



从供需出发、立足承销做市一体化， 推动债券市场高质量发展

Integrating Underwriting and Market-Making to Promote High-Quality Development of the Bond Market

郑 淳 刘婧蓉 张奕頔 王 晨

一、我国信用债市场呈现客户类型集中、久期短和流动性分化等特点

2012年以来，我国信用债市场迅速扩容，品种多元化水平显著提升。与此同时，当前我国信用债市场存在产业债发行份额下滑、久期整体偏短，以及银行间与交易所市场流动性分化等特点。

（一）信用债发行主体以传统行业及城投为主

截至2022年末，金融债、城投债、产业债占比分别为28.6%、29.8%和41.6%，产业债占比高于另两类债券（图1）。从增量看，最近10年金融债、城投债、产业债发行规模整体均呈上涨趋势，但产业债市场份额逐年下降，城投债小幅上涨（图2）。

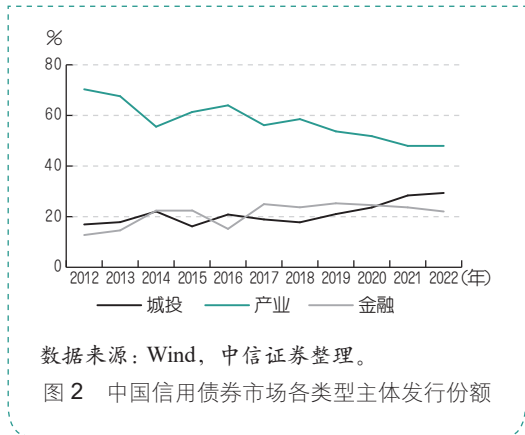
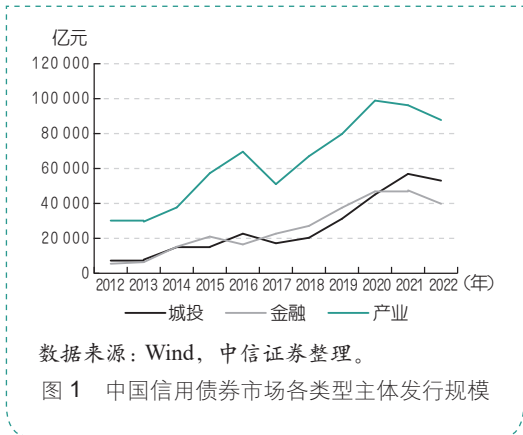
城投债为地方平台企业，产业类债券以公用事业、交运等传统央企为主。这两类债券占比较高主要与国内基建拉动经

济增长的产业格局密切相关，基建投资一直是经济增长的重要力量。我国信用债发行主体的行业分布可印证上述观点，2022年国内非金融信用债发行主体以建筑业、综合、公用事业、交运仓储等传统行业为主，前四大行业发行规模合计占比约为68%。

（二）信用债期限结构以中短期为主

信用债的期限结构以中短期品种为主。在非金融类信用债中，1年期及以下品种接近50%；1~3年期债券发行规模增长迅速，从不到25%，到2018年已超过40%。长品种发行历史明显晚于利率债且整体发行规模小于利率债，每年发行规模1000亿~2000亿元（图3）。近年来，随着长端收益率处于历史低位，10年期及以上的长品种信用债发行规模有所上升，发行主体除中国铁路外，主要为中信集团、国新集团、国投集团等大型央企集团。

郑淳，中信证券债务资本市场部负责人；刘婧蓉，中信证券债务资本市场部A组组长；张奕頔、王晨，中信证券债务资本市场部。



（三）短久期信用债投资者以银行为主，长久期以保险为主

在银行间市场，商业银行及非法人产品^①是最大的信用债投资者，两者占比之和长期维持在90%附近^②。5年及以下久期信用债市场投资者明显呈现以商业银行为主的特点。在交易所市场，截至2022年12月末，上海证券交易所信用债主要由商业银行（自营及理财）、基金（公募及私募）、证券公司（含资管和自营）以及保险公司等持有，占比分别为30%、21%、17%和8%，投资者较为多元。

