

NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

国家高端智库

中国债券市场 2016



中国债券论坛
China Bond Market Forum
— C B M F —

主 编/李 扬



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

国家高端智库

中国债券市场 2016



中国债券论坛
China Bond Market Forum
— C B M F —

主 编/李 扬



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

中国债券市场. 2016 / 李扬主编. -- 北京: 社会科学文献出版社, 2016. 12

ISBN 978 - 7 - 5201 - 0199 - 8

I. ①中… II. ①李… III. ①债券市场 - 研究 - 中国
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 306169 号

中国债券市场：2016

主 编 / 李 扬

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 恽 薇 陈 欣

责任编辑 / 王婧怡 刘宇轩 陈 欣

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理出版分社 (010) 59367226

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367018

印 装 / 三河市东方印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 29.5 字 数: 495 千字

版 次 / 2016 年 12 月第 1 版 2016 年 12 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5201 - 0199 - 8

定 价 / 128.00 元

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

 版权所有 翻印必究

前 言

2015 年 10 月，国家金融与发展实验室同第一创业证券股份有限公司在长期友好协作的基础上商定，合作设立“中国债券论坛”（以下简称论坛）。从 2015 年底开始，双方以该论坛为共同平台，由李扬、钱龙海、彭兴韵牵头，组织专门队伍，针对中国债券市场进行专业性研究，以期跟踪市场动态，总结主要发展，剖析热点难点，展开国际比较，并对中国债券市场的改革和发展提出政策建议。基于这些研究，论坛每年编辑出版一部年度报告——《中国债券市场》。同时，以年度报告发布为契机，每年召开一次全国性债券市场发展高峰论坛。

《中国债券市场：2015》已于 2015 年 12 月出版，与之配套的 2015 年全国债券市场高峰论坛，也以“新趋势、新机遇、新挑战”为主题，于 2015 年 12 月底顺利召开。该报告及配套的债券论坛，在金融监管部门、业界和学术界获得广泛好评，若干国际组织、国外投资机构和全球智库也对其表示了关注。

摆在读者面前的这部《中国债券市场：2016》，是《中国债券市场》编委会推出的第二份年度报告。与上年相比，2016 年报告的内容涉及范围有所扩展，同时还以“背景”、“市场发展”和“专题”为名，对全部 17 个章节做了分类，进一步凸显了报告的研究思路和分析脉络。

2017 年，我们将在总结经验的基础上，继续编撰年度分析报告并召开年度债券峰会，同时将增加概览性的“季度分析报告”系列和针对热点问题的“专题分析报告”系列；围绕这些报告召开各种类型的研讨会，自然也属题中应有之义。事实上，2016 年 5 月和 7 月，我们曾分别就“债券市场违约”和“全球利率困境”等专题召开过研讨会，颇受业界和学术界好评。我们希望保持并发扬这些行之有效的做法，为我国债券市场发展贡献绵薄之力。

期待读者诸君指正。

《中国债券市场》编委会

2016 年 12 月 12 日

目 录

第一篇 背景

第 1 章 宏观经济分析	001
1.1 2016 年经济运行主要特征	001
1.2 2017 年需要关注的问题	008
1.3 2017 年预测	015
1.4 对策建议	017
第 2 章 宏观金融运行	020
2.1 实体经济背景	020
2.2 2016 年中国货币政策与金融运行态势	024
2.3 2016 年的中国货币政策操作	040
2.4 2017 年展望	046
第 3 章 国际债券市场与跨国资本流动	050
3.1 全球债券市场发展情况	050
3.2 中国在国际债券市场的债券发行情况	059
3.3 离岸人民币债券市场	060
3.4 国际外汇市场形势	063



3.5	人民币外汇市场	069
3.6	跨境资本流动	073
第4章	复杂利率环境	079
4.1	全球货币政策分化加剧利率环境的复杂性	079
4.2	为何美国未实施负利率？	081
4.3	负利率的机制与影响：若干争议	083
4.4	负利率在欧洲的实践	085
4.5	日本：纠正负利率	090
4.6	负利率的两难困境	091
4.7	中国利率环境：现实与挑战	092
第5章	信用利差与货币、利率、汇率、商品的动态关系	099
5.1	前言	099
5.2	我国信用利差运行特征	100
5.3	信用（利差）与宏观经济变动关系分析	105
5.4	信用利差与宏观经济动态关系实证分析	114
5.5	结语	118

