

冯光华 / 著

中国债券市场 发展问题研究

本书作者凭借其长期从事债券市场研究和管理工作的丰富经验和扎实的理论基础，全面、深刻地诠释了债券市场发展的内在规律和发展趋势，提出了发展我国债券市场的科学设想，为中国债券市场又好又快的发展提供了更为开阔的视野。

 中国金融出版社

中国债券市场发展问题研究

冯光华 著



中国金融出版社

责任编辑：刘小平 张翠华

责任校对：潘 洁

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国债券市场发展问题研究 (Zhongguo Zhaiquan Shichang Fazhan Wenti Yanjiu) /冯光华著. —北京：中国金融出版社，2008.3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4501 - 3

I. 中… II. 冯… III. 债券—资本市场—经济发展—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 135554 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 8.75

字数 260 千

版次 2008 年 3 月第 1 版

印次 2008 年 3 月第 1 次印刷

定价 20.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4501 - 3/F. 4061

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

债券市场是资本市场的重要组成部分，是金融市场发达程度的重要标志。债券市场对一国（或地区）的经济与金融发展至关重要。一个有效的债券市场既可以为政府、公司、金融机构等提供规范、便捷的融资渠道，又可以为各类投资者提供信息公开的投资渠道；既有利于防止经济发展过度依靠银行贷款而带来的风险，又可以形成利率基准，为金融资产定价提供参考。此外，债券市场也是政府宏观调控的重要平台，可以为货币政策、财政政策和产业政策的实施提供有效的支持。

从国际资本市场发展历史来看，随着实体经济的规模与复杂程度的不断发展，作为基础证券的债券及其市场，也一直处于日新月异的创新与发展之中。相比之下，中国的债券市场是严重滞后的。目前，我国正处于完善社会主义市场经济体制改革的攻坚阶段，加快发展我国债券市场，是当前及今后一段时期十分紧迫的任务。正因为如此，研究债券市场发展的一般规律，找到债券市场的发展方向，认清当前我国债券市场发展当中存在的问题就显得尤为重要。

本书是冯光华同志的精心之作，可谓“十年磨一剑”。本书的一个显著特点是，它不是简单地告诉人们该怎样去发展中国的债券市场，而是建立了严密的理论分析框架，从探讨债券市场发展的一般模式出发，寻求债券市场发展的普遍规律，再用国际经验和我国债券市场发展的历程来对这一模式的适用性加以检验。找到了债券市场发展的一般模式后，作者用所建立的理论分析框架，对当前中国债券市场发展中存在的问题进行分析，并提出相应的政策建议。无论从理论框架的建立还是从实证分析来看，本书都是严谨的、科学的、系统的，其提出的“投资者结构决定了债券市场模式选择，并进而影响市场绩效的发挥”的观点在理论上具有一定的价值，而“推动我国债券

市场发展，关键在于定位机构投资者、完善投资者结构、提升投资者素质；根本在于加强市场基础性建设、健全市场模式；核心在于转变监管理念、放松管制、推动制度创新和产品创新，重点在于发挥中介机构作用、完善市场化约束机制”的政策建议在实践中具有很强的针对性。特别地，本书最后一部分对当前我国债券市场发展中的热点问题进行了探讨，这将有助于我们更深入地理解中国的债券市场。

冯光华同志在中国人民银行长期从事债券市场研究和管理工作的，对中国债券市场有着深刻的认识，具有相当扎实的理论基础与丰富的实践经验。作为一个债券市场的研究者和管理工作者，冯光华同志勤于思考，能够透过债券市场表现出的种种零散的、看似并不相关的表象，剥茧抽丝，洞察到债券市场发展的内在规律和发展趋势，形成一套比较完整的理论，以简驭繁，对现象给予了清晰、合理的解释，并对发展中国债券市场提出了一系列重要的观点和建设性的建议，这对于一个实践工作者来说，是难能可贵的。时代呼唤发展，时代呼唤创新！本书的出版，正逢中国加快债券市场发展与创新的关键时刻。荣蒙光华同志之邀，先读书稿，受益良多。相信本书将为中国债券市场又好又快的发展提供更为开阔的视野。同时，本书的理论价值也对学术界深入研究债券市场的有关问题具有很好的借鉴作用。



