



中国银行间市场交易商协会

National Association of Financial Market Institutional Investors

论坛

NAFMII

(第一辑)

中国银行间市场交易商协会 编



中国金融出版社

NAFMII 论坛

(第一辑)

中国银行间市场交易商协会 编



中国金融出版社

责任编辑：张智慧 张翠华

责任校对：潘 洁

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

NAFMII 论坛 (NAFMII Luntan). 第 1 辑/中国银行间市场交易商协会编. —北京: 中国金融出版社, 2012. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6393 - 2

I. ①N… II. ①中… III. ①国际金融—文集 IV. ①F831 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 095130 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 30.5

字数 563 千

版次 2012 年 8 月第 1 版

印次 2012 年 8 月第 1 次印刷

定价 66.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6393 - 2/F. 5953

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序 言

知海拾慧，积珍成集，古已有之；但交易商协会这次所编辑的“NAFMII 论坛”文集确有不同。

与院校讲座相仿，“NAFMII 论坛”同样秉持着治学精神、问道态度，传播最新的研究成果、最前沿的理论，起着对从业者传道、授业、解惑的“再教育”功效。但这个论坛绝不仅是坐而论道，它有着更明确的务实态度，更贴近中国债券市场建设的实践。作为多层次资本市场的重要组成部分，我国债券市场近几年取得了突飞猛进的发展，在拓宽投融资渠道、改善社会融资结构、传导宏观经济政策等方面发挥着重要的作用。其中，银行间债券市场又是债券市场的主板市场。截至 2011 年末，经交易商协会注册发行的债务融资工具年度新发行量、累计发行规模、存量规模分别达到 1.84 万亿元、5.67 万亿元和 3.03 万亿元，分别在我国非金融企业直接债务融资中占有 78%、71% 和 60% 的份额。在推动市场快速发展的实践中，新想法、新知识、新理念层出不穷，是“NAFMII 论坛”思想、知识和灵感的不竭源泉。

与目前盛行于市的峰会、研讨会和论坛相比，“NAFMII 论坛”既有其专业的品质，又具有兼容并蓄的特质。经过审慎的设计，“NAFMII 论坛”的讲座已涵盖宏观政策、管理培训、热点评析、业务拓展、专业知识和综合教育六大门类，既有如全球宏观经济形势解读、新巴塞尔资本协议的影响、信用风险缓释工具详析等“硬”内容，也有如国学讲座、魅力口才、管理方法等“软”讲座。登坛讲演的专家既有如宋国青、余永定、约翰·莱特等海内外知名学者，也包括深耕金融市场的从业专家，还有在某领域有灼见的新人新秀。

这种不拘一格、因时而变的风格颇具吸引力，每每当名家新秀登坛，总是吸引众多市场成员听讲；而交易商协会一贯坚持开放态度，不设限制、不设门槛，欢迎各界人士参加论坛。因此我们经常看到，每逢周五金融街中心大厦总是人流激增，现场座无虚席，经常出现大量听众站立听讲的情况。据初步统计，截至 2011 年末，已举办的 59 期“NAFMII 论坛”吸引了将近 5 000 人次的听众，这对于开始仅 2 年、场地有限且不做任何宣传推广的讲座而言，成效已非常可观。这一切，与交易商协会立志成为“中国场外金融市场创新的引领者和组织者、相关标准的制定者和推广者、管理方式改革的探索者和实践者、市场道德

2 NAFMII 论坛

理念的倡导者和传播者、国际化的推动者和参与者”的愿望有关，也有赖于央行、监管当局的支持，更有赖于协会会员的信赖与支持。“NAFMII 论坛”已成为协会集市场成员之智慧，推动市场发展的缩影。

论坛上这些思想的声音、智慧的果实，应和更多的有志之士分享。因此，交易商协会从论坛开办之初，就着手收录资料，两年多来，资料日臻丰富。我们将逐步把这些鲜活的思想尽可能原汁原味地编集成册，奉献给大家。本辑中，文章内容涉及多方面，尽可能展现论坛“博采众长，兼收并蓄”的风采。编辑过程中，我们忠实讲者原意，根据录音整理保留了较多口语，目的是能保持讲座原有的现场感，为读者带来身临其境的感受。

