

债券市场基础设施或加速完善 更好发挥支持实体经济作用

如有引用请注明东方金诚首席债券分析师苏莉

4月9日，中共中央、国务院对外发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》（以下简称《意见》）。《意见》就扩大要素市场化配置范围、促进要素自主有序流动、加快要素价格市场化改革、健全要素市场交易机制等方面进行部署，明确了土地、劳动力、资本、技术和数据等五类要素市场化配置改革的方向和具体举措。东方金诚认为，完善要素市场化配置体制机制，目的在于提高要素配置效率，实现各类要素市场的优化配置，激发市场活力，是推进供给侧结构性改革、推动经济高质量发展的重要路径。

资本市场是要素市场化配置的重要环节，推动资本要素市场化配置改革，将与全面深化资本市场改革相互促进，有助于优化资本市场供给，更好发挥金融支持实体经济作用。从长远来看，这是构建多层次资本市场、拓宽企业直接融资渠道、畅通资本市场和实体经济的良性循环的重要路径。从短期来看，在疫情对我国短期经济增长产生较大负面冲击，并导致全球金融和商品市场大幅波动的背景下，优化资本要素配置将有利于稳定国内宏观经济和资本市场运行，稳定市场预期；更好发挥资本市场作用，配合各项定向支持政策，进一步加大金融对实体经济薄弱环节支持力度，缓解相关企业暂时的流动性困难。

针对推进资本要素市场化配置，《意见》着重提出四方面要求，包括完善股票市场基础制度、加快发展债券市场、增加有效金融服务供给和主动有序扩大金融业对外开放等。其中，在加快发展债券市场方面，《意见》提出要稳步扩大债券市场规模，丰富债券市场品种，推进债券市场互联互通；统一公司信用类债券信息披露标准，完善债券违约处置机制；探索对公司信用类债券实行发行注册管理制；加强债券市场评级机构统一准入管理，规范信用评级行业发展。

我们注意到，近年来，债券市场各监管机构不断出台各项政策，推动债券市场发展，完善债券市场功能。《意见》提出的具体任务在近年的各项新规中已有所体现。作为中共中央、国务院发布的重磅文件，《意见》的发布进一步明确了债券市场要素配置的改革方向，将有效推动债券市场各项长效机制和制度建设政策的加速落地。具体体现在如下方面：

1. **《通知》强调基础制度建设的重要性，债券市场基础设施建设将加速完善，债市互联互通有望取得实质性推进。**近年来资本要素市场化改革持续推进，《意见》中的相关内容也延续了一直以来的改革方向，同时，更加突出强调基础制度建设的重要性，包括信息披露、违约处置、发行注册等环节的制度建设有望加速推进。尤其值得注意的是，《意见》强调要“推进债券市场互联互通”。不同于股票市场，我国债券市场长期存在多头监管、市场分割的问题。近年来，推动债券市场互联互通的政策频出，包括统一执法、评级行业统一监管等，但在发行、交易、托管结算等环节的市场分割问题依然存在，这在一定程度上阻碍了债券市场要素的自由流动和有效分配。可以预计，在《意见》指导下，未来一段时间相关配套措施将加速出台，债市互联互通有望取得实质性进展，这将提高债券市场的流动性，激发市场活力。

2. **债券市场投资者保护将进一步加强。**在完善股票市场基础制度方面，《意见》明确指出要“完善投资者保护制度，推动完善具有中国特色的证券民事诉讼制度”，我们认为这同样也适用于债券市场。信息披露监管要求不统一、投资者保护力度不足、债券持有人大会等机制安排未能有效发挥作用等，是阻碍我国债券市场发展的重要障碍。未来，中国特色的集体诉讼制度或逐步建立，同时配合新《证券法》中新增的投资者保护专章，投资者保护力度将有所提升。但当前与信息披露、投资者保护相关的各项政策指引仍有待进一步深化、细化和落实，因此，进一步加强对债券投资者合法权益的保护力度，提高投资者的参与积极性仍将是未来债券市场要素市场化配置改革的重要组成部分。

3. **资本要素价格改革加持下，未来债券市场定价效率将显著提高。**我们注意到，国内已发行债券存在信用级别集中度偏高的问题，这在一定程度上妨碍了市场对信用风险的有效识别，同时，二级市场与一级市场定价扭曲、债券风险与收益严重错配也有碍债券市场走向成熟。《意见》提出要“加速要素价格市场化改革”，这一要求放在债券市场的背景下，将体现在市场化定价改革的推进，反映供求关系的国债收益率曲线定价基准的作用将得到更好发挥，同时，债券定价“天花板”或将逐步打破，引导债券的风险补偿与收益相匹配，提高债券定价市场化水平和定价效率。

4. **高收益债市场将加速形成。**《意见》提出要“稳步扩大债券市场规模，丰

富债券市场品种”，这与新《证券法》的思想相一致。目前公司债、企业债发行已进入全面注册制，同时，新《证券法》删除多条公司债发行的限制条件，包括“最低公司净资产”、“累计债券余额不得超过净资产 40%”、“一年以下期限的公司债不能上市”等，这意味着公开市场发行门槛有所降低，有利于带动债券市场进一步扩容，也为高收益债一级市场的形成打下了监管基础。可以预见，未来债券市场信用的结构性分层将趋于常态化，更多类型、规模、资质的企业或将迎来债券直接融资的机会，加之债券定价更趋市场化，高收益债市场将加速形成。

未来，在《意见》指导下，债券市场长期制度安排的完善还将持续推进，并有望得到加速推进和落地实施，这将进一步激活债券市场红利。可以预见，后续将有更多企业通过债券融资来丰富其融资渠道，而在价格改革的推进下，综合融资成本或进一步降低，这意味着债市在服务实体经济方面的作用将得到充分地发挥。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。