

ZHONGGUO XINYONGZHAI SHICHANG
FAZHAN YANJIU

中国信用债市场 发展研究

陈学彬 [英] 罗恩·安德森 (Ron Anderson) 等著

 復旦大學 出版社

ZHONGGUO XINYONGZHAI SHICHANG
FAZHAN YANJIU

中国信用债市场 发展研究

陈学彬 [英] 罗恩·安德森 (Ron Anderson) 等著

 復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国信用债市场发展研究/陈学彬等著. —上海:复旦大学出版社, 2021.4
ISBN 978-7-309-15479-5

I. ①中… II. ①陈… III. ①债券市场-研究-中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字(2021)第020513号

中国信用债市场发展研究

陈学彬等著

责任编辑/李 荃

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路579号 邮编:200433

网址: fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

门市零售: 86-21-65102580 团体订购: 86-21-65104505

外埠邮购: 86-21-65642846 出版部电话: 86-21-65642845

上海春秋印刷厂

开本 787×960 1/16 印张 32.25 字数 596 千

2021年4月第1版第1次印刷

ISBN 978-7-309-15479-5/F·2766

定价: 68.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司出版部调换。
版权所有 侵权必究

本书为中国国家自然科学基金(NSFC)
和英国经济社会研究理事会(ESRC)联合支持的中英合作研究项目
“中国债务资本市场的功能、结构和发展研究”^①的研究成果

^① 项目批准号:71661137008

导论	001
第一章 中国信用债市场宏观效应	007
第一节 债券市场发展与金融稳定	008
第二节 债券市场发展与宏观调控效率	022
第三节 经济转型期中国信用债最优发展模式	030
第二章 中国信用债市场微观结构	041
第一节 中国信用债市场微观结构现状	041
第二节 信用债市场微观结构的国际比较	078
第三节 中国信用债市场质量评估分析	089
第四节 中国信用债市场的有效性检验——基于流动性和违约风险的 信用利差研究	102
第五节 中国债券市场质量评估——基于银行信用评级的信息质量及 次级债事前约束	118
第三章 中国地方政府债市场发展	135
第一节 地方政府债券发行概况	135
第二节 地方政府债券利差影响因素研究	145
第三节 地方政府债务的不确定触发及其代偿风险研究	156
第四节 从发行定价探究城投债担保的有效性研究	169
第五节 兜底预期与债务估值	182
附录	195
第四章 中国企业债市场发展	198
第一节 中国企业债券市场的发展现状及问题	198
第二节 中国企业投融资的结构与效率分析	212

第三节	中国企业债券定价信息效率分析一:行业利差分解视角	239
第四节	中国企业债券定价信息效率分析二:基于可转债发行动机和 宣告效应	275
第五节	中国企业债估值和评级	308
第六节	中国信用债违约风险预测模型研究	326
第五章	中国债务衍生市场发展	368
第一节	国内外债务衍生市场的发展现状与问题	368
第二节	中国利率期货市场的功能评估与完善	377
第三节	中国信用衍生市场的发展与功能完善	400
第六章	中国信用债市场监管	409
第一节	中国信用债市场监管体系演变	409
第二节	信用债市场风险防范的国际经验	421
第三节	中国信用债市场监管体系的完善	436
第七章	研究结论和建议	447
	参考文献	486
	附录 标准普尔、穆迪、惠誉国际的信用等级符号	508
	后记	509

改革开放 40 多年来,中国经济高速发展,国内生产总值(gross domestic product, GDP)总量从 1977 年的 3 250 亿元人民币(折合 1 930.4 亿美元^①)增加到 2019 年的 988 458 亿元人民币(折合 143 634.8 亿美元),年均增长 9.41%,人均 GDP 从 1977 年的 344 元人民币(折合 204.3 美元)增加到 2019 年的 70 892 元人民币(折合 10 276.4 美元),使中国从一个贫穷落后的国家迅速成长为世界第二大经济体,跻身世界经济大国之列(见图 0-1)。

