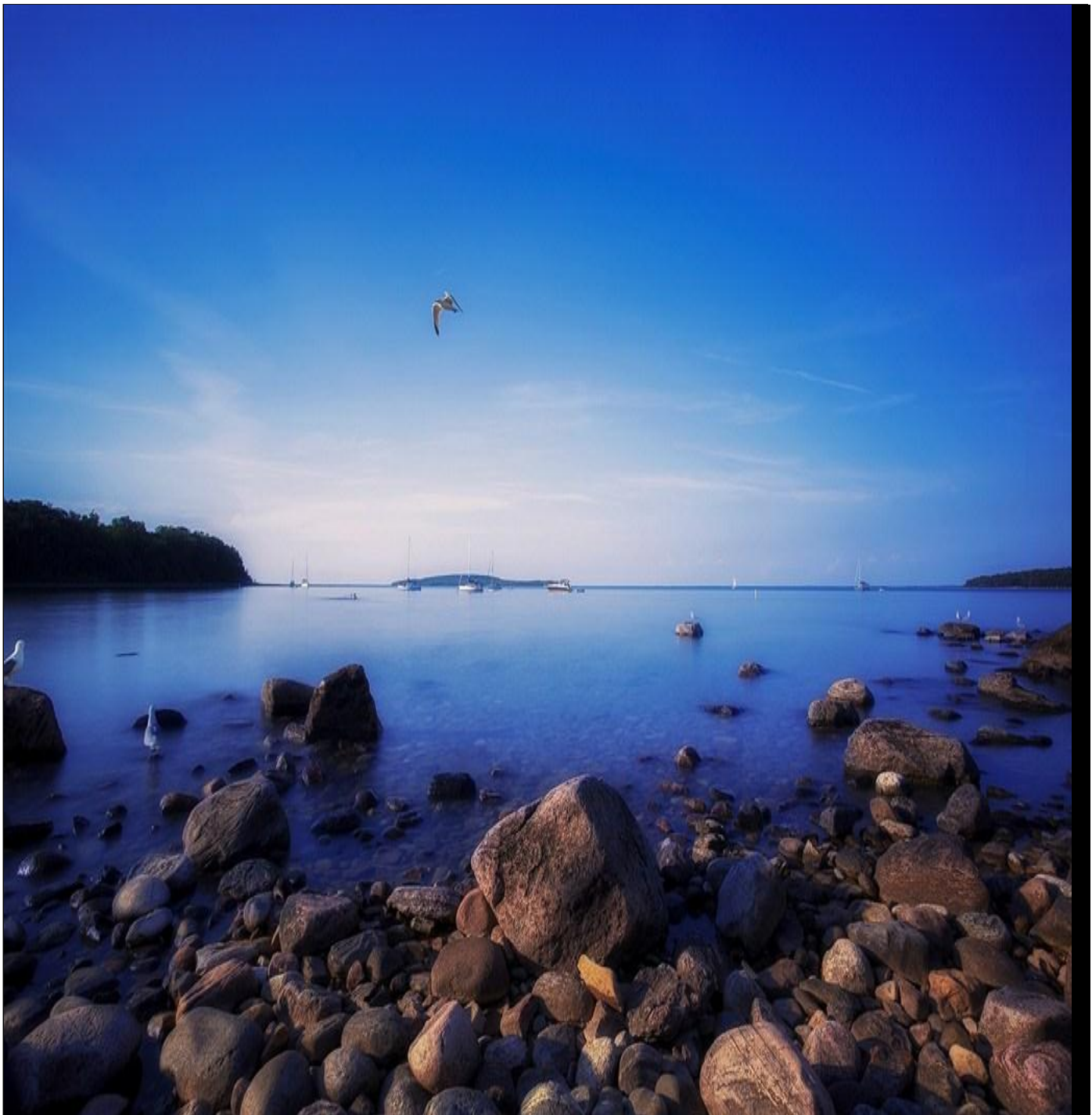




2018 中国债券论坛

国家金融与发展实验室

2018 年 12 月 22 日

2018 中国债券论坛

李扬：

尊敬的主持人、各位嘉宾，女士们、先生们，大家上午好！非常高兴一年一度的相聚，我作为主办方之一，首先对各位的到来表示热烈的欢迎和衷心的感谢。

中国债券论坛作为一个稳定的研究平台，每年至少有“3+1”次会议，“1”是每年的年会，“3”是每个季度会有一次季度性的分析会，季度性的会有可能是公开的，也有可能是闭门讨论。总之，我们会更多地服务市场，更多地和市场沟通，为我国的经济金融发展做出我们的贡献。

