

墨香财经学术文库

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

Research on the Quality

of Operation of
Chinese National Debt Market

中国国债市场运行质量研究

寇楠◎著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



墨香财经学术文库

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

Research on the Quality
of Operation of
Chinese National Debt Market

中国国债市场运行质量研究

寇楠◎著



图书在版编目 (CIP) 数据

中国国债市场运行质量研究 / 寇楠著. —大连: 东北财经大学出版社, 2016.8
(墨香财经学术文库)

ISBN 978-7-5654-2389-5

I. 中… II. 寇… III. 国债市场-市场运行-研究-中国 IV. F812.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 160563 号

东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 234 千字 印张: 16.5 插页: 1

2016 年 8 月第 1 版 2016 年 8 月第 1 次印刷

责任编辑: 时 博 责任校对: 贺 心

封面设计: 冀贵收 版式设计: 钟福建

定价: 39.00 元

教学支持 售后服务 联系电话: (0411) 84710309

版权所有 侵权必究 举报电话: (0411) 84710523

如有印装质量问题, 请联系营销部: (0411) 84710711

前言

自 1981 年恢复国债发行以来，我国的国债市场从无到有，从小步前进到跨越式发展，已经走过了 30 余年的发展历程，取得了积极成就。随着我国国债市场的快速发展，国债在筹集财政资金、支持国家重大基础建设项目、改善经济结构、保持适度的经济发展速度等方面都发挥了巨大作用。国际金融危机爆发以来，我国及时将稳健的财政政策调整为积极的财政政策，国债规模进一步扩大，国债市场在经济社会发展中地位进一步凸显。但与国际发达经济体国债市场相比，我国国债市场的发展还处于初期阶段，依然存在市场分割等影响市场运行质量的问题。国际经验和中国实践都表明，国债市场不仅可以筹措资金弥补财政赤字、为政府实施反周期宏观调控提供操作工具，还可以为一国的金融深化提供必要的市场条件，从而实现资本市场和货币市场的平稳发展。因此，在中国综合国力上升、人民币区域化和国际化的背景下，深入考察我国国债市场运行质量不仅是迫切的，而且是必要的。

本书以提升我国国债市场运行质量为目标，在系统梳理、归纳国内外国债市场研究的既有成果的基础上，以市场微观结构理论、有效市场理论、利率期限结构理论和金融市场监管理论为支撑，在理论上构建起国债市场运行质量的分析框架，设计了一套相对完备的国债市场运行质

量的测度指标体系，并运用该指标体系从实证角度分析了我国国债市场运行质量。借助对市场运行质量的测度，可以研究市场投资者的行为，分析市场机制对市场参与者的作用机理，揭示价格的发现过程，考察不同市场的流动性等，检验市场价格变动对宏观经济的预测准确程度，论证现行法规体系、监管体系和托管结算体系对国债市场发展的作用，进而对我国国债市场整体运行质量有一个客观的认识，再通过考察发达经济体发展国债市场的成功经验，并对其发展路径及特征进行归纳，理顺我国国债市场改革的基本思路，最终提出提高我国国债市场运行质量的制度安排和政策建议。

本书的观点与结论如下：

1. 国债市场运行质量是指在既定的市场结构和市场行为下，国债市场在发挥其应有功能方面所达到的现实状态。它是通过国债发行市场运行质量、国债流通市场（包括国债现货市场和国债衍生市场）运行质量、国债市场管理质量三方面体现的。

2. 经过 30 多年的发展，我国已基本形成了相对完整的国债发行市场、流通市场和衍生市场，初步建立起多层次的银行间国债市场、交易所国债市场和场外柜台国债市场三大市场体系。

