

“国家队”基金与债券信用利差*

——基于股票市场与债券市场风险传染的视角

学术论文如何与本章内容结合

内容摘要

论文高度

金融安全是经济繁荣与社会稳定的重要基石。本文基于股票市场与债券市场风险传染的视角，探究“国家队”基金持股对于防范跨市场风险传染的有效性。研究发现，“国家队”基金持股能够显著降低债券信用利差。影响机制分析表明，减少股债风险传染、提升投资者信心以及降低预期违约风险是主要作用机制。进一步分析发现，持续且稳定的“国家队”基金持股作用效果更强；“国家队”基金增、减持产生非对称影响。当债券发行无担保条款以及债券信用评级较低时，“国家队”基金持股的积极作用更为显著。本文的研究结论对于如何保障资本市场有序健康发展以及健全金融稳定长效机制具有一定的启示意义。

研究问题

研究发现

机制检验

异质性检验

研究意义

引言（1）

党的二十大报告提出：“加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线。”2022年3月，政府工作报告首次提出：“设立金融稳定保障基金，运用市场化、法治化方式化解风险隐患。”同年5月，金融稳定保障基金基础框架初步建立，首批646亿元资金已筹集到位。从任务设定、规划实施到推进落实，时间仅相隔两个月，金融稳定保障基金作为重大金融风险处置的后备基金，已经成为中国健全金融稳定长效机制、强化金融稳定保障体系与防范化解重大金融风险的重要抓手。

核心思想：守住不发生系统性风险，什么样手段？设立金融稳定保证基金

引言（2）

回顾以往，“国家队”基金是股票市场稳定基金，与金融稳定保障基金的相似之处在于，二者都是由政府设立、运用市场化手段来维护金融市场稳定的基金。2015—2016年，中国A股市场先后发生三次大规模的股价下跌事件，半年时间沪指下跌49%，A股市场累计蒸发市值约28.6万亿元。此时，投资者信心受到重创，市场恐慌情绪蔓延，市场机制无法有效地调节市场波动（李志生等，2019）。为了应对突发金融风险，中国监管部门采取了一系列紧急救市措施。其中，“国家队”基金通过购买金融资产参与市场交易来调节市场供求关系，有效缓解了股票价格的尾部系统风险与异质性波动（李志生等，2019；李志生和金凌，2019），起到了稳定市场的作用。然而，已有研究主要关注“国家队”基金持股对股票市场的影响（李志生等，2019；李志生和金凌，2019），鲜有研究关注其对债券市场的影响。

核心思想：典型事实股灾引发反映，什么样手段？设立金融稳定保证基金

引言（3）

中国债券市场作为全球第二大债券市场，在推动经济高质量发展过程中发挥着不容忽视的作用。然而，债券市场是经济增长的发动机，也是金融风险的加速器。随着债券市场的快速发展，债券“违约潮”使得债券信用风险成为中国金融系统面临的重大金融风险之一。2023年10月，中央金融工作会议强调，“要坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题”。债券信用利差体现发债主体的信用风险，是对债券投资者承担风险的补偿（周宏等，2020）。研究债券信用利差不仅能够预测发行主体的违约概率（Han & Zhou, 2014），而且有利于信用风险管理和信用产品定价（史永东等，2021），对于提高直接融资比重、切实维护金融稳定以及提升金融服务实体经济质效具有重要意义（朱长法，2022）。股票市场与债券市场作为中国直接融资的两个主要市场，股价下行风险将向资本市场和利益相关者传递企业负面信号（李志生等，2019），调低其对企业未来盈余增长的预期，提高债券信用利差。因此，本文试图分析“国家队”基金能否降低股价下行风险，从而有效防范跨市场风险传染。

核心思想：为什么研究债券市场，债券信用利差是什么？股价下行传递什么信号？

引言（4）

本文以2014—2021年A股上市公司发行的**公司债和中期票据**为研究样本，探究“国家队”基金持股的发起方式、运作模式和退出方式等对债券信用利差的影响。研究发现，“国家队”基金持股能够显著降低债券信用利差。机制分析表明，“国家队”基金持股通过降低股价下行风险，提升投资者信心，以及降低预期违约风险等渠道降低债券信用利差。进一步分析发现，“国家队”基金增、减持产生非对称影响；持续且稳定的“国家队”基金以及汇金系“国家队”基金持股作用效果更强。当债券发行无担保条款以及债券信用评级较低时，“国家队”基金持股的积极作用更为显著。

