

北京大学国家发展研究院《中国经济观察》课题组¹

促进资本市场高质量发展

《中国经济观察报告》2025 年第三季度

2025 年 9 月 27 日

¹ 本期报告执笔人：王勋

目录

核心观点与政策建议1

一、经济下行压力逐渐加大，资本市场经历结构调整后逐步企稳.....2

 （一）供强需弱格局延续，经济面临通缩风险.....2

 （二）新增社融政府占主导，实体经济融资成本尚未显著降低4

 （三）资本市场经历结构调整后逐步企稳.....5

二、经济高质量发展需要有效率的资本市场6

 （一）高效率的资本市场是企业创新和经济效率提升的关键6

 （二）我国的融资结构仍以债务融资为主7

三、隐性担保对市场纪律与融资配置效率的影响：以信用债市场为例.....9

 （一）信用债市场的突出问题是隐性担保9

 （二）国企债券违约开始打破隐性担保..... 11

 （三）隐性担保下降有助于提升债券市场企业资本配置效率 12

 （四）从“国企偏好”转向“效率偏好” 15

四、高质量发展资本市场的政策建议 17

核心观点与政策建议

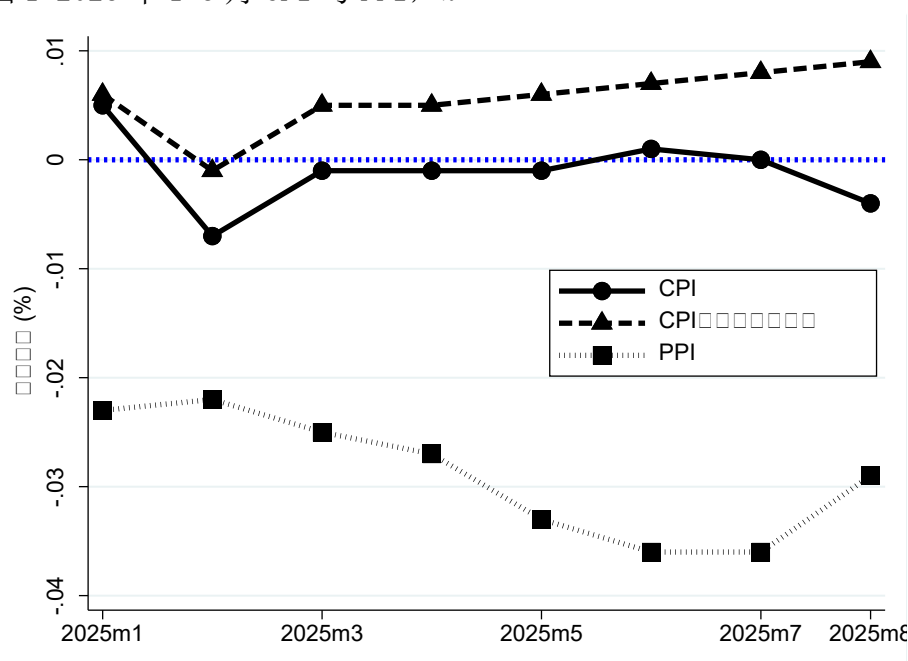
- ✧ 经济依然面临较大下行压力。收入与盈利预期尚未明显改善，消费和投资更趋谨慎，供强需弱的状况延续导致经济面临通缩风险。然而，资本市场经历结构调整后呈现逐步企稳的态势，高端制造、科技创新类行业上涨明显。
- ✧ 健康有效率的资本市场是实现高质量发展的重要因素。实现高质量发展的基础是经济转向以效率提升为主导的增长模式。效率提升取决于技术创新和要素配置效率提升。技术创新有赖于资本市场发展，要素配置效率提升有赖于资本市场改革。
- ✧ 当前我国资本市场的主要问题在于缺乏市场纪律。根源在于政府对特定企业提供的隐性担保，导致资本市场尚未建立起对所有企业一视同仁的规则，特别是所有制歧视扭曲了风险定价，导致了偏低的资源配置效率。
- ✧ 打破政府隐性担保，提升了资本市场利率，改善了资本市场的融资配置效率。2015 年起不同行业发生国企违约事件后，打破了市场对政府隐性担保的预期，市场机构开始从企业基本面做出评级、投资等决策。因此，高效率企业获得了更低的融资成本，进行了更多的企业投资，从而改善了债券市场的融资配置效率。
- ✧ 打破政府隐性担保预期后，市场投资者开始由之前的“所有制偏好”转向“效率偏好”。高效率的企业比低效率的企业进行了更多投资，而高效率国企的投资率与高效率的非国企投资率之间已无统计意义上的显著差异。
- ✧ 鉴于当前经济下行压力，政府支持政策应更多依靠财政政策。在实施积极的财政政策时，政策重点应从生产性支出转向民生支出，加快完善社会保障体系，从而支持近期资本市场的企稳态势。在此基础上，建议以加强市场纪律为核心，推动资本市场高质量发展。同时，提升香港国际金融中心地位，继续推进资本市场互联互通和高水平对外开放。

一、经济下行压力逐渐加大，资本市场经历结构调整后逐步企稳

（一）供强需弱格局延续，经济面临通缩风险

物价低增长格局延续，经济面临通缩风险。今年 2-5 月，我国 CPI 同比增速连续 4 个月出现小幅负增长。6-7 月 CPI 同比增速分别为 0.1% 和 0。8 月份 CPI 同比增速又回到负值区间，为 -0.4%。扣除食品和能源的 CPI 自 2 月份后开始缓慢上升，8 月份同比增长为 0.9%，然而仍处于较低水平。生产端 PPI 同比增速已经连续 35 个月处于负增长（图 1）。生产端和消费端的价格地位运行，既反映了我国经济在供给侧的生产能力过剩，也反应了需求侧的消费能力和意愿不足。

