

债券市场 创新理论与实务

中央国债登记结算有限责任公司债券研究会 主编

ZHAIQUAN SHICHANG CHUANGXIN LILUN YU SHIWU

BOND
MARKET



中国市场出版社

China Market Press

债券市场创新理论与实务

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

图书在版编目 (CIP) 数据

债券市场创新理论与实务 / 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, 2005. 12

ISBN 7 - 80155 - 960 - 6

I. 债... II. 中... III. 债券 - 资本市场 - 研究 - 中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 131097 号

书 名: 债券市场创新理论与实务
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
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) 68033692 读者服务部 (010) 68022950
发行部 (010) 68021338 68020340 68024335 68033577
经 销: 新华书店
印 刷: 河北省高碑店市鑫宏源印刷厂
规 格: 880×1230 毫米 1/32 15.625 印张 390 千字
版 本: 2005 年 11 月第 1 版
印 次: 2005 年 11 月第 1 次印刷
书 号: ISBN 7 - 80155 - 960 - 6/F · 638
定 价: 32.00 元

前

言

债券市场近年来发展迅速，各种创新理论与实务不断涌现。作为我国债券市场的重要基础设施之一，中央国债登记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。为进一步加强债券市场的研究与探索，我公司债券研究会组织编写了《债券市场创新理论与实务》一书。

本书以论文集的形式，对国际债券市场的先进经验、我国债券市场的建设完善、债券市场投资分析、产品创新的设计构想等问题进行了详细论述，同时附有2002—2005年9月银行间债券市场债券交易结算的大量历史数据，集专业性、理论性、实用性于一体。本书作者大多是我公司多年从事债券运作和研究的专业人员，具有扎实的金融理论功底和丰富的债券从业经验，对债券市场有着独到的见解，在本书中他们提出了许多有价值的建议。从某种意义上可以说，本书是对近几年债券市场发展过程中市场参与者普遍关心问题的探讨与总结，是债券市场理论研究和实务操作相结合的论著的汇编。目前，我们正在不断加快债券市场研究工作的步伐，争取在不久的将来可以展示出更多更好的研究成果。

《债券市场创新理论与实务》的编写得到了债券研究会两任会长吕世蕴、赵兴耀同志的指导；刘凡、管圣义等同志为本书编写提出了宝贵的意见和建议；同时，具体负责债券研究会工作的吴方伟、梅世云、张世杰和景乃格同志以及包香明、徐真、刘铁峰、黄晨武、蔡国喜、庞昭曦、李婧、李鹏、刘彦、卢遵华、王哲晖、宗军、贾英姿、王祎等同志为本书的编辑修改做了大量工作。

由于编写时间较紧，市场发展迅速，本书难免存在错误、疏漏以及需要更新改进之处，恳请读者、专家批评指正。

中央国债登记结算公司债券研究会

2005年11月

目 录

中国债券市场建设

构建我国统一的债券托管结算体系	黄晨武(3)
统一托管:我国债券市场统一互联的基石	蔡国喜 刘 凡(19)
关于完善我国债券登记结算系统的研究	包香明(34)
债券市场发展规模的基本模型及实证分析	宗 军(50)
我国债券柜台交易的现状及展望	李海涛(63)
承销团成员二级市场流动性监控机制的构想	王哲晖(71)
债券结算代理业务相关问题探讨	刘铁峰(76)
我国债券场外市场融券机制的制度设计	宗 军(90)
券款对付机制下商业银行的内部风险管理问题	刘优辉 周 燕(106)

跨境债券托管结算机制探讨	徐轶涛(113)
银行间债券市场自动质押融券机制研究	黄晨武(130)
关于债券登记托管法律关系问题的认识	宋万斌(142)

