

当代金融学



当代金融学名家书系
DANGDAI JINRONGXUE MINGJIA SHUXI

本书荣获“国家开发银行创新成果特殊贡献奖”

政策性银行

商业化改革对债券市场的 影响研究

ZhengCeXing YinHang

ShangYeHua GaiGe Dui ZhaiQuan ShiChang De YingXiang YanJiu

巴曙松 孙隆新 牛播坤 等著



经济科学出版社
Economic Science Press

当代金融学名家书系

政策性银行商业化改革 对债券市场的影响研究

巴曙松 孙隆新 牛播坤 等著

经济科学出版社

责任编辑：王长廷 刘 莎 袁 微 舒新国

责任校对：张长松

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

政策性银行商业化改革对债券市场的影响研究 / 巴曙松等著.
—北京：经济科学出版社，2009. 11

(当代金融学名家书系)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8747 - 3

I. 政… II. 巴… III. 银行—经济体制改革—影响—债券—资本市场—研究—中国 IV. F832. 1 F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 196964 号

政策性银行商业化改革对债券市场的影响研究

巴曙松 孙隆新 牛播坤 等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京密兴印刷厂印刷

787 × 1092 16 开 16. 25 印张 230000 字

2010 年 1 月第 1 版 2010 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8747 - 3 定价：56. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前

言

纵观国际政策性金融改革历程，法国德夏银行、德国复兴信贷银行、印度产业发展银行以及日本政策投资银行等均已成功转型。但由于各国体制的不同，因此，在政策性银行的转型模式以及转型后的经营模式、融资模式等方面都有所不同。例如，在转型模式上，法国德夏银行和印度产业发展银行均采取了整体转型模式，德国复兴信贷银行采取了设立子公司的形式分离业务，而日本政策投资银行则分为三种模式，较为复杂；在转型后的经营模式上，法国德夏银行和印度产业发展银行采取了混合经营的模式，政策性业务和商业性业务并存，而德国复兴信贷银行则采取了分离模式，日本政策投资银行则采取了纯政策性业务的经营模式；在融资模式方面，法国德夏银行、德国复兴信贷银行和日本政策投资银行均采取了债券融资的模式，而印度产业发展银行则采用了吸收存款的融资模式。

各国政策性银行改革的经验为中国政策性银行转型提供了宝贵的经验，但因中国金融体制以及法律环境的不同，不



能完全照搬其他国家的转型模式。中国政策性银行该如何实施转型，方能继续发挥其在经济建设中的作用，降低转型对金融市场的影响，成为金融改革过程中的一大难题。因此，通过对政策性金融转型进行深入、系统地研究，比较国外成功经验，为中国政策性银行转型提供一些建议，便成为本书研究的重点。

在中国政策性银行转型中，国家开发银行作为中国最大的政策性银行，迈出了商业化转型的第一步：按照建立现代金融企业制度的要求，全面推行商业化运作，自主经营、自担风险、自负盈亏。2007年12月，中国国家投资机构中央汇金投资有限责任公司向国家开发银行注资200亿美元，显著地提高了其资本充足率，增加了其抗风险的能力，为其商业化转型奠定了基础。2008年2月，国务院已经正式批准了国家开发银行改革实施总体方案，国家开发银行将在现行的法律框架下定位为商业银行，主要从事中长期业务，也可从事投行和资产管理业务，并通过股份制改革建立现代企业制度，按照《公司法》成立股份公司，条件成熟时可择机上市。根据改革实施总体方案，改革后，国家开发银行的资金来源仍以发行金融债为主，同时也将开拓资金来源的多元化，条件成熟时可以吸收公众存款。

由于中国政策性银行与商业银行不同，其主要依靠发行金融债进行融资，政府信用退出后其债信等级的影响如何，值得深入研究。同时，由于政策性银行金融债券是商业银行、保险公司等金融机构的重要资产管理工具——据统计，截至国务院决定国家开发银行商业化改革当年末（2007年末），国家开发银行累计发行金融债券37 423亿元，市场债券存量达23 025亿元，其中商业银行和保险公司持有比例超过70%——因此，政策性银行商业化转型后，其债信的连续性



