

提升债券市场监管能力， 着力推动高质量发展*

• 林晚发¹ 陈思均²

(1, 2 武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)

【摘要】党的二十大报告中强调，“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”。要推进高质量发展，就需要进一步深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济的能力。有鉴于此，本文结合报告中“构建高水平社会主义市场经济体制”的两点内容“健全资本市场功能，提高直接融资比重”“依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险的底线”，首先，系统阐释我国债券市场相关情况；其次，结合相关事实介绍债券市场中存在的问题，并结合相关理论与文献对问题背后的机制进行解释；最后，结合债券市场发展目标，给出未来的研究方向。

【关键词】债券市场 高质量发展 债券定价效率 资源配置效率

1. 引言

随着我国经济进入高质量发展阶段，不同类型企业的多样化融资需求日益迫切。资本市场作为现代金融体系的重要组成部分、市场化配置资源的主战场，其功能的发挥有利于整个市场资源的合理配置，从而服务于实体经济的发展。而作为资金直达实体经济的重要渠道，债券市场在服务我国经济高质量发展方面正发挥着越来越重要的作用。因此，激发债券市场活力，规范债券市场监管秩序，是新时期提高直接融资比重，助力我国高质量发展的重要攻坚方向。基于债券市场的重要性，本文选择以债券市场为论述对象，并基于党的二十大报告中“构建高水平社会主义市场经济体制”这一理论包含的“健全资本市场功能，提高直接融资比重”和“依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险的底线”这两个观点，对债券市场存在的问题进行论述

* 基金项目：教育部人文社科青年基金项目“僵尸企业与债券定价扭曲：基于金融分权的解释研究”（项目批准号：22YJC630081）。

通讯作者：林晚发，E-mail: linwanfa2013@163.com。

与探讨。

企业外部融资方式有直接融资与间接融资两种类型。间接融资的关键在于金融中介参与，俗称交易对手。换言之，资金供给与需求双方通过交易对手进行借贷关系；而直接融资是指没有金融中介作为交易对手，资金供给与需求双方直接进行借贷关系。对于企业来说，相比间接融资，直接融资成本比较低，信息更透明，更有利于资源合理配置。更为重要的是，在现阶段金融去杠杆与稳杠杆背景下，来自银行的间接融资越来越困难，企业有动机寻求更多的直接融资机会。同时，政府部门相关政策也进一步加快了债券市场发展以及债券市场扩容（比如债券通、债券注册制），为企业直接融资提供了重要场所。

金融活动是指与货币、货币流通、信用等直接相关的经济活动。对于债券市场来说，信用是债券市场发展的根基。债券市场信用既包括发行人信用，也包括中介机构的信用。发行人信用越好，信息披露质量越高，越有利于债券的合理定价，实现债券市场资源合理配置；市场中介信用越好，越能够给出更为关键的外部信息，进而强化债券市场风险防范与预警，实现高质量发展。

2. 中国债券市场相关情况

2.1 中国债券市场现实发行情况

据作者对中国债券市场余额 10 年历史存量统计，可以看到债券市场规模在稳步提高，从 2013 年的 40 万亿元到 2021 年的 130 万亿元，增加了 2.5 倍，并已经成为全世界第二大债券市场。^① 另外，我们看到中国债券市场余额/GDP 的比例超过了 100%，但是美国这一比例大约为 200%，因此中国债券市场直接融资比例存在一定的提升空间，以便更充分发挥债券市场相关功能。

从债券种类分布来看，中国债券市场以国债、地方政府债、金融债为主导，三种债券规模约占整个市场的 66%。对于通俗意义上来讲的企业债（包括企业债、公司债与中期票据），规模只占到 15%，因此企业债市场也有待扩容的空间。这里需要说明的是，中国债券市场债券种类复杂多样，其原因主要是债券发行一直实行审批制度，而不同类型债券的审批监管机构又不相同，且监管机构之间相互孤立，进而导致企业可以根据自身需要选择发行不同类型的债券。

