

F832.51
H79

中国证监会政研室，深圳证券交易所重点研究课题优秀论文集

中国证券市场 发展与创新 (下)

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场发展与创新/中国证券监督管理委员会政研室, 深圳证券交易所编. —北京: 中国财政经济出版社, 2001.9

ISBN 7 - 5005 - 5318 - 8

I . 中… II . ①中… ②深… III . 证券交易—资本市场—研究—中国
IV . F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 063264 号

中国财政经济出版社 出版

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

E-mail: cfeph@dre.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京金鼎印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 62.25 印张 1145 000 字

2001 年 9 月第 1 版 2001 年 9 月北京第 1 次印刷

印数: 1—3000 册 定价: 93.00 元

ISBN 7 - 5005 - 5318 - 8/F·4719

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

第五篇

债券市场与资产证券化

第一章 我国企业债券 市场发展与创新

一、企业债券市场发展滞后与功能缺损

(一) 投融资体制改革的变迁与企业债券市场的发展

我国企业债券市场的发展是与投融资体制改革紧密联系在一起的。改革开放以来,我国投融资体制的变革经历了三个阶段:(1)财政主导型融资方式(1978~1985年)。这一时期,计划经济体制占主导地位,国有企业的固定资产投资资金主要由政府部门提供,即通过国家预算内投资、计划安排的国内贷款和自筹投资。非国有企业的固定资产投资资金则基本自筹。(2)信贷投资为主时期(1986~1991年)。随着“拨改贷”、“投改贷”政策的实施,企业的固定资产投资资金来源结构中,国内贷款开始超过财政投资,自筹投资迅速增加,财政投资不仅比重下降而且绝对额也明显减少。(3)直接融资比重迅速加大时期(1992~2000年)。在这一阶段,企业的资金来源由主要依赖银行贷款,转为重视资本市场的作用。直接融资的比重增加较快,其中企业债券市场也开始有了新的发展。

由上表可知,90年代以来,全社会固定资产投资来源中,国家投资的比重已经很小,而国内贷款、自筹投资和其他投资三者所占比例相当大,在1997年已达到86.6%,其中,自筹投资和其他投资占67.7%。实际上,自筹投资和其他投资来源丰富复杂且常常不易区分,但其中大部分乃通过各种途径来源于金融机构,是确定无疑的——这就是国内贷款占全社会固定资产投资来源的比重虽然只有20%左右,但在企业总预算和用于固定资产和流动资金的融资来源中,银行贷款仍然占据大约70%的主要原因。

表 1 全社会固定资产投资来源 (1981 ~ 1997 年) 单位: 亿元; %

	国家投资		国内贷款		利用外资		自筹和其他投资	
	规模	%	规模	%	规模	%	规模	%
1981	269.76	28.1	122.00	12.7	36.36	3.8	532.89	55.4
1985	407.80	16.0	510.27	20.1	91.48	3.6	1 533.64	60.3
1990	393.03	8.7	885.45	19.6	284.61	6.3	2 954.41	65.4
1991	380.43	6.8	1 314.73	23.5	318.89	5.7	3 580.44	64.0
1992	347.46	4.3	2 214.03	27.4	468.66	5.8	5 049.95	62.5
1993	483.67	3.7	3 071.99	23.5	954.28	7.3	8 562.36	65.5
1994	529.57	3.0	3 997.64	22.4	1 768.95	9.9	11 530.96	64.7
1995	621.05	3.0	4 198.73	20.5	2 295.89	11.2	13 409.19	65.3
1996	625.88	2.7	4 573.69	19.6	2 746.60	11.8	15 412.40	66.0
1997	696.74	2.8	4 782.55	18.9	2 683.89	10.3	17 096.49	67.7

资料来源:《中国统计年鉴》, 1998 年。

另外, 从表中, 我们还不能看到商业融资和证券融资的数字, 说明其比例尚小还没有引起足够重视而被单独列入, 但可以肯定的是, 它们一定被包括在自筹资金和其他来源中。因此, 所谓的直接融资 (包括债券融资), 实际上就是在这个科目背后反映出来的。

从以上投融资体制改革的变迁过程可以看出, 随着时间的推移, 企业资金来源中自筹资金的比重在逐渐加大, 并且与资本市场的联系日益紧密。循着这一线索, 我们简单回顾一下我国企业债券市场的发展历程。

