

中国债券市场发展的 理论与实践

曹海珍 著

ZHONG GUO ZHAI QUAN SHI CHANG FA ZHAN DE
LI LUN YU SHI JIAN

 中国金融出版社

中国债券市场 发展的理论与实践

曹海珍 著



中国金融出版社

责任编辑：戴 硕
责任校对：张京文
责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

中国债券市场发展的理论与实践 (Zhongguo zhaiquan Shichang Fazhan de Lilun yu Shijian) / 曹海珍著. —北京: 中国金融出版社, 2006.12

ISBN 7 - 5049 - 4198 - 0

I. 中… II. 曹… III. 债券—资本市场—研究—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 142075 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 148 毫米 × 210 毫米

印张 9

字数 242 千

版次 2006 年 12 月第 1 版

印次 2006 年 12 月第 1 次印刷

定价 20.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序

债券在我国产生的时间比较早。以国家债券为例，在建国初期的 1950 年，国家就发行了胜利折实公债，1954 年起连续几年发行经济建设公债，到 1958 年停办。改革开放以来，从 1981 年起国家又开始发行国库券，1985 年起发行金融债券，之后企业债券也出现了。而且债券发行数额越来越大，种类越来越多，仅国家债券就曾先后有过国库券、财政债券、国家建设债券、国家重点建设债券、特种国债、保值公债、定向债券等。债券发行数额和种类扩大，就产生了流通转让的需要。于是，中国人民银行沈阳市分行所属信托投资公司在 1986 年 8 月 5 日开始办理企业债券的买卖业务。这标志着我国资金市场进入一个新的发展阶段，即建立和发展二级市场的阶段。此后，上海、武汉、广州等市也先后开放了证券交易市场。在这种情况下，1988 年 4 月 21 日国库券交易在全国正式开放，同时金融债券也开始流通转让。二级资金市场就这样迅速在全国发展了起来。

《中国债券市场发展的理论与实践》一书，是曹海珍同志在他的博士学位论文基础上形成的。该书以 1993 年 11 月中旬《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》发表之后，即 1994 年以来我国债券市场

的发展情况为研究对象,运用规范分析和实证分析相结合的方法,对我国债券市场的发展过程、当前运行状况、存在问题、解决方法和今后发展方向进行了比较系统、深入地研究。作者指出,在我国这样一个经济体制正在转型的发展中大国,没有现成的国际模式可以照搬,必须立足我国经济金融发展实际,充分借鉴国际经验,发扬改革创新精神,坚持走自己的路子。作者对我国债券市场运行机制进行了较为全面的分析,从利率期限结构、基准利率、债券指数三个角度,对我国债券市场运行分析的理论和方法进行了讨论,阐述了我国当前基准利率目标模式、中央银行公开市场操作工具的选择思路、债券市场的监管和国际化问题以及我国债券市场的发展重点和策略。全书内容丰富、资料翔实、观点明确、论证有力,对研究和指导我国证券市场发展具有一定的参考价值。

曹海珍同志是从中国人民银行研究生部毕业并获得经济学博士学位的。在攻读博士学位期间,他学习刻苦,读书较多,在经济金融理论方面打下了扎实的基础。作者曾在中国人民银行货币政策司从事银行间市场发展与管理工作、公开市场操作等工作,具体参与了银行间债券市场发展的研究和讨论,熟悉我国债券市场发展的实际情况。他的博士学位论文得到了论文评阅专家和答辩委员会的肯定和较高的评价,被认为是一篇理论和实践结合比较好的学术论文。在该文成书出版时,作者充分吸收了有关专家的意见和建议,对论文做了进一步的修改和完善。

由于主客观条件的局限，本书对有些问题的研究还是初步的。希望作者在今后的工作和学习中，继续保持求真务实的治学态度，将该领域的研究继续深入下去。我在这里向有兴趣的学者和实际工作者推荐这本书，希望能对我国债券市场理论与实践的发展，进而对我国金融市场的稳定与繁荣发挥一定的促进作用。