10年及以上的长久期信用债，基于笔者主承的长期限信用债投资者结构分析，占比最高的投资者类型为保险资金，其次是企业年金、社保基金、养老金，另有部分券商自营、基金、银行理财等。其中，保险资金、企业年金、社保基金和养老金是主要的配置盘，占比为70%~80%。保险

资金以寿险为主，寿险的保单期限和负债久期较长，对长期限债券配置需求较强，其他险种占比不足10%。

（四）流动性呈现市场分化特点

目前，我国信用债市场的月均换手率在15%~20%波动，其中银行间债券的流动性高于交易所债券（图4）。从债券托管量和交易量来看，我国银行间市场债券存量及交易规模占全市场比重均在60%左右，具有明显优势，市场活跃度也较高；而交易所市场债券存量和交易量较低，市场流动性也相对较低（图5）。

二、美国信用债市场呈现客户结构多元、长久期和流动性较好等特点

美国债券市场是全球最大债券市场，直接融资功能完善，并呈现产业债发行份额显著高于其他品种、长期限信用债发行量占比高、长期限信用债需求旺盛以及信用债流

① 主要包括银行理财。
② 根据Wind债券托管数据统计。

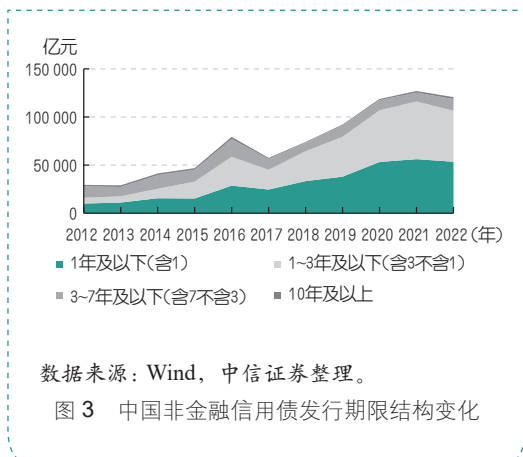


图3 中国非金融信用债发行期限结构变化

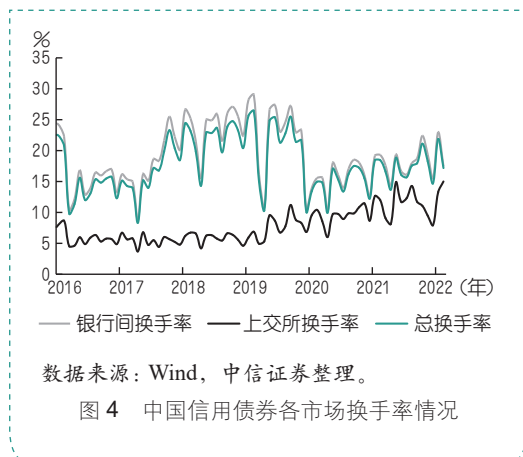


图4 中国信用债券各市场换手率情况

动性较强等特点，其背后的发展经验及制度建设可能值得我国债券市场借鉴。

（一）信用债发行主体以产业类为主

从存量看，截至2022年末，美国债券市场信用债券18.0万亿美元，其中产业债占比显著高于金融债和市政债，产业债占比为57.5%，金融债和市政债分别占比20.1和22.4%。

从增量看，金融债与市政债发行规模较为平稳，产业债发行规模快速扩张。2020年新冠疫情突袭而至后，美联储紧急推出了一系列信用支持工具，一级交易商信用便利（PDCF）、一级市场企业信贷便利（PMCCF）、二级市场企业信贷便利（SMCCF）等工具有效发挥了信号作用，债券信用利差不断回落，信用债规模大幅上升。2021年起随着美联储货币政策及市场预期的转向，经济基本面逐渐转弱，美国债券市场开始降温，2021年、2022年产业债发行规模明显下降（图6）。

