

中国银行间市场 发展路径

ZHONGGUO YINHANGJIAN SHICHANG FAZHAN LUJING

汪小亚 杨金梅◎著

 中国金融出版社

013047571

F832.5
163

中国银行间市场 发展路径

ZHONGGUO YINHANGJIAN SHICHANG FAZHAN LUJING

汪小亚 杨金梅◎著



 中国金融出版社



北航

C1654712

F832.5

163

责任编辑：戴 硕 董 飞

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国银行间市场发展路径 (Zhongguo Yinhangjian Shichang Fazhan Lujing) / 汪小亚, 杨金梅著. —北京: 中国金融出版社, 2013. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6790 - 9

I. ①中… II. ①汪…②杨… III. ①银行业务—资本市场—研究—中国 IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 033937 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>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 13.25

字数 204 千

版次 2013 年 5 月第 1 版

印次 2013 年 5 月第 1 次印刷

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6790 - 9/F. 6350

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

前 言

近年来，中国金融市场快速发展，国际地位不断上升。特别是国际金融危机爆发后，在世界经济增长低迷的背景下，中国经济保持持续稳定增长态势，中国金融市场不断健全，金融市场规模明显扩大，金融市场产品和工具不断丰富，金融市场国际排名显著提升。2011年，中国股票总市值全球排名第三，仅次于美国和日本；中国债券市场规模已经跃居亚洲第二、全球第四；上海期货交易所成交合约数量居全球商品期货和期权交易所前列，在全球衍生品交易所排名第十四，成为全球三大有色金属的定价中心之一；上海黄金交易所黄金现货交易量位居全球第一。

关注中国金融市场，不可能不关注中国银行间市场。因为，中国银行间市场构成了中国金融市场体系的主体。根据《中国金融市场发展报告（2011年）》的数据统计，在包括股票市场、期货市场、黄金市场、银行间市场在内的金融市场体系中，银行间市场的规模约占56%。其中，中国银行间债券市场早就远超上交所和深交所的债券交易量，成为中国固定收益类产品投资和交易的最大去处。任何在中国资本市场范围内配置资产的金融机构和投资人，不分内外资性质，都不可能不进入这个市场的（来自英国《金融时报》2010年8月19日的文章）。

一、银行间市场在中国金融市场中具有突出地位

经过十几年的发展，中国银行间市场形成了一个以合格机构投资者为主要参与者，以一对一询价为主要交易方式，包括银行间同业拆借市场、银行间债券市场和银行间外汇市场等各子市场在内的多板块、有层次的市场体系，探索出了适合中国特点的有组织场外市场新模式。从2004年开始，中国人民银行大力推动债券市场创新，银行间债券市场债

券产品和交易工具不断丰富，交易方式不断改进，债券发行量、托管量和交易量均占中国债券市场的97%以上，已经成为我国债券市场的主导力量。

二、银行间市场在利率、汇率形成机制改革中发挥了重要作用

短短十几年，银行间市场实现了从小到大、快速发展的历程，探索出了一条适合中国特点的场外市场的新模式。银行间市场的深层次发展，在推动利率市场化和汇率形成机制改革，及时传导中央银行货币政策意图、实施国家外汇收支管理和汇率政策，发挥了不可替代的作用，有力地支撑了实体经济的发展。

银行间市场发展推动了利率市场化改革。一方面，银行间市场的发展有效地培育了市场基准利率体系。中国银行间同业拆借市场加权平均利率（CHIBOR）、上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）、质押式回购加权平均利率和银行间回购定盘利率等，逐步发挥了货币市场利率基准的作用。此外，随着银行间债券市场发行和流通市场化程度的提高，形成了由金融市场决定的比较完整的债券收益率的期限结构。另一方面，银行间市场通过创新推动替代性金融产品定价的市场化。银行间市场不断推出新的金融产品，其中，非金融债务融资工具市场化的定价有利于货币政策的传导，有效推动了利率市场化进程。银行间市场利率互换、远期利率交易等衍生产品快速发展，为市场参与者提供了有效的利率风险管理工具。

银行间市场发展推进了汇率形成机制。银行间外汇市场的建设，为以市场供求为基础的人民币汇率形成机制提供了制度支持。银行间外汇市场引入询价交易方式和做市商制度，有效改进了人民币汇率中间价形成方式，同时银行间人民币远期、掉期和期权市场的推出和发展，不仅创新了汇率避险工具，而且增强了企业管理风险的能力。

