



# 债券非市场化发行视角下的地方分化与风险防范

## Local Differentiation and Risk Prevention in Non-Market Bond Issuance

李 田

**摘 要：**文章通过定义债券非市场化发行指数，并结合各省市经济情况、新发行债券企业数量变化、债券存量余额变化，对地方国有企业债券发行形势进行了系统分析。研究表明，当前债券市场投资承载力挖掘较为充分，各地方发行出现明显分化，对经济富庶区域债券的投资需求稳定，但继续支撑经济边陲区域、次中区域及部分中坚区域提升杠杆时出现了较为吃力的局面。在未来持续大规模举债假设下，经济富庶区域债券的投资承载力可能进一步压缩，驱动非市场化发行指数向上攀升，届时债券市场的整体脆弱性可能会快速提升，因此，加强债务风险管理势在必行。

**关键字：**债券市场 地方国有企业 非市场发行指数 投资承载力

**Abstract:** This paper analyzes bond issuances by local state-owned enterprises by defining the non-market bond issuance index and combining the economic situation of various provinces and cities as well as the change in the number of newly issued enterprise bonds and the change in the total of bonds outstanding. The results show that bond market investment capacity is now fully tapped and there is a clear divergence among different geographic segments of the market. Investment demand for bonds from enterprises in economically rich regions is stable, but there is less appetite for bonds from remote and lagging regions, as leverage levels in these areas rise. Given the likely need for large-scale borrowing in the future, the investment carrying capacity of bonds from economically prosperous regions may be further reduced, driving up the reliance on non-market bond offers. That could increase the vulnerability of the bond market overall. This paper concludes that it is imperative to strengthen debt risk management.

**Keywords:** Bond Market, Local State-owned Enterprises, Non-market Issuance Index, Investment Carrying Capacity

作者单位：航天科技财务有限责任公司。



近年来，债券市场交易行为研究方兴未艾。唐铭帅（2012）从市场失灵、信息效率低下的角度出发，对异常交易频繁发生的原因做了较完整的归纳；邹庆华（2019）从金融机构分类的角度出发，认为非银金融机构资金更加紧缺，利润诉求更大，因而债券异常交易行为更加大胆和主动；在信用风险逐步暴露的大背景下，张垚晗等（2021）通过大幅折价交易的研究发现，债券异常交易行为的发生已经成为市场开展投资研究、信用风险排查的重要方式和出发点。但是，在刚性兑付不断被打破的今天，地方城投、平台公司相关债券虽然异常交易频繁出现，却依然保持了独特的风险收益特征，由此带来的债务风险积累和资源扭曲配置成为市场不得不持续关注的话题。因此，对各省份地方非金融国有企业（包括城投平台与产业公司，以下简称地方国有企业）的发行形势进行跟踪分析，也成了宏观上防范系统性金融风险、微观上主体投资风险控制的重要一环。

## 债券非市场化发行指数的定义与模型优化

作者已有研究表明，通过假定债券

发行人与特殊投资者间存在隐秘的关联关系，将二级市场异常交易分为“非传统投资者”“价格异常稳定”“三方关联交易”“明显偏离估值”四类<sup>①</sup>，相关异常交易行为能够暴露发行人“做低融资成本、扩大发行规模、身份地位比拼”的特殊意志。经过研究检验，用异常交易占比来定量描绘二级市场“不以投资为目的”交易的比例，进而倒推一级市场的非市场化发行行为，具有较强的风险识别统计意义。

上述研究中的“隐秘关联关系”前提假设，构成了“研究二级市场异常交易识别一级市场发行行为”的逻辑桥梁，这里本文进一步补充说明：一是在国内债券市场实际运行中，由于城投和平台公司等主要发行人为地方国有企业，在“地方政府财权事权不匹配、社会舆论大方向上要求降低企业融资成本和局部地区存在刚性兑付维持稳定需求”的现实情况下，食利群体紧密围绕发行人的特殊需求建立隐秘的关联关系，通过“债值管理”等方式实施非市场化发行业务运作，业务逻辑合理且安全边际较高，吸引了不少中小型非银机构的参与；二是在债券市场实际运行中，在部分发行人债券市场融资渠道受阻的情