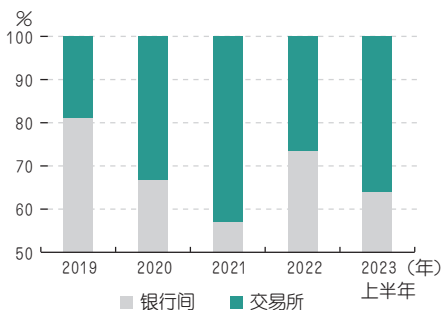
从行业来看，截至2022年末，美国非

金融类债券发行主体中，科技、媒体和通信、能源化工、消费品与零售、医疗、地产等行业存量信用债规模较大，占比分别为24.2%、20.1%、15.9%、12.2%和9.8%。科技、媒体和通信行业债券发行规模占比较高，一方面得益于近半个世纪美国社会与科技的高速发展，科技公司资金需求不断加大；另一方面，与企业避税需求和资本运作需求密切相关。

（二）信用债期限结构以中长期为主

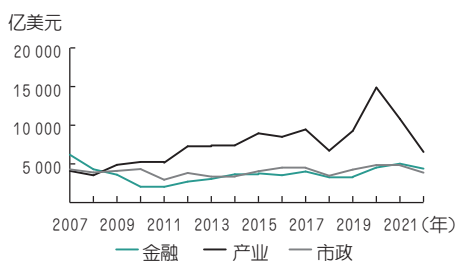
截至2022年末，美国中长期期限信用债的占比较高，其中10年期及以上占比最高，其次为5~10年期，5年期及以下的中短期期限债券占比较低（图7）。10年期及以上长期期限债券的发行主力为通信巨头，包括Verizon Communications Inc、AT&T Inc、Comcast Corp等。

美国信用债期限结构以5年以上中长期为主，而境内信用债多发行3年内品种。中美两国信用债市场的期限结构不同是两国经济和金融体系存在差异的结



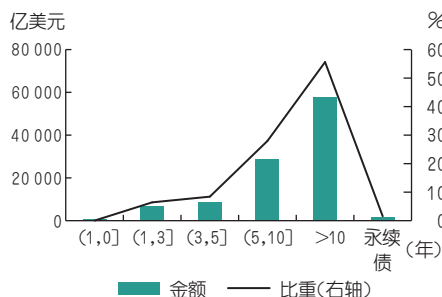
数据来源: Wind, 中信证券整理。

图 5 中国信用债券各市场成交量占比



数据来源: Dealogic, Sifma, 中信证券整理, 统计口径含一般债券以及不可转股的优先股。

图 6 美国信用债券市场各类型主体发行规模



数据来源: Dealogic, 中信证券整理。

图 7 美国非金融债期限结构 (2022 年末)

果, 货币政策及投资者结构的差异可能是造成这一差异的主要原因。

中美两国财政和货币政策侧重点不同, 美国货币政策导致债券市场期限拉长。次贷危机之后, 美国货币政策陷入零利率困境, 转而使用非常规的货币政策操作, 包括大规模资产购买计划、期限延长计划等。在非常规货币政策操作的推动下, 美联储持有的长期政府债券规模大幅增长, 当央行通过量化宽松政策购买长期国债时, 债券市场上长期债券的供给减少, 公司债券市场通过发行长期公司债的方式填补因央行购买导致的长期债券供给缺口。美国通过非常规货币政策操作降低了长期资金成本, 导致债券市场的平均期限逐渐延长, 长短期利率曲线平坦或倒挂也使企业更倾向于长期债券融资。

此外, 中美两国金融体系投资者结构存在较大差异。美国各类金融机构均衡发展, 养老基金、寿险公司及其他负债久期相对较长的金融机构如房地产投资信托、投资公司持有的金融总资产规模可观, 对长期债券的配置需求较大。我国以银行占主导的金融体系导致金融机构对长期债券配置需求不足。在各类金融机构中, 银行资金来源以存款为主, 较短的负债久期决定了银行偏好中短久期债券。

