



Report on Development of
Government Bond Market in China

中国政府债券市场 发展报告

贾康 主编



经济科学出版社
Economic Science Press

中国政府债券市场发展报告

贾 康 主编

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国政府债券市场发展报告 / 贾康主编. —北京:
经济科学出版社, 2012. 6

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1855 - 1

I. ①中… II. ①贾… III. ①债券市场 - 研究报告 -
中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 078731 号

责任编辑: 周 昊

责任校对: 曹 力

版式设计: 代小卫

责任印制: 李 鹏

中国政府债券市场发展报告

贾 康 主编

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: 88191537

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京欣舒印务有限公司印装

880 × 1230 32 开 9. 625 印张 250000 字

2012 年 7 月第 1 版 2012 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1855 - 1 定价: 28. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

自1981年恢复国债发行以来，中国政府债券市场已经走过了三十余年的发展历程，并成为中国改革开放进程的重要组成部分。它在筹集财政资金、支持国家重点大型基础建设项目、改善经济结构、保持适度的经济发展速度等方面都发挥了巨大的作用。随着政府债券规模的不断扩大，政府债券品种不断丰富，国债管理日趋完善，政府债券市场也从无到有，初步建立了多层次的政府债券市场体系。但同时我们也应该看到，中国的政府债券市场仍然存在着诸多问题，如立法基础薄弱、市场分割、投资者结构不合理、市场流动性不足等。

国际金融危机爆发以来，中国政府及时将稳健的财政政策调整为积极的财政政策，国债规模进一步扩大。政府债券市场在经济社会发展中的地位进一步凸显。同时，我们要进一步提高人民币的国际地位、逐步提高中国金融市场的开放程度，这些目标都离不开政府债券市场的发展。国际经验和中国实践都表明，政府债券市场不仅可以筹措资金弥补财政赤字、为政府实施反周期宏观调控政策提供操作工具，还能为一国的金融深化提供必要的市场条件，从而实现资本市场的平衡发展。总之，在中国综合国力不断增强、人民币区域化和国际化步伐不断加快的背景下，研究中国政府债券市场的发展问题不仅是迫切的、必要的，而且具有重要的战略意义。

自2010年4月开始,在英国战略基金(UK SPF)的资助下,我们启动了《中国政府债券市场的发展》课题的研究工作。2010年6月30日课题组在财政部财政科学研究所召开了专门的研讨会暨项目启动会,邀请财政部国库司、中国人民银行研究局、证监会研究中心、中央国债登记结算公司、财政部财政科研所及英国驻华使馆等单位的领导和专家,就该项目研究的意义、内容框架以及调研方法等,充分听取了大家的意见和建议。项目进行的两年时间里,课题组在广泛收集资料的基础上,先后与财政部、中国人民银行、证监会等宏观决策和政策管理部门的领导、专家进行了不同形式的咨询和交流。课题组还在北京、上海等地进行了实地调研,广泛了解政府债券市场的参与各方(包括政府主管部门、中资银行、外资银行、其他机构投资者、证券交易所等)对我国政府债券市场的现状、存在问题及未来改革等方面的意见和建议。比较扎实的调研工作为完成项目研究任务奠定了良好的基础。

2011年2月13~18日课题组一行五人,在贾康所长的带领下赴英国进行政府债券市场管理的相关调研、考察和学习。在英国期间,考察团先后拜访了英国财政部、英格兰银行、债务管理局、金融服务当局、标准人寿投资公司、伦敦金融城管理中心、欧洲市场协会、欧洲MTS等机构,多方探讨英国财政金融制度、政府债券市场的发展及债务管理,以及金融危机对英国政府债券市场的影响和未来应对之策,以期为中国政府债券市场的发展提供有益的借鉴。