我借这个机会跟大家讲一讲中国债券市场过去一年的一些基本情况，以及我们的一些初步分析。我主要讲三个问题，一是一级市场的情况，二是债券收益率的动态，三是触动所有人心的债券违约的情况，在这三个问题前面有一个简单的导言，最后说一下刚刚结束的 2018 年中央经济工作会议析出的信息。

导言主要是讲宏观环境。刚才主持人已经讲到，即将过去的 2018 年确实是不平凡的一年，现在我们可以看到它是一个转折点，是一个全球大势的转折点，是中国经济的转折点。所以，我们要把握好这样一个转折，因为自此开始很多事情就发生了变化了。

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

我归纳一下，围绕着债券市场发展的这几件事情比较重要。

第一，全球金融危机继续深化，多家国际机构对未来发展都持非常悲观的态度，调降了未来几年全球增长速度和主要国家增长速度。

第二，中美贸易摩擦的长期化，改变了未来全球经济发展的大背景。今后讨论形势的时候，中美贸易摩擦怎么发展，向什么领域深入，又出现了什么新动态，都会构成大的宏观背景的一个因素。

第三，WTO 改革。全球有很多治理结构，对于我们的经济来说，最大的治理结构都体现在 WTO 的各种各样的规定之中。WTO 经过几十年，现在正面临着改革。大家都知道，在这次阿根廷 G20 会议之前，以美国为首的发达经济体和其他一些追随国家紧锣密鼓地对 WTO 进行了很多讨论，并提出了修改意见。中国也积极参与了这个讨论，并提出了自己的意见，现在对 WTO 的修改还没有最后形成共识，但改是肯定的。

对于中国来说，不仅要适应新的 WTO 的规则，还有一个任务，就像商务部主管对外经贸的副部长王受文所说，我们还要落实十几年前加入 WTO 时的各项承诺。这个任务还是很繁重的。总的来说，我们要按照市场化的规则去行为，这是一个不小的挑战。

第四，中国经济下行压力增大，中央经济工作会议对此讲的很明显、很充分。金融作为和实体经济密切关联的一个主要部门，它的风险更大。

第五，去杠杆。今年一年我们的去杠杆有很多故事，从单纯的“去杠杆”到“结构性去杠杆”，到“稳杠杆”，刚刚结束的中央经济工作会又回到了“结构性去杠杆”。前段时间谈到“稳杠杆”的时候，很多人说“去杠杆”没了，要“加杠杆”了，这次中央经济工作会告诉我们，杠杆率高依然是中国金融风险的源头，去杠杆依然是中国防范和化解金融风险的主要任务，“结构性去杠杆”，也就是说，哪些领域、哪些部门的问题突出，我们

就先解决他们的问题，而不是笼而统之的去杠杆，现在这是一个很明确的方向。

第六，宏观政策和监管政策都在比较剧烈的调整。老实说，还没有到定型的时候，因为要看形势发展，还要看各部门的协调配合，而且这个协调配合比以往任何时候都重要，中央经济工作会已经谈到这个事情。以前我们经常说货币政策和监管政策协调，现在一定会再增加整个金融政策和财政政策的协调、国内政策和对外开放政策的协调。所以，现在协调的难度增大。

这应该是我们 2018 年整个经济运行、整个债券市场运行的大背景。下面讨论债券市场。

一级市场的情况，我们分几个角度看。

一是债券发行的总量我们叫“乍暖还寒”，和去年比好像好一点，但是依然不尽人意，比如债券净融资额等等。

二是非金融企业融资在增加，但是增加得不多。民企融资难、融资贵的状况还在加剧，我们报告里用数据说明了这样一个情况。民企融资规模在下降，融资成本相对提高。AAA 级民企和同等级的国企，债券发行利率却不一样，所有制歧视无处不在，而且非常明显。这种状况已经得到了中央的重视，不久前习主席召开民营企业座谈会，全面谈了这方面情况，很多情况正在改善，正在转变。