本书出版几经增益刊削，得来不易。论坛演讲者不仅无私地提供讲稿，还对文稿原意进行了核对，在此深表敬意。同时要感谢协会培训认证部工作人员，他们不但完成了大量文字整理工作，为忠实讲者原意，保留现场感，在众多细致之处也付出了艰苦的努力。中国金融出版社为文集出版付出了辛勤的努力，在此一并致谢。

出版《NAFMII 论坛》（第1辑）是一次尝试，疏漏、错误和不当之处在所难免。协会将在后续各辑中不断完善，真正使“NAFMII 论坛”的智慧之光在书中存续。

李文明

2012 年 8 月

目 录

第一篇 中国宏观经济

- | | | |
|----|--------------------|-------|
| 3 | 当前债务融资工具市场发展中的若干问题 | 时文朝 |
| 22 | 宏观经济形势判断和展望 | 宋国青 |
| 45 | 中国的宏观经济失衡能否持续 | 约翰·莱特 |
| 57 | 论衡：经济与金融的度、量、衡 | 刘 珺 |

第二篇 全球格局与世界经济

- | | | |
|-----|-------------------|-----|
| 99 | 欧洲主权债务危机问题 | 余永定 |
| 125 | 世界格局及其演变与中国对外战略 | 张宇燕 |
| 149 | 全球经济展望及中国和亚洲面临的挑战 | 李一衡 |
| 169 | 欧债危机与当前全球经济形势 | 向松祚 |

第三篇 人民币国际化专题

- | | | |
|-----|------------------|-----|
| 197 | 人民币国际化的环境状况与未来趋势 | 谭雅玲 |
| 222 | 人民币国际化：理论与国际比较 | 高海红 |
| 253 | 人民币国际化：香港离岸市场的发展 | 刘卓衡 |

第四篇 金融市场专题知识

- | | | |
|-----|----------------------------|-----|
| 269 | 中国资信评级业发展历程与评级实务 | 邵立强 |
| 299 | 国际贷款市场发展及对我国贷款转让市场发展的借鉴和建议 | 梁 泓 |
| 325 | 金融衍生交易监管及法律问题 | 陶修明 |

第五篇 综合素质

343	话语沟通	闻 阗
388	提高领导干部应对突发事件的能力	傅思明
418	曾国藩管理方略	宫玉振
454	弟子规与人生修养	梁 涛

第一篇

中国宏观经济

当前债务融资工具市场发展中的若干问题

中国银行间市场交易商协会 时文朝

主持人：大家盼望已久的“NAFMII 论坛”今天下午正式开始。现在有请我们的“坛主”（台下大笑）——协会党委书记、执行副会长兼秘书长时文朝同志给我们做第一讲，大家欢迎！（掌声）

时文朝：谢谢大家！

周小川行长提出，人民银行干部要逐步成为“五型人才”。哪五型呢？即“学习型、研究型、专家型、开拓型、务实型”。这五型是具有内外逻辑的，只有学习、研究才能成为专家，只有成为专家才能有效开拓进取，而开拓创新则要求脚踏实地、认真务实。我们交易商协会和中债公司的同志也要努力成为“五型人才”，首先就是要从“学习型”方向努力。今天的“NAFMII（周五）论坛”就是把协会和公司办成学习型机构而迈出的第一步，今后每周五下午都会组织大家学习相关政策、法律，开展环境形势分析，总而言之这个论坛就是要“讲政策、讲业务”。在这个论坛上，研究、讨论没有禁区，凡是有利于我国金融市场发展的思想、观点都可以陈述，都可以交锋。

今天是开坛第一讲，我给大家讲讲当前债务融资工具市场的若干问题。这个课题与我们的工作密切相关，我在社科院、五道口等院所讲过，也在协会的主承销商培训班上讲过，后来发现这个问题还没给我们自己人讲过，所以今天我把这几年讲课的内容总结了一下，力求更加系统地给大家介绍我的体会和想法。

