

债券市场 前沿问题研究

中央国债登记结算有限责任公司债券研究会 主编

ZHAIQUAN SHICHANG QIANYAN WENTI YANJIU

BOND
MARKET



中国市场出版社
China Market Press

债券市场研究系列丛书之三

债券市场前沿问题研究

中央国债登记结算有限责任公司债券研究会 主编



中国市场出版社
China Market Press

图书在版编目 (CIP) 数据

债券市场前沿问题研究 / 中央国债登记结算有限责任公司
债券研究会主编. —北京: 中国市场出版社, 2007. 12

(债券市场研究系列丛书: 3)

ISBN 978 - 7 - 5092 - 0272 - 2

I. 债… II. 中… III. 债券 - 资本市场 - 中国 - 文集
IV. F832.51 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 163998 号

书 名: 债券市场前沿问题研究

主 编: 中央国债登记结算有限责任公司债券研究会

责任编辑: 许 慧 (E-mail: xu_hui1985@126.com)

出版发行: 中国市场出版社

地 址: 北京市西城区月坛北小街 2 号院 3 号楼 (100837)

电 话: 编辑部 (010) 68012468 读者服务部 (010) 68022950

发行部 (010) 68021338 68020340 68053489

68024335 68033577 68033539

经 销: 新华书店

印 刷: 河北省高碑店市鑫宏源印刷包装有限责任公司

规 格: 880 × 1230 毫米 1/32 16.50 印张 430 千字

版 本: 2007 年 12 月第 1 版

印 次: 2007 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5092 - 0272 - 2

定 价: 38.00 元

前

言

经过十年的发展，我国银行间债券市场已经迈上一个新的台阶。作为我国债券市场的重要基础设施提供者之一，中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）在实践中始终坚持研究先行的原则，以适应市场新的发展与变化，同时积极为市场参与者搭建展示与交流研究成果的平台。2005年底，中央结算公司出版了“债券市场研究系列丛书”之一《债券市场创新理论与实务》，2006年底出版了丛书之二《国际债券市场考察报告》。丛书出版之后，得到了市场各方的广泛认可与好评，不少市场机构与读者认为，债券市场非常需要此类理论联系实际、紧跟市场步伐、贴近市场前沿的专业书籍。

在市场各方的大力支持与协助下，今年我们推出了该系列丛书之三《债券市场前沿问题研究》。本书所收录的论文，主要涉及了中国债券市场建设和发展、市场基准利率建设、债券市场业务创新、产品创新、债券信用评级制度建设、国际债券市场先进经验等市场普遍关注的热点问题。不同于丛书前两册以公司内部员工的论文为主，《债券市场前沿问题研究》更多地收纳了公司以外市场人士的研究成果，这些文章主要选自中央结算公司创办的内部资料刊物《债券市场研究》。

《债券市场前沿问题研究》的编写得到了中央结算公司债券研究会会长吕世蕴、副会长白伟群同志的关心与指导，同时得到了债券研究会各位干事的积极支持和协助，其中，债券研究会总干事吴方伟、秘书长景乃格以及干事林也可、王哲晖、宗军、王祎、夏宇宁、梁恒等同志为本书的编辑修改做了大量工作。目前，我们正在不断加快债券市场研究工作的步伐，争取能够将“债券市场研究系列丛书”一直出版下去，向读者展示更多更好的研究成果。

由于编写时间较紧，本书难免存在疏漏以及需要更新改进之处，请批评指正。

中央国债登记结算公司债券研究会
2007 年 11 月



债券市场建设和发展

关于中国债券市场的科学发展问题	张 元 (3)
关于我国债券中央托管结算机构建设的若干问题	吕世蕴 (16)
我国金融债券市场的改革和发展	沈炳熙 (29)
中国国债管理政策与国债市场发展	周成跃 (41)
发展我国公司债券市场的新思路	冯光华 孔 燕 杨俊虹 蔡国喜 (47)
加强银行间债券市场自身建设 支持企业直接融资	白伟群 (62)
关于中国国库现金管理操作安排探讨	韦士歌 (69)
关于完善银行间债券市场做市商制度的思考	蔡国喜 (82)
中国债券市场拍卖比较分析	谢志军 (95)

关于债券市场登记托管体系的初步研究

..... 吴方伟 王哲晖 (115)

目

录

债券市场基准利率建设

关于完善债券市场债券基准收益率曲线的探索

..... 管圣义 (135)