2.2 债券市场功能

对于一般企业来说，债券作为一种直接融资方式，相比银行贷款，一般借贷成本更低，能够帮助实现企业利润最大化。同时，黄继承等（2022）研究结论表明，债券融资能够向市场传递企业的积极信号，部分种类的债券还能通过替代融资渠道的方式迫使银行降低借贷成本。因此，债券市场

^① 数据来源于 Wind。

一方面通过向企业提供更优质的资金，另一方面通过定价机制传递企业私有信息，影响企业借贷市场议价能力，并从多个维度提高企业的可持续发展能力。

对于城投企业来说，此类公司承担了地方政府的基础设施建设与公益项目等公益性服务，通过这些公益性项目助力地区经济发展与人民生活质量改善，从而实现共同富裕。作为非营利组织的城投企业，投资的资金部分来源于债券市场，因此债券市场的发展有利于城投公司获得更多高性价比的债券融资，从而有利于城投公司与整个地区既定目标的实现。

对于地方政府来说，地方政府债务风险逐步攀升，庞大的债务偿付额对地方政府造成了巨大的财政压力，也给地方经济发展与社会稳定带来了巨大危害。据 Wind 数据统计，截至 2021 年末，我国宏观杠杆率高达 263%，地方政府债务占 GDP 比例已超过 75%，突破了 60% 的国际警戒线。更值得关注的是，城投债作为地方政府的隐性风险也居高不下，占地方政府债务与 GDP 的比例分别高达 53% 与 38%。因此，随着地方政府债务规模的扩张，债务风险特别是城投债风险引致的潜在系统性金融风险成为政府和学者关注的重点。特别地，党的二十大报告中明确提出，依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险的底线，其中一个重要议题就是防范化解地方政府债务风险。而债券市场的发展为地方政府防范与化解债务提供了一个可行渠道。一方面，地方政府通过债券市场发债，使得地方政府债务显性化，有利于测算地方政府债务风险与化解风险；另一方面，地方政府可以通过置换债的发行，降低地方政府债务成本，来减小当地的债务风险。

对于我们整个国家来说，债券市场可以成为央行货币政策的工具。存款准备金、公开市场业务、利率调控等操作可以通过影响债券市场来进一步扩大政策效力和影响范围。此外，国家还可以直接发行国债筹集资金。

2.3 债券市场功能实现的逻辑

债券市场发挥作用的核心在于债券市场定价效率。债券市场定价效率越高，其资源配置的效率就越高，整体市场作用发挥也越好。

(1) 债券定价与债券违约风险。从理论上来说，债券违约风险对市场与投资者的危害程度受到债券定价效率的影响。如果债券市场定价合理，债券风险溢价能够在很大程度上弥补投资者承担的额外违约风险，那么债券违约对于市场与投资者来说就是可以接受的。换言之，只要债券准确定价，即使在存在违约或者违约常态化背景下，整个市场不会对违约产生太多的敏感效应，整体债券市场就会得到投资者的持续关注，进而有利于市场的进一步发展。

(2) 信用评级机构等信息中介与债券定价。债券市场定价效率的重要影响因素之一是市场额外信息的供应。作为债券市场信息收集和发布的核心机构，信用评级机构产出信息的多少和准确性决定了市场额外信息的供应，直接影响了债券市场进行定价的整体效率。存在相关研究表明，承销商、会计事务所、担保机构、律师事务所等信息中介功能的发挥能在一定程度上影响债券市场的定价效率。因此，这些信息中介也是值得关注和研究的主题方向。

3. 中国债券市场相关问题

3.1 信用评级相关问题

在一个成熟的资本市场上，债券投资者通常会参考企业的信用评级来对债券发行人的质量进行衡量，另外监管部门也会参考企业信用评级来决定企业是否被允许进入公共债务市场。例如在 2021 年之前，我国债券市场要求企业拥有债券 AA 及以上评级才能顺利发行债券。同时，已有国内外大量研究表明：信用评级存在信息效应，能够对现有市场信息进行整合，同时通过自身调研获得企业私有信息，并将这些信息反映到评级结果中。正是由于信用评级含有私有信息，所以能够影响市场投资者的相关行为。