图 1 2025 年 1-8 月 CPI 与 PPI，%

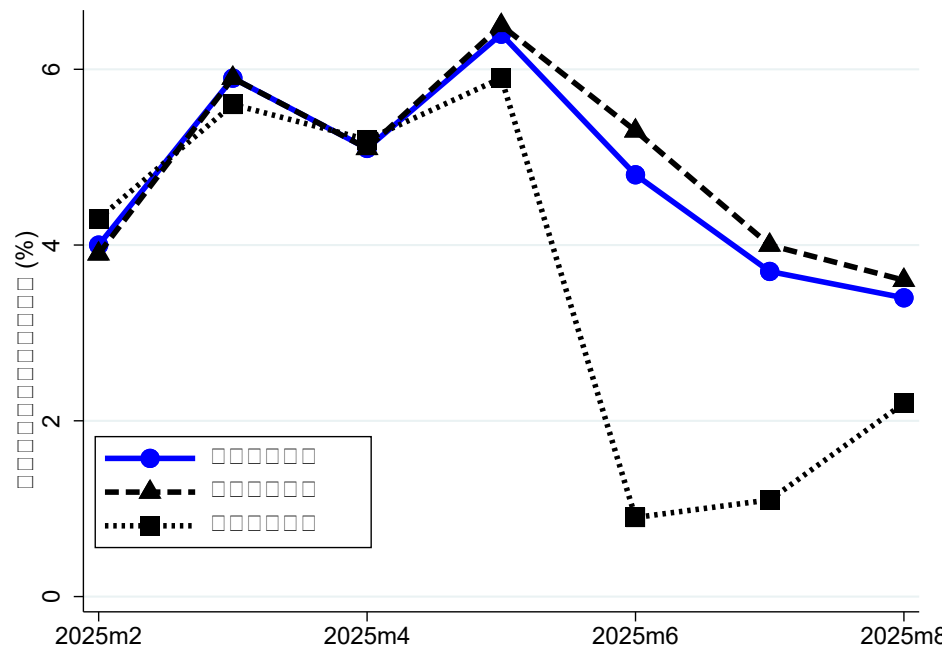


数据来源：CEIC 数据库

居民收入增速下降带来对未来收入预期的变化，导致消费增速下滑。今年上半年，我国 GDP 增长 5.2%。其中，最终消费拉动增长 2.7%，低于去年上半年 0.35 个百分点。社会消费品零售总额同比增速由 2025 年 1-2 月的 4% 上升至 5 月的 6.4%，之后开始下降。8 月份下滑至 3.4%，为今年为最低值。从消费类型看，商品零售额同比增长 3.6%，餐饮收入从 5 月份的 5.9% 急剧下降至 6 月份的 0.9%，之后缓慢回升至 8 月份的 2.1%（图 2）。消费增速下滑主要有两方面原因：一方面，居民收入增速目前依然偏低。2025 年上半年，城镇居民与农村居民的人均可支配收入增速分别为 4.7% 与 5.9%，分别低于疫情前 3.3 和 3.0 个百分点。另一

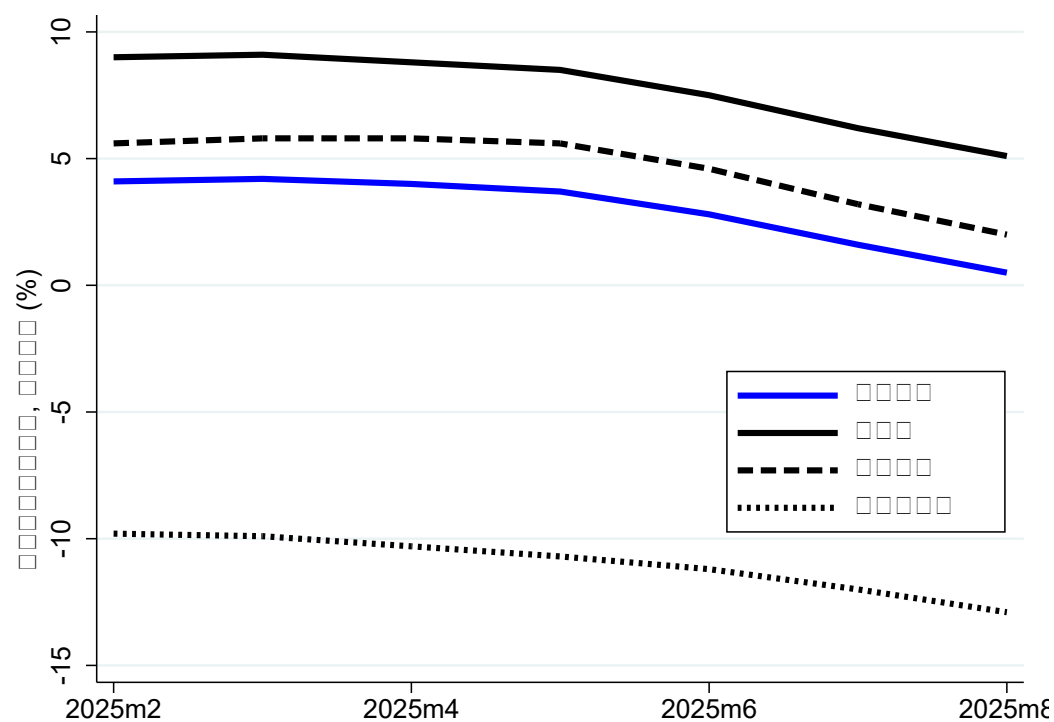
方面，消费者信心依然处于低位。国家统计局发布的消费者信心指数在 2025 年 7 月仅为 89，仍未回到 100 以上的乐观区间。

图 2 2025 年 1-8 月社会零售商品总额同比增长，%



数据来源：CEIC 数据库

图 3 2025 年 1-8 月固定资产投资增速：累计同比，%



数据来源：WIND 数据库

固定资产投资增速下降，民间和外企固定资产投资下降值得关注。今年 1-8 月，固定资产投资累计同比增长仅为 0.5%。与一季度相比，近期制造业投资、基础设施投资与房地产投资均出现明显下降。制造业投资累计同比自一季度的 9.1% 下降至 8 月份的 5.1%（图 3）。制造业投资增速显著下降的主要原因在于企业利润增速下降以及预期带来的企业投资信心不足。工业企业利润增速由 4 月份的 3% 下降至 5 月份的 -9.1%，随后同比增速有所回升，7 月份同比增速仍在负值区间。与之相关反应企业信心的制造业采购经理人指数自 4 月至 8 月已连续 5 个月低于 50% 的荣枯线。基础设施投资累计同比增速自一季度的 5.8% 下降至 8 月份的 2.0%。房地产开发投资持续负增长，自一季度的 -10.3% 下降到 8 月的 -12.9%，成为全社会固定资产投资的主要拖累。值得注意的是，民间固定资产投资同比下降 2.3%，外商企业固定资产投资下降 15.4%。PPI 仍持续下行，8 月同比下降 3.8%，反映出生产端价格压力加大，投资对经济增长的拉动较为有限。

与消费和投资近期疲弱不同的是，净出口保持了较快增长。今年 1-8 月按美元计价的出口累计同比增长 5.9%。尽管 6 月份以来进口同比增速已转正，但累计同比增速仍处于负增长区间，为 -2.2%。进出口增速的偏离导致贸易顺差在前 8 个月达到 7853 亿美元。贸易顺差的扩张更多反映的是我国进口需求持续低迷，而非出口显著走强，进一步说明了当前内需修复仍较缓慢。