核心思想：研究对象，研究发现，机制分析，异质性分析

引言（4）

本文的边际贡献在于：**首先**，本文从微观企业视角出发，考虑到债券市场的结构差异，验证了股票与信用债之间的风险传染效应，丰富了债券信用利差影响因素的研究。**其次**，本文关注与股票市场有着紧密关联的债券市场，探究了“国家队”基金持股对债券信用风险的识别和应对，为全面认识“国家队”基金持股的经济后果提供了新的研究视角和经验证据。**最后**，本文有助于深入理解全面加强金融监管，有效防范化解金融风险，对于债券市场高质量发展以及建设金融强国具有重要意义，同时也为金融稳定保障基金的管理方式、运行模式与未来发展提供了决策参考。

核心思想：研究贡献

制度背景与文献综述

（一）制度背景

2022年3月25日，国务院发布《关于落实〈政府工作报告〉重点工作分工的意见》，要求“9月底前完成金融稳定保障基金筹集相关工作，年内持续推进”。同年4月，中国人民银行在就《中华人民共和国金融稳定法（草案征求意见稿）》向社会公开征求意见时提出拟设立金融稳定保障基金，使防范化解金融风险的工作迈上制度化、法治化轨道。金融稳定保障基金的重要性不言而喻。然而，目前关于金融稳定保障基金的投资范围、管理方式与运作模式尚未形成共识。“国家队”基金和金融稳定保障基金的出资主体、成立目标、投资目的与方式等方面都具有一定的相似性。因此，可以基于“国家队”基金引导预期、稳定市场的经验证据对金融稳定保障基金的未来发展进行有益探索。

核心思想：制度背景重要！

制度背景与文献综述

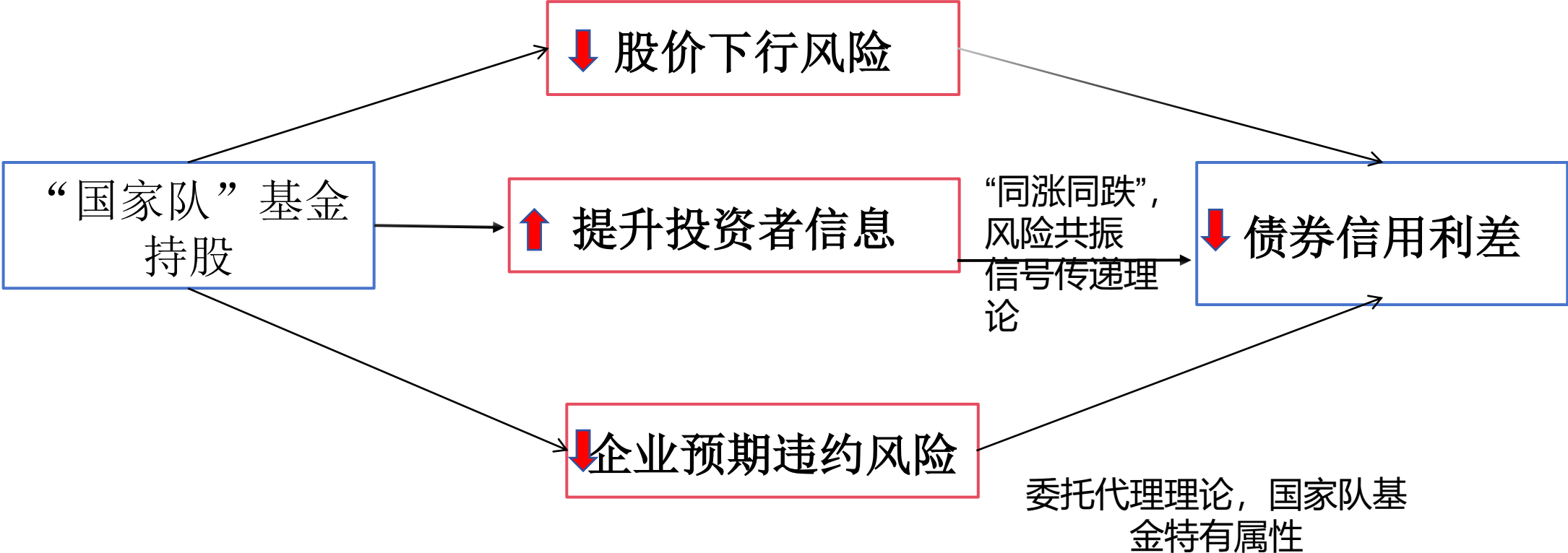
(二) 文献综述

高度相依的金融系统间存在真实联系渠道与信息渠道 (King et al., 1994; Debarsy et al., 2018), 会引发风险传染效应 (Hautsch et al., 2015), 严重打击投资者信心, 对金融稳定与宏观经济产生显著的负外部性。因此, 探究金融市场间风险传染效应的存在及其影响因素对于维护金融稳定与促进经济高质量发展至关重要。已有研究对不同市场间的风险传染效应展开了深入探讨 (King et al., 1994; 杨子晖等, 2020)。股票市场与债券市场作为中国直接融资的两个主要市场, 市场间关联性研究的重要性不言而喻。郑振龙等 (2014) 认为, 中国股债市场间的联动效应总体不显著。史永东等 (2013) 研究指出股票市场波动时, 投资者会选择购买债券来规避风险, 表现为“跷跷板”效应。然而, 已有研究主要从市场层面出发, 基于企业债与国债样本, 而债券市场存在结构差异, 本文主要关注信用债。