三、未来中国经济金融的变革将为银行间市场发展提供更大空间

为了更好地适应加快经济结构调整和发展方式转变，以及提升整体国际竞争力的要求，我国金融业的改革开放将进一步加快，多层次金融

市场体系建设将取得更大进展，银行间市场的发展面临重大的机遇和挑战。

1. 直接融资比重将显著提高，金融市场在资源配置中的作用将明显增强。长期以来，我国金融体系缺乏弹性，存在着直接融资与间接融资结构不平衡、债券市场发展落后于股票市场的问题。我国“十二五”规划明确提出，要加快多层次金融市场体系建设，显著提高直接融资比重，积极发展债券市场。作为金融市场重要组成部分的银行间市场，需要其服从并服务于实体经济的发展，在支持经济增长的同时实现自身的可持续发展。

2. 利率市场化改革和汇率形成机制改革将稳步推进。利率和汇率是最重要的货币资金价格，建立市场化的利率、汇率形成机制是建设市场经济的必然要求，也是推动金融宏观调控逐步由数量型调控为主向价格型调控为主转变、疏通货币政策市场化传导机制的重要环节和基础性工作。利率市场化改革离不开银行间市场基准利率体系的完善和金融产品的发展。汇率形成机制改革需要银行间市场提供一个交易活跃、平稳健康发展的交易平台和清算系统。

3. 人民币跨境使用进程加快和人民币国际地位不断提高。随着我国经济实力不断增强，人民币可兑换程度不断提高，境外交易主体对人民币作为结算货币、投资货币、储备货币的需求程度将不断上升，人民币走向国际货币的进程逐步加快。银行间市场作为中国金融市场的主体，要满足各国央行和全球投资者对财富持有形式的安全性、流动性和收益性的需要，提供一个开放、稳定和发达的市场平台。

四、深入研究中国银行间市场具有重要的理论和现实意义

目前，许多研究集中于按照传统金融学理论划分的债券市场、股票市场和货币市场等，而对以人民银行监管的中国银行间市场研究比较少。另外，在已有的研究中，往往将我国银行间市场涵盖的子市场包括为同业拆借市场、债券市场、外汇市场、衍生品市场、票据市场和黄金市场。而鉴于全国银行间市场起源于全国银行间外汇市场，此后的发展也是基于这个平台，因此，本书中所讨论的我国银行间市场主要包括银行间同业拆借市场、银行间回购市场、银行间债券市场、银行间外汇市场和银行间衍生品市场这五大市场。本书专门以中国银行间市场为研究对象，

深入梳理银行间市场的发展历程，重点分析银行间各子市场的功能和作用，全面阐述银行间各子市场的制度框架和监管规定，主要介绍了银行间各子市场的交易主体构成、交易品种创新、交易定价机制选择、登记托管和清算机制确定等。

本书不同于金融教科书和业务研究报告。为了便于读者的阅读和比较，一方面，对一些基本概念性的问题进行了分析和阐述，另一方面，对国际和国内的实际运行情况进行了介绍和分析。第一章总论，主要介绍了我国银行间市场的形成历史、现在的重要地位和未来的发展方向。第二章至第六章分别对银行间同业拆借市场、银行间债券回购市场、银行间债券市场、银行间外汇市场和银行间衍生品市场等五个子市场进行了具体分析。每章都按照理论和实际、国际和国内、历史和现状的写作方法进行分析。

把握好中国银行间市场发展的未来，是中国金融理论和政策研究的重大课题。如何坚持“鼓励创新、发展市场、加强监管、防范风险”的发展思路，如何处理好创新、发展和风险管理三者之间的关系，如何构建多层有序、结构合理、运行安全的银行间市场体系，等等，这些都是迫切需要深入研究的问题。