1. 自发阶段 (1984 ~ 1987 年)

1984 年开始, 一些企业发行了类似于企业债券的有价证券, 从社会和企业内部进行集资, 到 1986 年底, 发行规模已达到 100 亿元。此时, 对企业债券还没有进行统一管理, 市场基本处于自发阶段。

2. 规范与调整阶段 (1987 ~ 1994 年)

1987 年 3 月, 国务院开始对企业债券进行统一管理, 颁布实施了《企业债券管理暂行条例》。3 月 28 日, 国务院又发布了《国务院关于加强股票债券管理的通知》, 对于上述有关条款再次作了强调。自此, 企业债券市场的发展开始步入正轨, 并开始编制初步的企业债券发行计划。

1988 年, 为了控制固定资产投资规模, 治理通货膨胀, 没有安排企业债券发行计划。下半年, 为解决企业流动资金困难问题, 开始批准发行短期融资券。

1990 年企业债券市场受到明显重视, 企业债券发行首次被纳入国民经济和社会发展计划, 并将其作为固定资产投资正式来源渠道。为进一步加强企业债券的计划管理, 国家计委与人民银行联合制定了企业债券额度申报制度及管理办法规定。

1992 年企业债券市场发展迅猛，实际发行量达到 684 亿元（是到目前为止最多的一年），债券品种 7 个，市场活跃，发行极为顺利。但管理不严，有重发轻还的倾向。

受社会上各种乱集资行为的影响，1993 年的企业债券市场受到很大冲击。国债的发行尤其困难。为加强对社会集资的管理，3 月份修订颁布了《企业债券管理条例》，规定企业集资必须以企业债券方式，并扩大了发债主体的范围。为保国债，4 月份，国务院专门规定：国债发行完毕之前，其他债券一律不得发行，企业债券利率不得高于国债利率。实际上，当年的企业债券发行计划最后大部分都由新增银行贷款解决，以保证国家重点建设项目资金的到位。

1994 年，按照《企业债券管理条例》的规定，大部分债券品种被取消，仅安排地方债券发行计划 45 亿元。

3. 加速发展阶段（1995 ~ 1998 年）

1995 年，中央对企业债券市场定调：《中共中央关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和 2000 年远景目标的建议》明确指出，要积极稳妥地发展债券融资。结果，促进了企业债券市场的发展，1995 ~ 1998 年企业债券市场的发行计划逐年增长。当然，1999 年以来由于企业债券管理体制发生了变化，企业债券的审批受到了较大影响，加之市场环境不利于债券发行，使企业债券的发行计划和发行规模均有一定程度的萎缩。

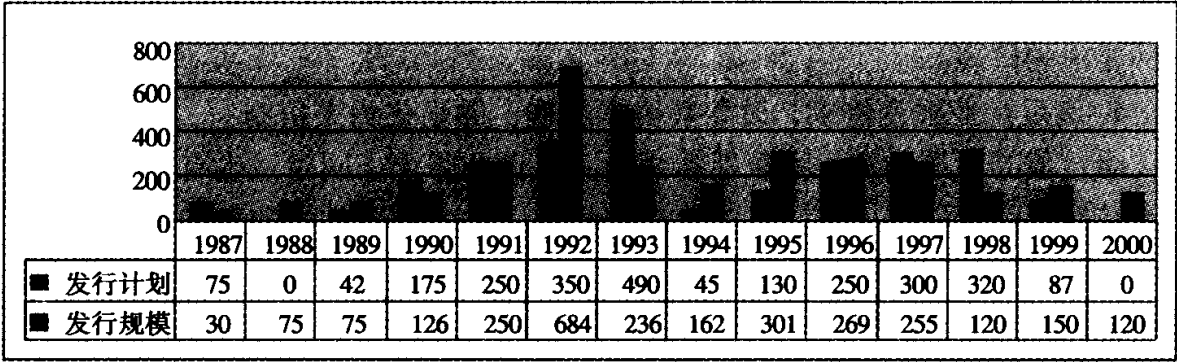


图 1 历年企业债券发行计划与实际发行规模（1987 ~ 2000 年；亿元）

（二）我国企业债券市场的主要功能

我国企业债券市场的发展起因于为企业提供固定资产融资渠道。但实际上，随着我国经济体制改革和金融体制改革的进一步推进，企业债券市场的功能已远非单纯为企业融资这一单纯的目的。全面认识我国企业债券市场的潜在功能，并站在这一高度来致力于发展企业债券市场，具有重要意义。本文认为，我国企业债券市场的功能包括融资功能和金融功能两类，具体体现在如下

