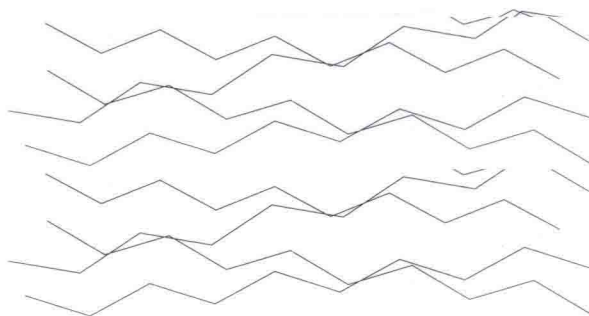


China's Bond Market
New Pattern New Challenges

中国债券市场 新格局 新挑战

黄文涛 ◎ 著



中国金融出版社

中国债券市场 新格局 新挑战

黄文涛 著



中国金融出版社

责任编辑：陈 翎

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国债券市场新格局 新挑战 (Zhongguo Zhaiquan Shichang Xinggeju Xintiaozhan) / 黄文涛著. —北京: 中国金融出版社, 2014. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7616 - 1

I. ①中… II. ①黄… 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 (2014) 第 179544 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 16.5

字数 250 千

版次 2014 年 8 月第 1 版

印次 2014 年 8 月第 1 次印刷

定价 32.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7616 - 1/F. 7176

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

债券市场是资本市场最重要的形态之一。债券市场的作用，不仅仅是提供融资渠道和调整企业资产负债表。在成熟市场经济国家，国债收益率经常被作为零风险收益率曲线而承担基准利率的重任。同时政府也可以通过各种债券工具，为促进经济发展和调整经济结构发挥引导或支撑作用。债券市场还间接地为解决中小企业融资难问题作出贡献：当大企业主要依靠债券市场（而不是商业银行）获得资金时，商业银行会更努力地发掘中小企业客户，改进中小企业的信贷服务。国外经验表明，债券市场的期限利差对经济有较强的预测意义，可以作为一个有效的经济分析工具。显然，一个成熟的、具有相当规模的债券市场，对任何一个经济大国来说都是必不可缺的。

中国债券市场无疑是当今世界规模增长最快的金融市场之一。从1981年中国开始恢复发行国债，到目前包括银行间市场、交易所市场和商业银行柜台市场三个子市场在内的债券市场体系，无论是市场规模、债券品种，还是投资者队伍均得到了迅速的扩张。从债券托管量（2013年为30万亿元）、发行量（2013年为9万亿元）和二级市场交易量（2013年现券交易41万亿元，回购交易221万亿元）来看，中国债券市场已经进入了世界前五行列。

尽管 30 多年的发展成就毋庸置疑，但是目前中国的融资体制仍然呈现银行主导的格局。与美国、日本等发达国家相比，直接融资占比明显偏低。2013 年，我国直接融资存量占比仅 40%，远低于美国、日本、德国 70%~90% 的水平；在直接融资中，债券融资比例也偏低。我国债券融资占整体融资的比重仅为 21%，低于美国、日本 50%~60% 的水平。从债券融资规模来看，中国债券存量仅是日本的 1/3，美国的 1/9；与 GDP 相比，中国债券存量与 GDP 之比仅为 50%，而美国、日本该数值分别高达 220%、270%。现实表明，目前中国债券市场发展水平还远远不够。无论从债券融资占比、还是债券融资规模来看，中国债券市场都表现出巨大的发展潜力。当前，中国经济正处于经济增速换挡、产业结构升级调整的关键阶段，亟需打通金融服务实体经济的通道，构建多层次金融市场，提高直接融资比重。在这个过程中，积极发展债券市场，充分发挥债券市场的各项功能，当然是下一步金融改革的题中应有之意。