<sup>①</sup> 非传统投资者：提取非货币中介撮合、交易金额频繁存在异常的交易；价格异常稳定：提取存续期内同一交易价格反复出现的交易；三方关联交易：提取可能存在甲出售给乙、乙出售给丙、丙再出售给甲的三方对倒交易；明显偏离估值：提取交易净价偏离中债估值净价较大的交易。



况下，地方当局往往对发行人的实际融资成本上限容忍度提高，但对当地的融资声誉和票面利率的管辖却依然严苛，特定投资者通过一级市场批量包销债券后进行折价分销，并对市场化投资者实施价格歧视型售卖，事实上将信用债券的荷兰式投标偷换为了混合式投标，由于此类操作往往通过关联方抽屉协议达成，技术上难以监控，这为财务顾问费、融资顾问费等费用的滋生提供了肥沃的土壤。对于相关操作，新闻媒体曝光时有发生，金融监管部门相关研究（孙天琦，2021）对此也有详细的描述，从市场草根调研来看，涉及规模也着实不小。

本文重新定义债券异常交易占比为债券（发行人）非市场化发行指数，在现有计算模型的基础上，通过对不同的异常交易赋予不同的经验实践权重，对模型予以局部优化改良，具体情况如下。

$$\begin{aligned} & \text{修正后债券非市场化发行指数} \\ & \alpha_1 \times \text{非传统投资者笔数} \\ & + \alpha_2 \times \text{价格异常稳定笔数} \\ & + \alpha_3 \times \text{三方关联交易笔数} \\ & + \alpha_4 \times \text{明显偏离估值笔数} \\ = & \frac{\quad}{\text{单只债券全部二级市场成交笔数}} \\ \\ & \text{修正后发行人非市场化发行指数} \\ = & \frac{\sum \alpha \times \text{发行人全部债券二级市场异常交易笔数}}{\text{发行人全部债券二级市场成交笔数}} \end{aligned}$$

其中， $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ 、 $\alpha_3$ 、 $\alpha_4$ 为经验实践权重，根据中债隐含评级不同赋予不同的数值，如表1所示。

### 各省份债券非市场化发行形势存在明显分化

统计2018年初到2021年10月底数据，对债券市场非市场化发行指数进行分析，如图1所示，2018年初到2020年10月全市场债券市场异常交易占比维持在10%—

表 1 不同情况下异常交易的经验实践权重<sup>①</sup>

中债隐含评级	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\alpha_3$	$\alpha_4$
AAA及以上	100%	100%	10%	100%
AAA-	100%	100%	20%	100%
AA+	100%	100%	30%	100%
AA	100%	100%	50%	100%
AA(2)	100%	100%	80%	100%
AA-及以下	100%	100%	100%	100%

① 从实践中发现，通过“同一交易日出现多笔同一交易量同一交易价格”的债券交易来识别“三方关联交易”，债券信用等级越高，越容易受到做市商过桥交易及同一管理人拆量分户交易的干扰，因此在经验实践权重上，采取了随着信用等级越低，权重不断加大的逻辑，具体数值设置为经验值。



15%区间，波动幅度较小且后期有所下行，但2020年底将上交所私募债固定收益平台行情纳入样本数据后，相关指数波动区间提升到20%—25%。虽然导入新的数据出现了一次性式的冲击，但后期依然维持住了稳定的状态。从这里也可以看出，私募债由于发行便利且相关信息不透明，是债券市场非市场化发行的主力军。