一、债务融资市场发展的环境与形势

在开始讲市场前，我们首先谈谈当前债务融资市场面临的形势。形势每天都在变，这个题目呢，常讲常新。半年前、一年前（编者注：2008—2009 年）讲形势，主要是“应对危机”。为了应对国际金融危机，保持经济持续平稳增长，国家出台了四万亿投资措施，中央政府和地方政府各出一部分钱投入到重点项目建设中。这一时期，协会积极贯彻落实中央政策，在地方政府的项目配套资金不足时努力帮助他们寻求解决途径，想了各种办法，依靠市场化的方式帮助他们在银行间市场融资。应当说，在宏观经济形势需要债务融资工具市场支持

实体经济时，我们抓住了机会、乘势而上，取得了市场规模的较大发展。

到了现在，我们再谈形势，主题已经发生变化。目前四万亿投资还没完全结束，风向开始发生转变。应该说呢，从去年（编者注：2009年）10月以后，特别是11月中央经济工作会议以后，我国宏观经济管理的重点已经不再是扩大投资、应对危机了，而是对危机期间投放出去的天量流动性怎么管理的问题。虽然仍然在提“适度宽松的货币政策，积极的财政政策”，但是市场已经普遍感觉到流动性受到了严格的控制。因此，这就要求我们加强对环境形势的分析、研究和预判，作出前瞻性的估计和推断，从而正确、深刻地理解并执行中央的方针政策^①。

我们通过观察也不难发现在政策执行、操作过程中也存在着一些问题，流动性控制要比预想的严格。原本7.5万亿元的信贷投放规模只是个指导性意见，但是在实践中随着执行力度的增强，特别是监管当局微观的、具体的监管措施的强化，进一步增强了政策力度，原本的“指导性意见”是不是成了“指令性计划”？今年以来，监管部门对银行信贷投放指标严防死守，对商业银行按期考核，把全年7.5万亿元分解到季度，要求季度与季度之间相对均衡。我们认为这可能忽视了经济建设的季节性规律：一般来说，第一季度的资金需求要少一点，因为元旦、春节放假，企业开工相对不足；相反，第四季度则因为要在年底前赶任务，开工充分甚至超负荷，而且粮食收购、原料购买都是在年底，因此资金需求就要多一些。这样看来，完全按季度平均分解，信贷政策的弹性受到很大影响，也影响了经济的张力，还可能产生一些风险问题。当初在四万亿投资框架下，各级政府上马建设了许多项目，前期进行了大量投资。但是重大项目哪有一天两天能干完的，都是需要长期资金支持的。现在各家商业银行以控制为名掐断了后续融资的渠道，原来说好的融资计划没了，在建、续建项目无法正常进行，形成了较大程度的损耗，甚至恶化债务问题，带来经济金融风险。

在目前的形势下，我们不得不重新审视一下今年的工作任务。通过把握当前的形势、环境，有针对性地调整工作重心、确定工作策略是非常必要的。协会在年初确定工作任务时就提出，针对信贷紧缩环境，要择机把私募发行方式推出来，发挥润滑经济的作用；针对可能出现的信用风险事件，要尽快把风险对冲工具推出来，分散分担市场风险。然而，在现有宏观经济调整的大背景下，私募发行方式创新可能要面临一些阻力，其他管理部门可能会有意见，所以我们的创新工作需要更加审慎。创新要审慎，注册管理也同样要慎重，我们注册

^① 编者注：根据宏观经济形势变化，2011年我国货币政策基调正式由适度宽松调整为稳健，印证了本次演讲的分析。

办的同志要在脑子里上根弦——形势变化了，评议材料的尺度是不是还和以前一样？需不需要根据形势变化进行调整？工作方式是不是该作出相应调整了？后督中心也要加强监测、分析，看形势变化会对我们的发行体带来什么样的影响，我们应该采取什么样的措施。中债信用增进公司更要重视市场的变化，我们拥有60亿元资本金，再加上回购杠杆，我们管理的投资额度巨大，市场的变化将会对我们这个庞大的投资组合带来很大影响。另外，随着流动性环境的变化，信用增进业务也要更加审慎地进行甄别，还要仔细看看来找我们做信用增进的企业是多了还是少了，什么样的企业多了，什么样的企业少了，不是说来找我们做生意的人多了，就是好事啊！我们得研究哪些企业能做，哪些企业不能做。这种观测对于我们做好下一步工作，提前对市场作出反应是极佳的指标。