2007年10月于北京

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.1.1 债券与债券市场的特征和功能	1
1.1.2 我国债券市场发展现状	5
1.1.3 研究我国债券市场发展模式的迫切性	7
1.2 研究的主要内容及架构	10
1.3 研究方法与创新点	11
第 2 章 SMP 的一般机理	13
2.1 市场发展模式的内涵	13
2.1.1 产业组织理论中的 SCP 范式	13
2.1.2 债券市场发展模式的分析框架	16
2.2 SMP 循环的作用机制	16
2.2.1 投资者结构	16
2.2.2 市场模式	21
2.2.3 市场运行绩效	34
2.2.4 市场绩效和发展模式对投资者结构的影响	36
2.2.5 债券市场的 SMP 分析框架	37
2.3 考察市场模式的原因	37
2.3.1 制度变迁的一般过程	38
2.3.2 债券市场制度变迁的障碍	39
2.3.3 SMP 分析框架与制度变迁过程的启示	40

第3章 中外债券市场发展模式的变迁	41
3.1 国际债券市场发展的路径选择	41
3.1.1 债券市场发展模式的演变历程	41
3.1.2 美国债券市场发展模式的演变	43
3.1.3 发达债券市场的投资者结构、市场模式和 市场绩效	48
3.1.4 新兴市场投资者结构、市场模式和 市场绩效——韩国经验	56
3.2 我国债券市场发展模式的沿革	65
3.2.1 我国债券市场发展的三个阶段	66
3.2.2 我国债券市场投资者结构的变化	67
3.2.3 我国债券市场的发展模式	69
3.2.4 市场绩效	72
第4章 我国债券市场发展面临的主要问题	76
4.1 存在的主要问题（从市场绩效角度考察）	76
4.1.1 投融资渠道有限，资源配置功能发挥不充分	76
4.1.2 债券市场风险规避功能有待于进一步提高	79
4.1.3 债券市场价格发现机制尚需进一步完善	80
4.2 我国债券市场存在问题的原因分析	82
4.2.1 投资者结构不合理	82
4.2.2 债券市场模式尚存许多不足	87
4.2.3 基础性建设及外部环境亟须改善	96
第5章 发展我国债券市场的设想	106
5.1 发展我国债券市场的基本思路	107
5.1.1 指导思想	107

5.1.2	基本原则	109
5.1.3	发展思路	110
5.2	培育和发展合格机构投资者,完善投资者结构	111
5.3	完善市场组织运行框架	114
5.3.1	建立健全有效的市场运行架构	115
5.3.2	规范交易所市场,促进债券市场互通互联	118
5.3.3	加强行业自律组织建设,发挥行业自律作用	122
5.4	加强市场基础性建设,完善外部生态环境	123
5.4.1	完善银行间市场结算平台,提高结算效率	123
5.4.2	加强法律法规建设,完善市场监管体系	124
5.4.3	完善基准利率指标体系,促进债券市场价格发现	126
5.4.4	健全信用评级体系,规范中介机构行为	127
5.4.5	推动债券市场的会计税收制度建设	129
5.5	积极推动金融产品创新和制度创新	130
5.5.1	拓展市场宽度,充分发挥债券市场的投融资功能	130
5.5.2	拓展市场深度,深化市场避险功能	135
5.6	推进债券市场的对外开放	139
5.6.1	债券市场对外开放的意义	139
5.6.2	加大力度推动我国债券市场的对外开放	141
第6章	我国债券市场当前热点问题研究	143
6.1	金融产品创新与市场发展问题	143
6.1.1	加快金融产品创新,推动金融市场发展	143
6.1.2	积极稳妥地推动金融衍生产品市场的发展	163
6.2	公司债券市场发展问题	172
6.2.1	对我国公司债券市场发展的几点认识	172
6.2.2	消除认识误区,发展公司债券市场	180