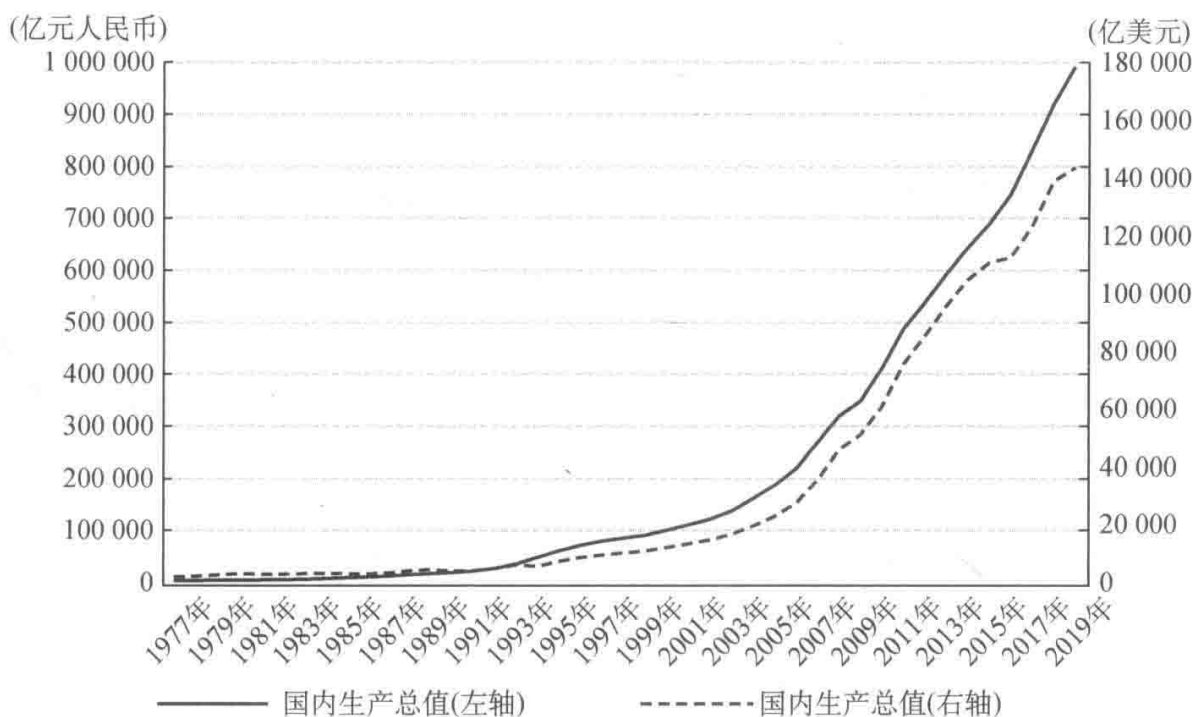


图 0-1 中国改革开放以来国内生产总值变动

(数据来源:国家统计局网站)

中国经济的高速发展离不开金融市场发展的大力支持。截至 2019 年年底,中国社会融资规模存量已经高达 251.41 万亿元人民币^②,约为当年 GDP

① 按年平均汇率计算。资料来源:中国国家统计局统计数据网站, <http://www.stats.gov.cn/tjsj/>。

② 资料来源:中国人民银行社会融资规模统计数据网站, <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/3750274/3750282/index.html>。

的 2.54 倍。当年新增社会融资规模 25.67 万亿元人民币,为当年 GDP 增加额 7.26 万亿元人民币的 3.54 倍,是 2002 年的社会融资规模 2.01 万亿元人民币的 12.77 倍,年均增长 16.14%(见图 0-2)。