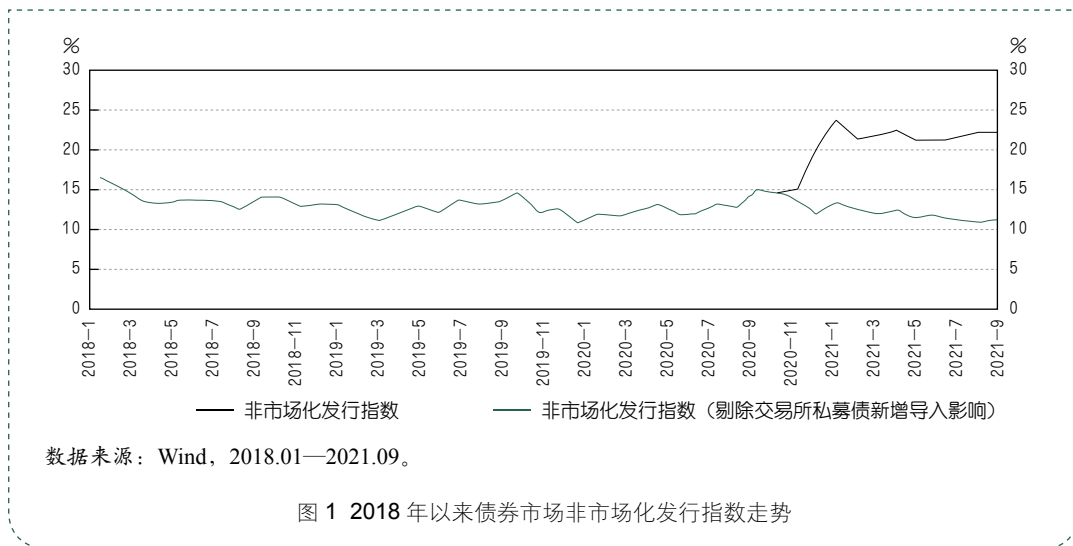
本文将研究重点置于各省份地方国有企业，结合近年来其数量的变化以及债券余额的变化，综合性的对非市场化发行指数进行分析，并将绝对值和变化情况通过高位、中位、低位三种情况和扩张、增长、波动、收缩四种一共12个组合情况进行描述。

对近年来各省市地方国有企业非市场化发行指数进行6个月平均值平滑处理后发现，纳入统计的32个省级和特别行政区

域（不考虑中国台湾与澳门地区），非市场化发行指数走势分成了8个典型特征的组合，具体包括：（1）组合2、指数水平高位增长的贵州、青海2个地方；（2）组合3、指数水平高位震荡的吉林、云南、宁夏、广西4个地方；（3）组合4、指数

表2 绝对值与变化值组合情况分类

组合	绝对值	变化情况
1	高位	扩张
2	高位	增长
3	高位	震荡
4	高位	收缩
5	中位	扩张
6	中位	增长
7	中位	震荡
8	中位	收缩
9	低位	扩张
10	低位	增长
11	低位	震荡
12	低位	收缩





水平高位收缩的河北、山西、内蒙古、河南、天津、辽宁、海南7个地方；（4）组合5、指数水平中位扩张的江西、四川、山东、湖南、重庆5个地方；（5）组合6、指数水平中位增长的江苏、陕西、浙江、甘肃、湖北5个地方；（6）组合7、指数水平中位震荡的安徽、福建2个地方；（7）组合8、指数水平中位收缩的黑龙江、新疆2个地方；（8）组合11、指数水平低位震荡的西藏、广东、香港、上海、北京5个地方。

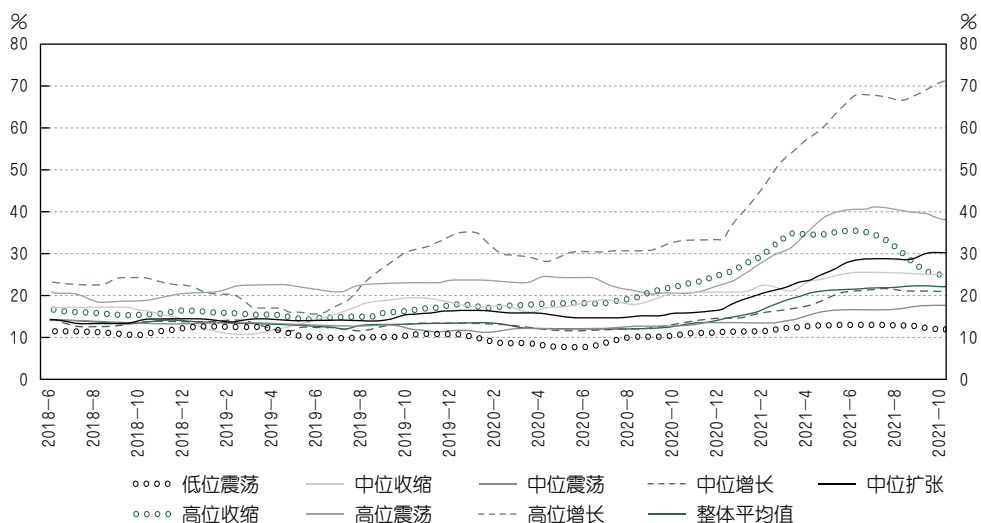
### 债务乱象导致地方非市场化发行形势严峻

本文认为，近年来部分地方积极组建

新的城投、平台公司入市，推升着存量债务规模，相关债务乱象导致地方非市场化发行形势十分严峻。

### 地方国有企业数量变化与非市场化发行指数正相关

为多角度地通过非市场化发行指数研究地方国有企业的发债行为，本文将各省份地方国有企业的数量变化纳入考量范畴。假设2019年以来新进入债券市场的地方国有企业为“新增发债企业”，数量为A，同时假设近3年来未能在债券市场新发行债券的地方国有企业为“暂停发债企业”，数量为B。结合新增或暂停发债对不同省份的地方国有企业数量变化进行分