赵海宽
2006年6月

目 录

第一章 导论	1
第一节 论题的提出	1
第二节 本书结构与研究方法	6
第三节 主要创新	7
第二章 中国债券市场发展的意义与历程	9
第一节 中国发展债券市场的现实意义	9
一、债券市场是完善我国投融资体制和健全金融市场 体系的客观需要	9
二、债券市场具有价格发现功能，可以有力推进我国 利率市场化进程	11
三、发展债券市场可以有力促进金融稳定与繁荣	12
四、债券市场具有调控功能，有助于国家宏观经济 政策的顺利实施	13
第二节 中国债券市场发展回顾	14
一、新中国债券市场的萌芽（1981~1987年）	14
二、中国债券市场的起步和探索（1988~1996年）	15
三、银行间债券市场异军突起，中国债券市场框架 基本形成（1997~2002年）	21
四、几点启示	26

第三章 中国债券市场运行机制分析	28
第一节 债券市场流通机制	28
一、债券价格的形成机制	28
二、债券品种及交易模式	30
三、债券交易场所	37
第二节 债券市场发行机制	37
一、债券发行渠道	37
二、债券发行的招投标	38
三、债券发行信息披露机制	43
四、债券预发行机制	45
第三节 债券托管结算机制	47
一、债券市场托管结算制度概述	47
二、我国债券市场托管结算制度的实践与评价	48
三、进一步发展和完善债券市场托管结算制度的思路	50
第四节 债券信用评级体系	58
一、我国债券信用评级体系存在的主要问题	58
二、加强我国债券信用评级体系建设的建议	60
第四章 利率期限结构理论与实证	64
第一节 传统利率期限结构理论与实证	66
一、传统利率期限结构理论	66
二、传统利率期限结构理论的实证	71
三、对传统利率期限结构理论的评述	73
第二节 现代利率期限结构理论与实证	74
一、现代利率期限结构理论	74
二、现代利率期限结构理论的实证	81
三、对现代利率期限结构理论的评述	83
第三节 国内利率期限结构的理论与实证研究	85

第五章 国债的基准利率效应分析	90
第一节 国债到期收益率基准利率角色的可行性分析	90
一、基准利率问题的提出	90
二、国债收益率作为基准利率的理论分析	92
第二节 国债到期收益率基准利率效应的实证分析	96
一、国债到期收益率	96
二、国债与政策性金融债到期收益率的实证分析	98
三、国债与企业债到期收益率的实证分析	103
第三节 基准利率问题的进一步讨论	106
一、债券回购利率与同业拆借利率比较分析	106
二、结论	110
第六章 债券指数理论与实践	112
第一节 债券指数的理论分析	113
一、债券指数的特殊性	113
二、债券指数的作用	114
三、债券指数的类别	115
四、债券指数编制的原则	116
第二节 债券指数编制的国际经验与借鉴	117
一、案例分析 1: 雷曼兄弟综合债券指数	118
二、案例分析 2: 所罗门兄弟投资级债券指数	119
三、案例分析 3: 美林国债/企业债指数	120
四、比较分析	120
第三节 我国债券指数比较与分析	122
一、银行间债券市场综合债券指数的比较分析	123
二、交易所债券市场指数及跨市场债券指数比较分析	131
三、我国债券指数的相关分析	133

