



NIFD

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

中国债券市场 2018



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

李 扬 王 芳 / 主编



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

李扬

中国社会科学院学部委员，国家金融与发展实验室理事长，国际欧亚科学院院士，中国社会科学院经济学部主任，中国金融学会副会长，中国国际金融学会副会长，中国城市金融学会副会长，中国海洋研究会副理事长，第十二届全国人大财经委员会委员，中国社会科学院原副院长。
专业领域：金融、宏观经济、财政。

王芳

第一创业证券股份有限公司总裁、董事，中国证券业协会第六届理事会理事，中国证券业协会第六届投资银行委员会委员。王芳女士加入第一创业证券十余年，负责范围涵盖前中后台。第一创业证券已发展成为一家以固定收益为特色，以资产管理业务为核心，拥有全牌照的证券公司，并于 2016 年成功登陆 A 股市场，在固定收益、资产管理、私募股权基金管理、投资银行、证券经纪等业务领域形成了差异化竞争优势，实现了可持续发展。



NIFD

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

中国债券市场 2018



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

李 扬 王 芳/主编



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

目 录

第一篇 背景

第 1 章 宏观经济形势与展望 / 003

- 1.1 2018 年中国宏观经济运行态势 / 004
- 1.2 2019 年经济增长展望 / 010
- 1.3 对 2019 年政策的展望 / 013

第 2 章 宏观金融形势 / 020

- 2.1 金融运行的宏观经济背景 / 021
- 2.2 2018 年中国金融运行态势 / 024
- 2.3 2018 年的货币政策操作 / 035
- 2.4 2019 年总体趋势及政策建议 / 038

第 3 章 国际债券与外汇市场 / 042

- 3.1 全球债券市场发展 / 043
- 3.2 全球债券收益率 / 047
- 3.3 人民币外汇市场 / 052
- 3.4 人民币跨境资本流动 / 061
- 3.5 国际外汇市场形势：主要货币对 / 062
- 3.6 全球场外衍生品市场 / 069

第4章 全球利率环境分析 / 081

- 4.1 全球主要国家和地区的官方基准利率 / 082
- 4.2 全球金融市场主要利率：在动荡中分化 / 085
- 4.3 理论探讨：中央银行是否能影响长期利率？ / 099
- 4.4 全球未来利率走势展望 / 105

第5章 全球大宗商品市场 / 108

- 5.1 全球大宗商品市场走势分析 / 109
- 5.2 大宗商品市场主要影响因素分析 / 117
- 5.3 2019年大宗商品市场走势预判 / 122

第二篇 市场发展

第6章 货币市场运行 / 129

- 6.1 货币市场概况 / 130
- 6.2 货币市场主要子市场发展动态 / 135
- 6.3 货币市场利率走势 / 146
- 6.4 货币市场改革持续推进 / 148

第7章 债券一级市场 / 155

- 7.1 债券一级市场及结构分布 / 156
- 7.2 同业存单 / 161
- 7.3 金融债 / 166
- 7.4 非金融企业债 / 174
- 7.5 附认股权证公司债 / 188

第8章 债券交易及存量特征 / 196

- 8.1 债券市场交易总量及结构 / 197
- 8.2 债券二级市场走势及其特征 / 205
- 8.3 投资者数量分布和持仓结构 / 213

第 9 章 债券收益率曲线 / 230

- 9.1 债券市场收益率波动的总特征 / 231
- 9.2 债券收益率的期限结构和风险溢价 / 236
- 9.3 金融加强监管对债券收益率的影响 / 241
- 9.4 信用事件影响趋弱, 但重点行业仍备受关注 / 246
- 9.5 违约债券处置方式对收益率的影响 / 254

第 10 章 债券衍生品市场 / 265

- 10.1 利率互换市场 / 267
- 10.2 国债期货市场 / 276
- 10.3 其他债券衍生品 / 286
- 10.4 信用衍生品 / 287

第 11 章 政府债券市场 / 292

- 11.1 国债市场 / 293
- 11.2 地方政府债券市场 / 296
- 11.3 城投债市场 / 310

第 12 章 资产支持证券市场 / 326

- 12.1 资产支持证券市场运行情况 / 327
- 12.2 监管政策和市场规则发展 / 333
- 12.3 供应链 ABS 专题 / 337
- 12.4 资产支持证券违约专题 / 343

