

发展亚洲公司债券市场

——中国人民银行和国际清算银行于
2005年11月17~18日在中国昆明举办的
研讨会论文集


● 中国人民银行国际司编

发展亚洲公司债券市场

——中国人民银行和国际清算银行于 2005 年 11 月
17 ~ 18 日在中国昆明举办的研讨会论文集

中国人民银行国际司 编

孙 平 魏 欣 译
武 翊 汪 洋

 中国金融出版社

责任编辑：仲 垣
责任校对：孙 蕊
责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

发展亚洲公司债券市场 (Fazhan Yazhou Gongsì Zhaiquan Shichang): 中国人民银行和国际清算银行于 2005 年 11 月 17 日~18 日在中国昆明举办的研讨会论文集/中国人民银行国际司编. —北京: 中国金融出版社, 2006. 10

ISBN 7 - 5049 - 4179 - 4

I. 发… II. 中… III. 公司—债券—资本市场—亚洲—学术会议—文集 IV. F833.05 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 126102 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 210 毫米×297 毫米

印张 9

字数 272 千

版次 2006 年 11 月第 1 版

印次 2006 年 11 月第 1 次印刷

印数 1—1000

定价 26.00 元

如出现印装错误本社负责调换

前言

公司债券市场对于金融市场，特别是资本市场的发展和改善社会融资结构具有重要意义。近年来，亚洲许多经济体的债券市场得到迅速发展，但与一些发达国家相比仍较落后。在中国人民银行行长周小川的倡导下，2005年11月17~18日，亚太地区的11家中央银行代表齐聚昆明，就亚洲公司债券市场发展问题进行了专题研讨。

此次研讨会由中国人民银行和国际清算银行共同举办。除上述11家中央银行负责金融市场的高级官员外，国际清算银行和欧洲中央银行的代表以及部分学术界人士出席了研讨会。周小川行长和国际清算银行总经理奈特（Knight）在会上做了主旨发言。研讨会围绕五个专题展开讨论：发展公司债券市场的必要性；相应的法律和机构框架；信息披露和公司债券评级的重要性；一级市场和二级市场的流动性以及透明度；中央银行在公司债券市场发展中所起的作用。会议取得了圆满成功。

亚洲地区新兴市场国家公司债券市场不发达曾是普遍现象，也是东亚金融危机的重要原因。但是，近年来本地区许多国家吸取惨痛教训，通过减少行政限制，简化和取消审批手续，完善市场基础设施等措施，大力发展公司债券市场。马来西亚、韩国、泰国等公司债券市场取得了长足的发展。虽然中国公司债券市场的发展也很迫切，但迄今仍裹足不前。大力发展亚洲各经济体的公司债券市场，对于发展直接融资、改善融资结构、促进资本市场发展、维护金融稳定具有重要作用。在这个过程中，中央银行可以发挥积极的促进作用。

为扩大和更好地利用会议成果，国际清算银行将会议发言汇集成册，出版了会议英文文集。中国人民银行国际司经过国际清算银行同意，组织力量对文集进行了翻译。行领导对出版此书十分重视，国际司金琦司长、何建雄副司长等领导对本书编译给予了具体指导，孙平、魏欣、武翊、汪洋等同志承担了文集的翻译和校对工作。我们衷心希望本书对我国金融市场的发展能够有一定的借鉴作用。受水平和时间所限，不当之处，敬请批评指正。

中国人民银行国际司
2006年8月

目录

前言	iii
概述	
发展亚洲公司债券市场：昆明会议总结 马国南、Eli Remolona 和何建雄	1
演讲稿	
中国公司债券市场发展：经验与教训 周小川	7
共享发展公司债券市场的经验 Malcolm D Knight	11
背景资料	
发展亚洲公司债券市场 Jacob Gyntelberg、马国南和 Eli Remolona	14
提交资料	
为什么需要公司债券市场：市场发展与直接债务融资 Marvin Goodfriend	22
发展多层次的金融中介：公司债券市场和银行的互补职能 Suresh Sundaresan	24
公司债券市场结构与透明度：美国的经验 Amy K Edwards	30
评级机构的作用与功能 Thomas Keller	36
澳大利亚公司债券市场概述 Ric Battellino 和 Mark Chambers	41
发展中国债券市场 穆怀朋	49
发展公司债券市场 ——从欧洲法律视角观察 Erwin Nierop	53
发展亚洲公司债券市场的经验及第二期亚洲债券基金 梁凤仪	64
发展亚洲公司债券市场	v

印度公司债券市场	
V K Sharma 和 Chandan Sinha	70
日本信用市场的发展	
Hibiki Ichiue	77
发展公司债券市场：韩国的经验	
Myong – Jony Lee 和 Soo – Ho Kim	84
马来西亚公司债券市场	
Muhammad bin Ibrahim 和 Adrian Wong	98
新西兰公司债券市场	
Simon Tyler	111
菲律宾公司债券市场	
Nestor A Espenilla, Jr	117
新加坡公司债券市场	
Chuan Teck Lee	126
泰国公司债券市场	
Pongpen Ruengvirayudh 和 Sakkapop Panyanukul	131