数据来源：Wind，2018.06—2021.10。

图2 各组合与全国整体平均的非市场化发行指数走势（6个月平滑）



析，统计结果发现，代表地方国有企业数量变化的A、B、A+B、A-B等指标均和非市场化发行指数的组合存在一定的关联性。如图3所示，按照2019年以来新进入债券市场的地方国有企业数量A进行高低排序，相关省份按照非市场化发行指数形成的组合呈现出明显的集中效应，例如，组合五、六、七集中在新增地方国有企业数量较多的地方，组合二、三、四则集中在新增地方国有企业数量较少的地方；在A-B、A+B指标上，也存在此类的现象，这说明非市场化发行指数与地方国有企业的数量变化可能具备相当的正相关效应。

### 债券余额增加是非市场化发行指数增加的重要原因

对各省地方国有企业债券余额变

化按照上文组合也进行分类，统计结果显示，32个省级行政区域债券余额的变化走势也分成了9个典型特征的组合，具体包括：（1）组合1、余额水平高位扩张的江苏、浙江2个地方；（2）组合2、余额水平高位增长的山东、广东、四川、湖南4个地方；（3）组合4、余额水平高位收缩的北京、山西2个地方；（4）组合6、余额水平中位增长的福建、湖北、重庆、江西、陕西、上海、安徽7个地方；（5）组合8、余额水平中位收缩的河南、天津、云南、河北4个地方；（6）组合9、余额水平低位扩张的贵州1个地方；（7）组合10、余额水平低位增长的广西、新疆、吉林、甘肃、宁夏5个地方；（8）组合11、余额水平低位震荡的海南、香港、西藏3个地方；（9）组合12、余额水平低位收

