



China Bond Market
Reform and Development in the Past 30 Years

中国债券市场： 30年改革与发展

沈炳熙 曹媛媛 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



中国债券市场： 30年改革与发展

沈炳熙 曹媛媛 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国债券市场:30年改革与发展/沈炳熙,曹媛媛著. —北京:北京大学出版社,2010.10

ISBN 978-7-301-17875-1

I. ①中… II. ①沈… ②曹… III. ①债券-资本市场-经济发展-中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 192805 号

书 名: 中国债券市场:30年改革与发展

著作责任者: 沈炳熙 曹媛媛 著

责任编辑: 李 铎

标准书号: ISBN 978-7-301-17875-1/D·2700

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027
出版部 62754962

电子邮箱: law@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 三河市北燕印装有限公司

经 销 者: 新华书店

965 毫米 × 1300 毫米 16 开本 19 印张 296 千字

2010 年 10 月第 1 版 2010 年 10 月第 1 次印刷

定 价: 49.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

前 言

债券市场是资本市场的重要组成部分,也是金融市场的重要组成部分。在中国从计划经济向社会主义市场经济过渡的过程中,债券市场形成并逐步发展起来,目前,在我国全部金融资产中,债券资产增长迅速,开始改变着信贷资产占比过大的局面,对发挥市场在社会资源分配中的基础性作用作出了积极的贡献。研究债券市场,推动债券市场发挥更大的作用,成为一项不可忽视的工作。

我国债券市场的雏形始于新中国成立初期,但真正意义上的债券市场是与金融体制改革和经济体制改革同时开始的。三十年来,在党的领导下,金融界同仁为发展债券市场进行了艰苦的探索。这期间,有过成功、有过迷茫、也有过失误。在市场组织体系的建设上,经历过柜台市场为主,到交易所市场为主,再到银行间市场为主三个阶段,人们对债券市场应当采用以面向机构投资者的场外市场为主体的模式达成了共识;在债券市场的产品结构上,经历了以政府和准政府信用债券为主,到政府信用债券、公司信用债券一起发展的历程,人们对债券市场应当逐步以公司信用债券为主体、形成政府信用债券、准政府信用债券、公司信用债券合理匹配、共同发展的品种结构形成了共识;在债券市场产品创新上,经历了政府主导型产品创新向政府指引、市场主体自主创新相结合的过程,形成了坚持产品创新从经济发展需要出发、防范风险和制度建设同步的理念。我国债券市场的余额从1997年末的0.5万亿元到2009年末的17.7万亿元,年发行量从恢复国债发行时的48.66亿元到2009年的8.9万亿元,交易量从启动国债交易流通时的1.3万亿元发展到2009年的125万亿元,这一切变化正是改革探索的结果。

但是,我国债券市场还处在发展之中,与发达国家债券市场相比仍有不小的差距。目前,我国债券市场还有许多问题需要继续下工夫去解决。

例如,我国债券市场的品种结构还不尽完善,企业信用债券的数量尽管近几年发展较快,但是占比仍然太低;再如,我国债券市场中场内市场和场外市场的统一程度还比较低,投资者、债券、资金还不能自由地在场内外市场间流动;还有,我国债券市场的监管体制仍然处于多头、分散、低效的状态。这些问题不尽快解决,我国债券市场的进一步发展必将受到影响。

2003 年国务院下发的《资本市场发展的意见》(国九条)对债券市场的发展提出了很高的要求,2008 年全国金融工作会议进一步提出了扩大企业债券发行、公司债券进行试点的要求。要发展债券市场,不仅需要研究过去的经验和教训,更要面对现有的问题,认真研究应当采取的措施。这项工作,有的人已经做了,有的人正在做,还有的人准备去做。撰写本书,正是基于这一目的。作者多年从事债券市场的管理工作,亲身经历了最近几年债券市场改革、发展的过程,亲手处理了其中的一些事情和问题,形成了一些心得和体会。对这些心得和体会进行梳理,对其中带有规律性的东西进行研究总结,与人分享;同时,对于目前我国债券市场还存在的问题,特别是一些热点问题、争论较多的问题提出个人意见,与学界同仁进行探讨,是作者多年的愿望。因此,本书不是简单介绍我国债券市场发展历程和运行状况,而是致力于对债券市场发展过程中所面临问题的研究。