几个方面：

1. 完善资本市场结构

资本市场体系包括间接融资与直接融资，直接融资又包括股权融资和债券融资。与发达国家相比，我国直接融资比重小，而在直接融资中，债券融资的比重也偏小。在我国的国民收入分配格局向个人倾斜的今天，不利于开辟储蓄向投资转化的多元化渠道。发展企业债券市场，无疑将对于我国资本市场结构的合理化，起到相当大的促进与推动作用。

2. 降低银行体系风险

企业资本结构中，债务融资应包括银行贷款和债券融资。在我国，债务融资中，银行贷款的比重过大，而企业的经营不善，便使得国有企业的债务直接体现为银行的不良债权。据统计，国有企业负债的 80% ~ 90% 由银行贷款形成。1998 银行体系的不良债权累计总额已相当于其净资产的 3 倍以上，其中 15% 左右属于难以收回的死滞贷款。这大大超过了银行的风险承受能力。企业债券市场的发展，将有助于降低银行体系的风险。

3. 金融深化的内在要求

金融深化的过程，在某种意义上就是资本市场发展与完善的过程。作为资本市场的重要有机组成部分，企业债券市场的发展将对金融深化起到积极的促进作用。国外很多市场经济国家，其企业债券市场已十分发达，目前包括亚洲在内的很多新兴市场经济国家，其企业债券市场的发展也日益受到重视，正是这种要求的体现。

4. 满足企业融资需求，改善其资本结构，并强化约束机制

通过债券市场融资，不仅能够满足企业资金需求，同时，也有利于改善其资本结构，降低资本成本，并强化约束机制。企业融资结构的激励理论、不对称信息理论和控制理论在这方面给出了相应的解释，即：(1) 债券融资对企业管理者有更强的激励作用；(2) 债券融资有利于改善企业治理结构和建立约束监督机制；(3) 将债券融资与其他融资方式合理安排，有助于降低企业的资本成本，带来更高的收益。看来，在很多发达市场经济国家，债券融资的比重远远高于股权融资，绝非偶然。这也同样适用于我国的企业。

5. 丰富金融投资品种

企业债券是重要的投资工具，能够满足不同投资人对于风险—收益组合的偏好。在我国，投资者可购买的金融品种相对较少，除了股票和国债之外，就只有银行存款了。目前我国城乡居民储蓄存款已达到 6 万亿人民币，存款增长的速度持续超过银行贷款的增长，说明了我国金融投资产品的匮乏。完善企业债券市场，能够丰富金融投资品种，并成为投资者金融资产的重要组成部分。

6. 配合宏观经济政策发挥效力

关于企业债券市场在配合宏观经济政策方面所能够发挥的作用，主要表现在如下几个方面：(1) 作为将储蓄转化为投资的重要渠道，在经济增长时期，有助于企业顺利地筹集资金，满足投资需求；否则相反。(2) 货币政策和财政政策的变化，能够通过利率等信号传导到债券市场，影响债券市场的筹资行为；(3) 在企业债券市场足够发达时，企业债券有可能作为中央银行进行公开市场业务的主要储备资产。在这方面值得关注的现象是，最近美国财政连年盈余，财政部正在考虑全部购回国债，并已开始付诸实施。国债市场在美国消失后央行货币政策将如何实施？对此格林斯潘提出可考虑由企业债券作代替国债成为美联储进行公开市场业务的储备资产。这当然是一个较为遥远的且不确定的事情，但由此可以看出企业债券市场在宏观经济政策实施方面可能具备的潜力和重要性。

(三) 企业债券市场不发达导致功能缺损

虽然我国企业债券市场近年来有了一定的发展，但在我国金融体系中所发挥的作用仍然很小，与发达国家相比，更是有相当差距。1997年，我国企业通过直接融资方式筹资 1580.23 亿元，银行贷款 4782.55 亿元，二者合计 6362.78 亿元，其中直接融资所占比例为 24.8%。截至 1998 年底，我国企业历年通过股票市场融资总额约为 3600 亿元，通过债券市场融资 2683.25 亿元，前者比后者多出 30%。进一步看，1997 年和 1998 年，我国企业通过股票市场融资均超过 1000 亿元，通过债券融资仅为 200 亿元左右。上述数据表明，在我国企业的融资结构中，直接融资的比重大大落后于银行贷款，而债券融资则远小于股权融资。再考虑到我国股票市场成立时间较晚这一事实，更能够说明债券市场的发展是大大滞后的。