第七章 债券市场的主体分析	136
第一节 债券交易主体	136
第二节 债券发行主体	141
第三节 债券承销团	143
第四节 做市商和做市商制度	145
一、做市商和做市商制度的作用	145
二、我国债券市场做市商制度的实践与评价	147
三、进一步完善双边报价商制度的思路	150
第八章 企业债券和市政债券发展	155
第一节 我国企业债券发展回顾	156
一、萌芽和初步发展阶段（1982~1989年）	156
二、快速发展阶段（1990~1992年）	157
三、整顿调整阶段（1993~1999年）	158
四、恢复发展阶段（2000年以后）	158
第二节 我国企业债券发展滞后的主要原因	160
第三节 发展我国企业债券市场的基本思路	162
一、以修改《企业债券管理条例》为契机，在企业债券 管理法律规定上力争取得较大突破	162
二、丰富企业债券发行主体，逐步实行企业债券发行 核准制，促进企业债券市场化发行	163
三、企业债券主要面向合格的机构投资者	165
四、依托银行间债券市场，以场外市场（OTC）模式为主 完善企业债券流通机制	167
五、建立健全企业债券担保制度和债务偿还机制	167
六、建立信用评级制度和信息披露制度	169
第四节 积极探索市政债券发展	169
一、我国发展市政债券市场的必要性	170
二、关于我国发展市政债券市场的建议	173

第九章 中央银行公开市场操作工具选择	175
第一节 中央银行公开市场操作概述	176
第二节 发达国家或地区中央银行公开市场操作工具选择	180
一、美国联邦储备体系	180
二、欧元体系	186
三、日本银行	195
四、发达国家或地区中央银行面临不同的挑战	200
第三节 我国中央银行公开市场操作工具选择	203
一、我国中央银行公开市场操作工具现状及存在的问题	203
二、我国中央银行公开市场操作工具选择需要考虑的因素	206
三、我国中央银行公开市场操作工具选择	209
第十章 债券市场的监管	218
第一节 债券市场监管的国际经验	218
一、美国债券市场的监管	219
二、亚洲新兴市场经济体债券市场的监管	222
三、国际债券市场的监管体制模式	224
第二节 我国债券市场监管的目标和原则	227
一、我国债券市场监管的目标	227
二、我国债券市场监管的原则	228
第三节 完善我国债券市场监管的基本思路	230
一、完善法律法规体系	230
二、完善债券市场的政府监管机构	231
三、建立健全债券市场自律组织	232
四、加紧完善和强化债券市场的信息披露制度	233

五、加强对债券市场系统性风险的监控和防范	234
第十一章 债券市场的国际化	237
第一节 我国债券市场国际化的进程	238
一、我国债券市场国际化的重要里程碑	238
二、我国债券市场国际化的几个重点	240
第二节 国际信用衍生工具市场发展（以中国 香港为例）	243
一、国际信用衍生工具市场总体情况	243
二、中国香港信用衍生工具的法律定义、市场总量 与结构	245
三、中国香港信用衍生工具市场的监管和调查制度	249
第三节 积极参与亚洲债券市场的建设和发展	250
一、发展亚洲债券市场的必要性	251
二、发展亚洲债券市场的前景与建议	253
附录 1：中国债券市场主要政策法规索引	257
附录 2：参考文献	261
后 记	274

第一章 导 论

第一节 论题的提出

所谓债券，是指政府、金融机构、工商企业等组织直接向社会举债筹集资金时，向投资者发行、承诺按规定利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权债务凭证。债券是一种债务证明，具有法律效力。债券购买者和发行者之间是债权债务关系，债券发行人为债务人，投资者（或债券持有人）为债权人。一般来说，债券由债券票面价值、债务人与债权人、债券价格、债券期限、债券利率、是否设定选择权等要素构成。债券作为一种融资手段和金融工具，具有偿还性、安全性、收益性、流动性等特点。债券市场是债券的发行市场和流通市场的统称，包括债券的发行、交易、托管结算、发行主体、交易主体、监管主体等多种要素。

自从 1994 年提出建立有中国特色的社会主义市场经济以来，我国在改善投融资体制方面进行了一系列改革，建立了商业银行、证券公司、保险公司、基金管理公司等多样化的金融机构体系和包括股票市场、债券市场、拆借市场、外汇市场、期货市场等在内的金融市场体系，金融产品逐渐丰富，投融资方式日趋多样化。但是，在我国金融市场体系的建设中，债券市场的发展是明显滞后了。仅与股票市场相比较，自 1990 年以来我国股票市场