第二篇 市场发展

第6章	货币市场发展	119
6.1	货币市场概况	119
6.2	货币市场主要子市场发展动态	124
6.3	货币市场利率动态	137
6.4	货币市场发展展望	142
附录1	国内市场交易机制的不断完善	142
附录2	美国货币市场基金规则改变的影响	148

第 7 章 债券一级市场	156
7.1 债券发行市场总体状况	156
7.2 政府债券	169
7.3 金融机构债券	175
7.4 非金融企业债券	187
7.5 资产支持证券	214
第 8 章 债券二级市场	223
8.1 债券交易总量及市场分布	223
8.2 债券市场流动性	229
8.3 二级市场走势及其特征	234
第 9 章 债券市场的结构	242
9.1 存量规模和结构总览	242
9.2 债券市场存量的品种结构	245
9.3 投资者数量分布和持仓结构	249
第 10 章 债券收益率曲线	270
10.1 债券市场收益率波动的总特征	270
10.2 债券收益率的期限结构和风险溢价	279
10.3 去杠杆政策操作对债券收益率的影响	284
10.4 投资者持仓变化对收益率曲线的影响	288
10.5 信用事件扰动债券市场	296
10.6 杠杆交易对收益率曲线的传导	302
10.7 债券收益率曲线的国际比较	303
第 11 章 债券衍生品市场	312
11.1 利率衍生品交易概况	312
11.2 利率互换	313
11.3 国债期货	318
11.4 信用风险缓释工具	323



第 12 章	政府债券市场	330
12.1	国债市场	330
12.2	地方政府债券市场	336
12.3	城投债市场	352
第 13 章	债券市场监管政策	367
13.1	完善债券市场制度建设	367
13.2	金融审慎监管促进去杠杆	372
13.3	其他监管政策	380
第 14 章	中国债券市场对外开放	383
14.1	中国债券市场对外开放的政策	383
14.2	中国债券市场对外开放实践	384
14.3	中国债券市场对外开放展望	391

第三篇 专题

第 15 章	中国信用债券违约分析	401
15.1	企业债券违约现状	401
15.2	债券违约的原因	409
15.3	债券违约的影响	410
15.4	违约后的兑付模式	412
15.5	完善债券市场投资者保护机制	418
第 16 章	信用违约互换：理论、实践及未来发展	
	——基于发达经济体实践的探讨	428
16.1	原理及推出背景	428
16.2	市场定价	432

16.3	数学定价模型	434
16.4	信用违约互换的中央清算	436
16.5	信用违约互换的运用及其他信用衍生产品	439
16.6	未来展望	444
 第 17 章 降杠杆战略中的债转股		445
17.1	债转股：历史经验、实施背景	445
17.2	新一轮债转股的基本背景	449
17.3	中国新一轮债转股政策解读	451
17.4	需进一步探讨的问题	456

第一篇 背景

第1章 宏观经济分析*

1.1 2016年经济运行主要特征

1.1.1 弱平衡格局

习总书记在2016年1月18日省部级主要领导干部学习贯彻党的十八届五中全会精神专题研讨班上，对2016年初的经济形势做了高度概括，即“四降一升”：经济增速下降、工业品价格下降、实体企业赢利下降、财政收入下降、经济风险发生概率上升。但是，通过推进供给侧改革，配合需求管理，2016年前三季度，中国经济已由“四降一升”向“一平三升一降”转变，具体表现为以下几方面。

(1) 经济增长速度基本保持平稳。2016年前三季度GDP增长了6.7%，增速保持“L”形；工业增加值增速已稳定在6%以上；就业形势总体稳定，2016年前9个月城镇新增就业人员超过1000万人，9月调查31个大城市城镇失业率已经低于5%。

(2) 工业品价格从底部回升。2016年3~10月的8个月中，只有6月PPI

* 本章作者：汪红驹，国家金融与发展实验室高级研究员，中国社会科学院财经战略研究院研究员。



环比呈现负增长，其他7个月均为正增长。PPI环比正增长的态势，拉动PPI同比从2015年12月的-5.9%连续回升，到2016年9月，PPI升至0.1%，结束了连续54个月的负增长，10月PPI值进一步回升至1.2%。这表明，工业部门结构性通货紧缩预期被扭转。