在债券市场发展新的机遇期内，债券投资活动应该得到更多的重视。在成熟发达经济体，债券是与股票、大宗商品、现金、衍生品、贵金属、另类资产等大类资产等量齐观的投资资产。相对于股票和大宗商品，债券投资的现金流稳定，收益率波动较小，因此特别适合稳健投资机构如养老金、银行、保险公司等。而在经济处于衰退、通货膨胀压力较小、货币政策放松时期，债券投资也有其积极进取的一面。经过精心的结构化设计，债券投资完全可以获得比股票和货币基金投资更高的收益率。

黄文涛博士作为一名证券公司的宏观经济与固定收益资深分析师，亲身经历和见证了中国债券市场的快速发展和深刻变革，切实

感受到中国债券市场的广阔前景，对中国债券市场的新格局和新挑战进行了深入地思考，并孜孜不倦地写就本书。与其他专著不同，该书以一个市场从业者的眼光，从当今商业银行业务转型、泛资产管理行业发展和债券市场产品设计角度出发，分析中国债券市场的新变化，展望下一步金融改革给债券市场带来的影响。书中不乏作者对市场的感悟和鲜活的案例，给人以直观印象和启迪，引导读者深思。在传统的三位一体的研究框架下，增长、通胀和政策面是决定债券市场趋势的主要因素。但在2013年，这一研究框架对债券市场的解释力明显削弱，作者对这一框架进行了修补，加入了货币政策机制变化、利率市场化冲击等新的解释变量，力求对债券市场的驱动因素有更全面和合理的认识。应当说，作者的努力是卓有成效的。目前，这种从市场实务出发研究中国债券市场而不是泛泛而谈的著作仍罕见。相信无论债券市场从业人员还是经济金融理论工作者，都将从本书的阅读中获益。

中国经济正处于转型进程之中，中国的债券市场正在快速发展。在这个市场中，还将不断涌现出各种新问题。无论是监管者还是市场参与者和理论工作者，都将面临新的挑战。深刻理解与应对这些新问题、新挑战，与市场共同成长和进步，共同分享中国债券市场成长的快乐，这既是作者的期盼，也是我的愿望。

是为序。

张承惠 研究员

国务院发展研究中心金融研究所 所长

中国金融学会副秘书长

目 录

引言	1
第一章 中国债券市场的新变化	8
1.1 国债是否会被抛弃	8
1.1.1 国债投资者结构	8
1.1.2 商业银行投资行为	10
1.2 信用利差的驱动因素	22
1.2.1 信用利差的特性和历史阶段划分	22
1.2.2 信用利差与经济周期	26
1.2.3 信用利差的驱动因素	30
1.3 期限利差中的秘密	36
1.3.1 期限利差与通货膨胀	36
1.3.2 期限利差与经济周期	39
1.3.3 期限利差对经济增长的预测作用	43
1.4 信用风险的故事	45
1.4.1 天威保变与多晶硅	46
1.4.2 赛维 LDK 与硅片	52
1.4.3 超日太阳与组件	55

第二章 中国泛资产管理机构的崛起	60
2.1 银行理财产品的崛起	60
2.1.1 银行理财的发展及现状	60
2.1.2 银行理财的长足发展的内外驱动	66
2.1.3 银行理财的监管扶持与规范	71
2.1.4 银行理财的发展前景	82
2.2 信托规模快速上升	83
2.2.1 信托的发展历程及现状	83
2.2.2 信托快速崛起的机缘	91
2.2.3 信托近年的监管	94
2.2.4 信托的定位与展望	94
2.3 基金及券商理财的再创业	99
2.3.1 基金行业困境下的债基生长	99
2.3.2 券商理财迷途中的绝境逆袭	103
2.3.3 货币基金乘得好风上青云	105
2.3.4 互联网金融产品的齐齐上阵	109
2.4 宽阔的蓝海——中国泛资管市场展望	111
2.4.1 朝阳期的资产管理业未来空间广阔	111
2.4.2 创新为参与者打开了蓝海入海口	114
2.4.3 资管子业态资产的资产配置偏好	116
2.4.4 泛资管兴起对债市的影响	120
第三章 中国银行业表内创新的活跃	125
3.1 银行同业业务模式简介	125
3.1.1 信用类业务简介	126

