



# 变革 变局 变通

## 全球经济新常态与中国债券市场

2019年12月27日 · 北京

主办



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



第一创业  
FIRST CAPITAL

承办

第一创业债券研究院

## 2019中国债券论坛

国家金融与发展实验室

2019年12月27日

# 2019中国债券论坛

李扬

中国社科院学部委员

国家金融与发展实验室

理事长

## 李扬：中国债券市场发展进入新阶段

在即将过去的 2019 年中，我们经历了非常复杂的局面。如今已至岁末，有必要对一年来发生的变化做一些总结、分析和探讨。今天，借这个机会，我就债券市场发展的有关问题，同大家做些讨论。

### 一、我们正经历第四次全球债务浪潮

我们看到，当今世界面临“百年未有之大变局”，这不仅表现在地缘政治、全球经济格局的变局上，也表现在全球治理体系的变局上。在金融领域，与百年不遇之大变局相伴随的，是全球第四次债务浪潮汹涌澎湃，并给全球经济稳定带来了新挑战。根据世行《全球债务浪潮》研究，过去五十年里，全球债务积累已经历经四次浪潮。前三次债务浪潮都发生在新兴经济体和发展中国家，先后是 1980 年代的拉美债务危机、1990 年代的亚洲债务危机和 2007-2009 年的全球债务危机，这三次债务的急剧积累，均以急剧积累债务的国家和地区爆发金融危机而告终。

此轮债务浪潮与以往不同，因为它主要发生在发达经济体，这些经济体，包括美国、欧洲、日本等等，都是掌握着全球储备货币发行权的国家。面对百年不遇之金融危机和经济持续下行趋势，这些国家当然不愿坐以待毙，亦不愿听任危机蔓延，而是充分利用其储备货币发行国之特权，施行货币“放水”战略。我们看到，十余年来，所有储备货币发行国无例外都采行了货币宽松战略，全球流动性因此而长期泛滥。流动性长期泛滥，自然便引致利率水平长期下行，美联储于 2008 年将联邦基金利率降至零水平并保持 4 年在前，2016 年日本和欧洲先后采行负利率在后，全球金融市场被它们拖入了前所未有的负利率陷阱。主要储备货币发行国不断释放流动性，经由国际贸易和国际资本流动渠道，源源不断地流入非储备货币国家，进而将全球经济和金融市场带入流动性过剩的境地。

再次呈现差别的是，由于全球经济处于长期下行通道，资本的边际产出亦呈现长期下落格局，货币当局释放出的流动性绝大多数都不会进入实体经济领域，而是滞留在金融和其他流通领域，大体说来，源源不断的货币资金，一部分进入股票市场，遂有股价的不断上涨；另一部分则进入债券市场，则有债券收益率不断下降，以至于出现负利率，出现长短期债券的收益率出现倒挂。

## 二、债务不断累积或成新常态

正是源源不断进入债券市场的资金，催生了当前的债务危机，掀起前所未有的债务巨浪，我们看到，2019 年上半年，全球债务较 2010 年增长了 7.5 万亿美元，总额超过 250 万亿美元。全年全球债务或创下逾 255 万亿美元的新纪录。这就是说，全球 70 亿人口，如今人均负债高达 3.25 万美元。同时我们也注意

到，相对于前几次浪潮而言，当前的低利率似乎缓和了高债务的风险。资料显示，2007~2014年，美国政府债务对其GDP的比重由64%飙升至2014年的104.8%，然而，同期，政府的利息支付占GDP之比，则从3%降至2.7%。如所周知，决定债务是否可持续的关键要素是利息支付，既然利息支付占GDP之比下降，发行更多的美元债务，事实上便没了真正的限制。由此，我们可以发现低增长-高债务-低利率（甚至零利率）-低通胀的新的秘密联系通道。我以为，探讨这些新的关系，是全球经济金融界的新课题。然而，非储备货币发行国的广大新兴经济体和发展中国家的日子就没有那么好过了，它们仍然面临着羸弱的增长前景、不断加大的脆弱性和陷入长期危机的风险。