同志们，我们现在所经历的，是协会自2007年成立以来的第一次宏观经济形势、政策大调整。对于在座的很多年轻同志而言，也许是生平第一次。这实际上是我国宏观经济三十年周期性历程的延续，也是过去两年中我国宏观形势发展的必然结果。1978年我国开始实行改革开放，进入大发展阶段，1979年出现了“洋跃进”；1980—1982年，我国经济进行调整，贯彻了八字方针，即“调整、巩固、充实、提高”；1983年，中国经济进入平稳期；1984年改革的重心移向城市，此后通过观察可以发现我国宏观经济呈现出较为明显的短周期波动，也就是“两年扩张、一年收缩”；1988年，我们进行“价格闯关”，引起通货膨胀，以1985年的物价指数为基点，1986年的物价指数上涨6.0%，1987年物价上涨13.7%，1988年物价上涨34.8%，此时“保值储蓄”应运而生，政策上开始进行紧缩；1989年经济出现了明显的拐点，从“短缺经济”突然变成了“供给过剩经济”；1990年第四季度到1991年上半年经济增速比较低；紧接着从1992年开始，小平同志南巡，使我国经济进入了高速发展阶段；1994年进行经济整顿，1995—1996年为经济平稳发展时期。应当说，在1997年之前，这种“扩张—收缩”的周期性特征较为明显，货币政策的调控也比较有效力，采取了措施，经济就会有反映。

到了1997年，在亚洲金融危机背景下亚洲各经济体出现通货紧缩，我国也开始着手应对通货紧缩。1998年，我们对信贷管理实行了重大改革，取消了信贷规模管理。这个改革是历史性的，此后比较宽松的流动性环境一直持续到2003年，其间还伴随着新千年科技泡沫危机等影响，货币政策一直没有改变松的态势。在觉察到经济过热的苗头后，2003年“非典”过去之后，国家通过提高准备金率、提高利率等一系列手段开始实行宏观调控，但是我们观察到货币政策并没有实现预期效果，实际上从2003年到2007年，经济是比较热的，信贷投放一直是比较多的，因此，2007年11月的中央经济工作会上明确提出了“两

防”，即“防过热，防通胀”。但是进入2008年，南方出现大范围的冰雪灾害，大家担心这件事会给经济带来较大的冲击，银行信贷在年初两个月就出现了超量发放的情况，直到当年3月“两会”后才真正回到坚持“两防”政策的轨道上。这样算起来，从1997年到2007年、2008年，我国经过了10年相对宽松的宏观经济环境，可以说后来流动性出现过多的状况，是存在着历史渊源的。大家判断，当时已经到了进行收缩银根、为经济转型创造环境的时刻。我国经过较长时期的快速发展，对那些低水平重复建设、易污染、高能耗的产业有必要进行调整，原有的经济增长方式需要改变。

但是形势变化超出预期，国际金融危机在2008年爆发并迅速蔓延，当年3月开始实行的紧缩政策到了8月开始转向。在当时环境下，很难判断本轮金融危机与我们关系到底有多密切，对我们到底能带来多大影响。但是，猝不及防的危机确实使人忧虑，于是我们出台了四万亿投资计划，政策进行了反方向调整。现在有人说，你看，大量的投资、信贷投放把地价、房价全刺激起来了，现在不得不面对流动性带来的问题进行重新调整，实际上给我们自己的经济发展带来了更多障碍。如果我们当时就坚定不移地进行经济调整，世界经济能这么快复苏吗？人家说你两句好话，说中国在世界经济复苏中发挥了“领头羊”的作用，你就把政策进行了180度调整，结果美国危机得到了缓解，就腾出手来对付你。国家宏观经济管理部门真应该坐下来认真研究中国的宏观经济政策到底应该怎么判断、怎么做。你说这种看法有没有道理？我想可以反思，也应当反思，不然就“学而不思则罔”了，因为每一段历史都有我们值得吸取、借鉴的地方。（掌声）