3.1.2	代理类业务简介	128
3.1.3	交易类业务	130
3.2	银行同业业务的规模扩张	132
3.2.1	上市银行报表途径	137
3.2.2	其他存款性公司资产负债表途径	143
3.3	宜疏还是宜堵——中国银行业创新展望	146
3.3.1	同业业务对商业银行经营的影响	146
3.3.2	同业业务对货币市场的影响	151
3.3.3	同业业务对宏观调控的影响	154
3.3.4	同业业务将往何处去	155
第四章 美国金融自由化进程回顾		159
4.1	美国金融自由化改革简介	159
4.2	实体部门资产负债模式的变化	162
4.2.1	家庭部门资产负债模式：投资专业化	166
4.2.2	企业部门资产负债模式：负债加杠杆	170
4.2.3	政府部门资产负债模式：债务滚雪球	174
4.3	金融机构的沉浮	180
4.3.1	商业银行：增配高收益资产	183
4.3.2	储贷协会：错配风险暴露	189
4.3.3	人寿保险：债券投资稳步上升	192
4.3.4	养老金：政策扶持下快速增长	194
4.3.5	共同基金：数度高速增长	197
4.3.6	货币市场基金：替代存款正当时	200

4.4 金融自由化下的债券市场	207
第五章 金融自由化对债券市场的影响	217
5.1 资金成本上移的冲击	217
5.1.1 双轨制下影子银行的兴起	217
5.1.2 存款压力下银行投资变化	220
5.2 债券供给的丰富	224
5.2.1 市政债券	224
5.2.2 资产证券化	230
5.3 债券市场研究框架	237
5.3.1 三位一体的传统研究框架	237
5.3.2 中国债券市场新驱动因素	240
5.3.3 研究框架向基本面回归	244
后记	250

引言

一、中国债券市场发展潜力巨大

从1981年中国开始恢复发行国债，新中国的债券市场已走过三十多年的发展历程。目前，中国已经形成以银行间市场、交易所市场和商业银行柜台市场三个基本子市场在内的统一分层的债券市场体系。特别是近十年，中国债券市场更是取得了突飞猛进的大发展。不仅市场规模迅速扩大，而且债券品种日益丰富，投资者队伍也日益壮大。

2005年、2007年和2008年，短期融资券、公司债和中期票据先后获准发行，此后，债券品种日新月异，不断创新，中国债券市场迎来了发展的春天。目前中国债券市场的债券品种包括四大类：利率产品、信用产品、其他债券和衍生产品。利率产品包括：国债、央行票据、政策性金融债等；信用产品包括：短期融资券、中期票据、企业债、公司债、中小企业私募债、非公开定向债务融资工具、中小企业集合债券、并购债、可交换债等品种；其他债券包括：次级债、可转债、浮息债、高收益债、资产支持证券等；衍生产品包括：利率互换、国债期货、信用风险缓释工具等。

债券托管量由2004年末的5.2万亿元增长了4倍至2013年末的26万亿元。从一级发行市场来看，每年债券发行量从2004年的2.8万亿元增长了2倍至2013年末的9万亿元，每年债券发行数从2004年的205只增长了16倍至2013年末的3656只。从二级交易市场来看，整体债券市场现券交易从2004年的2.9万亿元增长了13倍至2013年41万亿元，回购交易由2004年14万亿元增长了15倍至2014年的221万亿元。

债券市场的投资者也由最初以银行和个人为主发展成为以机构投资者为主体。目前,我国国债承销团成员有 51 位,银行间债券市场共有参与机构有 6 281 家,包括各类金融机构和非金融机构投资者,形成了以做市商为核心、金融机构为主体、其他机构投资者共同参与的多层投资者结构。而且,越来越多的个人投资者已经将债券产品纳入他们的投资视野,市场参与程度不断提高。