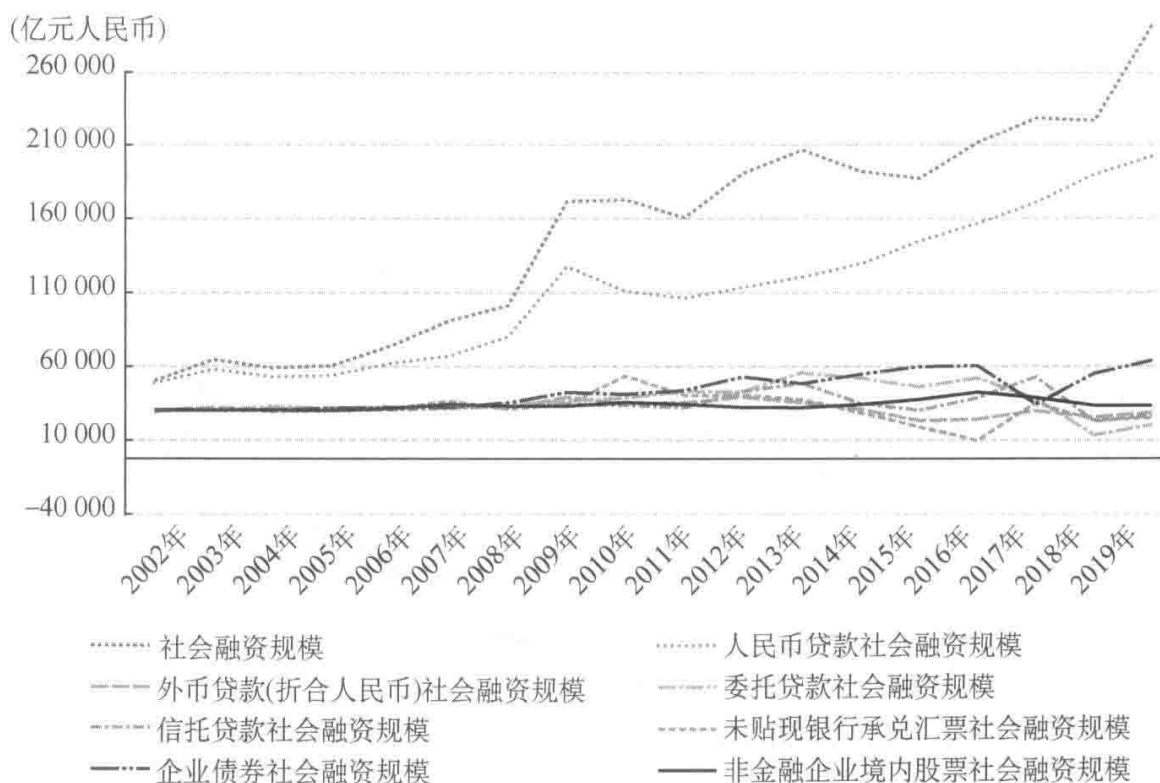


图 0-2 中国社会融资规模增量变动

(数据来源:国家统计局网站)

在中国快速增长的金融市场中,间接融资仍然占据绝对的主导地位。2019 年年底,各项贷款存量高达 176.64 万亿元人民币,占社会融资规模存量的 70.26%,而股票、债券融资规模仅 74.77 万亿元人民币,仅占 29.74%。但在社会融资增量中,2019 年各项贷款增量为 15.47 万亿元人民币,比 2002 年的 1.94 万亿元增长 6.97 倍,占 2019 年社会融资增量总规模的 60.26%;股票、债券融资增量为 3.69 万亿元人民币,比 2002 年的 995 亿元人民币增长 36.09 倍,占 2019 年社会融资增量总规模的 14.37%。显然,直接融资的规模虽然仍然偏低,但增长速度远远超过间接融资,在支持经济增长中将扮演更加重要的角色。

在中国快速增长的直接融资中,股票融资增长相对缓慢,债券融资增长更加迅速。2019 年,非金融企业境内股票融资增量为 3 479 亿元人民币,占整个社会融资增量的 1.36%;其融资存量为 7.36 万亿元人民币,占整个社会融资存量的 2.93%。2019 年,各种债券融资增量为 8.46 万亿元人民币,占整个社会融资增量的 32.96%;各种债券融资存量达 62.97 万亿元人民币,占整个社会融资存量的 25.05%。这充分反映出债券市场在中国金融市场中日益重要的地位。

债券是融资者向社会借债筹措资金时,向投资者发行并承诺按约定条件支付利息和偿还本金的债权债务凭证。债券的发行是以到期还本付息为前提的。但不同的债券发行人到期还本付息的能力是不同的,因此,其债券投资者面临的债券违约风险也是不同的。

根据债券发行主体的差异可以将债券划分为政府债券和企业债券。政府债券又可进一步分为中央政府债券、地方政府债券,以及外国政府和国际机构债券;企业债券可以进一步划分为金融企业债券和非金融企业债券等。

政府债券通常是以国家信用和财政收入为担保发行的,其违约的风险甚小。它的发行和流通价格的高低通常反映了无风险(无信用风险)利率的变化。因此,政府债券通常被称为利率债。中央银行票据和政策性金融债的违约风险很低,也被归为利率债。

其他大量的工商企业和金融机构发行的债券通常是以发行人的信用为担保发行的债券,而发行人在偿债期内的信用状况具有不确定性,所以该类债券具有一定的信用风险。因此,该类债券被称为信用债,具体包括企业债、公司债、短期融资券、中期票据、分离交易可转债、资产支持证券、次级债等品种。为了弥补该类债券的投资者可能面临的信用风险损失,信用债的利率通常包含相应的信用风险溢价,而不同信用债的违约风险不同,使其信用风险溢价也不同。这种根据债券的信用风险进行定价的市场机制使信用债的发展具有巨大的活力和空间。