本轮债务浪潮有很多新的特点，可以说，它意味着一个新的时代开始。最近几年，我在很多场合都发出过这样的“终极之问”：债务越累越多，这个世界究竟会走向何处？在我看来，无非有两个前景：**第一个前景**，就是确认十年来债务越累越多的情况是非正常状态，是长期施行非常规宏观政策的结果，因此，假以时日，伴随实体经济全面转好，它还会回归常态，于是，我们的任务就是创造条件，促使其尽快回归常态，最终将债务减回初始水平。**第二个前景**，就是确认当前这种状况是新常态，就是说，日积月累的高额债务不再会随着经济的恢复而回缩到其起初的状态，而可能长期保持着高速膨胀的态势，并进一步与实体经济形成新的均衡状态。我们今天会议的标题叫“全球经济新常态”，其实暗示着我们主办方的一个猜想，或者说我们的一个推断，这就是，我们认为，如今的状态很可能是新常态，因此，从今往后，我们恐怕要在债务日益增多的环境下生活。果若如此，我们的经济和金融生活中便会出现一些新的情况，

例如，负利率恐怕就不可避免，这是因为，货币资金太多，债务太多，货币供给太多，供求关系的这种格局，自然会使得债券的收益率发生变化。

然而，既然债务与实体经济发展的均衡关系发生了变化，那么，债务以及由之衍生的货币与金融，进一步，货币金融与实体经济的关系等，就极有可能面临新挑战。我以为，基于货币金融是应实体经济发展的需要而出现并发展的基本逻辑，鉴于近年来货币金融越来越呈现出“自娱自乐”的发展倾向，货币金融领域必须发生革命性变革，才能证明自身仍然为实体经济发展所需。我以为，变革的力量很可能来自数字货币的发展。因为，我们在数字货币的发展中看到了这样的倾向：货币逐渐找到了回归其本源——作为记账单位和交易的媒介——毕竟，近年来，货币金融的发展已经脱离这一“初心”越来越远了。

### 三、中国已成为世界第二大债券市场

《全球债务浪潮》是一份大报告，涉及很多内容，我觉得，其中十分重要的内容之一，就是阐述了债券的两面性。债券首先是一个有效的筹资手段。在当今全球经济下行的环境下，经济要想维持稳定，维持经济的增速不那么迅速地地下滑，只有依靠投资。但是，经济下行，企业都不愿意投资，于是，只好由政府走向前台，扮演主要的投资者的角色。然而，此时，由于经济下行，恰好又正是政府最没有钱的时候，于是，为投资而筹资，政府便大规模发债，债券市场的蓬勃发展局面就此形成。但是，债券的未清偿额越来越大，积累的风险便越来越多，于是，债券市场规模的扩大，自身便形成对经济和金融正常运行的威胁，这就是债券市场膨胀式发展的不利侧面。



根据世界银行的报告，在第四轮的债务浪潮中，新兴经济体的债务积累有相当一部分归因于中国。目前，我们已超过日本，成为全球第二大债券市场。到 2019 年末，中国债券市场余额已达到 13.81 万亿美元，甚至比法国、德国、巴西、印度、俄罗斯和南非六国的债券余额之和（12.35 万亿）还要多。

**这个世界第二，是好事但也有坏处。**说是好事，那是说我国的市场规模很大，各类经济主体要想筹措资金，其操作空间很大，同时，运筹的资金量很大，做金融的有更大的用武之地；说它也有坏处，主要是说，市场规模扩大，同时意味着债务的膨胀，这将增加微观主体和整个宏观金融的风险，也是显然的。

当然，相对于发达经济体而言，中国债券余额与 GDP 之比（债券市场深度）明显低于日本、美国、英国和法国，但已与德国相当。不过，2008 年的危机虽然也导致了发达国家债务上升，但在此之后，它们的债务率并没有进一步明显上升，像德国的债券余额/GDP 还出现了明显下降的趋势，而中国却在持续上升。

无论如何，中国债券市场的发展，有力地改变了全球债券市场的格局，因为中国 GDP 规模非常之大，基于它的债券市场，影响力自然很大。我们在去年就发现，随着中国经济规模的扩大，随着中国金融对外开放的格局日渐成熟，**中国债券市场已经成为全球资本配置的一个重要的场所、重要的渠道、重要的领域。**尽管大家对中国的实体经济增长有很多悲观的看法，对中国金融风险的积累也有颇多忧虑，但是，对于熟练的投资者而言，只要经济和金融市场有足够大的规模，经济上行、下行都有投资的机会。所以我们看到，境外机构持有的中国债券余额在持续地稳步增加。截止 2019 年 11 月末，境外机构持有的人民币债券余额达到了 2.87 万亿元，占全国债券余额的比重为 3.08%。然而，