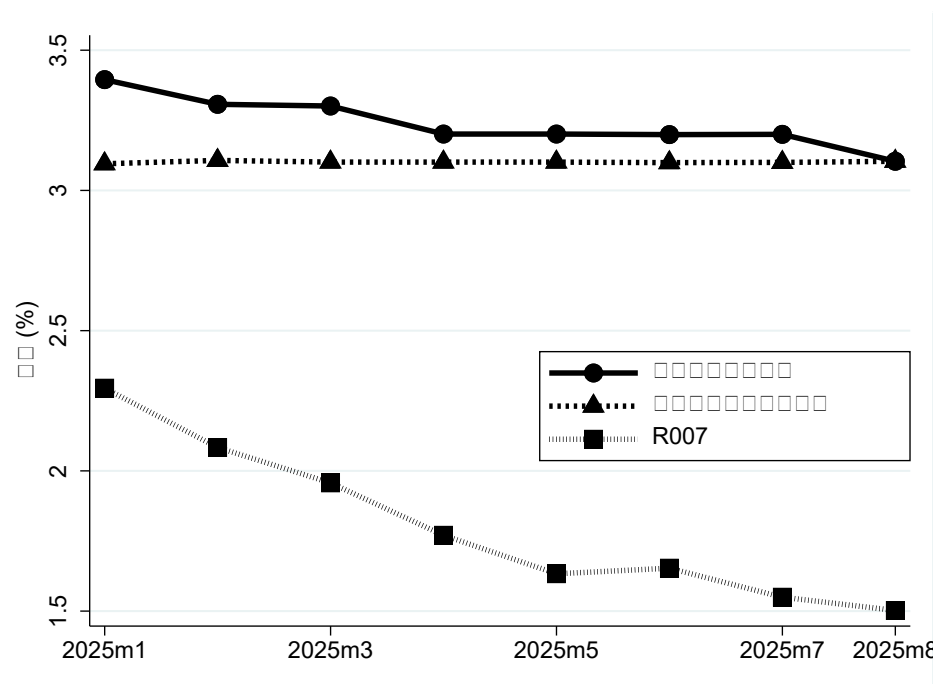
（二）新增社融政府占主导，实体经济融资成本尚未显著降低

货币增长保持相对稳健。8 月份 M1 和 M2 同比分别增长 6% 和 8.8%。社会融资规模存量增速自 1 月的 8%，上升至 8 月份的 8.8%。从累计新增的社会融资结构看，在更加积极的财政政策导向下，政府部门在融资扩张中发挥了主导作用。今年前 8 个月，政府债券融资占到新增社会融资规模的 38.7%，而非金融企业债券和股票融资分别仅占到新增社会融资的 5.9% 和 0.1%。值得注意的是，人民币贷款在新增社会融资中占比下降到 48.7%，为近十年来新低。贷款数据以及企业直接融资数据的低迷，反映了家庭和企业部门对需求更加趋于谨慎，市场预期并未得到明显好转。

今年以来，适度宽松的货币政策带动短端利率下降。银行间 7 天回购利率由年初的 2.3% 下降至 8 月份的 1.5%。然而，受价格低增长影响，实体经济的实际借贷成本（名义利率扣除通胀率）并未明显降低。企业银行贷款加权的实际利率

与个人住房贷款加权实际利率仍保持在 3.1% 的水平（图 4）。而反映民间融资成本的温州指数则保持在更高的水平。低通胀预期以及较高借贷成本，限制或者推迟了企业投资和居民消费决策，成为消费、投资增速走弱的重要原因。

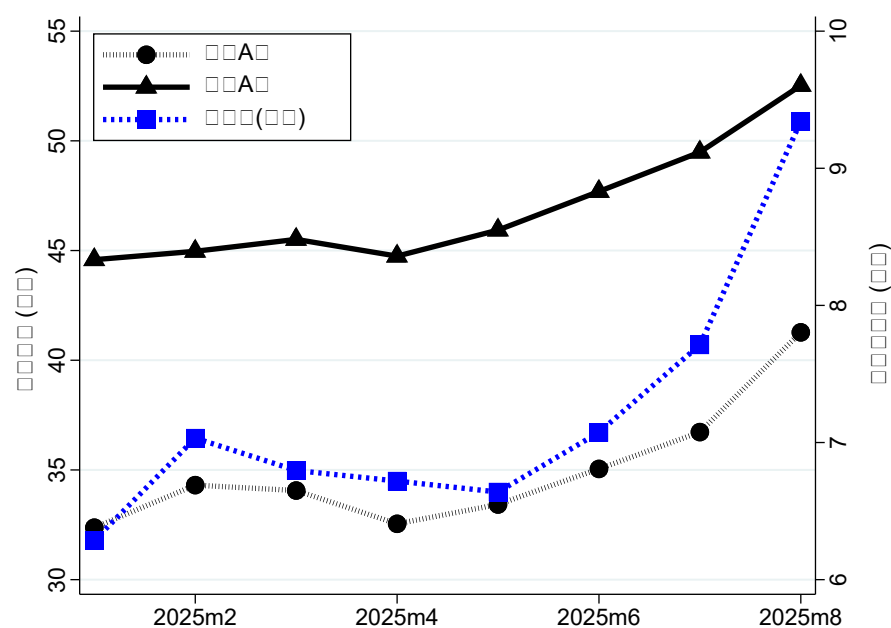
图 4 2025 年 1-8 月贷款利率与 R007，%



数据来源：WIND 数据库

（三）资本市场经历结构调整后逐步企稳

图 5 2025 年 1-8 月 A 股市值，万亿人民币



数据来源：CEIC 数据库

尽管实体经济依然面临下行风险，在全球科技革命和我国宏观经济政策的双轮驱动下，A股市场呈现出结构调整后逐步企稳的迹象。沪深两市A股市值8月底与1月份相比，已分别增长17.8%和27.5%。特别是科创板市值从年初的6.3万亿上升至9.3万亿，增长48.6%（图5）。从资金流向看，今年以来北向资金加大对科技行业的配置力度，特别是对包括储能、电池、光伏在内的电力设备增持幅度较大。同时对传统高股息、高分红行业如银行业的也有明显增持。

二、经济高质量发展需要有效率的资本市场

（一）高效率的资本市场是企业创新和经济效率提升的关键

2008年全球金融危机以后，我国经济的内外部发展环境，都发生了根本性的变化。这些变化体现在，一是，我国劳动成本优势在快速消失。据国家统计局数据，自2012年以来，我国15-59岁劳动力资源每年净减少600万人左右，近几年净减少已达到1000万。2022年以来，我国人口总数开始下降。劳动成本的上升，意味着以前劳动密集型的制造业已不再具有比较优势，相关产业逐渐转移到越南等地，而我国内产业也在相应升级，新兴的技术密集型产业、未来产业开始出现并快速发展。