6.2.3 面向合格机构投资者,推动公司债券市场发展	187
6.2.4 我国公司债券市场发展的路径选择	195
6.3 交易所债券回购问题	202
6.3.1 证券交易所债券回购制度的问题及对策研究	202
6.3.2 证券交易所新债券回购制度及分析	213
6.4 场内市场与场外市场的相互关系等问题	224
6.4.1 对我国债券市场互通互联问题的几点认识	225
6.4.2 我国债券市场发展的模式选择	233
6.4.3 完善做市商制度,提高市场流动性	240
附录:债券市场相关图表	249
参考文献	253
致谢	263
后记一	265
后记二	268

第1章 绪 论

1.1 问题的提出

近年来,金融市场对经济增长的作用引起了理论界及政策制定者的广泛关注。理论研究表明,有效的金融市场有利于资源在不确定的环境中分配、转移和配置,从而对经济增长具有重要的推动作用。

按金融工具的不同,金融市场通常可以划分为股票市场、债券市场、票据市场、金融衍生产品市场等。然而长期以来,人们在谈及金融市场时,总是过于强调股票市场而忽略了债券市场的存在,国际和国内理论界也将研究重点放在股票市场或是银行信贷对经济发展的作用,而对债券市场研究甚少。实际上债券市场对经济发展至关重要,缺乏债券市场的金融系统将使经济缺乏效率,甚至更易遭受金融危机的冲击。

1.1.1 债券与债券市场的特征和功能

1.1.1.1 债券的属性与特征

债券是一种标明了期限、利率、偿付方式等要素的债务工具。与其他金融工具相比,债券具有固定收益性、信用性、流动性、可分割和可聚合性及利率产品性等特征。

(一) 固定收益性

债券是一种要求定期偿本付息的有价证券,由于债券的投资者可以定期获得本金和利息,因而,债券也被称为固定收益类产品,明显体现出固定收益的属性。股票是非固定收益类的金融工具,其持有者不具有对本金的要求权,可根据公司业绩获取红利。

（二）信用性

债券是凭借发行体的信用而发行的一种有价证券，是一种信用产品，其发行、流通、定价均依赖于债券定期偿本付息的能力，受到发行体信用的影响。股票无需还本付息，投资者更看重的是股票发行人未来的盈利能力，其不具备信用性。

（三）流动性

与银行贷款合约相比，债券虽然也是一种债务工具，但其面对广大投资人直接发行，且具有高度的流动性，而银行贷款债务合约只涉及银行与借款人，一般不能转让，在合约履行过程中银行需要对借款人进行监督。

（四）可分割和可聚合性

债券是标准化的产品，所以对发行的每一期债券，都可以按任意数量进行组合；同时，由于债券有确定的偿付日期和现金流，其现金流可以分拆交易，也可整合交易，既可以做成标准组合形式的金融产品，也可以由投资者按一定规则任意组合成个性化的产品。可以满足投资者多样化与个性化需求，体现资金成本、规避风险的各种要求。

（五）利率产品性

债券的利率产品性包括三个方面：第一，利率变化是影响债券价格变化的最主要而长久的因素，因此，债券从本质上讲是利率资产，体现着利率产品的性质。第二，基准性。债券利率尤其是国债的利率直接影响其他金融产品的定价，是其他金融产品的定价基础。国债以其最高信用而使其收益率成为金融市场利率的基准，或者说是核心基准；而公司债券形成的收益率同样也成为同类债券定价的参考基准。第三，利率的变化受多重因素影响，建立在利率产品基础上的衍生产品种类十分丰富，对于债券来说，对利率的预测是整个债券投资领域内最重要的事情。