在课题取得阶段性成果后,课题组还积极组织研讨会,深入讨论相关议题。2010年11月17日,课题组在北京裕龙国际酒店召开专题研讨会,对当时课题组形成的《中国政府债券市场评估报告》征求意见。来自财政部国库司、财政部对外财经交流办公室、中国人民银行研究局、证监会研究中心、中央国债登记结算公司、财政部科研所、中国人民大学财政金融学院、中央财经大学财政学院、中国建设银行、泰康资产管理公司、汇丰银行等单位的领导、专家,围绕中国政府债券市场的现状、问题进行了广泛、深入的研

讨。2011年12月2日，课题组在北京金融街威斯汀大酒店召开“政府债券市场发展中英研讨会”（暨项目结题会），来自中国人民银行、财政部、证监会、中国银行间交易商协会、中央国债登记结算公司、中国建设银行总行、亚洲证券业与金融市场协会、渣打银行香港有限公司、路透社固定收益外汇市场大中华区、欧盟驻华代表团、全球殷赛公司、英国驻华大使馆、中国人民大学、北京大学、中央财经大学等单位的领导、专家，围绕“完善中国政府债券发行市场”、“推进银行间债券市场与交易所债券市场互联互通”、“法律框架”、“政府债券和收益率曲线”等专题，进行了细致而深入的研讨，特别是对研究报告中的许多具体问题提出了修改完善的建议。会后，我们根据专家意见对研究报告做了修改，部分内容和提法做了调整，形成了最终的课题研究报告。

本书内容正是在该课题最终研究报告的基础上修改、完善而成的，共分为上下两篇。

上篇为“中国政府债券市场评估报告”，主要采用定性分析、定量测算和指标控制的方法，对中国政府债券市场的发展成就和主要问题进行了总体评价。具体包括五大部分。（1）总论。阐明了报告中的关键概念、研究背景及目标，对中国政府债券市场的发展成就和主要问题进行了总体评价，进而简明提出了完善中国政府债券市场的政策建议。（2）中国政府债券市场的宏观环境评估。在阐述政府债券市场的基本原理及功能定位、现行格局及债务负担状况的基础上，分析了中国政府债券市场的法制环境、政策环境、制度环境、监管体系、信用环境。（3）中国政府债券市场基础产品评估。在介绍中国政府债券市场基础产品总体状况的基础上，提出了对之进行评价的指标体系设计，进而对中国政府债券市场的基础产品进行了系统评估。（4）中国政府债券市场体系发展评估，在介绍中国政府债券市场体系总体情况的基础上，提出了评估指标体系框架，进而对市场主体、发行市场、银行间市场、交易所市场、柜台市场等分别进行了评估。（5）与政府债券相关的衍生品市场

发展评估。在介绍政府债券衍生品市场总体发展状况，对政府债券衍生产品和相关市场分别进行了评估。

下篇为“中国政府债券市场政策建议报告”，针对目前中国政府债券市场存在的主要问题，提出了相关政策建议。相应也分为五个部分。第一部分从宏观环境、发行市场、二级市场以及衍生品市场四个方面，对中国政府债券市场存在的主要问题进行了深入分析。第二部分从法律法规、市场监管体系和部门协调机制方面提出了优化政府债券市场的宏观环境的政策建议。第三部分从发行制度机制、债券品种、债券离岸市场等方面提出了充实、完善政府债券的发行市场的政策建议。第四部分从市场互联互通、市场流动性和市场开放程度方面提出了推进政府债券二级市场发展的政策建议。第五部分从国债期货和信用衍生产品方面提出了推进政府债券衍生品市场发展的政策建议。

此外还有两个附件，分别是“英国政府债券市场的管理与变革”和“尽快发行与通胀联结的指数化国债”。

课题研究表明，三十余年来，中国政府债券市场取得了举世瞩目的发展成就。我国目前已基本形成了相对完整的政府债券发行市场（一级市场）和流通市场（二级市场），初步建立了多层次的银行间债券市场、交易所市场和场外柜台市场三大市场体系；市场规模不断扩大；政府债券品种和市场工具日益丰富；市场参与主体逐渐多元化；电子化交易技术不断普及、做市商等制度建设加速创新；法制环境与监管体系日渐完善。上述这些发展成就为中国政府债券市场的继续成长奠定了坚实的基础。当然，中国政府债券市场在宏观环境、发行、流通、衍生品等方面还存在着诸多问题，需要进一步的改革加以解决或缓解。

