中国债券市场信用利差的宏观影响因素研究

李　荣

徽银理财有限责任公司，中国·安徽　合肥　230001

【摘　要】在中国债券市场违约状况越发常见的情况下，刚性兑付逐步打破，使得债券信用风险问题所能产生的影响越显突出。信用利差正是体现中国债券市场信用风险的重要指标之一，需要增强对其的深入研究力度，为债券信用风险问题的解决提供必要的支持。与此同时，随着国家及有关部门开始关注欠发达地区企业和民营企业，中国债券市场同样呈现出了不同于以往的变化，更是需要从信用利差的视角切入并研究。对于中国债券市场的信用利差而言，宏观影响因素产生的作用较为可观，可以优先由此出发增强研究。为此，应当更加深入地重新解读信用利差的相关内涵，分析各类宏观影响因素实际产生的影响，以便为后续采取策略予以管控的实践过程提供理论指导。

【关键词】债券市场；信用利差；影响要素；宏观分析

引言

在中国资本市场中，债券市场和股票市场均是重要的组成部分之一。债券市场早期主要围绕国债运作，在信用债逐步发展后呈现出了不同于以往的变化。在社会经济转向高质量发展后，中国债券市场已经同步取得了相应的发展，债券品种逐渐丰富。一般而言，国内的债券主要可以划分为利率债和信用债两种品种，前者主要是指国债、地方债、央行票据以及政策性银行债，后者则是企业债、公司债、金融债、定向工具以及中期票据等。在中国债券市场违约事件开始出现后，国内信用债刚性兑付局面打破，使得信用债发展遭遇了崭新的困难。信用债是企业实现直接融资的手段之一，随着刚性兑付局面打破，市场对债券的信用风险越发关注。而信用利差是评价信用风险的重要指标，可以从宏观影响因素的视角出发深入研究，把握可能对信用利差产生影响的各类宏观因素，以便根据其作用原理采取对应的策略予以管控。

1　信用利差的内涵解读

为求深入地研究中国债券市场信用利差的宏观影响因素，应当优先从信用利差的定义和理论研究模型两个方面出发，更加切实地重新解读信用利差相关的各项内涵，为后续的分析研究指出明确的方向。

1.1信用利差的定义

除了直接影响债券信用利差之外，宏观影响因素还会通过推升流动性风险来提高债券信用利差，因而需要定义出发重新审视信用利差[1]。信用利差是对信用债和无风险债券之间相对价值的反映，而相对价值是对信用债持有者相较于一般无风险债券持有场景承担更多风险的补偿，一般而言，可以将风险补偿划分为信用风险、税收和流动性风险等部分。究其本质，信用利差是信用债利率与无风险债券之间的差值，同时在风险补偿视角下是由上述三部分的补偿性溢价组成。

1.2信用利差的理论研究模型

在围绕信用利差开展理论研究时，常用的研究模型主要有下述三种类型，可以分别把握研究模型的内涵，在适用的研究场景下取得更理想的研究成果。一是Z值违约模型。该模型选取五个方面的财务比率指标，在一定程度上反映企业的信用状况和经营管理情况，对于财务因素考察较多，未能将企业其他的非财务因素纳入考量，无法体现宏观环境的影响。二是结构化模型。该模型以期权定价理论为依托，主要利用到期期限、无风险利率以及企业资产与信用利差的关系构建模型并完成研究。三是简约化模型。不同于侧重研究企业价值内生变化的结构化模型，简约化模型偏重于考察企业的外在违约强度，在各类现实场景下更具定量研究价值。

2　中国债券市场信用利差的宏观影响因素分析

在影响中国债券市场信用利差的因素之中，宏观影响因素主要体现在宏观经济运行状况、居民消费价格指数、生产者价格指数、广义货币供应量、股票市场波动率、无风险利率以及区域经济发展情况等多个维度，需要分别分析其实际的作用机理，对具体的影响形成更加全面的认知。

2.1宏观经济运行状况

在债券违约出现高峰后，市场恐慌使得民营企业低等级AA和AA+级债券信用利差持续走高，使得信用利差相关研究越显关键[2]。对于中国债券市场的信用利差而言，宏观的经济运行状况作为影响因素可以产生的作用尤为可观。在宏观经济发展预期更加良好的前提下，企业可以在有利的

经营环境下有效实现盈利，推动违约风险随之走低，降低信用利差。同时，宏观经济环境预期良好可以使得投资者拥有更多资金，市场整体的金融产品需求量上升，信用利差同样会缩减。而在企业扩张生产规模以追求利润的过程中，企业投资增多会使得国内债券市场供给量增加，推动信用利差出现程度不一的上升。