3. 在我国国债发行市场运行质量方面，机构投资者作用明显，产品结构日趋丰富，定价机制以混合式招标为主，固定发行制度、续发行制度、预发行制度框架基本建立，发行期限逐步缩短，发行成本率处于下降趋势；通过实证检验表明发行市场价格招标或利率招标结果与二级市场的同期限同品种债券收益率在长期内具有动态均衡稳定关系，发行定价效率较高。但同时我国国债发行市场也存在国债承销团、国债一级自营商功能亟待加强，国债品种与期限结构尚需丰富，发行机制与发行制度需进一步市场化等问题。

4. 在我国国债流通市场（现货市场）运行质量方面，交易所国债市场得到了快速恢复和不断完善，银行间国债市场已具备相当的广度和深度，柜台市场不断完善和发展。实证检验表明，银行间市场流动性总体上要好于交易所市场；银行间市场和交易所市场都具有显著的波动聚类性，但杠杆效应都不明显；做市商的双边报价机制对债券价格有一定的

引导作用，且银行间市场做市商做市效率要高于交易所固定收益平台；长短期利差对我国 GDP 增长率、工业增加值增长率具有明显的先行作用。但同时我国国债流通市场也存在市场仍呈分割状态、市场参与主体结构有待优化、做市商制度亟待完善、对外开放程度不够等问题。

5. 在我国国债衍生市场运行质量方面，国债期货交易重新启动，国债回购交易一家独大，其他衍生交易交投不足。通过实证检验，国债回购利率与 Shibor 利率相互影响，央行票据发行利率、AAA 级固定利率企业债券到期收益率对国债回购利率具有单边影响，国债回购利率对人民币理财产品预期收益率具有单边影响；国债期货交易对现货国债价格变化具有较好引导效用，且在一定程度上发挥了规避利率风险的功能，但增加了现货市场（主要是交易所市场）的波动性。同时，我国国债衍生市场存在市场结构单一、交易品种有待丰富、衍生功能不强等问题。

6. 在我国国债市场管理质量方面，国债市场法律法规体系相对健全，监管体制呈多部门监管状态，托管结算体系相对统一。但也存在立法基础薄弱，市场监管分工不合理、协调机制不健全、托管结算集中度不高等问题。

针对上述影响我国国债市场运行质量的问题，本书提出如下政策建议：在提升国债发行市场化水平方面，提出要完善发行机制和发行制度、优化国债金融资产结构、加强一级自营商和国债承销团建设、发展国债离岸市场；在促进国债流通市场规范有效发展方面，提出构建高效的做市商制度、大力发展市场经纪人、构筑基准国债收益率曲线；在积极发展国债衍生市场方面，提出进一步完善国债回购业务、推动国债期货规范持续发展、适时启动国债期权交易、加强场外衍生品市场基础设施建设；在维护国债市场公平公正方面，提出完善国债市场法律法规体系、加强市场间的互联互通、改革债券市场监管体系。

目录

第 1 章 导论/1

- 1.1 研究背景与选题意义/1
- 1.2 相关文献综述/4
- 1.3 研究思路及技术分析路线/14
- 1.4 本书的研究方法/16
- 1.5 创新点与不足之处/18

第 2 章 国债市场运行质量的一般分析/20

- 2.1 国债市场与金融市场的关系/20
- 2.2 国债市场运行质量相关理论/29
- 2.3 国债市场运行质量测度/43

第 3 章 我国国债发行市场运行质量/60

- 3.1 国债发行市场体系/60
- 3.2 国债发行市场运行的国际经验与借鉴/67
- 3.3 我国国债发行市场运行的现实考察/77
- 3.4 我国国债发行市场定价效率实证分析/90

第4章 我国国债流通市场运行质量/95

- 4.1 国债流通市场架构/95
- 4.2 国债流通市场运行的国际经验与借鉴/99
- 4.3 我国国债流通市场运行的现状描述/105
- 4.4 我国国债流通市场运行质量的实证分析/121

第5章 我国国债衍生市场运行质量/147

- 5.1 国债衍生产品种类/147
- 5.2 国债衍生市场运行的国际经验与借鉴/153
- 5.3 我国国债衍生市场运行基本情况/160
- 5.4 我国国债衍生市场运行质量实证分析/170

