

*Z*haiQuan ShiChang
Jiao Yi Zhi Du Yu Tuo Guan Jie Suan

债券市场： 交易制度与托管结算

◇ 袁东 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

债券市场：

交易制度与托管结算

袁 东 著

经济科学出版社

前 言

中国经济发展到今天，资本市场与金融体系越来越值得关注。能否有一个功能强健的资本市场，是否拥有一个覆盖经济社会需要的完善的金融体系，已不仅仅是宏观经济布局的问题，更是涉及每位公众生活秩序与生活质量的问题。社会对资本市场与金融体系的关注在保留宏观叙事与战略考虑的同时，也更加具体与实在。

当我们越来越习惯于全副武装的运钞车辆，在手持枪支器械头戴钢盔的保安人员护卫下从街道上呼啸而过，或者在银行储蓄所门前不可一世而又警惕十分地傲立时，在令人避而远之的气氛中，你是否会猛然意识到，现代金融已与武力、强制紧密相连。在可叹其脆弱性的同时，亦怀疑这种表面上的武力能否有效地保护我们绝大部分普通人辛苦挣来的财富，因为，且不说这种武力装备下还会发生抢劫，即使能够挡亡命之徒于外，那些基于或者缺乏经验或者意识不清或者个体与小团体利益而造成的制度安排原因，致使金融市场运行机制脆弱以致秩序混乱，由此形成的财富损失，肯定比武力抢劫要大不知多少倍，更不是那些全副武装的“镖局”式武力所能保护的。实践已经证明，运行机制的无效与混乱无序，不仅会使好人变坏人，更给那些天生坑蒙拐骗之徒巧取豪夺的机会。所以，武力只能解决表面和一时的问题，却解决不了内在和永恒的问题。良好的运行机制与秩序，还得靠循序渐进的制度建设来保障。

中国资本市场十多年来的实践也印证了这一点。由于机制与制度化的设计出了纰漏，所酿成的秩序混乱与财富损失是惊人的。当

然，公众的财富损失总是伴随着一小撮巧取豪夺之徒财富的积累。“问题证券金融机构（尤其是证券公司与信托投资公司）”陆续在股票市场与房地产市场上近乎疯狂的投机，在过去十多年来总是伴随着债券市场的大肆“挪用”、“债券回购交易的虚假融资”。债券市场在某种程度上对金融秩序的混乱与财富的肮脏转移起了“帮凶”作用。“可怜”又“可恨”的债券市场在中国内地还是相当狭小与落后，如果在这一初级阶段都不能理清应有的机制与制度，解决那些坑蒙拐骗之事，那么，随着经济社会发展对债券市场的需求越来越强烈，债券市场的扩展速度越来越大，对经济与社会的渗透力和影响力越来越广泛时，越来越扭曲的制度恐怕那时对经济与金融秩序的威胁就会更大，某些条件下不乏成为“洪水猛兽”的可能。所以，还是应该在初级阶段，认真学习发达市场的经验，实事求是地总结自身发展的经验教训，深刻认识到债券市场问题的根源，真正从机制与制度建设上解决问题。

的确，债券市场迄今为止所产生的问题，之所以被那些比抢劫银行还要恶劣百倍之徒所歪曲利用，仅从债券市场自身看，主要归于其交易制度与“后台设施”，即托管清算结算系统、机制与制度设计方面的问题。所以，如何正确分析现行债券交易制度与托管清算结算制度的问题，从中找出解决问题的思路，对当前债券市场的健康发展，进而对于资本市场的健康发展与金融体系的健全完善，都是十分必要的。

也正因如此，本书以《债券市场：交易制度和托管结算》为题，重点通过对债券流通市场交易组织制度、交易方式制度的变迁，尤其是通过对现行的所谓“交易所债券市场”与“银行间债券市场”的比较，分析了交易所债券市场中债券回购交易制度所存在的问题、产生的影响。当然，这些交易制度方面的问题与影响不可避免地同债券市场托管清算结算制度相联系，而这一领域是较容易被忽略的，尤其是那些以理论研究自居的人士就未重视过。但现实却昭示，托管清算结算不仅是决定金融市场效率与风险的最关

键环节，更是各个区域的经济体、市场自律组织与交易商所十分重视的方面。况且，20世纪最伟大的经济学家凯恩斯先生对此领域的分析，更是开创了经济学家对这些问题进行研究的先河，他的研究集中体现在其比较理论化与学术化的上下卷本的《货币改革论》中。所以，托管结算不仅仅是一个重要的现实问题，也是一个有着其理论概括和总结的学术事宜。鉴于此，本书通过对债券市场交易制度与托管清算结算制度的分析，提出了一些有助于解决当前和今后一段时期内潜在问题的思路。