二是，我国经济已由“小国经济”成长为影响世界市场价格的“大国经济”。这带来的问题是，我国的发展特别是出口，很容易对其他国家经济结构造成压力，甚至就会使得经济问题最后演化为政治和经济问题。比如，近几年我国在新能源汽车、光伏、锂电池等领域的快速扩张，已开始受到美国等西方国家抨击，指责我国的产能扭曲了全球价格和生产模式。所以，我国已经无法像过去那样依靠外部市场上的需求来消化国内的产能，促进国内经济的发展。

三是，国际经贸环境发生了显著变化。三十年前，世界经济正在走向全球化，国际贸易、跨国投资和技术合作等活动不断加强。外部市场给我国提供了一个非常友好的国际发展环境和难得的发展机遇。无论是产品的出口还是投资的引进，国际市场对我国经济支持力度都非常大。特别是，2001年我国加入世界贸易组织后（WTO），依靠外部市场的发展，通过投资和出口，实现了国内经济的快速增长。当前，经济下行压力下，世界主要国家的发展政策，尤其是贸易政策开始转向，贸易保护主义时有抬头之势。中美之间的贸易摩擦开始向科技领域蔓延，同

时，俄乌、巴以之间地缘政治风险也给世界经济增加了更多不确定性。

这些变化都促使我国经济从原来的以主要依靠投资和出口，转向以效率提升为主的新发展模式。而效率提升取决于两方面，一是技术创新，在现有要素配置结构下，新的技术提升了生产效率，二是要素配置效率提升，在现有技术水平下，通过改革提升要素配置效率。创新具有不确定性、周期长、失败率高等典型特征，因此支持创新更主要是依靠有耐心的资本市场。而我国的债券市场和股权市场等资本市场，在市场准入、市场纪律和市场退出等方面，仍存在较大的改革空间，以提升资本市场上企业融资的配置效率。

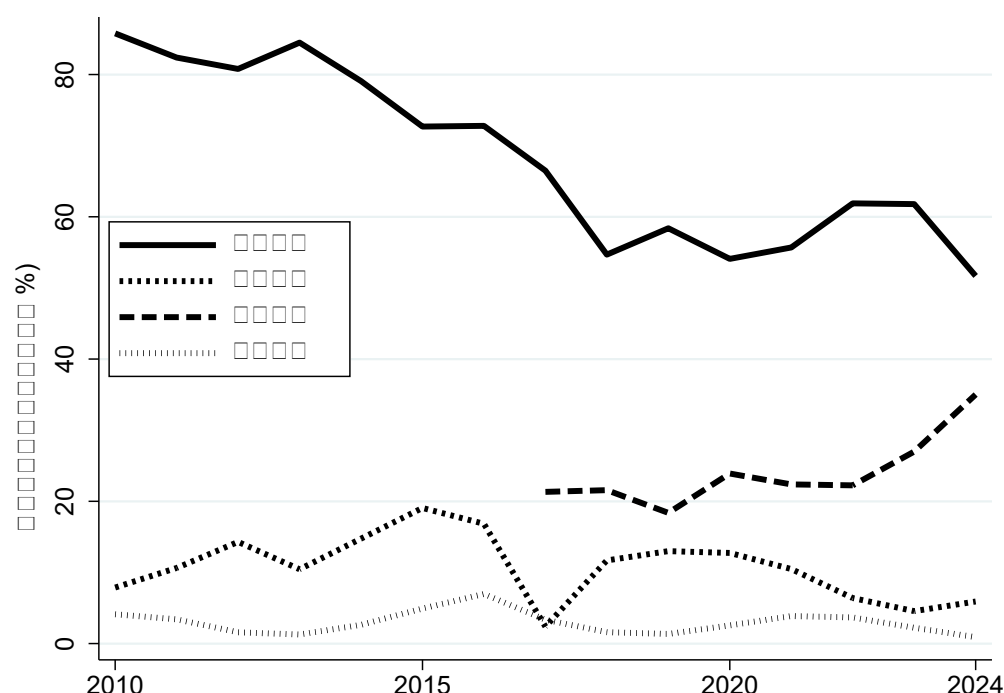
（二）我国的融资结构仍以债务融资为主

我国目前的金融体系框架是在上个世纪 90 年代中确立的。这个体系具有比较明显的银行主导和政府干预的色彩。银行主导的特征，可以从社会融资结构中很清楚地看出来。社会融资规模是衡量实体经济，也就是非金融企业和个人，从金融体系中获得的资金余额。截止疫情前的 2019 年末，实体经济从银行体系的融资规模占据社会融资总规模的 70%。而实体经济从直接融资市场的融资规模占比为 27.2%，其中政府债券融资占比为 15%，企业债券为 9.3%，而非金融企业股票融资占比仅为 2.9%。

随着资本市场体系的建设和发展，我国金融体系高度依赖间接融资的状况有所改观。从增量上看，中国的金融结构表现出由银行主导向市场主导型转标的趋势。2010 年实体经济从银行体系的融资规模占社会融资规模的比重高达 85.8%，到 2024 年末，这一比重已经下降到 51.7%；相对应的是，从直接融资市场的融资占比，2024 年末已上升至 41.8%。然而，在直接融资市场上，占比最大的是政府的债券融资，其次是企业的债券融资和股票融资。企业债券融资占比，从 2010 年的 7.9% 上升为 2019 年的 13%，后又逐渐下降至 2024 年的 6%。而非金融企业从股市融资的占比，则从 2010 年的 4.1% 下降为 2024 年的 0.9%（图 6）。

发展资本市场、扩大直接融资可以有效降低中国经济增长对商业银行资金供给的依赖程度，有效分散风险。从国际经济金融发展史看，扩大直接融资是金融深化的必然趋势。为此，在新发展阶段，要想发挥资本市场在支持实体经济、促进创新上面的积极作用，债券市场以及股权市场还有非常大的发展空间。

图 6 我国间接融资与直接融资占比变化情况，%



数据来源：CEIC 数据库

我国的金融体系，也会经常因为宏观调整、产业政策等因素受到政府干预。在银行主导的体系中，当前银行贷款仍然是企业从外部融资的最主要的渠道。为了确保向国有企业提供充足的低成本融资支持，民营银行的设立和民营企业上市融资仍受到严格审批。因此，金融抑制在我国的集中表现是，金融体系以国有大型银行主导，资本市场发展相对较为滞后。