概述

发展亚洲公司债券市场：昆明会议总结

马国南、Eli Remolona 和何建雄^①

一、概述

2005年11月17~18日，来自亚太地区11个中央银行和欧洲中央银行的高级代表会聚中国昆明，参加国际清算银行亚太代表处和中国人民银行共同举办的研讨会，分享各自在发展本国公司债券市场方面的经验。大家对这个非常适时的主题进行了热烈和坦诚的讨论。

为了使研讨会规模小而且不要太正式，会议只邀请了几位学术界和市场人士参加。会议参加人员包括中国人民银行行长周小川先生和国际清算银行总经理奈特先生，他们分别做了主旨发言。香港金管局总裁任志刚先生主持了第一节的热议讨论。学术界人士包括哥伦比亚大学的 Suresh Sundaresan 和卡麦基梅隆大学的 Marvin Goodfriend。

研讨会主要围绕五个专题展开讨论：（1）为什么需要公司债券市场？市场发展和直接债务融资；（2）法律和机构框架：游戏规则；（3）信息的角色：披露、评级机构和基准；（4）市场流动性：微观结构和透明度；以及（5）中央银行和公司债券市场发展。会议分五小节对五个专题分别进行讨论，每个专题先由主演讲人介绍专题并提出讨论问题，再进行讨论。与会者根据讨论题目介绍本国市场的发展经验。

二、为什么需要公司债券市场？市场发展和直接债务融资

卡麦基梅隆大学的 Marvin Goodfriend 强调了直接债务融资在一国经济发展过程中的重要性。公司发展之初，通常依靠内部融资或公司家族中借款。随着经济的发展，公司需要获得外部融资，首先以“信息密集型”间接融资的形式，即银行发放的贷款形式。在此基础上，已经树立良好形

^① 马国南是国际清算银行亚太代表处高级经济学家；Eli Remolona 是国际清算银行亚太代表处副代表；何建雄是中国人民银行国际司副司长。

象的大公司则开始以直接融资的形式从公司债市和股票市场上融资。此时，银行仍继续提供增值服务，投资银行则以不同方式帮助公司进行直接融资。这样，多种融资渠道改善了公司的资本结构，增加了竞争和创新。Goodfriend 教授还强调了债券融资可以缓解短期贷款市场容易出现的债权人撤资问题（creditor-runs）。他特别介绍了一个运作良好的公司债券市场可以起到“备用胎”作用的重要性，尤其是在金融系统抵抗冲击方面。

马来西亚中央银行的 Muhammad bin Ibrahim 指出，马来西亚的金融体系有其自身相当强大的“备用胎”。事实上，现在林吉特公司债券市场，即马来西亚人称的“私人债券（PDS）”市场规模比本国政府债券市场还大。市场融资目前占国内融资总量的 80% 以上，而 1997 年时只占不到一半。近年来，这个市场由基建和公用事业部门发行者主导，发展最快的是伊斯兰债务市场，现在占私人债券市场的近三分之一。马来西亚私人债券发行债券的期限为 1 年至 28 年，以满足不同发行者的需求，但它们发行规模相对较小，从某种程度上讲导致了市场的流动性差。

印度储备银行的 Chandan Sinha 强调了发展印度公司债券市场的必要性和潜力所在。他特别指出了五点因素：（1）现有的居民储蓄投资于银行存款和政府债券的偏好；（2）政府债券在本国债券市场中的主导地位；（3）公司部门对银行贷款的很强的依赖性；（4）私募资金相对于公开发行的优势；以及（5）流动性差的二级市场。联系这五点因素，Sinha 先生概括了发展印度公司债券市场的主要障碍。首先是缺乏市场基础设施，在需求方面机构投资者太少，在供给方面高质量的发行者太少。他罗列了未来市场发展的前提条件，包括有效的政府债券和货币市场，稳健的法律框架和可供使用的对冲工具的使用性。他建议通过提高透明度扩大债券零售市场。

新加坡金管局的 Chuan Teck Lee 先生阐述了一个繁荣的公司债券市场可以深化资本市场，即使在小型经济体也是这样。他概述了新加坡政府为发展本币和外币发行市场所采取的措施。1997 年至 2004 年，新加坡公司债券市场的规模扩大了 4 倍，公司债券余额目前已经是银行贷款余额的两倍。当局进一步发展本国债券市场的动议有三个主要目标：1）建立具有流动性的政府基准收益率曲线；2）发展活跃的二级市场，包括现金交易和衍生产品；3）鼓励国内和国外的投资者和发行者加入新加坡债券市场。新加坡的例子在于尽管该经济体规模很小，但当局努力吸引非居民发行者进入本币和外币市场，以扩大并深化公司债券市场。

