



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

DUAL CIRCULATION NEW LANDSCAPE NEW OPPORTUNITIES
双循环 新格局·新机遇

直播时间 2021年1月12日
09:00-12:30
扫描二维码 观看直播



主办



第一创业
FIRST CAPITAL



NIFD
NATIONAL INSTITUTE OF FINANCIAL DEVELOPMENT



sina 新浪财经

承办

第一创业债券研究院

第六届中国债券论坛

双循环：新格局 新机遇

国家金融与发展实验室

2020年1月12日

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

李扬：中国债券市场的发展与挑战

2021年1月12日，以“双循环：新格局 新机遇”为主题的第六届中国债券论坛在北京举行。中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长李扬教授参加论坛并发表演讲。本文系李扬教授所作的主题发言，业经作者审定，在形成过程中，彭兴韵、周莉萍提供了部分初稿。

本文上篇为回顾2020年我国债券市场的发展，并作出评论；下篇则选择了我们当前遇到且今后仍会面临的主要挑战进行分析，即超低利率乃至负利率长期化及其影响的问题。

尊敬的各位嘉宾、女士们先生们，大家上午好！很高兴老朋友们又见面了。本来是准备欢聚一堂的，但新冠疫情使我们无法在物理上聚在一起。然而，网络给了我们一个更广阔、更方便的平台，使得我们能在线上相聚，亦属幸事。

我们过去论坛的惯例是我既主持又演讲，此次亦然。履行主持之责，我只想讲，感谢大家一如既往地支持我们；履行演讲之责，我主要想讲两方面的问题，首先，同大家共同回顾一年来我国债券市场的发展，并做

一点评论；然后，选择一个我们当前遇到、而且今后仍会面临的主要挑战，超低利率乃至负利率长期化及其影响问题，做点分析，就教于大家。

一、2020 年的中国债券市场：主要进展

2020 年，中国债券市场有了一系列新发展，其中有六个方面值得关注。

1、净融资规模有所上升

较之 2019 年，2020 年中国的债券发行增速，清偿规模扩大，净融资额有所上升。发行规模增长，当然首先与经济增长速度有关，显然也与 2020 年的新冠疫情以及我们应对新冠疫情的整个货币政策操作特征有密切关联。也就是说，在过去的一年中，为了抗“疫”，央行站到了发放贷款的第一线上。认识及此，我们也可合理推断，2021 年，随着紧张局势趋缓，我国债券融资的增速可能加快。在易纲行长 1 月 8 日的公开讲话中，“促进企业发债融资”已经成为实施 2021 年货币政策的重要内容之一。

2、利率债、信用债和同业存单净融资额增减互见

利率债和信用债净融资额明显增长，同业存单净融资则出现负增长。三类主要债券品种融资额发生剧烈变化，显然与 2020 年新冠疫情冲击、经济形势变化，以及由此引发的对各类债券的供求关系变化密切相关。利率债的融资额有所增加，主要归因于国债、地方政府债的发行规模跃增，这当然为刺激经济和抗击疫情所必需；信用债净融资额的变化，与 2020 年若干企业债务违约密集出现也有不可分割的关系；同业存单融资额负增长，则是与 2020 年货币政策宽松、同业融资需求减少以及监管部门着力整顿同业融资相关。

3、债券市场互联互通有较大进展

如所周知，中国债券市场的基本弊端之一，就是市场分割。这种分割，不仅表现在债券的发行分别由财政部、发改委、人民银行、银保监会批准，而且管理规则不尽相同上，还表现在这些债券一向都在确定的市场中进行交易，主要是银行间市场、交易所市场、柜台市场和其他市场，彼此之间“老死不相往来”。这种被学术界形象地称为“五龙治水”的状况，既是中国行政体系中部门间缺乏协调的表现，也是中国特有的“摸着石头过河”改革路径的结果。改变市场分割状况，一直是我国债券市场改革的目标之一，在2020年，我们显然向着这个目标又前进了一步。可以通过各种债券的跨市场发行规模观察到这一进展。2019年，我国跨市场品种发行量超过1万亿元，而2020年前三季度便已达到5.3万亿元。跨市场发行占比则由2019年的2.4%上升到2020年1~9月的12.5%，这为解决长期困扰我们的债券市场分割问题，提供了良好的条件。在银行间债券市场和交易所债券市场互联互通实现的同时，国家开发银行和其他政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、在华外资银行以及境内上市的其他银行，可以选择通过互联互通机制或者以直接开户的方式参与交易所债券市场现券协议交易。应当说，人民银行、发展改革委等主要监管当局在2020年颁发了很多政策，向着互联互通的方向同向而行，是推动这一进展的主要动力。