1981年发行我国改革开放后的第一只国债(48.66亿元)以来,中国债券市场逐步发展。10年后,1991年年底国债存量达到1 103.52亿元,比1981年增长21.68倍。但债券市场仍仅有国债一个品种。中国信用债市场建立是从1992年11月第一只可转债发行(5亿元)开始的。到2000年年底,信用债存量规模已经达到10 284亿元,增长2 055.8倍,市场占比从0.33%上升到38.83%,发展迅速。但这时信用债结构较为单一,主要以金融债为主,占37.17%,而企业债仅占1.17%。

21世纪以来,中国信用债市场进一步迅速发展,规模加速扩大(见图0-3),到2019年9月底,其存量规模达到57.34万亿元,比2000年增长54.8倍,市场占比提高到60.74%,为2019年8月底社会融资规模存量216.01万亿元的26.54%。

中国信用债市场不仅规模巨大,而且结构也在逐步优化(见表0-1),除了金融债和同业存单仍然在信用债市场数一数二外,为非金融企业融资服务的公司债、中期票据、资产支持债、企业债和短期融资券也得到快速发展。仅短期融资券2019年前三季度就发行29 585.50亿元,占债券市场发行总量的8.75%。中国信用债市场的发展为中国经济的发展提供了大量的资金支持,在中国金融市场上占有十分重要的地位。

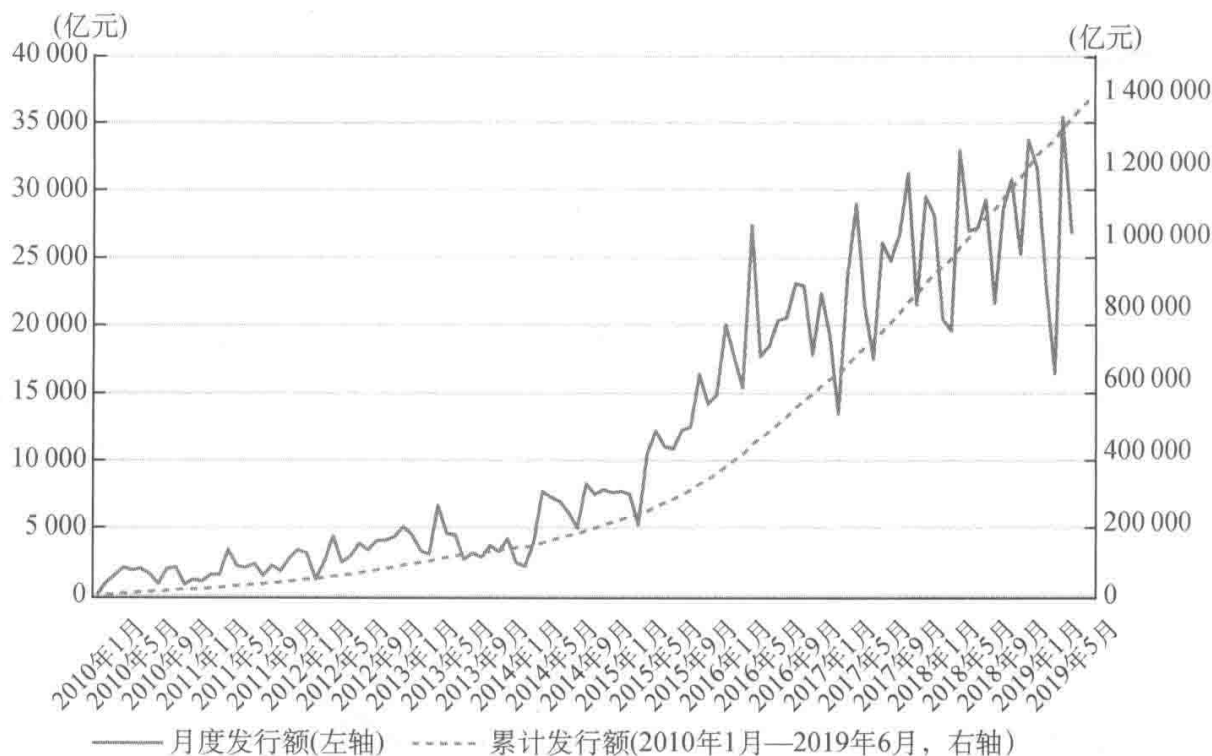


图 0-3 中国信用债发行规模

(数据来源:同花顺 iFinD)

