



NI=FD

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

中国债券市场 2017



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

李 扬 钱龙海 等/著



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

中国债券市场 2017



中国债券论坛
China Bond Market Forum
— CBMF —

李 扬 钱龙海 等/著



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. 2017 / 李扬等著. -- 北京 : 社会科学文献出版社, 2017.12

ISBN 978-7-5201-2010-4

I. ①中… II. ①李… III. ①债券市场—研究—中国—2017 IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第310775号

中国债券市场：2017

著 者 / 李 扬 钱龙海 等

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 恽 薇 陈 欣

责任编辑 / 陈 欣

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理分社(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 / 三河市尚艺印装有限公司

规 格 / 开 本：787mm×1092mm 1/16

印 张：33.5 字 数：563千字

版 次 / 2017年12月第1版 2017年12月第1次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5201-2010-4

定 价 / 148.00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

金融发展的新时代

在划时代的党的十九大文献中有非常多的新表述、新观点、新理论值得我们深入思考、认真落实。对于我国金融改革和发展来说，有两个表述最重要。

第一个表述是：“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，……建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标。”这段话有两个要点。一是我国经济已由高速增长转向高质量发展。我以为，这个表述是习近平经济新常态理论的进一步深化。过去大家讲经济新常态，往往过多关注经济增速下滑，却较少透过这一现象看到经济发展的质量在改善以及效益在提高的本质。党的十九大这个表述直接阐释了质量对增长的替代关系，为观察我国经济转型发展提供了新视角。二是我们的战略目标是“建设现代化经济体系”。我们知道，最近几年，在概括目前我国经济发展阶段时，很多人使用“新经济”这个概念。我个人觉得，新经济的概念，一则容易与20世纪末美国发生的那场变革混淆，二则并未概括当前我国经济基于现代科技进行创新、转型的特征。相比而言，“现代化经济体系”的提法显然更为恰当。

第二个表述与金融有关：“着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系，着力构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制，不断增强我国经济创新力和竞争力。”我体会，这段话有三个要点。一是“现代金融”概念的提出。很明显，这一概念与前述“现代化经济体系”前后映照、互通声气。二是首次把实体经济、科技创新、现代金融、人力资源并提，并要求它们“协同发展”，形成“产业体系”。这显然指明了我国未来一段时期的工作重点和政策逻辑。三是“宏观调控有度”。这一表述尤其值得注意。我们知道，在宏观经济学理论中，宏观调控从未曾与“有度”联系在一起。党的十九大报告提出“有度”，很

强烈地传达出一个期许、一个要求、一个态度，就是宏观调控不要过度，“有形之手”不要伸得过长，不要越俎代庖。党的十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中（以下简称《决定》）的表述是：要“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”。

那么，“现代金融”体系应当包含怎样一些要素呢？我以为，根据党的十九大报告精神，以下六方面要素必不可少。

其一，现代金融应当以服务实体经济为基本导向。这一点，相信如今已无歧义。问题在于，在实践中落实这一点并不容易。我觉得，在具体的金融实践中，如果一切金融活动、一切金融创新、一切金融发展都以实体经济的需要为出发点和落脚点，服务实体经济的承诺落到实处方才有保证。讨论这一命题，我们要特别重视一个过去我们认识不充分，但今后将越来越重要的问题，就是坚持惠民导向，我们必须以可负担的成本为有真实金融需求的社会各阶层和群体，有尊严地提供适当、有效的金融服务。熟悉当代金融发展的人都知道，这是一段关于普惠金融的表述。也就是说，如果说金融过去主要是为富人服务的话，那么，从今往后它就应广泛地面向普通人、面向“草根”，践行习近平总书记在代表新一届党中央会见全球记者时所说的那句话，“全面建成小康社会，一个不能少；共同富裕路上，一个不能掉队”。大家注意，习近平总书记在这里用的是全称判断，这个全称判断和过去邓小平同志说要“让一部分人先富起来”恰成映照，它反映了我国社会主义市场经济发展的两个阶段，第一阶段是富起来，第二阶段则是强起来。