摩根斯坦利的 Robert Breden 先生阐述了他作为市场参与者对公司债券市场在金融市场发展中的作用看法。公司债券市场对于培育发行者、债券投资者和其他资本提供者的信贷文化、市场约束和基准至关重要。它还为企业提供了长期、无须担保的融资机会。另外，银行也可以利用公司债券一级和二级的价差评估市值定价（MTM）贷款头寸。然而，Breden 先生指出了亚洲银行当前的高流动性和资本化程度抑制了公司债券市场，由于银行愿意以低利差借贷，公司不情愿涉足资本市场。他总结说亚洲的储蓄率和人口情况可能会导致机构货币管理的迅速发展，以及人寿和养老金计划更多的参与。有效地对这些计划进行资产管理需要资产结构的平衡，目前不发达的公司债券市场将带来对股票、政府债券和结构化票据的过多投资。

三、法律和机构框架：游戏规则

何种破产和清偿条款有利于信贷市场的良好运作，并同时可以平衡贷款人和借款人的权利？哥伦比亚大学的 Suresh Sundaresan 教授通过三点指导性原则回答了这个问题。第一，破产法在事后应该传达一个有效的信号，即债权（包括股票和债务）能够最大化；第二，破产法应在事前明确对不能履行合约义务的惩罚，即能够保证可对借款者的资产进行追索；第三，它应该对有能力而缺乏流动性的公司借款者提供一种重组的激励机制。Sundaresan 教授指出银行贷款通常有担保、可优先偿还，而且仅由几家银行控制，在贷款出问题，易于进行协调，也可以重新签署合同。相比之下，在公司债券市场中，很多投资者会购买同一家发行者的债券，这就使得资金紧张

时债务谈判要复杂得多。他随后讨论了一系列市场机制，可以解决资金紧张状况。

欧洲中央银行的 Erwin Nierop 先生描述了欧洲在欧元推出后发展公司债券市场的经验。通过降低发行成本、减少货币风险以及扩大市场规模和投资者群体的途径整合金融市场，欧洲中央银行和单一币种的建立促进了市场的发展。然而，Nierop 先生指出欧元区仍不得不在一种货币和一个货币当局体制下面对 12 家监管当局和法律辖区，对付 12 个有效划分的金融市场。事实上，欧盟中共有 25 个不同的资本市场。这种法律和监管割据限制了本应从市场一体化中获取的收益。他还叙述了欧盟和欧洲中央银行近年来已经或正在做的努力，旨在协调：支付系统和其他市场基础设施、法律、法规、指导原则、抵押政策，以及加强金融稳定的措施。

韩国银行的 Myong-Jong Lee 先生质疑了银行担保对减少公司债券市场的信贷风险及风险定价的有效性。在韩国，上市公司发行的债券中，由银行或其他非银行金融机构担保的上市公司债券发行份额从 1997 年占总发行的 85% 降到了 2004 年的不到 1%。对这样的巨幅下滑，Lee 先生提出了三种解释：第一，很多韩国商业银行和商人银行经受过亚洲金融危机的巨大压力，面临艰难的重组挑战，以达到资本充足率要求，这就使得它们极其不愿意为公司债券提供担保；第二，面对银行信贷的严重紧缩，挣扎中的韩国公司部门被迫从债券市场融资，即使在没有银行担保的情况下也是如此；最后，随着金融危机的减退，国内利率降低，使得大量资金涌入韩国的投资信托公司，而这些信托公司又大量投资于韩国公司债券市场。1999 年，流入信托投资公司的资金增长是 1997 年的 3 倍。Lee 先生强调说这个进展的一个重要结果是韩国公司债券目前真实地反映了公司的信贷风险，而不是银行的信贷风险，而后者通常被认为获得了政府的暗中支持。

中国人民银行的穆怀朋先生回顾了中国公司债券市场发展监管分割带来的挑战。中国有两个不同的债券市场：由中国人民银行监管的银行间债券市场和由中国证券监督管理委员会监管的证券交易所市场。尽管大约 40% 的政府债券在两个市场发行和交易，但其他政府债券和多数公司债券仅在一个市场交易，即没有跨市场发行。这两个市场微观结构极不相同，投资者群体、托管和清算系统也不同，这就使投资者难以在两个市场套利。监管机构好像也不止两家，公司债券发行的配额发放掌握在第三家政府机构手中，即国家发展改革委员会。穆怀朋先生指出，尽管不同的市场可能会满足不同投资者和发行者的需要，但两个债券市场间投资者、发行者、资金流和托管服务不应分割开。他还谈到了一些发展一个更加统一的债券市场的政府措施，包括采用多层次场外市场结构、加强市场约束（通过加强信用评级机构的作用）以及加强信息披露。

在这方面，马来西亚的经验则表明了减少监管障碍和加强协调如何能够加强公司债券市场。随着国家债券市场委员会的建立（该委员会将几家监管机构合成一家），公司发行的批准时间从以前的 9~12 个月减少到了 14 天。马来西亚公司债券市场 2004 年的规模是 1989 年的 124 倍，目前接近 GDP 的 40%。