第6章 我国国债市场管理质量/193

- 6.1 国债市场管理架构/193
- 6.2 国债市场管理的国际经验与借鉴/197
- 6.3 我国国债市场管理的现状/206

第7章 提升国债市场运行质量的制度安排与政策建议/219

- 7.1 提高国债发行的市场化水平/219
- 7.2 促进国债流通市场规范有效的发展/225
- 7.3 积极推进国债衍生市场的发展/228
- 7.4 维护国债市场公平公正/231

附录/238

参考文献/243

索引/253

后记/255

第1章 导论

1.1 研究背景与选题意义

1.1.1 研究背景

自 1981 年停发了 22 年的国债首次恢复发行以来，中国的国债市场已经走过了 34 个年头，经历了从无到有、从不完善到逐步完善、从不规范到逐步规范的过程，业已成为中国改革开放进程中的重要组成部分。其主要成就表现在以下几个方面：一是多层次的市场结构和市场体系初步建成。我国现已基本形成相对完整的国债发行市场、流通市场和衍生市场，并初步建立了银行间债券市场、交易所市场和柜台市场三大市场体系。二是市场规模不断扩大。国债托管规模稳步扩大，2010—2014 年，国债托管量分别为 62 627 亿元、67 838 亿元、74 235 亿元、83 163 亿元、91 451 亿元，占 GDP 的比重大体保持在 15%~18%；发行规模略有波动，国债发行规模分别为 17 778 亿元、15 446 亿元、14 362 亿元、16 944 亿元、17 745 亿元；国债交易量持续攀升，仅银行间国债市场现券交易和回购交易总和就从 2009 年的 235 242 亿元攀升到

2014 年的 893 233 亿元。三是市场产品种类丰富。从交易品种看,包括现券交易、回购交易、远期交易和期货交易;从期限结构看,目前国债期限已包含从 3 个月~50 年不等,其中以待偿期在 5 年以下的国债为市场需求主要品种。四是市场参与主体逐渐多元化。2012 年末,国债市场参与主体中一级托管投资者已达到 12 415 家,受丙类账户清理影响,2013 年末一级托管投资者降至 6 075 家,2014 年末小幅增长至 6 681 家。五是制度建设加速创新。在一级市场上,先后实行了国债招标制度、国债余额管理制度、信息披露制度、关键期限国债固定滚动发行机制以及预发行制度;在二级市场上,市场互联互通机制、集合竞价机制和做市商机制有效激发了市场活跃程度。六是法制环境与监管体系日臻完善。初步形成了包括法律、行政法规、规范操作性文件以及自律性协议、业务协议在内的相对健全的法规体系;根据市场类别、业务环节的不同进行分类监管;构建起了债券托管结算的基本框架,实现了债券无纸化、集中登记托管和实时券款对付结算。

随着我国国债市场的快速发展,其在筹集财政资金、支持国家重点大型基础建设项目、改善经济结构、保持适度的经济发展速度等方面都发挥了巨大的作用。特别是国际金融危机爆发以来,中国政府及时将稳健的财政政策调整为积极的财政政策,国债规模在 2009 年、2010 年实现爆发性增长,发行规模比 2008 年分别增长 96.1%、119.1%,2009 年国债余额占 GDP 比重比 2008 年提高 0.6 个百分点。国债市场在经济和社会发展中的地位进一步显现。同时,我国要逐步实现人民币的国际化,提高中国金融市场的世界影响力,都需要国债市场的发展作为基础。

国际经验和中国实践都表明,国债市场不仅可以筹措资金弥补财政赤字、为政府实施反周期宏观调控提供操作工具,还可以为一国的金融深化提供必要的市场条件,从而实现资本市场和货币市场的平稳发展。因此,在中国综合国力上升、人民币区域化和国际化的背景下,深入考察和研究中国国债市场运行质量不仅是迫切的,而且是必要的。