(3) 实体企业赢利回升。2016年1~9月，全国规模以上工业企业利润总额连续9个月呈正增长，累计利润总额同比增长8.4%，比2015年同期提高10.1个百分点。

(4) 财政收入结构性回升。地方政府得益于其卖地，收入有所增加，地方政府性基金收入增速比2015年有明显改善。2016年1~10月，全国政府性累计基金收入为33685亿元，同比增长12.3%。中央政府性基金收入为3576亿元，同比增长7.2%；地方政府性基金收入为30109亿元，同比增长13%，其中，国有土地使用权出让收入为26546亿元，同比增长15.2%，增幅比2015年同期高47.4%。

(5) 经济风险点转移，风险发生概率略有下降。房地产投资和基建投资回升、居民部门加杠杆，基本稳住了经济增长速度，工业品价格下降、实体企业赢利下降、财政收入下降的势头被扭转，外汇储备下降速度减缓，经济风险有所降低。

中国经济从2015年下半年“四降一升”下行预期向“一平三升一降”的转变，表明中国经济已经处于新的弱平衡格局，积极因素增多，主要风险点有所转移。

1.1.2 改革效果继续显现

以“三去一降一补”为短期核心目标的供给侧改革，改善了社会预期，促进经济“四降一升”下行预期向“一平三升一降”的格局转变，改革成效逐步显现，具体表现为以下几方面。

(1) 继续去产能，工业产品持续去库存。2016年4~9月，工业产品库存已连续六个月同比出现负增长，这是2009年11月以来首次出现的现象。9月工业品库存量同比降低0.8个百分点。

(2) 工业企业去杠杆。2016年9月末规模以上工业企业资产负债率达56.25%，比2015年同期回落0.6个百分点。

(3) 房地产去库存。房地产库存量持续下降，商品房待售面积连续8个月减少，2016年1~10月累计减少了4409万平方米（见图1-1）。

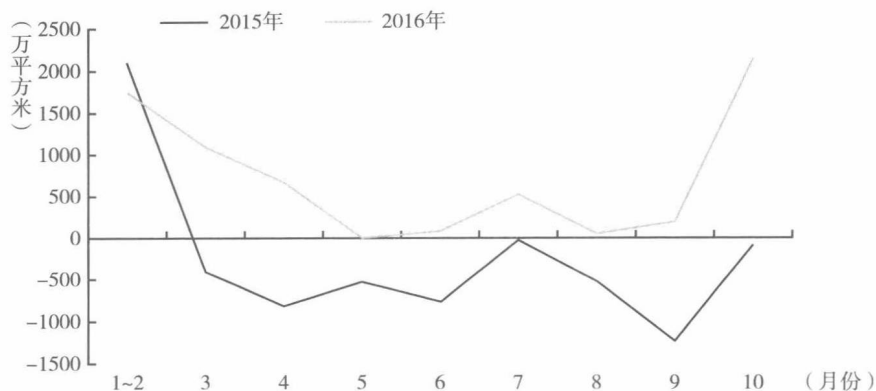


图 1-1 2015 年和 2016 年房地产去库存趋势

资料来源: CEIC, 作者绘制。

(4) 工业企业降成本主要体现在利息支出降低。2016 年 1~10 月规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本为 85.87 元, 比 2015 年同期减少 0.215 元, 主营业务成本降低收效甚微。利息支出从 2015 年 9 月以来连续 14 个月持续降低, 2016 年 1~10 月累计利息支出同比降低 8.2%, 受此影响, 财务费用也从 2016 年 1 月开始连续 10 个月降低, 1~10 月累计财务费用同比降低 6.1%。