债券市场基础设施实现互联互通，有利于切实便利债券跨市场发行与交易，促进资金等要素自由流动，形成统一市场和统一价格，为货币政策顺畅传导和宏观调控有效实施奠定坚实基础，也有利于提升我国债券市场基础设施服

务水平和效率，推动构建以客户为中心、适度竞争的债券市场基础设施服务体系，更好地服务实体经济。

4、债券违约的新动态

关于违约问题，我们自 2016 年起就不止一次讨论过。当年，债券市场的违约金额从 116 亿元跃增为 403.34 亿元，违约主体则从民企到央企、再到地方国企，范围不断扩展。对此，我们强调了看待违约现象的两分法。违约现象发生，当然说明一些企业的素质不够高或者经营出了问题，同时也告诉我们，债券市场是有鉴别和筛选功能的，这个功能非常“冷酷”地以违约的方式表示出来。

当时，发展我国债券市场最要做的工作就是打破刚兑。因为，在此之前，由于多种原因，我国债券市场事实上呈政府信用、银行信用笼罩天下的格局，并衍生出“刚性兑付”的荒谬结果。也就是说，我国市场上的债券尽管名目繁多，但都是直接或间接地由各级政府或商业银行“背书”的，市场和投资者也是根据这些提供隐性担保的主体的信用来决定债券的信用和价格。显然，那时，“穿着各种服装”的债券实在只是政府债券和银行贷款的替代品。以信用违约为始点，市场正在摆脱这种带有浓厚计划经济色彩的传统格局，凸显了不同筹资主体的不同信用特征，展示了不同投资主体不同的风险偏好和投资倾向，从而使得债券市场真正开始发挥引导资源有效配置的作用。总之，中国债券市场上出现违约，有其积极的作用：它使中国债券市场摆脱了其政府信用和银行信用的母体，打破“刚性兑付”，开始了独立发展的进程。

2020年，债券市场上的违约现象有了新的变化。令人瞩目的事态就是，尽管违约规模的增长有所放缓，但其对市场的冲击强度更大。原因包括：第一，因破产重组清算导致的违约增多。也就是说，发债的公司出了问题，并且有关部门开始着手去解决这些问题。在解决公司运营问题的过程中出现了违约，应当被看作是依循市场规律行事、负责任的违约。第二，国企债务违约在2020年的占比提高得较快。2019年仅占20%，到2020年便达到50%以上。这一事态印证了我们很久以来秉持的一个看法，即在相当程度上，中国经济的问题集中于国企，因此，扎扎实实推进国企改革，是中国经济改革成功的关键。实体经济领域如此，金融领域亦然。第三，高信用等级债券的违约增多，且违约企业的信用等级有向上攀升之势。2018~2020年，发行时主体评级为AAA级的债券违约金额由131.15亿元快速增加至654.09亿元，占比也由14%提高到49%。如果加上AA+级，2020年的债券违约金额中有81%发生在高等级发债主体中。这个状况令我们担忧。面对越来越多高信用等级企业债券出现违约现象，我们不禁要问，在中国，信用评级何用？信用评级体系下一步如何建设？这是一个很大的问题。大家知道，信用环境建设是一国金融基础设施最重要的制度建设之一，信用评估则是其中的核心内容。如果我们的公司评级都在投资级以上，但一进入市场便堕入垃圾级别，我们的评级公司情何以堪？显然，违约事态的发展，对我国信用评级事业的发展提出了非常严峻的挑战。

5、债券市场法治基础进一步巩固

令人欣慰的是，2021年的债券市场上出现了一些十分健康的因素。例如，新《证券法》于2020年3月1日正式实施，为债券市场健康发展提供了法律基

础和新动力。新《证券法》新增了信息披露和投资者保护专章，并对此作出了制度性安排，其中最重要者包括：普通投资者和专业投资者区分制度、上市公司股东权利代为行使征集制度、普通投资者与证券公司纠纷的强制调解制度等。

新《证券法》很快就有了用武之地。2020年7月13日，杭州中院对原告王放等487人与五洋建设、陈志樟、德邦证券、大信会计、锦天城律所、大公国际证券虚假陈述责任纠纷案件进行立案受理，并于2020年9月4日公开开庭进行了审理。2020年12月31日，杭州中院对案件作出一审判决，对债券发行人、实际控制人、承销商、会计师事务所、律师事务所应承担的民事责任给予判定。杭州中院审判的此次债券纠纷案件，开创了多个业内第一，它是全国首例债券欺诈发行案，是证券纠纷领域全国首例适用中国特色“代表人诉讼制度”审理的案件，也是首个判定承销商承担连带责任的案例。这个案例实质性地推进了我国债券纠纷处置的法制化进程，有助于震慑债券发行人的违法违规行为；有助于压实中介机构法律职责；有助于维护投资者合法权益；有助于进一步完善债券市场相关法律法规。