本书共分四篇,第一篇发展与演变,共二章,阐述我国债券市场发展变化的过程,揭示债券市场发展的特征;第二篇市场结构,共五章,分析我国债券市场的组织结构、参与者结构、产品结构、工具结构和监管体制;第三篇市场运行机制,共六章,分析债券发行审批机制、市场监督机制、定价机制、登记托管机制、交易机制以及清算和结算机制;第四篇亟待解决的问题,研究当前发展债券市场迫切需要解决的三个问题,即建立破产偿债机制、完善托管清算和结算制度、改革债券市场监管制度。在研究我国债券市场的组织形式、体制机制的时候,本书也介绍了国外债券市场的一些情况,包括场外债券市场的模式和监管模式,以便读者进行国际比较。

书写出来是供人阅读的,读者能否通过阅读有所收获,是作者最关心的事情。希望本书对关心我国债券市场发展的读者能够有所裨益。

沈炳熙

2010 年 3 月

目 录

第一篇 发展与演变

第一章 债券市场的发展与演变	3
第一节 新中国成立初期的债券市场	3
第二节 改革开放后的债券市场	4
第三节 驶入快车道的债券市场	8
第四节 债券市场发展的新问题	13
第二章 债券市场发展的特点	19
第一节 政府对市场发展的主导	19
第二节 政府信用债券的重要地位	22
第三节 发展方式与国际惯例的接轨	24
第四节 特殊环境对市场发展的影响	27

第二篇 市场结构

第三章 债券市场组织形式	33
第一节 交易所债券市场	33
第二节 银行间债券市场	36
第三节 商业银行柜台债券市场	41

2 中国债券市场:30 年改革与发展

专栏:国际场外债券市场结构	45
第四章 债券市场主体	55
第一节 市场主体理念的变化	55
第二节 机构投资者队伍的发展	59
第三节 市场主体的参与方式	62
第五章 债券市场品种结构	65
第一节 债券市场的基本品种	65
第二节 政府债券的发展	69
第三节 金融债券的发展	73
第四节 公司信用债券的发展	78
第五节 资产证券化产品的发展	90
第六章 市场交易工具	98
第一节 现券交易	98
第二节 债券回购	101
第三节 债券借贷	109
第四节 衍生产品交易	112
第七章 市场监管体制	125
第一节 监管体制的演变	125
第二节 市场监管部门的监管	129
第三节 机构监管部门的监管	132
第四节 对现行监管体制的分析	134

第三篇 市场运行机制

第八章 发行审核机制	141
第一节 债券发行审核的作用	141
第二节 政府债券的发行审批	144
第三节 金融债券的发行审核	147
第四节 公司信用债券的审批	150
第五节 发债审批方式的比较	153

第九章 市场监督机制	155
第一节 信用评级制度的引入	155
第二节 信息披露的制度安排	160
第三节 行业自律组织的监督	164
第十章 债券定价机制	170
第一节 发行定价方式的演变	170
第二节 招标发行的定价方式	173
第三节 簿记建档发行的定价方式	180
第十一章 债券市场登记托管机制	185
第一节 债券登记和托管的一般概念	185
第二节 我国债券市场登记托管制度的演变	187
第三节 各市场的登记托管机制	189
第四节 不同市场间的转托管机制	193
第五节 我国债券登记托管体系存在的问题	195
第十二章 债券市场的交易机制	198
第一节 债券市场的主要交易机制	198
第二节 我国债券市场的交易机制	208
第三节 我国债券市场债券交易机制的完善	216
第十三章 债券清算和结算机制	223
第一节 债券清算和结算概述	223
第二节 银行间债券市场的清算结算	227
第三节 交易所债券市场的清算结算	231
专栏:银行间债券市场券款对付结算的路径选择	237