Robert Breden 评述了信贷衍生产品、《巴塞尔新资本协议》和新会计准则的作用。他提出虽然信贷违约掉期（CDS）市场对公司债券和贷款市场很重要，公司债券市场对发展信用衍生市场同样重要。《巴塞尔新资本协议》有关资本的规定鼓励银行利用衍生产品对冲过度的贷款风险暴露，这可能有助于减少对 BB 评级信贷的挤出效应。Breden 先生还提出，尤其是对保险公司来讲，合理的会计政策有助于建立债券市场合理的期限结构。某些国家，存在根据市值定价的资产和政策性负债错配，如果长期负债不根据市值定价，而资产却根据市值定价的话，将会出现信息扭曲。保险公司就会非常乐于投资短期资产，而不去匹配负债流。日本改变了其会计准则，允许负债来匹配资产，并免于市场计值会计标准。这种做法有助于长期的机构、市政和公司债券的资本市场的交易活动。

四、信息的角色：披露、评级机构和基准

韩国银行的 Lee 先生描述了韩国在市场计值法（MTM）会计准则的经验，并讨论了会计准则对

债券市场和基金管理业的影响。韩国自 1998 年末开始，逐步开始对信托投资公司管理的债券基金和银行持有的信托账户实施市场计值法会计准则。推行市场计值法的动力之一是在亚洲金融危机和 1999 年大宇事件当中，账面价值方法加剧了流入和流出信托投资公司的资金的波动。实际上，有观点认为这种波动是这些年来信托投资公司出现兴衰的主要原因。Lee 先生提出市场计值法会计方法还会增加透明度，加强市场流动性，因为投资者可以更好地了解债券的合理估价，有更强的激励机制去交易而不是持有债券以避免损失。然而，实际中的问题却困扰着市场计值法准则的实施，尤其是对流动性差的公司债券的定价。韩国现在由两家私人定价机构根据矩阵定价法为债券定价。

穆迪投资者服务部门的 Thomas Keller 先生讨论了信贷评级机构在发展公司债券市场中的作用。根据发行者提供的信息以及信贷机构评估信贷风险的广泛经验，这些机构可以提出发行者是否能够履行其义务的看法。Keller 先生称这种意见所起的作用类似于公共产品，即可以公开查到，并可以广泛传达给投资者，因此有助于减少信息不对称的问题。但要注意的一点是当前或潜在的债券发行者为评级服务支付费用，这就要求评级机构不仅要具有很强的分析能力，还必须保持高度独立性和客观性，以避免利益冲突。

国际清算银行亚太代表处的 Eli Remolona 回答了韩国银行 Lee 先生提出的一个问题：我们如何判断市场价格所反映信息的正确性。市场上有关贷款人的信息有几种反映形式：收益报告、利润警告、财务新闻公告以及证券公司的信用分析。评级机构通过几种方式对这些信息加以总结：评级公告、展望与回顾。通常评级公告是最精确的，也是最慢的；而评级回顾预测通常是最及时的，可以预测 90 天内的评级决策。Remolona 先生介绍了这些公告对 CDS 市场影响的一个研究结果，结果表明 CDS 合约像股票一样，对新信息反应极快，流动性也强。信贷机构评级的回顾在 CDS 和股票市场中引起的反响最大，其次是展望与评级公告。此外，这些信息的发布似乎对投资等级低端的信贷影响更大，表明很多机构投资者原则上不投资投机级债券。

五、市场流动性：微观结构和透明度

Sundaresan 教授评论了与固定收益市场微观结构相关的问题，并重点阐述了公司债券市场的透明度问题。与政府债券市场不同，公司债券市场包含很多发行者，发行规模较小，合约条款不规范。因此，公司债券市场流动性比政府债券市场差，机构投资者通常主导公司债券市场。此外，评级高的公司通常通过在一级市场和二级市场不同的安排，区分自己与其他公司，使得市场透明度级别不同。比如，高质量短期商业票据比起高收益债券来讲，通常需要较少的信息。在一级市场，公共债券发行和未注册债券发行的承销程序、目标投资者群体以及披露要求都不同。而对于二级市场来讲，主要问题是交易前后透明度的标准，以及对抵押贷款应采用何种安排。

菲律宾中央银行的 Nestor Espenilla 先生着重讲了菲律宾在市场微观结构以及透明度方面的经验。他强调了对市场约束、投资者信心和市场流动性的重要性。直到近来，菲律宾债市还困扰在市场分割、无效价格发现以及缺乏透明度之中。他讨论了建立菲律宾固定收益产品交易所作为债券交易和结算整合的电子交易平台的努力。这种新的整合的基础设施旨在加强市场透明度、效率、流动性和可靠性，并被设计为包括所有债券及不同市场微观结构。它将成为一个集中化的市场，包括交易参与权，投资者可以自由地选择经纪人，透明定价及证券信贷安排。Esenilla 先生还提出了以下问题，即期望多家做市商提供公司债券流动性是否现实，以及是否应该要求交易商披露交易信息。最后，他提出了地区性清算系统是否具有优势的问题。

来自美国证券交易委员会的 Amy Edwards 论述了交易后期透明度的问题，尤其是美国在交易报告及合规搜索（TRACE）系统中的经验。TRACE 系统于 2003 年开始运作，要求公司债券场外交易在交易的 15 分钟后报告。自那时起市场流动性大为改善，而且她自己的研究还表明这种透明度大大降低了交易成本。总体看，交易发生的信息透明度使投资者受益，同时也使监管者加强了