十余年前，我们国家金融与发展实验室从事过一项关于中国金融生态的研究。我们的研究显示，金融生态对于金融业的健康发展至关重要，其中，法治环境更居关键地位。对于某一地区而言，其法治环境优劣并不取决于案件多少，而取决于出现风险事件后能否及时得到公正处理。在我们的评级系列中，浙江在很多年份中均居前列。如今，第一个贯彻新《证券法》的案例又发生在浙江，这不能说是巧合。

6、债券市场进一步对外开放

2020 年以来，中国债券市场对外开放迈出了新步伐。这一年，与中国对外开放关系最为密切的事件，就是 5 月份习近平总书记提出了“双循环”新发展格局。该理论甫一提出，就被国外学者误读为中国要重新闭关锁国，重提自力更生。之后，中国用实际行动回答世人：实施双循环的中国经济绝不是封闭的经济，而是开放的国内国际双循环。中国对外开放的坚定信念，在金融领域（特别是债券领域）表现得尤为突出。2019 年以来，我国陆续出台了一系列政策，先后解决了境内外企业发行与国际惯例接轨、放开境外投资者投资境内金融资产规模上限、进一步便利境外投资者投资境内债券的程序等一系列问题，当然也包括在产权层面上实质性地进入中国境内金融机构以及完善上述机构的治理机制等问题。这些举措，完善了既有的体制机制和政策体系，进一步提升了中国债券市场的国际化水平，效果是十分显著的。今年以来，境外机构在人民币资产配置总量上的增长，既是存量机构对人民币资产配置增加的结果，也是新进入中国金融市场的境外机构数量扩张的结果。根据中国外汇交易中心数据显示，境外投资机构家数在新冠疫情影响下仍旧稳步增长，按照法人机构统计口径，截至 2020 年 6 月末，共有 1018 家境外机构投资者进入银行间债券市场。其中，455 家机构通过直投模式入市；563 家机构通过债券通模式入市，分别较年初增加 6 家和 75 家。

当我们进一步敞开大门，以制度性对外开放的新姿态迎接全球投资者时，就需要深入细致地研究境外机构在中国市场上的投资偏好。资料显示，按照占比大小，境外投资者投资产品的顺序是：国债（59%）、政策性金融债

(30%)、同业存单(7%)、中融短票(3%)、金融债(包括资本债,1%),而企业债和资产支持证券则无人问津。这清楚地告诉我们:境外投资者进入中国市场,愿意投资真正高等级的安全债券。据此我们可以有两个进一步的认识,其一,在中国,符合国际标准的安全级债券,一是国债,二是政府机构债(政策性金融债);其二,境外机构进入中国市场投资中国的债券,事实上是人民币国际化的现实路径。因为,所谓人民币国际化,本质上,就是非居民持有本国货币定值的金融资产。这意味着,要推动人民币国际化,就要创造条件让越来越多的国外机构,包括国际组织、各国中央银行和私人投资者,更多地购买并持有我们的政府债券。我们指出这一事实,意在强调:为了迎接境外机构大规模进入的好时光,为了深入推进人民币国际化,我们必须建设一个有密度、有弹性、有深度的国债市场。要达此目的,须有货币政策与财政政策的精诚合作。

在中国债券市场国际化过程中,还有一个好消息值得一提,就是中国债券市场的国际化程度伴随中国债券被进一步纳入国际指数而不断深化。当前国际债券三大指数已尽数将中国债券纳入旗下。2020年2月,摩根大通宣布把中国政府债券纳入摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数。9月25日,富时罗素公司宣布,中国国债将于2021年10月份被纳入富时罗素全球政府债券指数(WGBI)。这些动态对于我国债券市场的发展提供了很强的正面评价和激励。

二、全球超低利率长期化:不能回避的问题

自上世纪末开始,全球进入低利率时期。由美国次贷危机引发的2008年全球金融危机,进一步将全球带入超低利率时期。2012年,丹麦首推负利率,更

是宣布了全球超低利率（负利率）时期的到来。2020年11月6日，美联储议息会再度宣布保持利率0~0.25%不变的决定，全球超低利率（负利率）的格局仍在持续。

利率长期超低甚至为负，异乎寻常。自有金融以来，正利率便构成金融正常运行的基石——因有利率为正，才有金融的产生和深化；因有正的利率，银行等一应金融机构方能存活和发展。利率超低（负利率）且延续20年之久，显然对金融运行的传统秩序提出了挑战。