2.2居民消费价格指数

在影响中国债券市场信用利差的宏观因素中，居民消费价格指数也属于重要因素之一，需要从下述两方面分别分析其作用机理和具体影响。首先，当该指数的数值较高，代表通货膨胀通常较高，同时宏观经济运行状况良好，企业在有利环境下增加盈利，由此降低违约风险，缩减信用利差。其次，物价上涨会对居民消费结构产生直观的影响，消费增加会压缩投资资金数额，使得信用利差出现一定的增多。最后，较长时间的通货膨胀会推动市场加息预期提升，促成紧缩的货币政策，推动投资者提高资产回报率预期，带动信用利差随之增多。

2.3生产者价格指数

对于中国债券市场的信用利差而言，生产者价格指数也是重要的宏观影响因素之一，需要深入地分析其实际可能产生的各类影响[3]。在该指数增加后，往往意味着企业生产所需投入的成本增多，会为企业带来更大的资金负担，有可能推动排斥风险的投资者提出更高的债券信用风险溢价要求，使得信用利差出现增长。与此同时，该指数会使得部分议价能力较强的企业产品价格出现提升，依托于盈利提升缓解财务方面的压力，通过降低信用风险降低债券信用利差。由此可知，该宏观影响因素受债券发行企业状况作用，实际带来的影响存在不确定性。

2.4广义货币供应量

货币供应量可以在一定程度上反映市场流动性，二者呈正相关关系，因而广义货币供应量也会对债券市场信用利差产生一定的影响。在企业的视角下，货币供应量提升有益于融资方面的约束缓解，在企业提升经营效益的过程中发挥其作用，降低企业的预期违约概率，推动投资者降低其对债券信用风险溢价的要求，使得信用利差降低。与此同时，在投资者的视角下，货币供应量更多意味着资本市场的资金数量会更加充沛，增加投资成为更多投资者的选择，在提升债券需求量的过程中带动债券信用利差出现降低。

2.5股票市场波动率

考察宏观影响因素对债券信用利差的影响后可以发现，股票市场波动率也是常见的宏观因素之一，需要深入地解读其作用机理[4]。一方面，债券市场相较于股票市场明显风险更低，股票市场的强烈波动将会推动排斥风险的投资者转移至债券市场，使得更多投资者提出债券需求，推动信用利差相应地有所降低。另一方面，在股票市场波动率增加的情况下，股票市场的盈利机会随之增多，部分投资者更倾向于在股票市场投入资金，使得资本市场的债券需求量出现一定的下滑，间接地致使信用利差提高。

2.6无风险利率

究其定义，无风险利率是指投资者在无风险类金融资产方面投资后的收益率，同样可以作为宏观影响因素作用于中国债券市场的信用利差，实际带来的影响既有正面的也有负面的。在正面影响方面，当无风险利率出现降低，居民储蓄将会减少，转而流向消费与投资，可以推动更多资金流入债券市场，推动债券需求量随之增多，同时减少信用利差。在负面影响方面，无风险利率将会随着宏观经济良好发展和通货膨胀而提升，为企业带来更多的经营绩效，帮助企业增强其偿债能力，带动企业财务风险实现降低，减少信用利差。

2.7区域经济发展情况

在社会主义市场经济持续不断发展的过程中，不同区域之间的经济发展状况存在显著的差异，以至于区域经济发展情况同样可以作为宏观影响因素，作用于增强债券市场的信用利差[5]。区域经济发展态势良好的区域可以提供更优质的营商环境，同时确保企业良性竞争和市场参与者利益，因而此类区域内的企业在违约风险明显更低，使得投资者一般不会提出较高的补偿，使得信用利差往往会更低。相反，在区域经济发展情况不佳的情况下，企业更有可能在经营绩效方面出现问题，增加违约概率，促使投资者提出更高的信用风险溢价要求，推动信用利差随之提升。

3 中国债券市场信用利差宏观影响因素的控制策略

在实际地控制中国债券市场信用利差宏观影响因素时，应当以各类宏观影响因素当前带来的具体影响为准深入分析，采取与之相对应的策略完成控制和管理，以期取得更加理想的管控成效。在此过程中，主要可以采取下的述有效策略管控各宏观影响因素：综合考量各类影响要素完成定量分析，立足于客观性审视第三方评级有效性，侧重于关注宏观经济与区域经济发展，依照是否为国有企业区分不同的企业，照顾更易受到宏观影响的欠发达地区等。

3.1综合考量各类影响要素完成定量分析

在实际地控制中国债券市场信用利差的宏观影响因素，应当重视信用利差相关的定量分析结论，通过综合考量各类影响要素的形式，推动定量分析结论的有效性和可参考

性取得提升。在充分综合考虑多方面影响因素后，可以对债券发行定价形成更加准确的判断。考虑到企业微观因素在债券信用利差方面更具解释度，在综合考量多方面因素控制宏观影响因素时，同样应当在这一方面有所体现，确保定量分析结论的全面性。与此同时，信用利差可以在一定程度上评价债券信用风险，还可以利用定量分析明确潜在影响更大的信用风险，为风险管理提供依据。

