

中国债市：走向更大且更开放

中国国内债券市场的发展和开放将有利于推进经济发展新阶段

彭博有限合伙企业

内容提要

国内债券市场的日益壮大和日趋完善，以及向全球投资者的进一步开放，是中国过去四十年来迅速推进金融市场改革和开放的一个缩影。债券市场的持续发展和开放将有利于中国经济向更具有可持续性和活力的增长转型。

中国的债券市场仍有巨大的潜力可以挖掘。我们以主要发达市场和新兴市场作为基准进行分析，发现中国债券市场的规模虽已达到全球第二，但相对于中国的经济总量而言，仍有进一步增长的空间。衡量增长的另一个主要维度是外资的参与。我们预计截至 2025 年外国投资者的中国债券持有量将增长近 16 倍。

这样的增长将惠及中国，同时也对外资具有吸引力。中国债券会在不久的将来被纳入彭博巴克莱全球综合指数，而这将成为一个重要里程碑。中国债券市场的庞大规模、分散投资效应和较高的回报率很可能会吸引外国投资者，而这反过来也将为市场的进一步发展和开放提供动力。

为充分发挥债券市场的潜力，应当采取一系列政策措施，其中有些更宜早不宜迟。我们的主要建议如下：

- 统一发行及监管标准、拓宽发行途径，并提高与发行相关的披露要求；
- 改善信用评级和企业信息披露；加快外资信用评级机构的准入；
- 拓宽债券通项目，并放松债券资金汇回规则；
- 丰富外汇风险对冲工具；
- 采取措施消除政府隐性担保以实现市场定价，从而为市场的正常运行扫除一个主要障碍。

一、 债券市场的作用

通过提供更多的复杂工具并扩大外资的参与让债券市场发挥更大作用，对于支撑中国在新发展阶段的增长至关重要：

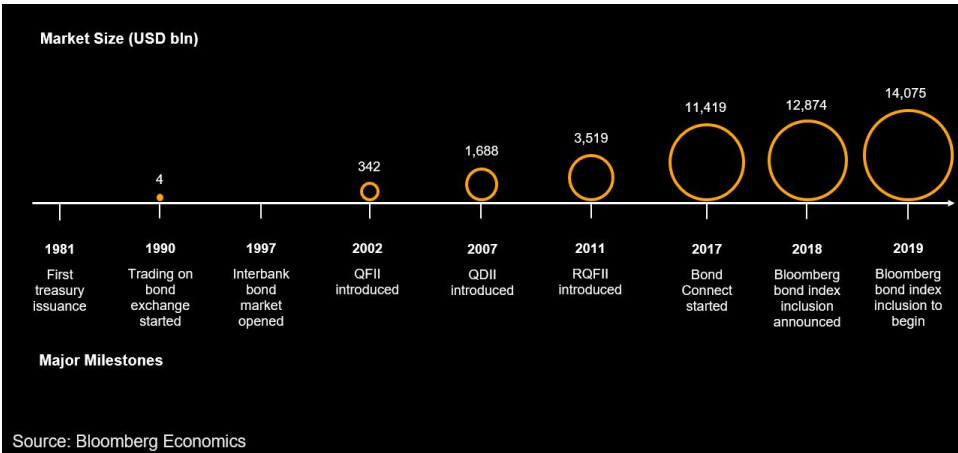
- 这将有助于企业资金来源的多样化，使经济不再依赖于以银行为主导的融资模式。作为比股票更稳定的融资渠道，债券可以成为比股票更重要的资本市场资金来源。债券市场中的金融创新，对于改善私营企业的资金可获得性以及降低其资金成本尤为重要。
- 中国长久以来一直以更好地发挥市场在经济中的作用为目标。广泛的投资者基础和开放的债券市场交易将为企业带来有效的纪律约束，并促进良好的公司治理和高效的资源配置。

- 中国金融市场在谨慎管理下的持续开放将加快多方面的进步。与国际市场更深入、更牢固的连接将进一步提升效率并促进多元化。而对国际经验的借鉴和国际最佳模式的推广也将有助于债券市场加快发展速度。
- 债券市场的进一步发展也将惠及宏观经济管理。债券市场的良好运行有利于货币政策的传导。而通过分散银行系统的风险，其还可以为抑制金融风险助一臂之力。