我们认为，中国政府债券市场的基本功能是：为国家经济社会建设提供高效、便利和充裕的资金支持；为政府宏观调控提供适宜、充足且规范的操作工具；为银行、非银行金融机构、企业和个人投资者提供重要的投资产品；形成有效的市场交易基准，为中国

的金融深化提供必要的市场条件。

中国政府债券市场发展的总体目标是：促进中国政府债券市场向更加互通、开放和具有高度流动性的方向发展。基于以上目标定位，我们提出完善中国政府债券市场的如下政策建议：

一是从法律法规、市场监管体系和部门协调机制方面优化政府债券市场的宏观环境，包括完善政府债券市场的相关法律法规、加强政府债券市场的监管体系建设以及完善部门协调及相关制度建设；

二是从发行制度机制、债券品种、债券离岸市场等方面充实、完善政府债券的发行市场，包括完善关键期限固定滚动发行机制和建立预发行制度、建立债券转换机制、推动市政债建设、一级自营商机制与国债承销团建设、丰富债券品种（特别是设计发行指数化债券）以及推动政府债券离岸市场发展；

三是加强债券市场互联互通、提高市场流动性、拓展市场开放程度，积极推进政府债券二级市场发展，包括加强各子市场之间的互联互通，包括投资人、市场运作机制、债券定价机制和国债产品的市场间互通；通过促进国债品种多元化、改善国债发行结构、调整国债利率结构、推进交易市场的交易方式以及国债衍生品的创新、完善国债交易做市商制度，提高债券市场的流动性；以及，拓展市场开放程度，当前应积极探索国债离岸市场的发展，鼓励外国投资者的进入，探索与国外做市商平台合作等举措；

四是积极推进政府债券衍生品市场的发展，包括恢复发展国债期货、完善信用衍生产品相关机制等。

在两年的课题研究及写作过程中，我们得到了许多专家和领导的支持、帮助，特别是周成跃副司长、韦士歌处长、周勇处长、张建华局长、王宇副局长、祁斌主任、王欧副主任、郭庆旺院长、马海涛院长、包香明主任、徐良堆业务总监，刘怡教授、李磊宁副教授、张铮副总经理等领导和专家，以及英国驻华使馆的 Peter Mumford 先生和刘可女士，给予我们许多宝贵的指导。在此，我们表示诚挚的谢意！当然，本书内容中的谬误和不妥之处，责任自当由作者承担。

《中国政府债券市场发展报告》

课题组成员名单

课题资助方：英国战略基金

课题组负责人：

贾康（财政部财政科学研究所所长、研究员、博士研究生导师）

课题组成员：

吕旺实（财政部科研所外国财政研究室主任、研究员、博导）

赵全厚（财政部科研所金融研究室主任、研究员、博导）

吴方伟（中央国债登记结算公司业务总监，经济学博士）

王桂娟（财政部科研所外国财政研究室副主任、副研究员、硕导）

张 鹏（财政部科研所科研组织处副研究员，经济学博士）

程 瑜（财政部科研所科研组织处副研究员，经济学博士）

封北麟（财政部科研所金融研究室副研究员，经济学博士）

李 婕（财政部科研所基础理论研究室助理研究员，经济学硕士）

金 烨（中央国债登记结算公司研发部，经济学学士）

刘 可（英国驻华大使馆）

报告执笔人：贾 康 王桂娟 张 鹏 程 瑜

封北麟 吴方伟 李 婕 金 烨

目 录

上 篇 中国政府债券市场评估报告

第一章 总论	(3)
第一节 研究背景与目标	(4)
第二节 中国政府债券市场的发展成就	(5)
第三节 中国政府债券市场存在的主要问题	(12)
第四节 完善中国政府债券市场的政策建议	(13)
第五节 研究的整体框架	(15)
第二章 中国政府债券市场宏观环境评估	(17)
第一节 政府债券市场的基本原理及功能定位	(17)
第二节 中国政府债券市场的现行格局及债务 负担状况	(20)
第三节 中国政府债券市场的宏观环境评估	(27)
第四节 改进中国政府债券市场宏观环境的 思路和建议	(41)
第三章 中国政府债券发行市场评估	(46)
第一节 发行市场建设不断完善，基础产品 日益丰富	(46)
第二节 评估指标体系设计	(59)