第四篇 亟待解决的问题

第十四章 建立破产偿债机制	247
第一节 企业债券发展的瓶颈	247
第二节 营造良好的金融生态环境	251
第三节 着力建立破产偿债机制	253

4 中国债券市场:30 年改革与发展

第四节 发债担保机制作用的合理发挥	256
-------------------	-----

第十五章 完善托管和结算体系 260

第一节 完善债券托管体系	260
--------------	-----

第二节 建立债券净额结算机制	263
----------------	-----

第三节 完善债券托管结算的法律体系	266
-------------------	-----

专栏:国际组织对证券托管结算体系的建议	272
---------------------	-----

第十六章 改革债券市场监管体制 276

第一节 现行监管体制对债券市场发展的影响	276
----------------------	-----

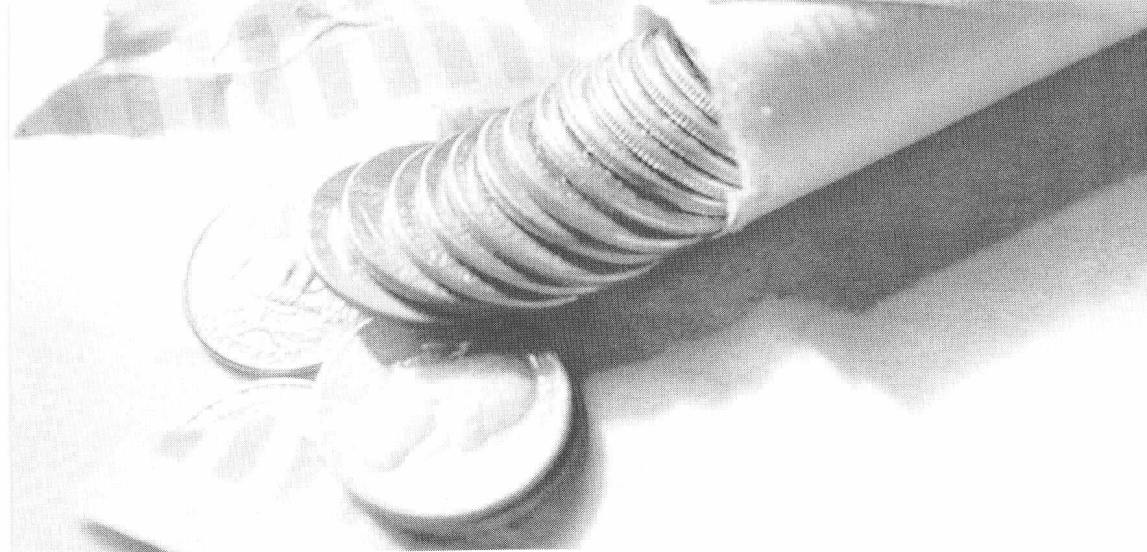
第二节 债券市场监管体制改革的目标	278
-------------------	-----