及风险权重等问题，将给商业银行和保险公司等投资人带来重大影响，如果处理不当，可能还会引起整个金融市场的大幅波动。

本书对率先实施转型的国家开发银行进行了系统性的研究，通过压力测试的方法，测算出转型后债信变化对国家开发银行自身以及给投资人带来的影响。根据我们的测算，在新老不划断的情况下，即使转型后国家开发银行债券信用等级能够维持在 AAA 的水平上，存量债券依然将给投资者带来 715.35 亿元的损失。商业银行以及保险公司作为国家开发银行债券的主要持有者，其损失在 491.15 亿元以上。此外，由于风险权重的变化，还将导致商业银行资本充足率的下降以及持有成本的上升。并且由于转型后国家开发银行债券成为商业银行债券，在新老不划断的情况下，受投资者配置比例的影响，国家开发银行债券的发行将受到严重影响。

因此，为了保证转型的平稳进行，我们认为国家开发银行的转型应当采取“渐进式”的模式，给予过渡期支持，保持其债券信用的连续性；并且对存量债券实施新老划断政策，降低债信变化给投资者带来的损失。而对于国家开发银行自身，则应当拓宽融资渠道，在债券融资成本上升的情况下，由于短期内依靠吸收存款融资不现实，因此可以通过发行资产支持证券（ABS）来融资。

从本书的内容来看，一共分为七章。其中，第 4 章“商业化转型对开行债券利益相关体的影响”是本书最为核心的内容，分别对国家开发银行商业化转型后发行利率变化对其自身融资成本的影响进行了情景分析，对商业化转型后存量债券价值下降给投资人造成的损失进行了压力测试，对商业化转型后风险权重变化对商业银行的影响进行了情景分析，对商业化转型后投资者配置比例对国家开发银行债券发行规



模的影响进行了情景分析，对转型后投资者投资需求对国家开发银行债券发行规模的影响进行了分析，最后还对国家开发银行商业化转型对债券市场稳定性的影响进行了测度。该研究成果曾于2008年4月29日向国家开发银行“债信国际研讨会”提交，由课题组组长、国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松研究员向大会作了专题报告，受到与会综合部门和监管机构领导的高度重视，为国家开发银行争取过渡期政策支持发挥了重要作用。

本书的其他章节也围绕国家开发银行的转型进行了不同侧面的研究，其中第2章、第3章是为核心部分第4章作铺垫。第2章是对国家开发银行债券的基本情况以及功能的介绍，并就其对债券市场的影响从理论上进行了系统性的分析；第3章对国家开发银行商业化转型的基本内容以及改制背景进行了分析，并且就其改制后对自身融资成本以及给投资者带来的影响从理论上进行了系统性的分析；第4章是对国开行商业化转型后资信变化的初步评估，该部分内容相当精彩，看完之后将对国家开发银行商业化转型有全局性的了解，对本书内容也将有全局性的把握。本书第5章是对国际经验的借鉴，通过比较美国、法国、德国、印度、日本政策性金融机构的商业化转型经验，为中国政策性银行商业化转型提供建议。第6章是对次贷危机背景下国开行职能定位、债券融资所受影响的分析及保证开行债券融资的政策建议。第7章为本书的总结部分，在该部分中，对国家开发银行商业化转型提出了政策性建议。

本课题的顺利推进，得到了国家开发银行课题指导委员会以及中国人民银行领导的大力支持和指导。国家开发银行副行长高坚和中国人民银行金融市场司司长穆怀朋担任了课题指导委员会主任，他们多次对课题提出了宝贵的建议，希



望深入研究商业化转型对国家开发银行发债筹资以及对中国金融市场的影响，以期为国务院领导提出更好的政策建议，保障国家开发银行改革的顺利进行，减少对投资人与市场的冲击，推进中国金融市场健康稳定发展。课题指导委员会副主任由罗林和周荣芳担任，他们对课题提出了研究意向，确定了研究方向和研究重点，并在整个研究过程中多次听取项目进展情况，提出具体的修改性意见。课题指导委员会委员梁惠江、冯丹、高新国和人行上海总部荣艺华等，也都从不同角度给予了大力的支持。我很高兴担任这个课题的课题组组长和课题主持人，孙隆新、刘孝红、周沅帆担任课题组的副组长，其中国家开发银行的参与研究人员有：孙隆新、刘冬青、杨念、刘凡，课题组参与的研究人员有刘孝红、周沅帆、张智英、熊小聪、肖上贤、王淼、毛奔、吴昊、郑弘、徐小乐、刘润佐等。课题组统筹与协调由孙隆新、刘孝红、周沅帆等共同负责。课题组研究成员的所在机构分别为：巴曙松，国务院发展研究中心金融研究所；刘孝红，中国（海南）改革发展研究院金融研究中心副主任、博士；周沅帆、张智英、熊小聪和肖上贤，鹏元资信评估有限公司；王淼，天津财经大学博士；毛奔，中国人民银行研究生院硕士；吴昊，华中科技大学博士；郑弘，中央财经大学硕士；徐小乐，上海财经大学硕士；刘润佐，中央财经大学硕士。同时，我们还就相关实务问题多次咨询了法国德夏银行的专家，在此一并表示感谢。