第 13 章 中国债券市场对外开放 / 350

- 13.1 中国债券市场对外开放新政策 / 351
- 13.2 2018 年中国债券市场对外开放实践 / 352
- 13.3 中国债券市场对外开放展望 / 359

第三篇 专题

第 14 章 从去杠杆到稳杠杆 / 367

- 14.1 杠杆率最新进展 / 368
- 14.2 债务规模与社会融资规模的关系 / 384
- 14.3 高杠杆率之困实为体制之困 / 386
- 14.4 从去杠杆到稳杠杆 / 389

第一篇 | 背景

第 1 章 宏观经济形势与展望*

- 2018 年经济增长已经出现下行压力，2019 年三大攻坚战仍需要深入持续推进，房地产市场处于僵持状态，市场风险仍有待释放；消费需求、投资需求受压制；中美贸易战可能持续恶化，出口对经济增长贡献将下降，经常项目逆差的可能性加大；国内区域经济增长继续分化，广东等沿海大省经济增速放缓，中部地区仍保持较快增长；需要高度关注部分产业链从中国转移至其他国家的可能性，以及由此带来的国内失业问题。美国经济高增长持续性虽然尚存疑问，但发达国家目前的经济发展环境优于新兴市场国家。鉴于这些现实因素，结合未来潜在经济增长率，预计 2019 年中国 GDP 增长 6.3% 左右。

- 2019 年国内外经济环境有所恶化，经济走势以稳为主。应紧紧抓住稳增长这个主基调，全面维稳——稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳民企、稳预期；有针对性地强化对外开放，提高对外开放水平，有效对冲化解中美贸易摩擦的负面冲击；以开放促改革，继续深入推进供给侧结构性改革，显著加大减税降费力度，积极改善营商环境，释放经济活力，提振市场主体的信心；借助“三去”之威调整国有与民营经济结构、调整国民收入分配结构、调整产业结构，提升技术创新能力，培育经济增长新动能；找民生差距、补民生短板，让经济发展成果惠及更多百姓，彰显公平正义；同时辅之以需求侧管理，统筹把握稳增长与去杠杆，防范系统性金融风险。

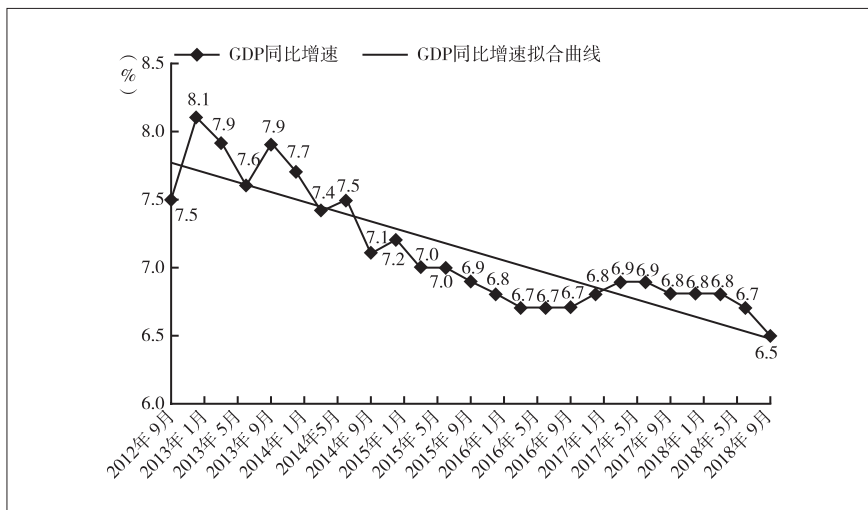
* 本章作者：汪红驹、冯明，均供职于中国社会科学院财经战略研究院。

1.1 2018 年中国宏观经济运行态势

1. 经济增速继续保持在合理区间，但下行压力持续加大

2018 年前 3 个季度，尽管我国国民经济运行稳中有变，但经济增速整体上继续保持在合理区间，按照可比价格计连续 12 个季度保持在 6.7%~6.9%。第三季度以来，国际经济环境的变化加剧，对国内生产预期的消极影响有所加大，经济下行压力持续加大，部分企业经营困难明显加剧。预计 2018 年全年经济增长 6.6% 左右（见图 1-1）。