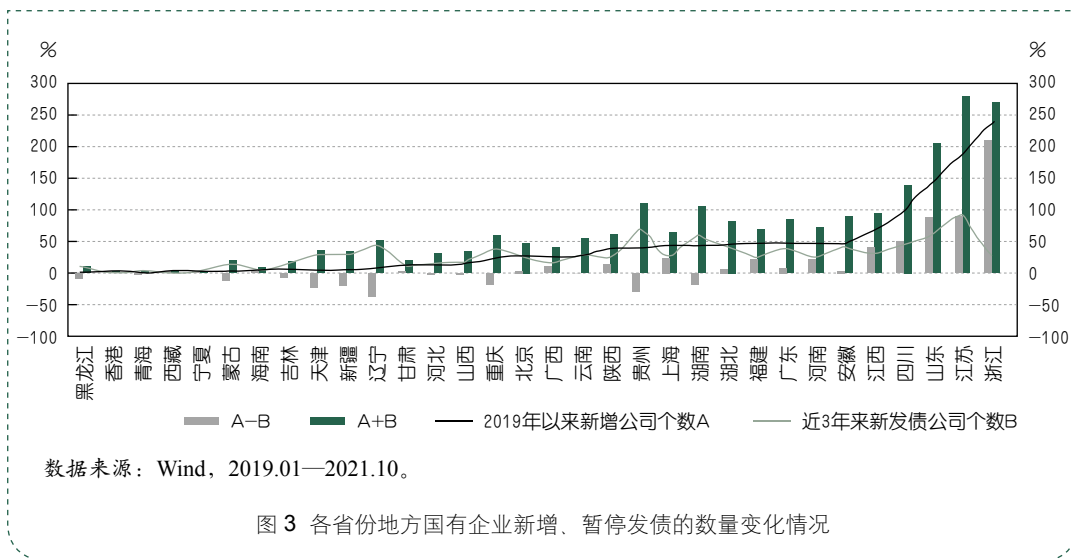


图3 各省份地方国有企业新增、暂停发债的数量变化情况



缩的辽宁、内蒙古、黑龙江、青海4个地方，各组合走势平均值如图4所示。

### 当前债券市场投资承载力接近饱和

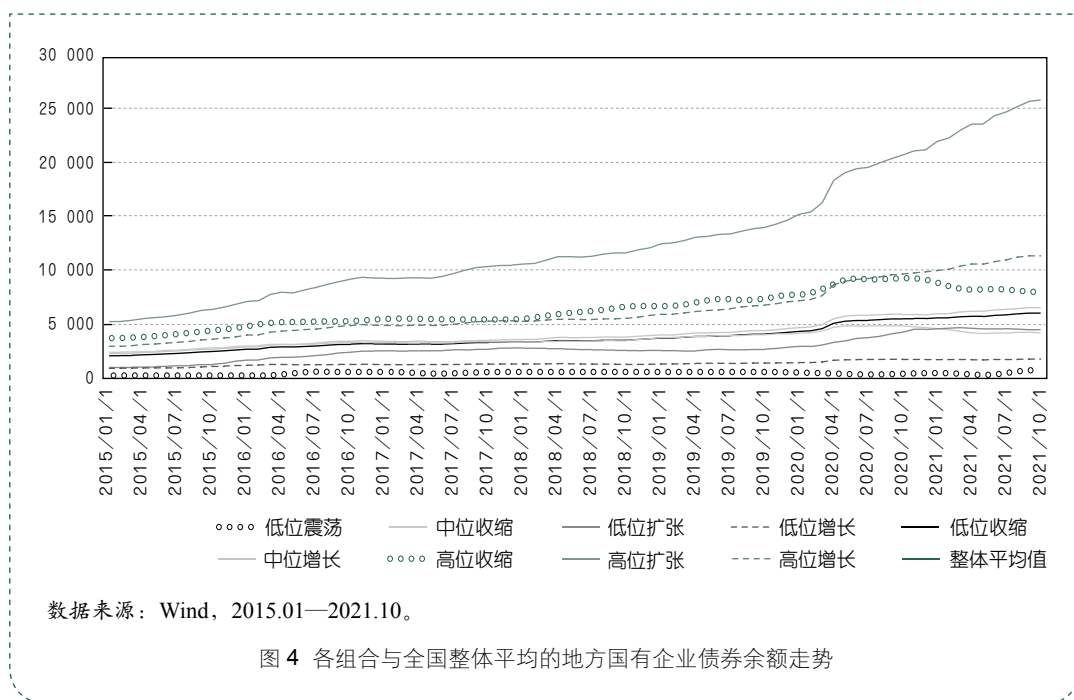
结合各省份地方国有企业债券余额走势分析非市场化发行指数走势的原因，假设扩张与增加为数据上升的体现，震荡与收缩为数据下降的体现，经数据统计如表3所示，当债券余额数据下降的时候，非市场化发行指数很难走出上升的趋势；而当债券余额数据上升的时候，非市场化发行指数却很容易走出上升的趋势，说明债券