二、 债券市场的增长

中国债券市场的增长速度令人惊叹。自第一支国债于 1981 年发行，银行间债券市场于 1997 年开办以来，债券市场的规模已从 1990 年代初的 40 亿美元增长到目前的逾 12 万亿美元，成为全球第三大债券市场。

图 1 中国债券市场发展历程中的主要里程碑



在相对短的时间内，该市场在多个维度取得了进展：

- 产品显著增多。在最初的十年中，该市场只有政府债券发行，直到**1993**年中国人民银行开始发行票据。此后，企业债和金融债开始发行。而随着**2005**年以来产品创新速度的加快，市场上涌现了多种多样的工具，特别是信用产品。
- 债券市场已从当初通过行政手段分销国债，发展为一个拥有成熟结构的**市场**。**1990**年，债券开始在交易所进行交易。而银行间市场在上世纪九十年代末诞生后即成为债券交易的主要场所，拥有逾**90%**的市场份额。
- 包括债券、银行间同业拆借、回购和衍生品在内的不同市场板块逐步形成。

中国债券市场的开放始于 15 年前。

- 国际机构于**2005**年开始在中国发行人民币计价债券，即熊猫债。而人民币计价债券的海外发行，即点心债，始于**2007**年。
- **QFII 和 RQFII**：合格境外机构投资者（**QFII**）制度于**2002**年启动，允许海外投资者以美元投资中国境内债券。该制度后来被拓宽到允许以人民币投资，即人民币合格境外机构投资者（**RQFII**）制度。
- 在**2010**年，中国允许外国中央银行及其他几类机构在获得批准后直接进入中国的债券市场。这个试点项目被称为代理模式（**CIBM Direct**）。之后，该项目涵盖了更多类型的境外机构，并且其规则在**2015**年之后有所放松。

- 债券通：该制度于 2017 年启动，允许国际投资者通过进入中国银行间市场，投资在外汇交易中心系统（CFETS）上交易的债券。
- 外国央行、主权财富基金和几家国际机构于 2015 年获准直接参与银行间市场，而该市场占中国债券市场逾 90% 的份额。随后，外国机构投资者获得市场准入。
- 为了促进与国际接轨，监管部门也采取了一些技术性措施。例如于 2018 年放宽国际评级机构准入规则。在交易系统上，现在彭博终端已经实现了与中国国内的债券交易系统（CFETS）的直连。在代理模式（CIBM Direct）和债券通（Bond Connect）两种模式下的债券交易都可以通过彭博终端执行。这一连接与彭博系统的广泛运用相结合，为境外机构进入中国在岸债券市场提供了便捷通道。