然而，中国信用评级与国外信用评级相比存在一定的差异。具体来说：

第一，比较中美信用评级市场现状发现，美国信用评级机构以标普、惠誉和穆迪三大评级机构为核心，三者占据了评级总量的 96.5%；而中国评级机构数量众多，没有形成类似美国的信用评级市场格局，主要表现为竞争性市场。这也使得我国评级机构在竞争性环境中，为了保持业务与发展，在一定程度上会迎合客户的要求，从而出现评级质量较差的问题。

第二，结合中国的债券信用评级分布可知，在债券发行时，AAA 评级作为最高级别占整个债券市场债券比例达到 63%，AA+ 占 23%，两者之和达到了 86%，这与国外债券市场信用评级分布相比存在一定的不同。上述数据事实也进一步说明评级集聚在 AA+ 和 AAA 高等级上，导致评级信息含量较少，也就无法准确识别债券的信用风险，即信用评级信息功能受到影响。同时，作者也统计了违约债券的评级分布，我们发现 AA+ 占 31%，AAA 占 20%，这个结果也进一步说明我国信用评级存在比较严重的虚高现象。

基于我国债券信用评级存在的问题，我们总结了 3 个可能的解释：

(1) 在发行人付费模式下，评级机构的收入来源于被评级企业，因此二者之间存在评级和利益的冲突。评级机构为了获得业务与收入可能会出现评级迎合的行为。

(2) 中国信用评级市场竞争激烈，并且随着外资评级机构的进入，竞争将白热化。同时，由于各类评级机构综合影响力相差较小，在争夺业务和利益的情况下，评级机构就会出现评级购买和评级迎合的行为。

(3) 2021 年之前我国信用债市场要求 AA 及以上才能发行债券，从而倒逼企业与机构进行评级包装来提高信用评级，以达到发行评级门槛。

3.2 债券定价相关问题

债券定价效率一直是一个比较重要的概念，但又是一个难以衡量的概念。Ding 等 (2022) 定义了债券市场一二级价差，即以二级市场第一天或者第一周的债券价格作为基础，来衡量债券发行价

格的准确性, 他们的研究发现中国信用债市场存在一级市场定价扭曲现象。

基于上述债券定价效率的衡量, 我们使用一级市场票面利率减去二级市场票面利率来观察债券在一级二级市场的不同反应。统计结果显示, 只有中期票据这类债券出现了负利差, 也就是说中期票据在一级市场的价格高于二级市场, 这代表二级市场并不认可一级市场的发行价格, 即一级市场定价存在扭曲现象。进一步观察中期票据的溢价情况发现, 在财政较差的省份、国有企业、城商行发行的这些债券中, 一二级市场溢价更加显著。定价扭曲将损害市场价格发现功能, 进而影响债券市场资源配置效率, 阻碍直接融资扩大。

对上述债券市场一二级价差的现象, 我们试图从地方政府干预与银行参与两个视角进行相应的解释:

(1) 从地方政府干预角度来说, 由于债券市场中存在一部分信息相对劣势的投资者, 地方政府和银行则利用信息优势来吸引这些投资者进入地方债券的一级市场, 将高利率的地方债务包装成低利率的债券发行, 从而完成化债, 减轻债务压力。另外, 我们也发现相比非僵尸企业, 僵尸企业债券的票面利率更低, 一二级市场价差更大。如果以僵尸企业度量地方政府的干预, 地方政府为了维持僵尸企业的运营, 不仅通过银行间市场的扶持补助企业, 还帮助企业在债券市场融资。在金融分权下, 地方政府利用当地的银行资源, 帮助企业承销债券、包装发行, 压低票面利率, 营造出优质债券的信息, 从而成功融资。