债券产品创新

关于完善我国企业债券市场的构想	蔡国喜 刘 凡 冯光华(151)
次级债发行的国际经验及在国内的实践	徐 真(166)
我国地方政府发行公债的必要性和可行性分析	刘优辉(179)
市政债券在中国的实践意义	庞昭曦(194)
债券预发行交易框架设计探讨	管圣义 包香明(210)
金融市场短期信用工具托管结算业务浅议	管圣义(228)
我国资产证券化的模式选择	宗 军(246)
我国发展利率期货和金融衍生产品的思考	蔡国喜 包香明(256)

债券市场投资分析

债券流动性分析	管圣义(273)
债券估值方法的比较分析	李大勇(289)
中国债券收益率曲线影响因素的实证分析	李剑峰(301)
附权债券定价模型的局限性及其敏感性分析	李大勇(319)
中国债券市场成份指数编制方案研究	卢遵华(329)
中国债券指数编制方法研究	管圣义(358)
国债柜台市场与交易所市场的套利研究	田 鹏 孙凌志(377)
债券市场信用风险研究	李剑峰(388)

国际债券市场介绍

国际证券托管清算机构组织体系研究	梅世云 李 鹏(405)
日韩债券市场的特点及借鉴意义	吴亚洲(421)

日本国债市场及其做市商研究	包香明(432)
美国国债收益率曲线及其经济功能探讨	刘彦(447)
欧洲债券市场概述	王明建(464)

2002—2005 年 9 月银行间债券

市场相关历史数据

1. 债券市场概览	(473)
2. 债券发行与兑付	(474)
3. 债券托管	(477)
4. 债券交易结算	(478)
5. 其他相关图表	(484)

中国债券市场建设

构建我国统一的债券托管结算体系

黄晨武

内容简介：在系统地介绍了我国债券市场证券托管、清算、结算与中央证券托管机构状况的基础上，本文指出统一的债券托管结算体系是建立统一的债券市场的前提和基础，并对我国中央证券托管机构目标模式进行了初步探讨。

一、证券托管、清算与结算概述

(一) 证券托管与中央证券托管机构

20世纪后期，国际资本市场飞速发展，证券的实物化及其托管结算的分散化已经不能适应市场发展要求。为优化各国国内证券市场和国际证券市场的运作，有效地控制托管与结算风险，1989年国际30人小组（International Group of Thirty, G30）在《关于证券清算结算体系的报告》（以下简称“G30报告”）中就证券的托管和结算提出了一系列概念、方法和制度，例如交易匹配、清算、结算、中央存管机构等，并在机构所有权、会员资格、监管和自动化方面确立了共同的标准，从而为真正实现托管、清算和结算系统的高效、完整、可靠和低风险奠定了基础。在这些概念的基础上，发展出来了一个从交易、清算、结算到托管的基本流程。

托管指实物证券的安全保管以及簿记式证券的账务记录和管理。由于历史沿袭和自由竞争的原因，实物证券的托管往往由众多商业银行分散为其客户办理。证券的非实物化和非移动化的集中托管要求促成了中央证券托管机构的建立，实现了托管和结算职能的一体化。

中央证券托管机构（Central Securities Depository, CSD）最早由 G30 在 1989 年提交的 G30 报告中提出来，是指从事证券托管、结算业务的专门机构。CSD 的主要功能是使所有证券交易通过簿记形式完成交割。同时还可提供与证券托管、股东权益有关的多种服务。CSD 应能对所有证券品种进行处理，甚至包括跨国券种。CSD 可同时具备清算和结算功能。在 G30 报告中对 CSD 的主要业务进行了说明：

- 保管实物券。
- 维持资金划付系统和证券电子簿记系统的有效运作。借记或贷记其会员账户，同时记入各证券分账户。
- 在法律、法规和主管机构允许的情况下，直接为会员开立本币或多币种资金账户，进行资金划拨。
- 根据会员指令，同时进行资金划付和证券交付。
- 完成会员账户的证券股利、利息、回购资金的收付。
- 成为 CSD 认可的合法证券的名义持有人。
- 为方便其会员进行跨国交易，通过与其他市场的 CSD 签订多边或双向会员协议等方式，保持和加强业务联系。