余额增加可能是非市场化发行指数上升的重要原因，这也符合最简单的供求关系。

债券余额上升可视为供给增加，非市场化发行指数上升可视为市场认可度降低，如果供给增加但市场认可度下降的省份案例较多，则说明债券市场对当地债

表3 债券余额走势与非市场化发行指数走势的省份次数统计

	非市场化发行指数上升	非市场化发行指数下降
债券余额上升	11	8 <sup>①</sup>
债券余额下降	1	12



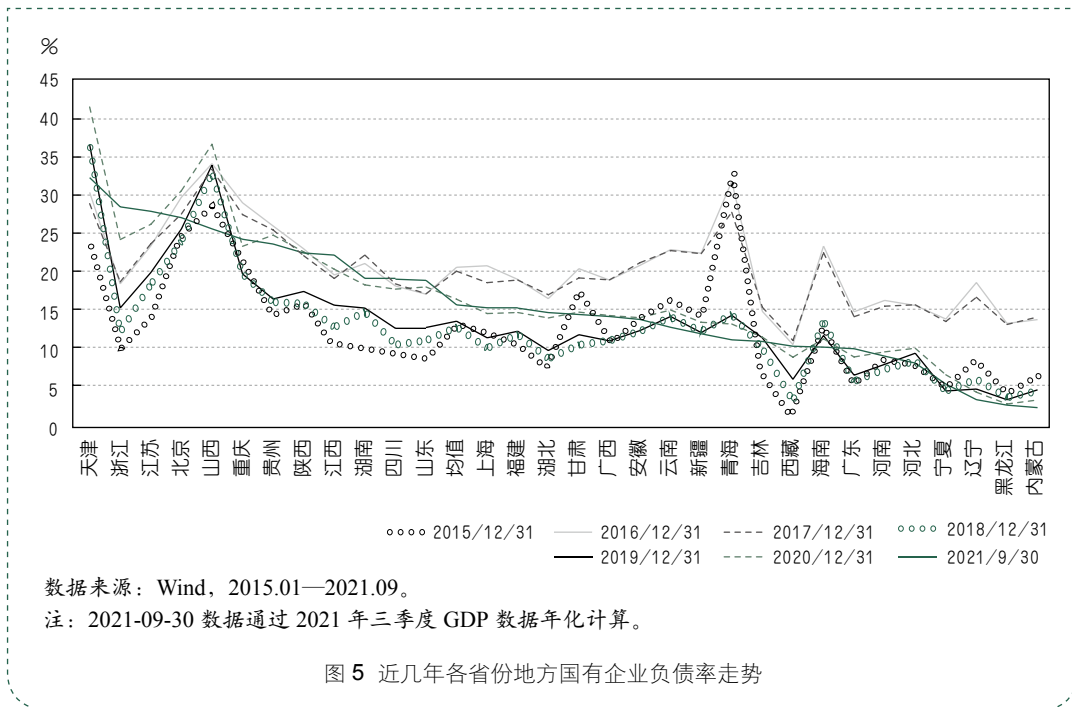
① 将震荡与收缩定义为数据下降的体现，当前8次统计中有7次为震荡，仅有1次为收缩，不影响文中结论的得出。



券的投资承载力已经接近饱和，需要动用非市场化手段来消化多余的债券供给了。将行政区域按实际经济情况分为富庶区域（广东、江苏、浙江、上海、北京、香港）、中坚区域（山东、河南、四川、福建为例，追求债务风险可控，非市场化发行指数表现比较稳健，另一部分以江西、湖北、湖南、安徽、河北、江西、陕西、重庆、天津）、次中区域（辽宁、云南、广西、山西、内蒙古、贵州）和边陲区域（其他省份或地区）四大板块，综合分析各省份经济情况、新发行债券企业数量、地方国有企业债券余额变化和非市场化发行指数变化，本文得出当前各省份地方国有企业的债券发行形势总结。

可以发现，当前大部分边陲区域与次

中区域在债券市场上基本处于收缩状态或勉力维持状态，非市场化发行指数或主动抬升，或因风险暴露导致被动下降；中坚区域分化较大，一部分以湖北、安徽、福建为例，追求债务风险可控，非市场化发行指数表现比较稳健，另一部分以江西、四川、山东、湖南、重庆为例，追求继续举债提升杠杆，非市场化发行指数迅速攀升，体现出债券市场投资承载力不足的窘境；而富庶区域也出现了明显的分化，一部分以广东、上海、北京为例，追求债务风险可控，非市场化发行指数继续维持在低位震荡；另一部分则以江苏、浙江为例，追求继续举债提升杠杆，如图5所





示，在全国稳杠杆的大背景下负债率提升依然较快，但由于经济较为发达，其非市场化发行指数表现仍可维持稳健，但是，相关指数表现相对于其他富庶地区比较，已经体现出明显的差距。

从上文可以发现，当前债券市场现有投资承载力可能已经挖掘较为充分，未来防范化解债务风险是债券市场高质量发展的必由之路。当前信用风险多发，市场风险偏好有所收缩，对经济富庶区域债券的投资需求依然稳定，但继续支撑部分经济中坚区域举债提升杠杆时出现了较为吃力的局面，在未来持续大规模举债的假设下，本文认为江苏、浙江等经济富庶区域债券的投资承载空间可能进一步压缩，逐步体现出债券山东化的特征，与之对应的是非市场化发行指数可能越过稳健增长的拐点向上无序攀升，届时债券市场的整体脆弱性将会快速提升，因此，培育新的投资群体入市交易，继续丰富投资者多样性，有效扩大债券市场的投资承载力，是势在必行。