三、 充分发掘潜力

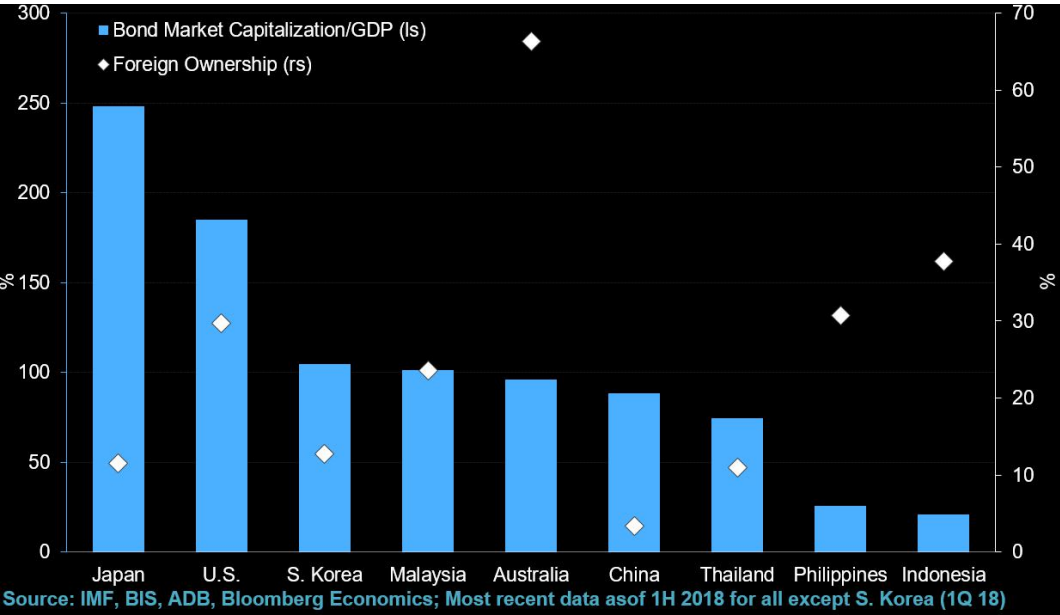
尽管增长和发展迅猛，但中国债券市场仍有很大的发展空间。

从绝对体量上来看，中国债券市场的规模庞大。然而相对于中国的经济总量，却仍有着巨大的发展空间。中国债券市场的规模相当于本国 GDP 的近 90%，就债市的发展来说已优于许多经济体，但这一水平远低于美国的 185%。在美国，债券市场在资金募集中起着重要作用。此外，中国的债市规模占 GDP 比重也低于一些新兴市场经济体，如韩国和马来西亚。

外资参与是中国可以显著提高的一个方面。中国债券市场中的外资持有比例约为 3%，与对照国的差距更大。澳大利亚约三分之二的债券由外国投

资者持有，而美国约 30%的债券由外国投资者持有。在各发达经济体当中，日本债券市场中的外资持有比例处于低端，略高于 10%。在新兴市场经济体中，印度尼西亚（40%）和菲律宾（31%）债券的外资持有比例较高，而韩国（12%）和泰国（12%）较低。

图 2 债券市场规模及外资参与率：国际比较



外国投资者的比例有限，导致中国在全球经济与金融市场中所处的地位不匹配：中国是全球第二大经济体，2018 年约占全球经济总量的 16%；中国在全球贸易中的占比约为 12%，是位列欧洲之后的第二大贸易体；然而目前中国在全球主要债券指数中的权重为零。

不过这种状况即将改变。中国国债和政策性银行债券将从 2019 年 4 月起纳入彭博巴克莱全球综合指数，并将在 20 个月内分步完成。待完全纳入

后，中国将在这个总市值 54 万亿美元的指数中拥有 6% 的权重。这意味着长期来看将有大量资金流入中国。

金融市场扩大开放将为中国和国际投资者带来双赢前景。正如我们前面讨论的，对于中国来说，不仅可以吸引外资，促进风险分担，还可以加快借鉴全球最佳经验的步伐。

中国债券市场的规模之大，使外国投资者无法忽视其存在。而该市场的吸引力还来源于其它几个重要方面。

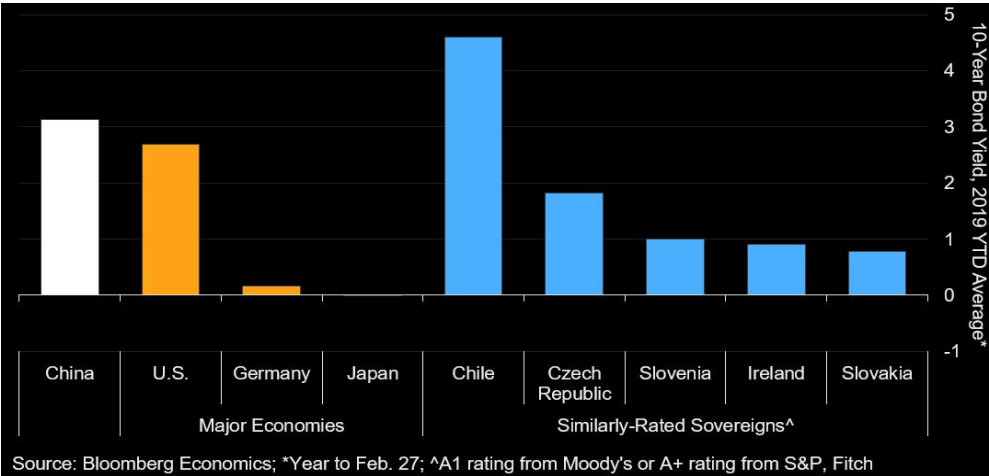
图 3 债券市场相关性



- 中国债券市场与全球债券市场的相关性较低，因此具备分散投资的益处。一项国际清算银行研究（2017）显示，中国 10 年期国债收益率的变动几乎不受美国国债的影响。

