

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：梁 斯 中国银行研究院
电 话：010 - 6659 4084

签发人：陈卫东
审 稿：王家强 李佩珈
联系人：王 静 刘佩忠
电 话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

中国债券市场的最新发展、 存在问题及对策建议*

债券市场是资本市场的重要组成部分，是满足实体经济资金需求、提升直接融资占比的重要渠道。本文分析了 2023 年债券市场运行特点及未来趋势。在此基础上分析了我国债券市场发展存在的短板。包括：对实体企业支持力度仍有拓展空间；市场分割对债券流动性及定价效率带来影响；重点领域债券发行支持力度不足；投资者持有债券结构较为集中；潜在信用风险隐患仍然突出。建议：鼓励更多优质企业发债融资，加大对实体企业的支持；聚焦国民经济重大领域持续发力，为相关行业发债融资提供更多支持；优化流动性投放及债券供给节奏，为债券发行创造稳定的流动性及利率环境；加快打通市场堵点，持续提升债券市场运行效率；可鼓励投资机构合理调整债券配置，优化资产负债结构；加快对违约债券的处置工作，防范风险蔓延。

中国债券市场的最新发展、存在问题及对策建议

近年来债券市场对实体经济支持力度持续增大。特别是在宏观调控政策持续发力稳增长、股票融资阶段性收紧背景下，债券市场在支持财政政策发力、满足实体经济融资需求等方面发挥了重要作用。

一、2023 年中国债券市场回顾与 2024 年展望

（一）债券发行：增速较快、结构分化、亮点突出

2023 年，中国经济逐步向常态化回归，宏观调控政策持续发力推动经济企稳向上，融资需求带动债券发行规模走高。2023 年各类债券共计发行 71 万亿元，为历史最高，同比增速为 14.8%，为近年新高。从发行结构看，同业存单、政府债券、金融债继续位列前三（合计占比约为 80%），发行规模为 25.8 万亿元，20.4 万亿元、9.99 万亿元，同比分别增长 25.38%、19.6%和 5.71%（图 1）。在信贷投放稳步扩张影响下，银行流动性需求同步提升，同业存单规模较快增长；随着财政政策逆周期调控力度加码，加之一揽子化债方案落地、特殊再融资债发行、万亿国债方案实施等因素带动，国债及地方政府债券发行明显提速；在信贷投放高增长的同时，银行资本补充压力增大，发行一般债券、次级债券等金融债券需求上升。

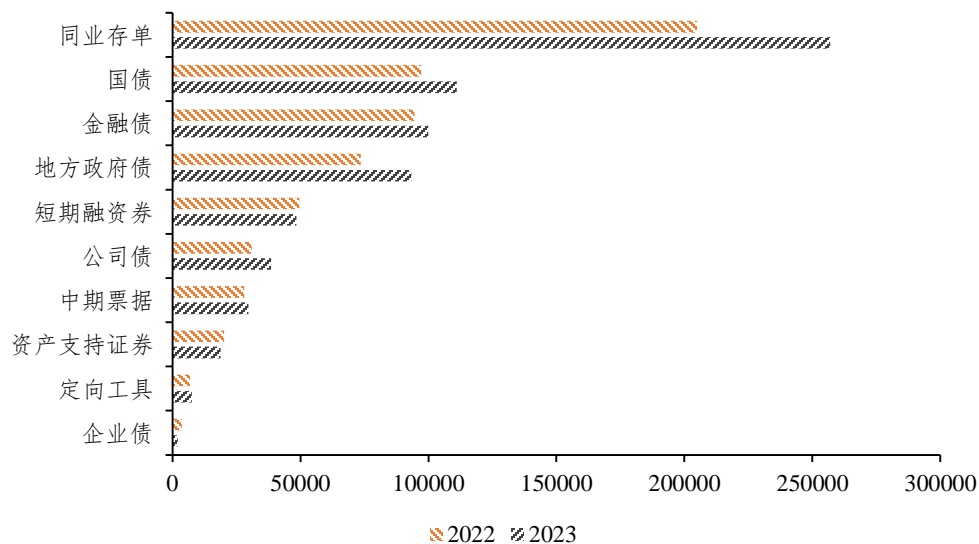
在产业结构加速调整背景下，债券发行呈现不少亮点，特别是绿色、科创等债券发行规模较大。2023 年，ESG（绿色）债券发行规模为 1.33 万亿元，继续保持在万亿元以上。科技创新债券发行 3615.4 亿元，同比增速达 256%。值得关注的是，随着人民币国际化稳步推进，境外投资者对人民币资产认可度提升，加之国内市场基准利率相对较低，境内外发行利率分化，国际投资者参与熊猫债热度明显升温。2023 年熊猫债发行规模达 1544.5 亿元，同比大幅增长 81.55%。

从地区分布看，多数省份发行增速较快，东北及西部地区尤为明显。在政策发力、融资回暖等因素叠加作用下，各地信用债发行大都出现正增长。传统经济强省发行规模较大，北京、上海、广东信用债发行规模位列前三，分别为 14.36 万亿元、4.67 万

亿元和 4.63 万亿元，特别是北京信用债发行增速达 33%。浙江、江苏、福建等东部省份发行规模在 2-4 万亿元之间，同比增速约在 11% 左右。中部地区发行规模大体维持在 6000-7000 亿元之间，湖南、江西等省份发行增速较快，分别为 15.5% 和 22.27%。东北及西部地区省份债券发行规模较小，大体在 2000 亿元以下，但增速普遍在 15% 以上，特别是青海、黑龙江、宁夏分别达到 112.7%、56.8%、44.2%（表 1）。仅上海、贵州、新疆信用债发行规模下降。值得关注的是，城投债是信用债发行保持较快增长的重要因素。2023 年城投债发行 4.97 万亿元，同比增长 26.8%，为近年新高。