此外，据2019年以来数据统计，浙江和江苏分别新增242家和186家地方国有企业进入债券市场，占全国新增入市地方国有企业的总数比例达32.5%，吸纳全国资金资源进行融资迹象十分明显。本文认为，在地方债务存量规模较大的现实情况下，抑制大规模新增举债冲动显得意义深刻。因此，对部分省份地方国有企业的举债行

为与扩张冲动进行抑制加强债务风险管理，平衡分配各省份未来举债空间来缓和极端马太效应，有其意义和实际价值的。

## 多措并举促进债券市场健康发展

近年来部分省份地方国有企业债务规模上升较快，也引起了部分监管部门和市场学者的关注。本文认为，当前处理债务风险，要在促进金融继续有效合理支持实体经济、防范系统性金融风险、避免在处置风险中引发新的风险、提高资源配置效率四者中取得共解。现提出相关政策建议如下。

一是建议继续积极培育多样化、多风险偏好的投资者群体，持续扩大债券市场的投资承载力。要引导市场逐步打破“刚兑信仰”，促进信用定价回归企业基本面，完善债券市场基础制度，鼓励不良资产处置机构、私募基金及长期投资资金参与高收益债券投资业务，鼓励地方政府设立二级市场价格平准基金，扩大信用债券的投资承载空间，发展符合我国实际和市场需要的信用债券市场。

二是建议动态优化风险检测指标，加强发行与日常监管联动。债券市场一二级定价失灵是非市场化发行指数增加的重要原因，因此加强债券市场一二级联动管理十分必要，建议动态优化风险检测指标设计，有效识别新发债券一二级价差过大、存量债券二级市场异常交易过频等现象，



有效降低市场业务风险，抑制金融乱象。

三是加快完善国内金融信息公开制度，提高债券市场信息公开质量。金融监管信息的公开化、透明化，是国际金融监管发展和全球金融市场发展的趋势，应加快完善国内金融信息公开制度，督促金融监管延伸机构主动适应现代市场发展需求，打破受行政体系影响而人为设立的市场分割枷锁，提高债券市场，特别是私募债的信息公开的丰富度、时效性、规范性、标准化、公平性和透明度，降低市场因信息不对称而产生的摩擦成本，提升市场信用风险的预警和识别能力，为市场在资源配置中决定性作用的发挥创造条件。

四是建议重点关注富庶地区债务余额过快增长。地方国有企业债务风险是在经济发展的长期过程中滋生的，其中叠加混合着政府治理问题、央地关系和财税关系等复杂难题，要正确认识债务风险的复杂性、客观性、长期性，化解过程中需要保持足够的耐心与定力，要特别注意防止在处置金融风险中引发新的金融风险。当前部分富庶地区地方国有企业债务持续较快

增长，已经成为企业部门债务负担恶化的主要原因，应给予重点关注，其信用风险相较于次中区域与边陲区域相对较小，对其过热的融资需求进行定向抑制，可在处置风险较小的情况下有效抑制债务余额过快增长。

五是建议创设国有企业范畴下的“举债权”交易。一个健康的宏观经济体系债务是有上限的，未来的举债空间属于稀缺资源，当前部分省份举债提升杠杆力度依然较大，挤占其他省份未来举债空间，建议参照“碳排放权”创设国有企业范畴下的“举债权”，在限制国家层面的年度举债母红线下，根据各省份人口、GDP等实际现状综合考量，创设各省份独立的地方国有企业的年度举债子红线，并推进“举债权”全国流通交易制度设计，一方面举债权有偿交易可以制约某些省份的不理性举债冲动；另一方面通过交易资金的支付，能够实现异省间的转移支付，间接促进共同富裕。[N]

学术编辑：曾一巳

参考文献：

- [1]唐铭帅.我国银行间债券市场异常交易的特征、成因及治理[J].中国流通经济,2012,3:120-124.
- [2]邹庆华.金融机构债券交易行为特征分析——以湖南省为例[J].金融经济,2019,2:117-118.
- [3]张靖晗,李田.债券折价成交的风险识别效力分析[J].中国货币市场,2021,11:83-87.
- [4]李田.债券异常交易与非市场化发行初探[J].债券,2021,11:43-50.
- [5]孙天琦.建立金融业批发市场行为监管体系[J].中国金融,2021,5:19-21.
- [6]李田.信用债一、二级市场价差分析及对策建议[J].债券,2021,7:76-82.