就公司发行的债券看，就涉及到中国人民银行、发改委和证监会，而美国债券监管只有美国证券交易监管委员会一家（包括金融债）。我国债券市场监管割裂不利于监管政策同统一，也不利于债券市场发展。因此，债券市场化改革第一步就是要打破监管割裂。

第二，评级市场化。2021 年 2 月 26 日，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，最重要的改变之一就是取消了公开发行人公司债券强制评级的规定。这一

意味着将评级责任从发行人转向投资者，这也就从动机上使得债券评级更倾向于市场化。然而，由于政策割裂，目前这一措施只在公司债发行中实行，对于隐性担保问题比较严重的企业债，依旧需要强制评级。

表 1 中国债券市场监管机构

监管机构	监管职能
中国人民银行	银行间债券市场、商业银行柜台；中央银行票据、金融债券、证券公司短期融资券、 非金融企业债务融资工具 、信贷资产支持证券、熊猫债券、同业存单等（其中银行间市场非金融企业债务融资工具的发行注册由人民银行主管的交易商协会进行行业自律性监管）
财政部	国债、地方政府债券、熊猫债券
发改委	企业债券 、熊猫债券、铁道债券
证监会	交易所、中金所； 公司债券 、证券公司短期融资券、可转换债券、可交换债券、企业资产支持证券、熊猫债券、国债期货
银保监会	银行业机构发行的金融债、信贷资产支持证券 保险公司次级定期债券、保险公司金融债券
外汇管理局	熊猫债券

数据来源：中债网，北大汇丰智库

4.2 持续推进注册制改革，降低民营企业准入门槛

2020年2月国务院办公厅印发《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》，对公开发行公司债券推进注册制改革做出要求。3月，发改委发布《关于企业债券发行实施注册制有关事项的通知》明确了企业债券发行实施注册制的有关事项。2021年2月，证监会正式推出《公司债券发行与交易管理办法》，对公司债实施注册制改革作出部署。这不得不说是债券市场注册制改革的重大进展，然而，从具体的政策条文看，推进注册制改革力度仍旧很小，且政策不够全面、完善。例如，《关于企业债券发行实施注册制有关事项的通知》中发行条件规定为：“企业债券发行人应当具备健全且运行良好的组织机构，最近三年平均可分配利润足以支付企业债券一年的利息，应当具有合理的资产负债结构和正常的现金流量，鼓励发行企业债券的募集资金投向符合国家宏观调控政策和产业政策的项目建设。”对发行企业要求表述仍旧比较模糊，操作空间大，同时，给政府干预企业融资开了政策窗口。

4.3 着力破除隐性担保

2020年永煤债违约再次引起市场关注，打破隐性担保迫在眉睫。对于庞大的地方国企债券市场，如果无法消除隐性担保带来的定价扭曲，不仅会占用宝贵的资金资源，还会成为金融系统的重大隐患。然而，长期以来，尽管改革措施持续推进，但隐性担保问题并未得到合理解决，且目前看来，由于地方政府和地方国企的利益关联问题无法从根本上得到解决，隐性担保问题天然地难以彻底解决。因此，在现有制度体制基础上，优化债券市场定价，应适当从法律层面限制国企融资方式，尤其是地方国企，比如限制发行额度、限制融资方式等措施。

五、总结

通过对我国债券一、二级市场的研究，本文发现，虽然我国债券市场规模发展迅速，但是仍旧存在一些制度性、机制性的障碍，影响我国债券市场服务实体经济功能。这主要体现在两方面：第一，债券市场效率较低；第二，债券市场化程度不够。债券市场效率低体现在流动性风险定价和信用风险定价存在扭曲，前者是由于我国债券市场流动性较低，后者主要是由于我国国有企业的隐性担保问题。

在此基础上，本文提出了一些政策建议。针对如何提高债券市场流动性，本文认为，首先，应改变债券市场监管割裂、政出多门的局面，统一债券市场法律、监管、运作基础。其次，应该开放债券市场，增加债券市场投资者多样性。再次，增加债券市场分层，尤其是要改善银行间市场扁平化状态。最后，应该发展债券衍生品市场。针对如何持续推进市场化，本文认为，打破监管割裂同样具有重要的意义，同时，应推进注册制改革，降低民营企业准入门槛。最重要地，应着力破除国有企业隐性担保。



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库（The PHBS Think Tank）成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为肖耿、巴曙松、任颀、王鹏飞教授。



北大汇丰智库微信公众号



PHBS **智库**
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>