展望 2024 年，预计债券发行规模扩大、整体增速放缓、结构继续分化。随着稳增长政策持续显效，国内需求将稳步改善，基建和制造业投资有望继续保持较快增长，国债、地方政府债券发行规模将继续扩大。但考虑到万亿国债发行已过半、特殊再融资券发行高峰已过，政府债券发行增速将同步放缓；稳增长仍是当前最主要任务，需要金融机构继续加大对实体经济支持力度，加之监管标准较高，部分银行存在较大资本缺口，金融机构仍然存在较强的发债动力，预计同业存单、金融债发行规模将出现较快增长；债券市场将围绕“五篇大文章”加快布局，相关领域或行业发债便利度有望提升，绿色、科创类企业发行债券规模将维持高速增长。

图 1：主要债券发行情况（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 1：各省信用债发行规模及同比增速（亿元、%）

	2023年	2022年	同比
北京	143,657.84	108,073.84	32.93
上海	46,726.99	50,405.34	-7.30
广东	46,309.51	39,101.72	18.43
浙江	35,486.07	31,962.82	11.02
江苏	34,502.59	30,986.27	11.35
福建	20,340.26	19,250.04	5.66
山东	17,190.82	13,749.41	25.03
天津	13,206.09	11,027.94	19.75
四川	10,543.34	9,557.24	10.32
河南	8,439.99	7,839.71	7.66
重庆	8,087.91	6,845.52	18.15
湖南	7,709.29	6,674.22	15.51
湖北	7,353.58	6,505.13	13.04
安徽	6,632.26	6,395.37	3.70
江西	6,575.98	5,377.82	22.28
陕西	5,081.48	4,590.85	10.69
河北	4,108.05	3,732.15	10.07
广西	3,953.42	3,470.52	13.91
贵州	3,424.16	3,428.02	-0.11
云南	3,004.16	2,956.62	1.61
山西	2,924.70	2,573.48	13.65
新疆	2,156.45	2,546.14	-15.31
辽宁	2,073.33	1,829.94	13.30
内蒙古	1,898.35	1,598.80	18.74
吉林	1,224.26	1,057.01	15.82
甘肃	1,142.08	1,056.40	8.11
黑龙江	823.65	525.20	56.83
宁夏	599.79	416.04	44.17
西藏	487.51	367.33	32.72
海南	415.00	366.37	13.27
青海	366.61	172.35	112.71

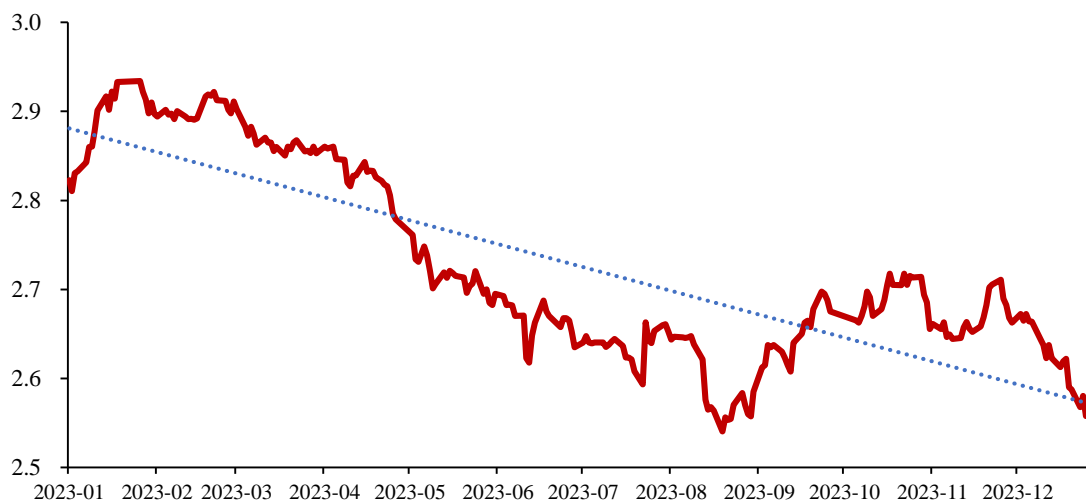
资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）政策发力、市场需求叠加影响，债市利率稳步下行

国债收益率稳步下行。国债收益率是债券市场的定价基准，也是反映市场判断未

来经济增长预期的重要指标。2023 年，10 年期国债收益率中枢稳步下行，整体呈现向下的“M”型走势，最高升至 2.9%，最低降至 2.51%，市场对经济向好预期仍不稳固（图 2）。

图 2：10 年期国债收益率走势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

部分券种发行利率与国债收益率并未出现同步下行。2023 年，货币政策宽松态势明显，虽然国债收益率整体呈下行态势，但其他券种发行利率整体呈“先降后稳”的特征，仅有公司债发行利率出现明显下行（下降近 1 个百分点）（图 3）。值得关注的是，发行信用利差（企业债发行利率与国债发行利率之差）长期保持在 2% 以上。四季度信用利差收窄，主要由于政府债券发行规模增大，发行利率略有上行所致（图 4）。

另外，近年来企业债券发行利率基本围绕企业贷款利率变动，二者走势大体相同。但 2023 年以来企业债券发行利率明显高于贷款利率，债券市场基准利率向终端利率传导存在一定阻滞（图 5）。虽然 2023 年货币市场流动性环境整体宽松，但市场预期频繁转换、政策阶段性突击发力等因素导致货币市场利率波动加大，特别是在月末、季末尤为突出。在政策利率两次调降背景下，主要货币市场利率，如 DR007、R007 均值与 2022 年相比反而上升了 0.28 和 0.18 个百分点，2023 年末 R007 甚至一度达到 4.4%。