- 中国与美国 10 年期国债收益率的滚动相关性虽然已有所上升，但仍远低于德国和美国的相应国债收益率之间的相关性。

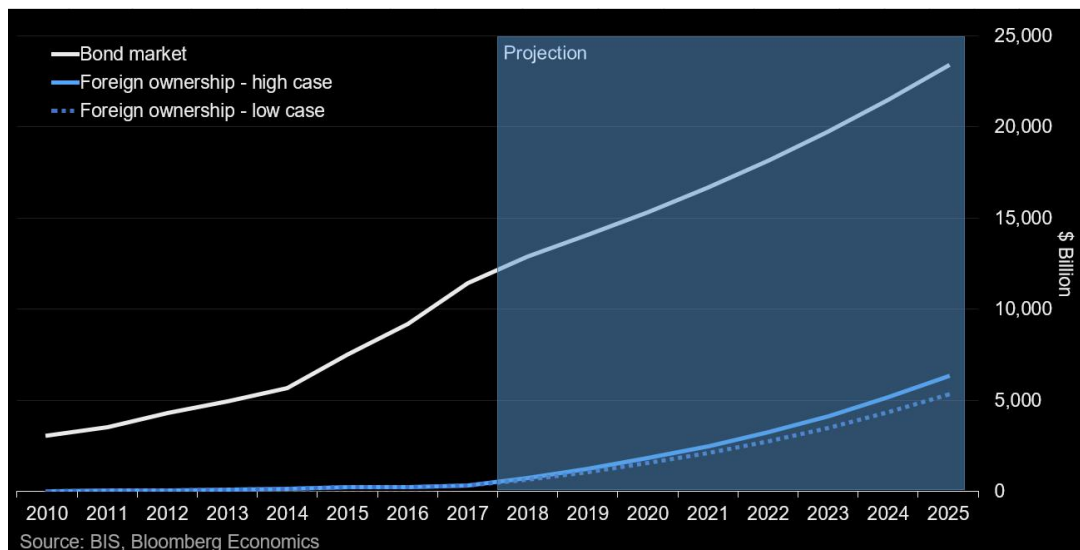
图 4 债券收益率：国际比较



- 中国 10 年期国债的收益率高于美国、德国和日本 10 年期国债收益率。
- 中国的收益率在拥有相似信用评级的经济体当中也是相当高的。

当然，一些亚洲邻国曾在 1990 年代因过快开放市场而付出不稳定的代价，这些经验提醒我们有必要慎重行事。中国目前的做法，即先向拥有耐心的长期投资者开放，是合乎情理的。

图 5 债券市场预测



中国人民银行前行长周小川曾预测债券市场的市值与 GDP 之比将达到 100%。而目前中国债券市场市值与 GDP 之比是 89%，已非常接近该水平。基于相同的 GDP 增速假设，这意味着中国债券市场的市值将于 2025 年达到 23.4 万亿美元，即 2017 年规模的两倍，但仍低于美国债券市场目前的市值。

关于外资持有占比，乐观的预期是 27%——即发达市场和新兴市场经济体的平均值，而悲观的预期是 23%——即新兴市场平均值。在乐观的情况下，外国投资者持有中国债券规模可能增长近 20 倍，达到 6.3 万亿美元。悲观而言，相应的持有规模预计为 5.3 万亿美元。

四、 亟待解决的问题

为充分发掘市场潜力，需要应对若干关键问题。

- 多个监管机构的存在导致监管套利

中国的公司债市场由三大机构监管。国家发改委负责审批国有企业的中长期债券发行。中国人民银行负责监管银行间市场，而中国银行间市场交易商协会则在中国人民银行的指导下监管市场上的超短期融资券、短期融资券和中期票据发行。中国证监会负责监管交易所市场，以及该市场上相应债券的发行。