其市场监督职能。但 Edwards 女士也提到，要记住的是对透明度的要求并不意味着强加某种市场微观结构。

泰国银行的 Pongpen Ruengvirayudh 谈了泰国曼谷二级债券市场的信息披露和透明度的经验。泰国债券市场自亚洲金融危机以来大规模扩展，债券余额从 1997 年占 GDP 的 4% 上升至 2004 年占 GDP 的 42%。尽管如此，政府债券仍然主导市场，而且分割的结算系统也阻碍着市场发展。另外，泰国公司债券市场面临的制约因素还包括缺乏高质量的投资者和市场基础设施匮乏。市场有两个主要的交易平台：自动配对的债券电子交易系统和场外交易市场。为适应不同的交易结构而设计的电子交易平台将于 2006 年推出。新的系统将克服现有的某些障碍。另外，预计一个更加可靠的政府债券基准收益曲线也将推动公司债券市场的发展。

澳大利亚储备银行的 Ric Battelino 演讲的重点是固定收益市场和外汇市场对公司信贷市场有效运作的重要性。他从澳大利亚的经验中提炼了三点教训。第一，发展固定收益市场最简单的方法是从政府债券市场入手，因为它更具流动性，对基础设施的发展更有益，而且它可以为更广泛的信贷市场提供基准收益曲线；第二，一旦基础广泛的信贷市场发展起来了，就可以缩小政府债券市场的规模，这样不会对市场造成伤害。这种可能性已经被澳大利亚近期大幅财政盈余所证实；第三，一个自由开放的外汇市场相当重要，最好还能实行浮动的汇率制度。这里，最关键的考虑是有深度的货币掉期市场可以鼓励外国发行者参与，鼓励外国投资者投资国内市场；同时又允许国内发行者参与海外市场，及国内投资者对冲其海外投资风险。对于像澳大利亚这样小型的经济体来讲，一个有深度的货币掉期市场就更重要了。

六、中央银行和公司债券市场发展

为了讨论中央银行的作用，日本银行的 Hibiki Ichiue 介绍了日本的信贷市场，包括公司债券市场，武士（Samurai）债券市场，辛迪加贷款，证券和信贷衍生产品。银行贷款仍主导日本的信贷市场，但公司债券市场在金融危机期间有所扩展。Ichiue 先生指出本国和国际信贷机构，以及 2006 年将推出的无纸化债券，都将推动公司债券市场的发展。影响日本信贷市场的一个关键性因素是大量的储蓄盈余，这使得信贷利差很窄，结果造成公司债券市场以国内投资者为主。武士债券市场和跨境辛迪加贷款使得日本投资者暴露于海外信贷风险。公司债券发行近年来比较平稳，而辛迪加贷款 2005 年是 2000 年的三倍还多。日本银行在发展辛迪加贷款市场方面起到了重要作用，它公布数据，在公开市场操作接受辛迪加贷款抵押，并帮助自律组织设计标准化合约。近年来，证券化市场也大规模扩张，主要受抵押证券的推动。其他种类的资产抵押证券和商业票据的发行也有所增长，其中资产组合近一半为对中小公司的银行贷款。日本银行还通过研讨会，加强标准化信息披露、市场调查和数据发布等形式积极地推动市场的发展。

香港金融管理局的梁凤仪女士集中介绍了中央银行在建立第二期亚洲债券基金（ABF2）及其后续发展方面的合作经验。她指出了亚洲债券市场发展面临的五大挑战：（1）投资者参与程度低；（2）低流动性；（3）缺乏价格透明度；（4）低信贷评级；以及（5）高税率。ABF2 正是为了迎接这些挑战，以及改善市场基础设施应运而生的。ABF2 家族中的 9 种基金的特点是低门槛，以及被动跟踪指数形成的低交易成本。基金还具有很高的透明度，分散的风险，应该对广泛的投资者群体具有吸引力。尤其值得一提的是，香港指数基金自 2005 年 7 月上市后扩大了 40%。ABF2 还通过推行做市商制度提高了流动性。但从另一个角度讲，ABF2 没有评级，因此阻挡了一些投资者的参与。梁女士提出了三个重要问题：公司债券是否可以采用做市商制度？上市是否可以提高透明度？以及是否有途径改善亚洲发行者评级低的状况？她提出可以做出很多努力加强债券市场发展的区域合作。

新西兰储备银行的 Simon Tyler 讲了与不同机构在债券市场发展中的作用相关的三个问题：第

一，哪个机构应该在促进发展本国公司债券市场中起到政策带头作用？第二，中央银行在市场中扮演何种角色？第三，中央银行应该如何与其他监管当局合作？通常几家政府机构都参与资本市场，每家机构最好明确自己的职能。不同的机构应该努力识别并消除市场障碍，鼓励市场参与者提高流动性。然而，任何机构的职能都会随市场的发展而变化。政府作为发行人的职能，应该通过帮助提供流动性基准收益曲线，以透明的方式拍卖政府债券，公布发行时间及提供用户友好的市场数据，来促进市场的发展。中央银行的职能可能包括收集和公布市场数据，鼓励文件标准化，指定做市商，协调市场委员会，并保证托管和支付系统的稳健运行。Tyler 先生还指出了债券市场发展通常面临的障碍，比如公文烦琐及高税率等。