在发达市场经济国家中，企业的外源资金中，总体上看，直接得自证券市场的份额看来并没有人们想象的那么高。但值得注意的是，在企业得自证券市场的资金中，债券融资所占的比重大大高出股票融资。据研究，在 1970~1985 年时期，股票市场筹资在美国公司的外部融资中只占 2.1%，而债券融资平均约为股票融资的 10 倍。而从 1984 年起，美国公司已经普遍停止了通过发行股票来融资，甚至大量回购自己的股份。1994 年以后，股票市场已成为美国金融部门和非金融公司负的融资来源（表 2）。另据统计，1999 年在美国证券市场上发行的公司债金额为 2500 亿美元，为同期股票发行额的 5.8 倍。日本的情况与美国也有相似之处（表 3）。

表 2 美国股票的净发行 (1992 ~ 1996 年) 单位: 10 亿美元

年	1992	1993	1994	1995	1996
股票净发行	103.4	129.9	23.3	- 19	- 21.6
非金融公司	27	21.3	- 44.9	- 74.2	- 82.6
金融部门	44	45.2	20.1	4.5	3.3
国外	32.4	63.4	48.1	50.7	57.8

资料来源: Federal Reserve Bulletin, 1997, June.

表 3 日本主要企业的融资结构 单位: %

年	1957 ~ 1959	1960 ~ 1964	1965 ~ 1969	1970 ~ 1974	1975 ~ 1979	1980 ~ 1984	1985 ~ 1988
股票	12.0	10.9	3.6	3.2	8.3	10.4	12.3
公司债	6.5	7.0	5.4	5.1	10.7	8.7	16.4
银行借款	39.9	33.5	35.8	41.4	23.3	15.6	3.2
短期借款	21.0	20.1	17.6	18.3	15.5	9.7	2.7
长期借款	18.9	13.4	18.2	23.1	7.7	5.9	0.5
购入债务	6.4	16.1	20.0	21.8	12.9	9.6	- 7.5
内部资金	25.6	22.7	37.7	35.7	49.2	56.4	59.5
折旧	21.5	18.8	27.8	22.1	37.2	41.8	43.2
利润留成	4.1	3.9	9.9	13.6	12.0	14.6	16.3

资料来源: 日本银行《主要企业经营分析》。

从债券市场结构看, 美国 1997 年的债券市场余额为 9.6 万亿美元, 其中企业债券为 3.4 万亿美元, 占债券市场总额的 35.4%。而我国截至 2000 年 6 月份, 债券市场余额为 1.56 万亿元人民币 (在银行间债券市场托管量为 1.46 万亿, 交易所市场托管量为 950 亿), 其中企业债券余额为 300 亿元人民币, 仅占总量的 1.92%。

由上述对金融体系的融资结构、直接融资的结构及债券市场结构的分析可以看出, 我国企业债券市场是非常不发达的, 这不可避免地导致其功能缺损。目前, 发展我国企业债券市场存在着强有力的市场需求, 应切实抓住有利时机, 加快企业债券市场的发展, 使其能够充分发挥所应起到的功能。

二、制约我国企业债券市场发展的主要因素

制约我国企业债券市场发展的因素有很多。首先, 由于历史原因, 人们对

于企业债券市场的功能认识不足。如上所述,我国企业债券市场应该具备两类功能,一类是融资功能,另一类则是金融功能。而在历史上,这一市场则是被作为企业固定资产资金来源的辅助和补充渠道发展起来的,不仅对其融资功能重视不够,其金融功能更是受到忽视。因此,缺乏将其作为一个能够发挥多方面功能的大市场来重点培育的理念和认识。

其次,从企业自身和金融体系的状况看:(1)企业对债券融资及其优点缺乏认识;(2)无论是上市公司还是非上市公司,更多考虑的是能够圈到钱,而对于融资成本、资本结构等方面考虑较少;(3)金融体系不够完善,银行的自我约束机制没有充分建立。在过去相当长的时间里,企业能够较为容易地从银行得到贷款(包括长期贷款),因此对利用债券市场融资的必要性和紧迫性不强。

