

何德旭 高伟凯 等著

中国债券市场： 创新路径与发展策略

ZHONGGUO
ZHAIQUANSHICHANG
CHUANGXIN
LUJING YU
FAZHAN CELUE



中国财政经济出版社

F832.51

56

2007

中国债券市场： 创新路径与发展策略

何德旭 高伟凯 等著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国债券市场：创新路径与发展策略/何德旭，高伟凯等著.
—北京：中国财政经济出版社，2007.3

ISBN 978 - 7 - 5005 - 9663 - 9

I. 中… II. 何… 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 (2007) 第 012078 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph @ cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 11.5 印张 268 000 字

2007 年 4 月第 1 版 2007 年 4 月北京第 1 次印刷

印数：1—3 000 定价：25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5005 - 9663 - 9/F·8391

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本书由中国社会科学院出版基金资助出版

作者简介

- 何德旭 中国社会科学院财贸经济研究所副所长、研究员、博士生导师
- 高伟凯 北京高策中外企业安全顾问中心总经理、经济学博士
- 姚战琪 中国社会科学院财贸经济研究所副研究员、经济学博士
- 王卉彤 中央财经大学财经研究院副研究员、经济学博士
- 刘海虹 武汉市社会科学院金融研究所所长、研究员
- 孙国锋 中国人民银行经济学博士
- 李 新 首都经贸大学金融学院副教授、经济学博士
- 魏 琦 中信建投证券研究所研究员、经济学博士
- 王朝阳 中国社会科学院研究生院博士研究生
- 应寅锋 中国社会科学院研究生院博士研究生
- 饶 明 中国社会科学院研究生院博士研究生
- 王轶强 中国建设银行投资银行部经济学硕士
- 毕淑青 北京高策中外企业安全顾问中心研究员

目 录

第一章 创新：债券市场持续发展的动力 ·····	(1)
一、债券市场创新：一般描述·····	(2)
二、发达国家的债券市场创新趋势·····	(9)
三、中国债券市场：缺陷及创新障碍·····	(17)
四、中国债券市场创新构想·····	(23)
第二章 进一步完善国债市场 ·····	(28)
一、国债市场的发展阶段及其特点·····	(28)
二、国债市场发展中的相关理论问题·····	(38)
三、国债市场若干风险分析·····	(46)
四、国债市场的深化发展·····	(50)
五、中国国债市场的创新趋势·····	(58)
第三章 积极推进地方债券市场的发展 ·····	(71)
一、地方债券及其制度特征·····	(72)
二、地方债券市场发展的国际经验·····	(76)
三、公共产品供给、地方政府融资与经济增长·····	(88)
四、中国地方政府融资困境及解决方案·····	(93)

五、发展我国地方债券市场的可行性·····	(105)
六、中国地方债券市场的制度设计·····	(110)
七、发展我国地方债券市场的相关制度环境构造·····	(118)
第四章 全面启动企业债券市场的转轨·····	(126)
一、中国企业债券市场发展概况·····	(127)
二、企业债券市场发展中的问题·····	(131)
三、企业债券市场发展缓慢的深层原因·····	(138)
四、债务市场还是股权市场：理论解释·····	(145)
五、债务融资还是股权融资：实践经验·····	(148)
六、发展企业债券市场：必要性与紧迫性·····	(151)
七、企业债券市场转轨：若干对策·····	(153)
第五章 注重发挥可转换债券市场的功能·····	(167)
一、可转换债券：一般理论·····	(167)
二、海外可转换债券市场的发展·····	(179)
三、中国可转换债券市场的发展现状·····	(183)
四、发展我国可转换债券市场的深层思考·····	(192)
五、影响可转换债券市场功能发挥的障碍及相关建议 ·····	(198)
第六章 努力提高金融债券市场的效率·····	(203)
一、金融债券：一般理论·····	(204)
二、我国金融债券市场的发展历程·····	(208)
三、政策性金融债券市场·····	(213)
四、次级金融债券市场·····	(220)
五、提高金融债券市场的运行效率·····	(229)