1.1.2 选题意义

作为一国金融市场的基本组成部分，国债市场在宏观上是财政政策和货币政策重要的操作平台和传导渠道，在微观上是投资者进行资产配置的重要途径，其经济金融地位不言而喻。而国债市场运行质量的高低直接决定了国债市场作用能否有效发挥。

首先，有利于强化国债市场的基础性地位。在高质量运行的国债市场中，投资者的预期更为稳定而一致。因此，市场整体价格水平不会受到个别国债品种价格波动的影响，国债收益率的定价基准地位可以得到更好的稳固；在国债回购交易中，国债作为抵押品需要具备可靠的潜在价值或变现价值，只有在高质量运行的市场中，国债的这种价值才能得到保障，从而保证了回购交易的顺利进行，国债市场的融资效率才会得到提升；在高质量运行的国债市场中，利率变动信息的传递与分布更加有效，为中央银行进行公开市场操作、传导货币政策取向提供了有效渠道和平台。

其次，有利于提升国债市场的风险防范能力。国债以国家信用为基础，信用风险几乎不存在，但利率风险、再投资风险、汇率风险、提前偿还风险、通货膨胀风险等仍是投资者需要面对的风险。在国际金融市场发生危机等突发事件时，投资者为减少整个投资组合的信用风险，通常尽快将低信用等级的金融产品卖出，同时买入高信用等级的金融产品。这就需要一个高质量运行的国债市场，为投资者迅速调整投资组合、应对突发事件、及时转移风险提供渠道。此外，市场中还存在可以帮助投资者防范特定风险的特定国债品种，如可帮助投资者规避通货膨胀风险的通货膨胀指数国债。

再次，有助于改善国债市场的价值评估能力。国债投资组合的流动性、安全性与收益性的最佳匹配是投资者特别是金融机构投资者所期望的，只有在高质量运行的国债市场中，投资者才能充分了解国债市场信息，才能制定更加有效的国债投资策略；同时，投资者出于风险管理的需要，会有临时性的资金融资需求，通过对不同期限国债品种的选择与组合，可以满足上述临时性需求。此外，长期持有国债的投资者通常采

用市值法核算，而高质量运行的国债市场稳定性较好，国债价格波动区间越小，其会计核算压力也越小。

最后，有助于增强国债市场的资源配置能力。高质量运行的国债市场使得国债拥有了可媲美银行存款的流动性，国债可以替代银行存款作为流动性资产而在投资组合中占有更高的比例。如此，投资者会更加积极地参与国债发行市场和国债流通市场，有效增加初始投资需求，降低国债融资成本，从而使得国债市场发展空间进一步拓展，对金融资源的配置能力进一步增强。

综上，将国债市场运行质量作为选题，具有极其重要的理论和现实意义。

从理论上说，丰富了国债市场研究内容。目前理论界对国债市场的研究集中在市场的流动性、有效性等单项指标方面，以及构建统一市场、加强监管等方面，本书提出国债市场运行质量这一概念，将微观结构理论、有效市场理论、利率期限结构理论、市场监管理论运用到国债市场，并进行了相关实证检验，通过这一积极有益的探索，希望能够引起更多更深入的讨论和研究。

从实践意义上看，为今后如何深化国债市场改革，提供了理论指导与政策参考。目前，我国国债市场已经发展到了一个新的阶段，即由量的扩张向质的提升转变的阶段。在此新的发展阶段，市场运行质量如何测度、哪些因素会影响市场运行质量、如何改进市场运行质量等，都是国债市场发展新阶段必须面对又必须回答的问题，对此问题的认识及答案，直接关系到国债市场发展方向，进而影响整个金融市场的健康快速发展。