(2) 从银行参与角度来说, 在银行承销商资金有限, 包销难以实现时, 银行更倾向于以低票面利率策略发行债券。由于低票面利率会释放债券优质的信息, 会吸引更多投资者参与认购从而保证发行成功。这就导致了一级市场债券价格过高, 二级市场不认可一级市场溢价的现象。这个观点也得到了文献的支持, Ding 等 (2022) 证明了银行承销商为了获得业务, 对一级市场参与者进行返费, 从而补偿参与者因为一二级市场价差而产生的账面损失。王治国 (2018) 使用拍卖模型, 验证了地方政府债券存在一二级市场价差, 并证明其原因在于银行参与发行, 地方政府与银行合作压低票面利率从而节省融资成本。

综合上述观点, 中国债券市场存在信用评级严重虚高以及一级市场定价扭曲的问题, 中国债券市场的债券定价效率较差, 进而导致资源配置效率不佳, 严重制约了债券市场直接融资比例的提高。

4. 中国债券市场未来研究方向

在健全资本市场功能、提高直接融资比例, 以及降低系统性风险的背景下, 债券市场未来的研究可以着重于以下三个方面:

(1) 关注城投债的发行与违约情况。其一, 随着城投公司数量的递增, 城投公司的功能作用体现在哪些方面。换言之, 城投公司如何服务地方政府相关建设有待深入研究。其二, 由于城投公司是非营利机构, 那么地方政府如何支持城投债发行, 支持的方式有哪些, 市场如何看待这些支持方式。其三, 随着地方政府隐性担保能力的减弱, 城投债的违约风险越来越大, 采取什么样的方式可以减小城投债违约的影响。

(2) 关注银行承销商的作用。现有研究对于银行承销商的研究仅仅局限在承销角色, 而银行承销商的投资角色还没有得到应有的关注。未来的研究可以着重关注银行投资角色, 进而分析银行对

于债券一级市场定价效率的影响。另外，债券型基金行为也可以作为银行投资数据的分析工具。

(3) 完善中国信用评级功能。随着债券注册制实施，债券发行不再强制要求债项评级，同时国外评级机构已经在国内市场开展业务。在此背景下，未来信用评级研究可以考虑：债券注册制是否会影响评级质量；外资评级机构进入对于本土评级机构评级质量的影响；评级机构被监管处罚对于评级质量的影响；企业更换评级机构的经济后果。

◎ 参考文献

- [1] 黄继承, 雍红艳, 阚钰. 企业发行债券与贷款成本 [J]. 世界经济, 2022, 45 (9).
- [2] 金成晓, 李傲. 财政补贴、僵尸企业与经济结构 [J]. 商业研究, 2021 (5).
- [3] 王治国. 政府干预与地方政府债券发行中的“利率倒挂” [J]. 管理世界, 2018, 34 (11).
- [4] Ding, Y., Xiong, W., Zhang, J. Issuance overpricing of China's corporate debt securities [J]. Journal of Financial Economics, 2022, 144 (1).

Improve the Regulatory Capacity of the Bond Market and Strive to Promote High-quality Development

Lin Wanfa¹ Chen Sijun²

(1, 2 Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan, 430072)

Abstract: The report of the 20th National Congress of the Communist Party of China emphasized that “high-quality development is the primary task of building a modern socialist country in all respects”. To promote high-quality development, it is necessary to further deepen the financial supply-side structural reform and enhance the ability of finance to serve the real economy. In view of this, this paper combines two points in the report under “building a high-level socialist market economy system”: “improve the functions of the capital market, increase the proportion of direct financing”; “bring all types of financial activities under supervision in accordance with the law and guard the bottom line of no systemic risk”. Firstly, we systematically explain the situation related to China's bond market; secondly, we introduce the problems in the bond market with relevant facts and explain the mechanism behind the problems in combination with relevant theories and literature; finally, we give the future research directions in combination with the development goals of the bond market.

Key words: Bond market; High-quality development; Bond pricing efficiency; Resource allocation efficiency

专业主编：潘红波