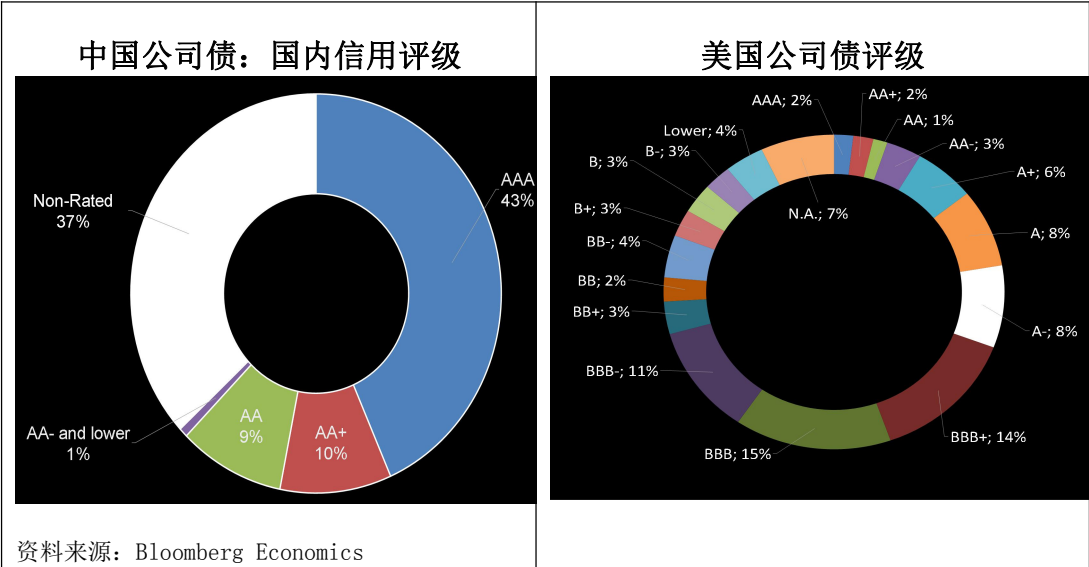
当多个监管机构的职能存在重叠时，就会出现监管套利。一家公司向一个监管机构申请批准失败后，成功获得另一个监管机构批准的情况切实存在。

- 信息披露和信用评级

一个突出问题是信息的不充分和透明度的缺乏，其结果是投资者无法做出充分基于信息的决策。发行人信息披露的规范性和质量不一，并且常常低于成熟市场中的发行人标准。

信息披露的另一方信用评级是一个需要显著改善的领域。

- 中国公司债券的信用评级高度集中。根据彭博综合评级指数，大多数有评级债券的评级为 AAA、AA+和 AA。截至 2018 年底，43%的未偿付债券拥有 AAA 评级，而评级为 AA+和 AA 的债券分别占 10%和 9%。评级为 AA-和以下的债券仅占 1%。此外，大量债券没有评级，这部分债券占债券余额的 37%。



相比之下，美国市场中债券的评级就非常多样化。根据彭博综合评级指数，截至 2018 年底，评级为 AA-和以上的债券仅占美国市场上债券余额的 8.4%，而评级为 BBB+、BBB 和 BBB-的债券占比分别为 14%、15%和 11%。无评级债券的占比不到 7%。

- 中国公司债券的评级标准与全球债券市场上广泛认可的标准有所不同，这也对国际投资者造成困扰。其结果就是，国内和国际市场上的评级常常存在巨大差异。例如：中国在岸市场上评级为 AAA-的发行人在海外市场上的评级可能介于 A 和 BBB+之间。这给海外投资者衡量和管理其债券投资组合信用风险上造成了困难。
- 这也导致了对于本地评级是否能体现债券信用风险的担忧。

表 1 部分债券发行人的本地评级和国际评级

	本地评级	全球评级
武汉地铁集团有限公司	AAA	A

南京扬子国资投资集团有限责任公司	AAA	BBB+至 A-
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	AAA-或 AAA	BBB+至 A
安徽省投资集团控股有限公司	AA 至 AAA	A-
深圳高速公路股份有限公司	AA 至 AAA	BBB-至 BBB
重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司	AA+	BBB 至 BBB+
株洲市城市建设发展集团有限公司	AA-至 AA+	BBB-
扬州市城建国有资产控股(集团)有限公司	AA-至 AA+	BBB-至 BBB
嘉兴市城市投资发展集团有限公司	A+至 AA+	BBB-