1.2 相关文献综述

在确定本书的主题后，对国内外学者已有的理论研究和实证研究结论进行重新梳理、归纳与评价，为本书的写作提供重要的理论源泉和研究基础。

1.2.1 国外研究现状

在国外研究文献中,与国债市场运行质量研究有直接关系的资料并不十分丰富,更多的文献则是集中在债券市场效率、流动性等某单一指标与国债市场运行质量有间接关系的研究。

1. 关于债券市场质量评价标准的研究

在现有的证券市场理论中,市场质量的评价标准通常是与市场完美运行状态紧密相关的,主要的观点包括:一是纽约证券交易所在2000年发布的《市场结构报告》中提出,市场结构设计应遵循7项原则,即最优执行原则、公平原则、流动性原则、稳定性原则、效率原则、可靠性原则、不伤害原则。世界证券交易所联盟提出,市场结构建设应以流动性、透明性、最优执行、有序市场等为目标。二是多伦多证券交易所提出的Kirzner模式,认为理想市场应具备8项属性:流动性、成交及时性、较低的交易成本、有效的价格发现、市场透明性、公平性、风险防范的适正性和市场的适正性。三是学者提出的评价标准,Amihud(1990)认为,有效的价格发现使得价格更加具有信息效率,主张构建提供高流动性和增强有效价格发现的市场结构;Domowitz(1990)认为,理想市场须满足可信任的价格发现、广泛的价格传播和有效的对冲价格风险3个条件;Madhavan(1992)强调市场质量的属性包括价差、流动性和波动性;Glen(1994)主张衡量市场质量可从流动性、波动性、有效性、透明性4个方面入手。

2. 关于证券市场效率的研究

金融市场效率是指通过金融市场对金融资源进行动员、调节和分配所能达到的帕累托最优的状态。发达国家的证券市场,尤其是股票市场是传统的金融市场效率研究的重点。归纳起来,西方证券市场效率理论大致有:(1)完全竞争市场理论。竞争性的均衡配置可以实现帕累托最优状态(Arrow和Debreu,1954),而证券市场因具备参与者众多、交易证券标准化、资源自由流动和信息完全公开等特征,使其可视为完全竞争市场,能够达到帕累托最优状态,谁也无法从市场中获得超额利润。(2)有效市场假说。E.Fama(1965,1970)认为不同的信息对证券

市场会产生不同的影响,而信息的不同则体现在价格上,如果市场中的价格总能够充分反映所有可得信息,那么这个市场就是有效的,可见该理论将市场价格作为反映市场效率的核心指标。(3) 信息不对称理论。该理论假设,交易双方清楚知道彼此所掌握的市场信息是不对称的和自己在信息占有方面的相对地位,导致了交易过程中拥有信息优势的一方出现“逆向选择”和“道德风险”,进而影响证券市场效率。(4) 行为金融理论。该理论认为,由于存在种种制约因素,市场参与者不可能是完全理性的,因此无法完全正确处理相关信息而做出有偏差的投资决策和投资行为,引起证券的市场价格偏离其真实价值,从而降低了证券市场效率。(5) 证券市场内、外在效率理论。市场效率可分为外在效率和内在效率(West 和 Tinic, 1976),外在效率是指证券的价格对有关的信息变化做出反应的速度,反映的是市场调节和分配资金的效率;内在效率是指交易者完成一笔交易的时间是否最短、交易费用是否最低,反映的是市场的组织功能和服务功能的效率。(6) 分形市场假说。Peters (1994) 以混沌理论为基础提出的分形市场假说认为,市场价格的变动与相关信息之间存在非线性的因果关系。原因是,投资水平的差异导致不同投资者对同一信息的反应和处理的差异,而这种差异使得某一投资水平的波动会被其他投资水平所吸收,从而保证了市场效率。

