



中国债券论坛 2017

新时代：债券市场回归本源

国家金融与发展实验室

2017 年 12 月 23 日

中国债券论坛 2017

新时代：债券市场回归本源

汪圣明：

谢谢李扬老师。谢谢国家金融发展实验室和第一创业给我们这样一个机会交流债券市场。按照主持人要求，紧扣国内债券市场，我从买方角度，从债券定价构成中利率和信用两部分，谈两点粗浅的看法。

一是关于利率。

2013 年以来的债券投资分析逻辑好象有一些变化。传统的分析框架都是从宏观指标入手，例如经济增长、通胀这些方面入手，推测中央银行货币政策的变化，进而分析利率走势及其对债券定价的影响。2013 年以来宏观指标例如 GDP、CPI 基本是稳定的，但国债收益率在剧烈波动，背后发生了什么？有一种说法是出现了与经济周期相分离的金融周期，其实说得具体一点就是金融调控因素的影响。金融调控，主要是金融去杠杆，去杠杆的手段，从对央行观察来看，就是综合利用工具箱里面的传统的创新的各种工具，对商业银行的表内外资产负债行为进行引导、干预、管理，反应在结果上，尽管实体经济层面相对稳定，居民企业融资需求基本得到满足，但是短期利率波动剧烈，推动长端定价震荡攀升。作为投资机构，在承担这样一个结果。

汪圣明

国家金融与发展实验室特聘高级研究员

兴业银行股份有限公司资产管理部副总经理

因此，今后在分析债券中的利率定价时，要从以往从分析宏观、分析通胀、分析常规的货币政策，现在要更加重视金融调控政策对债券定价的影响。从这张图可以看到，2016年以来每一次金融去杠杆监管政策的预期以及政策出台，国债收益率都有很充分的反映。

在利率方面，市场以前有一个看法，认为由于银行理财产品存在刚性兑付，导致市场无风险利率处于比较高的水平。资管如果得到规范，刚性兑付打破了，这个所谓的无风险利率会不会下来？我们都希望下来，但我认为这个过程会比较长一些。为什么呢？如果大家还是以银行产品的定价观察金融市场所谓无风险利率水平的窗口的话，银行资产负债结构作为我们国家金融主体的资产负债结构，在金融去杠杆的过程中需要调整、修复、规范，但如果短期内要求它发生剧烈的变化，发生突变，显然是不现实的，会引发风险的。去杠杆对银行资产负债表的影响，首先是结构性的，然后才是总量性的。作为调控重点的理财资金和同业资金被规范压缩后，这些资金所对应的存量资产，以及银行对这些存量资产背后的实体经济部门继续提供金融服务所形成的新的资产，所需要的资金从哪里来呢？资产负债的刚性缺口从哪里平衡呢？按照监管要求，也许更多的来自于银行表内，例如市场化的存款资金。资管新规公开征求意见以来，该部分存款边际定价在大幅度上升，甚至逼近了传统的银行理财收益率水平。这一点，值得高度关注。

对明年利率的基本看法。宏观经济层面依然是稳定的，有向上趋势，但利率的影响力主要不是来自这里。从金融去杠杆来看，尽管主要政策都已经和市场见面了，但靴子落地发酵的过程才刚刚开始。正如前面李老师所说的，这不是一个短期的事情，是长期的事情。今后这几年，我们对利率的看法，债券的

定价逻辑，还是不要那么看重传统的因素，要更加重视一些中国特色的因素、金融调控的因素、机构行为因素，我觉得这些因素更加重要。

二是关于信用。

近几年，在宏观经济面相对稳定的环境下行业之间的分化非常明显，一方面是新经济和旧经济之间的分化，另一方面是同一行业中，受供给侧改革等因素影响，国企民营之间的分化也十分严重。体现在债券的信用利差波动大，存在超额利差机会。这是我们债券投资的机会所在。

展望今后的信用债投资，要高度重视资产管理政策的影响。这不仅仅是一个资管新规，这是资管新政。目前，资管市场规模超过百万亿元，尽管参与的机构多种、产品多样，结构比较复杂，但从资金关系分析大致分为两类。一类是以公募基金为主的资管，也主要就是债券基金和股票基金，还不能包括货币基金，其投资资产与终端资金来源在风险收益定价关系上相对是较为清晰的，受新的资产管理政策影响较小。但该部分资管业务尽管培育发展了几十年，规模还是很小，与当前国家经济金融总体地位不相适应。另外一类，包含了银行非银行机构，从资金关系上看，通过主动管理或提供通道方式，以银行理财或同业投资作为重要的甚至主要的资金来源。这是目前百万亿元资管市场的主体。这些资管业务在资管新规、新政之下，都会受到影响，要调整、转型甚至要出局，如果政策实施过快过急，是否会产生共振式的影响，需要高度关注警惕。落实在债券市场上，影响大概有这样几个方面：

一是信用品投资的总量需求受到压制。资管资金，也包括银行表内同业投资资金，以信用品投资为主。在金融去杠杆政策之下，在资管新规开始实施的2018年，很难看到信用品投资资金总量上会有增加。在总量收缩之下，非标准

化信用品比标准化信用品的收缩更加明显。标准化信用品中，信用债的相对投资比重预计有所提升。

二是信用投资风险偏好会趋于下降。以往资管产品以及银行表内投资，尽管有各种问题，但是有一点在宏观上是有正面意义的。那就是通过银行隐信增信的方式，或者通过结构化的方式，在专业机构承担真实信用风险的同时，让社会资金能够参与到这个市场，为十多年来债券市场的蓬勃发展提供了充足的资金来源，有力支持了国民经济发展。现在游戏规则要改变了。作为以往债券市场最终资金来源的主要提供方，要以居民企业的风险偏好为基础，决定信用债券投资取向，要根据居民企业的风险偏好变化，来调整对信用债券投资总量和结构。可以预计，这部分资金如果还继续存在的话，对信用债券等信用品投资的风险偏好会下降，会更加审慎。大家如果对比公募基金和银行理财的信用债投资，信用准入标准是存在明显差别的。更深一点说，现有国内债券市场的相当部分发债企业，在金融去杠杆和资管新政之下，会面临再融资困难。当然，这里面存在信用风险合理定价的问题，对投资机构来说存在挖掘信用投资价值的能力问题。

以上是我比较初步的看法，请大家指正。

主持人 殷剑峰：

我不知道在座有没有听懂汪总的意思，对明年债市的分析不要只关注央行加不加息，要关注资管的产品。银行资管有两个东西，一是非标，一是债券，如果资管产品受到影响，明年债券市场会受到很多冲击，汪总说会有共振的影响，就是市场金融风险。很多老百姓参与，因为银行资管产品是刚性兑付，这

是坏事吗？不一定是坏事，我要买理财产品，如果你说不是刚性兑付，我才不会买。刚性兑付是银行为全社会提供的一个准公共品。它的背后有一个资金池，有些大家一下子接受的东西，你反过来想想不是那么回事。

总结：

汪圣明：

首先申明一下，无论怎样，刚兑是要打破的，资金池也是不对的。就像李扬老师讲的，经过前面数年的金融自由化、金融大发展，目前面临一个节点。金融去杠杆，化解金融风险，不是一个短期问题。因此，金融机构和金融市场业务，包括资产管理业务，也有一个转型的问题。转型之中要把风险看的更加重一些，潜在的机会也要积极去获取。