二、为什么要发展直接债务融资工具市场

当前的情况变化，要求我们密切跟踪、分析、判断形势的变化趋向，以及对我们带来的影响：“在这种形势下，债务融资市场是停下来，还是怎么做？”其实，好事有时候能变成坏事，坏事有时候也能变成好事。危机中也蕴藏着机会，我们协会就是金融危机的受益者：（笑声）2008年4月15号，我们推出了中期票据，因为各种原因在6月份暂停发行了。我们做了大量的工作，焦急万分。正在这时，金融危机从太平洋那边飘飘忽忽过来了，（笑声）所以说，当运气来时，挡都挡不住啊！（台下大笑）为了应对危机、稳定资本市场，中期票据于当年9月30日恢复发行了。中央领导同志英明啊！（掌声）中期票据从暂停到恢复的这个过程，其意义不仅在于产品恢复运作本身，更代表着决策层对我们发展债券市场的一些理念予以了肯定。通过这个过程，债券市场发展的混乱局面得以澄清，大家达成了共识。

从理论层面上来说，为什么要发展债券市场呢？中国的文化传统、法律政策环境适合发展债券市场吗？有人说，改革开放这么多年，虽然债券市场一直不怎么样，但是我们的经济并没有因此停止发展啊，仍然取得了辉煌的成绩啊！我们向来以间接金融为主，现在也照样成为了世界经济大国，单纯依靠间接融资有什么不好呢？存款成本 1.8 左右，贷款利率五点几，存贷之间有一个巨大的利差，只要有存款，再把贷款一放，商业银行的利润每年都可以增长很多，这不是好好的吗，为什么还要发展债券市场呢？但是，危机来了，大家发现把所有金融资产、我们全社会的储蓄都集中在银行是不行的。风险积累到一定程度，银行将难以承受。作为老牌帝国主义国家，美国有 200 多年积累，雷曼倒了它也受不了。（台下窃笑）所以说储蓄向投资转换还是要多样化，要分散银行系统的风险。

从政策层面来说，发展直接债务融资工具市场是有其内在逻辑的。党的十四大提出我们要建设有中国特色的社会主义市场经济，而建设社会主义市场经济除了要发挥“看不见的手”——市场的作用外，你要不要有一个有效的宏观调控体系？你要建立有效的宏观调控体系，没有货币政策行不行？有了货币政策，没有货币政策传导的好环境、好渠道行不行？经过这么多年的实践，我们发现，一个具有广度、深度的债务资本市场是提高货币政策效力的重要平台和载体。现在来看，这个理念已经在一定范围内取得了共识，但是这个理念得以形成并确立下来，是经历了一段时间探索的。

1997 年，在应对亚洲金融危机的宽松货币政策环境下，人民银行乘势在 1998 年将实行了多年的信贷规模管理措施取消了，这是一个具有重大意义的事件，说明人民银行开始不再采用指令性计划调控信贷了。随着货币金融领域改革的不断深入，2002 年召开了第二次全国金融工作会，会上对加强银行业监管、提高货币政策独立性作出了决定，明确要将监管职能和宏观调控职能分开，所以就在 2003 年成立了银监会。这两个举措，改变了传统货币政策调控的方式和手段，使货币政策有效性在当时就面临考验。之前我提到，2003 年我国经济开始出现过热的苗头，这是有其内在原因的。当时，中央至地方各级政府面临换届，新任上台有着强烈的投资冲动，大家都希望能够争取项目、争取资金，把工作成绩做得又大又好看，那就搞大干快上，搞投资吧，因此当年全年全社会固定资产投资总额为 5.6 万亿元。与此同时，我国商业银行的股份制改造进入关键阶段，大银行要上市，上市要有漂亮的业绩。我刚才说了，为了解决商业银行承担政策性任务所造成的亏损这一历史遗留问题，我们设置了一个较宽的存贷息差。对于银行来说，只要有存款，再把贷款一放，就能收获可观的利润。所以，在当时背景下，为了增厚上市后业绩，各商业银行的放贷意愿很强烈，

各类金融机构 2003 年底各项贷款总额达 15.9 万亿元。当地方政府的投资冲动和商业银行的放贷愿望一碰上，你有项目我出资金，宏观经济就不可避免地出现了过热。再加上 2003 年“非典”，当时估计形势很严峻，不知道全国要死多少人，经济要受多大冲击，银行放款就更没限制了，经济过热的势头愈演愈烈。

