

中国债券市场发展战略

The Development Strategy of China Bonds Market

肖林 等著

上海證券報 总 策 划

百 家 出 版 社

作者简介

肖林 金融管理博士,高级经济师。1965年12月出生,于江西省万安县。毕业于东北大学、上海交通大学,先后获工学硕士、经济学硕士和金融管理学博士。大学毕业后供职于江西某大型企业,曾任总工程师助理,研究生毕业后供职于上海市政府经济管理部门,历任上海市发展计划委员会综合计划处副处长、政策法规处处长、经济调节处处长、发展规划处处长,现任上海市发展计划委员会副总经济师。现还受聘兼任上海交通大学资产管理创新研究中心研究员、上海财经大学信用研究中心专家委员会委员、上海社会科学院远东市场信用研究中心专家顾问委员会委员等。主要从事金融与资产管理、宏观经济分析与政策、战略管理等领域的研究。有逾十年的政府宏观经济管理与决策参谋部门工作的经历,专长于大型项目融资与风险管理、购并重组与资本运作、宏观经济金融分析与经济政策、战略规划与战略管理等实战操作,也熟悉微观经济的运营。

从1993年开始,肖林的主要著作有《融资管理与风险价值》、《利率期限结构与固定收益证券定价》、《金融贸易全球化战略协同》、《中国债券市场发展战略》、《中国市场经济体制模式政策》、《现代经济谈判制胜方略》等。在经济学、金融学和管理学杂志及报刊上发表论文一百余篇。主持国家自然科学基金研究项目、国家863计划研究项目、上海市重大决策咨询研究课题等十多项,并多次获省、部级以上研究成果奖。

姜国芳 工商管理硕士,高级经济师。1957年10月出生于上海市。现任申银万国证券股份有限公司执行副总裁,兼申银万国香港集团公司副董事长、总经理,申银万国(香港)有限公司董事长,目前分管国际业务、投资银行业务及海外公司业务。历任中国人民银行上海分行、中国工商银行上海分行科长、处长、上海申银证券有限公司董事、执行副总裁等职,现还兼任上海市青年企业家协会副会长及多家上市公司董事、独立董事等。姜国芳长期从事金融领域工作,有20年金融工作经历,非常熟悉银行、证券等金融业务。曾在《上海金融》、《证券业》等专业刊物上发表论文十余篇,如《WTO与证券公司的应对策略》、《论证券公司专业化、集团化和国际化》、《论证券公司投资银行化与证券市场国际化》、《证券公司面临的困难与出路》、《B股市场需要制度创新》等。

王松 经济管理硕士,高级经济师。1963年出生于湖北省松滋市。毕业于华中理工大学。曾就职于中国建设银行总行,1992年开始从事证券工作,历任国泰证券有限公司北京办事处副主任、证券发行二部副总经理、债券部总经理,现任国泰君安证券公司固定收益证券总部总监。作为中国证券市场上最早的一批投资银行家,王松具有深厚的理论功底和丰富的资本市场融资经验。领导的国泰君安固定收益证券总部在国债承销、企业债券融资业务等方面一直居于国内券商前茅。研究领域涉及宏观经济、资本市场、货币市场等方面,近年主持并发表研究论文十余篇。

高国富 管理工程博士,高级经济师。1956年出生于上海市。毕业于上海交通大学。九十年代初,为国家教委公派赴美国宾州大学沃顿商学院学习进修。回国后,历任上海外高桥保税区管委会副主任、外高桥保税区开发(控股)公司总经理,负责

保税区 10 平方公里的规划与开发;任上海万国证券公司总裁,参与策划、重组申银万国证券有限公司;任上海久事公司总经理,其间还负责筹建了上海轨道交通明珠线发展有限公司,并全面负责轨道交通明珠线一期工程投融资方案的设计和落实;现任上海市城市建设投资开发总公司总经理,从事上海主要基础设施投融资工作,2002 年主要参与策划操作了沪杭高速公路股权转让等。

欧志伟 经济学博士,研究员。1953 年出生于上海市。先后获得上海社会科学院世界经济专业硕士学位、美国纽约城市大学会计专业硕士学位、上海社会科学院世界经济专业博士学位,并获美国 CPA 资格,在美国多年从事投资银行、会计咨询、税务代理等工作。现任上海远东资信评估有限公司总经理,上海社会科学院远东市场信用研究中心主任。欧志伟在《世界经济研究》、《上海证券报》等专业刊物发表论文十余篇,出版《证券资信评级》等专著,并多次代表业界出席国务院发展研究中心、中国证监会、国家发展和改革委员会、中国人民银行有关资信评级、债券发行等法律、法规的起草与意见征求。