第七章 高度重视资产支持证券市场的规范	(233)
一、资产支持证券：一般理论.....	(234)
二、美国的资产支持证券市场.....	(251)
三、欧洲的资产支持证券市场.....	(257)
四、日本的资产支持证券市场.....	(260)
五、我国资产支持证券市场的规范.....	(263)
第八章 债券市场演进：制度层面的解析	(275)
一、中国债券市场的形成.....	(276)
二、银行间债券市场的建立.....	(285)
三、银行间债券市场的演进历程.....	(290)
四、中国债券市场制度变迁成功的原因.....	(297)
五、中国债券市场的缺陷及未来发展方向.....	(299)
第九章 构建债券市场的有效监管框架	(302)
一、有效监管：债券市场持续稳定发展的制度保证.....	(302)
二、债券市场的有效监管：以美国为例.....	(304)
三、中国债券市场监管：现状及存在的问题.....	(307)
四、构建有中国特色的债券市场有效监管框架.....	(310)
附录 美国债券市场的创新与发展	(315)
一、概述.....	(316)
二、国债市场.....	(321)
三、联邦机构债券市场.....	(324)
四、市政债券市场.....	(328)
五、公司债券市场.....	(332)
六、资产支持证券市场.....	(336)

七、抵押证券市场·····	(337)
八、小结·····	(340)
参考文献·····	(342)
后 记·····	(354)

第一章



创新：债券市场持续发展的动力

第十届全国人民代表大会第四次会议批准的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》再次强调要“积极发展债券市场”，这意味着我国债券市场发展将在未来五年里进一步向纵深推进。发达国家的经验表明，债券市场的发展过程也就是债券市场不断创新的过程，甚至于创新成了债券市场持续发展的动力。

在理论上，广义的金融创新泛指金融领域内出现的有别于既往的新业务、新技术、新工具、新机构、新市场与新制度安排的总和。金融创新的根本途径在于通过引进新的金融要素或者将已有的金融要素进行重新组合，开发出新的金融功能，满足实体经济发展的内在需求，并提高为实体经济服务的效率。债券市场创新作为金融创新的重要组成部分，无疑也遵循这一轨迹。

一、债券市场创新：一般描述

（一）债券市场创新的动机

按照新古典经济学的分析框架，在金融市场中，新金融工具或实践的产生是厂商为了减少财务（金融）约束的限制而出现的经济现象。市场中以最大化效用为目标的厂商必然面临一系列的内部约束和外部约束，最明显的外部约束是政府规制。同时，市场条件也是影响厂商效用最大化问题的外部约束之一。因为，如果厂商具有干预市场的力量，那么它就成为（金融工具）价格和收益率的制定者，从而可以从金融市场中获得无限多的融资；相反，如果厂商是（金融市场）价格和收益率的接受者，那么，它就只能在约束条件下根据效用最大化的目标精确计算可以获得的资金，所以，市场条件决定了不同金融产品的供给和需求参数和最适合厂商的政策工具。企业面临的内部约束也会影响其效用最大化目标的实现，例如金融企业自身实施的流动性约束往往成为其实现预期资产增长的条件之一。企业在现有的市场参数和约束条件下销售证券或者取得资金，当环境的外生变化刺激了企业寻求外部政策工具时，便产生了金融创新。因此，金融创新的动机可以描述为厂商在现有的约束下筹集资金成本的增加，即在现有的金融约束下厂商成本的增加刺激了新的金融工具和金融活动的产生^①。

债券市场创新的一个显著特点是创新产品和服务的外部性极强，技术外溢性要明显高于制造业。一般而言，证券服务业创新

^① Silber, W., The Process of Financial Innovation, Recent Structural Change in the Capital Markets, May 1983.