由于国有企业与政府之间的政治联系，一方面导致金融机构对国有企业的信贷决策并非遵循市场定价；另一方面，政府也可能会对国有企业的融资行为进行直接干预，从而直接扭曲信贷资源配置，造成对私有部门融资的“挤出效应”。因此，金融治理中政府与市场的边界界定并不清晰，这将导致金融资源配置效率降低。信贷资源对国有企业的“过度供给”而对民营企业有效供给不足，也成为了经济下行期低效产能过剩、供需结构失衡的重要原因。

这些事实既有可能破坏金融市场的公平竞争秩序、不利于服务实体经济，也可能由于监管的反应滞后阻碍金融业务创新。目前金融体系面临的重要问题，是由于微观机制和融资渠道的缺陷，大量资金滞留在使用效率低、杠杆率过高、会加剧结构性失衡和产能过剩的产业和企业。相反，特别需要支持的一些三农、小

微、科技、创新企业等国民经济的薄弱环节和重点领域尚未得到充分支持。

造成这一问题的原因主要是一些借款主体(如一些地方融资平台、国有企业、房地产商)的政府隐性担保或大而不能倒，对中小金融机构准入限制过严，股票市场融资功能不足等。政府隐性担保是制约金融机构和企业效率提升的主要因素。政府隐性担保带来的问题是道德风险，而道德风险则导致金融机构过度地去冒险、企业的过度投资和对创新的压抑。

三、隐性担保对市场纪律与融资配置效率的影响：以信用债市场为例

我国的金融体系“管制多”与“监管弱”，但改革开放后的前三十年间金融体系相对稳定，主要得益于两大因素的支持，一是持续的高速增长，在发展中解决金融风险问题；二是政府隐性担保，即便出现了金融风险，只要政府有能力化解，就不会影响金融稳定。然而，2010 年之后经济增速持续下行，企业和家庭微观层面资产负债表随之恶化，而产业更新换代又意味着许多旧的企业必须淘汰，这自然增加了短期的金融风险。这让政府担保变得越来越困难。无论是财政政策，还是货币政策，政府的政策空间都在收窄，继续以政府隐性担保的方式来支持金融稳定的能力已经下降。

值得思考的一个问题是，政府隐性担保并没有解决资本市场的稳定与效率问题，反而会降低资本市场的资金配置效率，导致资本错配问题。有效率的资本市场，会将资金配置到最有效率的企业。而在我国的资本市场中，企业最明显的划分就是所有制差别。长期以来，国有企业由于与政府的政治联系，被市场认为会受到政府的隐性担保。即当国企出现财务困难面临违约风险时，政府会以各种方式国企解决财务困境。政府对国企隐形担保的预期，使得国企在资本市场享有长期的融资优势，相比非国企而言，融资成本更低，债券评级更高，从而导致大量资金以相对低的价格向国企集中，降低了整个资本市场的资本配置效率。

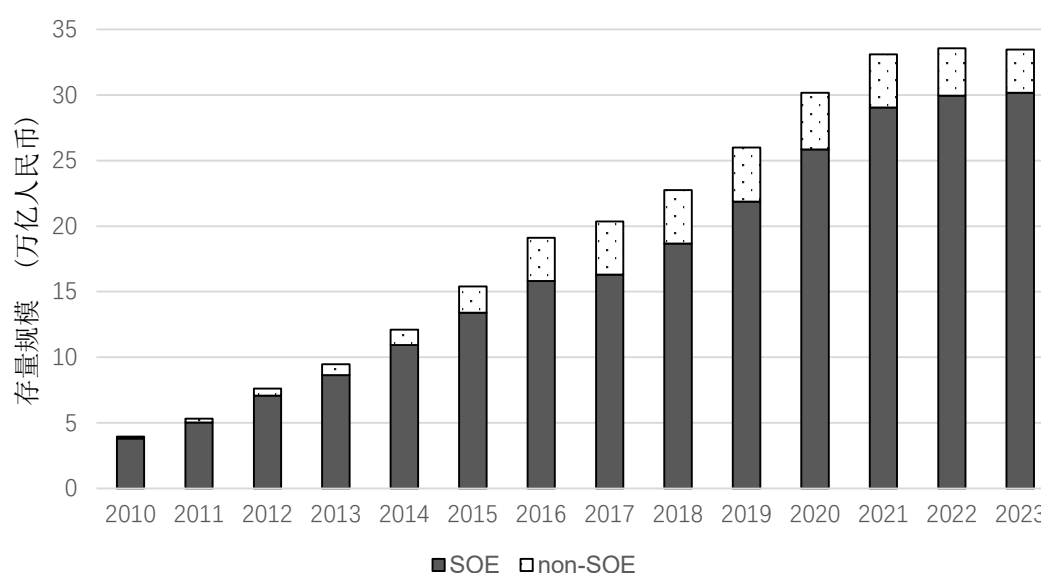
（一）信用债市场的突出问题是隐性担保

近年来，我国信用债市场经历了迅速扩张和深刻演变，已成为全球第二大债券市场。截至 2023 年底，我国信用债市场除去金融债后的存量余额 33.5 万亿人民币（图 7）。作为债券市场的重要组成部分，信用债市场满足企业融资

需求、优化金融结构、推动实体经济发展等方面发挥着重要作用。然而，在快速发展的同时，信用债市场也长期存在结构性扭曲、风险定价失真等问题。其中，最为突出的便是“隐性担保”普遍存在，尤其是在国有企业债券中表现尤为明显。

我国信用债市场的发行主体以国有企业为主，这不仅体现在数量上，更体现在发行规模和评级水平上。统计数据显示，国有企业长期占据信用债发行总额的 90%，且主要集中在城投平台、能源、电信、交通等传统垄断或基础设施行业。与此同时，国企发行的债券普遍具有较高评级，其中 AAA 级债券比例远超民营企业。大量研究表明，这种“评级偏高”现象，往往并非完全源于企业自身的偿债能力，而是在很大程度上反映了市场对“政府兜底”的信念。这种隐性担保普遍存在于中央企业、地方政府融资平台以及部分省属大型国企，其表现形式包括评级机构在信用评估中对政府背景的打分加成、投资者在决策中依据所有制而非经营绩效、银行和券商在承销与投资中基于“政府隐性担保”的默认假设等。

图 7 我国信用债（除去金融债）市场存量：2010-2023，万亿人民币



数据来源：WIND 数据库

在隐性担保存在的背景下，信用债市场的风险定价机制被扭曲，融资资源出现错配。一方面，低效国企能够依靠“国有”身份以极低利率获得融资，从而掩盖其真实风险，造成资源向低效率部门集中；另一方面，高效民营企业即

便盈利能力强、负债水平健康，却因缺乏政府背景而面临“融资贵”“融资难”问题。这不仅降低了整个金融体系的配置效率，也积累了信用风险隐患。

（二）国企债券违约开始打破隐性担保

尽管信用债作为我国资本市场的重要组成部分，在服务实体经济、引导资源配置方面发挥了越来越重要的作用，然而，在快速发展的同时，信用债市场长期存在显著的结构性问题，其中政府隐性担保问题最为突出，成为制约市场化定价和风险有效传导的重要障碍。