得到了长足的发展，规模急剧扩张，但债券市场发展十分缓慢。至1996年底，企业债券只发行了2 308.02亿元，仅占发行有价证券10 863.7亿元的21.21%，而且企业债券根本没有做到市场化发行，从谁能发债、发债规模、价格确定等均带有浓厚的行政审批色彩。

从国际横向比较看，我国债券市场直接融资的比重明显偏低。从各国国内债券余额占GDP比重情况看，2000年我国该比重仅为33%，与美国、日本、意大利、荷兰、德国、加拿大、法国、西班牙、英国、韩国、澳大利亚等发达市场经济国家以及马来西亚、巴西和南非等发展中国家相距甚远（详见表1-1）。自1994年以来我国债券融资比重已经得到较大程度提高，但与新兴市场经济体的平均水平相比，依然存在较大差距。2000年，新兴市场经济体债券、股票和贷款三种融资结构占比分别为49.1%、12.1%和38.9%，而我国该结构占比分别为30.1%、7.1%和62.9%，债券融资比重比新兴市场经济体总体水平低19个百分点（详见表1-2）。

但是，20世纪90年代后期亚洲金融危机的爆发，为我国债券市场发展提供了有利契机。突出表现在，人们对于债券市场除投融资功能之外的稳定金融体系的作用有了更为深刻的认识。亚洲金融危机的重要教训之一就是该地区许多国家在金融危机前普遍缺乏一个成熟、发达的债券市场。债券市场不发达使得金融风险过度集中于银行体系和股票市场，货币市场和资本市场之间缺乏分散和转移金融风险的缓冲地带，导致金融体系抵御冲击和防范风险的能力偏低。格林斯潘曾经坦言，“如果亚洲有一个较为完善的债券市场，即使两年前爆发金融风暴导致银行体系陷入困境和股市崩溃，商业公司也可向其他资本市场，例如债券市场筹资，减轻金融风暴所带来的打击。但当时亚洲就是缺少这种渠道，就好像一辆汽车没有备用轮胎一样”。香港前财政司司长曾荫权在1998年7月亚洲债务会议上说：“亚洲面对金融风暴，部

表 1-1 各国国内债券余额占 GDP 比重比较表(2000 年)

地区	美国	日本	意大利	荷兰	德国	加拿大	法国	西班牙	英国	澳大利亚
国内债券余额占 GDP 比重(%)	147	130	124	94	92	84	83	64	63	44
国内债券余额(10 亿美元)	14 494.90	6 084.50	1 323.70	344.80	1 713.50	579.90	1 067.80	356.50	896.70	172.00
GDP(10 亿美元)	9 882.84	4 677.10	1 068.52	364.95	1 870.14	689.55	1 286.25	555.00	1 413.43	394.02
地区	马来西亚	韩国	巴西	南非	中国	土耳其	泰国	波兰	印度	阿根廷
国内债券余额占 GDP 比重(%)	84	59	51	46	33	27	26	20	24	16
国内债券余额(10 亿美元)	74.70	269.00	298.30	57.80	354.80	54.70	31.10	32.10	113.60	47.00
GDP(10 亿美元)	89.32	457.22	587.55	125.89	1 079.95	199.90	121.93	158.84	479.40	285.47

数据来源：“国内债券余额”为 2000 年 12 月末数，数据取自《国际清算银行季报(2003 年 6 月)》附表；2000 年各国 GDP 数据取自《世界发展报告(2002 年)》。