(5) 补短板与稳增长相结合, 效果显著。2016 年以来, 基础设施投资始终保持平稳较快的增长态势。前三季度, 基础设施投资达 83245 亿元, 增长了 19.4%, 增速虽比 1~8 月回落 0.3 个百分点, 但比全部投资增速高 11.2 个百分点; 基础设施投资占全部投资的比重为 19.5%, 比 2015 年同期高 1.8 个百分点; 拉动全部投资增长 3.4 个百分点, 比 2015 年同期高 0.4 个百分点, 为全部投资增速企稳发挥了重要支撑作用。中、西部地区基础设施投资均呈高速增长。2016 年前三季度, 中部地区基础设施投资增长了 23.6%, 占全部基础设施投资的比重为 22.5%, 比 2015 年同期提高 0.7 个百分点; 西部地区基础设施投资增长了 32.7%, 占全部基础设施投资的比重为 35.6%, 比 2015 年同期高 7.8 个百分点。

1.1.3 发展动能转换

在创新战略和“大众创业、万众创新”一系列政策措施的推动下, 新经



济在我国快速发展。高技术制造业和装备制造业均保持较快增长，新动能、新产品加快蓄积。新经济的快速发展对我国传统经济下滑产生的影响发挥了重要的对冲作用，减少了我国国民经济下行的压力。可以预期的是，新经济对未来我国国民经济的发展必将产生更加重要的推动作用。

经济结构继续调整优化。具有工业增加值的行业结构继续优化，出口形势有所改善，采矿业降幅收窄，消费品制造业增速有所加快。投资结构有所优化，第三产业投资仍保持两位数增长，虽然三次产业投资增速均有所降低，但第三产业降幅远低于第一产业和第二产业。工业投资结构继续优化，制造业当月投资增速继续回升，工业技改投资持续向好。在国家相关政策的支持下，2016年以来工业技改投资增势良好，加快了新旧发展动能转换的步伐。

实体经济呈现从底部回升迹象。自2016年7月以来，一致指数同比涨幅继续呈现低位反弹趋势，10月份同比涨幅继续回升。构成一致指数的23个分项指标（经过季节调整）中，工业增加值、商品房销售面积、铁路客运量、实际出口额、汽车产量同比涨幅基本持平；实际商品零售额、全国电力消费、铁路货运量、原油加工量、乙烯产量、玻璃产量、钢铁产量、轮胎产量等同比涨幅回升；实际财政支出、全社会固定资产投资、房地产投资、房地产在建面积、存货、水泥同比增幅缩小（见图1-4）。



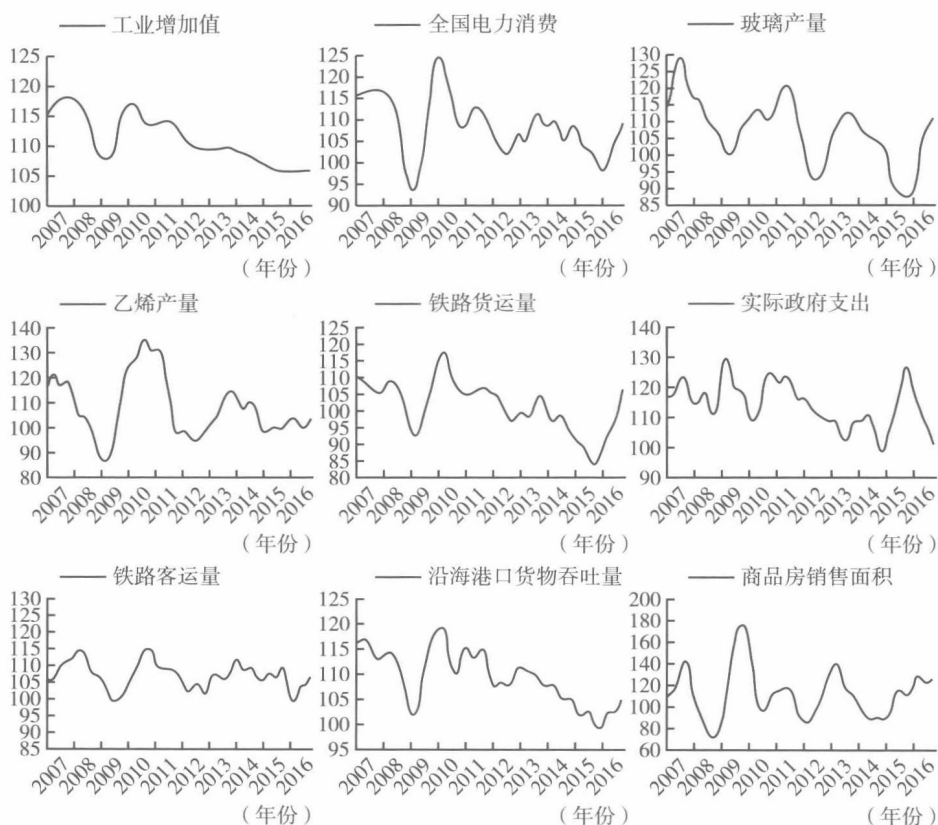
图 1-2 2006 ~ 2016 年先行指数三个月移动平均同比变化趋势和一致指数三个月移动平均同比变化趋势