本书积极争取推动研究中的理论与实践的结合，就国家开发银行商业化转型对债券市场的影响问题进行了系统性的分析，同时也为其商业化转型提供了政策性建议。

本书虽以国家开发银行为研究对象，却为中国政策性银行商业化转型提出了一个理论框架，为另外两家政策性银行



政策性银行商业化改革对债券市场的影响研究

的改制提供了基础。因此，与其说本书是一部专门针对国家开发银行的著作，不如说本书尝试提供一部理论框架——一部关于中国政策性银行商业化转型的理论框架。而国家开发银行则是其中最具有代表价值的典型案例。

巴曙松

2009年9月于北京

目

录

第1章 关于债券资信与债券定价的基本理论	1
1.1 信用的概念	1
1.2 债券资信和风险贴现	3
1.2.1 影响债券资信主要因素	3
1.2.2 风险贴现的量度	5
1.2.3 影响风险贴现的主要因素及作用小结	6
1.3 利率期限结构与债券定价	7
1.3.1 利率期限结构理论	7
1.3.2 即期利率曲线与债券定价	9
1.3.3 利率期限结构理论基本结论简述	10
1.4 债券风险权重与银行资本充足度	11
1.4.1 巴塞尔资本充足率要求	11
1.4.2 债券投资风险权重规定	11
1.5 发债主体资信变化对市场影响	14
1.5.1 债券市场稳定性的测度	14
1.5.2 发债主体资信变化影响因素	15
1.5.3 发债主体资信变化影响市场的途径	17
第2章 开行债券的基本情况与功能分析	19
2.1 开行债券概况	19



政策性银行商业化改革对债券市场的影响研究

2.1.1 开行债券融资的历史回顾	19
2.1.2 开行债券的基本情况	25
2.1.3 开行债券的政府支持情况	27
2.2 开行债券的功能分析	29
2.2.1 开行债券对开行自身的作用	29
2.2.2 开行债券在市场中的地位	33
第3章 开行商业化转型后资信变化的初步评估	46
3.1 开行转型的思路与现状	46
3.1.1 开行转型思路	46
3.1.2 开行转型的现状	47
3.2 评级机构对银行评级的基本模式简介	50
3.2.1 商业银行评级模式	50
3.2.2 政策性银行评级模式	52
3.3 从国际评级机构视角看开行转型对资信的影响	52
3.3.1 国外政策性银行转型后经营模式及信用级别变化	53
3.3.2 开行转型对其债信的影响——国际评级机构的观点	54
3.4 商业化改制对开行自身信用质量的影响分析	58
3.4.1 开行当前财务实力分析	58
3.4.2 商业化改制对开行信用质量的影响	58
3.5 开行商业化改制后其债信的几种可能变化	65
第4章 商业化转型对开行债券利益相关体的影响	67
4.1 商业化转型对开行融资的影响	67
4.1.1 对债券信用级别的影响：可能由国家信用变为商业信用	67
4.1.2 发行利率变化对开行融资成本影响的情景分析	68
4.1.3 投资者配置比例对国开债发行规模影响的情景分析	85
4.1.4 投资者投资需求对国开债发行规模影响分析	107
4.1.5 过渡期为两年时开行的融资困境分析	110
4.2 商业化转型对债券投资者的影响	117