在很长一段时间内，投资者普遍认为，由中央或地方国有资本控股的企业，其所发行的债券即便面临违约风险，也将获得政府或银行体系的支持，实现“刚性兑付”。2008 年至 2014 年间，尽管部分民营企业发生债券违约，但国有企业债券始终保持了“零违约”的记录。面对财务困难的国企，政府往往通过多种方式进行干预和纾困，包括延长债务期限、提供财政补贴、直接注资、减免国有银行债务，甚至促成企业之间的兼并重组，以防止债务风险显性化。这种“非市场化风险处理机制”强化了国企信用的溢价，造成风险定价机制失效，从而导致资源错配问题。

政府对国企隐性担保在 2015 年开始打破。2015 年 4 月 21 日，保定天威集团有限公司债券违约事件，首次打破了市场对国企信用债“刚性兑付”的预期。天威集团作为全资国有企业，在违约前长期保持 AAA 级信用评级。市场普遍预期其债券具有极高的安全性。然而，在未获政府救助的情况下，天威集团最终未能如期兑付本息，引发广泛关注。这一事件被视为我国信用债市场“隐性担保”机制开始松动的重要标志。违约发生后，债券市场短期震荡明显，投资者对政府“兜底”预期出现初步动摇。

此后，国企债券违约事件在一些行业不断出现。2015 年之后，中钢集团、东北特钢、中城建等大型国企相继违约，表明政府开始有选择地放弃对某些低效国企的兜底支持。这些企业多数集中于传统产能过剩行业，如煤炭、钢铁、水泥等，财务杠杆高、盈利能力弱、融资高度依赖政府及国有金融体系。随着供给侧结构性改革的推进，政府政策重心逐步转向“去杠杆、降产能、去僵尸”，推动“僵尸企业”退出市场，隐性担保体系随之出现结构性松动。

从违约事件的时间分布来看，市场隐性担保的破除呈现阶段性演进特征。第一，2015 至 2017 年，债券违约总体规模仍然较小，但国企违约案例已开始出现，主要集中在煤炭、钢铁等高杠杆、低效率行业。这一阶段正值中央提出“去产能、去杠杆”等结构性改革，政策导向推动了部分落后产能和低效国企的出清。

第二，2018 至 2019 年，随着金融去杠杆的持续推进和影子银行监管趋严，非标融资大幅收缩，一些原本依赖非标渠道提供流动性的企业出现资金链断裂，违约事件开始增多。数据显示，该阶段季度平均违约金额较 2014–2017 年增长了近九倍，形成债券市场信用风险的第一次“集中释放”。虽然违约主体仍以民营企业为主，但国企违约的数量和比例也显著上升，市场随之对“政府兜底”的信心进一步削弱。

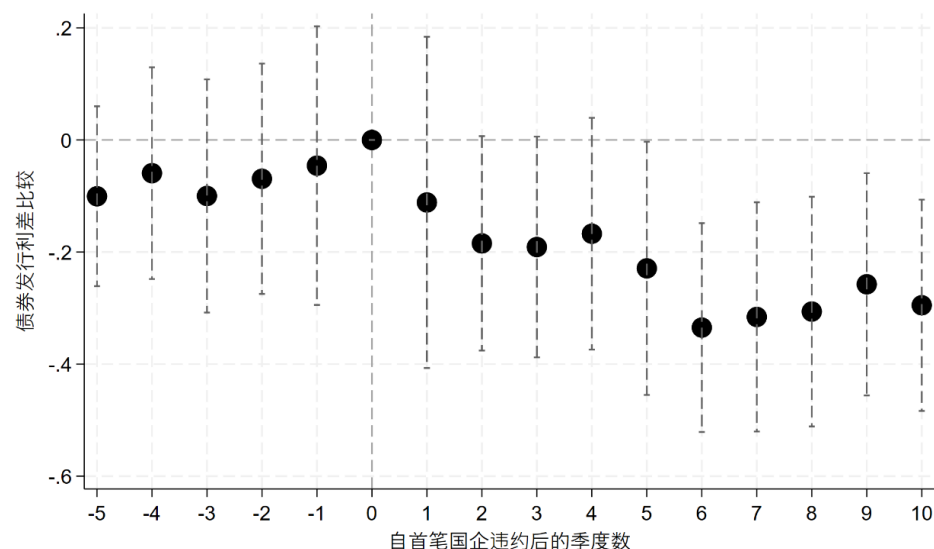
第三，2020 年疫情暴发后，信用债市场再次遭遇大范围冲击，违约规模再创新高。由于疫情造成宏观经济下行压力加大，部分企业营收大幅下滑、流动性紧张，违约风险加速暴露。特别值得注意的是，两家标志性国企的违约事件进一步打破了市场对隐性担保的预期。2020 年 10 月，AAA 级别的华晨汽车集团正式违约“17 华汽 05”债券；2020 年 11 月，另一家 AAA 评级的永煤控股集团未能兑付“20 永煤 SCP003”债券。这两家违约主体不仅具有显著国资背景，且在违约前评级较高、市场影响广泛，引发了债市波动。2021—2022 年间，随着房地产行业风险暴露，信用违约集中在地产企业，且以民营企业为主。与此同时，国企在房地产领域的违约风险相对较低，反映出政府对地产“核心国企”采取一定保护性态度。这也表明，政府可能逐步形成了“选择性打破刚兑”的策略倾向：对部分非系统重要性国企或边缘性国企逐步放手，对涉及系统稳定的核心国企仍保留兜底策略。

（三）隐性担保下降有助于提升债券市场企业资本配置效率

笔者及研究团队收集了 2010–2023 年间我国债券市场的国企债券违约事件，利用规范的实证分析方法，研究了隐性担保下降如何影响信用债市场企业的资本配置效率。具体的研究问题是，分析一个行业出现国企违约后，即市场对该行业中政府隐性担保预期被打破后，之前效率高（资本边际收益产品较高的企业，即

