



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

王祚君：

非常感谢李扬院长及其主办方给我这个机会，让我跟大家分享对债券市场和信用风险控制等有关想法。

我的看法是这样的，信用产品分为两类，一是主体信用支持的信用产品，即固定收益产品，包括债券、融资工具、结构融资产品等标准产品，非标产品包括信托产品，各类金融机构的资管产品等等；二是市场信用支持的信用产品，包括股票、基金等权益产品。

以主体信用为基础的固定收益产品是对权益产品的加杠杆，他们两者有区别。权益产品是以市场信用为基础，不需要评级；固定收益产品以主体信用为基础，需要评级。这是他们最重要的区别。固定收益产品有三种控制风险的方法，一是分散方法。做债券投资的要分散投资，做投资组合；债券销售要分散销售；银行贷款可以通过资产证券化的方法进行风险分散。二是递延方法。银行贷款可以做保理产品、信托产品，也可以有做很多资管产品，即通道产品，这也是一种加杠杆的过程。三是转移方法。风险转移分成两类，一是主体信用支持的机构增信，就像美国的金融担保（FGa）、中国

王祚君

中证国信信用增级股份有限公司 董事长

国家金融与发展实验室特约专家

的融资担保（FGc），以及信用风险缓释合同（CRMW），也是主体信用支持的机构增信。

这是主体信用支持的增信，需要双重评级，你发的债券要评级，产品评级；担保（增信）机构也要评级，主体评级，债券的评级是按照担保（增信）的评级来决定的。

从上世纪末开始，美国有了产品增信 CDS，信用违约互换，它代表市场信用支持的产品增信，不是主体信用支持的机构增信。它是一场革命，所以很快受到了世界资本市场的欢迎。中国现在也有增信产品 CRMW，信用风险缓释凭证。产品增信有两大优势，一是产品不需要评级，因为它相当于市场信用交易出来的，不是主体信用评级出来的，所以增信产品本身不需要评级。对固定收益产品进行增信以后，固定收益产品的信用等级依据于增信产品，因此也不需要评级，因为它达到最高等级。CDS 具有非常大的庞大的能力，可以支持固定收益市场无限发展的可能。但是它有一个缺点，就是只能对财务透明的固定收益产品增信，却不能对基础设施融资产品或固定收益产品进行增信。

由于中国拥有三万亿美元，并实行外汇控制，筑起了外汇长城，可以防止索罗斯对冲基金的外汇冲击，在中国投资了数百万亿元人民币基础设施，留下百万亿元的央企国资、地方政府（平台）债务，特征是长期的，现在依然存在着。所以，还需要各种金融杠杆进行风险递延。如果现在说要把金融杠杆去掉，如果没有新的方法（风险转移方法），我看这个很难处理。

国外各国因为金融开放，整个外汇不是由国家控制的，如果这些国家搞基础设施投融资，会受到索罗斯对冲基金的外汇冲击。因此，现在国外各国就出现了基础设施投融资的巨大需求，美国需要 1 万亿美元，东南亚需要 1.5 万亿美元，一带一路数 10 万亿美元，全球可能有百万亿美元的需求。欧洲、非洲很多

地方基础设施也都很落后，但可以支持固定收益产品无限发展的增信产品却不能支持基础设施的投融资。

如果我们能够创新增信产品，能够支持基础设施的投融资，它的市场非常庞大。一方面是上面提及的中国数百万亿长期的固定收益产品（FIS），需要把这些固定收益产品的信用风险转移出来，由市场化（市场信用支持）的增信产品持有。另一方面是“一带一路”也需要大量的基础设施建设资金，我们怎么做呢？前几天我看到一个俄罗斯 60 亿人民币的熊猫债，这是一个方向，但是这个为期三年的，近十亿美元的熊猫债只可能是一个开始而已。如果金额再大一点，或者期限更长的，或者换一个巴基斯坦国家，我们还敢继续发行吗？“一带一路”沿途国家大部分信用等级不够，这是一个巨大的问题。所以我们要给这些国家的、项目的熊猫债增信，通过增信产品解决“一带一路”数百万亿的资金需求。这不仅可以解决人民币超发的问题，还可以为人民币国际化提供一个可能。

我的想法是，如果能把信用风险进行转移，并进行产品化，新时代的中国，就可以重新构造一个全球金融格局。数百万亿的增信产品、数百万亿增信的固定收益产品，就可以改变全球的固定收益市场结构，资产市场结构。亚投行也好，“一带一路”也好，就是为了基础设施建设及其投融资，这是我国的强项；今后我们（全球）金融体系中是一个强项，就是未来人民币国际化，完全可以来源于有增信的熊猫债，由增信的熊猫债来完成。

总结：

王祚君：

我的看法是，中国货币超发以及影子银行的庞大数量，利率波动肯定是非常大的。只有当我们的产品增信能够在中国做成增信制度了，这个利率将会平稳下来，降下来。把超发的货币用到人民币国际化中去，这时候利率就会平稳下来，并应该处于比较低的状况。因为增信的固定收益产品，即无风险利率产品占到很大的市场份额，这时候，市场利率就应该降下来。