4.2.1 开行债券投资人的风险分析·····	117
4.2.2 存量债券价值下降给投资人造成损失的压力测试·····	119
4.2.3 风险权重变化对商业银行影响的情景分析·····	126
4.3 开行商业化改制对债券市场稳定性的影响·····	134
4.3.1 开行转型对政策性金融债的影响·····	134
4.3.2 开行转型对商业金融机构稳定性的影响·····	140
4.3.3 开行转型对债券市场金融创新的影响·····	141
4.3.4 开行转型对投资者调整资产配置的影响·····	142
第5章 国外政策性银行转型中资信政策的国际比较与借鉴·····	143
5.1 美国学生贷款营销协会 (Sallie Mae)·····	143
5.1.1 SLM 公司概况·····	143
5.1.2 Sallie Mae 的成立及转型背景·····	145
5.1.3 Sallie Mae 私有化转型的过程·····	147
5.1.4 Sallie Mae 转型过程中的政府政策支持·····	149
5.1.5 Sallie Mae 转型所采取的融资模式·····	151
5.1.6 学生贷款市场对 Sallie Mae 转型的反应·····	152
5.2 德夏银行 (Dexia)·····	153
5.2.1 德夏银行概览·····	153
5.2.2 德夏银行转型的背景·····	154
5.2.3 德夏银行发展转型过程·····	155
5.2.4 德夏银行转型过程中的政策支持·····	157
5.2.5 德夏转型所采取的融资模式——利用资产抵押债券 进行批发性筹资·····	159
5.3 德国复兴信贷银行 (KfW)·····	161
5.3.1 德国复兴信贷银行概览·····	161
5.3.2 德国复兴信贷银行的转型·····	162
5.3.3 德国复兴信贷银行与政府的关系·····	163
5.3.4 德国复兴信贷银行转型过程中的政策支持·····	165



政策性银行商业化改革对债券市场的影响研究

5.3.5 德国复兴信贷银行转型所采取的融资模式	167
5.4 印度产业发展银行 (IDBI)	169
5.4.1 印度产业发展银行概览	169
5.4.2 印度产业发展银行转型背景	169
5.4.3 印度产业发展银行的转型	170
5.4.4 印度产业发展银行转型过程中的政策支持	171
5.4.5 印度产业发展银行融资模式	174
5.5 日本政策性金融机构体系的转型	175
5.5.1 日本政策性金融机构体系概况	175
5.5.2 日本政策性金融机构体系成立及转型背景	176
5.5.3 日本政策性金融机构体系的转型过程	180
5.5.4 日本政策性金融机构体系转型中的政策支持	182
5.5.5 日本政策性金融机构体系资金来源的转变	185
5.6 国外政策性银行转型中资信变动对开行的启示	186
5.6.1 明确转型后的政策性金融机构的市场定位	187
5.6.2 适当的转型模式	187
5.6.3 新制定或者修改相关法律法规帮助政策性银行的转型	188
5.6.4 适度的转型期	188
5.6.5 政府资金的逐步淡出	189
5.6.6 拓宽融资渠道, 培养机构信用	189

第6章 金融危机背景下开行的职能定位及融资分析

6.1 金融危机背景下开行的职能定位	191
6.1.1 金融危机下明确政策性金融职能的重要性	191
6.1.2 政策性金融在金融危机中的重要作用	192
6.1.3 当前经济背景下政策性金融与宏观调控的关系	194
6.1.4 国际政策性金融机构在金融危机中的作用	196
6.1.5 新形势下开发性金融和开行的使命	200
6.2 金融危机背景下债券融资对开行的的重要性	204
6.2.1 开行目前的融资方式	204



6.2.2 金融危机对债券融资和拆借融资的影响	205
6.2.3 金融危机下开行债券融资的重要性	207
6.3 金融危机对开行债券融资的影响	208
6.3.1 金融危机带来的挑战	208
6.3.2 金融危机带来的机遇	212
6.3.3 金融危机下开行贷款规模大幅增加时债券融资数量分析	215
6.4 金融危机背景下保证开行债券融资的短期政策建议	220
6.4.1 维持危机期间债信稳定性	220
6.4.2 考量发行期限的适度性	221
6.4.3 给予利率、税收等优惠政策，提高议价能力	221
6.4.4 处理好政策性金融与国家财政之间的关系，防止政策性 银行资金财政化	221
6.4.5 注意发挥政策性银行的开发性功能，真正起到弥补 市场缺损、建设市场的作用	222
第7章 开行转型过程中债信问题的长期政策建议	224
7.1 开行转型的基本原则	224
7.2 渐进式转型是低成本的制度变迁模式	226
7.3 关于开行平稳转型的政策建议	227
7.3.1 新老划断，给予过渡期支持，保持开行信用的连续性	228
7.3.2 政府资金逐步淡出，保持开行信用的连续性	229
7.3.3 拓宽融资渠道，完善配套制度安排	230
7.3.4 改制上市，完善公司治理结构，完善资本金补充机制， 增强开行的机构信用	237
7.3.5 监管框架逐步与商业银行趋同，同时根据开行发展 定位制定差异化政策	238
参考文献	239
后记	241