收益率曲线波动：理论与实证 卢遵华 (146)

债券市场业务创新

关于债券市场创新的思考 沈炳熙 (159)

债券借贷研究报告

..... 中国人民银行金融市场司 联合课题组 (166)
..... 中央国债登记结算公司

试论证券借贷业务的风险管理 景乃格 贾英姿 (282)

关于改革和发展债券回购的几个问题

..... 王哲晖 吴方伟 (292)

净额结算：国际经验与借鉴 卢遵华 (299)

关于发展我国债券市场货币经纪业务的研究 包香明 (324)

担保品管理业务制度框架介绍	王哲晖 (336)
关于债券结算代理制度相关问题的几点看法	刘铁峰 (341)

债券产品创新

利率掉期业务的介绍和在中国的实践	庞昭曦 (353)
迎接利率衍生品时代的到来	
——利率衍生品发展和投资机会展望	屈 庆 (365)
可分离交易可转债研究	张 晶 (382)
利率互换交易与债券市场互动发展分析	
.....	戎志平 薛海虹 (398)
代客境外固定收益理财 推进国家商业银行转型	
——商业银行 QDII 业务难点及策略	杨晴翔 (403)

债券信用评级制度建设

关于我国债券市场信用评级制度的研究	包香明 (415)
我国短期融资券财务信用评估模型的初步研究	
.....	李剑铭 (424)

短期融资券再评级体系的建立及其有效性分析

..... 李坤元 (434)

目

录

国际债券市场研究

英国公债市场发展特点分析及其启示 刘 彦 (449)

市政债券发展的国际经验与借鉴 杨 辉 (472)

美国债券市场简介及与中国债券市场之比较 李 婧 (482)

美国回购机制的发展及其启示 宗 军 (500)

债券市场建设和发展



关于中国债券市场的科学发展问题

张 元

内容简介 本文以科学发展观为主线，从调整金融结构、银行改革、农村金融改革、货币政策操作、股票市场、人民币长期发展等六个方面分析了中国债券市场的建设对于我国宏观金融改革的战略性作用，并指出今后中国债券市场的建设中要坚持“保护投资人权益”的基本理念，协调遵从债市运行一般规律与自主创新的关系，正确处理债券市场的货币市场属性和资本市场属性的关系及债市各子市场间的关系，协调相关政策法规，理顺债券市场发展的制度环境。

从1981年我国恢复发行国债算起，中国债券市场已有20多年的历史，这其中有成功也有挫折，有经验也有教训，理性地审视我们走过的历程，辩证地思考市场发展的的问题，对于我们探索中国债券市场健康发展的道路，减少盲目性和非理性，增强自觉性与科学性是十分必要的。

现在各行各业都在讲科学发展。要使中国债券市场获得健康持续的发展，也必须走科学发展之路。对市场的科学发展思路，市场的建设者、参与者有一个共识很重要。

一、要用战略的眼光看待中国债券市场的建设问题

早期中国债券市场主要是国债市场，作用较为单一，主要是

为国家财政筹集货币资金，市场与宏观经济的关系也较为单纯。现在情况大不相同了，随着债券市场品种范围、功能、参与者的扩展，债券市场已经成为国民经济棋盘中的一颗重要棋子，尤其在宏观金融改革发展中发挥着不可或缺甚至是至关重要的作用。

一是调整金融结构的问题。我们的金融结构是失衡的，直接金融比重过低，间接金融比重过大，银行贷款占全社会非金融部门融资总量的比重始终在 80% 以上，居民个人金融资产中银行储蓄比例高达 70%。这种不合理的金融结构不仅蕴含着较大的金融风险，而且影响了经济运行的效率。这个问题我们呼吁了多年，但事实是，近年来的资料显示，这种状况不仅没有改变，而且还有进一步不平衡发展的趋势。现在美国的直接融资占融资总额的比重高达 88%，债券市场余额又为股票市场市值的两倍多。当然，这里的意思不是说要调整到美国那样的结构才算合理。中美金融体系差异较大，我们当然不能照搬。但大家对这种结构不合理的问题已有了较深的感触。从工业革命以来，传统间接金融一直是筹集、分配货币资本最主要的渠道。进入信息时代后，伴随大量新技术的应用而出现的新兴产业所具有的风险性和超常扩张性对传统的信用制度和银行制度提出了挑战，在新形势下，银行在合理灵活处理风险与收益的匹配关系方面，在资本筹集功能方面存在某些天然的不足，出现了不能完全适应产业发展要求的问题。间接金融比重过大的结果是，一方面银行体系风险高度集中，另一方面实体经济筹措“本钱”较难，效率不高。对我国这样一个具有较高储蓄率和较多新技术产业发展机遇，而间接金融体系历史包袱较重的国家来说，进一步扩大直接金融在将储蓄转化为投资的过程、积极发展包括债券市场在内的资本市场无疑具有深远的战略意义。目前，商业银行已开始推进以建立资本约束机制为核心的改革，按照巴塞尔协议的精神，按照资本规模来约束自身的信贷规模，进行贷款项目的选择。总的说来，现在商业银行在信贷规模和项目选择上已开始比较谨慎了。2007 年第