图 1-1 中国经济增长率



资料来源：WIND。

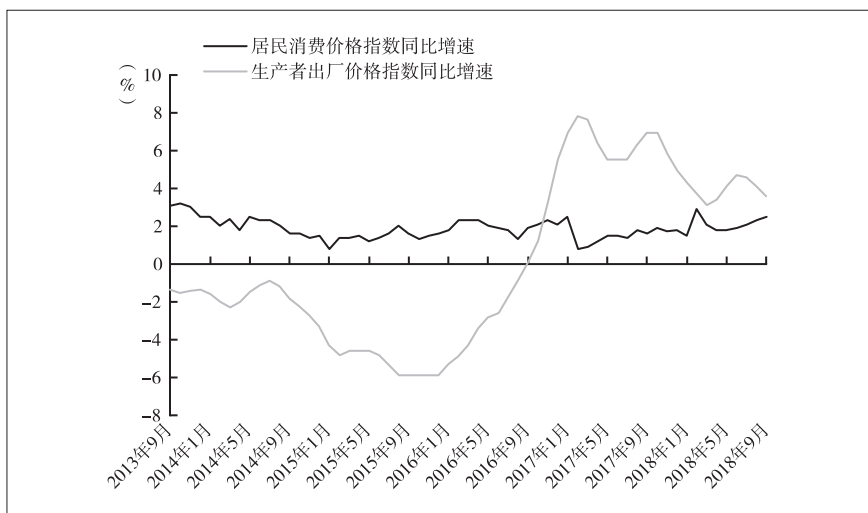
2. 就业形势总体稳定，需关注贸易摩擦对就业的滞后影响

由于劳动力市场对冲击的反应会滞后于产品市场，当前尚没有明显证据表明贸易战导致了周期性失业。9 月全国城镇调查失业率是 4.9%，比上月和上年同期都分别下降了 0.1 个百分点。前 3 个季度城镇新增就业超过 1100 万人，提前 1 个季度完成了全年的目标任务。预计第四季度调查失业率仍然有望远低于年度目标。第四季度及未来一段时期，应当谨防中美贸易摩擦的消极效应向劳动力市场传递。制造业部门出口受限的预期加剧，一方面可能继续削弱新增就业机会，另一方面企业开工不足可能导致现有劳动者工资性收入减少，甚至部分企业可能会裁减一部分劳动力。

3. 物价走势基本平稳，供给冲击导致物价略有上升

2018年以来居民消费价格指数（CPI）走势基本平稳，第三季度CPI同比回到“2时代”，主要是受原油价格和食品价格上涨推动（见图1-2）。随着第四季度天气转凉，受禽蛋供给增多、蔬菜生产基地灾情缓解、冬季应季蔬菜大批上市等影响，蔬菜价格预计有所回落。非洲猪瘟疫情尚未完全消除，猪肉价格将继续平稳上涨。医疗、房租等服务商品价格持续走高。10月底以来原油价格有所回落。总体而言，2018年CPI不具备大幅上涨的基础，但推动CPI上涨的供给冲击因素不容忽视，预计2018年全年CPI上涨2.1%左右，PPI上涨3.9%左右。