1.1.1.2 债券市场的划分与作用

（一）债券市场的划分

债券市场是发行和买卖债券的市场，包括发行市场（一级市场）和交易流通市场（二级市场）。债券交易流通市场根据交易组织形式

划分,又可分为场内市场和场外市场。场内债券市场,是指证券交易所内部以指令驱动^①方式进行交易的债券市场,又叫集中性市场,主要采取指令驱动、集中撮合的方式在有形的场所进行,交易产品具有标准化的特征。场外债券市场是指在证券交易所外进行的,以报价驱动^②为主要交易方式的债券市场,又叫店头市场、柜台市场。场外债券市场没有统一的交易场所,交易方式灵活多样,可以通过特定的电子交易系统,也可以通过电话、传真达成交易,交易品种多样化,交易具有大宗性等特征,交易成本低廉。

(二) 债券市场的作用与地位

一个有效的债券市场对经济发展具有重要的作用。

1. 发展债券市场能够为企业提供有效的融资渠道。银行信贷、股票市场和债券市场是企业外部融资的主要来源。国际经验表明,当银行贷款等融资渠道因银行出现危机不能有效配置资源时,债券市场可以充分发挥作用。20世纪80年代后期,美国银行体系受到房地产市场周期影响出现危机,无法发挥金融中介作用,债券市场有效地缓解了信贷紧缩问题。此外,债券持有者需要按约定收取利息和本金,这能够有效地规避股票发行所难以避免的道德风险,对于新兴市场国家尤为重要。

2. 发展债券市场能够降低融资成本。由于银行贷款需要银行处理借款者的信息并监管借款者,公司债券则直接向投资者发行而不通过中介(这一过程又称为“脱媒”)。因此,企业通过银行贷款的融资成本要远远高于通过债券市场融资的成本。

3. 发展债券市场可以降低金融系统风险。债券市场不发达使银行部门承担了过多的功能,致使银行信贷规模大大超过了合适的比重。由于信息不对称,银行更倾向于提供短期借款,大量依靠银行贷

^① 所谓指令驱动,是指投资者下达交易指令后,通过场内喊价或计算机配对来集中撮合成交。

^② 报价驱动制是投资者报价,其他投资者根据报价决定是否成交,主要由做市商提供流动性的交易方式。

款的公司资产和负债期限结构严重错配，从而对经济环境变动具有高度的敏感性。亚洲金融危机爆发之前，亚洲各国企业的资金来源主要依靠银行体系及股票市场，债券市场仅占很小的份额，这样的融资结构一方面易受到投资者信心的影响，一旦出现问题，便迅速蔓延，亚洲金融危机的爆发就与亚洲债券市场发展滞后有密切关系；另一方面，根据信息不对称理论，银行与公司债券处理信息不对称的方式不同。银行承担信贷风险，通过监督借款人进行风险管理，而债券融资的信用风险由债券持有人承担，从而使信用风险大大分散。此外，银行固有的吸收存款与发放贷款的经营模式，使银行存在期限错配问题，发展债券市场允许银行发行金融债券，有利于银行对自己的资产负债状况进行主动管理，也便于银行通过信贷资产证券化转移银行风险，进行流动性管理。

4. 发展债券市场有利于形成定价基准，也有利于促进其他金融市场的发展。对于没有债券市场的经济体来说，由于银行之间可能存在共谋，使得利率不能完全由银行竞争决定，难以真实地反映资金成本，从而严重影响资源配置效率。如果债券市场发达，所有债券市场参与者对利率的预期都将在债券价格中充分反映，这有助于形成精确的定价，也可以为股票市场和银行等提供相应的风险定价基准，为公司提供可参照的资金成本，这有利于提高资源配置效率，避免经济发生扭曲。同时，发展债券市场可以促进其他金融市场发展，提高金融体系运行效率。金融衍生产品市场迅猛发展是近年来金融市场发展的特征，金融衍生产品具有规避风险及价格发现的作用，有利于促进现货市场发展，维护金融稳定。然而金融衍生产品市场的发展离不开发达的债券市场，正是具有高度流动性和深度的债券市场所形成的完善的反映不同期限资金成本的利率期限结构，为金融衍生产品提供了良好的定价依据，促进远期、期权、互换和期货等金融衍生产品市场的发展。