图 3：主要券种发行利率（%）

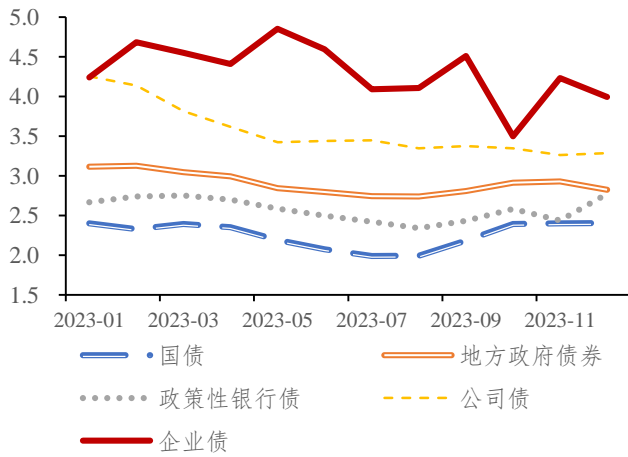
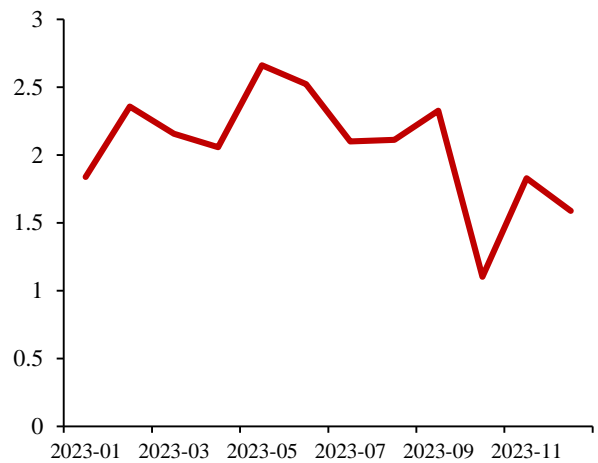
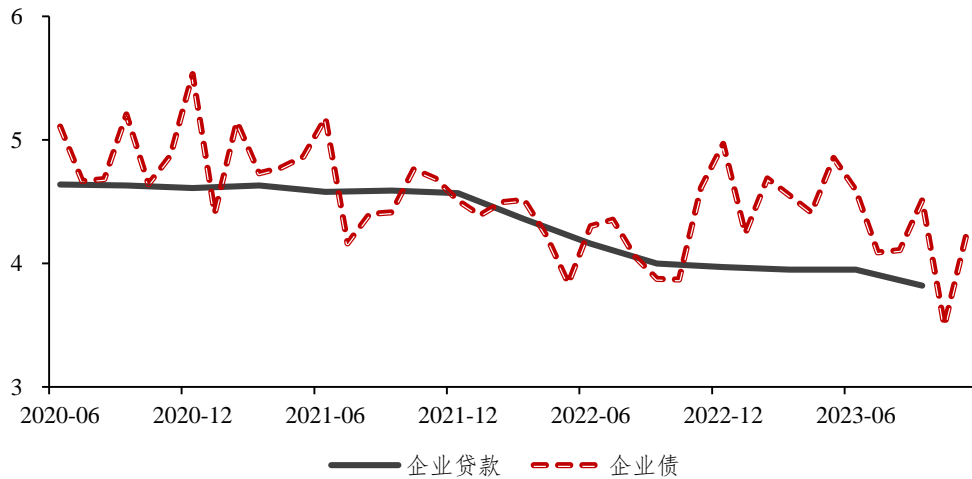


图 4：信用利差变化（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 5：企业债券发行利率和企业贷款利率走势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2024 年，预计国债收益率稳中有升，发行利率稳步下行。2024 年，在经济向好带动下，国债收益率有上行基础，但考虑到货币政策将保持稳中偏宽，预计 10 年期国债收益率明显上升概率不大，有小幅震荡上行的可能；债券发行节奏将保持稳定，特别是集中、大规模发行债券的可行性下降，债券供给对流动性环境的影响将与正常年份趋同。加之中央经济工作会议提出“促进社会融资成本稳中有降”，不排除政策

利率再次下调的可能，债券发行利率有望跟随政策利率同步下行。

（三）发行期限：预期转弱、结构调整、期限分化

各类债券发行期限结构有所分化。企业债、公司债期限结构由中长期向1-2和2-3年期集中，2023年二者1-3年期债券共计发行2.44万亿元，同比增长41.5%，占比合计上升10.3个百分点。企业发行债券期限向短端集中说明扩大生产能力意愿不足，这与2023年二季度以来企业中长期贷款同比连续少增情况一致。

政府债券发行呈现“短减长增”的特点。4-5年及5-7年政府债券占比合计上升6.0个百分点，3M-9M及2-3年期占比合计下降4.7个百分点。值得关注的是，地方政府债券期限结构“长期化”更加突出。通过加大长期限债券发行的方式调整债务期限结构，缓解债务压力，10年期以上债券占比大幅上升8.5个百分点，4-10年期债券占比则下降了8.4个百分点。

表 2：不同期限债券发行规模占比变化（%）

类别	企业债和公司债	政府债券	金融债	地方政府
1M以内	——	-0.03	——	——
1M-3M	0.00	0.13	0.08	——
3M-9M	-0.30	-1.46	-0.06	——
9M-1年	0.16	——	0.78	——
1-2年	6.75	1.17	0.96	0.31
2-3年	3.55	-3.22	1.87	-0.42
3-4年	-0.25	——	0.21	——
4-5年	-4.99	4.04	-0.77	-5.81
5-6年	-0.13	——	0.00	——
6-7年	-4.44	2.03	-0.26	-1.45
7-8年	-0.05	——	——	——
8-9年	0.03	——	——	——
9-10年	-0.38	0.48	-4.67	-1.12
10年以上	0.07	-3.15	1.86	8.50