3. 关于国债市场流动性的研究

流动性指标设计、流动性静态和动态特征分析是早期流动性问题研究的焦点。国外学者先后设计并使用了买卖报价价差、有效价差、已实现价差、发行量、交易额、换手率、交易频率以及参与交易的做市商或经纪人数量、是否属于基准国债、是否属于新券等流动性指标,对美国、加拿大、德国等国债市场流动性进行了度量(如 Tanner 和 Kochin, 1971; Kamara, 1994; Fleming, 1997; Chakravarty 和 Sarkar, 1999; Jankowitsch, Maosenbacher 和 Pichler, 2002; Diaz 和 Navarro, 2003 等)。

随后有学者在研究中引入了计量方法,在早期研究的基础上,配合运用报价深度、价格影响系数、新券/旧券收益率差等指标更加全面地度量一些国家国债市场流动性(如 Fleming, 2001; D' Souza, Gaa 和

Yang, 2003 等)。Hu, Pan 和 Wang (2013) 打破了从市场微观结构的角度研究流动性传统, 运用 Svensson 模型根据国债价格日数据拟合的利率曲线确定当天各国债的内在价值, 使用各国债市场价值与内在价值之间的差异 (称为“定价噪音”) 衡量市场流动性。

在影响流动性因素、跨市场流动性关联性等方面, BIS (1999) 提出, 投资者行为、品种结构、市场微观结构会对国债市场流动性产生影响, 是其主要影响因素。Fleming 和 Remolona (1997)、Goyenko (2005) 则发现美国国债市场流动性受到宏观经济信息、财政政策、货币政策的影响。Chordia, Sarkar 和 Subrahmanyam (2003) 分析认为股票市场与国债市场的流动性显著相关, 且货币供给的变化对国债市场流动性有着正向影响。Goyenko (2009) 研究发现, 债券市场和股票市场的流动性受货币政策的影响比较显著并且持续时间较长, 货币政策首先对债券市场的流动性产生影响, 但对股票市场流动性的冲击更高。

4. 关于国债市场波动性的研究

金融时间序列通常是不稳定的, 主要有两种表现形式: 一种是聚类性, 即大的波动往往伴随着大的波动, 而小的波动往往伴随着小的波动, 表现为收益率分布的“尖峰尾厚”特征; 另一种是杠杆效应, 即负面消息的冲击所产生的波动将大于等量正面消息冲击所产生的波动。

在金融时间序列波动的模型研究方面, 自 Bollerslev (1986) 指出可用广义自回归条件异方差模型来刻画波动的聚类性以来, 关于 GARCH 族模型的研究不断涌现, 对残差服从的分布也从正态分布逐步扩展到偏 t 分布等非对称分布上。Jones (1998) 认为美国国债波动符合单变量 GARCH 过程。Erossi 和 Zucca (2002) 的研究发现意大利国债市场的波动服从非对称的 GARCH 模型, 并得出了在 GARCH 模型下的对冲策略明显优于久期免疫策略和最小二乘算子免疫策略的结论。Sriananthakumar (2003) 利用基于正态分布、学生分布、有偏的学生分布的 ARCH 类模型, 实证研究估计了澳大利亚指数、S&P500、DowJones 工业指数每周回报率的风险价值, 得到了 GARCH (1, 1) - T 分布优于其他分布的假设。Audrino、Trojani 和 Januar (2005) 利用 TGARCH 模型考察美国国债市场, 发现数据的条件相关系数依赖于—

个简单的门限结构。Hunter 和 Simon (2005) 利用双变量 GARCH 模型检验出美、英、德、日 4 个国家国债市场的均值与方差存在溢出效应。Cappiello, Engle 和 Sheppard (2006) 发现美国国债市场的波动的非对称性并不明显, 但其条件相关系数却呈非对称性。