摘 要

我国自 1981 年开始恢复发行国债,至今已有二十余年,目前已经形成了拥有银行间债券市场、交易所市场和凭证式国债市场三大市场,国债、金融债券和企业债券三类交易债券,居民、商业银行、证券公司、保险公司等众多市场投资者的一个较为完整的市场格局。

本书以国债——金融债券——企业债券——市政债券为基准主线勾勒了中国债券市场的基本框架;其次,本书以国际债券市场的经验借鉴——中国债券市场的现状与问题——未来中国债券市场的发展趋势为第二主线,结合金融创新、市场开放、风险管理、信用评估和金融中心建设等特定领域,对中国债券市场的发展战略作了进一步的诠释。

发达的债券市场可以为政府财政和企业提供一个便捷、高效、低成本的融资渠道,为金融机构、金融体系提供了巨大的流动性,为社会投资者提供了低风险的投资工具,有助于我国基准利率的形成,提高金融资源配置效率,是传导中央银行货币政策、协调货币政策与财政政策的结合点。债券市场的发展能够促进宏观经济的稳定发展,有利于调整经济结构,加快我国投融资体制的转变,以及为宏观经济政策调控提供重要场所。发达的债券市场还有利于缩小我国区域经济发展过程中的现实性差异。21 世纪我国的债券市场,必将是一个规范统一、发行主体与交易主体涵盖广泛、交易对象极大丰富、交易方式灵活多样、

规模更大、制度更加完善有效的市场。

国债、金融债和企业债构筑了我国债券市场的基本发展框架。国债是债券市场的基石,具有弥补财政赤字、筹集建设资金、提供基础金融商品和资产、财政调控以及货币调控等一系列功能。我国国债市场要在发行方式、发行条件设计、发行对象、发行时间等方面上进一步推进市场化与规范化。金融债券已经发展成为我国债券市场的生力军。政策性金融债帮助政策性银行拓宽了的融资渠道,降低了融资成本,有力地支持了国家重点建设项目建设和经济结构的调整;使政策性贷款从商业银行业务中分离,降低了商业银行经营风险。同时,我国股份制商业银行也有发行金融债券的迫切需要,通过发行长期次级金融债券是提高我国商业银行资本金充足率的现实选择。发展我国金融债券市场,要在发行主体、投资主体、管理制度、信息披露、托管与交易体系和风险防范等方面加大力度。企业债券市场具有相当大的发展空间。发展企业债券市场,有利于企业融资渠道的多样化,降低金融系统风险;健全我国的证券市场构架,改变目前证券市场中靠股票市场一条腿走路的局面;同时,繁荣的企业债券市场可以更加有效地满足资金供给者和资金需求者的需求,为双方提供多样化的产品。发展企业债券市场涉及监管模式、利率市场化、信用体系、中介机构管理、流通市场、产品创新和机构投资者等诸多领域。

金融创新和市场开放是提高我国债券市场地位和竞争力的两大武器。债券市场金融创新有利于转变金融体制改革的传统思维,完善社会主义市场经济的信用体系,开拓资本市场的发展空间,加快金融市场国际化接轨的步伐,以及提高金融服务产业的竞争力。我国债券市场的创新主要集中在制度、主体、机制和工具等四个方面。中国债券市场的现状促使我们必须通过制度性的变革来发展债券市场,实施渐进式开放策略,并与国内利率市场化改革和人民币实现资本项目下可自由兑换改革等保持一

致。内地与香港在债券市场的合作可以从发行主体、QFII 制度、债券中间业务等方面展开。在我国,市政债券市场一直是一块空白。作为一种加快城市基础设施建设的重要融资工具,市政债券的发展将成为我国债券市场深化创新与开放的一项非常有意义的实践。创新与开放的另一重要领域就是资产证券化,我国已基本具备了实施资产证券化的条件,但不良资产不能证券化,优良资产不愿证券化,是中国推行银行资产证券化最重要的障碍。