简单地讲，以上便是本书的立意与概括性逻辑框架。欢迎读者朋友给予批评指正。

袁 东

2005年10月3日于北京望兴园

目 录

前 言	1
第一章 中国债券流通市场交易组织制度变迁及其影响	1
第一节 中国债券市场组织体系的形成与变迁	3
一、债券流通市场组织方式的形成与变迁要点	3
二、不同交易组织场所交易债券种类的变迁情况	5
第二节 现行债券交易组织制度所存问题及其影响分析	8
一、现行债券交易组织制度所存问题分析	8
二、现行分割的债券交易组织制度的影响	11
三、主要的原因分析	19
第二章 主要债券交易方式的制度分析	22
第一节 我国债券交易方式的演进分析	22
一、债券现货交易	22
二、债券回购交易	23
三、国债期货交易	24
四、其他有关债券交易方式的探索	26
第二节 债券回购交易制度的现状、问题及影响分析	26
一、回购交易制度设计的变迁分析	26
二、现行债券回购交易制度设计的问题分析	30
三、现行交易所封闭式国债回购的主要影响分析	42

第三章 债券市场交易设施——托管清算结算的一般机理	58
第一节 债券市场交易后台的基本框架	58
第二节 债券托管的一般机理分析	60
一、债券托管	60
二、中央债券托管系统	64
第三节 一般债券交易流程中的债券清算与结算	65
一、债券交易的一般流程	65
二、债券清算的一般意义与模式	66
三、债券结算的一般意义与模式	69
四、交易后的服务与债券托管清算结算系统的一般运作机制分析	74
第四章 海外债券市场托管清算结算系统比较	89
第一节 美国债券市场托管清算结算系统	89
一、美国债券市场托管清算结算系统概况	89
二、全美证券清算公司（NSCC）	92
三、证券存管信托公司	99
四、美国债券托管清算系统的发展趋势	101
第二节 日本债券市场托管清算结算系统	102
一、日本证券市场托管清算结算系统概况	102
二、日本债券市场托管清算结算系统的变革	104
第三节 英国债券市场托管清算结算系统	106
一、英国债券市场托管清算结算系统概况	106
二、CREST 系统	108
三、未来发展趋势	112
第四节 香港债券市场托管清算结算系统	113
一、香港债券市场托管清算结算系统概况	113
二、CMU 的新服务	115
三、CMU 与异地清算结算系统的连接	116

第五节 德国债券市场托管清算结算系统	117
一、德国债券市场托管清算结算系统概况	117
二、未来的发展	119
第六节 东亚主要经济体的债券市场托管清算结算系统	120
一、新加坡的债券托管清算结算系统	120
二、韩国的证券结算系统	122
三、马来西亚的证券结算系统	123
四、泰国的债券结算系统	124
五、印度尼西亚的债券结算系统	125
第七节 各主要债券市场托管结算系统的比较分析及发展趋势	128
一、各主要债券市场托管结算系统的基本特征	128
二、海外债券托管结算系统的发展趋势	131
第五章 中国债券市场托管清算结算系统及其法律关系的 评价	137
第一节 中国现有债券市场托管清算结算系统的形成 与运行现状	137
一、中国债券市场托管清算结算系统的四阶段变化	137
二、现行中国债券市场托管清算结算系统设施所存问题 及其影响分析	141
第二节 现有交易所债券市场托管清算结算系统的运 行机制及其法律关系分析	145
一、现有交易所债券市场托管清算结算系统的基本运行 机制及其与前台系统的关系	145
二、债券市场的二级托管机制及其影响	147
三、债券交易的主席位托管与清算交收制度及其影响	148
四、交易所债券市场托管清算结算系统的主要法律关系	

	体现及其评价性分析	148
第三节	银行间债券市场登记和结算系统的现有运行 机制及其评价	153
	一、托管和结算系统的现有运行机制	153
	二、主要风险点以及效率缺失的体现	156
第六章	结论与建议——关于我国债券市场交易制度和交易设施 改革或改进的主要建议	164
	一、积极推进债券市场交易制度与交易设施改革的关键取 决于对发展我国债券市场的迫切性与机遇的充分 认识	164
	二、加强对中国债券市场托管清算结算系统的研究与建 设工作，是目前该领域风险管理的一个核心	165
	三、在具体改革与改进措施的研究推进过程中各有关方面 应进一步统一指导思想	171
	四、当前最为迫切的是存量问题的解决	172
	五、正确处理不同债券交易组织方式间的关系	173
	六、改革交易所债券回购交易制度	175
	七、下大力气彻底改进债券市场的后台设施	176
	主要参考文献	182
	后记	184