(三) 投资者群体多元, 以养老金账户为主的长久期债券配置需求旺盛

美国债券市场的投资者多元程度较高, 包括银行、基金、保险、政府和海外投资者等。根据美联储美国金融账户表



(Financial Accounts of the United States) 的统计数据，海外投资者是美国债券市场最大的投资者，占比约为 24%。在实施了多轮量化宽松和债券购买计划之后，美联储是当前美国债券市场的第二大投资者，占比约为 15%，持有的债券以美国国债和 MBS 为主。银行、共同基金和保险公司持有债券的比例接近，分别为 12%、10% 和 10%，政府和个人养老基金约占 10%。其余的投资者占比则相对较小。与境内市场对比，中美两国债券市场的投资者结构主要存在以下四点差别。

其一，外国投资者是美国债券市场占比最大的投资者，截至 2022 年末，美国债券市场中境外机构持债规模占债市总规模的比例约为 24%，而中国债市中外资的占比相对较小，在银行间市场的占比仅为 4%。信用债市场中表现得更为明显，美国信用债市场中海外投资者占比约为 20%，中国信用债市场中外资占比不足 1%。这一差距可能与中国缺乏像美国一样成熟的信用评级机制，导致境内信用评级的区分度有限、参考价值相对较低有关。

其二，美联储是美国债券市场第二大投资者，2022 年末的占比约为 15%，持有的债券以美国国债和 MBS 为主，而我国央行几乎不持有债券。这一差异主要来自央行和美联储实施的货币政策不同。

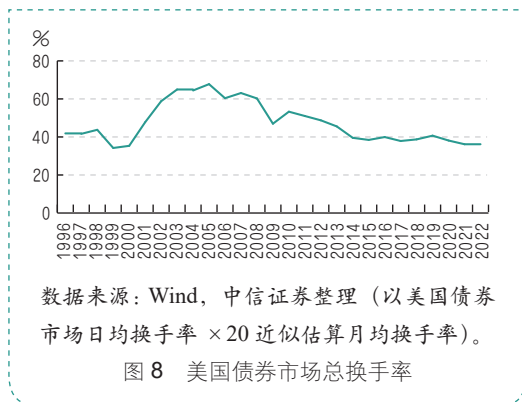
其三，美国信用债市场中各类型金融机构投资者的占比较为均衡，而中国信用债市场以商业银行和银行理财等非法人产品为主。截至 2022 年末，非法人产品为中

国银行间市场最大的信用债投资者，商业银行次之，二者合计占比接近 90%，其他非银机构的参与占比较低。而美国信用债市场的投资者较为多元，包括外资、保险、银行、共同基金等，占比分别为 20.2%、18.5%、18.4% 和 7.5%。

其四，共同基金为美国长期债券市场占比最大的投资者，其最大持有人为养老金账户。根据彭博社统计，2022 年美国长期债券 42% 的投资者为共同基金，其次为政府机构及保险公司，三者合计投资额占比接近 98%。而共同基金背后最大的持有人为养老金账户，养老金账户持有共同基金规模比重高达 47%，配置需求旺盛，可见美国养老金体系是美国长期债券市场发展的重要力量。

(四) 流动性整体较强

美国债券市场整体流动性强于我国。21 世纪初以来，美国债券市场交易量快速增长，流动性持续改善，月均换手率从 2000 年的 35% 快速增长至 2005 年 68%。次贷危机之后，美国债券市场交易规模增速放缓且以换手率计量的流动性水平有所下降（图 8），原因





可能有: 美联储量化宽松买入了较多债券, 导致市场流通债券数量减少; 监管政策趋严限制金融机构交易, 且经历过危机后金融市场对抵押品的要求也有所提高。

2022年, 美国债券市场日均交易规模约9856亿美元, 其中国债、MBS占比分别为70%和24%, 月均换手率约36%。近年来美国债券市场总换手率虽然呈现出下降态势, 但流动性水平仍然要明显高于国内债券市场, 换手率达到国内银行间债券换手率水平的2倍和交易所债券换手率水平的3倍。