第三节 完善和改革监管体制的步骤	281
------------------	-----

专栏:国外债券市场监管的经验	286
----------------	-----

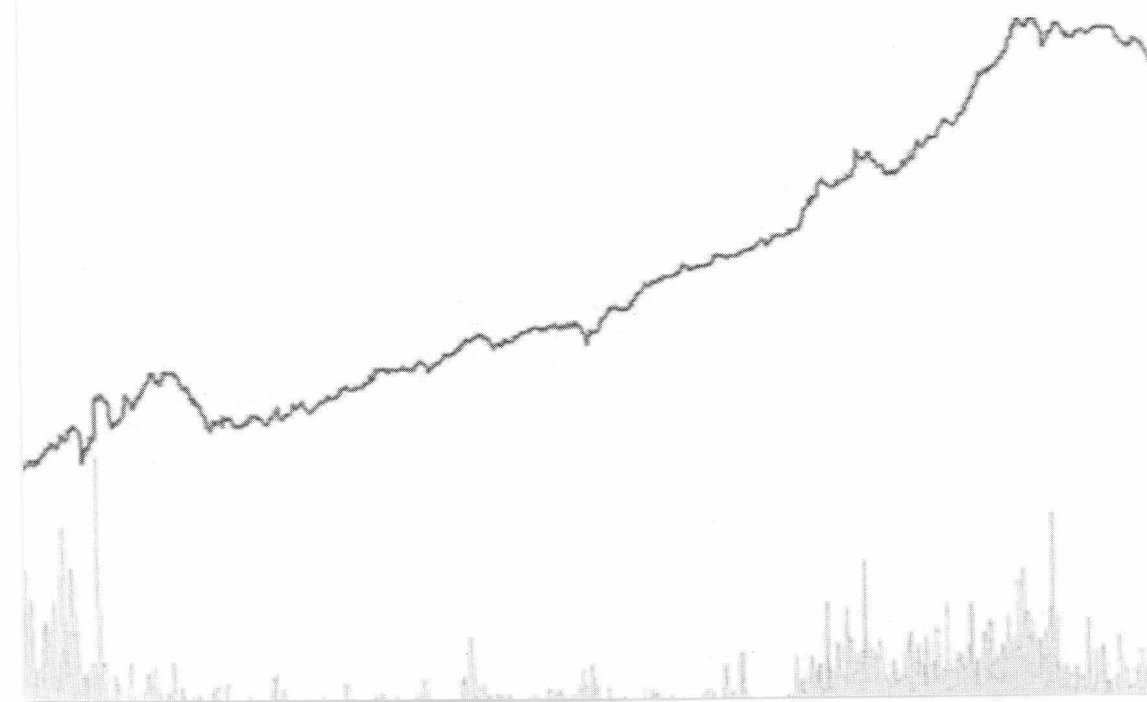
参考文献	294
------	-----

后记	296
----	-----



第一篇

发展与演变



第一章 债券市场的发展与演变

第一节 新中国成立初期的债券市场

我国债券市场的雏形早在新中国成立初期就已经出现。新中国刚成立后,经济极度困难,一方面,全国统一的税收制度尚未建立,城乡物资交流不畅又造成税源不足,政府所取得的财政收入极为有限;另一方面,由于战争尚在继续,军费开支很多,导致财政支出规模庞大。在严峻的经济形势下,我国开始了国债发行的尝试。1949年12月2日,中央人民政府第四次会议上通过了《关于发行人民胜利折实公债的决定》,并于次年11月开始发行为期5年、总额3亿元的“人民胜利折实公债”。

在完成了国民经济恢复的任务之后,我国从1953年起实行第一个五年计划。规模庞大的建设形成了对资金的巨大需求,仅全民所有制企业的基本建设投资就达588.47亿元,其中由财政承担的拨款为531.18亿元,占90.3%。但此时财政资金供给却严重不足,尽管1950年进行了整顿旧税制、统一和建立新税制的工作,但在国民经济基础十分落后和薄弱的条件下,政府可以取得的财政收入有限,迫切需要通过发行债券来筹集资金。与此同时,国民经济经过恢复过程,开始走上了正常发展的道路,

人民群众的实际工资有所增加,生活已经普遍得到改善,加之人民群众爱国热情高涨,使得政府以发行债券方式将群众一部分收入和储蓄集中起来用作财政支出成为可能。在这种情况下,1953 年 12 月 9 日,中央人民政府第 29 次会议通过了《1954 年国家经济建设公债条例》,此后,又相继颁发了《1955 年国家经济建设公债条例》、《1956 年国家经济建设公债条例》、《1957 年国家经济建设公债条例》和《1958 年国家经济建设公债条例》。从 1954 年至 1958 年间,我国连续发行了 5 次“国家经济建设公债”,实际发行总额达 35.45 亿元。“人民胜利折实公债”和“国家经济建设公债”的发行,对国民经济恢复和“一五”计划的胜利完成发挥了重要的作用。

1958 年以后,尽管我国对资金的需求仍然十分强烈,且在连续三年的大跃进和随后发生的连续三年的自然灾害的形势下,需求更为迫切,但受“左”的思想影响,国家停止了在国内外的举债活动,并随之进入了 1959 年至 1978 年长达 20 年的“既无内债,又无外债”的债券市场空白时期。

第二节 改革开放后的债券市场

一、债券发行量逐步增加

1979 年,我国农村推行联产承包责任制,大幅度提高农副产品收购价格,农民收入得以增加。与此同时,工业企业也因以农副产品为主的原材料价格的提高而降低了利润。同一时期,由于我国国有企业推行“企业基金制度”、“利润留成”等制度,财政收入减少,而财政支出相应增加。到 1979 年和 1980 年两年,我国财政赤字分别达到 170.67 亿元和 127.5 亿元,政府开始向人民银行透支,以弥补财政赤字,结果引发了通货膨胀。

为治理通货膨胀,国务院于 1981 年 1 月 16 日通过并颁发了《中华人民共和国国库券条例》,决定自 1981 年起恢复国库券发行。1981 年 7 月 1 日,财政部通过行政分配,实际发行了国库券 48.66 亿元,发行对象以企事业单位为主,居民个人为辅,发行期限为 10 年,偿还期为 6—9 年。国债的恢复发行,为解决财政赤字作出了贡献,极大地支持了国家的经济建设。