第一章

中国债券流通市场交易组织 制度变迁及其影响

中国的债券市场，起始于1981年国债的恢复发行和20世纪80年代中期对建立国债流通市场的探索。1984年近乎自发地开始发行企业债券，1986年个别地方政府从试办企业债券的转让与抵押业务开始探索企业债券流通市场的发展途径；1985年允许国有商业银行发行金融债券，1994年三家政策性银行建立后，几乎全部是以发行金融债券来筹集其可运用的资金；1997年在中央政府有关部门的直接监管下开始发行带有选择权的可转换公司债券。

尽管在过去的20多年里，各有关方面特别是中央政府有关部门和市场自律组织对发展债券市场做了多种形式的不同努力，但就目前情况看，无论是债券发行机制还是流通机制，均面临着有待进一步市场化的任务。除了国债与政策性金融债券在品种设计与改善上有所进步外，其他随着市场经济体制改革与深化所要求的债券品种创新，还是非常缓慢，基本处于空白之中。债券流通市场以银行间债券市场与上海证券交易所市场为主，银行柜台交易主要以向公众个人发行储蓄性国债为主，债券的交易方式为现货与回购交易。总体上看，中国内地债券市场还比较狭小，交易制度与交易设施还比较落后，债券市场的应有功能作用还远没有发挥出来，也远不能满足各类发行主体与投资主体以及综合经济管理部门的多种需求。

然而，值得注意的是，就是这一还较为落后与狭小的债券市

场，自从产生至今，在发挥着有限积极作用的同时，却没有中断了问题及其消极影响的产生与积累。从利用发行债券乱集资，到卖空国债融资，以及通过债券回购交易大肆挪用他人债券套取资金，以至于从目前看，原本风险较小的债券市场，特别是本属无风险资产的国债市场，却在日益积累着属于系统性的现实与潜在风险，而且这一风险已成为当前和今后一段时间内非常棘手的问题，毫不夸张地讲，因国债流通市场产生和积累的风险已成为当前金融领域中不可忽视的最大风险源之一，困扰着政府有关部门、市场自律组织以及各类金融与非金融机构，不仅严重制约着债券市场的自身发展与深化，也影响到资本市场甚至整个金融体系的稳定，尤其是成为推动资本市场进一步发展的最大存量问题之一。

现实地看，债券市场的最主要问题包括：一是市场分割，尚未形成不同债券交易组织方式的互补与合力；二是交易所市场与银行间市场的债券现货与回购交易制度设计不清晰，债券交易的稳定性较小，投机性过大，易发生系统性风险；三是债券交易的前后台之间的关系没有理顺，目标不协调，影响着市场效率的提高；四是债券交易的后台，即托管清算结算系统非常粗糙与落后；五是现行债券交易市场后台设施之间的关系没有理顺，没有形成起码的协调机制。

上述问题，概括起来，表面上属于债券流通市场组织方式、交易方式与交易后台设施所表现出来的问题，但从实质上探究下去，则是由交易制度与托管清算结算制度设计建立的缺陷所引发决定的。所以，从本章起，我们将结合中国债券流通市场的发展历程，剖析造成上述问题和风险的机制和制度因素，重点是通过对比债券交易制度与交易后台制度的分析，试图提出缓解当前困扰各方问题的改革建议，以便促进债券市场的发展。其中，债券流通市场中的交易制度，主要包括有关债券交易组织方式与交易方式等方面的制度。由此，第一章，我们先从分析债券交易组织制度开始。

第一节 中国债券市场组织体系的形成与变迁

一、债券流通市场组织方式的形成与变迁要点

中国大陆地区恢复国债发行的 1981 年及其后的一段时间内, 国债不准转让买卖, 投资者购券后只能手持到期。然而基于流通性是债券内在本质的要求, 在持券人对变现需要与没有公开流通市场的现状产生矛盾之时, 便滋生出许多“钻空子”进行“黑市交易”的票贩子, 当时“黑市交易”的猖獗及其不良影响, 引起了国家有关主管部门的重视。为制止“黑市交易”, 从 20 世纪 80 年代中期起, 我国开始了探索建立流通市场的尝试, 并逐步形成了目前的债券交易组织体系。其中的探索与变迁要点如下:

1. **最早的银行贴现式转让市场。**根据 1985 年《国库券条例》规定, 国库券可以在银行抵押贷款, 个人购买的, 可以在银行贴现。中国人民银行为此制定并颁发了《1985 年国库券贴现办法》。但这仅仅给予了国债一点点流动性, 离公开流通市场还相距甚远。迄今, 所谓银行的国债贴现市场也没有发展起来。