美国债券市场的流动性水平高于境内有如下三方面的原因。其一, 美国债券市场国债存量规模较大, 全球投资者均会进行投资和资产配置, 且有丰富的衍生品交易支持; 其二, 美国债券市场投资群体更为丰富, 而我国债券市场参与主体相对单一, 缺乏多元化的市场力量, 商业银行是债券投资的核心成员(商业银行债券持有量占我国债券市场存量的40%以上), 市场需求的趋同以及缺乏足够多的境外投资者会令市场出现流动性“真空”; 其三, 美国债券做市机制较为完善, 而我国尚未建立以做市商为核心的二级市场流动性提供机制, 以中介撮合为主要成交模式的市场难以在市场出现大幅度波动的时候提供足额的流动性。

三、从供需出发、立足承销做市一体化, 推动债券市场高质量发展

(一) 丰富产业发行人客群

相比于美国市场, 境内产业债集中于

电力等基础设施领域, 互联网、科技、消费等创新型企业发债规模较小, 这与国内融资结构相关, 国内互联网和消费领域的龙头行业因其本身现金流好、负债率低、间接融资便捷等原因, 通过债券市场进行直接融资的动力不强。

针对这部分行业潜在发行主体, 比如芯片等为代表的高端制造行业, 应鼓励其通过债券发行方式进行科学研究、产线建设, 为国家未来的战略产业发展奠定基础, 具体支持方式可包括募资用途的创新、审批发行的绿色通道、发行成本的优惠补贴、投资者的良性引导等。另外, 在加强科技型中小企业融资支持方面, 建议培育和发展高收益债券市场, 比如通过建立高收益债券专属平台、优化科创型企业评级方法等, 以优化科创型中小企业融资环境。

(二) 推动债券市场融资长久期化

当前我国债券供给尤其信用债供给呈现明显的中短期化。从需求层面来看, 参与债券市场的长期资金总体占比偏少, 商业银行仍然是最主要的债券投资者; 从供给层面来看, 信用债期限利差仍然较大, 资质相对较好的发行人在具备滚动发行短久期信用债的条件下出于节约成本的考虑通常选择发行短期限品种, 同时资质相对较弱的发行人由于难以获得长期投资者的信评准入, 不具备发行长久期品种的条件。

近年来, 我国经济面临内外部双重压力, 在追求高质量发展、人口老龄化日益严重的当下, 已不能再走过去依赖房地产、基建投资拉动经济增长的老路, 应逐步依靠科技驱动、消费升级等方式寻求经济高



质量增长。同时，经济增速迈入新常态，长期看10年期国债利率或将持续走低。此外，随着养老体系第二、第三支柱持续扩容，中长期资金的引入带动长长期利率债、信用债配置需求提升，未来债券期限利差有望进一步收窄，届时长久期信用债的发行将迎来更好的外部条件。在政策层面建议提前为长久期债券发行做好铺垫：一是对投资者投资符合标准的10年期及以上债券进行适当的税收减免；二是鼓励发行人发行基于优质长久期项目的项目收益债券，以及绿色、蓝色、科技创新等创新主题债券，对符合相关要求的债券在审批、备案等流程上适当放松标准；三是逐步引导间接融资市场中短久期化以及直接融资市场中长久期化，提升债券市场优质主体长久期品种供给。

（三）继续完善养老体系，引入更多长期资金进入债券市场

中美两国三支柱规模差异较大，美国第二、三支柱是养老体系的主要组成部分，分别占比58%和35%；而我国第一支柱占主导地位，合计规模10.8万亿元，占比约60%，第二支柱占比约40%，第三支柱尚处于起步阶段。现阶段，基本养老保险基金支出压力较大且替代率不高、企业年金及职业年金覆盖群体有限，亟待第三支柱发挥补充作用来提高居民养老保障水平。对比中美第三支柱制度实践，建议如下。