国债恢复发行后,企业债券也开始出现。1985 年,沈阳市房地产公司向社会公开发行了 5 年期债券,正式拉开了企业债券的发展序幕。

1987年3月,国务院颁布《企业债券管理暂行条例》,开始将企业债券的发行管理纳入正轨。1988年9月,国家计委开始负责国内债券发行计划的编制和有关政策的制定工作。1990年4月,国家计委与人民银行联合制定了《关于企业债券额度审批制度及管理办法》,将企业债券发行纳入国民经济和社会发展规划。此后,企业债券的发行规模逐步扩大,品种也开始多样化,主要有国家投资债券、国家投资公司债券、中央企业债券、地方企业债券、地方投资公司债券、住宅建设债券和内部债券等。1993年8月,为整顿当时经济生活中普遍存在的乱集资现象,国家修订颁布了《企业债券管理条例》,对企业债券市场进行规范,严格企业发债条件和资金用途。1995年,根据《关于制定国民经济和社会发展“九五”计划及2010年远景目标的建议》,国家下达了150亿元(后调整为130亿元)的企业债券发行计划,企业债券的发行量开始逐步增加。

除了企业债券,金融债券开始出现并有了发展。1982年,中国国际信托投资公司在日本东京证券交易所发行了外国金融债券,这是我国首次在国际市场上发行外国金融债券。1985年,中国工商银行、中国农业银行开始在国内发行人民币金融债券。1991—1992年,由中国建设银行和中国工商银行共同发行了160亿元的国家投资债券。1993年中国投资银行被批准在境内发行外币金融债券5000万美元,发行对象为城乡居民,期限1年,而且采用浮动利率,高于同期国内美元存款利率1个百分点,这是我国首次发行境内外币债券。1994年,我国三大政策性银行成立,同年4月,国家开发银行第一次通过派购方式发行债券,政策性金融债券应运而生。

二、债券流通开始出现

我国债券流通市场始于20世纪80年代中期,不但远远晚于新中国成立之初的公债发行市场,就是与80年代初的国债发行相比,也晚整整5年。债券流通市场出现后,大体上经历了以场外柜台市场为主、场内市场为主和银行间债券市场为主三个发展阶段。

1. 场外柜台市场为主的阶段(1988—1991年)

1981年恢复国债发行以后,产生了交易流通的需要。但是,债券流通在当时还是禁区,结果国库券黑市交易盛行。1986年8月5日,经中国

人民银行沈阳分行批准,沈阳市信托投资公司首先开办了企业债等有价值证券的柜台转让业务;同年9月6日,经中国人民银行上海分行批准,中国工商银行上海信托投资公司静安业务部开办了代理证券买卖业务。到1987年底,全国已有41个城市的证券公司、信托投资公司和城市信用合作社开办了企业债等有价值证券的转让业务。

1987年1月,中国人民银行上海分行发布《证券柜台交易暂行规定》,明确经认定的政府债券等可以在经批准的金融机构办理柜台交易。1988年初,国家首先在7个城市进行国债流通转让的试点,试点地区的财政部门 and 银行等机构成立了证券公司或国债服务部,开办国债买卖业务。同年6月,财政部先后批准54个大中城市开展国债流通转让的试点,地方性债券交易中心及柜台交易中心形成,成为债券交易的典型场外市场。

从1990年初开始,能够流通转让的债券品种逐步增加,到1990年底投入流通市场的国债已达10种,同时,国债从发行到流通转让的时间间隔也进一步缩短。此外,1990年4月起,财政部已开始定期发布所属中介机构办理债券转让的行情,引导市场交易。1990年12月,上海证券交易所开业,采用了在实物券托管基础上的记账式债券交易形式,开辟了交易所的场内交易市场,同时,证券交易自动报价系统(STAQ)落成并投入使用,大大促进了国债的地区间交易。但当时绝大多数债券交易仍是在实物券柜台市场完成的。

1991年,鉴于流通转让试点已初步成功,为进一步增强政府债券的流动性,财政部与中国人民银行研究决定,并经国务院批准,从3月份开始,将国债流通转让市场开放到全国地市级以上城市,使全国不同规模的证券中介机构数量发展到1000多家,年交易量达到330多亿元。1991年第三季度,北京、武汉、上海、天津等城市先后兴起国债回购交易。

2. 场内市场为主的阶段(1992—2000年)

在上海和深圳证券交易所建立初期,绝大多数债券交易仍在实物券柜台进行,由于缺乏全国集中统一的国债托管结算系统,交易双方无法得知对方真实的国债库存,加上国债比例抵押,真实的国债交易量很小,各地出现了大量的国债买空、卖空、挪券和假回购等违规行为,秩序较为混乱。同期,证券交易所快速发展,1993年,国债期货开始在上海证券交易所进行试点,同年,上海证券交易所推出国债回购业务。此时,交易所可