核心思想：文献综述

理论分析与研究假设

基本面视角，有效市场利率和
无套利假说



研究设计

（一）样本选择与数据来源

由于“国家队”基金持股数据最早出现于2014年，本文选取2014—2021年A股上市公司作为初始研究样本。本文关注由中国A股上市公司发行的公司债和中期票据，并剔除金融行业样本，剔除ST、*ST样本，剔除年度内无有效交易的样本，剔除数据缺失的样本；对于同一家上市公司在某一年内发行的多只存续期债券，保留剩余到期年限最长的债券。为消除极端值的影响，所有连续变量均进行上下1%的缩尾处理，最终得到3614个“公司-年度”观测值。“国家队”基金持股和债券数据来自Wind数据库，其他数据均来自CSMAR数据库。

研究设计

表 1 变量定义表

变量名称	变量描述	变量定义
CS	债券信用利差	债券每日收盘到期收益率与同期相同剩余期限的中债国债到期收益率之差的年度有效交易日的算术平均值
NTR	“国家队”基金持股	“国家队”基金持股量占流通股数的持股比例
Inst_OTH	其他机构持股比例	除“国家队”基金以外的其他机构投资者持股数量占上市公司流通股数的比例
Size	公司规模	股票流通市值的自然对数
Lev	杠杆率	总负债除以总资产
Liq	流动资产比率	流动资产除以总资产
CFO	经营活动现金流量	经营活动现金流量净额除以总资产
ROA	盈利能力	净利润除以总资产平均余额
Growth	成长性	期末销售收入与上一期销售收入之差除以上一期销售收入
Soe	产权性质	国有企业取值为1，否则取0
Maturity	债券剩余期限	债券到期年度与交易年度之差
Bondsize	债券发行规模	债券发行金额的自然对数
Guarantee	债券担保	具有担保取值为1，否则取0
Call	可赎回性	具有约定赎回条款取值为1，否则取0
Put	可回售性	具有约定回售条款取值为1，否则取0
Bondtype	债券市场类型	银行间市场取1，交易所市场取0
Volatility	债券波动性	债券交易年度日收盘价标准差
Industry	行业固定效应	行业虚拟变量
Year	时间固定效应	年度虚拟变量

研究设计

(二) 模型设计与变量定义

借鉴已有研究（李志生和金凌，2019；于雪航和方军雄，2020；史永东等，2021），本文构建以下模型：

$$CS_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 NTR_{i,t} + \beta_2 Controls + \mu_j + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

其中，角标*i*代表企业，*j*代表行业，*t*代表年份。被解释变量为**债券信用利差（CS）**。借鉴史永东等（2021），由公司债券每日收盘到期收益率与同期相同剩余期限的中债国债到期收益率之差的年度有效交易日的算术平均值计算

得到。关键解释变量为“国家队”**基金持股（NTR）**。“国家队”基金主要包括中国证券金融股份有限公司、中央汇金投资有限责任公司、中证金融资产管理计划、证金公司定制公募基金以及国家外汇管理局旗下投资平台五个部分。借鉴李志生等（2019）的研究，采用“国家队”基金持股量占流通股数的比例（NTR）来衡量。Controls 为控制变量，各变量的具体定义如表1所示。同时，本文控制行业固定效应（ μ_j ）和时间固定效应（ δ_t ）。

表2 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
CS	3614	2.5928	2.0319	0.3758	2.0390	13.3916
NTR	3614	1.7182	2.7075	0.0000	0.0000	13.4300
Inst_OTH	3614	48.3050	20.9780	1.0975	50.7790	89.5476
Size	3614	23.2634	1.0094	21.3990	23.1279	26.3099
Lev	3614	0.5719	0.1627	0.1815	0.5775	0.8948
Liq	3614	0.4833	0.2376	0.0625	0.4676	0.9526
CFO	3614	0.0488	0.0606	-0.1426	0.0486	0.2095
ROA	3614	0.0302	0.0446	-0.1519	0.0268	0.1695
Growth	3614	0.1410	0.3176	-0.4896	0.0936	1.6913
Soe	3614	0.5977	0.4904	0.0000	1.0000	1.0000
Maturity	3614	2.9524	1.8365	0.0800	3.0000	9.0000