5. 债券市场为个人投资者、养老基金、保险公司提供丰富的投资工具，有利于其进行资产组合管理。对于个人投资者来说，如果没有发达的债券市场，除了必要的储蓄和少量的股票投资之外，可

能会选择持有实物资产,这会减少社会资金供给总量,不利于经济增长。对于养老基金和保险公司等机构投资者来说,发达的债券市场为其提供了长期稳定的工具,以便于与其相应期限的负债相匹配。

随着债券市场重要性的日益突出,近年来,国际机构和各国政府对债券市场发展越来越关注。早在1995年,世界银行发表了关于亚洲新兴债券市场的一项研究,建议亚洲国家加速发展本国债券市场。1998年,亚太经合组织专门成立小组对如何有效发展亚洲债券市场进行研究。2003年东盟+3财政部长和中央银行行长会议提出“培育亚洲债券市场倡议”(ABMI)就如何培育发行者及完善市场的基础问题提出了建议。2004年东亚及太平洋地区中央银行行长会议组织(EMEAP)提出创建亚洲债券基金促进亚洲债券市场发展。目前,许多亚洲国家和地区已经开始致力于发展本国债券市场并取得显著成效,如韩国、新加坡和马来西亚等。

1.1.2 我国债券市场发展现状

我国债券市场始于20世纪80年代末,1988年初国家首先在7个城市进行国债流通转让的试点,经过18年的发展,从无到有,不断发展和壮大,逐步形成了包括场内和场外多种组织形式和交易方式的市场。

我国场内市场主要指上海证券交易所债券市场与深圳证券交易所债券市场,场外市场主要指银行间债券市场。我国场内的交易所债券市场主要采取指令驱动、集中撮合的方式进行交易,市场参与者主要是除商业银行以外的金融机构及中小企业和个人投资者;银行间债券市场采取的是报价驱动交易方式,参与者包括商业银行、证券公司、保险公司、基金管理公司、信托等金融机构和工商企业等。不但交易方式和参与者不同,两个市场托管制度也存在很大的差别,交易所债券市场实行的是二级托管制度,中国证券登记结算公司上海、深圳分公司分别负责上交所和深交所的债券托管和结算,证券公司等托管人以自身的名义在中国证券登记结算公司替客

户托管债券；银行间债券市场实行的是实名的一级托管制度，依托中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）的债券簿记系统进行。

近年来，我国债券市场发展迅速，市场存量不断扩大，交易主体日益增加，交易规模快速增长，在促进货币政策与财政政策的实施、维护金融稳定等方面发挥了重要作用。

（一）我国债券市场成为各类金融机构调整资产结构、加强流动性管理的重要投资场所

近几年来，金融机构债券持有量不断增加，其资产单一状况的局面明显改观。以商业银行为例，1997年末商业银行债券资产为3500多亿元，占资产总额的5%；2002年末债券资产增加到18500多亿元，在总资产中的比例上升到12.5%；至2003年末，商业银行债券资产进一步增加到21500亿元，在总资产中的占比超过了13%。商业银行债券资产的不断增加，改变了贷款比例过高，信贷风险过大的局面，提高了资产质量。与此同时，商业银行以所持有的债券进行回购融资，大大降低了其超额储备的需求，促进了其流动性管理水平的提高，增强了盈利能力。

（二）我国债券市场的发展也为中国人民银行公开市场操作和国债发行提供了有效平台，促进了稳健的货币政策和积极的财政政策的有效实施

1998年以来，为了保持经济的持续快速增长，我国确定了扩大内需的方针，实行积极的财政政策，国债和政策性金融债发行大量增加。1998年至2004年，财政部和政策性银行累计发行债券44593亿元，其中：2004年共发行了9762亿元债券，是1998年债券发行量的4.6倍。保证了实施积极财政政策所需建设资金的及时到位。1998年5月人民银行恢复公开市场业务，通过债券市场开展回购及现券交易，执行稳健的货币政策，配合积极的财政政策。2004年人民银行通过银行间债券市场进行公开市场操作达到110次，累计回笼基础货币19971亿元，累计投放基础货币13281亿元，净回笼基础货币6690亿元，有效对冲了增加过快的外汇占