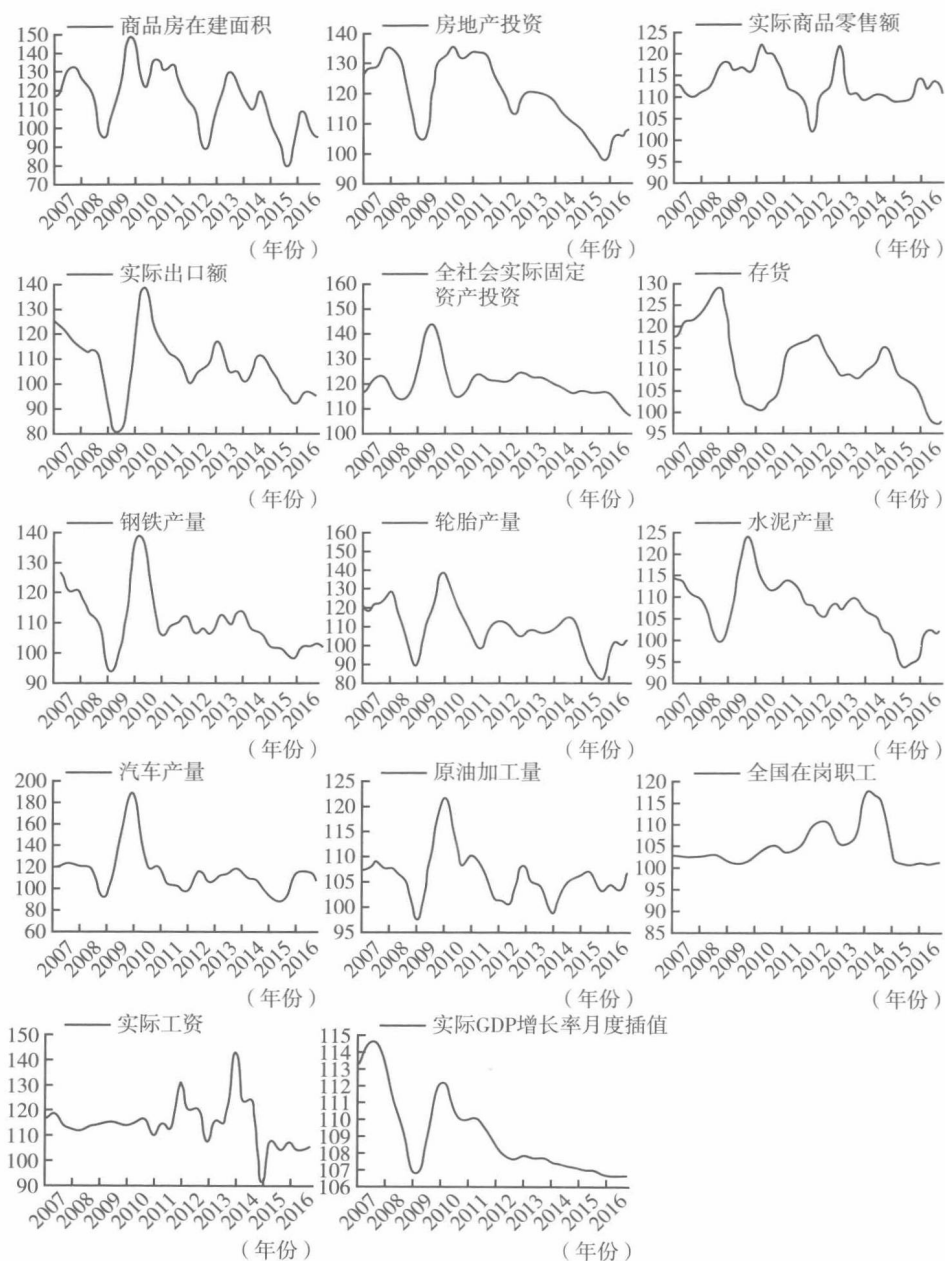
资料来源：CEIC，中国社会科学院财经战略研究院。



图 1-3 2006 ~ 2016 年三个月平均先行指数和一致指数环比变化

资料来源：CEIC，中国社会科学院财经战略研究院。





1.1.4 超预期反映结构性矛盾

2016 年经济运行出现三个超预期现象。一是房地产市场超预期，对经济增长发挥积极作用，但部分地区房价上涨过快，结构性矛盾突出。2016 年 1 ~ 8 月，中央和地方政府相继出台了一系列鼓励房地产消费的政策，房地产市场通过销售增长带动房价上涨，进而带动房地产投资、开工面积、土地购置面积、地方政府卖地收入增加，对稳定投资产生了积极作用。但是，一些热点城市房价上涨了 20% ~ 40%，土地价格攀升更快。随着 10 月热点城市和地区加强房地产调控，热点城市房地产市场明显降温。三、四线城市仍处于库存积压、房价增速低迷状态。

二是民间投资增速放缓超预期，加大了当前经济增长速度下行压力。2016 年 1 ~ 10 月，民间固定资产投资同比名义增长仅为 2.9%，增速比 2015 年回落 7.3 个百分点。民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 62% 左右，比 2015 年同期降低 3 个百分点左右，也拉低了全国固定资产投资增幅。



图 1-5 民间投资增速下降

资料来源：CEIC。

三是 PPI 同比增幅由负转正，对上中下游企业和消费者产生不同影响。2016 年 PPI 环比呈正增长的态势，拉动 PPI 同比指标从 2015 年 12 月的 -5.9% 连续回