三是同业存单发行增速大幅度放缓。由于监管架构的调整，同业存单进入了 MPA 同业负债占比的考核，就是说，金融活动会受到监管的影响。

同业存单净融资额与托管余额的变化造成了“负债荒”，存款增速持续低于贷款增速，这是从市场上看出来的，我想强调的是，这个变化有强烈的宏观意义。负债特别是银行的存款就是货币供应，如果以存款为主的负债出现了所谓的“荒”，那就意味着货币供应增长上不去。所以，我们看到今年

中央银行非常努力，快到年末了还在定向降息，还在采取措施，但是货币供应增长是不理想的。学金融的都知道，货币供应是以中央银行为主、其他机构共同发挥作用的一件事情。现在看来，其他机构在货币供应的整个变化中比较消极，我们面临的金融形势是很严峻的。现在基层的很多企业存款、居民存款增长速度都在下降，而且下降得比较厉害，整个货币供应出现了结构性变化，这些问题都值得深入讨论。

四是政府债券发行净融资有所下降，国债和地方政府债相比去年都有下降，这与今年年初开始“去杠杆”等对地方债实行严格管理的政策实施有关系。

收益率水平大幅度下行，使得融资的利率环境有所改善。使收益率水平大幅度下降的原因还是比较多的。比如，宏观经济基本面的走弱，通货膨胀预期较低。货币政策从“稳健中性”转向“稳健”，值得大家注意的是年内央行四次降低法定准备金率，释放基础货币合计 3.65 万亿元，非常之高，如果再加上 MLF 提供流动性新增 1.76 万亿，今年货币的宏观环境还是比较宽松的，但是信用环境还是比较紧缩。货币环境与信用环境分化，反映出实体经济收缩的情况。资管新规监管政策经过一年多反反复复的讨论和修正现在逐渐在发布，现在公布的这些规定对市场有缓解紧张情绪的效果。各项宏观政策也都在朝放松的方向走，至少有这个迹象，市场预期因此有所改变。市场风险偏好也在减弱，这是收益率水平下降的一个大的背景。

我们再看，国债收益率大幅下行，期限利差在扩大。由于国债收益率下行，也带动了其他债券收益率下行，市场的联动关系比以前加强了。

收益率的结构也在分化，这是市场健康化的一个表现。过去收益率结构都差不多，现在应当分化，国债应当最好，然后地方政府债，再是企业债，形成这样一个层次，各类主体的债券收益率存在差别，应当是债券市场健康运行的一个基础条件，这个条件逐渐在形成。

评级较高的非金融企业债与 1 年期国债的信用利差总体小幅下降，但是低评级的信用利差明显上升，各种各样债的收益率以它发债主体的信用表现在市场上，这应当说是债券市场正常运行的基础条件，应当说这是市场结构改善的方面。

中美利差倒挂，这是经常会谈及的，现在进入一个很微妙的时期，美联储明年加两次息还是加三次？加到什么水平？中国应当怎么办？从经济状况来说，我们不能加息，但是现在这种状况也很难减息。很多人担心，中美利息的差距及其变化会导致资本外流，我们简单做了一个分析，分析结果显示，息差的变化并不是导致中国资本外流的主要因素，中国资本外流的主要因素很可能是体制的因素。

违约的总量大幅度增长，各种媒体都有报道，下面分析违约的具体结构的变化。

一是债券违约品种更加多样化、全面化、泛化，这说明，违约已经成为市场的一个非常大的普遍性的事实。

二是行业集中度较高，制造业比较突出。

三是民企占比大幅度上升。回想一下，2015 年当违约在中国市场上出现的时候，主要是国企，现在到民企了。

四是从非上市企业向上市公司蔓延。有些人认为，上市公司怎么会违约呢？现在由于违约的泛化，违约在各个领域、各种市场、各种产品都有发生，开始从非上市企业向上市公司转化。向上市公司转化，接着就有连带的效应，应当说，今年大股东质押所带来的现金流的阻断，带来的股市流动性干涸，就与违约有密切的关系。

五是违约以无担保债券为主，其实这是很正常的。债券通过自身的信用来反映收益和风险特征，投资者根据这些做投资选择，那一定首先是无担保的债券率先违约。

六是地区分布，我们的说法是债券违约无问西东，东部有，中部有，西部也有。这和我们前面所说的产品泛化、区域泛化、领域泛化、企业类型泛化是一致的。总之，现在违约变成一个普遍现象。我们身处违约中，虽然会觉得痛苦，特别是一些投资者因此受损，但是从市场发展来说恐怕是一个必要的痛苦。违约率的区域分布显示得很清楚，一些地方的违约状况更严重一些。