2. **1988 年开始由财政部与中国人民银行主导建立所谓公开的国债流通市场。**1988 年 4 月经国务院批准, 首批在沈阳、哈尔滨、重庆、武汉、广州、深圳等 7 个基础条件较好、有一定实践经验的金融体制改革试点城市同时开放国债流通转让市场的试点, 当时规定允许办理国库券转让业务的金融机构暂限于经中国人民银行批准成立的独立核算、有法人地位、资本金充实、具有一定技术力量的信托投资公司、证券公司、融资公司、城乡信用社和商业银行, 对转让价格实行政府保护价格。1988 年 6 月经国务院批准, 国库券转让市场的试点城市增加到 60 个。其间, 由于对各类金融机构的清理与有关监管制度的变迁, 国债的柜台交易除了商业银行的柜台予以恢复性开展外, 其他类金融机构的柜台债券交易已基本不存在。

3. 1990年12月开始了证券交易所形式的债券交易。上海证券交易所开业当天的第一笔交易就是国债交易。尽管深圳证券交易所早在1991年初就开始营业，但直到1994年3月才开始国债现货交易，而且迄今为止，深市国债托管量和交易量远远小于沪市。由于场内集中撮合竞价的交易方式方便高效，全国的柜台交易价格逐步向上海证券交易所成交价靠拢，大部分国债现货交易逐步转入场内，上海证券交易所成为一段时期内最主要的国债交易场所。

4. “证券交易中心”市场。从1992年开始，各地政府陆续成立了众多“证券交易中心”，采取交易所的集中性交易机制但又非真正的证券交易所，最多时达27家，这些场所主要以交易国债为主，当时比较有影响的包括武汉证券交易中心、全国证券交易自动报价系统（STAQ）、天津证券交易中心等。后因缺乏有效监管尤其是这些场所国债交易违法违规问题所形成的影响恶劣，而先后从1995年开始陆续被关闭。此后的几年内，国债交易全部在沪、深交易所进行。

5. 1997年6月开始的银行间债券市场。在防止信贷资金流入股市的政策考虑下，中国人民银行于1997年6月要求商业银行全部退出交易所市场，同时建立了一个专供商业银行进行债券交易的场所——全国银行间债券市场，由中国外汇交易中心的同业拆借网络系统作为报价系统，由财政部和人民银行共同成立的中央国债登记结算公司作为后台托管结算系统，开展一对一询价报价式的债券交易。1998年10月人民银行批准保险公司进入这一市场；1999年初325家城乡信用社成为成员；1999年9月部分证券公司和全部的证券投资基金开始在银行间债券市场进行交易；2000年9月批准财务公司进入该市场。此后，实行宽松的市场进入备案制度。到目前，银行间债券市场成员达到了1001家，基本覆盖了中国的金融体系，是成员最多、托管债券量与交易量最大的债券市场。

6. 2002年6月开始恢复的有所规范的四家国有独资商业银行柜台式国债交易市场。但目前看，这一交易组织形式尚未形成具有一

定规模和影响的债券交易市场。

经过上述近 20 年的发展变迁，中国债券交易市场形成了“两个类型、两个中心、四个场所”的结构体系。两个类型是指债券交易分为场内市场和场外市场。场内市场包括上海证券交易所和深圳证券交易所，市场参与者既有机构也有个人，属于大额和小额交易混合型的市场。场外市场包括银行间债券市场和商业银行国债柜台市场，前者的参与者限定为机构，属于债券大额交易市场；后者的参与者限定为个人，属于场外债券小额交易市场。两个中心是指场内债券交易的绝大部分集中在上海证券交易所，场外债券交易的绝大部分集中在银行间债券市场，二者是中国债券交易市场的两个中心场所。所以，目前的中国债券交易组织格局基本为银行间债券市场与上海证券交易所债券市场（以下简称“交易所债券市场”）。各交易场所债券交易情况如表 1.1 所示。

二、不同交易组织场所交易债券种类的变迁情况

1990 年底上海证券交易所开始国债交易后，部分中央企业债券也陆续上市，但由于以往企业债券的发行大多采用无记名实物券的柜台销售方式，上市托管难度大，使得最终上市的数量只占发行总量的很小部分。在进入交易所挂牌交易之前，企业债券曾以柜台买卖的方式进行交易，但目前企业债券柜台市场已不存在。