相较于 2018 年，2019 年的这一占比有所下降，这反映了中美贸易冲突下，人民币贬值以及中国外部经营环境趋于恶化，对债券市场的影响。然而，尽管中国经济面临着种种挑战，但在全球“新平庸”的时代，中国仍是全球表现良好的经济体，相对较高的收益率、中央政府低债务负担率及中国过去化解一轮又一轮潜在系统性金融风险中所积累起来的经验，使得中国债券市场对境外机构仍有较强的吸引力。因此，在今后一段时期内，中国债券市场成为全球投资热土的趋势还不会改变。

#### 四、中国债券市场亟需深化改革

中国债券市场存在的问题很多，事实上，作为国内唯一专业的且持续了 5 年之久的“中国债券论坛”，我们每年都在这里分析中国债券市场的问题，探讨解决方案，今年，我们觉得特别值得指出的，有以下几个问题。

第一个问题就是所有制歧视，民营企业债券与国有企业债券融资不协调，民营企业的债券融资，规模比国企小得多，利率也高得多，各类条件都无法与国有企业相比。中国债券市场更多地是为国有企业服务的。尽管 2010 年至 2016 年，民企与国企在债券发行额以及余额之比等方面都曾持续上升，但最高也不超过 16%，而且，在 2016 年采行降杠杆政策以来，这两个比率还是大幅下降了。这种状况的形成，恐怕并非民营企业没有发行债券融资的意愿，而是诸种实际上限制民企发债的制度、以及债券投资者所谓的“国企信仰”，使民企债券的需求面受到了极为不利的约束。这一点，与我们现在鼓励民营企业发展的方向是不一致的。当然，所有制的问题已经超出了金融、超出了经济的范畴，也不可

能通过我们一个领域能够解决，但是我们还是要指出，民营企业受歧视的问题如果长期存在，将从根本上损害中国经济和金融的根基。

**第二，债券违约向纵深发展，但债权人（投资者）的保障机制仍然十分落后。**回顾中国债券市场，最早的问题是所谓“刚兑”，因为，刚兑的存在，弱化了债券市场的甄别信用和资金配置功能。前几年，我们在这个论坛上大声呼吁：刚兑是这个市场健康发展的一大障碍，而要解决刚兑问题，就是要让违约现实地发生。几年前，违约确实发生了，先是民企，然后扩展到国企和上市公司，经过了两波浪潮，现在债券违约已经成为我国金融风险的重要表现之一。截止 2019 年 12 月 23 日，全年 177 只债券违约金额已超过 1435 亿元。债券违约金额呈逐年增势。自 2014 年以来，债券违约金额累计达到了 3483 亿元。可是，违约后完成兑付的仅为 314 亿元，违约兑付率不足 10%。这意味着，债券投资者的利益只在很低的程度上才能得到保障，而若不能有效保障投资者利益，债券市场发展的基石就会动摇。深一步看，如果投资者的利益得不到有效保护，违约就有可能演变成一个系统性风险。总之，中国债券市场上的投资者权利保护机制亟待完善。

**第三，地方政府债务急剧扩张。**近年来，地方政府债券在所有券种中增长最快，这已从根本上改变了中国债券市场的格局，地方政府债券已成为仅次于金融债券的第二大债券品种。我们有一个判断，未来 5 年甚至 10 年，中国经济下行的趋势恐怕难以扭转。在经济下行的趋势下，稳增长显然成为宏观调控的第一要务。然而我们知道，从国内需求的三大因素看，国内消费是相对萎缩的，并且，在如此恶劣的国际环境下，我们的净出口也难以发挥正面的提升经济增



长率的作用。于是，稳增长还主要依靠国内投资。但是，在经济下行、投资边际产出下降的背景下，无论是民企还是国企，投资意愿都不强，于是，我们的投资将主要依赖政府，特别要依赖地方政府，恰如 20 多年前的日本一样。地方政府债从无到有，从非法到渐次被“招安”，从缓慢增加到非常迅速地增长，明显地指示出这一趋势。我认为，今后几年，地方政府债规模增加会成为我国债券市场非常显著的一个现象；我们应当学会在这样一个环境中求生存，谋发展。

## 五、应高度关注地方政府债

**中国地方政府债券的膨胀，当然根源于地方政府债务的剧增。**包括地方政府在内的中国政府债务的增长，或许都会有助于政府的大规模筹资和投资，从而进一步改善中国的基础设施，稳定宏观经济增长率，但是，鉴于中国地方政府债务管理的理念、体制、机制、政策和手段等等都非常落后，我们有理由担心，这会进一步加大中国现已严重存在的金融风险。