资料来源：Wind，中国银行研究院

金融债券发行期限与企业债和公司债具有相似之处。1-3年期债券发行占比上升2.8个百分点，9-10年期债券发行占比下降4.7个百分点。金融债发行期限缩短与企业

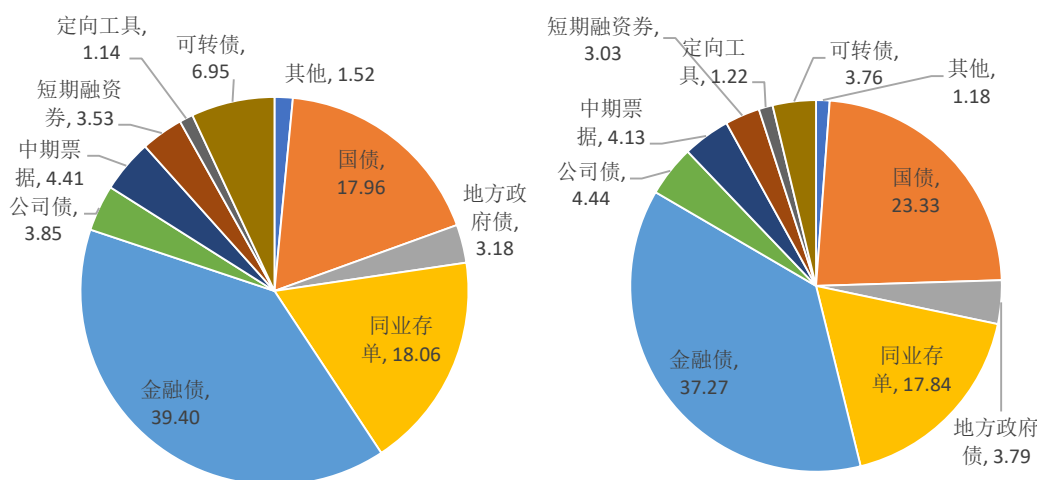
资金需求“短期化”的特点一致，便于金融机构更好平衡资产负债结构（表2）。

展望2024年，预计市场预期持续转换，债券发行“短期化”有望缓解。对经济预期不足及对利率继续下行预期导致债券久期整体缩短，实体经济获取长期资金动力不足。但进入2024年后，各类主体对经济未来预期有望逐步趋于一致，加之利率下行幅度与2023年相比不会明显扩大，企业债、公司债发行期限有望拉长。同时，在财政收支面临较大压力背景下，地方政府债仍有继续发行长期债券的动力，这将驱动债券发行期限结构“由短转长”。

（四）二级市场：交易上升、银行主导、安全为主

利率下行背景下市场高收益资产不足，交易类业务规模明显扩大。近年来，货币政策整体呈稳中偏宽，政策利率连续调降带动各类资产收益率下行，金融机构利息收入同步下降。为拓宽利润来源，机构交易类业务需求明显提升。2023年，各类债券成交规模为352.2万亿元，同比增长14.5%。其中，机构对利率债偏好上升，国债、地方政府债成交规模分别为81.2万亿元、13.2万亿元，同比增长48.8%和36.2%（图6）。其中，国债成交额占总成交额比重为23.3%，大幅提升5.4个百分点（图7）。

图6：2022年各类债券成交占比（%） 图7：2023年各类债券成交占比（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

从投资者结构看，商业银行持有债券规模上升，对利率债的配置增加。以银行间市场为例。截至 2023 年末，各类投资者持有债券规模为 101.6 万亿元，同比增加 9.2 万亿元，商业银行持有债券 70.25 万亿元，增加 7.74 万亿元，增配债券占新增债券比重达 85%。其中，银行主要增配国债、地方政府债、政策性银行债，三者合计增加 8.43 万亿元；减持对银行债、企业债和信贷资产支持债券的配置（三者合计减少 6151 亿元），银行对资产安全性重视程度提升，对高风险债券偏好下降（表 3）。

表 3：不同机构债券持有规模变化情况（亿元）

	整体	记账式国债	地方政府债	政策性银行债	商业银行 债券	企业债	信贷资产 支持证券
商业银行	77,427.4	32,690.91	42,616.05	9,021.58	-1,366.42	-357.16	-4,427.52
信用社	581.03	159.70	257.50	151.74	87.20	-6.86	0.00
保险机构	3,616.39	156.79	4,167.74	-125.36	-82.93	-131.06	-39.27
证券公司	4,281.17	2,736.59	1,659.00	303.19	299.21	-491.42	-118.34
非法人产品	6,162.21	2,656.15	6,662.64	2,991.95	-1,227.89	-2,185.94	-1,587.88
境外机构	254.06	-15.22	9.55	506.29	-57.76	-6.91	-116.22
其他	-432.16	1,731.02	-1,645.81	-135.86	-445.90	1.12	45.82
合计	91,890.1	40,115.94	53,726.67	12,713.5	-2,794.49	-3,178.23	-6,243.41

资料来源：Wind，中国银行研究院

货币政策宽松并未带来货币市场流动性环境明显改善。债券回购业务是金融机构获得流动性的重要手段。2023 年，虽然人民银行连续降息降准，但从债券回购交易看，市场流动性供求呈现出“紧平衡”。全年债券回购交易为 2131.6 万亿元，同比增长 19.5%。其中，质押式回购交易成交额、成交笔数分别为 1668.8 万亿元，同比增长 21.4%，加权平均利率同步上升 21 个 BPs；买断式回购交易额为 5.4 万亿元，同比下降 2.6%，但加权平均利率上升 27 个 BPs（表 4）。

展望 2024 年，预计流动性供求逐步稳定，利率债仍是交易首选。与 2023 年相比，2024 年市场主体流动性需求将更趋稳定，监管部门也将平滑流动性投放节奏，合理引导市场预期，债券回购交易增速将有所下降；在利率体系继续下行影响下，各类资产收益率将同步下行，债券交易仍将受到各类投资主体青睐，特别是国债、地方政府债券仍是机构增配的重点资产。

表 4：回购交易规模及利率变化

		成交笔数	成交额(亿元)	加权平均利率(%)	加权平均利率升降基点(bp)
质押式回购	2023	5,458,297	16,684,000	1.7930	21.2807
	2022	4,323,716	13,742,443	1.5802	-49.7338
买断式回购	2023	————	54,168	1.8304	27.2183
	2022	————	55,536	1.5582	-55.1341