但是我们也应看到,中国的金融市场仍然是银行主导的金融市场。与美国、日本等发达国家相比,中国的融资结构依然失衡,其表现就是直接融资占比较低。2013 年,我国直接融资存量占比仅 40%,远低于美国、日本、德国 70% ~ 90% 的水平;在直接融资中,债券融资比例也偏低。我国债券融资占整体融资的比重仅为 21%,低于美国、日本 50% ~ 60% 的水平。从债券融资规模来看,中国债券存量仅是日本的 1/3,美国的 1/9;与 GDP 相比,中国的债券存量/GDP 仅为 50%,而美国、日本的债券/GDP 高达 220%、270%。因此,无论从债券融资占比,还是债券融资规模来看,中国债券市场发展潜力依然巨大。

当前,中国经济正处于经济增速换挡、产业结构升级调整阶段,必须打通金融服务实体经济的血脉,构建多层级的融资体系,积极发挥债券市场融资功能,拓宽企业多元化融资渠道。“十二五”规划提出要“显著提高直接融资比重”。2014 年 5 月 9 日,国务院发布《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》提出“促进直接融资与间接融资协调发展,提高直接融资比重,防范和分散金融风险”。扩大直接融资比重、拓宽债券融资渠道是我国金融改革的重要方向。中国的债券市场正面临着重要的发展机遇期。

二、债券投资理应得到足够重视

在成熟的发达经济体,债券投资是与股票投资、大宗商品投资、现金投资、衍生品投资、贵金属投资、另类投资等大类资产等量齐观的投资资产。美林投资时钟也是将债券与股票、现金和大宗商品并列为四项大类资产。由此可见债券投资的重要地位。

相对于股票和大宗商品,债券投资的现金流稳定,收益率波动较小,因此

赢得了稳健投资机构特别是养老金、银行、保险公司等机构的青睐。当然，在经济处于衰退、通货膨胀压力较小，货币政策处于放松周期时，债券投资回报率也有其进攻性的一面。截至2014年6月5日，普通债券基金平均收益率约为3.5%，而同期股票型基金及货币基金收益率分别为-5.48%、1.8%，债券基金收益率明显高于股票与货币基金收益率。而且，通过产品的分级设计，优先级债券年化收益率达到6%也不是天方夜谭。

我国的投资者一直热衷于投资股票、房地产、期货等高风险投资品，但不是所有的投资者都适合做高风险投资。从投资者结构的角度看，美国债券市场主要投资者包括外国投资者、美联储、养老金、共同基金、州与地方政府、货币市场基金、商业银行、保险公司，各类投资者份额相对均衡，以机构投资者为主。中国的情况类似，从债券托管量来看，商业银行占63%，其次是基金和保险机构，分别占11%和9%。从债券交易来看，商业银行也是主力，占70%，其次是证券公司和基金，分别占18%和9%。但美国60%的家庭通过共同基金等形式持有债券，与美国相比，我国个人投资者投资债券占比较小。

在人的生命周期中，投资资金的分配比例是不同的。在个人投资组合中，随着年龄的增长，债券投资比例也应逐渐扩大。有人形象地称为二八原则：年轻时，20%的资金投资债券，80%的资金投资股票；年老时，20%的资金投资股票，而80%的资金投资债券。中国已经迈入老龄化社会，国际经验表明，在这个阶段，越来越多的人开始关注养老问题。由于回报稳定、现金流充裕，债券投资无疑是养老金、保险等机构及稳健投资风格的个人投资的最佳选择。同时，中国债券市场规模日益发展壮大、市场日益成熟规范、投资者结构日益合理，这也为债券投资提供了良好的市场环境。

即使不考虑养老问题，个人投资者也应根据自己的风险—收益曲线去确定投资谱系。债券无疑是风险承受能力差、风险偏好低、要求稳定投资回报的投资者的理想选择。在未来金融自由化的进程中，风险去行政化也是大势所趋。很多高风险高收益的投资品种违约风险加大，低风险、低收益的债券投资有望进一步纳入投资者的视线。