款,确保了中央银行基础货币的平稳增长,保证了稳健货币政策的顺利实施。

(三)促进了利率市场化,提高了货币政策传导效能。实现利率市场化,是我国金融改革的基本方向

我国利率市场化是从债券市场起步的,尤其是1997年银行间债券市场成立后,债券回购利率和现券买卖价格完全由交易双方自行决定,1999年以后,国债和政策性金融债的发行利率也通过市场化招标方式确定。目前,我国同业拆借市场、债券市场和公开市场业务利率体系已基本形成,利率基本反映了市场资金供求,为利率市场化改革的进一步深化创造了良好的市场环境,提高了货币政策的传导效能。

1.1.3 研究我国债券市场发展模式的迫切性

当前,改善金融结构、完善金融宏观调控及维护金融稳定对发展债券市场提出了更高的要求。2003年,党的十六届三中全会通过的《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》明确指出,要“大力发展资本市场”。2004年,《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》进一步提出了要积极稳妥地发展债券市场,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。在十六届五中全会通过的“十一五”规划建议中,更是把发展债券市场提到了前所未有的战略高度。如何建设并发展功能完备的债券市场,让债券市场在促进我国经济发展中发挥重要作用是摆在我们面前的重要课题。

发展债券市场首先面临的就模式选择问题。目前,我国债券市场有场内债券市场与场外债券市场之分,这两个债券市场的交易、托管和结算等制度安排存在明显差别,这为如何发展我国债券市场提出了挑战。是选择以交易所债券市场为基础的场内市场发展道路,还是选择以银行间债券市场为基础的场外市场发展道路,抑或是选择既发

展银行间债券市场又发展交易所债券市场的第三条道路，这是摆在我们面前亟待解决的问题。

目前，我国理论界和实践层对这一问题看法不一。大致可以分为两派观点，即“债券市场合并论”及“场内场外协调发展的统一互联的债券市场论”。

支持债券市场合并论的学者和金融界人士建议对两个债券市场存在差异的交易方式、托管和结算制度进行改革，并让两个市场具有相同的参与者，从而将两个市场合并成为一个市场。而在具体合并的方式上，却存在分歧。一种观点认为银行间债券市场询价交易机制效率不高，建议将银行间债券市场的交易机制改为交易所的撮合交易机制，以交易所债券市场的框架建立统一的债券市场；另一种观点则建议对交易所债券市场交易方式进行改革，如在交易所引进做市商制度，改革证券交易所大宗交易制度，使得交易所市场与银行间债券市场进一步接轨。

以李扬等为代表的学者和金融界人士则认为“交易所市场属于场内市场，银行间债券市场的场外市场特征明显一些，刻意人为合并两个市场并不是好办法”。他们主张发展我国债券市场应同时兼顾银行间债券市场和交易所债券市场，并在此基础上促进两个市场的“统一互联”。然而在这派观点中关于两个市场的定位存在较大分歧：一种观点认为应该在以银行间债券市场为主体、交易所债券市场为补充的基础上，建立一个资金和债券可以自由流动的统一的债券市场；另一种观点认为，应该发展交易所市场，让交易所市场成为我国债券市场的主体。还有学者基于债券市场的功能提出将银行间债券市场定位于货币市场，主要交易1年期以下及10年期以上的长期国债等品种，而将交易所债券市场定位于资本市场，主要交易2~5年的中期国债。此外，对于统一互联的形式也没有形成一致意见，一种观点认为“统一互联”应该指两个市场具有统一的交易品种和交易主体，另一种观点则认为，“统一互联”是指统一的托管结算体系等。

综观理论界和实践界关于我国债券市场发展模式的各种文献，我