目 录

第一章 中国银行间市场总论	1
第一节 中国金融市场的基本格局	1
一、金融市场基本概念	2
二、中国金融市场体系	3
三、银行间市场的重要地位	4
第二节 银行间市场的历史沿革	7
一、应运而生的银行间外汇市场	7
二、全国统一的同业拆借市场	8
三、从无到有的银行间债券市场	9
四、纵深发展的银行间市场	10
第三节 银行间市场的监管主体与中介组织	11
一、监管主体和自律组织	12
二、三大中介组织	15
第四节 银行间市场的快速成长	17
一、市场格局日渐优化	18
二、市场交易机制不断丰富	20
三、市场规章逐步完善	23
四、市场基础设施建设加快推进	26
五、市场作用日益显著	27
第五节 银行间市场的发展前景	29
一、加快银行间市场发展的机遇	29
二、加快银行间市场发展的目标	30

三、加快银行间市场发展的重点	31
第二章 同业拆借市场	34
第一节 同业拆借市场的形成、特点与作用	34
一、同业拆借市场的形成	34
二、同业拆借市场的特点	36
三、同业拆借市场的作用	38
四、国外本外币拆借市场	39
第二节 我国同业拆借市场发展历程	41
一、多渠道融资阶段（1984—1992 年）	42
二、融资中心单一融资阶段（1993—1995 年）	42
三、全国统一同业拆借市场形成阶段（1996—1997 年）	43
四、稳步发展阶段（1998—2006 年）	44
五、规范快速发展阶段（2007 年至今）	44
第三节 我国同业拆借市场的现状	45
一、市场参与者不断增多	46
二、交易期限短期化明显	48
三、市场规模稳定增长	49
四、拆借利率基准性日益增强	49
五、拆借市场逐步对外开放	52
第四节 我国同业拆借市场的运行机制	52
一、央行审批的市场准入方式	53
二、通过全国统一网络的交易规定	53
第五节 市场监督和管理	54
一、同业拆借市场的监管原则	55
二、同业拆借市场的管理措施	56
第三章 债券回购市场	61
第一节 债券回购市场的功能与种类	61
一、债券回购市场的功能	61
二、债券回购市场的参与者	62
三、债券回购交易的种类	63

四、债券回购的期限和标的品种	64
五、债券回购的报价方式和利率决定	64
六、各国债券回购市场	65
第二节 我国债券回购市场发展历程	67
一、证券交易中心的回购交易阶段（1991—1995 年）	67
二、上海证券交易所为主的阶段（1995—1997 年）	67
三、银行间债券回购市场形成阶段（1997—2000 年）	68
四、银行间债券回购市场为主阶段（2000 年至今）	68
第三节 我国银行间债券回购市场的发展	69
一、以质押式回购为主的债券回购交易量攀升	69
二、质押式和买断式回购的利弊	70
三、债券回购市场参与主体更加广泛	72
四、回购利率市场化	73
五、回购期限趋向短期化	74
六、回购标的呈现新特点	75
第四节 回购市场运行机制	76
一、备案制的市场准入方式	76
二、询价制的交易方式	76
三、交易后处理的基本安排	77
四、回购市场的风险管理	77
第四章 银行间债券市场	79
第一节 债券市场的类别与功能	79
一、债券市场的类别	79
二、债券市场的功能	80
第二节 主要国家的债券市场	81
一、美国债券市场	81
二、日本债券市场	84
三、英国债券市场	85
第三节 中国银行间债券市场的发展历程	87
一、中国债券市场的萌芽（1981—1987 年）	87

二、中国债券市场的起步和探索（1988—1996 年）	87
三、银行间债券市场的产生（1997—2003 年）	90
四、银行间债券市场成为债券市场的主导力量 （2004 年至今）	91
第四节 中国银行间债券市场的现状	92
一、市场规模迅速扩大	92
二、市场主体日益多样化	94
三、品种结构日渐丰富	96
四、收益率曲线日益完善	99
五、对外开放步伐加快	101
第五节 银行间债券市场的运行机制	103
一、发行审核机制	103
二、定价机制的变革	107
三、登记托管机制	108
四、交易机制	109
五、清算和结算机制	112
第五章 银行间即期外汇市场	114
第一节 国际外汇市场的主要特点	114
一、国际外汇市场的四大特点	115
二、国际外汇市场的近况	118
第二节 我国外汇管理体制改革的与银行间外汇市场发展	122
一、外汇管理体制改革的和外汇调剂中心形成	122
二、外汇管理体制改革的和银行间外汇市场建立	123
三、汇率形成机制改革的和银行间外汇市场的演变	124
四、汇率形成机制改革的和银行间外汇市场的发展	125
五、汇率形成机制改革的和银行间外汇市场的成熟	126
第三节 人民币外汇即期市场	127
一、人民币外汇即期市场的地位	127
二、人民币外汇即期市场的快速发展	128
三、人民币外汇即期市场的主要规则	131