是不是调控部门没有意识到经济过热了呢？不是的，在 2002 年央行的货币政策报告里就指出“经济出现过热的苗头”，并且相应有意识地采取了提高存款准备金率的措施，后来加息措施也上了。但是，我们发现，这些措施对经济没起多大的作用，那些政策下去“不起泡”了！（笑声）我刚才说了，规模管理取消了，监管职能取消了，以前商业银行的任职资格还都归你央行管，现在你不管了，只能窗口指导、道义劝导了。人家要上市，地方政府还可能施加压力，很明显我们对信贷主体的约束力已经弱化了，货币政策意图的传导渠道不那么通畅了。当时，社会上、学术界有很多讨论，说得最多的就是货币政策的“时滞”问题。我们知道，长期经济管理依靠产业政策、收入分配政策、劳动力和资本积累等基础性体制和措施，财政政策、货币政策相对来说是进行短期调控的手段，是要熨平经济短期波动、实现长期平稳增长的。如果说，你的货币政策“不起泡”，隔了十年八年才起作用，那这个货币政策就是没有效力的！

认识到这个问题，人民银行在 2004 年、2005 年进行了大讨论，怎么提高货币政策的效力？最终的结论就是要“超常规发展金融市场”。我们是想通过建设一个有较大规模的、产品丰富的、交易活跃的金融市场，把与流动性管理有关的市场参与者都拉进来，通过发挥市场的作用，把货币政策传导出去。这个意思，我们现在把它经典表述成“坚持市场配置金融资源的改革导向，让市场在资源配置中发挥基础性作用”。这也是为什么央行在 2005 年前后大力推动市场发展的原因。现在有人说发展市场是对的，但不应该是央行推动、央行管理呀！可是你看，什么事情都是有其历史渊源的！

三、如何发展直接债务融资工具市场

实际上，为什么发展、如何发展，周小川行长在 2005 年“中国债券市场发展高峰会”上的讲话中已经讲明白了。方向定了，剩下的问题是怎么发展。任何事物都有它的规律，脱离事物发展的规律，在那儿异想天开是不行的。你要发展金融市场就要弄明白在哪里发展，向哪个方向发展，依靠谁来发展。我们坐下来分析，我以前说过“分析就是分类”，宏观经济分析中将国民经济的部门进行了分类，一个是政府部门，它的融资就是国债，财政部管着；一个是家庭住户部门，这主要是储蓄部门；还有两个就是非金融企业部门和国外部门。这

下，我们的思路就打开了。政府融资就是发国债，由财政部管；家庭住户部门是储蓄的提供者，其住房贷款等由间接融资完成，也没有听说过哪个张三、李四在债券市场公开发债的；（笑声）国外部门那是外债，我们的资本市场账户还没有放开；那就剩下非金融企业部门这一个比较大的融资需求主体。

我们再进一步分析，也就是进一步把非金融企业的融资方式分分类。融资分两类，一类是内源融资，另一类是外源融资。内源融资是由公司内部各种积累、利润留存、发展基金形成的。我国内源融资向来是不足的。就算经营管理比较完善，财务安排比较有计划的国有、私营企业，单纯依靠内源融资，积累太慢，跟不上发展节奏，不符合现代企业经营发展的要求，所以说还是要依靠外源融资。外源融资分为两种形式，一种是银行贷款，另一种就是直接融资了。直接融资又分为股权融资和债权融资。股权融资，《证券法》明确说了由证监会管。债权融资的事情，就比较复杂了。

大家对债券市场管理格局的历史沿革要有所了解。债券融资在历史上长期由人民银行管理。1981年，国务院颁布了《中华人民共和国国库券条例》，恢复国债发行，这是我国债券市场的开端。1984年前后开始恢复企业债发行。1987年颁发了《企业债券发行管理暂行条例》，明确规定了“企业发行债券必须经中国人民银行批准”。当时的体制是这样的，企业股票、债券的转让都要经人民银行审查批准，企业债券的额度要经国家计委审批。1993年修改的《企业债券管理条例》说得很明确，由国家计委会同人民银行、国务院证券委员会拟订企业债券发行的年度规模和各项指标，发行和交易活动由人民银行及其分支机构和证券监管机构进行监督检查。这样的管理局面，一直维持到1999年前后。我们说，人民银行以前在“大一统”的金融管理模式下，管理内容很多，以前连福利彩票的管理都在人民银行这里。随着改革的深入，人民银行开始塑造超然的中央银行地位，把很多事情都交了出去，企业债券这一摊子事情也就是在1999年交给了国家计委，也就是现在的国家发改委。