第三节 市场基础产品发展评估	(62)
第四章 中国国债流通市场发展评估	(80)
第一节 中国国债流通市场发展情况	(80)
第二节 评估指标体系构建与运用	(80)
第三节 日益完备的市场主体	(85)
第四节 良好的市场基础设施	(89)
第五节 快速壮大和高效运作的银行间市场	(91)
第六节 迅速恢复和发展的交易所市场	(105)
第七节 不断完善和发展的柜台市场	(114)
第八节 加速完善和勇于拓进的我国国债 流通市场	(119)
第五章 与国债相关的衍生品市场发展评估	(121)
第一节 国债衍生品市场总体发展状况	(121)
第二节 国债衍生产品的发展评估	(124)
第三节 国债衍生品市场的发展评估	(140)

下 篇 中国国债市场政策建议报告

第六章 目前中国国债市场存在的主要问题	(151)
第一节 国债市场宏观环境存在的主要问题	(151)
第二节 国债发行市场存在的主要问题	(157)
第三节 国债二级市场存在的主要问题	(168)
第四节 国债衍生品市场存在的主要问题	(177)
第七章 优化国债市场的宏观环境	(183)
第一节 相关国际经验借鉴	(183)

第二节	完善相关法律法规	(198)
第三节	完善市场监管体系建设	(204)
第四节	完善部门协调及相关制度建设	(207)
第八章	充实、完善政府债券的发行市场	(209)
第一节	完善关键期限固定滚动发行机制和建立 预发行制度	(209)
第二节	建立债券转换机制	(212)
第三节	推动市政债建设	(213)
第四节	完善一级自营商制度与国债承销团建设	(217)
第五节	丰富债券品种, 设计发行指数化债券	(220)
第六节	政府债券离岸市场发展	(221)
第九章	积极推进政府债券二级市场的发展	(223)
第一节	世界主要国家的市场特点与经验借鉴	(223)
第二节	加强各子市场之间的互联互通	(229)
第三节	提高市场流动性	(233)
第四节	拓展市场开放程度	(237)
第十章	积极推进政府债券衍生品市场的发展	(240)
第一节	国债期货	(240)
第二节	信用衍生产品	(253)
附件一:	英国政府债券市场的管理与变革	(259)
附件二:	尽快发行与通胀联结的指数化国债	(285)
参考文献		(291)

上

篇

中国政府债券市场评估报告

本项目研究拟在实地调研和案头研究的基础上，采用定性分析、定量测算和指标控制的方法，对我国政府债券市场的基本结构、运行机制、政策环境和产品设计进行综合分析，并形成科学、精细、规范的中国政府债券市场评估报告，为推进国债流通市场改革，提升市场的“互通、开放和具有高度流动性”提供研究基础和改革建议。

第一章 总 论

在进行研究之前，我们首先有必要明确若干概念。债券（Bonds）是政府、金融机构、企业等直接向社会借债筹措资金时，向投资者发行的、承诺按一定利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权债务凭证。政府债券则是指政府部门为筹集资金，以政府信用为担保发行的债券。其最本质的特征为，发行主体是政府，凭借的是国家信用借债。中央政府发行的称中央政府债券（又称国家债券或国家公债），地方政府发行的称地方政府债券（地方公债）。

我国的地方政府债券最早在新中国成立初期就出现过，20 世纪 80 年代末至 90 年代初，许多地方政府为了筹集资金修路建桥，曾经发行过地方债券。但在 1993 年，地方政府债券被国务院明确“叫停”，1995 年 1 月 1 日起施行的《预算法》第 28 条明确规定：除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。这一禁令一直保持到 2009 年，中央政府代地方发行 2 000 亿国债为止。因此，本研究中的“政府债券市场”主要侧重于中央政府债券市场的研究。