四、人民币外汇即期市场与人民币汇率形成的完善	135
第四节 外币对即期市场	139
一、市场规模稳步上升	139
二、两类交易和清算方式	141
附：外币拆借市场	142
第六章 银行间衍生品市场	143
第一节 利率衍生品市场	143
一、人民币债券远期交易	143
二、人民币利率互换交易	150
三、人民币远期利率协议	159
第二节 汇率衍生品市场	165
一、基础类汇率衍生产品体系初步形成	166
二、人民币外汇远期交易	167
三、人民币外汇掉期交易	171
四、人民币外汇货币掉期交易	174
五、人民币对外汇期权交易	179
六、外币对衍生产品	182
第三节 信用衍生品市场	183
一、信用衍生品市场的基本概念	183
二、我国信用风险缓释工具的推出	186
三、我国信用衍生品市场快速发展	190
缩略语	191
参考文献	194
后记	197

第一章 中国银行间市场总论

根据《中国金融市场发展报告（2011年）》的数据统计，在包括股票市场、期货市场、黄金市场、银行间市场在内的中国金融市场体系中，中国银行间市场的规模约占56%。中国银行间市场经过十几年的发展，形成了以合格机构投资者为主要参与者，以一对一询价为主要交易方式，包括银行间同业拆借市场、银行间债券市场和银行间外汇市场等各子市场在内的多板块、有层次的市场体系，探索出了适合中国特点的有组织场外市场新模式。目前，中国银行间市场构成了中国金融市场体系的主体，主要包括银行间同业拆借市场、银行间债券回购市场、银行间债券市场、银行间外汇市场和银行间衍生品市场这五大子市场。未来，随着中国银行间市场结构不断深化，市场参与者数量与范围的日益扩大，市场广度和深度的逐渐提高，银行间市场在支持金融深化推进，加快上海国际金融中心建设，支持实体经济又好又快发展等方面将继续发挥更大的作用。

第一节 中国金融市场的基本格局

金融最本质的含义就是指资金融通的交易活动，也就是交易的一方将多余的资金借贷、融通给资金短缺的另一方。资金融通活动又可以分为直接融资和间接融资两种。所谓直接融资，是指资金供求双方直接进行融资交易活动，而间接融资是指双方的融资活动通过中介人即银行或其他金融机构来进行。金融市场则是指资金供给者与资金需求者从事资金融通活动的场所。由于资金融通是通过便利资金转移的金融工具来进行的，所以，金融市场又是以金融工具或金融资产为交易对象的资金供给者和需求者相互汇合，依照竞争原则共同决定价格（利率或收益率），

最终完成资金交易的场所。

一、金融市场基本概念

金融市场是一个多层次的有机整体，这一体系的多层次性，可按照金融市场的不同分类体现在多个方面。按照市场交易对象划分，可分为债券市场、票据市场和股票市场等；按照交易对象的期限来区分，可以分为货币市场和资本市场；按照市场投资者划分，可分为机构投资者市场和个人投资者市场；按照交易币种分类，可分为本币市场和外汇市场；按照交易合约的清算时间分类，可分为现货市场与衍生品市场；按照交易场所和交易机制划分，可分为场内市场和场外市场。

一般来说，场外市场又称为柜台交易市场（Over the Counter）、店头市场。场外市场没有固定的交易场所，多数交易采用一对一双边议价，并通过电话或者专业交易设备完成，所有投资者可以直接与交易商进行交易。场内市场主要是指交易所市场（Exchange）。场内市场有固定的交易场所和交易活动时间，所有交易采用集中撮合竞价，即交易双方通过公开竞争报价的方式来确定成交价格。