进行国债现券、期货和回购交易,场内市场交易量大幅增加,此外,继上海证券交易所开办债券交易后,深圳证券交易所也于1994年开通了债券交易,1994年11月1日,“深盐田”作为第一只上市的企业债券在深圳交易所上市。

由于在武汉证券交易中心、STAQ系统进行的场外债券交易中出现了严重卖空现象和金融欺骗,各地证券交易中心出现了较大的风险,从1994年下半年起,国家开始对各地分散的证券交易场所进行清理整顿,将国债交易逐步集中到上海和深圳两个证券交易所进行。1995年,武汉证券交易中心、天津证券交易中心、北京STAQ系统等区域性交易中心因发生巨大风险而被叫停,债券交易全部集中于证券交易所进行,交易所成为唯一合法的债券交易市场。

值得注意的是,尽管债券全部转移到证券交易所进行交易,然而交易所国债交易的风险控制机制并未建立起来,1995年起,交易所国债交易相继出现了一些问题,违规事件频频出现,出现了“3.27”国债期货风波,国家决定暂时关闭国债期货市场。

1997年上半年,股票市场过热,大量银行资金通过各种渠道流入股票市场,其中交易所的债券回购成为银行资金进入股票市场的重要途径之一。1997年6月,根据国务院的统一部署,中国人民银行发布了《中国人民银行关于各商业银行停止在证券交易所证券回购及现券交易的通知》,要求商业银行全部退出上海和深圳交易所市场,各商业银行可使用其在中央国债登记结算有限责任公司托管的债券,通过全国银行间同业拆借中心提供的交易系统进行回购和现券交易。1997年6月16日,全国银行间拆借中心开始办理银行间债券回购和现券交易,由此形成了全国银行间债券市场。

3. 银行间债券市场为主的阶段(2001年后至今)

银行间债券市场建立以后,如何规范和发展成为市场监管部门最关心的问题。中国人民银行作为银行间债券市场的管理部门,努力借鉴国际经验,结合我国实际,将银行间债券市场定位为债券交易的场外市场,并采取了一系列措施推动市场的发展。然而直到20世纪90年代末,由于银行间债券市场刚刚成立,交易主体和债券品种比较单一,再加上投资者不熟悉场外市场交易方式,银行间债券市场的交易量并不大,在我国债券市场交易量中的比重不到2%。随着国家推动资本市场发展力度的加

大,随着中国人民银行制定的市场发展政策措施逐步落实到位,2001 年,银行间债券市场的发行量、交易量和托管量首次超过交易所市场。而在同一时期,交易所债券市场风险开始集中暴露,给投资者和国家造成严重损失,投资者大量撤离交易所,交易所债券市场的托管量和交易量随之大幅下降。此外,2002 年,为方便个人投资者买卖记账式国债,中国人民银行与财政部合作,推出了商业银行柜台记账式国债交易,尽管所占比重不大,但它拓宽了商业银行的交易渠道,使银行间债券市场得以对外延伸,增强了银行间债券市场的活力。从 2004 年开始,中国人民银行大力推动债券市场创新,银行间债券市场债券产品、交易工具不断增加,交易方式不断改进,债券的发行量、托管量和交易量均占中国债券市场的 97% 以上,已经成为中国债券市场的主板。

第三节 驶入快车道的债券市场

2004 年以后,与我国大力发展资本市场的形势相呼应,债券市场改革创新进入了一个新的高潮,我国债券市场从此驶入了发展的快车道,获得了迅猛的发展。

首先,从债券市场品种来看,1997 年之前,我国债券市场仅有国债和企业债,债券品种较为单一。1998 年,国家开发银行尝试以招标方式发行政策性金融债,2003 年,中央银行发行了央行票据,作为公开市场操作的工具。2004 年以来,我国债券市场产品创新加速,债券品种不断丰富。一是面向金融机构推出了次级债券、混合资本债券和一般性金融债券,还进行了资产证券化试点。其中,一般性金融债券的发行拓宽了金融机构直接融资渠道,有利于解决金融机构长期存在的资产负债期限结构错配问题,而混合资本债、次级债及资产支持证券的发行对于推进国有商业银行股份制改革、提高商业银行资本充足率起到了非常重要的作用,特别是次级债券,已经成为商业银行补充附属资本的重要渠道。二是为改善社会融资偏重于间接融资的状况,增加企业直接融资手段,鼓励有竞争力的企业直接进入资本市场融资,降低融资成本,先后推出了企业短期融资券、公司债券和中期票据,这些企业融资工具的发展,拓宽了直接融资渠