其二，现代金融应当优化结构。我们知道，结构是个可以有很多含义的概念，人们可以从很多方面阐述它。对于当前以及今后的中国金融业而言，最重要的结构有两个，第一个结构是直接融资和间接融资相互协调、彼此配合。发展直接融资自20世纪末便开始成为我国的方向，客观地说，发展到今天，情况并不尽如人意。正因如此，党的十九大报告关于金融改革的阐述拿出了2/3的篇幅强调发展资本市场。毫无疑问，这是一个极为重要的战略任务。那么如果说我们已经赋予资本市场很多任务的话，如今又增添了新的重托，这就是我们要通过多层次资本市场的发展，有效降低我国企业的杠杆率，防止系统性金融风险发生。第二个结构是党的十八届四中全会首次提出的，坚持商业性金融、政策性金融、开发性金融和合作性金融合理分工、联动互补、协调发展。我们知道，按照过去的简单逻辑，当我们确立了发展

社会主义市场经济的战略目标之后，金融业的发展就应当根据市场的需要以商业性为目标。事实上，几十年来的中国金融改革，确实是在沿着这一方向推进。但是，全球金融危机以来，情况发生了变化。危机救助的实践告诉我们，面对高度复杂的金融形势，仅仅依靠商业性机构遵循商业性原则行事是完全行不通的。不仅如此，人们深刻认识到，充分运用政策性、开发性和合作性的金融手段，不仅为危机救助所需，而且为经济恢复和发展所需，甚至为经济正常运行所需。换言之，四类金融长期并存，彼此合理分工、联动互补、协调发展，将成为我国未来金融业的常态。可以说，如今中国金融业出现的问题，特别是那些脱实向虚的不当趋向，都与我们过度强调金融的商业性有关。

其三，现代金融应当是市场导向的。毫无疑问，作为社会主义市场经济有机组成部分的金融业，必须有助于市场在资源配置中发挥决定性作用。这个决定性作用表现在金融领域，就是它应能够有效地提供各类信号和激励机制，引导资源向那些能产生最大经济效益和社会效益的领域配置。关于金融的市场导向，有两个要点至关重要。第一个要点就是产权。大家一定注意到，在党的十八届三中全会《决定》中，产权问题就已占据极为重要的地位。在党的十九大报告中，产权问题再次占据醒目位置，可见这个问题之重要，可见相关要求迄今为止并未被很好地落实，因而有进一步强调的必要。这是因为，所谓市场交易，所谓市场配置资源，必须以产权明晰为前提。倘若产权不明晰，交易各方便搞不清楚自己交易的对象和性质，就更搞不清楚交易中的利弊得失，这些都搞不清楚，市场交易便很难进行，很难持续，更会产生无穷的利益纠葛。所以，完善产权制度和要素市场化配置机制，是我们推进市场导向的金融发展的第一要务。

金融发展要以市场为导向，第二个要点是完善金融系统中的利率、汇率和收益率曲线。我们还是回顾一下党的十九大报告。在唯一的关于金融改革的表述中，第一个表述关乎资本市场，第二个表述就关乎几个“率”了。党的十九大报告指出：“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。”在这里我想特别指出，关于利率市场化，我们将它看得过于简单了。近十年来，我们多次宣称利率市场化已接近成功，就差“临门一脚”了，然而踢来踢去，到最后我们才发现，利率市场化的若干基本要素和关键环节仍然没有到位。我想强调，千万不要轻视利率、汇率等

金融的基本要素，须知要想将利率、汇率说清楚，几乎需要把整个金融从头至尾说一遍，因为，利率、汇率等金融的基本要素，几乎渗透在金融的所有环节之中，对于它们的改革需要金融业的所有环节予以配合。现在，党的十九大再次把利率和汇率的市场化改革任务摆在我们面前，我们应当有所作为。说到“率”，还有一个收益率曲线问题，这在党的十八届三中全会《决定》中是与利率、汇率并列提出的。我们知道，几乎所有金融问题都是定价问题，而只有在有效的收益率曲线的基础上，有效的定价方才可能，一旦我们能够有效对金融产品定价，资源的市场化配置就有了前提条件。

其四，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。这又是一个新的表述。我们知道，全球金融危机以来，各国当局和国际组织创造了不可胜数的新理念、新工具和新框架，然而，唯一获得全世界共识的只有宏观审慎政策。我们注意到，关于宏观审慎政策，自危机开始便在全世界被热烈探讨，然而，在相当长时期中，业界始终不得要领。主要因为，宏观审慎政策作为一项新的治理机制，其自身并没有区别于其他政策体系的政策工具，而且其目标和货币政策目标经常混淆。经济政策学告诉我们，没有独立的工具，缺乏独立的目标，一项政策体系就很难成立。回顾危机以来各国货币当局的行为，大约可以说，唯独英格兰银行认真做出了探索，其他国家则停留在概念和口头上。正是在这样的背景下，中国的货币当局做出了很多有价值的努力，并取得了有益的进展。当然，这种进展与中国的国情密切相关。如今，中国的宏观审慎政策已大致上有了与货币政策区别的理念和政策工具，宏观审慎政策与货币政策也已展开了有意义的配合实践。