市场监管、风险控制与信用评估是夯实中国债券市场成长步伐的关键所在。债券市场监管体制是国家通过法律、经济、行政等手段,对债券市场及债券市场参与者的活动和行为进行监督管理的体系、机制。我国债券市场监管体制还远不能适应市场经济体制的要求,特别是企业债券市场的监管体制需要全面的革新和完善。影响债券市场的风险因素多种多样,国债市场、金融债券市场和企业债券市场在上述风险控制领域既有共同点,又各有所侧重。尽快培育债券市场的中介服务组织是完善市场风险控制体系的重要任务。在发展中解决问题是提高债券市场风险控制水平的重要方式。债券评级的正式确立与资本市场尤其是债券市场的发展存在密切的关系。债券评级从解决信息不对称,提供信用信息服务出发,在对风险的防范、风险的度量,以及风险的监督和管理方面,都发挥着越来越显著的作用。

上海城市建设债券是我国企业债券市场发展的一个经典案例。该债券拓宽了城市建设的融资渠道,为发行主体节约了大量的利息费用,启动了其他多类资金在城建项目方面的投入,带动了整个项目的高效运作。如果上海城市建设债券在未来的时间里逐步解决融资主体性质、持续融资能力、流通性等问题将为我国企业债券市场的发展提供更多宝贵经验。

此外,把上海建成全国债券市场中心是建设国际金融中心的重要抓手。

Abstract

It has been more than twenty years, since we resumed issuing national bonds in 1981. And at present, a nearly integrated situation in our country has come into being, made up of three markets (the market of bonds between banks, the market of exchange and the market of warrant bonds), three types of trading bonds(national bonds, finance bonds and corporate bonds), and versatile investors(residents, commercial banks, security companies, insurance companies, etc.).

First, treating national bonds—corporate bonds—municipal debts as benchmark, we outlines the basic framework of China bonds market. Secondly, by the way of experience of international bonds markets—status quo and problems of China bonds market—development and tendency of China future bonds market as the second benchmark, combined with the analysis on finance innovation, market opening, risk management, credit rating and construction of China finance center, we discuss about the development stratagem of China bonds market.

Developed bonds market can provide government finance and enterprises with a convenient, high-efficiency and low-cost financing channel, can provide financial institutes and financial system with more liquidity, and can also provide investors with low-risk invest instruments. What's more, it can help form benchmark interest rate, can elevate collocating efficiency of finance resource, and it can help implementing money policy and harmonize money policy with finance policy.

Hence, the development of bonds market can assure the stable development of macro economy, help tune the economy structure, accelerate the transformation of our investing and financing system, and offer macro economy policy adjustment an important place. In the other hand, developed bonds market can shorten the difference of China district economy development. In the 21st century, and in our bond market, there must be a uniform criterion, issuance and exchanger must be more versatile, exchange objects must be more abundant, exchange ways must be more flexible, its scale must be larger, and its regulation must be more perfect and efficient.

National bonds, financial bonds and corporate bonds constitute the basic frame of China bonds market development. As the footstone of the whole bonds market, national bonds can offset deficit financing, raise construction capital, provide basic financial products and help adjust state finance and currency. We should boost marketing process and regulating process, including in issuance ways, issuance condition designing, issuance objects and issuance schedule. Financial bond has become another main force in our bonds market. Policy financial bonds can help policy banks broaden the financing channel, reduce the financial cost, offer great support to the construction of national key projects and the adjustment of economy structure, and separate policy loans from commercial banks, so as to low the operation risk of commercial banks. At the same time, stock holding commercial banks also press for financial bonds, to elevate the capital adequacy. In order to develop our financial bonds market, we should make great efforts in issuance, investors, management, information disclo-

sure, trusteeship, trading system, and risk prevention. As we can see, there exists more development space in corporate bonds market. To develop corporate bonds, can help diversify financing channels of companies and reduce the risks of financial system, can perfect the structure of our security market. Additionally, a booming corporate bonds market can meet the requirement of capital suppliers and demanders and provide them with diversified products in more efficiency. The issue of development of corporate bonds market involves monitor model, interest rate marketing, credit systems, agency management, currency market, product innovation and management of institute investors.