升，2016年9月PPI同比涨幅回升至0.1%，结束了持续长达54个月的负增长。PPI由负转正，对增加中上游企业利润具有积极作用，但其并未使下游企业和终端消费者的福利改善，而且，PPI回升可能会加大通胀压力。

1.2 2017年需要关注的问题

1.2.1 国际背景：发达经济体的保守主义倾向

国际金融危机之后，欧美发达国家一直深陷结构性矛盾，经济改革迟滞，经济复苏缓慢，保守主义倾向抬头。首先，西方反全球化思潮表现得越发明显，这可能会遏制全球化进一步发展的势头，一些国家甚至还可能出现“逆全球化”现象。英国脱欧意味着英国民粹主义思潮和极右翼政治势力再次抬头，并可能鼓励法德及其他欧洲国家效法。2016年美国总统大选结果标志着特朗普—桑德斯孤立主义潮流的强劲凸显。人们注意到，英国脱欧运动与西方发达国家的民粹主义运动遥相呼应，在民主外衣下形成一股“反精英、反体制、反融合”的潮流。其次，欧美国家民粹主义的蔓延和反全球化、反区域经济一体化势力的抬头，将使全球经济治理陷入困境。在脱欧和右翼势力的双重阴影笼罩下，欧盟各成员国对移民政策的分歧会增大，欧美发达国家在未来可能会收紧移民政策。最后，民粹主义也会和贸易保护主义协同兴起。未来双边或多边投资贸易协定或将受此影响并面临僵局，自由投资和自由贸易理念将在未来遇到更大的挑战。

1.2.2 美国通胀或回升，利率上行和美元汇率走强

在竞选过程中，美国当选总统特朗普开列了一系列新的经济政策“药方”。我们目前还无法预知新总统上台之后是否会真的全盘“照单抓药”，但其中透露出的政策方向调整值得高度关注。我们认为，一旦美国采取“积极的财政政策”，美国的通胀水平有可能会被推升。^①遣返移民将提高服务成本。特朗普信誓旦旦要遣返美国境内的1100万名无证移民。多年来，来自墨西哥的移民为美国提供了大量廉价服务，其价格通常比白人正式工提供的同样服务便宜一半以上，因此，一旦遣返成为现实，白人提供的服务价格也会上