表 0-1 中国信用债发行规模和结构

	债券发行			2010年1月—2019年6月累计发行	
	2010年 (亿元)	2018年 (亿元)	增长 (%)	金额 (亿元)	比重 (%)
金融债	1 089	17 864	1 641.19	93 752	6.82
企业债	3 099	2 611	84.24	45 709	3.33
可转债	717	792	110.44	5 782	0.42
可交换债券	—	479	—	3 511	0.26
可分离可转债	—	—	—	—	—
公司债	525	17 374	3 308.08	89 406	6.51
资产支持证券	—	21 312	—	67 963	4.95
中期票据	4 993	17 472	349.93	101 172	7.36
短期融资券	7 293	33 755	462.82	228 123	16.61
同业存单	—	210 991	—	688 709	50.13
非公开定向债务融资工具	—	5 484	—	49 202	3.58

(续表)

	债券发行			2010年1月—2019年 6月累计发行	
	2010年 (亿元)	2018年 (亿元)	增长 (%)	金额 (亿元)	比重 (%)
国际机构债	—	55	—	365	0.03
项目收益票据 (project revenue note, PRN)	—	—	—	119	0.01
信用债券发行总额	17 717	328 189	1 852.43	1 373 811	100.00

数据来源:同花顺 iFinD。

中国信用债券市场快速发展,不仅市场规模迅速扩大,而且市场结构也逐步优化,市场基础设施建设逐步完善,市场机制和市场功能(包括融资功能、定价功能、风险防范功能等)正在逐步地得到较为有效的发挥。但中国信用债市场在发展中也逐步暴露出市场建设中存在的一些问题,如市场分割的问题、市场定价机制不完善的问题、债券评级虚高调整滞后的问题,以及违约风险上升等问题。这些问题从不同角度和层次制约着中国信用债市场的健康发展,需要中国经济、金融理论界和实务界深入研究,寻求有效的解决方法。

由中国国家自然科学基金(National Natural Science Foundation of China, NSFC)和英国经济社会研究理事会(Economic and Social Research Council, ESRC)联合支持的中英合作研究项目“中国债务资本市场的功能、结构和发展研究”(项目号:71661137008),在复旦大学经济学院金融研究院陈学彬教授和英国伦敦政治经济学院的安德森(Ronald W. Anderson)教授共同带领的中英项目组十多位教授、副教授和博士、硕士研究生的共同努力和协作下,对中国债务资本市场的功能、结构和发展问题进行了较为系统深入的研究。信用债市场是中国债券市场的主体市场,是未来最具发展活力和潜力的市场,也是目前存在较多问题的债券市场,自然成为本项目研究的重点之一。在项目组对中国信用债市场发展研究的系列成果的基础上形成了本书。

本书共分七章。第一章中国信用债市场宏观效应,重点讨论信用债市场发展与经济发展、金融稳定和宏观调控效率的关系,以及经济转型期中国信用债的最优发展规模和结构问题。第二章中国信用债市场微观结构,重点讨论中国信用债市场结构的现状和问题,国际比较、有效性检验和质量评估。第三章中国地方政府债市场发展研究,重点讨论中国地方政府债券发行的现状和问题,包括地方政府债券利差决定、地方政府债务的不确定性触发及其代偿风险、城投债担保的有效性、中国式兜底预期与债务估值等。第四章中国企业债

市场发展,重点讨论中国企业债券市场的现状和问题、企业投融资的结构与效率、企业债券定价的信息效率、企业债券的估值与评级、信用债违约风险预测等问题。第五章中国债务衍生市场功能、发展与完善,重点讨论国内外债务衍生市场的现状和问题、中国利率期货市场和信用衍生市场的功能评估与完善。第六章中国信用债市场监管,重点讨论中国信用债市场监管制度、风险防范的国际经验和监管体系的完善。第七章为研究结论和建议。