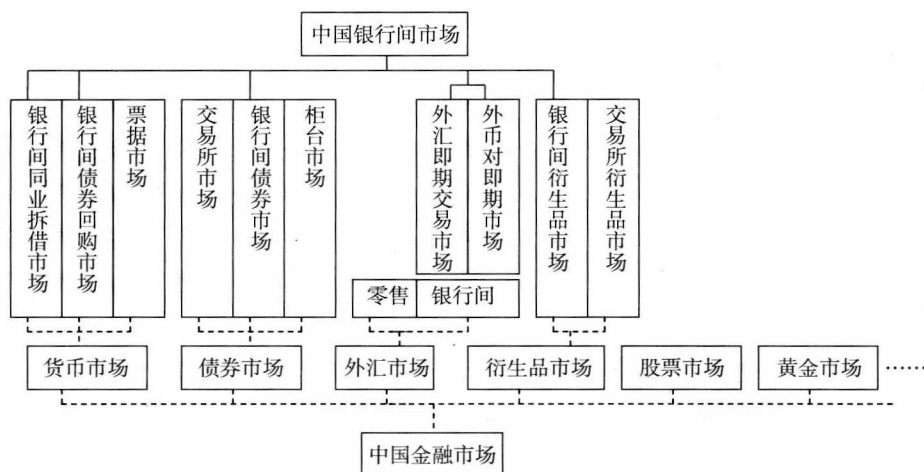
随着信息技术的发展，世界金融交易市场的结构和环境发生了深刻的变化，场外市场和场内市场都通过计算机网络来进行，传统意义上的场外和场内市场的界限逐渐模糊，有逐渐融合的趋势。不同于传统的场外交易，现代场外交易市场采用了先进的网络技术，因而可以将各地分散的场外市场连成一体，其交易形式已不是买卖双方一对一谈判成交，而是“统一报价，分散成交”。这不仅效率高、交易成本低，而且使传统场外交易中信息披露不畅的问题从根本上得到了解决。同时，交易所发展的初期总是按着有关地域范围内市场使用者的需要而发展。但随着经济全球化和信息技术的发展，交易所市场的形式也发生了巨大的变化。以网络技术为核心的信息技术的发展，极大地提高了信息处理能力；互联网的全球接触面和互动性质，使它成为发布金融信息、提供金融服务的理想媒介，所有这些都加速了交易市场无形化的步伐。甚至一些交易所为了吸引大量的场外交易者进入交易所交易，还建立了场外交易机制，即场外交易的投资者通过交易所提供的交易系统完成交易。

由此可见，信息技术极大地提升了现代场外市场存在的现实价值和作用力。近些年来，全球场外市场迅速发展，产品层出不穷，尤其是 20

世纪 80 年代以来场外市场名义合同金额每年以两位数的规模强劲增长，总市值也大幅上升。场外市场则借助信息技术飞速发展，已经日益成为现代金融市场中主要的交易市场。

二、中国金融市场体系

我国金融市场包括同业拆借市场、债券市场、票据市场、外汇市场、股票市场和黄金市场等子市场。其中，场内市场主要是上海证券交易所、深圳证券交易所、上海期货交易所等；场外市场主要包括银行间市场、债券柜台市场、货币经纪公司中介的市场等。其中，中国银行间市场包括了银行间同业拆借市场、银行间债券回购市场、银行间债券市场、银行间外汇市场和银行间衍生品市场（如图 1-1 所示）。



注：实线部分为中国银行间市场包括子市场；虚线部分为中国金融市场包括子市场。

图 1-1 中国银行间市场框架图

从 2011 年各子市场运行情况来看，我国金融市场已经达到一定的规模。2011 年全年，银行间同业拆借市场累计成交 33.44 万亿元，日均成交 1 337 亿元。2011 年，全国企业累计签发商业汇票 15.05 万亿元，累计贴现 25.03 万亿元。截至 2011 年末，上海证券交易所和深圳证券交易所上市公司共计 2 342 家，股票总市值为 21.48 万亿元，股票流通市值 16.49 万亿元。截至 2011 年底，全国债券市场总托管量达到 22.3 万亿元，其中，银行间债券市场托管面额为 21.20 万亿元；交易所托管面额

(包含公司债、可转债和分离式可转债)为8 428.4 亿元;商业银行国债柜台市场托管面额为2 287.99 亿元。2011 年,上海黄金交易所各黄金交易品种累计成交7 438.46 吨,黄金现货交易量位居全球第一。2011 年,银行间各类人民币利率衍生品共累计成交2.8 万亿元,其中,利率互换(Interest Rate Swap, IRS)成交2.7 万亿元,债券远期成交1 030.1 亿元,远期利率协议成交3 亿元。