三、中国债券市场格局发生革命性变化

近年来中国债券市场本身也出现了一些有趣的变化。利率债方面，国债收益率在 2013 年下半年节节攀高，在不到半年的时间里上升超过 120BP，在没有出现经济过热和货币政策显著收紧的情况下，这样剧烈波动的背后的逻辑值得玩味。存量国债大部分集中于商业银行，利率市场化逐步推进，银行负债来源逐步多元化、边际负债成本不断提高的背景下，增量国债即便依然能靠银行需求消化，其定价中枢是否会出现显著的上移？打一个不恰当的比方，美国国债三十年的牛市中，外国投资者需求的增加是一个很重要的因素，那么，国内银行对于国债的需求如果逐渐萎缩，那么是否会对国债构成持续的负面影响？2013 年下半年国债收益率上升的原因，是否大部分是银行需求萎缩这一系统性因素的贡献呢？

再看政策性金融债，2013 年下半年以来，长期政策性金融债发行收益率最高达到了 5.7% 以上，而生息资产中收益率最高的贷款收益率仅为 5.85%，全部生息资产收益率仅为 5.44%，发债收益率水平与生息资产收益率间出现了倒挂。政策性银行吸收资金主要依赖发债，以国开行为例，其 2013 年底的政策性金融债余额达到了 7.8 万亿元，占总负债的 76.59%，在成本的压力下，国开行在 2013 年下半年推迟了部分长期限债券的发行，并在 2014 年采用了小步快跑的方式降低对于债券市场的冲击。在可预见的未来，政策银行的贷款业务仍将集中于新型城镇化、棚户区改造以及“两基一支”等政策性领域，贷款的低利率乃是实现结构调整和产业转型的应有之义。那么，政策性金融债如何在这之间寻找平衡？

信用债的变化则更为剧烈，不仅供给方面出现了品种和规模上的扩容，需求方面，投资者的多元化也使得资产管理机构在这一品种上的话语权不断增加，包括银行理财、公募基金在内的资产管理机构，在信用债的持有规模上已经超过了商业银行，这是过去不曾发生过的现象。资产管理机构代表的是个人和企业对于资产配置的需求。随着理财意识的觉醒，各种宝宝们应运而生。以余额

宝为例，从2013年6月上线以来，在9个月的时间内，规模从零增长至超过5 000亿元，用户数量超过1亿户，带动整个货币基金行业规模增长超过200%。展望未来，资产管理机构管理资产规模还会继续上升，能带来更好客户体验的产品和公司，还会面临资金的流入，信用债市场的需求也将更加旺盛。

如果说资产管理机构的崛起是渐进式的变化，那么债券市场的首单实质性违约，可谓是平地惊雷，结束了债券市场信用零风险的时代。事实上，超日债的违约并不完全是个体风险的爆发，整个光伏行业在2008年后都遭遇了空前的困难和挑战，包括江西赛维、无锡尚德、保定天威等在内的一批光伏企业，都出现了现金流的恶化和偿债能力的弱化。在此期间，个体都随着行业景气度的急转直下而陷入风雨飘摇，但在外部救助、危机处置方面的差异，为何会导致完全迥异的结局，值得我们细细品味。同时，伴随着对信用风险的重视，信用利差的驱动因素也发生了变化。对过去几年的观察中，我们发现信用利差更多反映了流动性溢价和经济周期的影响，但是未来，信用利差会更多地反映包括违约风险、评级风险在内的信用风险的变化，信用利差的定价机制可能会出现系统性的变化，对信用风险的分析和控制能力，将会成为机构比拼的重要战场。