中国信用债市场宏观效应

债务市场的违约是近年来各类金融危机的根源,美国次贷危机、欧洲主权债务危机充分说明了政府债务规模和信用风险管理对于金融稳定的重要性。政府债券市场在金融体系的有效运行和资源配置中发挥着重要的作用。政府债券是金融体系的基础。其中,国债作为中央政府债券,其收益率往往是一国的无风险收益率,相当于整个债券市场的定价锚。地方政府债的规模和质量则影响着金融市场的效率,良好的政府债务管理对于维护金融体系的稳定有着重要作用。信用债市场是企业直接融资的重要渠道,债券市场的发展能够降低金融系统对银行贷款的依赖性,避免由于银行体系倒塌而导致的经济系统崩溃,降低金融危机带来的负面影响。另外,杠杆周期引领着金融市场的繁荣与衰退。债券作为重要的金融资产,其抵押价值的变化也影响着债券市场的价格。高质量的信用债在金融市场中能够作为抵押品流通,对其抵押价值的监控有助于调控杠杆周期造成的资产价格波动。

债券市场与宏观政策实施效率也息息相关。在经济全球化进程中,债券市场的对外开放激发了人民币结算需求,推动了人民币国际化的进程。债券市场是货币政策传导的重要途径,央行公开市场操作主要通过回购市场传递价格信号;在短期利率接近零下界(zero lower bound)的情况下,以调控抵押和杠杆为主的创新型货币政策逐渐被重视,而债券作为新型货币政策的主要抵押品,其在货币政策传导中的作用也愈发明显。

本章从国债、地方政府债、信用债、指数化债券等方面分析了债券市场与金融稳定的关系,并从金融对外开放、货币政策传导、融资效率等角度探讨了债券市场与宏观政策的联系。在此基础上,结合国际成熟债券市场经验,本章从违约处置、市场监管、信息披露、评级体系、债券定价、衍生品市场等方面,提出了中国信用债市场进一步发展的展望和建议。

第一节 债券市场发展与金融稳定

一、国债的定价与避险功能

国债依托于一国的经济情况,具有较高的信用水平,在资本市场上扮演着安全资产的角色。国债除了有最基本的储蓄投资功能,还可以作为抵押品获得融资,具有较高的杠杆价值。充足的国债能够降低整个市场的融资成本,有学者(Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen, 2012)发现,随着美国政府债券占GDP比例的上升,Aaa级^①公司债券的利差随之下降。另外,国债收益率作为一国的无风险收益率,相当于整个债券市场的定价锚,在金融体系中发挥着重要作用。因此,国债市场功能的完善对整体金融市场的稳定至关重要。

目前,中国的国债市场尚不成熟,在规模和流动性方面都有待提升。根据中美国债发行量和存量数据(见图1-1),可以发现2010—2018年来我国国债占总发行债券的比重总体呈下降趋势。2010年,我国国债发行金额占债券总发行金额的70%。随着债券市场的发展,债券种类不断丰富,融资途径增多,所有债券发行总额上升;相比之下,国债发行金额的增速缓于债券市场总量增速,国债占比也随之下降。至2018年,我国国债仅占总债券发行金额的15%左右。在美国债券市场中,国债发行量占比稳定维持在30%左右。美国国债不仅能满足本国个人和机构的投资需求,还被国外投资者广泛持有。随着中国债券市场的对外开放和人民币国际化的推进,中国国债市场的投资者结构不断完善,中国政府债在境外投资者中的认可度也将不断提升;另外,随着资管新规的实施,保本银行理财逐渐消失,低风险偏好的投资者将逐渐转向其他安全资



图 1-1 中美国债发行占总债券发行金额比重

(数据来源:证券业与金融市场协会 SIFMA、同花顺 iFinD)

^① 标准普尔、穆迪、惠誉国际的信用评级等级符号参见书末附录。

产,国债的需求量或许会随之增加,中国的国债规模还有较大的扩展空间。

目前,我国国债的发行缺乏独立性,其发行量多受财政赤字的影响,还有相当一部分国债的发行是用来购买外汇的。另外,当前我国流通中的国债规模较小,可流通的记账式国债发行后,大部分额度被商业银行等机构投资者持有至到期,很少在二级市场买卖。在这种情况下,国债难以真正成为货币政策的调节工具。国债在金融市场上的作用是其他资产无可替代的,增加国债流通量,提高国债流通效率,发挥国债在债券市场上的重要作用,是债券市场走向成熟的必经之路。

我国国债还有一个明显特征,即发行期限结构失衡。如图 1-2 所示,国债发行期限主要集中在 2~20 年这个区间,处于此区间的国债占有所有期限类型国债总量的 63%。若将政策性金融债包括在内,则这一特征更为明显。如图 1-3 所示,政策性金融债的平均发行期限为 5 年左右。美国各类期限国债中:发行最多的一年以内的短期国库券,占有所有国债的 74%;其次是 2~10 年的中期国库券,占比为 24%;最后,10 年以上的长期国库券占 2%。