表3 基准回归结果

变量	(1) CS	(2) CS
NTR	-0.0820*** (-6.7671)	-0.0257*** (-2.5850)
Inst_OTH		-0.0040*** (-2.7922)
Size		-0.2655*** (-7.9871)
Lev		1.7812*** (7.6957)
Liq		-0.3263** (-2.1866)
CFO		1.3570*** (2.8047)
ROA		-6.0947*** (-6.2846)
Growth		0.0466 (0.5321)
Soe		-1.0224*** (-16.9813)
Maturity		-0.2407*** (-14.8587)
Bondsize		-0.1915*** (-5.0196)
Guarantee		-0.0552 (-0.9261)
Call		1.1769*** (11.0970)
Put		0.0258 (0.3804)
Bondtype		0.2509*** (3.6480)
Volatility		0.8094*** (17.7171)
Constant	2.1724*** (14.4525)	12.0181*** (14.9037)
Industry	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	3614	3614
Adj R²	0.1118	0.4975

注：() 内为经过稳健标准误调整的t值；***、**、* 分别表示在1%、5%、10%水平上显著。下同。

五、机制分析

基准回归结果表明，“国家队”基金持股能够显著降低公司债券信用利差。本文结合理论部分的分析，借鉴余明桂和王空（2022）的做法，构建式（2）和式（3）深入探究“国家队”基金持股降低公司债券信用利差的作用机制。模型设置如下：

$$M_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 NTR_{i,t} + \beta_2 Ctrls_{i,t} + \mu_j + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

$$CS_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 NTR_{i,t} + \beta_2 M_{i,t} + \beta_3 NTR_{i,t} \times M_{i,t} + \beta_4 Controls + \mu_j + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

其中，M为机制变量，即股价下行风险、投资者信心和预期违约风险。Ctrls表示控制变量，包括其他机构持股比例（Inst_OTH）、公司规模（Size）、杠杆率（Lev）、流动资产比率（Liq）、自由现金水平（CFO）、盈利能力（ROA）、成长性（Growth）、产权性质（Soe）、股价波动率（SPV）、第一大股东持股比例（Top1）和两职合一（Dual）。Controls与式（1）中的控制变量保持一致。

表4 机制分析

变量	股价下行风险 (M=Crash)		投资者信心 (M=IC)		预期违约风险 (M=EDP)	
	(1) Crash	(2) CS	(3) IC	(4) CS	(5) EDP	(6) CS
NTR	-0.0116** (-2.3154)	-0.0199** (-2.0359)	0.5204*** (11.1164)	-0.1146*** (-3.6588)	-0.0028* (-1.8370)	-0.0177 (-1.4406)
NTR×M		-0.0168* (-1.7718)		0.0028*** (2.7924)		-0.0382* (-1.7269)
M		0.1271*** (3.3480)		-0.0142*** (-3.1941)		0.1912* (1.9594)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	0.2331 (0.6591)	3.8809*** (4.6317)	-26.3872*** (-7.3941)	11.8820*** (13.5304)	-0.6923*** (-5.1034)	11.6971*** (14.2915)
N	3533	3533	3461	3461	3401	3401
Adj R ²	0.0676	0.5836	0.7211	0.4964	0.6263	0.5056

结论和启示

本文从股票市场与债券市场风险传染的视角出发，探究“国家队”基金持股对债券信用利差的影响。研究发现，“国家队”基金持股能够显著降低债券信用利差，减少股债风险传染、提升投资者信心以及降低预期违约风险是主要作用机制。进一步分析发现，“国家队”基金增、减持产生非对称影响；持续且稳定的“国家队”基金以及汇金系“国家队”基金持股的作用效果更强。当债券

94 国际金融研究 2024·9

Financial Markets

金融市场

发行无担保条款以及债券信用评级较低时，“国家队”基金持股的积极作用更为显著。

本文的结论具有一定的政策启示。首先，完善市场化风险处置机制，化解重大金融风险。本文发现，“国家队”基金持股能够显著降低债券信用风险。建议相关部门通过设立“国家队”基金与金融稳定保障基金等方式，以市场化原则处置金融风险，强化金融稳定保障体系建设，及时消除金融风险积聚的隐患。其次，关注股债风险传染效应，及时防范债券违约风险。本文基于微观企业数据发现，股票市场与债券市场间存在风险传染效应。因此，在股票市场出现异常波动时，建议投资者要同时关注信用债市场的波动情况，警惕由此可能引发的企业偿债能力不足等问题。最后，本文发现引入债券担保条款以及较高的债券信用评级能够降低债券信用利差。因此，建议进一步健全市场化、法治化、多元化的债券违约风险化解机制，督促金融中介恪守独立履责、诚实守信、勤勉尽责的义务。