当然，驱使我们提笔写作此书的并不仅仅局限于以上提到的一些变化，债券市场就像一个万花筒，总是能够用它斑斓的色彩引人入胜。比如，国外经验表明，债券市场的期限利差对经济有比较强的预测意义，特别是极窄甚至倒挂的期限利差往往预示着经济在未来将陷入衰退。2013年下半年，国债期限利差一度出现倒挂，是否预示着实体经济会在高融资成本的压力下陷入泥潭？再比如，*distressed securities* 在国外是高收益债券的重要组成部分，也经常被归类为一个单独的另类投资策略，亦股亦债。在市场觉得国内新发行高收益资产收益率并不能充分覆盖风险，国内高收益市场遥不可及的时候，交易所市场中悄然出现了类似的高收益板块，且股性不断增强。总而言之，在金融自由化的新格局下，债券市场无论是供给还是需求，都出现了一些量变甚至质变，发人深思也引人遐想。

四、新格局下如何应对新的挑战

20 世纪 60 ~ 80 年代，经济的滞胀促使里根政府推出了以减少政府开支和控制货币规模为核心的里根经济学措施。在金融创新与金融监管的博弈中，美国金融自由化进程不断向深层次推进，其国内的利率管制放开和汇率波动促使商业银行加快了创新的步伐，各类资产管理机构也迎来了历史性的机遇。此情此景，与中国的现状类比，是不是似曾相识？我们研究并不是言必称美国，但是经济增长和金融创新都有其内在规律，太阳底下并无新鲜事。比如，利用资产证券化实现信贷资产出表是美国银行业加快信贷资源周转速度的重要创新，而国内虽然信贷资产证券化尚处于试点过程中，但是通过银行理财、买入返售等形式曲线实现的资产出表，实质与资产证券化并无区别。

我们相信，关于美国金融自由化过程中各部门和机构的分析，对我们充分理解中国金融自由化浪潮的趋势和前景是不无裨益的，这部分内容，我们会在第四部分展开。当然，对美国情况的分析最终还是要服务于对中国债券市场新格局、新范式的研究，而债券市场的浪花，本质上是金融自由化浪潮中的一部分。我们撷取了一些中国债券市场的新变化，以第一部分作为引子，带出我们对金融自由化背景下中国债券市场新格局的研究。

所谓金融自由化，很大程度上不仅靠监管机构推动，而且依赖于各类金融机构出于逐利性目的创新。这其中，最重要的当属银行和泛资产管理机构的创新。我国是一个间接融资为主的国家，银行在传统的投融资中占据了非常重要的位置，银行的重要性相信无须赘述。但是自 2012 年以来，由于外汇占款的趋势性回落，基础货币投放速度减缓，加之高企的存款准备金率和贷存比红线制约，银行的信用创造能力与企业的融资需求之间的矛盾越来越激化，特别是在信贷政策限制的房地产和地方政府领域。从另一个角度看，国际盈余增速下降后，国内储蓄和投资间的相对力量有所逆转，在稳增长和房地产刺激下的高增长，面临越来越现实的融资难问题，这是一个硬币的两个方面，构成了银行表内创新活跃的基础。而包括银行理财在内的泛资产管理机构，近年来规模的扩

张也相当迅猛，银行理财的规模已经突破 12 万亿元，信托资金余额达到了 11 万亿元，公募基金管理资产也近 3.4 万亿元，这类机构的创新也是推动金融自由化的重要力量。

我们的落脚点还是在债券市场，无论是对银行还是对资产管理机构的分析，最终都是服务于对债券市场新格局的分析。在对金融自由化研究的基础上，我们在第五部分渐次展开了对债券市场新格局的论述和展望。首先，在第三部分和第四部分对机构分析的基础上，我们提出资金成本的上移是对债券市场冲击最直接也是最关键的一点；其次，金融自由化扑面而来的直观印象就是各类新品种层出不穷，我们对各类新产品进行了一一的梳理和研究，以期使读者对债券市场的变革有更前沿的认识；最后，在传统的三位一体的研究框架下，增长、通胀和政策面是决定债券市场趋势的主要因素。但在 2013 年，这一研究框架对债券市场的解释力明显削弱，我们对这一框架进行了修补，加入了货币政策机制变化、利率市场化冲击等新的解释变量，以图对债券市场的驱动因素有更全面和合理的认识。