1、成因

超低利率（负利率）作为已然持续十数年，且在多国都已存在的世界现象，显然是多重因素造成的。我们认为，从实体经济、金融周期以及货币政策三个视角加以分析，方能对这一高度复杂的现象给出全面的解释。

从实体经济角度分析，正是20世纪90年代以来全球总储蓄长期超过总投资的态势，决定了全球自然利率长期向下的趋势。换言之，表现在货币金融领域中的长期超低利率现象，实在只是实体经济长期衰退的金融表征。在诸多导致自然利率趋降的实体经济因素中，人口结构恶化和技术进步趋缓是主因。就人口结构而言，在全球老龄化的背景下，全球劳动人口增长率、安全资产收益率在过去30~50年中均处于下行趋势，直接引致了全球自然利率下行。就技术进步而论，由于近几十年来全球尚未出现“颠覆性”科技进步，全球全要素生产率（TFP）的增长率亦趋于缓慢下降。数据显示，2000年初互联网泡沫破灭以来，全球技术进步的速度仅落在20世纪40年代至70年代期间的平均水平之

下。人口增长率和全要素生产率共同决定了自然利率水平。因而，人口结构恶化与技术进步趋缓，构成全球自然利率长期下行的实体经济基础。

基于金融周期的分析，有助于解释货币利率何以长期保持低落乃至负值，同时，也具体展示了超低利率（负利率）的实施过程及其各方面的影响。20世纪末以来，西方发达国家发生了实体经济不断被“金融化”的现象，并使得货币政策向实体经济传导的渠道发生了变化，主要表现为，传统上，货币政策主要通过影响商品与劳务的价格（物价）和实体经济的资金成本（利率）发挥作用。在经济金融化的情况下，越来越多的情况是，当货币政策尚未来得及展示其对物价和资金成本的影响时，金融产品的价格便已发生即时和剧烈的变化，并通过改变经济实体的资产负债表的平衡关系，改变经济实体的行为方式。鉴于此，货币政策不得不越来越关注金融资产的价格变动。

基于货币政策操作的分析，则能让我们看到超低利率的人为因素。20世纪30年代大萧条的深刻教训是，在最紧急的状况下，中央银行未能及时向金融体系注入流动性救助商业银行和企业。这种认识深刻地改变了央行调控的理论框架，并因一批精研三十年代危机的专家（诸如伯南克等）入主央行而从根本上改变了央行的行为方式。2008年金融危机中，发达国家的货币当局几乎毫不犹豫地相继推出超低利率和量化宽松等创新工具。2020年新冠疫情发生之后，几乎所有国家都不假思索地沿此思路行事，并将对危机的反应政策推向极致，直接实行了负利率政策。

我们认为：鉴于以上三大因素均继续存在并发挥作用，全球超低利率乃至负利率将成为长期现象。

2、影响

长期超低利率对经济社会的影响比较复杂，我们可以分别从经济主体、市场和宏观调控当局等八个层面来分析。

企业。企业自然是超低利率的受益者，因为它们的贷款可得性和融资成本都将得到改善，企业获得循环贷款、贷款展期的机会也会增加。但是，在支持实体企业的政策导向下，商业银行很可能错配资金，为高风险、盈利能力很差的僵尸企业提供“常青贷款”。日本和欧洲地区的 14 个发达经济体在推行负利率政策之后都出现了僵尸企业数量增加的现象，我国原已存在大量亏损企业和僵尸企业，也都在低利率的政策环境中得以存活。这也意味着，造成资金错配并催生僵尸企业，是超低利率的最大弊端。

居民。在居民收入不增加的条件下，超低利率会使居民减少消费，同时减少投资性储蓄，但可能增加预防性储蓄；在投资一端，居民更倾向于寻求高收益、高风险投资，如私募基金等，同时，也倾向于追求更为个性化的金融资产。

金融机构。超低利率对商业银行的净利差有再分配效应，也就是说，以利息收入为主要盈利来源的商业银行受负面影响较大；而那些主要依靠提供服务等非利息收入的银行则受损较小，相反，因其提供服务的资金成本下降，反而可能获利。西方发达国家的商业银行自 20 世纪 70 年代以来就开始转型，如今已基本不依靠息差收入，故而受损较小。至于各类非银行金融机构，由于它们素来就很少依赖息差收入，因此受损也微不足道，反而有所获益。