的成本巨大, 这些成本包括: (1) 用于法律、会计、管制和税收咨询的支出费用; (2) 用于培训和教育投资者、发行企业和交易者的费用; (3) 服务于定价和交易网络的计算机系统的支出; (4) 资本和人力资本投资, 等。特别是, 在金融服务业, 金融企业以专利保护等方式防止创新思想和创新产品的扩散几乎不可能, 目前还没有一种有效保护金融创新产品和服务的方法和机制, 因此竞争者能够迅速对金融服务的新产品和思想进行模仿^①。Herrera 与 Schroth 对证券业中创新的动机进行了研究, 认为即使在创新产品得不到专利保护的条件下, 投资银行仍然具有开发新产品和从事市场创新活动的明确动机^②。Tufano 认为, 美国证券交易委员会 (SEC) 对创新发起者金融产品设计的强制性信息披露的要求, 使得从事创新产品发明的金融企业的竞争对手能够在投资者、证券发行者以及管制者的培育和投资方面对创新企业享有巨大的“搭便车”效应, 因此, 模仿者只需投资创新者用于创新投入的 50% ~ 75% 的成本就可以提供模仿产品和服务^③。既然证券行业存在创新者私人成本与其收益不统一、社会效益大于私人利益的内在矛盾, 那么, 证券行业 (包括债券市场) 的创新动力何在呢?

证券创新市场严重的外部效应使创新产品的第一行动者 (First - mover) 实际上很难通过较高的定价, 以及根据不同的需求结构差别定价的方式保持市场势力, 以此实现对创新成本的补偿。相反, 从实践看, 即使在竞争对手的模仿产品出现之前, 证券市场中的创新企业在短暂的产品垄断期间内, 也不会通过高定价来销售产

① Tufano, P., 2003. Financial innovation, Handbook of the Economics of Finance, Volume 1, Part 1, Pages 307 - 335.

② Herrera, H., Schroth, E., 2002. Welfare in unpatentable financial inventions. Unpublished working paper. New York University.

③ Tufano, P., 1989. Financial Innovation and First - mover Advantages, Journal of Financial Economics 25, 213 - 240.

品，而且从长期来看，创新企业的价格低于而不是高于模仿企业的价格水平。Tufano 对此的解释是，如果创新活动能够使创新企业成为拥有低成本技术的边际企业，创新者就能通过降低价格来赢得市场份额，获得能够补偿其创新投入的正的利润水平。如果创新企业（投资银行）能够通过联合提供方式提供交易服务和保险等多种服务，就可以发挥其规模经济和范围经济的优势，从而使创新成为一种成本减少型活动，或者通过向市场传输其拥有无形资产和创新能力的信息来降低市场成本^①。

（二）债券市场创新的影响因素

1. 利率和通货膨胀率。对债券市场风险的不同承受程度以及对不同风险相对重要程度的认知是影响投资者债券投资需求的重要因素。世界各国债券市场的主要风险已经由 20 世纪 70 年代以前的信用风险转变为其后出现的利率风险和汇率风险，对债券市场风险的敏感程度的增强和不同风险种类的出现刺激了对投资者利益进行保护的证券种类的需求。例如，20 世纪 80 年代以后出现的浮动利息票据、零息债券等等金融工具，以及为了更精确管理债券组合风险而出现的远期交易和调期交易等交易方式便是在这一背景下出现的新型交易方式和投资工具。

2. 金融规模。债券市场中金融规模对创新具有明显的积极影响。一方面，通过规模报酬的变动促进了金融中介的金融创新。通常大的金融机构进行的创新活动往往因规模的内在经济而获得较高的规模报酬，因此规模较大的金融中介的创新动力要远远强于小规模金融中介的创新动力；同时，债券市场整体规模的扩大和发展会产生对所有金融中介都有利而产生外在经济。另一方面，金融规模

^① Tufano, P., 1989. Financial Innovation and First - mover Advantages, *Journal of Financial Economics* 25, 213 - 240.

