一、适度引导储蓄存款投资债券

随着中国金融部门日渐成熟，其债券市场将在储蓄和投资分配以及资产配置更加多元化方面发挥日益重要的作用。截止2021年12月，我国非金融企业债余额大约24.78万亿元，相较于2020年的22.92万亿元同比增8.2%，但是对实体经济发放的人民币贷款余额达到200万亿元，考虑到债券融资对货币供应量的贡献远小于信贷。

此外，中国债券市场主要由国债、地方政府债、政金债、信用债及同业存单构成，其中国债是最具有影响力的市场基石品种，地方政府债已经是余额最大的债券品种。但是从目前投资人结构来看，居民部门持有极少。以国债和地方债为例，银行持有约70%国债，且相当大部分的量进入银行持有到期账户，并不交易；地方债方面，2018年定向置换形式的地方债发行完毕后，投资人结构进一步丰富，银行类投资者占75%以上，其中还有一部分定向置换债券也主要在银行类机构手中不能流通。

中国债券市场经历了艰辛探索、改革实践，发展成为今天世界上规模第二大的债券市场。但是，当前债券直接融资结构与经济发展要求仍存在不相适应之处，其次债券直接融资发展水平依然偏低。首先，中国直接融资占社会总融资规模比例较低。各国向“市场主导型”的金融结构演进是一个普遍规律，更多金融资源通过资本市场进行配置是基本趋势。但相对于英美发达国家，中国直接融资占社会总融资规模比例较低。美国是典型的以直接融资为主的国家，直接融资比重达到78%。传统意义上的“银行主导型”国家，如日本等直接融资比重也都超过了40%。截至2020年12月末,中国直接融资存量为85万亿元，仅占社会融资规模存量的30%。第二，直接融资中，2021年年末，我国债券余
额约占GDP
比重为125%左右，低于美国(约208%)、英国(约202%)、日本(242%)等国家。

与此同时，中国一直是世界
上储蓄率最高的国家之一。居民储蓄
构成了国内总储蓄的半壁江山，较高的储蓄不断转化为投资，为中国经济快速增长做出了重要贡献。据IMF
预测，在2022年之中国国民储蓄率在40%的水平，远高于其它国家。

债券与储蓄都体现一种债权债务关系。储蓄是居民将钱借给银行或其他金融机构，债券投资则是投资者把钱借给债券发行人，把钱借出去的是债权人，而借钱的是债务人。

新的形势下，对债券市场支持实体经济提出了更高的要求，培育资本市场包括债券市场的机构投资者，不让储蓄资金直接进入股市，同时坚持“房住不炒”的定位，那么引导银行储蓄投资债券市场，成为当前各方关注的焦点。

图1 我国债券存量概览

类别	债券数量(只)	债券数量比重(%)	债券余额(亿元)	余额比重(%)
国债	257	0.38	238,934.23	17.26
地方政府债	9,032	13.51	344,734.28	24.91
央行票据	3	0.00	150.00	0.01
同业存单	15,860	23.72	143,456.90	10.37
金融债	2,574	3.85	319,245.70	23.07
政策银行债	304	0.45	211,842.82	15.31
商业银行债	323	0.48	22,784.92	1.65
商业银行次级债券	610	0.91	51,441.75	3.72
保险公司债	81	0.12	3,195.50	0.23
证券公司债	951	1.42	21,843.71	1.58

证券公司短期融资券	121	0.18	2,235.00	0.16
其它金融机构债	184	0.28	5,902.00	0.43
企业债	2,770	4.14	22,081.40	1.60
一般企业债	2,767	4.14	22,066.60	1.59
集合企业债	3	0.00	14.80	0.00
公司债	11,501	17.20	103,601.71	7.49
一般公司债	4,446	6.65	51,477.07	3.72
私募债	7,055	10.55	52,124.65	3.77
中期票据	8,101	12.12	86,395.35	6.24
一般中期票据	8,101	12.12	86,395.35	6.24
短期融资券	2,952	4.41	27,759.79	2.01
一般短期融资券	621	0.93	5,857.93	0.42
超短期融资债券	2,331	3.49	21,901.86	1.58