还需要指出的是，世界各国通常由财政部作为中央政府的唯一代表发行中央政府债券，即国债。由于国债的发行量和交易量在证券市场一般都占有相当大的比重，国债不仅起到了筹措财政资金的作用，其作为特殊金融产品还在金融市场发挥着重要的作用，并且是各国中央银行进行公开市场业务的重要手段。而我国的中央政府

债券，除了财政部发行的国债外，还包括了中国人民银行发行的央行票据和政策性金融机构发行的政策性银行债。我国的国债目前也没有成为中央银行公开市场业务的主要手段。

第一节 研究背景与目标

一、研究背景

自1981年，我国在停发22年之后首次恢复国债发行以来，中国国债市场已经走过了近三十年的发展历程，并成为中国改革开放进程的重要组成部分。它在筹集财政资金、支持国家重点大型基础建设项目、改善经济结构、保持适度的经济发展速度等方面都发挥了巨大的作用。随着政府债券规模的不断扩大，政府债券品种不断丰富，国债管理日趋完善，政府债券市场也从无到有，初步建立了多层次的政府债券市场体系。但同时我们也应该看到，中国的政府债券市场仍然存在着诸多问题，如立法基础薄弱、市场分割、投资者结构不合理、市场流动性不足，等等。由于国债这一特殊金融产品的独有属性，这些问题不仅限制了中国政府债券市场自身的发展，还影响着整个中国金融市场的稳定与繁荣。

国际金融危机爆发以来，中国政府及时将稳健的财政政策调整为积极的财政政策，国债规模进一步扩大。2009年，实际发行国债16 269亿元。2009年末实际国债余额为60 238亿元，占国内生产总值的17.7%，较2008年末提高0.7个百分点。政府债券市场在经济和社会发展中的地位进一步凸显。同时，我们要进一步提高人民币的国际地位、逐步提高中国金融市场的开放程度，这些目标都离不开政府债券市场的发展。

国际经验和中国实践都表明，政府债券市场不仅可以筹措资金弥补财政赤字、为政府实施反周期宏观调控政策提供操作工具，还能为一国的金融深化提供必要的市场条件，从而实现资本市场的平

衡发展。总之，在中国综合国力上升、人民币区域化和国际化趋势的背景下，研究中国政府债券市场的发展问题不仅是迫切的、而且必要的，具有重要的战略意义。

二、研究目标

我们认为，我国政府债券市场的基本功能是：为国家经济社会建设提供高效、便利而充裕的资金支持；为政府宏观调控提供适宜、充足且规范的操作工具；为银行、非银行金融机构、企业和个人投资者提供重要的投资产品；以及形成有效的市场交易基准，为我国的金融深化提供必要的市场条件。在此定位下，本项目的总体目标是，针对目前中国政府债券市场的现状和主要问题，深入分析中国政府债券市场与问题，以促进中国政府债券市场向更加互通、开放和具有高度流动性的方向发展。

具体讲，包括：完善政府债券市场立法和相关宏观政策环境，优化国债产品供给，改善市场结构与机制，促进市场互联互通，提高市场开放程度，形成安全、有效的市场运行效率。

第二节 中国政府债券市场的发展成就

一、多层次的市场体系初步形成

经过近三十年的迅速发展，我国目前已基本形成了相对完整的政府债券发行市场（一级市场）和流通市场（二级市场），初步建立了多层次的银行间债券市场、交易所市场和场外柜台市场三大市场体系，中国政府债券市场取得了令人瞩目的成就。市场化发行方式和流通机制的建立、政府债券品种和市场工具的日益丰富、参与主体的多元化、电子化交易技术的普及、做市商制度的建立以及交易程序和监管机制的规范化，都为中国政府债券市场的继续成长奠定了坚实的基础。