最后,市场本身的原因:(1)市场不完善不规范,也缺乏连续性;(2)证券公司等专业中介机构介入较晚,1997年以后,中介机构才开始认识到这一市场的重要性,并对市场的发展起到了一定的推动作用。

目前看,政府和有关主管部门对于企业债券市场的功能把握和重视程度均有了相当大的转变,企业对于这个市场的认识和热情也有了很大的提高,这些,都是市场进一步向纵深发展的重要条件。本报告的这一部分,主要从市场培育和建设的角度,找出现存阻碍市场发展的关键因素及对其可能产生的问题进行分析,并在第三部分,提出推动市场发展的思路 and 对策。

(一) 政府主导型的监管模式,有违市场化原则

正是因为仅较多地考虑企业的固定资产融资,而没有将企业债券市场作为能够发挥多方面功能的大市场来进行培育和发展,使这一市场没有被给予应有的足够重视,企业融资仍然过多地依赖银行贷款和股票市场。而将企业债券纳入国民经济固定资产投资规模,历来是计划经济的产物,导致企业债券市场计划经济色彩浓厚。对于其监管模式,可以用“政府主导型”来进行概括。

这一模式的主要特点是:(1)发行计划规模管理。国家计委每年制定计划报送国务院并经国务院批准,由此确定每年的发行额度;(2)资金使用纳入国家固定资产投资计划,其投向被严格限定于固定资产在建项目;(3)各发行人的额度申请和发行分两步走,采取个案审批制。

由此产生如下问题:(1)额度审批、发行核准与资金募集的周期较长,使企业资金供求脱节,难以灵活安排资金使用计划:在项目急需资金的时候,债券可能还迟迟没有发行,而经常是项目已经完成了,资金才到位;(2)企业不

仅要为其固定资产融资，也要为其流动资产融资。限定资金运用的投向，固然有助于保证资金合理使用，并且易于控制和监督，但不能充分满足企业全方面的资金需求；(3) 带项目发债，不利于企业进行资产负债管理；(4) 审批制将责任和风险向主管部门集中，而主管部门对于市场变化的掌握不可能面面俱到。

(二) 监管主体分散，不利于市场的整体培育和协调

1999 年以前，我国债券市场的监管主体较多，国家计委制定债券发行计划，并对企业的发行额度进行审批；中国人民银行在企业争取到额度之后，审批发行；中国证监会审批企业债券的上市。企业债券市场是一个整体，多极监管的结果是每个部门只负责一个环节，都不对市场的发展负全责，必然会缺乏衔接与协调，造成实际上的监管主体缺位，从而不利于市场的有机联系和整体发展。

(三) 利率管制过严，使市场缺乏活力和空间

债券定价是债券发行和整个市场发展的核心环节和技术。1993 年颁布实施的《企业债券管理条例》规定，企业债券发行利率不得高于同期银行储蓄存款利率的 40%。此规定出台的背景主要是为了规范当时社会上的各种乱集资行为，防范金融风险。应该说，对于整顿当时较为混乱的金融秩序确实发挥了积极作用。但时过境迁，事隔七年之后，目前这一规定已不再适合经济金融改革和整个市场环境发生的重大变化，其负面影响已十分突出。

1. 影响债券发行。由于此规定既不直接反映市场资金供求状况和发行人的信用水平，也未与国债利率形成稳定的基准依存关系，因此每当市场环境发生变化，就可能使企业债券发行陷于停顿。正如下文将要分析的，这种情况在 1999 年下半年已经再次出现。

2. 上述利率限制主要是针对固定利率的零息债券而设定（当时还不存在其他定价方式和付息方式的债券），有很大的局限性。三峡债券等企业债券通过推出浮动利率、按年付息等创新品种，在某种意义上讲正是为了突破其不合理限制，以提升债券的投资价值来部分地满足市场需求。但也有一些企业迫于无奈，采取了其他手段来变相提高利率，其中有些做法对于市场的规范发展是不利的。

3. 缺乏风险定价机制，发行利率难以反映债券的信用水平。由于存在风

险差异,信用低的债券其利率应该高于信用较高的债券,作为风险的补偿溢价。但在我国,由于存在利率 40% 的上限管制,不同信用等级的发行人为了吸引投资者,都倾向于将利率定至规定内的上限,使风险不同的债券其利率趋同,有违风险—收益相匹配的市场原则。