定向工具	3,605	5.39	23,195.42	1.68
国际机构债	19	0.03	430.00	0.03
政府支持机构债	183	0.27	18,225.00	1.32
资产支持证券	9,437	14.11	46,508.04	3.36
交易商协会ABN	1,949	2.91	9,388.84	0.68
证监会主管ABS	6,206	9.28	21,722.18	1.57
银保监会主管ABS	1,282	1.92	15,397.02	1.11
可转债	458	0.68	7,759.11	0.56
可交换债	83	0.12	1,381.14	0.10
项目收益票据	28	0.04	127.50	0.01
合计	66,863	100.00	1,383,985.56	100.00

注：截止至2022年7月30日，数据来源Wind数据终端

图1中国债券市场结构

二、不同居民群体投资不同债券

总体上，2002到2018年，银
行柜台业务品种以国债、政策性金融债
为主，2019年至今，地方政府债券柜台发行启动。发行凭证式储蓄国债扩宽了居民的理财渠道，居民在银行柜台或网上的国债个人账户就能够进行购买，这类债券称之为“金边债券”，但是不能上市流通的，同时凭证式储蓄国债的安全边际较高，对于风险偏好低的个人较为适合。比同期限银行储蓄存款利率高，收益也比较稳定，发行储蓄国债
使居民的资金转移至国家手中，是社会资金的临时分配，不改变流通市场的货币供应量。储蓄国债是一项利
国利民的政策工具，在保证国家重大建设项目
资金充足的同时，又满足了广大人民群众的投资需求。

素有“银边债券”之称的地方政府债券信用风险较低，被认为是安全性仅次于国债的一种债券，发债期限从1年—30年不等，持有到期还本付息的保障较高。有地方政府的信用担保
，违约风险较小，且地方债的利息所得
免征个人所得税
，收益率相对较高。2019年，财政部印发《关于开展通过商业银行柜台市场发行地方政府债券工作的通知》，允许地方债可通过商业银行柜台市场在本地区范围内发行。在目前的市场环境下，各省、直辖市等地方政府债券柜台业务的推出，对于一些风险偏好较低、不能承受本金损失的个人投资者来说，提供了较好的投资替代品种，此外，居民储蓄资金购买地方债，支持居民家乡建设。

2022年中国居民在年底的银行存款将超过100万亿元，利息收入不高，如果在现在和未来其他的投资产品仍然存在不确定性的条件下，扩大利率债报资，审慎增加信用债投资，对于提高我国直接投资比重，减少间接融资比重，减少银行压力，增强居民直接投资意识，提高资金收益，调整国内融资结构具有现实和长远的意义。

三、加强宣传，推动债券市场发展

在我国，投资者一般认为银行存款和储蓄国债的信用等级几乎无差异，从而使得银行定期存款成为储蓄国债的直接竞争产品。储蓄国债品种相对单一难以满足各层次投资者的投资需求，在一定程度上，制约了国债群体的发展壮大。

第一，地方债方面，自2019年柜台业务中引入地方政府债券以来，此项业务发展主要面临债券收益率偏低、风险识别及承受能力等因素认识不足、产品期限难以与客户需求精准匹配等问题。地方
债投资者以商业银行和政策性银行
等机构投资者为主，个人和中小投资者占比非常小。尽管我国有债券购买的相买制

度，一些政策制度也已出台，但整体宣传力度及效果不理想。要加强宣传，正面引导，尤其是现在要增加直接融资比重，一要扩大债券发行总量，二要引导社会各方尤其是有投资意向且有经验的大众逐步增加债券投资比例，为引导居民储蓄投向储蓄国债与地方债，有如下建议。

第二，加强宣传，积极推动。柜台业务承办行持续加强投资者培育工作、提供更优质的报价服务。增强了农村地区居民投资债券的意识，支行在网点营业大厅，对办理业务中客户进行现场宣传。开展有针对性的宣传以扩大投资者的接触面，鼓励各银行承销
机构，利用各自行内信息系统和信息挖掘出债券潜在投资者。让市场能够以分散决策、风险自担的方式推动储蓄向债券投资聚集。

第三，创新思路与提高服务水平。商业银行对机构客户进行柜台业务营销服务的过程中，商业银行与地方财政部门加强联系，依据利率市场化和各类型投资者的投资需求变化，推出满足不同收入群体、不同风险偏好、不同年龄阶层投资需求的各类国债和地方债品种。

第四，完善债券基础设施，与农村金融服务体系。在现有柜台和网银购买渠道的基础上，增设手机银行或微信公众号购债方式，使城乡居民特别是偏远农村居民或行动不便的投资者足不出户便可购买国债。