资料来源：Wind，中国银行研究院

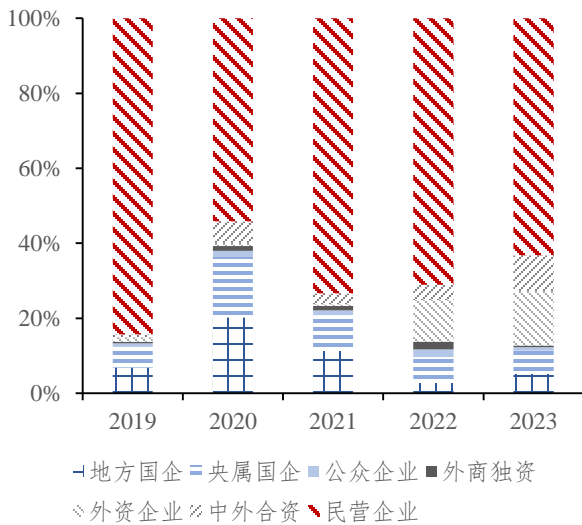
（五）信用风险：风险继续收敛、违约领域集中

债券市场信用风险明显收敛。随着地产民企、资质较差国企等退出市场，加之经济复苏与信贷支持力度加大，我国债券市场违约风险有所缓释，发生实质性违约规模与违约数量均有所下降。2023年，债券市场共计41只债券出现违约，金额为308.19亿元，同比分别下降47.4%和42.26%，违约日债券余额也大幅下降超过20个百分点。各类主体积极采取风险缓释措施，优质企业综合运用资产处置、担保增信、引入第三方战略投资者等方式化解债务风险。

违约主要以民营企业为主，违约行业主要集中于房地产，行业信用风险仍在释放。由于抗风险能力较弱、外部融资环境复杂多变等因素影响，民营企业仍是违约重点，违约规模占比超过60%（图8）。受销售疲弱、融资端承压、债务集中到期等因素影响，个别标杆性龙头民营房企偿债风险也持续发酵。不少外资房产企业也对多期债务进行展期，2022年和2023年违约主体中具有外资背景企业占比出现上升（图9）。

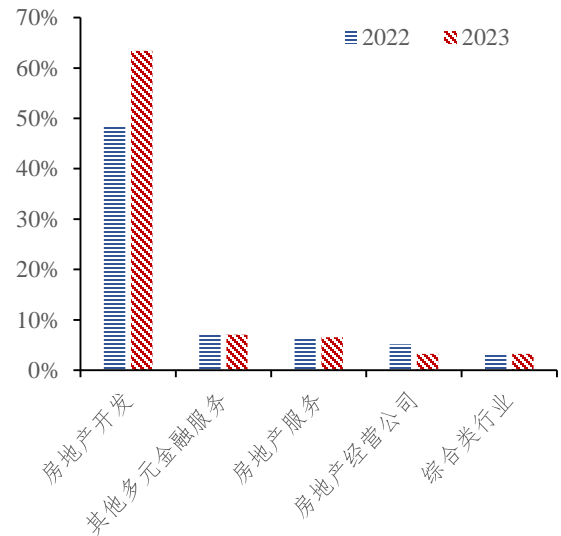
展望2024年，债市信用风险保持稳定，仍需关注重点领域风险演变情况。随着经济回升向好态势持续巩固，企业现金流周转速度加快，出现实质性违约债券规模有望继续下行。但企业经营有其自身规律，而经济运行中存在的有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多等问题仍将对企业经营带来负面影响，债券展期规模将继续保持在较高水平。此外，部分重点领域，例如房地产市场尚未出现明显企稳迹象，相关领域债券违约规模可能会继续扩大。

图 8：各类违约主体占比



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 9：违约主体所属的前五大行业



展望 2024 年，债市信用风险保持稳定，仍需关注重点领域风险演变情况。随着经济回升向好态势持续巩固，企业现金流周转速度加快，出现实质性违约债券规模有望继续下行。但企业经营有其自身规律，而经济运行中存在的有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多等问题仍将对企业经营带来负面影响，债券展期规模将继续保持在较高水平。此外，部分重点领域，例如房地产市场尚未出现明显企稳迹象，相关领域债券违约规模可能会继续扩大。

二、我国债券市场中长期发展面临的主要挑战

中央金融工作会议提出要“促进债券市场高质量发展”。中国债券市场存量规模已连续多年位居全球第二，但与经济高质量发展及实体经济需求相比，债券市场发展仍然存在一些短板。

（一）我国存量债券市场的主要特征

从债券类型看，利率债占据绝对主导地位。截至 2023 年末，我国债券市场余额为 157.9 万亿元，同比增长 9.1%。其中，地方政府债券、国债及政策性金融债券余额占比位列前三，三者余额分别为 40.54 万亿元、29.7 万亿元、24.39 万亿元，合计占比

达 60.77%（表 5）。信用债占比约为 40%。其中，除商业银行债、商业银行次级债券、公司债、中期票据等债券品种外，其他债券存量占比较小，大都在 2%以下。

表 5：我国债券市场余额及内部结构情况

类别	债券余额(亿元)	余额比重(%)
地方政府债	405,410.14	26.03
金融债（含政策性银行债）	372360.28（243888.9）	23.91（15.66）
国债	297,136.99	19.08
同业存单	147,630.70	9.48
公司债	114,014.96	7.32
中期票据	94,147.23	6.05
资产支持证券	34,212.16	2.20
定向工具	22,645.27	1.45
短期融资券	21,319.59	1.37
企业债	19,256.27	1.24
政府支持机构债	18,215.00	1.17
可转债	8,724.50	0.56
可交换债	1,386.21	0.09
国际机构债	580.00	0.04
央行票据	150.00	0.01
项目收益票据	95.65	0.01
合计	1,557,284.94	100.00

资料来源：Wind，中国银行研究院

从期限结构看，整体呈“U”型结构。3年期以下债券占比较高。1年以内、1-2年及2-3年期债券共计79.17万亿元，占比合计为50.84%。3-10年期债券占比较为均匀，各期限债券占比大体在8%以下。10年期债券余额为20.53万亿元，占比为13.19%（表6）。整体来看，债券期限结构呈现“两头高、中间低”的“U”型结构。