关于违约，我们还要讨论一个违约的处置问题。如果我们说违约是一个市场健康发展的必要环节的话，这个环节要成为必要、成为健康的因素，违约的处置必须跟上，否则，违约就蜕变为灾害。我们现在非常遗憾地看到，违约是有了，违约后面的处置机制没跟上，处置进展缓慢、回收率低，所以，目前违约的消极作用比较突出。

违约后的处置问题首先是兑付金额较少，于是，违约就等于全烂了，这是不好的。还有违约后的处置问题缺乏主体约束，尤其对债务人缺乏有效约束。违约处置过程中地方政府干预太多，还存在地方保护主义，这个问题也是中国经济、金融的老问题。

最后是结语，我们从宏观经济金融环境开始，也以宏观经济金融环境结尾。刚刚结束的中央经济工作会析出了很多新的信息，我摘了其中和我们未来的债券市场发展有关的信息，有以下几个。

第一，积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费。“较大幅度增加地方政府专项债券规模”意味着这个市场上会有较多地方政府债券的供应。稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策

传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。两大宏观政策都有利于市场发展。

第二，强化竞争政策的基础性地位，这是这次中央经济工作会议上的新提法，新精神。不久前，易纲行长讲到国企、民企关系的时候说过一个“竞争中性”的概念，这个概念是符合国际潮流的，而且是国际上公认的一个基本概念，现在这个概念已经被我们全面接受，成为我们市场的基础性准则。我们今后会看到更多的有利于公平竞争的制度和政策，不再区分民企、国企，讲求的是公平，是制度，是法律。

第三，打好防范和化解重大风险攻坚战，要坚持“结构性去杠杆”的基本思路。我前面讲到“去杠杆”已经两三年了，如果再往前，2015年11月份提出“三去一降一补”，我们大概经历了这样几个反复：不加区别的“去杠杆”到“结构性去杠杆”，后来到“稳杠杆”，现在又回到“结构性去杠杆”。这明确地再次提醒我们，杠杆率高是中国金融风险的源头，这个源头不解决，我们的金融发展就不能恢复到一个健康的路径上来。所以，“去杠杆”是一个长期任务，绝不像少数媒体说的“去杠杆”完成了，该“加杠杆”了。另外，会议指出，地方政府债务风险要稳妥处置，做到坚定、可控、有序、适度，这也是理性的处置框架。

第四是关于投资，现在在讨论中国经济下行，用什么把它托起来？现在中央非常明确——投资。我国发展现阶段投资需求潜力仍然巨大，要发挥投资的关键作用。不要认为我们开始进入后工业化社会，以服务业为主了，投资就不重要了，这次会议重申“投资”仍然很重要，并且列出了一些重点投资的领域，领域有很多，包括加大制造业技术改造和设备更新，加快5G商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设，加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度，还包括补齐农村基础设施和公共服务基础设施建设短板、加强自然灾害防治能力建设。我记得，以前习主席讲

产能过剩的时候，说过这个领域根本就不过剩，再有 20 年都不过剩，关键是要处理好它的投资、融资机制。

最后是要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。债券市场作为资本市场的组成部分，自然也是在这样一个打造的范围之内。我们看到这次中央经济工作会把资本市场的地位提到前所未有的高度，债券市场作为资本市场的一个组成部分，发展的前景当然是光明的。谢谢各位。

主持人 杨燕青：

谢谢李扬理事长，他将 2018 年和 2019 年的宏观经济形势用不长的时间全部讲透了。他的几个观点非常重要。目前中国处在一个转折点上，世界可能也在一个转折点上，这个转折点意味着未来非常多的变化。关于债市，李老师罗列了债市的一些特征和背景，包括其背后的宏观环境，比如负债荒，比如宽货币没有传导到宽信用等。整个债市在 2018 年有非常多的特征和表现，大家非常担忧的是违约。近期召开的中央经济工作会议框定了 2019 年一些大的政策方向，财政政策也会比较积极。同时，地方专项债会大幅增加，预计赤字率也会有所上升，投资也会变得越来越重要。2019 年传递出的很多信息让大家感到有一个往上走的可能性。