从根本上来说，信用评级中的这些问题是由政府的隐性担保造成的：

- 评级集中在区间高端的现象可部分归因于历史上违约事件极少这个事实。根据彭博数据，2015 至 2018 年仅有 212 起违约事件，总计 1,870 亿元人民币。相对于市场规模来说，这个数字几乎可以忽略不计。
- 历史上的低违约率反映出政府帮助或扶持陷入困境的企业的倾向。评级机构和投资者都相信大多数国企，甚至部分私企，受到中央和地方政府的支持。这种情况下，评级结果反映的更多是政府的隐性支持，而不是发行人的债务信用风险。
- 对于显性或隐性政府担保的依赖，在很大程度上是因为企业信息披露的不透明。

银行持有居主导，致国债流动性分布不均。

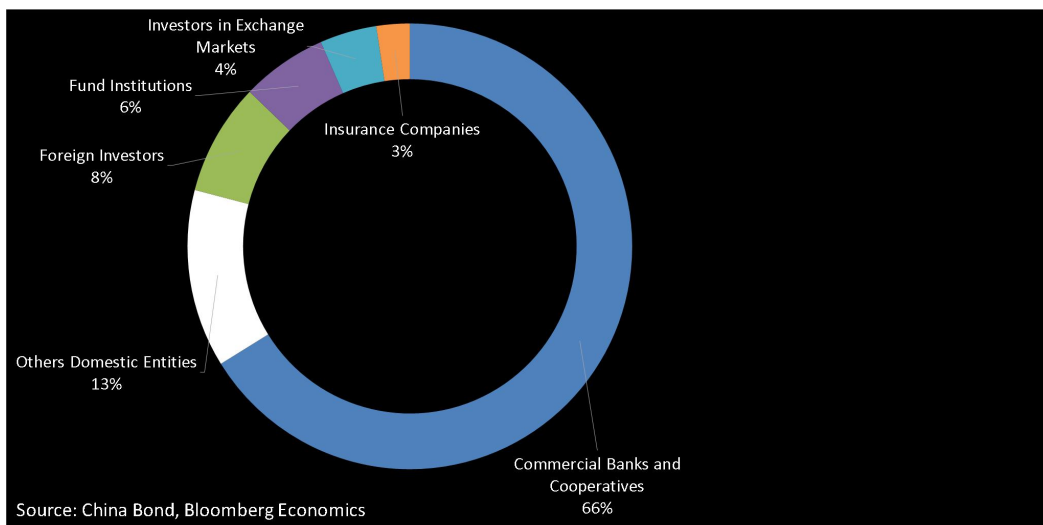
根据中债登数据，截至 2018 年底未偿国债中的近三分之二由银行持有。其他投资者的持有比例非常低。一个突出的例子是投资基金和保险公司的持

有比例仅为 9%。相比发达经济体，这是一个非常低的比例。在发达经济体，此类长期机构投资者是债券市场的最重要参与者。

令人鼓舞的是，在债券通的促进下，外国投资者的持有比例在过去一年迅速增长，国债持有比例达到 8%。

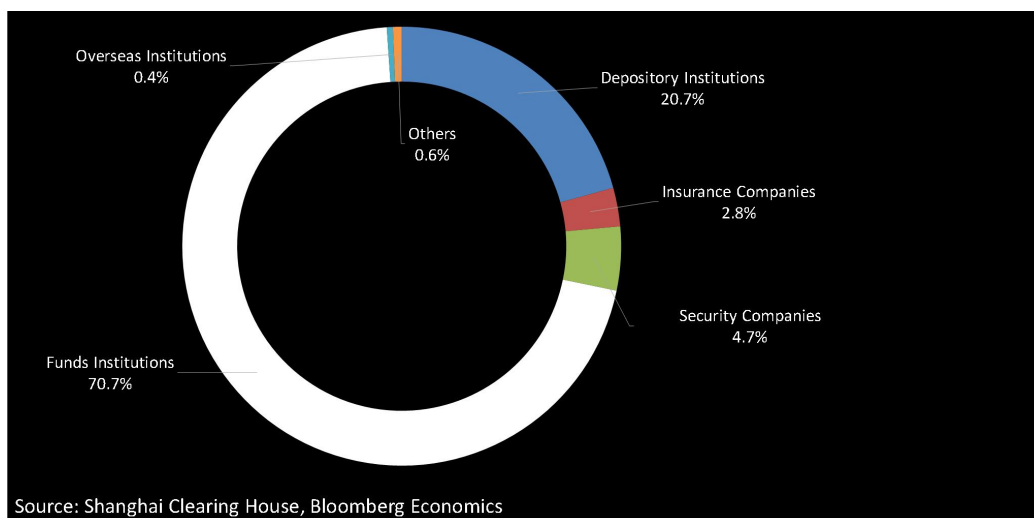
在各银行买入并持有的趋势下，以银行为主导的投资者格局导致交易和流动性集中在某些期限的债券。1 年期和 10 年期国债的交易比较活跃。相比之下，其它期限债券的交易较有限，导致这些市场板块的流动性较低。