到了2005年，我们要发展非金融企业的直接债务融资工具市场时，要依法行政。因为2003年颁布了《行政许可法》，2004年开始执行，《行政许可法》及有关规定要求办事要有法律支撑。此时，人民银行的同志有些后悔了，（笑声）不得不为自己推动市场发展寻找法律依据。当时我们回顾了这段历史，对许多法律条文都进行了梳理，没有找到明确支持的法律条文，困惑了很长时间，最后我们在梳理《企业债券管理条例》时，发现附则里有那么一条“企业发行短期融资券，按照中国人民银行有关规定执行”。你说，平常看法律，谁会特别留意附则呢。但这个附则的发现意义重大，我们如获至宝！（笑声）发展直接债务融资工具有法律依据了！（掌声）根据这个规定，我们组织市场成员开会，研

究制定了《短期融资券管理办法》，推出了一年期的非金融企业债务融资工具。

这个产品的推出，带来的影响是很巨大的。我们当初就确定，不搞行政审批，搞效率更高的备案制，坚持信息披露，不做实质性审核。现在看来，这套做法改变了整个市场的格局。可以说，一个产品带来了一连串的效应，有关部门反应很强烈。有到国务院告状的，有说“不打招呼，破坏议事规则”的，有说短期融资券“短款长用、风险巨大”的。党中央、国务院领导英明啊！（掌声、笑声）说就是个小东西嘛，可以让他们试一试。

有两个概念：“银行间市场”和“交易所市场”。大家都知道，证券市场最初都是场外市场，华尔街的《梧桐树协定》就是这么来的嘛！尤其是债券市场，一直以来都是以场外市场为主。在我国，债券市场就分为场内、场外两个市场，场外市场就是银行间市场。最初，20世纪80年代的债券流通是在商业银行的柜台进行，是真正的OTC柜台市场，1988年时开始了7个城市金融机构柜台国债流通试点，后来在全国61个城市推广。到了1991年实现了全国400个地、市级以上的城市流通转让。从1992年开始，债券交易在交易所场内进行，特别是在武汉、天津证券交易中心及全国证券交易自动报价系统的债券交易出现巨大风险而停止交易之后，整顿以后的债券交易主要在交易所进行。但是，交易所债券市场建设方面存在着制度性缺陷，有大量银行资金通过交易所回购流入股票市场，造成了当时回购利率大幅波动，助长了股市投机和泡沫。大家都知道，1995年发生了影响特别巨大的“3·27”国债期货事件。与此同时，交易所债券市场标准券回购的问题暴露，特别是托管制度问题不小，客户保证金被大量挪用，由此被迫关闭的券商达到了28家，人民银行为此向中证登及证券投资者保护基金提供再贷款高达617亿元。因此，1997年6月，为了维护宏观金融稳定，阻断银行资金流向股票市场，国务院统一部署要求，商业银行全部退出上海和深圳交易所市场。银行从交易所退出后，因其自身有头寸管理、流动性管理的需要，于是人民银行组织16家银行依托外汇交易中心的物理系统，组建了全国银行间同业拆借中心，在此基础上上线债券交易转让系统，全国银行间债券市场形成。这就是“银行间债券市场”的由来，当时就是16家银行参与的市场，所以当时肖钢总裁用这个名字名副其实。现在这个名字已经名不副实了，全国上万家会员，银行只是其中少数了，实际上是机构投资者市场了，但这个名字进了多项法律，改起来很困难。交易所债券市场呢？它一直都在，但是一直以来发展较慢，有一种“重股轻债”的态势。你现在看看统计报表，银行间债券市场从发行量、存量、累计发行量都要远远超过交易所债券市场，说是“主板市场”一点都不为过。

债券市场为什么以场外市场为主？这里面涉及市场发展规律的认识问题。