一季度,信贷存量同比增速降至11%,主管部门包括中国人民银行并没有像过去那样下达信贷规模指标,完全是这种内在约束机制所致。当然也出现了新的矛盾,一部分有市场、符合产业政策的行业和企业可能难以获得所需信贷。积极推进债券市场发展,将其作为解决融资结构失衡的一个重要切入点的课题又一次摆到了我们的面前。

二是银行改革问题。我国银行改革正在深化。两大国有商业银行要在3年左右的时间内改造成为资本充足、内控严密、运营安全、服务和效益良好,具有国际竞争力的现代化股份制商业银行。其他各行的资本重组也在展开。过去我国的银行无所谓“资本”的概念,资产扩张欲很强;现在与巴塞尔协议要求对照,资本普遍不足,而其风险资产则相对过大。为解决这一问题,2006年,有几家商业银行总共发行了700多亿元的次级债券,补充了附属资本。同时,商业银行也在积极进行资产证券化的准备,利用债券市场,将部分信贷资产整合后卖出去,将资产规模降下来。补充附属资本和减少风险资产都是围绕巴塞尔协议关于资本充足率要求所作的努力,银行体系改革从未像今天这样需要债券市场的支持。

三是农村金融的改革。农村金融体系的建设特别是农村信用社改革是一个密切关系“三农”的重要问题,两届总理亲自调研,反复斟酌改革方案。农村信用社的许多问题是历史遗留的,国家对其改革要既能在经济上有力支持农信社的持续经营,又能激发新的机制的形成。采用的方法是向信用社定向发行1650亿元专项中央银行票据,用以置换其不良贷款和历年挂账亏损的债券。但不是所有的信用社都能轻松地得到央行票据,专项票据的发行是有条件的,它与试点省份政府制定的农信社改革方案的实施进程相挂钩。这些方案包括农信社法人治理结构、增资扩股、提高资本充足率和降低不良贷款的详细计划。只有资本充足率达到一定要求的信用社才能拿到这种票据,达不到要求的,就拿不

到，其导向作用十分鲜明。在近一年多的改革试点中，专项票据内涵的机制促进功能大大激发了地方政府组织推进农信社改革的积极性。目前第二批试点已经开始，总的看，改革进程和效果比预期的要好。应该说，这是央行充分应用债券市场推动金融体制改革的一次成功尝试。

四是货币政策的操作。从1998年开始，央行将货币政策操作的主要方式放在了公开市场操作上，1998、1999年通过公开市场操作增加基础货币占这两年央行基础货币投放增加额的85%。而公开市场操作是在银行间债券市场中进行的。近年来，公开市场操作逐渐趋于成熟，每周操作次数由一次增为两次；央行票据的期限品种也趋于丰富，1年期、3年期的都有了；技术上实现了公开市场业务系统与支付系统的联接，以券款对付方式进行债券和资金结算。2004年，央行共开展110次人民币公开市场操作，累计回笼基础货币19 971亿元，累计投放基础货币13 281亿元。由于银行间债券市场已具备一定规模和流动性，因此能够较好地响应公开市场操作，央行每一阶段的货币政策意图都较为顺利地通过公开市场业务及债券市场的响应和传导得到实现。

五是股票市场问题。众所周知，股市与债市有着密切的关联，债券市场的发展为股市发展作着重要铺垫。现在证券公司已可以在银行间债券市场上发行债券，这对解决证券公司的资本形成机制问题是有益的。国际经验表明，债券市场的成熟与活跃，对于从总体上盘活资本市场起着基础性作用。