金融债券从 1985 年开始发行，长期没有相应的交易场所。1997 年银行间债券市场成立后，政策性银行所发金融债券的交易主要通过这一市场进行，并可以作为中央银行公开市场业务操作的工具，交易方式包括现货和回购。2004 年开始发行的银行次级债券，也已开始在银行间债券市场交易。

由此，就中国现行可流通债券看，国债可以在银行间债券市场、交易所市场以及部分银行柜台市场交易，金融债券与银行次级债券只能在银行间市场交易，普通企业债券可以在银行间市场与交易所市场交易，可转换公司债券只能在交易所市场交易。

表 1.1 银行间市场与交易所市场历年债券托管与交易额一览表

单位：亿元

年度	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
国债发行额	1 510.85	1 848.50	2 411.79	3 228.77	3 702.13	4 153.59	4 483.53	6 061.30	6 283.40	7 073.90
国债余额	3 301.93	4 363.80	5 511.06							
金融债发行额				2 030.23	1 771.00	1 645.00	2 590.00	5 112.50	11 396.80	22 160.64
金融债余额										
企业债发行额				48.07	17.00	0.00	35.00	105.00	358.00	326.24
企业债余额										
银行间市场										
交易所市场		574.41	4 816.03	6 695.76	9 158.46	10 953.18	16 306.93	21 014.60	24 176.74	
金融债托管量		595.00	595.00	595.00	955.00	1 115.00	2 175.00	2 722.10	3 543.59	4 364.28
银行间市场					6 227.96	7 321.45	8 403.63	11 662.64	15 006.49	26 215.91
交易所市场										
企业债托管量					0.00	0.00	0.00	80.00	538.00	1 232.50
银行间市场										
交易所市场									3 640.06	
银行间市场					326.93	427.44	448.46	2 716.94	8 190.98	5 318.14
交易所市场	0.00	4 091.13	3 344.70	6 032.59	5 300.87	4 157.48	4 815.60	8 708.69	5 756.10	2 961.5

续表

年 度	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
金融债 现货交 易量	银行间 市场			66.32	220.22	335.38	1 579.11	13 781.47	13 969.22	22 877.60
	交易所 市场									
企业债 现货交 易量	银行间 市场							47.45	170.85	89.57
	交易所 市场	0.53	10.82	9.01	24.43	39.13	56.40	51.04	316.04	95.88
国债 回购 交易量	银行间 市场				1 907.57	8 156.35	21 314.80	61 603.76	63 420.25	39 216.0
	交易所 市场	1 171.60	12 439.16	11 912.16	15 188.54	14 733.66	15 487.63	24 419.66	52 999.86	44 086.02
金融债 回购 交易量	银行间 市场				2 139.18	7 544.72	18 859.37	39 512.20	55 219.90	42 621.34
	交易所 市场									
企业债 回购 交易量	银行间 市场									957.60
	交易所 市场							3.16	2 353.14	2 515.6

第二节 现行债券交易组织制度所存问题及其影响分析

现行债券交易组织制度的基本格局正如上述，只允许债券在交易所市场、银行间债券市场及部分银行柜台交易。这三种组织方式所采取的报价制度、结算制度等均不相同，在债券流动性、价格波动性以及收益曲线的形成与波动方面也因此不完全相同。在此，我们主要分析以交易所市场与银行间市场构成的组织制度的问题及其影响。

一、现行债券交易组织制度所存问题分析

最大的问题是，不同债券交易组织方式间的分割，阻碍着统一高效债券市场的形成与发展。按理，债券既可在场内交易，也可以在场外交易，既可以按集中撮合竞价方式交易，也可以按一对一的询价报价方式交易，至于在哪个场所采取哪种交易方式，是各类债券交易主体的基本市场权利；如果是统一协调的债券市场，则不管是场内债券市场还是场外债券市场，其价格的形成与波动、市场流动性等应是协调一致的。但目前我国的情况是，债券基本被分割在银行间市场与交易所市场，还没有形成一个统一协调的市场，这主要体现在以下几点：

1. 并不是所有的债券都可以根据发行体的意愿与申请自由地在两个市场交易。起始，银行间债券市场仅交易国债与金融债券，而且，国债也仅是那些通过银行间债券市场发行的国债，而这些国债不允许在证券交易所交易。同样，也只有那些通过交易所网络系统发行的国债可以在交易所交易，而不允许在银行间市场交易。只是随着这几年人们对债券市场分割现实及其不良影响认识的加深，特别是来源于市场主体的强烈呼吁，从2002年财政部开始发行所谓“跨市场流通”的国债，即这些国债通过银行间与交易所网络同时发行，发行后也可在两个市场上同时交易，而且，这些跨市场