4. 扭曲了利率的合理结构。这主要体现在:(1) 对于企业而言,不同融资方式的成本差异过大。企业同样是融资,但通过企业债券市场融资的成本比银行贷款要低出很多(不同期限企业债券与银行贷款成本比较表);(2) 投资者的投资收益与其他投资工具相比,水平偏低;(3) 债券发行利率的管制使其与流通市场的收益率水平偏差较大,出现利率倒挂,即流通市场企业债券的收益率远远高于发行利率水平。

5. 简单规定利率上限,使企业债券定价缺乏参照。银行储蓄存款利率的期限只有 1 年、3 年和 5 年,没有 5 年期以上的品种。当市场上企业债券的期限都在 5 年期以下时,还可以进行参照,但企业若想发行 5 年期以上的品种,其利率如何确定? 这是利率与储蓄存款利率扣挂办法的疏漏之处。1999 年 1 月 1998 三峡债券推出了 5 年期以上的品种 8 年期,率先进行了期限创新,随后 7 年期和 10 年期的债券品种也相继出现,其利率的确定虽然都经过主管部门的认可,但已超越了此利率管制办法规定的范畴。

(四) 信用体系不健全, 兑付风险较大

企业缺乏信用,是我国的一个普遍的和较为突出的问题。长期困扰我国的三角债问题和 1994 ~ 1996 年间频繁发生的企业债券到期不能兑付问题,均为重要表现。目前中国的三角债总额初步的估计大约有 9000 亿元。中央政府曾运用 600 多亿资金,历时一年多,初步缓解了 3000 多亿元的三角债问题,但并未解决根本,后来三角债问题又逐渐突出。再看企业债券,据初步统计,十几年来我国到期不能兑付的企业债券累计总额达到 100 亿元之多(甚至包括一些重点建设债券)。

我们认为,就其覆盖面和影响力而言,企业债券到期不能兑付对社会稳定的影响甚至远较国有企业之间的三角债为大。而企业债券的兑付风险,对市场的发展而言,具有多重阻碍:(1) 主管部门对于一些企业债券的额度与发行审批,必然会变得非常谨慎;(2) 投资者对购买企业债券缺乏热情和信任;(3) 承销商等债券中介机构由于担心风险,可能会主动放弃一些企业的债券承销。

毋庸置疑,各方面对向市场推出债券发行体持慎重态度,对于保证企业债券质量、规范市场发展发挥了重要作用。但需要强调指出的是,一些企业难以

进入债券市场融资，并非完全是因为这些企业缺乏偿债能力，关键在于信用。因此，逐步健全信用体系，改变企业“重借债、轻还债”的现象，同时采取有效措施保障债券到期偿还，意义十分重大。

（五）流通市场的广度、深度与弹性严重不足

流通市场发达的主要指标是具有足够的广度、深度和弹性。(1) 足够的广度指市场参与者广泛、债券品种和期限等丰富，可流通债券规模较大；(2) 足够的深度指交投活跃、流动性强，从交易价格看，不同价位水平都存在买方和卖方，交易过程中的开价、要价与成交价格的差别很小；(3) 足够的弹性指交易价格在变动之后能够迅速复原，暂时性的价格波动会引发大量新的买卖自动进入或退出，通过市场自身的力量就能使暂时性的价格波动得以平复；并且市场上的价格能够迅速传播，并及时反映经济走势和市场环境的变化。

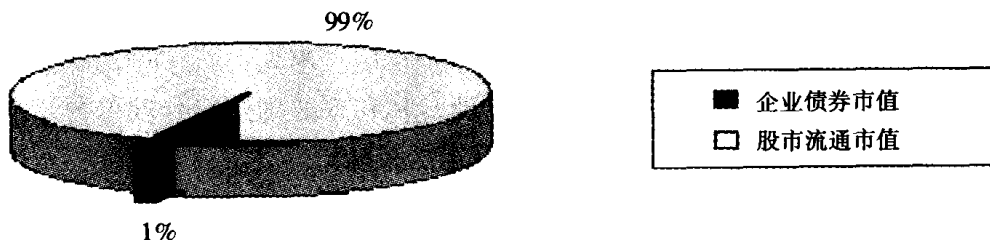


图2 企业债券市值与股市流通市值之比较

我国企业债券流通市场上，目前上市的债券只有5只共7个品种，上市总额92亿元，市值115亿元，而同期中国股市的流通市值达8553亿元；同时从交易量来看，以2000年9月为例，上市企业债券的日均成交量为68万元债券面值，而国债的日均成交量达12299万元债券面值，股票更高达55137万股；前者与后两者的比值分别为1:181和1:811。应该说，我国企业债券流通市场的广度、深度和弹性都相当差。