表 1-2 中国与新兴市场经济体融资结构比较表

	年份	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
新兴市场经济 体融资比重 (%)	债券	40.3	36.9	46.6	44.8	51.0	48.7	49.1	N.A
	股票	13.5	6.2	7.9	8.8	6.0	13.0	12.1	N.A
	贷款	46.2	56.9	45.5	46.4	43.0	38.3	38.9	N.A
中国融资比重 (%)	债券	15.1	16.1	22.4	26.2	32.5	33.7	30.1	35.1
	股票	1.2	0.8	2.1	5.5	4.3	5.1	7.1	5.4
	贷款	83.8	83.1	75.5	68.4	63.2	61.2	62.9	59.5
新兴市场经济 体融资规模 (亿美元)	总量	1 334.0	1 603.0	2 261.0	2 972.0	1 574.0	1 785.0	741.0	N.A
	债券	538.0	592.0	1 053.0	1 332.0	802.0	870.0	363.0	N.A
	股票	179.0	100.0	178.0	262.0	94.0	232.0	89.0	N.A
中国融资规模 (亿元)	贷款	616.0	911.0	1 030.0	1 378.0	677.0	684.0	288.0	N.A
	总量	8 615.7	11 237.0	14 150.0	15 667.1	18 175.9	17 717.3	21 230.1	21 716.1
	债券	1 299.3	1 811.7	3 172.3	4 098.5	5 906.9	5 974.1	6 385.0	7 621.0
	股票	99.8	85.5	294.3	856.1	778.0	896.8	1 498.5	1 182.2
	贷款	7 216.6	9 339.8	10 683.3	10 712.5	11 490.9	10 846.4	13 346.6	12 912.9

注 1: 新兴市场经济体数据来源于国际货币基金组织(IMF)《国际资本市场: 发展、前景和主要政策问题(2000年9月)》, 中国金融出版社 2002 年版, 第 46 页, 2000 年数据为第一季度数据。

2: 中国数据来源于《中国证券期货统计年鉴(2002 年)》, 百家出版社 2002 年版, 第 15、98 页。

N.A 表示数据无法获得。

分原因是亚洲未能建立一个强劲稳健的债券市场，必须建立一个既深化且流动性高的亚洲债券市场，以协助亚洲尽快复苏。”亚洲金融危机促使亚洲各国愈发重视债券市场对于维持金融体系安全运行的重要作用，危机过后不少国家特别是遭受金融危机重创的国家都加强了发展债券市场的力度。我国情况也基本如此，我国发展银行间债券市场的基本思路就是在充分汲取亚洲金融危机深刻教训基础上逐步形成的。

从党和国家宏观决策层面看，亚洲金融危机之后我国对于债券市场的发展逐渐提到了重要议事日程，建设步伐也在不断加快。党的十六大报告提出：“在更大程度上发挥市场在资源配置中的基础作用，健全统一、开放、竞争、有序的现代市场体系。推进资本市场的改革开放和稳定发展。”中共十六届三中全会《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》指出，“积极推进资本市场的改革开放和稳定发展，扩大直接融资。建立多层次资本市场体系，完善资本市场结构，丰富资本市场产品”，“积极拓展债券市场，完善和规范发行程序，扩大公司债券发行规模”。2004年1月31日《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国发〔2004〕3号），把大力发展资本市场提到了一个新高度，对债券市场进一步发展提出了具体、明确的意见。该文指出，“大力发展资本市场是一项重要的战略任务，对我国实现21世纪头20年国民经济翻两番的战略目标具有重要意义”。“积极稳妥发展债券市场。在严格控制风险的基础上，鼓励符合条件的企业通过发行公司债券筹集资金，改变债券融资发展相对滞后的状况，丰富债券市场品种，促进资本市场协调发展。制定和完善公司债券发行、交易、信息披露、信用评级等规章制度，建立健全资产抵押、信用担保等偿债保障机制。逐步建立集中监管、统一互联的债券市场”。

从近年来我国债券市场发展情况看，在债券品种、基础设施建设、市场规模、债券发行主体和交易主体、金融创新等各方面