资本市场。股票市场因能获得源源不断的低成本资金，其价格上涨有了动力。但是，由于经济下行趋势延续，上市公司的盈利状况趋向于恶化，故而股市泡沫可能上升。

固定收益市场。固定收益产品的收益率随超低利率出现而下降，使其投资吸引力下降，原来以固定收益产品（如政府债券等）为主要投资对象的非银行金融机构，如人寿保险公司、养老金、货币市场基金等的盈利会受到负面影响。它们会逐步减持固定收益产品，寻求其他风险更高的资产增值之道，使得自身行为变得更具冒险性。

政府（财政）。超低利率对政府部门（财政）的影响十分复杂。短期内，超低利率或将诱发政府债务过度扩张，造成新的财政风险；在长期，市场投资将共同推高主权债务的风险溢价，反而约束了政府债务的过度扩张。值得注意的是，超低利率的长期持续，可能从根本上改变政府债务融资的逻辑。从理论上说，通过不断借新还旧，政府债务的本金并不构成政府债务政策的限制，真正构成限制的是债务的利息偿还，具体而言，只要国债利息支付占 GDP 的比重和占政府支出的比重不呈上升之势，则政府的债务融资几乎可以无限制地持续下去。据路透社的数据显示，美国政府现在每年支付的国债利息接近 6000 亿美元，但自 1990 年代以来，由于全球进入历史性的低利率时期，使得国债利息占 GDP 的比例大体保持稳定。统计数据显示，自 1990 年以来，美国债务占 GDP 的比重一直在逐步走高，但由于利率持续走低，国债利息占 GDP 的比例却反向发展，已经创下至少三十年来的新低。可以认为，长期的超低利率，恰与当今世界各国财政当局实施的债务政策互为犄角，从而演化出百年未有之大变局来。

央行。负利率政策弱化了货币政策传导效果，也使央行的独立性受到削弱，央行资产负债表风险暴露增加。中央银行需要在降低政府债务负担与未来通货膨胀之间，在支持政府债务融资和保持央行独立性之间，困难地寻求平衡。

金融稳定。超低利率不利于金融稳定，具体表现在：金融中介体系更具冒险性；非金融企业的杠杆率会继续攀升；长期负利率会使央行货币政策环境发生变化，可能在不知不觉中使其政策导向从逆周期的初心转变为顺周期的结果，从而加剧金融不稳定。

3、对中国的影响

我们可以从三个方面来分析超低利率（负利率）对中国的影响。其一，长期的超低利率和负利率恶化了中国的国际环境，特别是国际金融环境。这将通过多重渠道对中国产生负面影响。其二，目前中国还是唯一保持正常货币环境的国家，我国利率仍保持正值，这也使得中外息差成为套利对象。息差导致人民币汇率坚挺，引致资本内流，其利，在于可以活跃我国资本市场，助力人民币国际化，其弊，则在于可能引致国内金融波动，这将考验我们的管理能力。其三，中国目前仍保持着较高的利率水平，但是，由于经济增长下行趋势依旧，加诸疫情长期化，未来一个中期内，利率下行的压力比上行的压力要大一些。果若如此，主要靠吃息差存活的中国商业银行就会受到极大的冲击，中国的金融结构将因此面临极为巨大的调整压力。

4、对策

面对全球超低利率（负利率）趋势，中国必须高度警惕，全面布局。其中，如下四者最为重要：

其一，在向“双循环”新发展格局转型的过程中，货币政策应该更为关注中国经济的内部均衡，不应简单与发达国家竞争或追随其政策，更不宜为维持外部均衡（汇率）而牺牲内部均衡。同时，全球经济仍处在下行时期，应着眼中国经济中长期发展，合理使用降息空间，更多使用结构性政策工具。

其二，应当有效监测跨境资本流动，谨慎、有掌控、有次序地向外国资本开放金融市场。宜运用延长申购期限、适当控制中标率等手段，有效调控外资进入中国债务市场的速度和规模，维护国内金融安全。

其三，继续深化供给侧结构性改革，重点关注国内人口增长率、资本/劳动比、全要素生产率等影响利率的核心因素的变化。通过延迟退休、鼓励生育等政策，减缓劳动人口增长率下降的速度；改善企业之间的资本错配、加快创新技术的应用，以提高全要素生产率，从根本上扭转或缓释自然利率低迷的倾向。

其四，加速国内金融改革。一要推动商业银行加速转型，减少对息差的过度依赖，同时稳步推动商业银行向混业经营转型。二要推动养老金机构改革，考虑在个人账户中引入可变利率、可变负债、可变年金等。三要将非银行金融中介纳入金融综合统计和宏观调控视野，以便更为准确地识别中国的金融周期及其对利率的扰动，提高利率调控效率。