一般来说，证券的集中托管与结算，证券的非实物化和结算的非移动化，以及券款对付（DVP）结算方式是 CSD 的三个核心要素。CSD 在现在金融市场的作用体现在以下方面：

第一，有效率的证券托管的先决条件是其为参与者提供安全托管和对其所托管证券承担管理和服务职能，包括后续结算服务的整体能力。从证券结算过程来看，CSD 的建立解决了由于证券

及客户资金分散托管造成证券与资金结算存在时间差（Time Gap）而带来的流动性风险，使 CSD 作为一个整体可以提供有效率的非实物化、非移动化的实时资金和证券的结算。同时证券数据集中在一个 CSD，既提高了成员和投资者的结算功能的操作效率，也通过规模经济大大减少了费用。

第二，使不同市场的交易的结算过程相对明确、独立，市场之间形成了防火墙，明确了证券结算和银行间的关系，从而避免了资本市场、货币市场、银行体系之间的相互冲击。

第三，为 DVP 创造了条件。通过 DVP 使证券结算系统消除了本金风险，从而使因某单一参与人违约而影响整个市场以至多个市场、直至全球市场的风险不再出现。

第四，加强了不同市场、不同国家之间清算和结算体系间的联系，为跨国结算系统之间的联系创造了条件，为建立全球性的统一托管结算规则打下了基础。

（二）国外证券托管结算的发展趋势

各国纷纷将托管、清算机构集中化，必然导致各国交易与清算分流、清算与托管合并的趋势。清算的集中使得各个交易场所的交易统一清算，从而使清算与交易分离，同时清算的集中与托管的集中使得清算与托管能够更好地结合起来，可以简化清算交割流程，达到加强风险控制、提高清算与结算效率的作用。

1. 向交易机构与清算机构分流的方向发展

英国伦敦证券交易所于 2000 年初正式将清算业务交由伦敦清算所（London Clearing House, LCH）处理，使 LCH 负责英国证券与期货市场清算业务及集中清算中央对手方（Central Counter Party, CCP）服务。

在日本，为提高市场清算交割制度的效率和安全性，并强化日本证券市场的国际竞争力，日本证券业协会、东京证券交易所、大阪证券交易所、名古屋证券交易所、札幌证券交易所及福

岗证券交易所于2002年1月16日发表声明,决定共同出资设立集中清算机构——日本证券清算公司(Japan Securities Clearing Corporation, JSCC),整合跨市场清算交割业务。新设立的JSCC在2003年开始运作,原属各交易所的清算业务统一交由新的清算机构进行,JSCC也正式成为日本证券市场的CCP,负责集中处理证券市场的清算业务和风险控制工作。

2. 逐渐向清算与保管合一的方向发展

清算与保管合一有助于改善市场的风险管理机制,加强市场的稳定性和可靠性,以及为投资人提供更大的保障。例如美国市场原由NSCC负责清算,DTC负责保管,1999年,这两家公司正式合并为DTCC,而原DTC与NSCC则成为DTCC的两个子公司,使得DTCC得以掌握整体的清算和保管业务,而DTC与NSCC的合并反映了证券保管与结算交割业务整合的趋势。

在香港,香港政府于2000年3月6日将香港联合交易所、香港期货交易所及香港清算所合并,成立香港交易及清算有限公司(HKEx.),香港证券市场有价证券的清算交割由HKEx.子公司香港中央结算有限公司(HKSCC)办理。

在英国,根据其1986年金融服务法,由中央银行成立一个新的清算机构CRESTCo.,负责处理清算交割和证券过户业务。

德国证券市场清算机构1997年前由德国集中托管公司DKV负责。1997年起,因合并国外证券托管公司AKV后,改称为德意志交易结算公司。(Detusche Borse Clearing AG, DBC),负责国内外有价证券的清算交割与托管。为了与国际竞争,德国也于1999年6月由德国交易所公司DBAG与世达国际公司(Cedel International)各出资50%成立Clearstream International公司,并由它充任泛欧清算所,是目前欧洲最大的清算平台。而DBC也在1999年底成为Clearstream International业务的一部分,德国证券市场清算交割业务亦由DBC改名Clearstream Banking Frankfurt