首先，提高个人养老金账户额度上限。根据我国个人所得税累进制度，全年应纳税所得额税率为3%~45%。对于收入较高的人群，由于超额部分更高的扣税比例，

个人养老金账户税率3%且递延征收则具有较大优势，对于高收入群体具有吸引力。但个人养老金账户每年12000元上限仍然偏低，建议进一步提高个人账户额度上限，促进个人养老账户快速扩容。

其次，扩大可投产品范围，适当拉长久期。可投资资产选择方面，2022年4月以来监管对个人养老金可投资资产门槛逐步放开，账户制下可投资资产类别相比前期产品制下明显丰富。但目前品种较少，以目标风险型基金、理财为主，收益率相比一般FOF、银行理财并无优势，吸引力一般；而目标日期型产品、养老储蓄型产品等仍在发展中，当前占比较少，建议逐步引导这类产品扩容。

最后，打破支柱间的壁垒并继续深化全市场的统一大账户机制。参考美国经验，在退休后，第二支柱的账户资产能够转入个人养老金账户，第二支柱转存为第三支柱贡献了大部分资金来源。此外，商业银行作为个人资金账户开立的唯一渠道，受限于不同银行代销实力、代销产品的差异以及参与者仅可购买开户行发行的储蓄产品等规定，目前在特定银行开户后产品选择上具有一定局限性，降低了个人养老金账户资产配置的有效性和效率。

此外，建议进一步引入多元化投资者，丰富投资者结构，平滑市场波动。具体包括以下两点。一是引入产业投资者，可以采取一级或二级平准基金的形式，对信用风险起到平抑作用。二是引入境外投资者，由于资金来源、投资目的、投资策略与境内机构存在一定差异，境外投资者可以



和境内机构形成一定的头寸对冲与风险对冲, 起到稳定市场的作用。境外资金流入也将提高中国债券市场的流动性, 丰富市场资金来源与负债结构。

(四) 发展做市商制度和多元化的衍生品市场

1. 进一步发展做市商制度, 提高市场流动性

目前, 我国债券市场已初步建立了做市商制度, 2021年银行间市场交易商协会发布《银行间债券市场现券做市业务自律指引》, 进一步规范做市商业务, 为做市业务健康发展提供制度保障。由于银行间债券市场投资主体行为较为趋同, 在单边市下做市商功能发挥不够, 对于信用债流动性改善和价值发现功能有待提升。从海外经验看, 成熟的做市商制度有利于满足市场多元化的交易需求, 为市场提供流动性并实现价值发现功能。建议不断完善和优化做市商制度。

① 设定基准做市券, 优化做市考核指标

相比利率债, 信用债单笔规模小、成交量活跃度低、不同机构认可度存在差异、公允价值较难界定、缺乏有效对冲手段, 对于趋同的市场难以进行存货管理, 信用债相比于利率债更需要做市商的报价支持, 市场对于做市商的要求也更高。为鼓励信用债做市, 建议选择有代表性的债券作为基准做市券, 分类别对做市机构的做市量进行考核, 或者在综合考评中对不同的债券设置不同做市权重, 并给予一定的鼓励与支持, 使做市量考核更为全面。

2023年3月, 沪、深交易所分别推出交易所债券做市商制度, 信用债做市商更加活跃, 具有一定参考意义。

② 强化做市商权责, 实现市场结构化分层

从海外债券市场发展经验来看, 债券市场有严格的结构化分层安排, 并限制各个层面的询价与交易权限: 一是普通客户, 即需要买卖债券的投资者, 只允许与做市商询价并达成交易; 二是做市商, 可以向客户进行做市报价; 三是做市商内部经纪商, 提供做市商之间的交易服务。通过分层, 具有风险识别及承受能力的做市商能够有效隔离市场风险, 并时刻为市场提供做市报价, 从而提高整个债券市场的稳定性与流动性。境内债券市场交易相对扁平化和透明化, 做市商缺少信息优势也无明确的责任要求, 尤其在市场出现大幅波动的情况下难以提供有效的做市服务, 未来需要结合境内市场情况, 进一步明确做市商权责, 推动一级承销和二级做市均衡发展, 促进债券市场流动性深度的提升。