5. 关于国债市场有效性的研究

国外对债券市场有效性的研究开始于 20 世纪 70 年代。与其他债种相比, 国债的流动性和规模明显占优, 一般学者会以国债价格为基础推断整个市场的情况。

Mishkin (1978) 检验美国长期国债持有期收益率不能拒绝无自相关的假设, 但对于短期债券来说, 则常表现出较强的自相关性。Mishkin (1978) 认为短期利率不能预测长期国债价格的变化。Shiller (1979) 检验了美国国债市场利差预测长期国债到期收益率的变动以及长期利率预测长期国债持有期超额回报率的能力, 发现结果不支持系数为零的假设。Fama 和 French (1993) 检验长、短期利差和信用溢价预测长期国债月度超额回报率的预测能力, 发现系数显著。

在宏观经济信息的发布对国债价格的影响研究方面, 早期的多数实证结果显示当货币供给量等数据公布后, 国债市场价格会发生显著变化, 即存在“公告效应”。但 20 世纪 80 年代中期以后这种公告效应在逐渐减弱 (Dwyer 和 Hafer, 1989)。Smirlock (1986) 实证发现宏观经济数据如生产者物价指数 (PPI)、消费者物价指数 (CPI) 和失业率等的宣布较少影响国债价格和对应的到期收益率。Fleming 和 Remolona (1997) 使用高频数据对当时最活跃的 5 年期国债的 5 分钟成交数据进行了研究。实证结果显示, 国债价格对新信息冲击的反应一般会在信息发布后 15 分钟内完成。Balduzzi 等 (2001) 研究发现宏观经济信息的公布对国债市场价格、交易量和买卖价差的影响非常显著, 价格受信息影响而进行调整的时间非常短, 常在 1 分钟内完成, 但价格波动性和交易量会在随后的 30~60 分钟内持续增加。

6. 关于国债市场管理的研究

西方监管理论演变可分为 3 个时期: 在 20 世纪 50 年代以前的监管理论认为, 监管是弥补市场失灵的政府干预手段; 50 年代至 70 年代,

监管理论主要集中于对监管效率的分析；70年代以来，监管理论主要分析监管外部政治环境的变化以及由此形成的博弈关系，研究要不要监管以及监管到什么程度。先后形成了金融脆弱性假说、利益集团理论、寻租理论、公共选择理论等监管理论。

政府管制政策可分为竞争性管制和保护性管制两类：（1）竞争性管制，即主要用来防范串谋的机制设计。随着新规制经济学的迅速崛起，Laoffnt 及其主导的 Touluoës 学派在促进防范串谋的机制设计理论发展成为一个完整分析框架方面做出了很多贡献。（2）保护性管制，可细分为债权人权益保障机制和效率型监管。债权人权益保障机制是否健全关系到债务契约签订的交易成本，进而制约上市交易的债券品种和衍生交易工具的创新，影响投资者的风险规避倾向，从而决定了整个债券市场的规模。Laporta 等（1997，1998），通过构建基于法律准则的自动保全有保障资产、债权人优先偿还保障、对企业自发重组的限制、破产时控制权的转移等4个方面的债权人权利指数，验证了一个国家债券市场规模与债权人权利保护程度呈正相关；效率型监管，是指市场监管应以效率（Schwartz，1995）为目标，通过市场化监管（Oesterle，2000）手段，以此来保护投资者权益，保证市场公正、效率和透明，降低系统性风险。

1.2.2 国内研究现状

国内学者在上述方面也进行了大量的理论研究和实证分析。鉴于本书的研究主题，国内研究现状集中归纳国内学者对中国国债市场发展进程中的重大事件以及亟待解决问题的研究成果。

1. 关于国债市场分割状态与影响方面的研究

刘铁峰、田鹏（2004）通过对国债跨市场转托管的现状分析，提出了合理增加跨市场国债品种、支持个人转托管、提高跨市场转托管效率、建立中央集中托管体系等进一步统一市场的设想。蔡国喜（2004）、袁东（2006）分析了托管结算体制的分割对国债市场一体化的影响，提出托管清算结算制度的改革可以结合交易所债券现货与回购交易制度的改革共同推进，加快推进统一安全高效债券市场托管结算系统