印度储备银行的 V K Sharma 概述了进一步发展印度公司债券市场的举措。在回顾了发展债券市场的教训后，Sharma 先生还讲述了政府证券市场及其在公司债券市场运作中的作用。他提出了几点思考，即印度政府债券市场正在酝酿的变化，以及这些将如何促进本国公司债券市场的发展，他强调应首先发展政府债券市场。

演讲稿

中国公司债券市场发展：经验与教训

中国人民银行

周小川^①

我们很高兴与参加发展亚洲公司债券市场研讨会的各位中央银行同仁见面，并深感荣幸能够和国际清算银行共同举办此次研讨会。特别是国际清算银行总经理麦尔考姆·奈特先生也亲临会场，同时将就有关议题发表他的观点。在为期两天的会议中，来自本地区和其他地区的同仁也将让大家分享他们的经验。

借此东道主的机会，我愿意向大家介绍一下中国公司债券市场发展的现状，特别是加速这一进程的迫切性。

一、宏观经济环境

近年来，中国 GDP 的年均增长速度约为 9%——这一经济发展强势有可能延续到 2006 年——而同期 CPI 通货膨胀也得到了有效控制。

宏观经济中丰富的流动性促使利率走低并使通货膨胀率受到抑制。不仅如此，高储蓄率的现象也很显著。因此，中国 M2 相对 GDP 的比例与其他经济体相比较，在 2005 年可能已接近 200%。商业银行在引导储蓄转向投资的过程中将继续发挥主导作用。相反，通过证券市场融资的份额仍然很小，其中债券市场融资只占到间接融资的 10%。

中国的债券市场看上去规模很大，但从与 GDP 的比例看，债券市场的作用并不明显。在所有未偿债券中，政府债券占到约 40%，其余部分是金融机构和非金融机构发行的公司债券。此外，尚未偿还的金融机构发行的债券总额是非金融机构发行的 7 倍到 8 倍。

当前，中国的债券市场分为柜台交易（OTC）市场和交易所市场。OTC 市场基本上是银行间市场，管制较少，机构可自由参与并以市场价格成交。自 1997 年成立以来，OTC 市场不断发展，目前市场参与者既包括金融机构，也包括非金融机构，有超过 4,000 家非金融企业发行的债券在

^① 中国人民银行行长。本文的依据是 2005 年 11 月 17 ~ 18 日他在由国际清算银行和中国人民银行于中国昆明联办的题为“发展亚洲公司债券市场”研讨会上的讲话和之前的一些讲话内容。

该市场交易。同时，我们也正在尝试在 OTC 市场发展短期公司债券和商业票据的交易。我们非常渴望学习其他国家在这方面的经验，即如何使债券市场在经济发展中发挥重要作用。

二、公司债券发展中存在的问题

欠发达的公司债券市场一定程度上扭曲了中国经济的融资结构，从而对金融稳定以及社会和经济都构成了威胁。过去遇到的一些挫折和错误有着深刻的时代烙印，特别是在中国经济转轨过程的早期，中央计划的作用仍然要大大超过市场力量。但在 2003 年，中国共产党第十六届三中全会要求通过建立多层次的资本市场体系和鼓励机构投资人成长的方式来更好地发挥直接融资的作用。只有通过全面理解过去出现的一些问题和错误，我们才能找到更有效的解决方案。以下所列是在上世纪 80 年代末期和 90 年代我们曾经历的一些严重错误。直至今日，其中的一些错误可能仍正阻碍着中国公司债券市场的发展。