Finance innovation and market opening play the important roles in advance the status and rival strength of bonds market. Finance innovation in bonds market can help change the traditional thought of financial system reform, perfect the credit system of socialism market economy, create more development space of capital market, accelerate the speed of jointing our market with international markets, and boost the strength of our financial service industry. Innovation in our bonds market mainly focuses in regulation, main body, mechanism and instruments. According to the present situation, we must lead a system reform to develop this market, to implement the accelerating strategy and coordinate with the reform of free exchange of RMB capital items. Cooperate in bonds market between mainland and Hong Kong can be done in issuance, QFII, inter-business of bonds, etc. Now there is still no civism bond in China, although it is deemed as an important financing tool of expedite town basic construction. So it is sig-

nificative for us to develop the civicism bonds market. Another important item about innovation and marketing opening is asset securitization. Bad-quality assets can not be securitized and good-quality assets are unwilling to be securitized. These two problems block the bank assets securitizing process, although we have met the requirements of asset securitization.

Market monitoring, risk controlling and credit rating are three keys in the development of China bonds market. Bonds market monitoring system can regulate and manage behaviors of bonds market and participants, by the way of laws, economy and civil administration. We should improve and reform the monitoring system in bonds market, especially in corporate bonds. Risk management is different in national bonds market, financial bonds market and corporate bonds market, so it is very important to breed many types of agencies of bonds market in the development of bonds market. Credit rating, which can, coordinate capital market and bonds market, solve the information asymmetry and provide credit information service, will play a vital role in risk management, risk assessment, and risk monitoring.

Shanghai municipal construction bond is a classic case in our corporate bonds market. It broadens the financial channels of city construction, saves a great deal of interest fees and absorb other many types of capitals to city construction, so as to assure high-efficiency operation of the projects. This bond will give us more valued experience in the development our corporate bonds market, if it can settle the problem of issuance characters, persist financing and keep good liquidity.

Furthermore, in order to establish our country as a inter-

national finance center, it is very important for us to set up Shanghai as the center of our bonds market.

序

中国资本市场的发展源于 20 世纪 80 年代初的债券。20 多年来的经济发展,中国债券市场已经成为资本市场的重要组成部分,对国民经济实现持续快速健康发展发挥了重要作用。特别是近几年来,债券市场的作用更加引人注目。国债的发行弥补了财政赤字,为加快国家建设筹集了大量资金,成为贯彻扩大内需方针、实施宏观调控的重要手段。金融债券的发行提高了国家政策性银行的资本充足率,对防范和化解金融风险发挥了重要作用。企业债券的发行拓宽了储蓄向投资转化的渠道,改善了社会融资结构,促进了企业的发展和扩大投资政策的实施。应该说,中国债券市场作为资本市场的重要组成部分,在整个金融体系中显现出了特有的生机和活力。但是,自 20 世纪 90 年代以来,中国资本市场的发展出现了明显的结构性失衡的局面,不仅在总体上表现为股票市场的规模总量大于债券市场的规模总量,而且表现为不同市场内部也存在着结构性失衡。股票市场的结构性失衡表现为国有控股和参股企业的上市比例大于民营企业的上市比例,单一上市公司的国有股比例大于其他非国有股的比例,上市公司中工商企业与金融企业之间的不均衡等。债券市场的结构性失衡表现为债券市场的组成主要是国债和政策性金融债券,企业债券的规模较小,银行间债券交易市场和交易所债券交易市场处于割裂状态,债券品种不够丰富,难以满足不同层次投资者的需要。

进入了 21 世纪,中国的经济结构,无论是区域经济结构还是产业经济结构,都处于快速调整时期。中国债券市场也需要加快发展,以利于完善政府宏观调控传导机制,提高宏观调控的效率,同时满足和适应经济结构调整的需要。特别是中国农村的城市化对基础设施建设和城市功能完善提出了新的要求;中国企业需要进一步完善公司治理结构,优化财务结构,提高财务杠杆效应;中国金融企业为提高竞争力,达到新《巴塞尔协议》中关于资本充足率和资本结构的要求,急需通过发行长期债券充实资本金。所有这些,都要求加快发展债券市场,制定相应的债券市场发展战略,在不断发展股票市场和以银行为主体的间接融资市场的同时,充分发挥债券市场对经济发展的功能和作用,促进中国资本市场的发展和金融市场体系的完善,进一步推进经济结构的优化升级。可以预见,中国债券市场将进入一个以结构优化和功能完善为特征的快速发展时期。