在中国，说到政策配合，就少不了一个更高层面的配合，那就是货币政策必须与我们的国家发展规划配合，与财政政策、产业政策、收入分配政策和区域发展政策等密切配合。这是一个更大的政策体系。这提出了一个在更高层面和更大范围内的政策协调配合问题。毋庸讳言，目前，在我国经济政策的制定和实施过程中最大的问题就是不协调。每一项政策若单独看，都有合理性，都能说得头头是道，问题恰恰在于，在同一个宏观经济体系内，所有单个调控政策要想成功，要想取得预期效果，就非同其他相关政策协调配合不可。

其五，有效监管。2017年全国金融工作会议以来，加强监管并借以“守住不发生系统性风险的底线”，已经成为金融界的共识。但是，必须清楚地

认识到，有效监管绝不意味着强监管，更不意味着无所不至的强管制，为市场经济发展所需的有效监管应当是“好的监管”、不妨碍市场运行的监管、不越俎代庖的监管，它的主旨在于确定一个合理的运行框架，使所有的金融机构、金融市场、金融活动有章可循。这样一种监管应能让实体经济、金融业和市场更有效地发挥作用，应能更好地保护消费者利益，它绝不应妨碍市场主体的自由经营。就此而论，我认为，在与金融业发展有关的各方面之间建立一个内洽的不矛盾的监管架构，对于我国社会主义市场经济发展至关重要。

其六，积极开展国际货币政策协调。大家知道，经过几十年持续发展，如今中国已经站在了世界舞台的中央。在新的形势下，我们迫切需要同国际社会密切配合、彼此协调，为世界人民争取最大的福祉。首先，我们需要将自己建设成一个开放型经济体，这是党的十八届三中全会已经确定的目标。其次，在完善的开放型经济体的基础上，我们要积极同国际社会磋商、协调，争取合作共赢。大家都已注意到，在刚刚结束不久的中国共产党与世界政党高层对话会上，习主席代表中国阐述了我们的严正立场，这就是，我们不接受国际社会强加给我们的规则，同时我们也不输出自己的规则。那么，国际协调该如何运行呢？答案是对接，就是践行“一带一路”倡议，就是在承认各国利益的基础上和承认世界多元化的前提下，寻求最大公约数，兼顾我国国情和国际标准，完善全球金融治理体系，争取合作共赢。其中，经常开展货币金融政策的国际协调是题中应有之义。唯有如此，才能使我们的世界、我们的“地球村”平稳发展，进而造福全人类。



2017年12月

目 录

第一篇 背景

第 1 章 趋紧的金融监管 / 003

- 1.1 金融监管的出发点 / 004
- 1.2 此轮金融严监管政策的背景和内容 / 005
- 1.3 金融监管政策未来走向 / 013

第 2 章 宏观经济形势 / 018

- 2.1 经济运行主要特征 / 019
- 2.2 2018 年需要关注的问题 / 022
- 2.3 2018 年经济形势预测 / 040
- 2.4 2018 年宏观政策选择 / 042

第 3 章 宏观金融运行 / 047

- 3.1 宏观经济形势 / 048
- 3.2 中国货币政策与金融运行态势 / 050
- 3.3 中国货币政策操作 / 064
- 3.4 2018 年总体趋势及对策建议 / 071

第 4 章 国际债券市场与跨国资本流动 / 075

- 4.1 全球债券市场发展 / 076
- 4.2 中国在国际债券市场的发行情况 / 083
- 4.3 离岸人民币债券市场 / 086

- 4.4 国际外汇市场形势 / 091
- 4.5 人民币外汇市场形势 / 098
- 4.6 跨境资本流动 / 102

第 5 章 全球利率环境 / 110

- 5.1 全球主要国家和地区的利率评析 / 112
- 5.2 什么因素在驱动全球利率变化 / 127
- 5.3 全球利率未来走势展望 / 132

第 6 章 全球大宗商品市场 / 146

- 6.1 全球大宗商品市场现状及价格走势 / 147
- 6.2 全球大宗商品市场发展影响因素 / 155
- 6.3 全球大宗商品市场前景展望 / 161
- 6.4 结论及政策启示 / 164