图 6 中国国债投资者结构



长期资金的缺乏使公司债向短期限倾斜

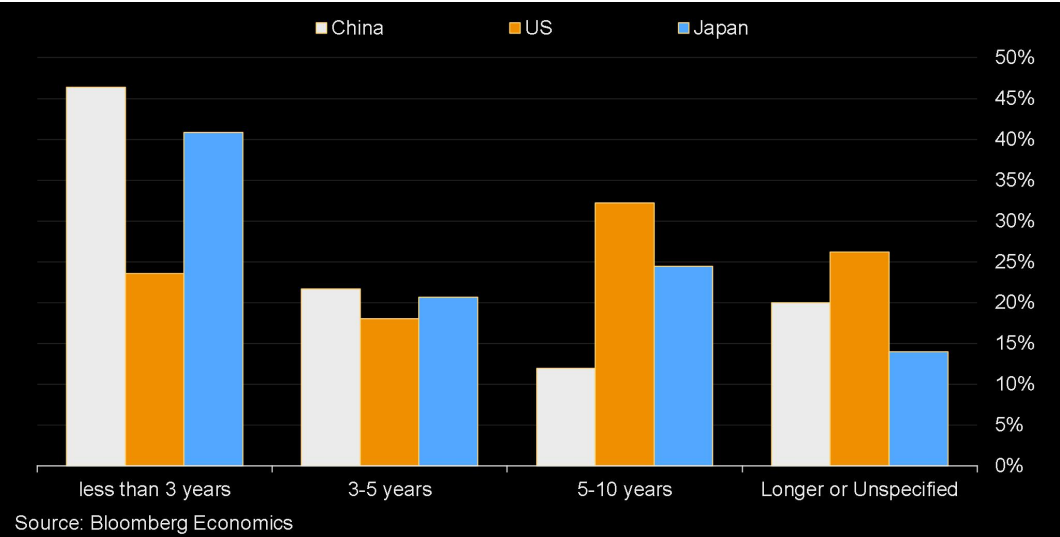
图 7 公司债券投资者结构



公司债券投资者中存在着另一种高集中度。根据上海清算所数据，在 2018 年底，约 70% 的未偿付公司债券（包括超短期融资券、短期融资券和中期票据）由基金类机构持有，包括共同基金和银行理财产品。其第二大投资

者群体是银行，占该市场的约五分之一。海外投资者的参与几乎可以忽略不计。

图 8 按久期划分的债券结构：中国、美国和日本



高集中度的投资者结构使中国公司债券市场有着强烈的短期化倾向，这限制了债券市场提供长期资金的重要功能，尤其在企业的项目投资上。2018 年底时，未偿付债券中的近一半到期日在 3 年以内。相比之下，美国公司债在期限分布上均匀得多，并且 5-10 年期债券最多。