对于地方政府的债券问题，可以从不同角度分析。各地方政府的债券规模、其相对于本地 GDP 的比例、政府债券余额相对于本地财政收入的比例、一般债务余额与一般公共预算的比例、专项债务余额与政府性基金预算收入之比；以及增加了 PPP 项目之后，债券余额加 PPP 对当地 GDP 之比、债券余额加 PPP 对当地财政收入之比，等等，是分析中国地方政府债务的主要指标。我们认为，在将 PPP 项目加进去之后，得到的地方政府债务的指标已经接近事实了。**毫无疑问，地方政府债务，一定要同当地的 GDP、当地的财政收入、当地的政府性基金预算收入相比较，才有真正的意义。**

综合而言，就风险而论，越是经济落后、财政资源匮乏的地区，其政府债务的风险越大；而经济相对发达、财政资源丰裕的地区，财政风险就小得多。总的来说，截至目前，中国地方政府的债务问题以及相应的债券问题，尚未构成系统性风险，但是，局部地区，特别是那些经济落后的重债区的问题，已经应当提上高度关注的议程了。

我们认为，在未来的一段不短的时期内，中国政府债务、包括地方政府债务，都将经历一个高速增长的过程。我非常认真地同大家分享这样的看法：今后十余年的中国经济，包括其债券市场的发展，都将步入一个与日本 20 余年前相类似的阶段。所以，认真研究近 30 年来日本经济和金融的发展，分析他们遇到了怎样的问题，都采取了怎样的措施，做对了什么，做错了什么，当然，最重要的是我们要知晓：为了渡过难关，我们应当向日本学什么。

关于中国地方政府债务，我们应当说一句公道话：不是说地方政府的人不懂经济、不懂金融，一定要冒着巨大的风险甚至是冒巨大的政治风险去借钱，而是因为，对于他们来说，有比违规借钱更大的压力存在，比如经济要增长、人民生活要改善，等等。这意味着，在中国现行体制机制下，今后 5-10 年中国经济增长的稳定，主要靠地方政府的投资，而在地方政府财政收入下降的背景下，地方债便成为稳增长的一个非常重要的资金来源。也就是说，地方政府债务不断膨胀，恐怕是今后若干年内的大概率事件。

质言之，地方政府的财政收支矛盾是地方债务扩张的主要原因。在中国，地方政府承担着更大的稳增长、稳投资和稳就业的作用，但在分税制改革后，地方政府的财政收支一直面临着突出的矛盾。然而，“事在地方”，但“钱在

中央”，解决这个矛盾，前些年，我们主要依靠中央对地方政府的转移支付，后来发现漏洞过多，开始整顿专项转移支付，但体制矛盾依然存在，于是，地方债就应运而生，而且一发不可收拾。如果我们希望对地方政府的扩张债务行为施以约束，那就必须首先改变决定地方政府行为方式的体制和机制。

另外，中国地方政府间的竞争是地方政府举债冲动的外在压力；地方政府债务风险具有极强的负外部性，则强化了地方政府的道德风险和举债冲动。

## 六、管理债券市场的风险需要综合施策

我们认为，解决地方债发展中存在的问题，需要综合施策：

**第一，作为一切金融要素健康运行的基础，我们一定要深入推进供给侧结构性改革。**与此同时，实体经济的发展要稳中求进，不切实际地确定经济增长目标，可能贻害无穷。

**第二，要改善中国债券市场结构。**在稳杠杆的同时，应当大力支持民营企业合理地增加债券发行，在债券融资方面，促进不同所有制企业之间的竞争中性。

**第三，完善债券违约处置机制，加快违约处置进度，切实保护债权人利益。**

**第四，鉴于地方政府债务将成为我国经济和金融领域中的重大现象，完善债务主体的治理结构就至关重要，这还是我们改革开放之初就已提出的老问题，一定要强化地方政府的预算约束。**世界银行和国际货币基金组织最近发表的好几份报告，都特别明确地指出：发展中国家一定要切忌把发债当成免费的午餐。

作为体制建设，我们一定要强化预算约束，减少中央政府的隐性担保，规范地方政府行为，阻断隐性债务形成机制。

第五，是一个更广的、更深入的、现在谈起来更敏感的问题，就是“财政赤字货币化”问题，这个问题是全世界都存在的，中国在 2019 年已经显现，2020 年更是回避不了。

总之，在岁末年初，我愿意跟大家分享的看法就是：我国的债券市场发展进入了一个新的阶段。它的规模、结构、影响，以及它对国民经济的渗透，都会达到一个前所未有的程度。更进一步，我国的货币政策、财政政策乃至宏观经济政策整体，都会受到它的强烈影响。因此，加强对债券市场的研究，比以往任何时候都重要。