2. 发展多元化的衍生品市场

① 丰富固定收益类衍生品工具谱系

2022年8月《中华人民共和国期货和衍生品法》正式实施, 是我国期货和衍生品市场里程碑事件。长期以来, 银行间衍生品市场缺乏上位法支撑、标准不一等问题制约市场发展。在深化利率、汇率市场化改革的大背景下, 固定收益类衍生品作为对冲风险的有效工具, 对稳定市场波动具有积极的作用。与股票类衍生品相比, 利率、信用和外汇等固定收益类衍生品在



企业进行套期保值、风险管理、降低财务成本等与实体经济高质量发展密切相关的方面有着更为广阔的应用范围和场景，国际上固定收益类衍生品的市场规模也明显大于股票类衍生品。

建议将利率、信用、汇率等固定收益类标的作为单独分类，并将挂钩于该类标的的衍生品管理标准与商品、股票等标的的进行区分，发展多样的包括远期、互换、期权等在内的各类固定收益类金融衍生产品，允许更多的市场主体参与衍生品交易，并根据实际风险程度，适当放宽业务限制，为市场参与者提供更有效的风险对冲手段，促进中国证券行业与国际接轨实现高质量发展。

② 推动信用衍生品市场深化发展，为实体经济融资提供支持

目前国内信用保护工具面临着创设机构较少、成交不活跃、市场规模与债务融资规模不匹配等一系列问题，难以满足债

券市场信用资产配置、信用利差交易、风险缓释等需求，其支持实体经济债务融资的作用还有待加强。2022年底，银行理财遭遇大额赎回，市场缺乏信用债的对冲工具，使得市场进入负反馈螺旋，资管产品净值大幅调整。一些市场机构为了对冲，选择了利率互换，但对冲效果欠佳。信用债券衍生工具缺失，是造成市场巨大波动的主要诱因。

建议完善信用衍生品的制度建设，放宽产品创设准入标准和交易限制、扩大衍生品的标的范围，增加信用债指数产品以及相关衍生品的发行；建议进一步完善衍生品交易的配套制度，通过建立集中清算制度、完善履约担保制度、引入标准券第三方管理机构等配套措施，降低交易对手方风险，增加市场活跃度，真正助力实体经济实现高质量发展。 [N]

学术编辑：曾一巳

参考文献

- [1] 蒋健蓉,谢云霞,袁宇泽.引导中长期资金进入资本市场和机构投资者培育研究[J].清华金融评论,2020(01):37-41.
- [2] 路锦非,杨燕绥.第三支柱养老金:理论源流、保障力度和发展路径[J].财经问题研究,2019(10):86-94.
- [3] 彭浩然.中国基本养老保险个人账户的改革方向——基于个人账户改革四次争论的思考[J].社会科学辑刊,2021(02):160-168.
- [4] 邱薇,刘李杰.美国第三支柱养老金个人退休账户(IRA)计划管理运作及借鉴[J].清华金融评论,2014(08):47-49.
- [5] 伍德安.中国养老保障体系税收政策的改革路径——基于美国税收政策经验的视角[J].经济体制改革,2014(06):164-167.
- [6] Blommestein H J.Pension Funds and the Evolving Market for (ultra-)Long Government Bonds[J].Pensions: An International Journal,2007,12(4):175-184.
- [7] Davis E P.The Role of Pension Funds as Institutional Investors in Emerging Markets[R].Economics & Finance Discussion Papers,2005.
- [8] Grujic M.The Relationship of Pension Funds with Financial Markets Development[J].Journal of Contemporary Economic and Business Issues,2019,2:51-68.
- [9] Vittas D.Pension Funds and Capital Markets:Investment Regulation,Financial Innovation,and Governance[J].World Bank Other Operational Studies,1996(2):157-168.