- 1) 由中央政府行政性地向省一级的或更低级别的地方政府指派发行规模、发行人的数量。
- 2) 行政性地分配发行额度还时常被用做是缓解企业财务困境的一个途径。
- 3) 征信评级体系的缺失使投资人无法清晰地评估风险。
- 4) 对投资人的信息披露机制不健全，原因一是会计和外部审计标准不完备，二是对债券发行人信息披露的管理不到位，投资人对所披露的信息的分析也不够严谨。
- 5) 对公司债券行政性的价格控制造成价格不能真正地反映风险，发行人和投资人进行有效风险管理因此无从谈起。
- 6) 监管部门至今仍要求公司债券发行需有银行担保。由于发行额度仍然为行政性分配，价格仍然受到控制，且信息披露和信用评级均无法获得，银行担保看上去是自然的解决方式。然而，一旦得到银行担保，该产品就不再是标准的公司债券，而更类似于商业银行的一笔高息存款。
- 7) 债券发行对象集中在零售投资人而非有能力进行风险评估的机构投资人。
- 8) 有效的市场约束尚未建立；当投资人对可供选择产品实施评估时，市场力量就可以实现对债券发行和交易的约束，从而意味着对发行条件、价格和违约后果有着最终决定权。有效市场约束的缺乏将导致诉诸行政手段，进而引发一系列问题。此外，为了能让 OTC 市场发挥主导作用，应建立一种合适的交易模式以确保对交易对手风险和价格弹性的合理评估。
- 9) 对投资人的教育程度不够。从很大程度上讲，很多投资人曾将公司债券视同储蓄产品。无论何时出现公司债券偿付违约的情况，投资人都会转向政府部门要求承销人赎回债券。而且，地方政府向债券投资人提供担保会削弱投资人评估债券风险的积极性。
- 10) 当前的《破产法》没有为投资人提供在债券发行人还本付息出现违约时有效的清算追索保护。在中国，残余资产，甚至是发行人，都竟然可能在未经过法律程序处理的情况下消失。尽管中国正在努力编制一部新的破产法，现行的法律并没有为债权人提供足够的保障。
- 11) 公司债券承销人的定位不清晰。承销与赎回通常被置于中央计划和行政干预之下。不仅如此，当债券发行人违约时，承销人就被认做有义务偿还，这种安排模糊了承销人、经销代理人 and 赎回代理人之间的界限。
- 12) 有时在公司债券发行人违约时行政干预的力度更大。根据市场原则，发行人出现违约时不应有干预；但出于社会稳定的原因，承销人会被要求以自己的名义发行债券以满足公司发行人偿还债务的需要——其结果就是违约人的偿还责任被转移至了承销人。一些正在进行清算和重组的证券公司遇到的问题部分地归咎于它们不得不承担起偿还违约的公司发行人债务的负担。

三、可能的解决方案

借鉴中国和其他经济体在过去积累的经验教训，我们可以找到有效的解决问题的方案。第一，我们必须由中央计划战略决策转向由市场力量决定。如果我们继续额度分配、行政审批和政府干预的做法，债券市场的前景就不可能光明。不仅如此，当我们在分析存在的问题时，还要摒弃过时的计划时代下的思维方式。遗憾的是，一些分析人士将债券市场发展的脱节归咎于非根本性的原因。因此，通过类似今天这样一个场合来深入探讨并理解上述问题是很有裨益的。

第二，我们需要有一个正确的发展思路。公司债券的发行应该面向适合的投资人并通过适当的交易平台交易。我们必须从合格的机构借款人和 OTC 市场起步，这样拥有强大的分析和风险管理能力的机构就能发挥更大的作用。由于机构投资人的行为更多地会依靠信息披露和市场约束机制而不是对监管部门政策的臆断，行政审批与控制的过程也会因此更加顺畅。这种做法从而也会使商业银行担保变得多余。此外，机构投资人有能力更好地识别发行人违约风险，而且一旦风险实质化，机构投资人抵御风险的能力也更强。政府无须为他们过多操心。

第三，我们应不遗余力地强化体制安排并改善金融生态环境，巩固和发展已取得的进展。我们的会计标准已与最优国际惯例相接轨；对信息披露和监管的要求也进一步提高；对《破产法》进行了修正以更好地保护债权人。此外，我们正在竭力培育发展债券市场所不可或缺的国内信用评级机构，尽管评级服务质量的提高速度会比较缓慢。我们基本的策略就是允许国际评级机构在国内建立合资评级机构并提供高质量的服务。这样的一种做法可能会引起较大的争议，原因是很多人仍然持有传统上的保护主义的思维方式；但是，我们必须加快向实现国际会计标准和提高评级服务质量的的方向迈进。

第四，我们要进一步提高政府部门工作效率，打破不同债券管理部门之间在市场组织、服务、基础设施和监管方面的壁垒。过去，市场建设方面存在的体制和组织架构上的缺陷和管理部门之间的推诿阻碍了中国公司债券市场的发展，直至今日，我们还在面对这类历史遗留问题。负责审批债券发行、审核发行条件和管理 OTC 市场、证券交易所市场的管理机构各不相同。此外，市场基础设施上存在的差异使跨市场交易变得困难。这些是我们在发展债券市场过程中所要应对的问题。

四、需要解决的问题

发展公司债券市场的过程中还存在着其他一些问题，要解决这些问题并不一定容易。

第一，中国宏观经济与很多亚洲经济体一样，存在国民储蓄率高、市场流动性充足的情况，两者都会阻碍公司债券市场的发展。事实上，信誉优良的企业发行债券的意愿并不强烈，它们可以在较低的利率水平方便地获取银行贷款。充足的市场流动性对发展公司债券市场或许很有帮助，但如果债券购买者主要是类似金融企业的流动性充足的机构投资人，它们通过二级市场交易公司债券的积极性也不一定会高。

第二，我们是否应允许国外市场参与者进入中国债券市场？中国债券市场仍然比较封闭。由于人民币还不是一种可兑换货币，我们目前并不允许外国机构进入该市场。然而就在最近，我们批准了亚洲开发银行和国际金融公司在国内市场发行了以本币计价的债券。在此基础上，我们计划进一步扩大开放市场。虽然在推动市场开放的过程中还存在着理论和实践上的障碍，但最终我们会向国外投资人、国外债券发行人、国外金融服务机构如信用评级机构开放国内债券市场。