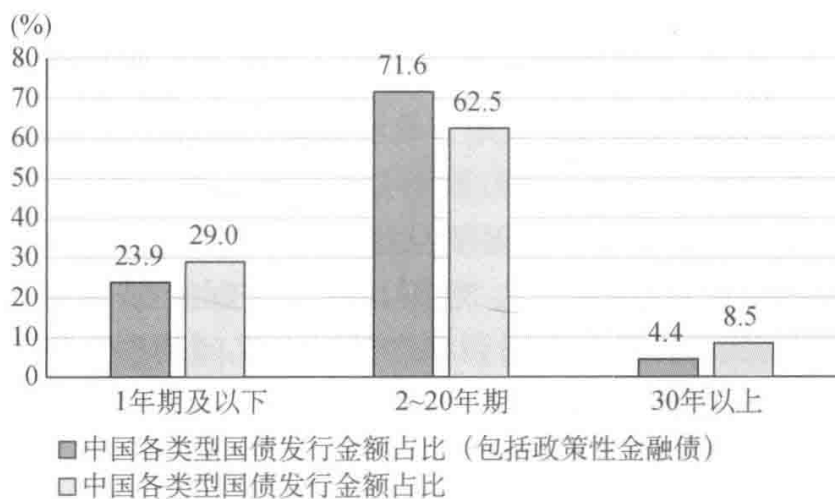


图 1-2 中国各类型国债发行金额占比(2018 年)

(数据来源:同花顺 iFinD)

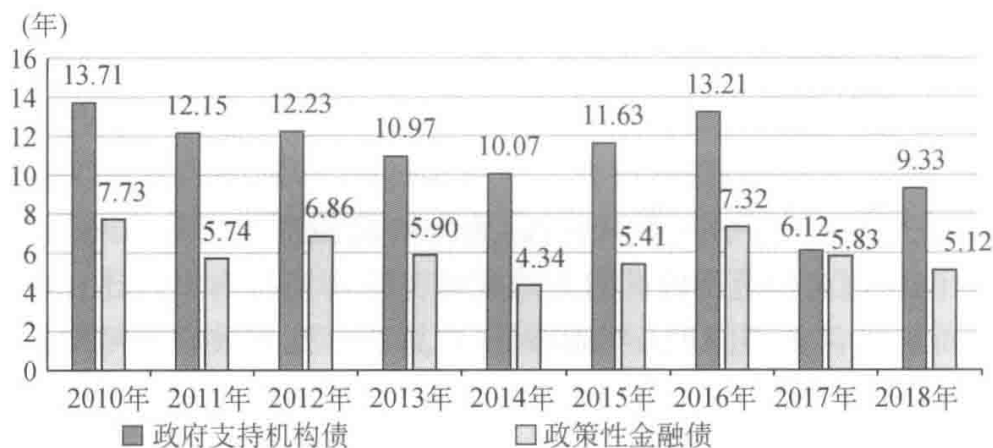


图 1-3 中国政府支持机构债与政策性金融债平均发行期限

(数据来源:同花顺 iFinD)

期限结构的不合理制约了债券市场的发展。国债收益率曲线作为债券市场的基础数据,对整个债券市场的定价有着特殊意义。目前,国债期限长度多集中在中间部分,1年以内和10年以上品种发行量较低,这削弱了国债利率作为无风险利率的定价功能。两端期限债券发行频率较低,发行次数少;相比之下,国开债发行的频率较高,其流动性也高于国债,在一定程度上反而承担了国债的功能。为了完善国债期限结构,应当提高1年以内和10年以上债券的发行规模和频率,并采取一定的激励措施提高承销商的积极性。提高关键期限国债的发行频率和发行规模,有助于保持债券在市场上的活跃程度,为市场提供稳定的价格信号,发挥国债利率的标杆作用。