从持有结构看，商业银行持有债券存量占比较大。由于资金体量优势，商业银行持有债券规模占比长期保持在较高水平。近年来，资管、理财等非银业态债券配置需求明显上升，但并未对投资者结构带来明显影响。商业银行持有债券规模长期保持在65%以上，且近年来有稳步上升趋势，2023年占比近70%，其他投资者持有债券占比变化不大。值得关注的是，在2023年跌宕起伏的金融环境下，境外机构持有债券规模为

3.72 万亿元。其中，境外机构持有品种以利率债为主，持有国债、政策性金融债合计 3.09 万亿元（持有国债 2.29 万亿元，占比为 62.4%）（表 7）。

表 6：我国债券市场期限结构情况

类别	债券余额(亿元)	余额比重(%)
1 年以内	394,770.87	25.35
1-2 年	206,241.98	13.24
2-3 年	190,722.47	12.25
3-4 年	106,911.05	6.87
4-5 年	120,104.82	7.71
5-6 年	71,042.90	4.56
6-7 年	91,046.05	5.85
7-8 年	51,808.96	3.33
8-9 年	59,718.84	3.83
9-10 年	59,569.70	3.83
10 年以上	205,347.28	13.19
合计	1,557,284.94	100.00

资料来源：Wind，中国银行研究院

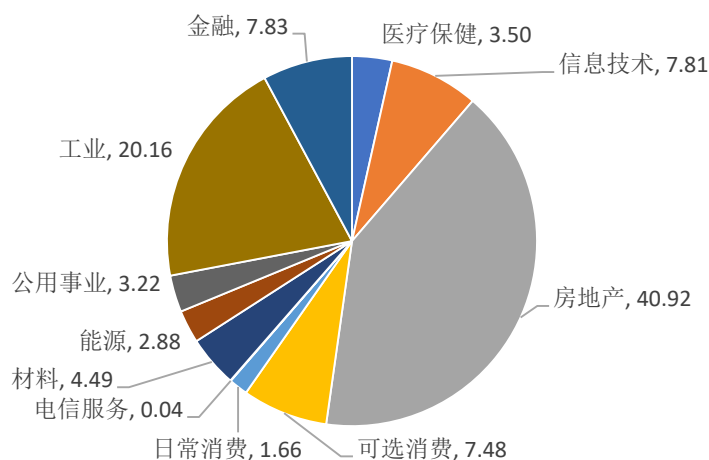
表 7：债券投资者结构（中债登数据）

债券类型	2023 年末(亿元)	2022 年末(亿元)	增加(亿元)
银行间债券市场	1,008,577.68	751,735.79	256,841.89
商业银行	701,218.96	497,940.32	203,278.64
信用社	12,578.05	9,239.83	3,338.22
保险机构	36,294.89	24,425.66	11,869.23
证券公司	21,359.60	9,951.89	11,407.71
非法人产品	168,002.84	139,216.54	28,786.30
境外机构	30,191.75	31,570.86	-1,379.11
其他	38,931.59	39,390.70	-459.11
柜台市场	7,823.74	8,004.12	-180.38
其他市场	36,116.59	24,688.77	11,427.82
合计	1,052,518.02	784,428.68	268,089.34

资料来源：Wind，中国银行研究院

从信用风险分布看，违约债券余额行业分布较为集中。截至2023年末，违约债券余额共计9927.92亿元。其中，房地产、工业违约债券余额为4062.44亿元和2001.89亿元，二者占比分别为40.91%和20.16%（图10）。近年来房地产市场运行逻辑发生根本性转变，多家知名房企先后爆雷，违约债券规模迅速扩大。其他行业债券余额均在1000亿元以下。

图10：2023年末违约债券余额行业分布（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）债券市场发展面临的主要挑战

第一，对实体企业支持力度仍有拓展空间。虽然我国债券市场规模全球领先，但对实体企业的支持存在不足。自2013年以来，同业存单、地方政府债等先后获准上市发行，二者发行规模呈现爆发式增长，债券市场逐步演变为以政府债券、政策性金融债等利率债为主的融资格局，公司债、企业债发行占比逐步降至15%以下。以利率债为主导是我国债券市场的特色，但从绝对规模和占比看，对企业债和公司债等的支持力度仍有拓展空间。截至2023年末，债券市场信用债余额为46.3万亿元，其中企业债、公司债合计为13.3万亿元，占比仅为28.78%（图11），且企业债主要以城投债为主。同为债权类融资，金融机构人民币贷款余额为236.41万亿元，二者存在巨大差距。

值得关注的是，近年来直接融资占社融比重有所下降。企业债券和股票融资二者合计占社融比重由2016年最高的15%左右持续降至2023年末的11%左右，企业债券融资占比则由11.5%左右降至8.35%左右（图12）。企业债券融资占比下行与近年来信贷投放高增长带来的替代效应有关。