流通市场不发达的直接后果包括：(1) 无论是在一级市场和二级市场，投资者都不愿意进入和参与；(2) 不能形成合理的利率水平和利率结构，其利率不具有导向性作用（与其他金融工具收益率的比较）；(3) 流通市场不发达，难以实现与发行市场的有效衔接。

（六）发行市场与流通市场缺乏有效衔接的机制和制度安排

发行市场和流通市场均为企业债券市场的有机组成部分，二者存在着密切

的关系。

1. 流通市场的活跃与完善是发行市场顺利发展的前提。企业债券作为一种投资工具,安全性、流动性和盈利性是其很重要的方面。如果流通市场不发达,则会出现两个方面的主要问题:(1)无法在需要的时候(包括头寸紧张和回避利率风险等)及时变现;(2)流通市场不发达,使投资者不能充分地利用债券投资战略来获取更好的投资收益。比如,当运用控制收益率曲线法来进行积极的债券投资时,由于市场品种不够丰富,期限难以有效匹配,甚至没有完整的收益率曲线,交投也不活跃,使这种方法难以有效实施。

2. 流通市场的收益率是新发企业债券发行条件确定的重要基础。一般而言,新发行企业债券利率应该根据市场需求,并参照国债和企业债券二级市场的收益率来确定,企业债券流通市场不发达,使收益率水平及利率的风险和期限结构不合理,制约债券的合理发行定价机制的形成。

3. 新发企业债券的条件(包括发行利率确定)直接影响流通市场收益率水平。因此,新发行的企业债券的利率是否合理,直接影响流通市场的收益率水平及其结构。

4. 企业债券的发行方式会对流通市场的收益率/价格产生影响。比如,如果发行方式不是市场化的,则可能使流通市场的收益率/价格发生扭曲。以国债为例,1990年以前,国债发行主要以行政分配方式为主,当时国债的流通市场就很不正常,黑市猖獗,二级市场价格大多低于面值,影响了投资人对于市场的信心。

因此,必须将发行市场和流通市场作为一个整体来进行考虑,实现两个市场之间的有效衔接,从而做到相互促进、相互推动、相互协调一致地发展。但我国企业债券的发行市场和流通市场目前都是孤立地消极地各自发展,缺乏有效衔接的机制与制度安排。

(七) 有关企业债券市场的政策措施不配套

企业债券市场的发展是一个整体,任何相关的政策安排都会对市场产生重大影响,因此必须配套。比如近年来大家议论较多的企业债券利息收入所得税问题便为一例。

自从九届全国人大常委会通过《中华人民共和国个人所得税法》修正案,决定从1999年11月1日起对储蓄存款利息征收所得税以来,企业债券利息所得的征税问题就成为有关部门和市场关注的焦点。特别是随着“98三峡债”付息日和“96三峡债”及“96铁道债”兑付日的到来,对于企业债券利息所

得是否征税、如何征收的争论更是达到了高潮。政府主管部门、发行体、券商和投资者各有说法，实际操作中也确实存在一定的操作难度。

关于企业债券利息所得是否应该征税以及如何处理的问题，本报告的第三部分将进行详细讨论。在这里需要指出的是，这一政策对市场已经产生了较大的不利影响，并部分地导致去年以来企业债券发行的停顿。原因在于：在企业债券发行利率不高于同期银行存款利率 40% 上限不变的情况下，强调对企业债券的利息收入征收利得税改变了利率的风险结构，即使得企业债券的发行利率水平较之原有水平大大降低。