第二篇 市场发展

第 7 章 货币市场发展与规范 / 169

- 7.1 货币市场概况 / 170
- 7.2 货币市场主要子市场发展动态 / 175
- 7.3 货币市场利率动态 / 186
- 7.4 货币市场发展展望 / 191

本章附录：同业存单和货币市场基金的发展与规范

——央行同业负债规定和公募基金流动性办法的影响分析 / 192

第 8 章 债券一级市场 / 197

- 8.1 债券发行市场总体状况 / 198
- 8.2 政府债券 / 205
- 8.3 金融机构债 / 211
- 8.4 非金融企业债券 / 221
- 8.5 其他债券 / 241

第9章 债券交易及存量特征 / 249

- 9.1 债券市场发展及结构分布 / 250
- 9.2 债券二级市场走势及其特征 / 259
- 9.3 投资者数量分布和持仓结构 / 269

第10章 债券收益率曲线 / 288

- 10.1 债券市场收益率波动的总体特征 / 289
- 10.2 债券收益率的期限结构和风险溢价 / 299
- 10.3 金融加强监管对债券收益率的影响 / 304
- 10.4 投资者持仓变化对收益率曲线的影响 / 315
- 10.5 信用事件影响趋弱,但重点行业仍备受关注 / 323
- 10.6 债券违约处置方式对收益率的影响 / 331
- 10.7 同业存单发行与债券收益率曲线扁平化 / 337
- 10.8 杠杆交易对收益率曲线的传导 / 339
- 10.9 债券收益率曲线的国际比较 / 340

第11章 债券衍生品市场 / 351

- 11.1 利率互换市场 / 352
- 11.2 国债期货市场 / 359
- 11.3 其他债券衍生产品 / 366

第12章 政府债券市场 / 369

- 12.1 国债市场 / 370
- 12.2 地方政府债券市场 / 376
- 12.3 城投债市场 / 387

第13章 资产支持证券市场 / 405

- 13.1 我国资产支持证券市场的发展历程 / 406
- 13.2 资产支持证券市场运行情况 / 413
- 13.3 我国资产支持证券主要产品介绍 / 419

13.4 发展资产支持证券市场的意义 / 429

13.5 我国资产支持证券市场展望 / 432

第 14 章 中国债券市场对外开放 / 435

14.1 中国债券市场对外开放政策新进展 / 436

14.2 2017 年中国债券市场对外开放实践 / 437

14.3 “债券通”成功实施 / 445

14.4 中国债券市场对外开放展望 / 451

第三篇 专题

第 15 章 去杠杆不仅仅是减负债

——中国非金融企业部门高杠杆的趋势、成因与对策 / 459

15.1 中国非金融企业杠杆率现状 / 460

15.2 杠杆、负债与系统性风险 / 462

15.3 从资产负债率和资产回报率看高杠杆的结构分布 / 467

15.4 企业高杠杆的成因 / 487

15.5 结论与政策建议 / 498

第 16 章 美联储缩表前瞻 / 500

16.1 扩表与缩表 / 501

16.2 缩表路径与规模 / 508

16.3 缩表的外溢效应及应对 / 522

第一篇 | 背景

第1章 趋紧的金融监管*

- 2017年以来，三大监管部门有针对性地强化了金融监管。中国银监会重点整治“三违规”“三套利”“四不当”等有多层嵌套性质的同业业务、混业业务；中国证监会针对券商基金子公司、保险基金等影子银行资金来源和运用进行了规范，并高压打击暴利行为；中国保监会针对保险资管产品、保险资金运用中的违法违规行为进行规范。
- 严监管政策的宏观背景是金融降杠杆、金融为实体经济服务，从而推动供给侧改革，疏通资金进入实体经济的渠道，而不让资金在金融体系中自娱自乐，直接针对近几年金融与实体经济的疏离。
- 落实党的十九大会议精神，“服务实体经济和守住不发生系统性金融风险的底线”是当前金融发展和监管的出发点和落脚点。未来，金融监管将在微观审慎监管方面继续趋严，同时在宏观审慎监管框架方面更加完善。