由肖林博士等著的《中国债券市场发展战略》一书,在中国如何发展债券市场方面进行了有益的研究和探索。该书从债券市场在国民经济中地位与作用入手,回顾并总结了公司债券市场 20 多年来的发展的历程,对中国债券市场的现行结构进行了深入的分析,找出了中国债券市场存在的突出问题——结构性失衡,提出了中国债券市场发展的总体构架。在此基础上,针对债券市场发展存在的不同层次的问题,以及与国际资本市场接轨的需要等,分别提出了中国债券市场结构优化战略、运行扩展战略和风险管理战略,最后以案例实证分析了中国债券市场发展的总趋势,并提出了发展和完善我国债券市场的策略和措施。这一研究成果,值得引起有关政府决策部门和相关主体的重视,也必将为从事债券市场研究和实际工作的人员提供多视角的思考、启发和参考。

国家发展和改革委员会财政金融司 张东生博士

2003 年 5 月于北京

序 二

债券市场是资本市场的重要组成部分。资本市场发展比较完善的欧美国家,无不拥有一个发达的债券市场,比如在作为国际金融中心的纽约、伦敦、东京,其债券市场规模远超过股票市场,是资本市场的主体。亚洲国家和地区,除日本以外,往往偏重于股权融资,因而债券市场比较薄弱。但是,经历亚洲金融危机后,各国(地区)也都把发展债券市场作为当务之急,纷纷采取措施,建立一个强大的债券市场,以提高资本市场的抗风险能力。

中国资本市场经过十多年的快速发展,取得了巨大的成绩,特别是股票市场,为国民经济建设作出了很大的贡献。另一方面,相对于股票市场,中国债券市场的发展还处在启动阶段。债券市场在资本市场中应处于什么样的地位、债券市场能发挥什么样的功能、中国债券市场应怎样发展、发展的战略目标是什么、未来中国债券市场的前景怎样等等问题还没有得到很好的解决。同时,随着中国经济发展与改革的进一步向纵深推进,债券市场的发展已经成为国民经济发展内在的需要。

肖林博士等著的《中国债券市场发展战略》作为上海市重大决策咨询研究课题,从战略的高度,运用比较分析和实证分析相结合的研究方法,在借鉴国际成功经验的基础上,立足中国市场实际,并结合上海市有关案例,对中国债券市场的发展问题作了系统的、深入的、综合性的研究。这项研究成果将会对中国债券

市场的未来发展、对推进上海国际金融中心的建设将会有积极的指导意义。

当前,中国债券市场正面临良好的发展机遇,我国的国债发行规模会在一段时期内维持较高的水平,社会融资方式从银行贷款的绝对主导地位到逐步加大股票、债券的直接融资比例,地方政府不断增强的融资需求,以及资产证券化等金融创新都必然要求有一个强大的债券市场的支持。中国债券市场的发展空间十分广阔。

上海证券交易所总经理 朱从玖

2003年5月于上海

序 三

随着经济发展,企业融资需求日益增加,要求资本市场提供更多的融资渠道和更丰富的融资工具。投融资体制改革的进一步推进和深化,必将为中国债券市场的发展带来更大机遇。因此,发展债券市场是我国金融市场改革开放的战略选择,也是经济发展的现实需求。

在大多数发达国家中,企业融资的基本方式是直接融资。但长期以来,我国企业融资基本上通过间接融资方式进行,银行贷款占全部企业融资的90%以上。在1996年以后,资本市场得到了一定的发展。但是,目前我国资本市场的发展还很不平衡,股票市场发展较快,而债券市场的发展严重滞后,股票市场的规模远大于公司债。据统计,2001年,我国全部直接融资部分(包括股权融资和债券融资)占GDP的比例不足13%;其中企业债券占GDP的比例约为2%,而大多数发达国家的数字是15%~20%。从金融资产总量来看,2001年,我国金融资产总量约为21万亿元,其中股票市值约为1.2万亿元,债券余额约为2.8万亿元,保险资产约为0.4万亿元,银行资产16.6万亿元,债券部分只占13.3%。在全部债券中,国债和金融债占主导地位,企业债券余额只有800多亿元,仅占债券总额的2.86%。巨大的反差凸显了现阶段我国债券市场发展的重要意义和广阔空间。我们应该从国家经济和金融发展的大背景出发去审视债券市场的发展问题。当前,调整银行资产负债结构、提高