图 11：2023 年末信用债内部结构（%）

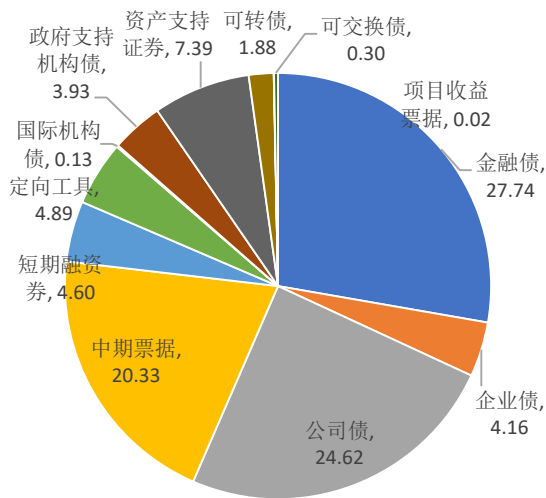
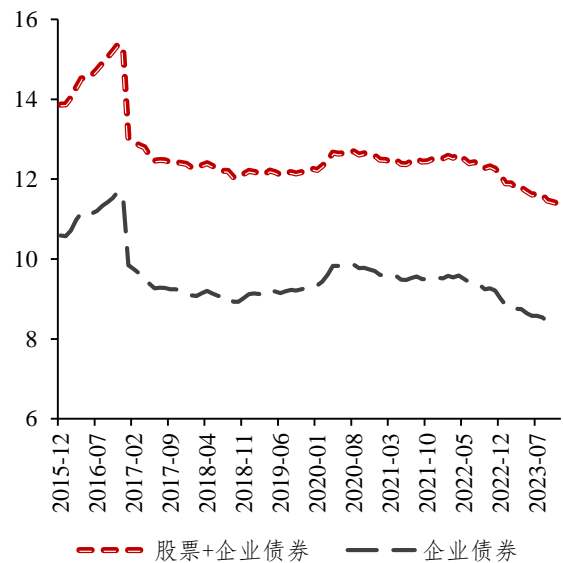


图 12：企业债券占社融比重（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，市场分割对债券市场流动性及定价效率带来影响。由于历史原因，我国债券市场逐步发展为银行间债券市场、交易所市场和柜台市场等多头并存的局面。不同市场之间长期缺乏互联互通，彼此相互割裂，在基础设施、评级机制等方面存在区别，不能在统一的交易及监管制度下运行，这不仅增加了债券市场的流动性成本，也不利于债券市场定价效率的提升。为此，监管部门及交易所等已先后发文鼓励银行间市场和交易所市场相关基础设施开展互联互通合作，债券市场长期割裂的情况有望逐步缓解。但在部分领域，例如统一监管、交易数据和托管数据共享机制等方面仍然存在不足，市场运行效率仍有较大提升空间。

第三，对重点领域债券发行支持力度不足。近年来，随着科创驱动、绿色发展等重大战略加速推进，债券市场围绕相关领域持续加大支持力度，并取得积极成效。例

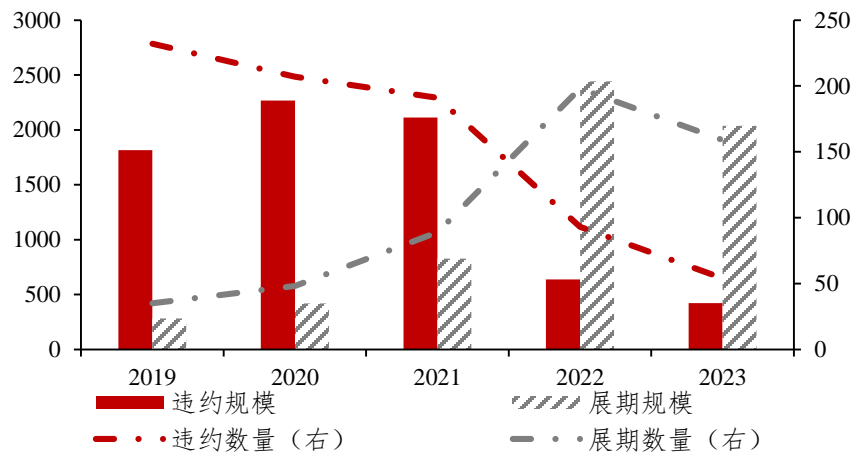
如，截至 2023 年三季度末，我国境内绿色债券市场余额 1.98 万亿元，居全球第二。但部分领域存在一些问题。一是债券发行缺乏长期规划。部分企业募集资金实际并未用于科创、绿色等领域，而是用于偿还公司债务，或用于日常流动资金，存在资金使用风险。二是部分政策重点支持领域债券发行占比较小。特别是小微、三农、新基建等债券规模仍然较小，2023 年三者共计发行 3351.6 亿元，占比不到 0.5%，实体企业和金融机构发行相关领域债券动力有待挖掘。三是发行成本并无明显优势。例如绿色债券发行利率虽然略低于普通债券，但如果考虑各种附加认证要求，包括债券评估费用等，发行利率与普通债券差别不大。四是政策支持力度不足，投资者需求亟待释放。科创、绿色等新兴领域风险性较大，但我国针对相关领域债券购买者缺少足够的支持性政策，例如免税、减税等，导致机构投资者购买动力不足。五是存在期限错配问题。科创、绿色及涉农等领域大都具有高风险、长期限等特征，需要长期限的资金支持。但目前相关领域债券发行期限普遍较短，大都在 5 年期以下，与相关行业的发展特征并不完全匹配。

第四，投资者债券持有结构较为集中，有继续优化的空间。由于场外交易的特性，债券市场投资者主要以机构投资者为主，银行间市场更是呈现出以商业银行长期占绝对主导地位的投资格局。但我国机构投资者投资风险偏好相对较低（主要以利率债为主），交易不频繁（大都持有至到期），加之近年来加大了利率债等债券的配置，可能会对债券市场流动性带来影响，也不利于定价机制的充分发挥。长期以来，我国债券市场换手率（交易量/托管量）基本维持在 250%-300%之间，国债换手率则稳定在 200%左右，而发达国家普遍在 1000%以上。交易频率提升不仅有助于活跃市场，也有助于在交易中发现债券的合理价格，更加准确地进行定价。

第五，债市潜在信用风险隐患仍然突出。近年来债券市场信用风险出现持续收敛，但仍然存在不少风险隐患。一是展期规模大幅上升。在债券实质性违约规模大幅下降的背后，债券展期规模出现快速上升，这意味着信用风险可能存在延后。自 2022 年起，出现实质性违约的债券规模大幅下降，但 2022 年、2023 年，债券市场展期规模均突破了 2000 亿元（图 13）。二是重点领域行业风险仍然突出。近年来，受绿色转