3.2立足于客观性审视第三方评级有效性

在作用于信用利差的各类影响因素中，宏观因素可以产生的作用更为突出，需要着重分析并予以把控[6]。对于中国债券市场的信用利差而言，第三方信用评级也会影响到债券信用利差，还应同时立足于客观性和真实性深入地审视，确保该影响因素可以得到有效的管理。在信用债定价和信用风险监控方面，第三方信用评级具备一定的参考性，同时现有的信用评级有可能出现难以如实反映企业实际的信用风险的状况。因此，应当以客观公正为基准审视第三方评级，以防信用评级不切实影响债券定价准确性，同时保障投资者利益和债券市场发展。

3.3侧重于关注宏观经济与区域经济发展

经由上述分析不难发现，宏观经济运行状况和区域经济发展情况均是重要的宏观影响因素之一，在采取策略管控中国债券市场信用利差宏观影响因素时应当着重引起关注，由此出发增强管控效果。为此，应当侧重于关注欠发达地区，关注并扶持部分重点企业，帮助这一部分企业降低债券信用利差，减轻债券融资中所需投入的成本。具体而言，欠发达地区地方政府应当重视利好政策的制定与出台，帮助企业降低信用利差，在更低成本完成债券融资，逐步进入良性发展状态。

3.4依照是否为国有企业区分不同的企业

在当前经济结构调整与货币周期宽紧转换的宏观背景下，市场利率对债券市场信用风险的影响可能具有门槛效应[7]。而债券市场中，是否为国有企业也会在企业信用风险方面出现较大的差异，原因在于实际作用于信用风险的因素各有不同。因而在管控影响中国债券市场信用利差的宏观因素时，还可以依照企业是否为国有企业的标准做出区分，适用不同的管控思路，以期实现更加符合预期的管控效果。

3.5照顾更易受到宏观影响的欠发达地区

经由上述有关区域经济发展情况的分析可以得知，在区域经济发展态势良好的区域，宏观影响因素对信用利差的影响更弱，而欠发达地区企业的信用利差更容易在宏观影响因素的作用下出现波动。因而在管控宏观影响因素时，还可以持续跟进欠发达地区的信用利差状况，尤其是在宏观经济运行状况不理想的情况下，更是应当着重关注欠发达地区企业的债券融资状态，制定并出台相应的扶持政策，帮助企业规避信用利差较高可能带来的融资困难，实现理想的宏观影响因素管控成效。

4 结语

总而言之，在社会主义市场经济持续不断发展的过程中，债券发行早已成为很多企业完成融资的重要手段之一，以至于信用债作为投资品种所具备的价值水涨船高。而违约风险是信用债的重要影响要素之一，投资者会索取高于国债的收益率作为对风险的补偿。期间，信用利差是指信用债到期收益率和无风险利率的差值，可以作为度量衡准确评价风险补偿，同时也是信用债定价的关键要素之一。在影响中国债券市场信用利差的各类因素中，宏观影响因素所能发挥的作用尤为突出，需要着重研究宏观影响因素实际对中国债券市场信用利差产生的作用，采取与之相对应的策略予以管控，取得更为理想的管控效果。对此，主要应当关注可以产生影响的宏观因素，明确各类因素的作用机制，以便为具体的管控实践提供理论性的支持。

参考文献：

[1]张雪莹,刘茵伟.经济政策不确定性、流动性与债券信用利差——基于中国债券市场数据的研究[J].债券,2022,(05):61-67.

[2]王立夫,王一鸣.债券违约冲击对不同债券市场信用利差的异质性影响[J].上海金融,2021,(12):69-80.

[3]陈关亭,连立帅,朱松.多重信用评级与债券融资成本——来自中国债券市场的经验证据[J].金融研究,2021,(02):94-113.

[4]张雪莹,刘茵伟.影子银行对债券信用利差的影响——基于中国债券市场数据的研究[J].投资研究,2020,39(08):25-38.

[5]刘昌阳,尹玉刚,刘亚辉.海外经营、东道国风险与债券发行利差——来自中国公司债券市场的经验证据[J].经济与管理研究,2020,41(02):30-52.

[6]周荣喜,熊亚辉,杨嫱.中国债券市场“信用利差之谜”——基于宏微观影响因素的实证分析[J].山东财经大学学报,2019,31(04):41-49.

[7]宋美喆,胡丕吉.货币周期视角下债券市场信用风险门槛效应及调控策略选择[J].金融理论与实践,2018,(04):8-13.

作者简介：

李荣（1986.07-），男，汉，安徽合肥，硕士研究生，（现目前的职称）中级经济师，研究方向:金融。