图 1-2 居民消费价格指数与生产者出厂价格指数同比增速



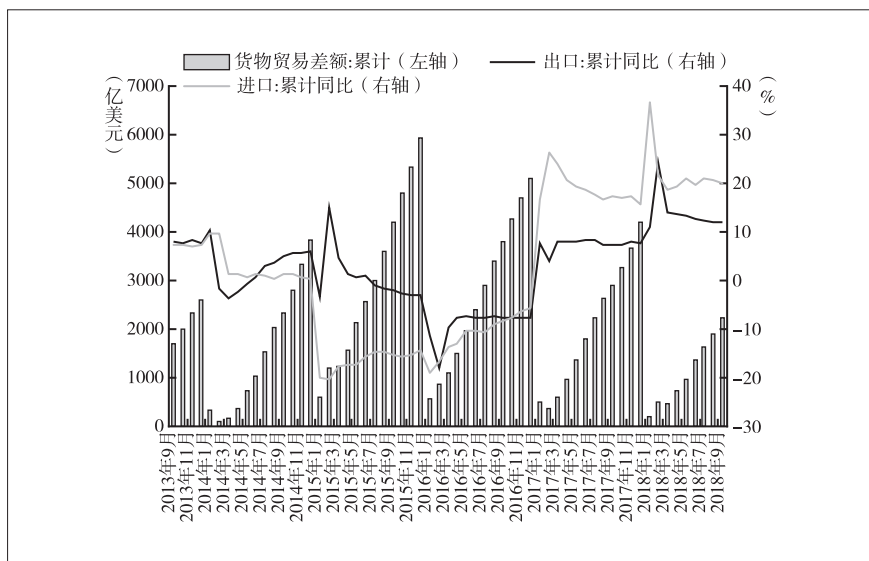
资料来源：WIND。

4. 进出口贸易整体较好，全年可能出现经常项目逆差

进出口贸易整体较好，贸易顺差收窄。以美元计价，1~9月我国货物贸易出口增长12.2%；进口增长20.0%（见图1-3）。根据外管局的国际收支口径，按美元计值，2018年前3个季度，我国经常账户逆差128亿美元，其中，货物贸易顺差2561亿美元，服务贸易逆差2295亿美元，初次收入逆差292亿美元，二次收入逆差102亿美元。第四季度，预计进出口将持续保持较快增长，结构进一步优化，动力转换加快。同时，我国传统外贸竞争

优势正在消减，中美贸易摩擦对出口的消极效应可能进一步显现，货物贸易顺差会进一步收窄，加上服务贸易逆差扩大，2018年我国经常项目可能出现自1994年人民币汇率并轨以来的首次逆差。经常账户赤字压力将加大外部平衡难度。

图 1-3 进出口与货物贸易顺差



资料来源：WIND。

5. 部分沿海经济大省经济下行压力凸显

广东、江苏、山东、浙江是位居全国前四的经济大省，经济总量占全国的35%；然而2018年上半年四省GDP增速下降幅度均大于全国平均降幅。2018年上半年全国GDP增速比上年同期降低0.1个百分点；而广东、江苏、山东和浙江四省分别比上年同期降低0.7个百分点、0.2个百分点、1.1个百分点和0.4个百分点。四个经济大省经济增速降幅同时大于全国平均水平，突出反映了一些深层次问题。

从生产侧看，工业增加值增速放缓，下游行业和小微企业赢利能力恶化，企业亏损面较大。一是工业增加值增速放缓。1~7月全国平均工业增加值增长6.6%，广东、江苏、山东、浙江四大省工业增加值分别增长5.9%、5.8%、5.3%、8%。除了浙江省工业增加值增速高于全国平均水平以外，

其余三省都低于全国平均水平。广东、山东自 2009 年国际金融危机冲击以来首次跌破 6%，江苏自 2000 年以来首次跌破 6%。二是大企业利润增速较高，小微企业利润增长停滞。前 7 个月广东规模以上工业企业实现利润总额同比增长 6.6%，其中，大型企业增长 9.1%，中型企业增长 6.0%，小型和微型企业仅增长 0.7%。三是中上游行业利润增长较快，制造业利润增长缓慢。前 7 个月广东规模以上采矿业实现利润总额同比增长 37.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 25.5%，而制造业仅增长 3.8%。22 个行业利润总额同比增长。四是企业亏损面仍然较大。前 7 个月，广东规模以上工业企业 47242 家中，亏损企业 9792 家，亏损面为 20.7%。虽然亏损面比上年收窄了 1 个百分点，但亏损企业占比仍然较高。

从需求侧看，投资和消费增速持续回落。一是因实体经济盈利预期受限，企业投资增速持续回落。1~7 月，广东、江苏、山东、浙江四大省固定资产投资累计同比分别增长 10.1%、5.4%、6.1%、6.2%，分别比上年同期回落 4.7 个百分点、2.2 个百分点、3.0 个百分点、3.2 个百分点。除江苏外，其他三省降幅均大于全国平均降幅。四大省属于我国经济相对发达地区，基础设施相对完善，后续基础设施大幅扩张的空间比西部地区小，基础设施投资增速较低。二是居民长期收入增长预期放缓，消费增速下降。1~7 月，广东、江苏、山东、浙江四大省消费品零售总额累计同比分别增长 9.3%、8.9%、9.2%、9.9%，分别比上年降低 1.1 个百分点、2.2 个百分点、1.1 个百分点、0.2 个百分点。