四、增加个人可直接购买债券品种

建议我国债券发行总量和发行结构要制定中长期规划，根据社会发展和经济结构调整规划以及产业发展计划制定并适度适当的引导不同机构投资者和不同群体投资购买的意愿。可以在利率、品种、期限上进行创新设计，增加个人可直接购买债券品种。当然，宏观上要与货币信货政策以及总量结构变化有机地衔接好。

第一，增加债券品种，对一些收益高于存款利率的，地方政府保障的债券，可以实行封闭式运作，在居民收益分配上效果要更好；建议针对柜台地方政府债适时推出3年期以内、特别是1年期的品种，吸引投资者购买；

第二，不同群体根据风险承受能力和意愿，高收入群体可以引导购买公司债、企业债等收益率高些、但风险大些的债券，中收入群体可引导购买地方债及AAA级的公司债企业债，低收入群体可引导购买国债及优质地方债。

第三，增加有特色的专项债券品种，可
增设绿色债券
、碳中和债券等，对大众开放等。目前我国是全球最大的绿色债券发行国，现有绿

色债券的购买主体为银行及专业金融机构，个人参与度有待提升。绿色债券具有比普通债券违约率，意味着更低的风险适于个人及更多金融机构购买。增加大众对双碳目标的认同度与参与感，提高对改善生态环境的积极性。

第四，大众参与购买养老产业专项债。发债企业可使用债券资金改造其他社会. 机构的养老设施，或收购政府拥有的学校、医院、疗养机构等闲置公用设施，并改造为养老服务设施，或者地市县区公用设施改造为养老机构。地方政府也可与社会资本合资建设养老机构并发行债券，原则上百姓买的债券达到相当起点金额的，在收益安排上，可以考虑与未来进养老院享受养老服务挂勾。

五、债券一级市场试点对大众开放

早在2016年初，央行
官网发布公告称，为
促进债券市场发展，扩大直接融资比重，中国人民银行
制定了《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》，将投资品种和投资主体都进一步扩大化，尤其是允许合格的个人投资者进入银行间债券市场，新规引入非机构投资者投资投
资范围扩容，在一定权
限下可以投资AAA及以下债券，参与回购交易
则需要满足个人年收入不低于50万元，名下金融资产不低于300万元。交易所市场，个人参与地方债投资和交易的起点资产要求为500万元，门槛较高。

未来建议，债券一级市场条件成熟对大众开放。选择从一般高等级信用类债券开始试点，通过银行柜台、APP等渠道面向合格个人投资人发售，有利于丰富个人投资者的投资资产品种，让更多群众改革红利，扩大非金融企业债权融资中债券融资的规模，同时也可以发挥群众监督作用，推动债券市场高质量发展。

表2目前债券投资品种范围细化表

债券品种	普通投资者	专业个人投资者	专业机构投资者
国债	√	√	√
地方政府债券	√	√	√

政策性金融债		√	√	√
政府支持机构债券		√	√	√
公开发行公司债	资信状况符合《公司债券管理办法》第十六条规定标准的面向普通投资者公开发行的公司债券	√	√	√
	依据《公司债券管理办法》第十六条面向普通投资者公开发行的公司债券以外的其他公司债券			√
非公开发行公司债（含私募可转换公司债券、私募可交换公司债券）				√
根据注册机关规定面向机构投资者和个人投资者交易的企业债券		√	√	√
企业债（注册机关另有规定的除外）				√
资产支持证券				√

五、建立债券投资者风险预警、化解、处置等机制

目前，第一，对于个人投资者而言，近年来，信用债违约事件频发，一些被认为风险较低的理财产品也发生“爆雷”事件。债券违约后需要保护个人投资者应有权益，面对债市违约与多样化兑付，应坚持市场化、法治化原则加快完善规则统一的债券违约处置机制，不然可能会对市场风险偏好造成长期性、结构性的影响，进而影响到债券市场融资功能的发挥。

第二，对于企业端，在新《证券法》框架下，企业债发行信用类债券要提高信息披露程度，应披尽披，此外增加环境效益信息公开披露力度。

第三，对于地方政府，仍要加强地方债资金使用和管理，合理举债防控风险，兼顾财政可持续性和居民财富的保值增值，在《新证券法》下准确地披露相关的信息。银行在销售时应向居民讲清楚地方债性质和风险，打破投资者‘刚性兑付’预期。

（肖小和系
江西财经大学九银票据研究院首席
研究员；杨刚系上海财经大学金融学博士研究生）