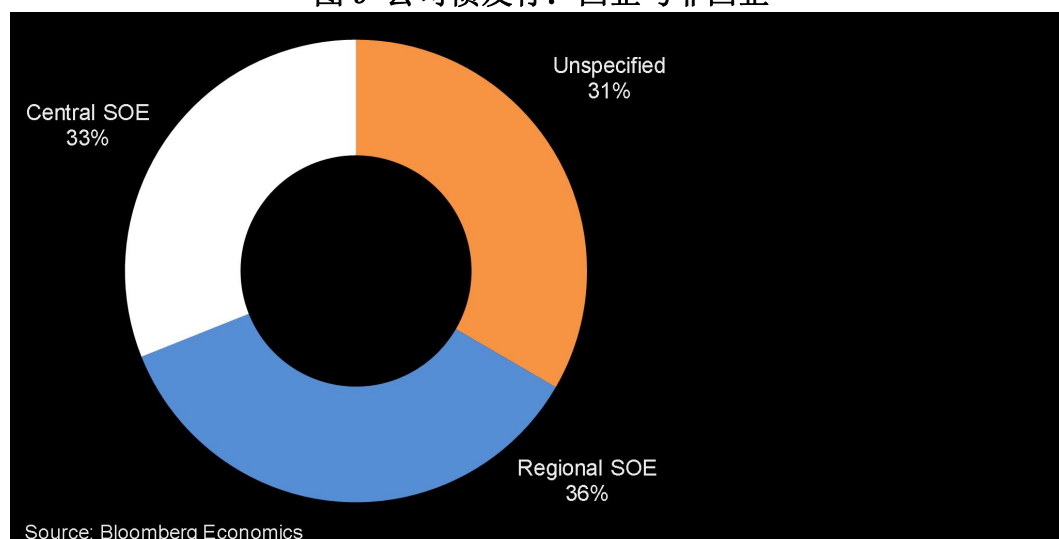
投资基金的投资期较短主要是因为以下几个因素：

- 基金类机构的投资期设定受到其产品期限影响，而后者通常较短。例如，作为重要的债券投资资金来源的银行理财产品，其存续期通常在一年以下。

- 在中国，长期投资的文化还有待发展。基金类机构的最终投资者 – 通常是企业和个人投资者 – 有着频繁交易的倾向，经常利用市场的震荡进行交易。
- 如前所述，信息的不足使长期信用前景的评估成为一个很大的挑战，也导致投资者偏好短端。

私营企业融资难

图 9 公司债发行：国企与非国企



私营企业在债券发行中所占的比例较小。彭博数据显示，中国市场上近70%的未偿付公司债由中央或地方国有企业发行。考虑到其余31%的“未指明”债券中仍有相当一部分是政府相关实体（如地方政府融资平台）发行的债券，私企在债券市场实际所占的份额甚至更低。正如我们在前面的章节讨论的，隐性担保和信息披露不充分是债券市场被国有企业主导的重要原因。在信息十分有限的市场中，政府对国有企业的支持使私营企业处于不利地位。

五、 政策建议 - 一致性是关键

为了中国债券市场的进一步发展，主管部门可以考虑下述政策：

- 政府有必要根据其承诺采取切实措施，统一不同监管机构的发行和监管标准。
- 长期来看，主管部门可以考虑取消债券发行审批流程。这样做可以降低债券发行壁垒，让更多企业能够以较低成本进入债券市场。此类措施的最大受益者将是私营企业和小企业。
- 作为过渡步骤，可以先简化审批流程。这样可以降低发行门槛。同时应当制定更严格的披露要求。这样，市场将有可能对更多公司进行评估并判断它们的信用可靠程度，也可以拓宽投资者基础。
- 在市场开放和违约率上升的趋势下，信用评级和信息披露的改善尤为必要。应当以更好地反映发行人信用状况，促进信用评级体系与国际规范接轨作为目标。应当加快外国评级机构的准入。
- 促进中国市场发展的一项重要措施是告别政府的隐性担保，允许市场对风险进行正确定价。应当以此作为中长期目标来开展工作。
- 市场参与者的多元化对于长期发展至关重要。近年来主管部门已在这方面做出大量努力。提高养老基金等长期投资者的市场份额，将是有效、可行的下一步举措。

- 拓宽债券通项目：建议允许包括回购、利率掉期、国债期货等衍生品在债券通下进行交易；允许境外投资者不仅可以与做市商进行交易，也可以直接与其他境外投资者进行交易。
- 拓展对冲工具，降低外汇市场对冲成本——这是影响外国机构参与中国金融市场的关键因素之一。

为促进金融市场开放的不断推进，必须确保始终一致的降低壁垒政策。由于担心政策转向风险，外国投资者对于进入中国市场常常顾虑重重。例如，对股票交易的限制以及 2015 年金融市场震荡后人民币交易成本的上升给投资者留下了长久和深刻的印象。投资者信心的重建将需要耐心和恒心。

**该报告由彭博亚洲首席经济学家舒畅、彭博经济学家曲天石、Justin Jimenez 撰写。*