利率的风险结构说明的是期限相同的债券，其利率之所以各不相同，主要在于它们彼此之间的信用水平、流动性和税收等存在较大差异。比如，在上述有关税收问题的争议出台前，相同期限的企业债券的利率高于国债，是由于其信用水平较低、流动性较差，所以需要进行相应的信用和流动性收益补偿，但其中并不包含税收因素。即使如此，在 6 月 10 日第 7 次降息的影响之下，市场对于当时的企业债券发行利率水平，也只能勉强接受。在这时提出一定要对其利息所得征税，在受到利率上限的约束下，企业债券已经再也定不出能够被市场接受的价格，其对市场产生的震动与负面影响之大，是可想而知的。所以，任何一项有关企业债券市场的重大政策，都应该协调配套。而在这方面，看来还有很多工作要做。

三、进行市场化的制度创新并鼓励品种创新：发展我国企业债券市场的思路与措施

企业债券市场应当如何发展？这涉及到一个重大的原则问题。过去在债券市场发展方面，计划色彩较为浓厚。当然，这主要是由于历史原因造成的。当前情况下，遵循市场化原则来发展债券市场，才是正确的思路。可以说，企业债券市场进一步发展面临的诸多问题与障碍，大都是因为未依照这一原则造成的。因此目前当务之急，是按照市场经济的原则进行债券市场创新。

债券市场创新包括两方面内容，即制度创新和品种创新，这两者对于债券市场的健康发展均十分重要。但应该看到，品种创新对制度创新有依附作用，因为品种创新往往只能在一定的制度框架内进行，如果制度框架的压制作用比较明显，则品种创新第一缺乏空间，第二交易成本也非常高。从这个意义上讲，债券市场创新的关键是制度创新。

制度创新将有效地激发市场的活力，并推动品种创新的蓬勃开展。必须看到，品种创新对于债券市场的发展也十分重要。这一方面是因为债券市场的市

场化非常强，与宏观经济形势、宏观经济政策及其他相关市场的联系相当紧密，其中任何一方面的变化，都会对市场参与者行为产生重大影响。这些变化是经常的，有些又是十分剧烈的，包括短期变化和长期变化。另一方面，即使是在市场环境较为稳定时期，品种创新的作用也仍然十分重要。

债券市场环境的变化在 1999 年得到了充分的体现：上半年企业债券的发行十分顺畅，但 9 月份之后企业债券（甚至包括国债）在发行市场和交易市场均受到投资者的冷落。

那么市场环境发生了哪些变化呢？企业债券的流动性、兑付风险等方面变化不大，但收益率相对而言却大大下降了，出现了利率的三个倒挂：

1. 企业债券与国债发行利率倒挂。对企业债券征收利息收入所得税使其扣税后的实际发行利率与国债利率十分接近，甚至低于国债，企业债券的利率优势顿失。如 10 月份发行的铁路债券，其中 5 年期品种票面利率 3.8%，扣税后实际利率仅为 3.04%，比相同期限的国债还低 20 几个基本点。

2. 债券一、二级市场收益率倒挂。国债与企业债二级市场收益率均高于一级市场发行利率。如 10 月份国债二级市场收益率平均为 3.7%，而国债发行利率平均为 3.3%；企业债券二级市场收益率平均为 4.5%，发行利率则为 4.0%。

3. 债券收益率的期限结构倒挂。企业债券和国债二级市场上，长期品种的收益率反而低于短期品种。

深入分析，企业债券发行利率低于国债，主要是由体制因素和政策因素造成的；然而债券二级市场收益率则能够反映市场对资金收益的正常需求，尤其是当二级市场收益率高于一级市场发行利率的时候，这种反映应该说更为准确。由于通货紧缩、经济疲弱及银行体系存差较大等原因，1999 年金融机构存贷款利率又大幅下调，使投资者对利率敏感性下降，出现“流动性偏好”，即投资者更愿意持有现金而不愿意购买债券。在这种情况下，债券二级市场收益率偏高、债券难销便也在意料之中。这种现象的出现，促使债券发行人和承销机构必须在债券品种的设计上进行创新。

如果说 1999 年市场环境的重大变化突出体现在对企业债券收益率的供给和需求方面出现较大偏差的话，那么未来的变化也可能体现在流动性和兑付风险等方面。从市场建设和市场培育的角度，需要在对这些问题进行通盘考虑的前提下，进行制度创新及在新的制度框架下的品种创新。

（一）确立市场化监管模式，改变监管主体实际缺位的现状

发展我国的企业债券市场，不能仅注重其融资功能，必须同样重视其金融