三、银行间市场的重要地位

我国银行间市场诞生于20 世纪90 年代经济体制改革的大背景下,为了进一步促进经济的持续发展、维护金融秩序的稳定,我国先后在1994 年、1996 年和1997 年分别建立了全国银行间外汇市场、全国银行间同业拆借市场和全国银行间债券市场,由此形成了我国统一的银行间市场的雏形。由于特殊的形成背景,我国场外市场主体——银行间市场在形成之初就和国际市场传统的场外市场不太一样。我国银行间市场具有统一的交易平台和清算平台,具有监管便利和透明度高等特点,这是具有中国特色的地方,也与2008 年金融危机后场外市场的发展方向不谋而合。

目前,我国银行间市场构成了中国金融市场体系的主体。银行间市场在金融市场体系的核心地位体现在以下几方面:

第一,从近年的发展形势来看,银行间市场的规模要远远大于交易所市场。例如,无论从存量还是交易量来看,银行间市场都仍然是债券市场的主体,在中国债券市场中发挥着主导作用。2011 年底全国债券市场总托管量达到22.3 万亿元,其中,银行间债券市场托管面额为21.25 万亿元,占比约为95.3%;交易所托管面额(包含公司债、可转债和分离式可转债)为8 428.4 亿元,占比约为3.8%;商业银行国债柜台市场托管面额为2 287.99 亿元,占比约为0.9%。

第二,银行间市场已经不再是只有商业银行参与的市场,而是包括所有金融机构甚至非金融企业等合格机构投资者广泛参与的批发性、信用等级最高、以场外交易为主的市场。目前,银行间市场成员包括了商业银行、政策性银行、信用社、保险公司、证券公司、基金、财务公司、金融租赁公司、信托投资公司、资产管理公司、汽车金融公司、金融控股公司、企业年金、保险产品、信托产品等。截至2011 年末,银行间外

汇市场会员 318 家，银行间本币市场成员 3 948 家。

第三，银行间市场是包括了债券市场、货币市场、外汇市场和利率、汇率、信用衍生品市场等在内的多板块，有层次的市场体系，连接着信贷市场、股票市场和期货市场等其他金融市场。例如，2007 年各金融机构通过货币市场进行资金融通的需求加大，同业拆借和回购市场交易量显著放大。在交易量放大的同时，货币市场利率特别是短期利率受新股发行波动明显，在大盘股申购前短期利率开始攀升，申购结束后利率回落至正常水平。

第四，银行间市场的广度和深度不断提高，为货币政策的有效传导奠定了基础。1998 年起，中国人民银行取消了以贷款规模管理为主要手段的直接调控方式，更多地采用了以市场为基础的间接调控方式。随着银行间货币市场交易规模不断增大，从 1998 年起，中国人民银行在公开市场业务操作力度也不断加大。中国人民银行已建立了公开市场一级交易商制度。根据货币政策目标的要求，中国人民银行确定当周的操作策略后，与公开市场一级交易商进行交易。交易方式包括进行国债和政策性金融债的现券买卖、回购交易以及中国人民银行票据发行。目前，中国人民银行公开市场操作利率与货币市场利率相关程度不断增强，货币市场利率已成为中国人民银行公开市场调控的重要政策目标之一。

短短十几年，银行间市场实现了从无到有、从小到大、快速发展的历程，探索出了一条适合中国特点的场外市场的新模式。银行间市场的深层次发展，在推动利率市场化和汇率形成机制改革，及时传导央行货币政策意图、实施国家外汇收支管理和汇率政策、配合国家财政政策，满足市场主体日常资产管理、负债管理与流动性管理需要等方面，发挥了不可替代的作用。因此，我们需要对银行间市场进行深入细致的研究。

在本书的写作中，需要说明以下几点：

一是对本书所讨论的银行间市场的界定。按照《中国人民银行法》的规定，中国人民银行负责监督管理银行间同业拆借市场、银行间债券市场、银行间外汇市场和黄金市场。同时，承担支付清算职能的票据市场也归于中国人民银行管理。很多研究将我国银行间市场涵盖的子市场包括为同业拆借市场、债券市场、外汇市场、衍生品市场、票据市场和黄金市场。鉴于全国银行间市场的起源是全国银行间外汇市场，此后的发展也是基于这个平台，因此，本书中所讨论的我国银行间市场主要包