6. 固定资产投资增速保持低位

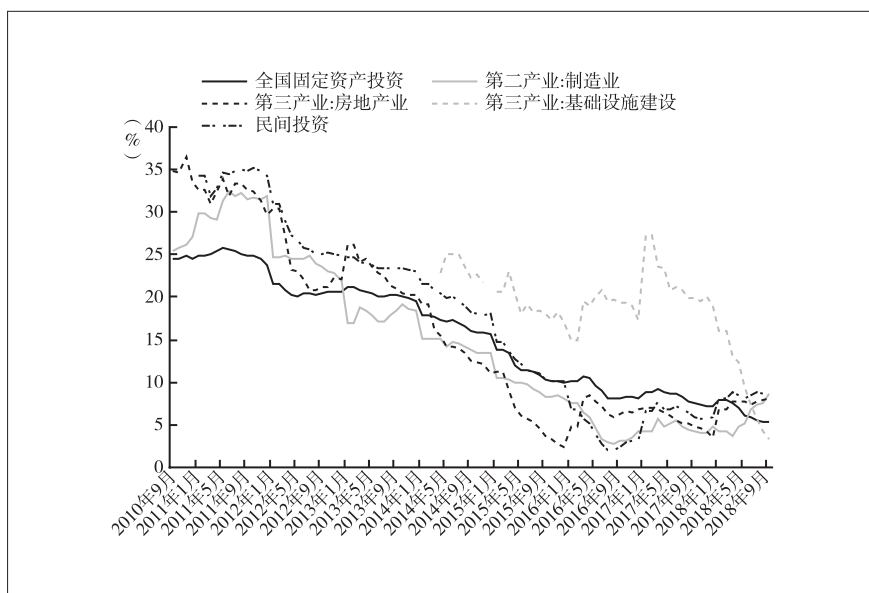
2018 年，我国固定资产投资增速持续下滑的态势没有得到根本扭转。1~9 月，全国固定资产投资完成额同比增长 5.4%，比上半年增速降低 0.6 个百分点。在三大类投资中，基础设施建设领域投资增速快速下滑至 3.3%；制造业投资增速逐月回升至 8.7%；房地产业投资基本保持平稳（见图 1-4）。

基建投资增速下滑是造成全国投资增速回落的主要因素。全国固定资产投资增速的回落尽管部分受全国多个省份实行新的投资统计制度（由形象进度法改为财务支出法）的影响，但是这种影响是次要的，主要原因在于基础设施建设投资，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资，教育卫生等社会领域投资增速下滑较快。

金融去杠杆和严肃财政纪律加剧了投资增速结构性下滑的趋势。对城投债、非标等融资渠道的监管日趋严厉，财政纪律对地方债务的约束不断

趋紧，限令整改的 PPP 项目范围迅速扩大，导致基建资金来源大幅收紧。无论是金融监管的加强还是财政纪律的趋严，都是为了抑制不断上升的部门杠杆率，防范和化解系统性金融风险，初衷无疑是正确的，不过同时应当避免造成项目可融资金规模急剧收缩，以致相关投资项目难以开工或停滞。

图 1-4 固定资产投资同比增速



资料来源：WIND。

7. 实体经济面临的困难更加突出

当前，实体经济面临的困难集中体现在传统制造业和服务业领域的中小民营企业上。

第一，企业用工成本持续显著上升。其一，人口年龄结构的变化，使新增劳动年龄人口数量边际下降，农村青壮年进城务工人员数量减少。其二，在移动互联网技术的带动下，快递、物流、网约车等行业创造了大量报酬较高且工作时间具有一定自由度的新型就业岗位，对“85后”“90后”年轻劳动力吸引力较强，分流了传统制造业和服务业的劳动力供给。其三，社保费率较高，本轮征管制改革可能提高企业实际社保费率，导致综合用工成

本抬升。调研发现，传统领域的中小民营企业对社保改由税务部门统一征收后的补缴、严监管问题普遍感到忧虑。

第二，企业实际税费负担普遍加重。税收收入增速持续超过同期 GDP 名义增长率，不少企业反映税负加重，与减税政策的轻税目标形成强烈反差，这主要是由于 2016 年以来中国税收征管水平迅速提高。一是营改增之后，增值税抵扣链条逐步完善，显著扩大了增值税税基。二是税收征管系统的完善和大数据分析显著改进了税收征管技术，企业纳税行为逐步规范，实际税负加重。