高 MRPK 企业）而融资更少的企业，是否在隐性担保预期打破后，比之前效率低（低 MRPK）而融资更多的企业获得了更多的融资，进而进行了更多的企业投资。

图 8 隐性担保预期打破前后不同类型企业融资成本差距变化



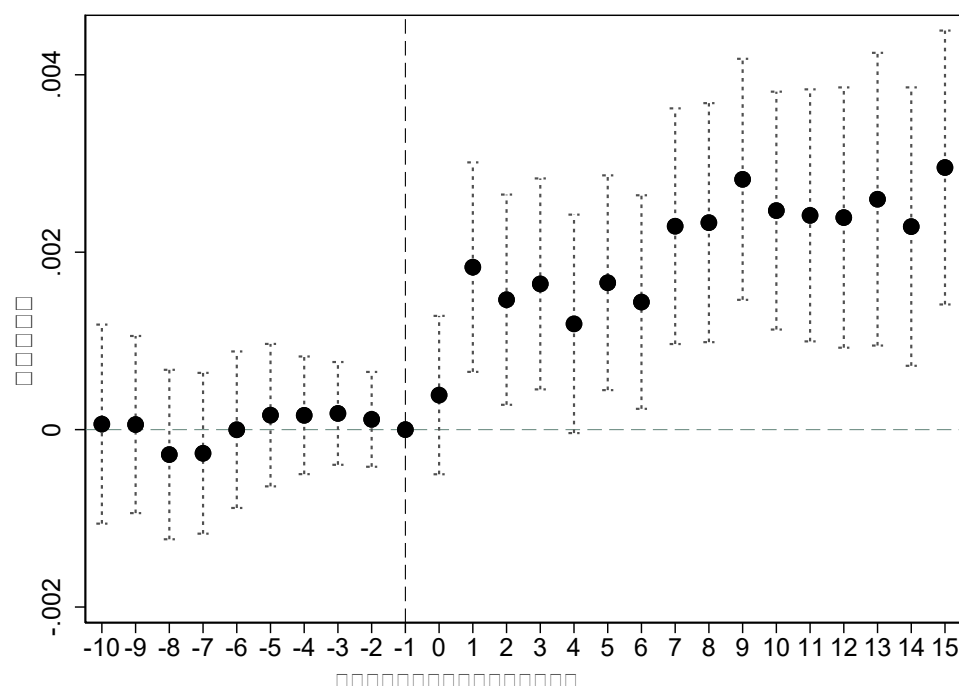
注：该图反映的是行业内隐性担保预期打破前后，高 MRPK 企业与低 MRPK 企业融资成本差距比较的变化。

数据来源：Wang and Wang(2024) Government Protection and the Misallocation of Finance: Evidence from China, Working paper

研究发现，政府隐性担保预期打破后，加强了债券市场上的市场纪律，从企业融资成本和企业投资两方面，改善了行业内企业间的资本配置效率。具体地，打破政府隐性担保后，相比效率较低（Low MRPK）的企业，效率更高（High MRPK）的企业在一级发行市场上的融资成本，降低了 15.5 个基点，而季度投资率，提升了 0.22 个百分点。图 8 和图 9 分别给出了政府保护下降对融资成本和企业投资率的长期影响效果，可以发现，国企违约导致政府保护下降后，高效率的企业比低效率的企业发行利差明显下降，说明相比低效率企业，政府保护下降后，高效率企业的发行成本下降。同时，高效率的企业比低效率的企业投资率明显上升，说明政府保护下降后，资本更多地想高效率企业配置。

政府对国企的隐性担保预期被打破后，风险定价的扭曲将不断得到纠正，价格的发现能力开始上升，因此会改善市场纪律。研究发现，打破政府隐性担保预期，会从三个方面加强市场纪律，进而改善债券市场上企业融资配置，进而改善企业资本配置效率。

图 9 隐性担保预期打破前后债券市场季度投资率变化



注：该图反映的是行业内隐性担保预期打破前后，高 MRPK 企业与低 MRPK 企业投资率差距比较的变化。

数据来源：Wang and Wang(2024), From Implicit Guarantee to Market Discipline: SOE Defaults and Capital Misallocation in China, Working Paper

第一，企业债券评估机构的信用评级机制趋于市场化，反映真实风险。隐性担保预期下，评级机构往往对 SOE 债券给相对偏高的评级，忽视了企业自身的财务基本面。然而，国企违约事件的集中暴露打破了评级与实际风险之间的错位。研究发现，国企违约事件之后，相比之前效率低的企业，效率更高的企业债券评级明显提升，这说明，评级机构开始更加审慎地评估国企的信用状况，评级的市场反应灵敏度显著上升，信用评级开始真实反映企业个体的违约概率。

第二，机构投资者开始转向高效率企业，企业内部治理机制得到强化。2015 年起，伴随着一系列 SOE 债券违约事件的发生，政府逐步释放出“打破刚性兑付”的信号，投资者也随之开始重估企业风险。市场开始呈现出从依赖政府信用向关注企业自身基本面的重要转变。在这一背景下，机构投资者开始扮演更加关键的“市场纪律执行者（disciplining agents）”角色。一方面，机构投资者本身具备较强的信息获取能力和风险评估能力，能够识别企业的投资效率、治理质量和财务稳健程度；另一方面，他们通过股权或债权持有方式，直接影响企业的经

营决策，进而对企业形成治理约束。研究发现，违约发生后，资源会向具备更高投资效率（如 MRPK 高）的企业集中。换言之，原先由于隐性担保被低估风险的低效企业将面临资金流出的压力，而效率更高、治理结构更优的企业将获得更多的资金配置和投资者青睐。这说明，机构投资者正在从“被动追随者”转变为“积极监督者”，推动中国债券市场从“政策主导”向“市场约束”机制的根本转型。

第三，融资约束的信号机制开始发挥作用，引导信贷资源向高效率企业重新配置。在隐性担保预期打破之前，债券市场的定价机制在很大程度上受到“身份信用”影响，国企凭借其政府关系能够获得更低成本的融资，而非国企或效率更高但不具备政府背景的企业则长期面临融资歧视。这种扭曲导致资本配置偏离效率标准，不利于资源流向边际资本产出率更高的企业。研究发现，国企违约后，一个显著的变化是，债券市场的投资者开始根据企业的边际资本收益率（MRPK）重新评估其融资资格，资金更多地流向高 MRPK 企业，反映出“效率优先”开始取代“国企优先”成为资本配置的重要依据。

（四）从“国企偏好”转向“效率偏好”

长期以来，中国金融市场面临的一项核心结构性问题在于“所有制偏好”导致的资源错配。在债券市场中，国有企业由于其“隐性担保”属性而享有融资成本低、融资便利程度高等天然优势，使得资本配置更多地基于“所有制”而非“效率”。然而，2015 年起一系列国企债券违约事件，打破了市场对于政府刚性兑付的信念。这一政策信号对资本市场的行为模式产生了深刻影响，促使债券投资者逐步调整配置逻辑，开始更多地关注企业的实际生产效率，推动资本由“所有制导向”向“效率导向”转变。