二、地方政府债务与隐性担保

2008年,美国次贷危机引发全球金融危机,受此影响,中国面临经济周期调整压力,财政收入大幅减少,地方财政收支压力增加。为应对此局面,中国2009年财政预算安排了2000亿元的地方政府债发行额度以扩大内需,至此,地方政府债券正式开始发行。在起步阶段,地方政府债券采取财政部代发的方式。2009—2011年,财政部每年代发2000亿元地方政府债券,并由财政部还本付息,资金作为收入纳入省级地方政府预算,不做赤字,发行期限为3年。财政部代发代还的模式决定了地方政府债的信用等级与国债类似,且当时地方政府债招标发行的利率限制在国债收益率上下15%的区间内,因此各地发行的地方政府债券利率差别较小。然而,各地政府在经济基础、财政状况、偿债能力等方面大有不同,财政部的担保和收益率区间的限制影响了债券市场的定价功能,3年的期限也与长期的政府投资项目不匹配,急需更有针对性、更加市场化的地方债发行方式。

2011年10月,上海市、浙江省、广东省和深圳市作为“自发自还”试点,在国务院批准额度内共计发行地方政府债券229亿元。2013年,新增江苏省和山东省作为自行发债试点省,发债总额度增加到700亿元。2014年,上海市、广东省、山东省、北京市等10个省市开始自行组织发行地方政府债券,同时财政部出台《2014年地方政府债券自发自还试点办法》,对地方政府债券的发行进行规范。2014年,《预算法》进行了第一次修正,2015年起正式实施,部分政府性债务通过债务甄别纳入预算管理,地方政府债券成为地方政府举债的唯一合法途径,中国全国范围内的地方政府债券全部实行自发自还。此前,地方债务体系尚未建立,按照1994年颁布的《预算法》,地方政府不得举债(法律和国务院另有规定的除外),这样一来,地方政府纵有发展本地经济的动力,也无法直接向公众或者银行融资,并且无法通过提供担保来间接获取资金;而地方政府又有较重的基建投资压力,于是通过地方政府融资平台举债,城投债便是

这一特定历史阶段的产物。中国地方政府债务规模的急速膨胀,加剧了人们对地方政府债务违约风险的忧虑。一旦地方融资平台违约,地方财政将难以填补窟窿,地方政府与商业银行必将陷入危机,从而促使中央政府救援,其结果无非是通过各种方式(比如,向银行系统注入资本金,成立新的资产管理公司以帮助银行剥离不良资产,甚至帮助地方政府还款),将地方政府债务与商业银行不良资产转变为地方政府的当期财政赤字与中央政府的累积政府债务,这会给地方和全国的经济带来深远的负面影响(王永钦等,2016)。

2015年年末,地方政府融资再度受到监管重视,2015年12月颁布的《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》规定了城投债三年置换过渡期。地方政府债务置换是将债务延后的一种偿还方式,是地方政府为了缓解债务压力,通过适当的利率折合借来新债还上旧债。就其本质而言,地方政府债务置换只是将短期高利率的风险债务转换为长期低利率的较为安全的债务。具体来说,就是将短期银行贷款和信托贷款等债务形式转换为3年及3年以上期限的地方政府债券。地方政府融资的“隐性担保”不仅不具备法律有效性,而且个别地方政府财政风险过大,债权存在着悬空的风险,地方债置换意味着地方政府认领了其负有偿还责任的债务,标志着我国地方政府融资模式向市场化、规范化和透明化转变。

美国是世界上最早发展市政债券的国家,其发展模式和监管体制较为成熟。美国地方政府债券的主要形式是市政债券。美国作为联邦制国家,其政府机构由联邦政府、州和地方政府组成,并在此基础上形成了三级财政体制。在各级政府关系的处理上,美国坚持总体原则和各级地方政府自治原则,即各级政府有权处理自身事务,独立发行地方政府债券。美国地方政府债券类型多样,从发行主体层级角度来看,包括州政府发行的准主权债券和州以下地方政府发行的债券。州及州以下地方政府发行市政债券不需要上一级政府的批准或同意,但发行一般责任债券需要经过严格的预算审批程度,有的还需要全民公投。市政债券的收益率比较低,但投资者可以免除利息收入的联邦、州和地方所得税。

在美国,市政债券一般可分为两类:一种是直接由政府出面发行的,以政府一般征税能力为担保的债券,这种债券被称为一般责任债券(general obligation bond);第二种是以地方政府特定的事业收入为担保来发行的债券,又称为收益债券(revenue bond)。收益债券的发行人不一定是政府,政府的代理机构和授权机构也可以发行,主要由发债融资所支持的特定项目或者事业的收入来支持,如公用设施、收费公路、机场或者港口的收入等。

如图1-4和图1-5所示,和美国相比,中国的地方政府债发行量和存量占比都非常高。截至2018年,中国地方债发行量占比达到33.6%,存量规模呈