第三，中小民营企业融资困难有所加剧，综合融资成本抬升，民营企业在证券市场的质押风险加大。融资难、融资贵是中小民营企业长期面临的“老大难”问题，最近之所以表现得尤为突出，主要原因是对“影子金融”系统的集中整治。2017 年以来，在金融去杠杆、强化金融监管的过程中，信托、私募、保理、P2P 等非正规渠道“影子金融”系统业务开始受到严格限制，之前依靠其进行融资的中小民营企业短期内陷入融资无门的境地，证券市场价格下跌，民营上市公司的资产质押风险上升。这也是尽管正规渠道统计的“一般贷款加权平均利率”在下降，但大量民营企业感到融资困难加大的原因。部分“影子金融”系统业务的出现存在一定合理性，恰当的做法是引导其规范健康发展，避免“一刀切”简单地以“禁止”代替“监管”。

第四，上游原材料价格短期内继续上涨，压缩中下游企业利润空间。一方面，2016 年下半年以来，美、欧、中、日等主要经济体先后开始了共振式复苏，国际经济周期上行导致钢铁、石油、煤炭、化工等基础工业品价格明显攀升。相比 2016 年初，2018 年第三季度石油价格上涨了 150%，铁矿石价格上涨了 80%，动力煤价格上涨了 100%。另一方面，国内“去产能”和环保督察“一刀切”在一定程度上加剧了基础工业品的价格上涨。目前，部分钢材、化工原材料的国内价格已经高于国际市场价格。

8. 金融运行总体平稳，金融风险不可低估

2018 年，为打好防范化解金融风险的攻坚战，金融监管力度加强，同时执行稳健中性的货币政策，金融运行总体平稳。人民币存款和货币供应增速下降，贷款增速保持平稳。金融防风险举措促进社会融资从表外转表内，社会融资规模存量结构调整。市场利率稳中略降，人民币兑

美元汇率降低。地方债和公司信用债发行节奏加快。当前，在美联储不断加息的外部环境下，新兴市场的波动将加剧，而过去每一次美联储的加息周期都会导致世界上的某个地区爆发货币危机，美联储加息的外溢效应不可低估。此外，我国地方政府、国有企业、居民的杠杆率都已经不低，房地产市场高度金融化，不少家庭债务负担沉重，地方隐性债务规模不小，金融风险不可低估。

1.2 2019 年经济增长展望

1. 国际环境与经济走势分析判断

2019 年，全球和区域经济政治形势依旧错综复杂，国际环境中挑战大于机遇。一方面，国际政治右倾风险继续累积。美国共和党在中期选举中扩大了在参议院的优势，美国政府推行单边主义和贸易保护主义的势头不减，多边主义和多边贸易体制继续遭受冲击；巴西社会自由党候选人博索纳罗当选新一任巴西总统，导致巴西跟随美国政策的倾向增大。英国“硬脱欧”风险加剧，欧洲维护一体化体系力不从心。主要发达经济体宏观经济政策调整外溢效应持续显现，全球公共和私人债务负担继续上升，金融脆弱性日益加剧，基本面脆弱的新兴经济体深陷危机困境难以自拔。地缘政治问题此起彼伏，恐怖主义、武装冲突阴霾难去，伊朗遭制裁，叙利亚政局混乱；能源资源安全、公共卫生安全等全球性问题更加突出，国际和地区“黑天鹅事件”难以避免。另一方面，机遇因素犹存，中国成为全球发展机遇的重要贡献者。南南合作有望更加紧密，“一带一路”沿线国家“五通”方面合作继续巩固扩大，中非经济合作务实推进。

各经济体经济增长步调预计将继续分化，全球经济增速维持平稳的同时潜藏下行风险。全球经济增速预计将与 2017 年和 2018 年持平，然而由于经济扩张政策效果衰减，加上贸易保护主义拖累，全球经济增速或将在 2019 年登顶后下行。美、欧、日等主要发达经济体经济增速预计会同步下行，特别是随着美国财政刺激减弱，美联储加息对市场造成压力，企业盈利增速将放缓，美国经济下半年存在较大下行风险，并且泡沫化的美股存在重新估值风险。新兴经济体经济增速则出现明显分化，石油输出国和非洲国家有望继续保持稳健复苏，拉丁美洲国家、中