六是关于人民币的长远考虑。从长期看，人民币一定会成为世界货币。当然，这是一个较长的过程。为此，我们必须重视人民币债券市场的建设。不少学者指出，作为一个大国，如果没有一个与大国地位相称的、成熟的、可调控的本币债券市场，那么，其货币政策、本币的稳定以至于在世界上的经济地位及抗击世界金融风险的能力都是没有基础的。

二、市场建设所应坚持的基本理念

如前所述，中国债券市场特别是银行间债券市场为央行货币政策，为银行和农信社体制改革出了不少力。债券市场之所以比较好地发挥了这些作用，既有政府的大力推动，也有各发行体的积极参与，但最根本的是债券市场一直以来比较好地坚持了投资人权益的保护。市场是投资人的市场，始终站在保护投资人权益的角度考虑市场的发展建设应当是我们的一个基本理念。

温家宝总理在 2007 年《政府工作报告》中谈到资本市场时，明确要求“切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”。这可以说是中国政府“建立和谐社会”的执政理念在资本市场建设方面的具体体现，对我国资本市场、债券市场的建设与发展具有方向性指导意义。当然，认识到这一理念的重要性并将其上升到一定的高度，其实是有一个过程的，我们为之付出过沉重的代价。作为新兴市场，我国资本市场虽然在许多方面都实现了跨越式发展，但过去对投资人的保护还不够得力，这正是近年来我国资本市场人气不足的原因之一。

“保护投资人权益”对于我们来说不仅仅是一个口号，要把这一理念真正贯彻到市场建设过程中去，首先应在立法精神中体现。为欧美债券市场投资人的交易结算提供服务的两大国际清算托管机构欧清（Euroclear）和明讯（Clearstream）分别设在比利时和卢森堡这两个很小的国家，但其客户却覆盖了全球一半以上的国际机构投资人，而且其业务量还在逐年增加。为什么这两个全球性的金融服务中介机构所在地不选择法国或德国这样的国家，而选择了比利时和卢森堡这样的小国呢？其中重要的原因，就是这两个国家非常重视关于投资人权益保护的立法，并且当投资人认为出于权益保护的需要，有必要修改立法或补充立法的时候，这两个国家也可以非常灵活地、很快地完成这一立法程序，这一点可以说非常吸引投资人。

临渊羡鱼，不如退而结网。这几年银行间债券市场就是在吸取以往经验教训的基础上，特别注意制度和规则先行，逐步推进债券市场的发展，使投资人有章可循、有法可依，尽可能地减少制度性缺陷给广大的投资人带来的风险，全力维护市场“三公”，营造一个让投资者放心的市场环境。除此之外，通过不断完善市场基础设施来减少投资人的风险、保障投资人的权益也是这几年银行间债券市场平稳发展的另一个重要前提。中央国债登记结算公司在这方面做了大量有益的工作，从托管账户体系的设置到系统操作安排都较好地体现了对投资人权益的保护。今后，不管是搞创新还是谋发展，主管部门、结算公司和交易报价机构都要用是否做好了投资人保护这一条作为标准。

要保护投资人权益，还必须认识到市场的发展是有阶段性的，投资人对风险的认知和控制程度也是有差异的。这也是在银行间债券市场先推质押式回购交易，后推买断式回购交易，先出台远期交易，以后才能考虑期货交易的原因。而为什么有的业务不是所有的金融机构都马上可以做，而需要有一定的条件限制，也正是出于对金融机构的风险控制能力和违约保障能力是否健全等等因素的考虑。比如说目前对开展债券结算代理业务的机构就有一定的资格限定，之所以这样做也是为保障其被代理的债券投资人的权益。此外，对于除银行、投资基金和保险公司以外的非金融机构以及个人投资者来说，他们对市场的了解和信息的获得与金融机构相比是不对等的。因此从监管的角度讲，保护投资人就有必要区别对待不同的投资人和机构。

尽管保护投资人权益有了相应的制度安排和技术手段，但如何运用好这些手段不断地推动市场的发展是我们需要认真考虑的问题。如果市场的流动性不好，就对投资人失去了吸引力，更谈不上维护投资人的权益和市场的持续发展。

总的来说，投资人是市场的活力源泉，他们的信心直接关系到市场的兴旺和发展，因此，只有坚定不移地贯彻“保护投资