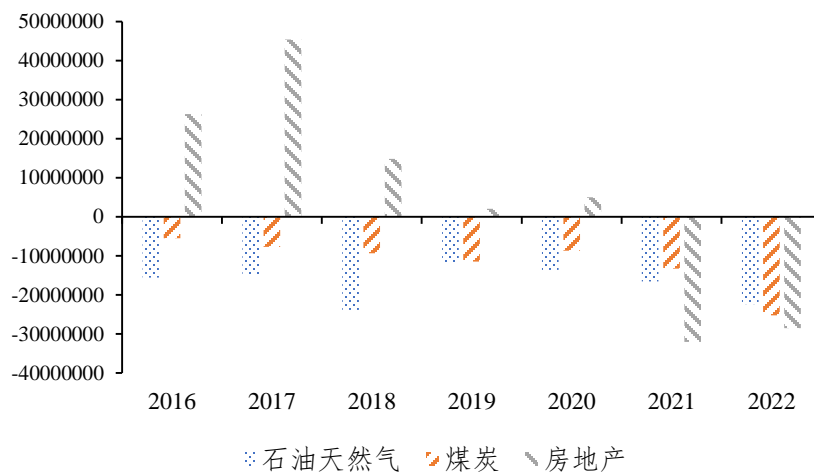
型、房住不炒等政策影响，石油天然气、煤炭、房地产业等领域企业经营压力增大，资金来源渠道受限。2016年以来，相关行业筹资活动产生的现金流量缺口持续扩大（图14）。在面临较大转型压力、市场仍未有效企稳等因素影响下，相关行业债券出现违约的可能性仍然较大。此外，虽然2023年9月启动了关于地方债务的一揽子化债方案，但在经济仍未明显企稳背景下，地方债券仍面临较大的偿付压力。

图13：2023年债券市场违约规模与数量（亿元、笔）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图14：部分领域行业筹资净流量（万元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

三、政策建议

中央金融工作会议、中央经济工作会议围绕融资结构优化、支持重点领域发展及防范化解金融风险等任务进行了全面部署。作为金融体系的重要组成部分，债券市场应对标国家重大发展战略、实体经济需求持续发力，更好助力经济高质量发展。

第一，鼓励更多优质企业发债融资，加大对实体企业的支持。中央金融工作会议提出“优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能”。信贷、股票、债券市场需要协同发力，为实体企业提供全方位、多渠道的资金支持。应加快完善以民营企业债券融资支持工具为主的一揽子政策支持工具，引导更多中介机构设立信用风险缓释凭证（CRMW），为更多符合条件的实体企业参与债券市场融资提供增信支持，稳步扩大实体企业债券发行规模，在建立更加多元融资结构的同时有效满足企业，特别是民营企业的资金需求。

第二，聚焦国民经济重大领域持续发力，为相关行业发债融资提供更多支持。聚焦“五篇大文章”等重点领域，在发行便利度、发行利率、发行期限等方面给予一定优惠和引导，积极鼓励金融机构和企业发行更加多元化、更长期限的债券品种。例如碳中和债券、可持续发展挂钩债券、小微债、三农债、科技创新债、养老支持债券等；针对科创、绿色、小微等领域债券的利息收入适当减税或阶段性免税，提升投资者购买意愿，提高相关债券发行成功率。

第三，优化流动性投放及债券供给节奏，为债券发行创造稳定的流动性及利率环境。货币市场流动性环境对债券发行规模及成本具有决定性影响。综合运用公开市场操作等工具维持流动性合理充裕，保障合意的流动性供给规模，引导大型金融机构在月末、季末等特殊时点主动融出资金，维持 DR007、R007 等关键货币市场利率平稳运行，进一步稳定市场预期，为实体经济发债融资创造稳定的利率环境；合理规划国债、地方政府债券等的供给节奏，避免集中、突击发行加大债券市场供给压力，抬升债券市场利率中枢，在降低其他主体发行意愿的同时增加融资成本。

第四，加快打通市场堵点，持续提升债券市场运行效率。债券市场分割形成的历

史原因较为复杂，应稳步推进相关制度及政策改革。未来需要在五个层面实现互联互通，逐步解决市场分割问题。一是监管层面的协调和互联互通，为各类投资者在市场之间投资交易提供政策支持及便利；二是交易平台的相互对接和联通，不断提升投资者在不同市场之间的交易信息和数据的自动备案、转移及运用；三是不同市场交易清算模式实现互补统一，进一步提升投资者跨市场投资意愿；四是做市、估值和评级的相互统一协调，消除不同市场之间券种的价差；五是交易数据、托管数据的协调共享，逐步建立统一的债券市场数据库。

第五，投资机构应合理调整债券配置，优化资产负债结构。从资产端看，缺乏优质资产的市场格局短期内不会发生明显变化，投资机构可继续增大对安全性强、流动性好的债券资产配置，如国债、地方政府债等。特别地，银行作为市场主导机构，在增配债券资产的同时，可持续提升市场化投资能力，或与外部第三方合作提升债券交易的规模和频率，助力提升债券市场流动性及风险偏好，进一步活跃市场。从负债端看，在信贷投放保持高增长、大型银行面临 TLAC 达标压力等因素影响下，金融机构存在较强的资金补充需求。在研判政策演变路径、资产扩张需要及资本补充计划基础上，前瞻性做好资金补充的阶段性规划，平滑资金需求节奏，并结合债券市场利率变化情况合理选择发债时机，稳定资金成本。

第六，加快对违约债券的处置工作，防范风险蔓延。加大对重点领域、重点行业企业经营监测力度，做好对增量与存量、一般公司债与城投债、短期流动性困难与持续经营能力丧失等的区分，分类采取处置措施。包括：鼓励企业合理采取展期等方式处置短期流动性风险，推动发行人和相关方综合运用出售资产、债券回购、债务重组、引入战投等方式稳妥处置存量风险。通过提升违约债券转让效率、优化上市公司债转股实施渠道、完善债券违约司法救济渠道等方式，拓展资金补充渠道，优化违约处置机制。在市场准入、绩效考评等方面给予差异化要求，做到有奖有罚，避免重点风险企业恶意“逃废债”。