越大，业务范围越宽，创新的供给能力也越强。

3. 技术变化。债券市场大量的创新活动是与技术革新和技术变化紧密联系的，包括债券市场工具创新、债券交易系统创新、组织机构创新、监管体制创新等都是在技术进步的推动下才得以实现。例如，电子交易系统在美国 NASDAQ 市场和 GARBAN 市场的运用，极大地便利了债券、股票和政府证券的交易和流通。特别是 20 世纪 90 年代以后，以网络为核心的信息技术的飞速发展，对经济生活产生了深刻的影响。这些技术被广泛应用到金融机构的业务处理过程中，为债券市场创新提供了技术上的支持，成为技术型金融创新的原动力，并为之创造了条件，促进了债券市场的电子化发展，极大地改变了债券交易制度和交易方式。

4. 金融管制。政府严格的金融管制对于稳定金融体系具有促进作用，同时也给金融机构特别是商业银行带来了较大的压力，造成了严重的“脱媒”现象，“脱媒”的直接结果是代替间接融资的债券市场和股票市场得到快速发展。在以直接融资为主的美国，对银行业的严格管制和企业组织对市场监管的偏好是债券市场和股票市场得以成熟壮大的一个重要原因。政府严格管制的另一个效应就是促使金融机构通过金融创新来逃避金融管制，寻求管制以外的获利空间。但是，政府管制是一把双刃剑，既促进了债券市场创新，同时，过于严格的管制也会抑制金融创新的范围和空间。因此，在一国确保金融稳定和金融安全的条件下，金融创新需要一定程度的较为宽松的管制环境。自 20 世纪 80 年代以来，大多数发达国家的金融监管当局为适应微观金融主体的金融创新要求，逐步放宽了金融管制，从而为金融创新的迅速发展创造了条件。

5. 税收。与股权融资相比，作为债务融资工具之一的债券融资具有明显的税收屏蔽作用，这种税收屏蔽作用来自于债务利息和股利的支出顺序不同，因为，世界各国税法基本上都准予利息支出在税前列支，而股息则在税后支付。这对企业而言相当于债券筹资

成本中的相当一部分是由国家负担的，因而负债经营能为企业带来税收节约价值，因此，对于以最大化股东财富为目标的企业来说，对债务融资的偏好极大地促进了债券市场的发展和创新。近年来，以避税为目的的各种债券融资工具应运而生，例如，2006年在我国市场新近推出的亚洲债券基金中国交易型开放式指数证券投资基金，由于其具有明显的避税优势，受到保险公司、商业银行和外资投资者的青睐。

6. 国际化。20世纪70年代以后，外国贸易的迅速增长、浮动汇率机制的实施、石油输出国组织影响的增强极大地推进了债券市场创新。外国贸易增加了进出口商的交易风险和汇率风险，从而带来了外国债券、债券期权、债券期货等创新金融产品的出现；20世纪70年代以后，浮动汇率机制代替布雷顿森林固定汇率体系以后，围绕降低汇率风险的金融产品大量出现，例如外币衍生产品、外币期权交易等等；石油危机带来的石油价格高涨，带来了主要石油生产国的石油美元的迅速积累，这些游离于石油产地国实体经济之外的巨额美元资产在追求较高投资收益的目标下，以及在投资者避税和逃避监管动机的推动下，产生了欧洲债券市场。

7. 竞争环境和市场结构。金融市场激烈的竞争环境是推动债券市场创新的主要因素之一。按照产业组织理论，市场结构决定市场行为，市场行为影响市场绩效。创新活动是企业行为的主要表现之一，在不同的市场结构条件下企业的创新行为是不一样的，不同的创新表现反映了企业面临的不同的市场结构特点。从理论上分析，完全竞争的市场结构对金融创新的有利影响和不利影响同时存在，因为竞争的市场条件强化了金融企业通过金融创新获取超额利润和扩大市场份额的动机，同时，金融创新活动外溢的外部性和自由进入的特点又在一定程度上制约了金融创新；在完全垄断的市场结构中，企业进行创新的动机最弱；而垄断竞争的市场结构最有利于金融创新，不仅完全竞争市场结构条件下有利于创新的