(CBF) 后负责。

3. 建立跨市场的结算平台

为提高市场结算交割的效率和风险控制能力,并降低市场成本,各国证券市场依据其市场发展的内在要求,分别进行了地区性整合、跨国性整合,甚至是全球性的整合。然而,为了确保市场整合的效果,各国亦纷纷致力于结算平台的整合。

4. 提供网络间、CSD 间联接系统

各主要市场为达到市场规模扩充的目的,均积极规划,建立网络间联接系统,以期达到不同市场、不同交易时间的市场参与者连接,并即时完成结算交割。比如 Clearstream 提供网络间系统、信息传输系统、SWIFT 及 Telex 以供市场参与者连接,完成结算交割及相关信息的获取。香港金融管理局近几年分别与 Euroclear、新西兰 CSD、韩国 CSD 等联网,开展国际间债券交易的清算和结算合作业务。

二、我国债券市场现状

(一) 我国债券市场的现状

目前,我国债券市场由几个相互分割的市场,即银行间债券市场、交易所市场、商业银行柜台市场以及凭证式国债市场等组成。这样的格局基本与中国的金融市场发展过程相关。

银行间市场是商业银行等机构投资者进行债券交易的市场,因为采取一对一询价、自主谈判、逐笔成交的交易方式,以及建立做市商的交易制度,因此具有场外市场的特点。

交易所市场是具有股票账户的投资者进行记账式国债和企业债券交易的场所,它采用集中撮合的交易方式,属于场内交易市场。交易所市场包括上海证券交易所和深圳证券交易所。两个交易所市场的发行、交易体系基本相同。

商业银行柜台市场实际上是银行间债券市场的延伸,个人投

投资者和非金融机构可以在商业银行柜台买卖债券。商业银行柜台是一个做市商市场，但因为做市商准入的限制，目前只有特定的银行在有限的地区开办柜台交易。

凭证式国债市场是指为了满足个人投资购买国债的要求，通过商业银行柜台发行凭证式国债，个人投资者在商业银行柜台进行购买，债券不可交易和流通，只能卖给商业银行。凭证式国债市场曾经是20世纪90年代后期国债发行的主力市场，现在每年财政部通过商业银行柜台发行近千亿的凭证式国债。

银行间债券市场和交易所市场分割主要表现在债券无法在两个市场间自由流动，除了国债可以在两个市场之间进行转托管外，金融债券和央行票据还不能在交易所进行交易。

两个市场是在不同的历史时期为不同的目的发展起来的，因此它们具有各自的优势和不足。首先，从参与者范围来看，交易所市场的参与者包括了除商业银行之外的所有机构投资者和个人投资者。银行间市场的参与者包括商业银行等金融机构和非机构投资者，个人投资者不能直接进入银行间市场，但可以通过商业银行柜台间接买卖银行间市场发行的部分债券。两个市场参与者的最大区别在于商业银行不是交易所成员，以及银行间市场参与者都是机构投资者，个人投资者不能直接进入银行间市场。参与者的差异说明两个市场的服务方向不同，银行间市场服务对象主要是大资金客户群，而交易所市场单笔交易的金额一般在1000万元以下，零散交易比较方便。其次，从交易方式和市场流动性来看，交易所市场自动撮合式交易方式具有匿名性，无需询价与谈判过程，流动性较好。但是，这种自动撮合的交易方式不适合债券的大宗集中交易，而且交易所市场可以交易的债券量少，政策性金融债券和央行票据还不能在交易所市场进行交易。银行间市场回购交易占大部分，现券交易量还不足，具有典型的货币市场特征，是商业银行流动性管理的重要场所。其一对一询