关于债券资信与债券 定价的基本理论

债券资信是影响债券发行和流通的要素之一，是债券定价的重要依据。债券资信的影响因素主要包括两个方面，即对发债主体资信的影响和对债券本身的影响。且这些影响会通过一定途径传递到债券市场，对整个债券市场的风险收益状况产生影响。

1.1 信用的概念

“信用”一词起源于西方，来源于拉丁文“Credo”，原意是相信、信任、声誉等意，在经济学领域主要是指借贷行为，即是以收回为条件的付出，或以归还为义务的获得。

现代信用发挥了替代货币流通、为社会提供金融工具、成为资本或资本的载体等积极效用，扩大了“财富”或“稀缺资源”的范畴。现代信用形式根据创造主体不同可分为国家信用、商业信用、银行信用和消费信用。

(1) 国家信用

国家信用是一种古老的信用形式，是伴随着国家机器的形成而产生。现代社会中国家信用主要体现在对内和对外两个方面。从国内筹



款是内债，从国外筹款是外债。内债和外债都对国民经济的发展起到重要作用。

国家信用的主要工具是国家债券，是由国家发行的债券，由于国债的发行主体是国家，所以它具有最高的信用度，被公认为是最安全的投资工具。

政策性银行由于体现国家的战略发展导向，以社会效益最大化为目标，因此，其发行的金融债券也由国家提供显性或隐性担保，这也是国家信用的一种重要体现形式。

(2) 商业信用

商业信用，是指工商企业以赊销方式对购买商品的工商企业所提供的信用。商业信用的形式主要有：赊购商品、预收货款和商业汇票。

商业信用是契约社会培植出来的以平等互利为基础的、以诚实信用为标志的商业道德，是社会信用体系中最重要的一部分。从本质上而言，商业信用是基于主观上的诚实和客观上对承诺的兑现而产生的商业信赖和好评。主观上的诚实，是指在商业活动中，交易双方在主观心理上诚实善意，公平交易，没有其他欺诈意图和目的；客观上对承诺的兑现，是指商业主体应当对自己在交易中向对方作出的有效的意思表示负责，应当使之实际兑现。商业信用是主客观的统一，是商事主体在商业活动中主观意思和客观行为一致性的体现。

(3) 银行信用

银行信用，是指由商业银行或其他金融机构授给企业或消费者个人的信用。在产品赊销过程中，银行等金融机构为买方提供融资支持，并帮助卖方扩大销售。商业银行等金融机构以货币方式授予企业信用，贷款和还贷方式的确定以企业信用水平为依据。商业银行对不符合其信用标准的企业会要求提供抵押、质押作为保证，或者由担保公司为这些企业做出担保。后一种情况实质上是担保公司向申请贷款的企业提供了信用，是信用的特殊形式。



(4) 消费信用

消费信用,是指由商业企业、商业银行以及其他信用机构以商品形态向消费者个人提供的信用。目的是解决消费者支付能力不足的困难,主要用于耐用消费品、支付劳务费用和购买住宅等方面的需要。

消费信用是企业、银行和其他金融机构向消费者个人提供的、直接用于生活消费的信用。在现代经济生活中,消费信用在一定条件下可以促进消费商品的生产和销售,并从而促进经济的增长。此外,企业通过以赊销方式对顾客提供信用等方式,这一信用形式会促进新技术的应用、新产品的推销以及产品的更新换代。但是,若消费需求过高,生产扩张能力有限,消费信用则会带来加剧市场供求紧张状态、促使物价上涨、促成虚假繁荣等消极影响。因此,消费信贷应控制在适度范围内。

1.2 债券资信和风险贴现

1.2.1 影响债券资信主要因素

(1) 信用风险

信用风险,也叫违约风险,是指信用关系规定的交易过程中,交易的一方不能履行给付承诺而给另一方造成损失的可能性。信用风险在价格上通过信用风险溢价来量度。债券信用风险的高低可以通过信用级别进行衡量,高级别债券信用风险低,低级别债券信用风险高。为了吸引投资者投资债券,债券发行主体必须设法降低信用风险以提高债券收益的稳定性。同时,提高信用级别、降低违约风险也可降低发行成本。

信用风险除了包括债券违约可能性大小这层含义之外,还具备两方面的内涵:

第一,信用风险溢价发生变化。即使债券不会发生违约,但投资