* 本章作者：周莉萍，国家金融与发展实验室研究员，第一创业证券中国债券论坛高级研究员，中国社会科学院金融研究所副研究员。

国家主席习近平在十九大报告中指出：“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。”在2017年7月召开的全国金融工作会议上，国务院总理李克强也指出：“要筑牢市场准入、早期干预和处置退出三道防线，把好风险防控的一道关，健全金融风险责任担当机制，保障金融市场稳健运行，有效处置金融风险点，防范道德风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。”这些论述为今后我国金融体制改革和重构金融监管体系指明了方向并提供了理论指导。结合国内宏观经济和金融行业背景，本报告从三个角度解读此轮金融监管政策趋紧：一是客观认识当前金融监管工作的出发点；二是解读此轮金融监管政策的背景和内容；三是展望未来金融监管走向。

1.1 金融监管的出发点

“服务实体经济和守住不发生系统性金融风险的底线”是当前金融发展和监管的出发点和落脚点

落实党的十九大会议精神和全国金融工作会议精神，是当前金融监管工作的一项重要任务。应从“中国特色社会主义进入新时代，这是我国发展新的历史方位”的历史高度，来认识当前和今后的金融监管工作。两大会议精神都表明，“服务实体经济和守住不发生系统性金融风险的底线”是当前金融发展和监管的出发点和落脚点。

国家主席习近平在十九大报告中指出：“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。”基于此，要把服务实体经济作为金融发展和监管的出发点和落脚点，通过不断发展完善金融监管，防控资金空转，提升金融服务实体经济的效率和水平，把更多金融资源配置到社会经济急需发展的领域，满足人民群众和实体经济发展对金融供给多样化的需求。

从长远来看，贯彻落实好党的十九大、全国金融工作会议精神，急需破解包括“废除刚性兑付”等若干金融体制难题，有效提供“金融服务实体经济和守住不发生系统性金融风险的底线”所需的制度保证。近年来，金融机构普遍偏好自娱自乐式金融创新，例如，金融机构借助各种信用增级和隐性担保，设计多种脱离实体经济的资产管理产品，却鼓吹资产管理产品具有

“高收益、低风险、赚钱快，以及政府隐性担保”等显著优势，诱惑潜在广大投资者进行投资，甚至向投资者保证刚性兑付。部分资信相对较好的金融机构为获取短期居间收益，往往不顾风险，愿意为资信较差的机构提供信用增级。尤其是地方政府为获得所需资金，乐此不疲地为五花八门的融资主体提供隐性担保。但层层加码的信用增级和政府隐性担保不仅不可能化解金融风险，而且导致融资成本上升，这些融资成本和高风险最终还是要转嫁给实体经济来承担。因此，废除刚性兑付是金融监管改革的内在要求，金融投资者有自己承担资产管理产品风险的义务，而不能借信用增级和政府隐性担保方式转移其本该承担的金融风险。

1.2 此轮金融严监管政策的背景和内容

基础理论研究表明，不合理地加杠杆将扭曲金融市场的资产定价机制，滋生资产价格泡沫。降低不合理的杠杆有利于金融市场的稳健发展，“三去一降一补”政策将继续成为未来两年实体经济发展的重点，而金融严监管政策是金融体系配合实体经济的主要辅助政策。在实体经济没有实质性改善之前，金融监管机构不会继续放任资金在金融体系内部自娱自乐，至少不会再容忍资金轻易吹大资产价格泡沫、间接阻碍实体经济发展。驱赶资金进入实体经济，保持金融体系平稳运行，为实体经济发展提供有效的资金供给，是当前金融监管当局正在做的也是未来要做的事。2017年上半年的系列政策出台仅仅是一个开始，严监管的具体政策落实或将持续数年。

近期监管政策有两个基本背景：一个是大的宏观金融背景，即金融要服务实体经济；另一个是金融行业不合理创新导致资金跨行业流动，累积高杠杆和高风险。两个背景紧密相关，资金在金

驱赶资金进入实体经济，保持金融体系平稳运行，为实体经济发展提供有效的资金供给，是当前金融监管当局正在做的也是未来要做的事。2017年上半年的系列政策出台仅仅是一个开始，严监管的具体政策落实或将持续数年

近期监管政策有两个基本背景：一个是大的宏观金融背景，即金融要服务实体经济；另一个是金融行业不合理创新导致资金跨行业流动，累积高杠杆和高风险