为验证债券市场中，资本配置的这一转变，研究中将企业划分为四类：高 MRPK 的国有企业、高 MRPK 的非国有企业、低 MRPK 的国有企业以及低 MRPK 的非国有企业，并将最后一类设为基准组，以识别不同组合在首次国企违约事件之后的投资行为变化。结果如图 10 所示。主要发现如下：

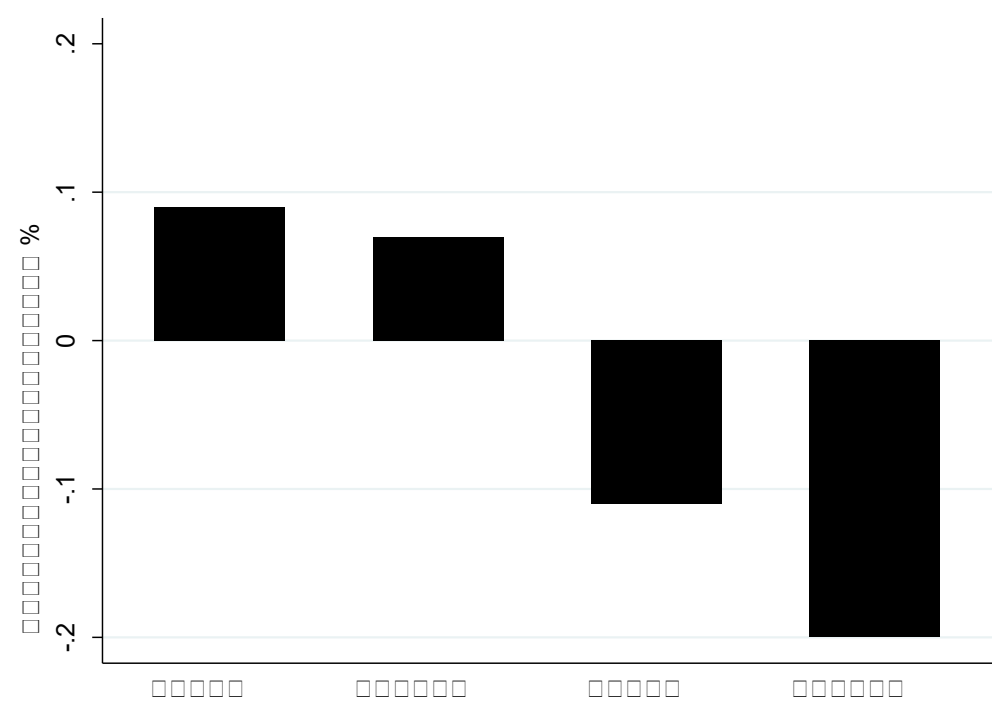
第一，在国有企业内部，高 MRPK 组的投资增长显著高于低 MRPK 组，季度投资率平均高出低 MRPK 组 0.23 个百分点。这说明，即便在传统偏好的国企群体内

部，效率也正成为主导投资决策的关键因素。

第二，将高效率的非国企与低效率的国企进行比较，发现前者的投资率也更高，表明市场在国企债券违约事件后进一步识别和倾斜资源至更具生产效率的企业，无论其所有制性质。

第三，在同样高 MRPK 的企业之间，所有制对投资率的影响已经不再显著，即国企债券违约发生后，高效率的国企和高效率的非国企的投资率之间，已不存在显著差异，这进一步验证了资本配置从“国企偏好”开始转向“效率偏好”。

图 10 不同类型企业隐性担保打破后的季度投资率比较



数据来源：Wang and Wang(2024), From Implicit Guarantee to Market Discipline: SOE Defaults and Capital Misallocation in China, Working Paper

这些结果表明，随着一系列国企债券违约事件的发生，市场对政府支持的预期不断调整，债券投资者不再一味依赖企业的国企身份作为信用评估的依据，而是开始依据企业的基本面进行资源配置。金融资源配置逻辑的转变显著降低了由于所有制偏好带来的融资扭曲，强化了市场在资源配置中的决定作用，推动了整体融资效率的提升。这一变化不仅是市场纪律作用加强的体现，也为当前深化金融体制改革、构建更加有效的资本市场提供了微观证据支撑。

四、高质量发展资本市场的政策建议

第一，优化积极财政政策的支出结构，推动建立更完善的社会保障体系，为资本市场高质量发展提供重要支撑。

在经济下行压力加大时，应重视运用短期宏观经济政策对稳经济的重要作用。特别是在物价低增长、政策利率空间已经收窄的情况下，货币政策的有效性已显著下降，积极的财政政策可发挥更加有效的作用。建议财政政策由重生产性投入转向关注民生，特别是教育、医疗、养老等重点领域。特别是在当前房地产以及产能过剩的综合压力下，推动建立更完善的社会保障体系，短期对于促销费稳经济、长期对于提升资源配置效率，具有显著作用。

第二，继续推进实现竞争中性的资本市场改革，强化资本市场纪律，提升资本市场融资配置效率。

本报告的研究发现，打破投资者对国企或大型企业政府隐性担保预期，有利于促进债券市场融资从低效率企业向高效率企业配置。这说明，建立对所有市场主体平等、非歧视性的规则，有利于消除资本市场的风险定价扭曲，提升资本市场价格信号机制，从而有利于更好发挥资本市场融资配置功能。同时，资本市场及易影响资本市场的宏观经济政策，应重视提升透明度和连续性，从而更好引导市场预期。

第三，加强资本市场法治建设，提升资本市场的信息透明度和资产的质量，保护投资者利益。

虽然监管部门一直在强调强化市场法治的重要性，但投资者看到的是，对一些违规、违法企业的惩罚措施却并不到位。在这种情况下，即便投资者对宏观经济有信心，对资本市场的投资回报也会信心不足。建立良好市场机制是一项长期性的任务，但也有一些措施可以形成短期效应，如对涉及数据造假的上市公司采取更加严厉的惩罚措施，而不是小额罚款。违约成本相对偏低是我国资本市场长期存在的问题，也是投资者缺乏信心的重要原因。监管部门应该抓住典型案例，采取有力举措，保护投资者利益，向市场与投资者传递“建制度、不干预、零容忍”的明确信号。

第四，巩固提升香港国际金融中心地位，继续推进资本市场高水平对外开放。

高效的国际金融中心是建设金融强国的重要因素。鉴于内地市场实现人民币资本项下可兑换仍需要时间，同时受国际市场信任的制度建设需要长期努力，因此，巩固提升香港国际金融中心地位，对于建设高质量的资本市场变得十分重要。建议在债券通、股港通的基础上开展更广泛的内地资本市场与香港金融市场的互联互通。同时，支持香港建立庞大的人民币离岸市场。在香港做大人民币离岸市场，既可推进人民币汇率市场化，有可有效支持人民币国际化进程，还可为香港提供重要的业务增长空间。