第三，在中国，关于债券市场应主要服务于大型企业还是中小企业融资需要的争论持续不断。

一种观点是大型企业进入资本市场便利化会增强金融中介服务的竞争性，从而鼓励商业银行向中小企业贷款，这种情况在全球其他地区已有佐证。目前中国的商业银行为提高资产质量、降低不良贷款率，倾向于向大型的、运作机制良好的企业贷款，这种思路本身无可厚非。然而，一旦这类大企业形成通过债券市场融资的偏好，银行为了适应这一变化就会将更多的资源转向研究中小企业的融资需要，甚至可能成立专门的中小企业部。

另一种思路则是着力发展针对中小企业的债券市场，因为中小企业对就业以及社会、经济的稳定关系重大。但是中小企业发行的债券通常是高风险、高收益的，如果缺乏充分的准备、资质良好的投资主体和有效的定价机制，中小企业债券市场就容易发生问题。事实上，在市场培育仍属初级阶段的时候启动非投资类债券产品是否可行？我们应该待高信用等级的公司债券市场发展成熟后再发展低信用等级债券市场还是同时并举？这些问题需要作更深入的研究。许多国家目前都不具备成熟的中小企业债券市场。即使在美国，20世纪80年代末期和90年代早期以 Michael Milken 大跌为标志的高收益率“垃圾”债券的崩溃，也可能包含积极的和负面的两方面的影响。我认为债券市场发生这一时期的历史事件值得仔细分析。我们也将密切关注其他国家的经验教训，特别是我们的邻国。但另一方面，我们必须考虑他们的实践是否适用于中国的情况。

因此，我们尚存很多待解决的问题。我们诚挚地希望在今明两天的会议中，大家可以就这些问题展开富有成效的交流，开诚布公地交换经验。毫无疑问，我们中国人民银行的同事们会从中受益匪浅。

共享发展公司债券市场的经验

国际清算银行

Malcolm D Knight^①

我非常荣幸也饶有兴趣地参加在昆明举办的发展亚洲公司债券市场的研讨会。如我今天早上所说的，我们要感谢周行长提出在亚洲举行金融市场发展研讨会的创意，以及他对研讨会具体选题的建议。

国际清算银行对亚洲在不长的时间内就能发展起政府债券市场留下了深刻印象。这些市场现在运作良好，表现为拥有设计合理的报价系统，流动性比较充足的二级市场和有效的结算系统。公司债券市场在各类中央银行会议和市场人士参加的会议上仍然是被忽略的一个话题，很明显，现在是我们将目光投向公司债券市场的时候了。

如你们所知，尽管公司债券市场的规模与政府债券市场相当，两者的流动性却呈现巨大反差。在有的国家，政府债券的交易十分活跃而公司债券却鲜有成交。我们尚不是很清楚如何培育公司债券市场的流动性，因此举行这次研讨会正逢其时。

为什么一个运作有效的本币公司债券市场是必需的呢？大家都知道通过本币市场融资可以防止币种不匹配的问题，通过债券市场融资可以减轻银行体系期限不匹配的问题。也许最重要的问题是一个充满活力的金融体系需要多种多样的融资渠道，银行体系和固定收益市场为获取资金并将转贷给资金不足的部门相互竞争。如同 Marvin Goodfriend 先生今天下午解释的，金融体系有一种内生的不稳定性并可能遭受突然性的瘫痪和债权人逼债的问题，作为另一种短期信贷市场的融资方式，债券融资可以起到强化金融体系的作用。

亚洲国家曾目睹过债权人逼债的现象，但类似的情况同样会在先进经济体的市场中发生。例如，2001年11月安龙债务危机导致了商业票据市场失灵，银行突然间都不愿意再提供支持流动性的信用额度。令人庆幸的是，对于市场中的主要借款人，他们可以求助于债券市场，该市场仍然保持了足够的流动性和稳健性。借用美联储主席格林斯潘的比喻，公司债券市场好像一个重要的“备用胎”，随时准备好投入使用，特别是当其他融资机制陷入困境时。

当我关注亚洲公司债券市场时，亚洲各国或地区债券市场规模上的差异是最先给我留下深刻印象的特点之一。如果我们将公司债券的定义扩大到准政府部门和金融机构发行的债券，债券市场规模大的经济体有日本、韩国、中国和澳大利亚，每一家的未偿付债券额度都超过了1,000亿美元。债券市场规模中等的经济体有马来西亚、泰国、中国香港、新西兰、印度和新加坡。债券市场规模较小的经济体有印度尼西亚和菲律宾。

我提到规模的原因是未偿债券的总量确实能反映出债券市场的效率。在2000年，在国际清算

^① 国际清算银行（BIS）总经理。这篇文章根据其2005年11月17~18日在由国际清算银行和中国人民银行于中国昆明联合举办的题为“发展亚洲公司债券市场”研讨会上的讲话整理。