因素发挥作用,而且由于创新的需求弹性较大,金融机构通过提供差异化产品和服务等非价格手段展开竞争的动机很强;在寡头垄断的市场结构中,实力相当的金融企业通过改进服务和提高质量等金融创新活动从事竞争,从而有利于创新,但是产品的迅速模仿造成创新利润的短期性又阻碍了金融创新。从当今发达国家债券市场的实践来看,大多数国家处于金融发展的发达阶段,债券市场一般处于垄断竞争的市场结构,因而,市场创新极其活跃。

(三) 债券市场创新的效应

1. 降低了市场交易成本,提高了市场效率。债券市场创新虽然带来了即期市场的波动,但是能够促使投机者和其他市场主体更加积极地参与,因而使债券价格向真实价值收敛的时间大大缩短。大量的实证研究表明,债券市场的创新包括衍生产品的出现稳定了市场交易,减少了摩擦和交易成本,从而极大地提高了市场效率。

2. 通过风险的转移和定价,稳定了市场交易者的收益。包括债券市场创新在内的金融创新主要通过增强金融系统基本功能发挥其对长期经济增长的积极影响。20世纪80年代以来,债券市场和其他金融市场的创新都与金融系统的这一功能有关。以资产证券化为例,银行等金融机构通过将资产负债表内的贷款转化为市场化的证券(债券),这使得金融机构可以在二级市场该债券的价格对其贷款进行风险定价,并且使得金融机构可以通过出售贷款将风险转移出去,这一创新既增强了金融机构资产的流动性,也使得市场化债券的投资者因信息不对称的投资风险大大降低,从而便利了市场各方对风险的转移。

3. 便利了储蓄向投资的转化。国际清算银行的一项研究表明,信用创造的金融创新活动拓宽了进入特定金融市场的机会,因此具

有增加信用总量的能力^①。例如，垃圾债券给那些由于各种原因不能在正规债券市场上发行债券的企业提供了进入债券市场的机会，也反映了创新的债券市场增强了金融系统动员储蓄的功能。

4. 提高了金融中介效率。由于债券市场创新具有较大的未来潜在收益（价格优势、降低的成本优势、增加的客户群、增强创新者的信誉、增加市场份额、拓宽相关的其他市场等），创新机构会时刻保持提供创新产品和服务的动机，从而在很大程度上提高了金融中介效率：一方面，使借款主体挖掘其在不同市场上借款的比较优势并进入更广泛的市场，以及使不同金融机构挖掘其在不同金融业务上的比较优势；另一方面，信息技术和通讯技术在债券市场的运用，大大提高了金融中介的生产率和经营效率。在我国，除了这些因素之外，我国债券市场的发展与创新能够产生对商业银行贷款的挤压作用，会带来商业银行在企业融资市场上的较为充分的竞争，促使商业银行改善金融服务，改变对中小企业贷款重视不足的状况，从而在更大程度上提高金融中介效率。

5. 债券市场创新促进了各国资本市场的一体化进程。债券市场创新通过提供跨越国界限制的新型债券工具，便利了资本在国家之间的流动，从而促使各国债券市场在市场定价、交易机制和监管制度等方面的逐渐统一，极大地促进了各国资本市场的一体化进程。另外，先进的技术手段，例如电子交易和通讯网络在债券交易和发行市场的使用，更大程度地便利了债券的跨国交易，这既包括债券交易品种的跨国交易，也包括债券经营机构交易网络的跨国化，因此，从理论上讲，除了当今各国政府证券交易的政策和制度壁垒以外，限制证券跨国界交易的技术壁垒在迅速发展的新技术面前已经不复存在。

^① BIS, 1986. Recent Innovation in International Banking, BIS, Basle.