

以制度创新为突破口 推动中国债券市场统一化进程

李 豫

(上海金融学院 国际金融研究院,上海 201209)

摘要:改革开放后中国债券市场从无到有,历经了柜台、场内和场外市场为主的发展阶段,这符合国际债券市场发展规律,也适应我国市场发展的内在需求;但目前中国债券市场发展远不适应国家经济社会发展需要,主要问题是场内外债券市场监管制度规则不统一。本文认为,以建立逐步集中统一的债券市场监管制度为突破口,可化解制约中国债券市场目前的发展瓶颈,推动金融体制制度创新;又可扩大企业直接融资渠道,提高资源配置效率,维护金融稳定,促进中国债券市场可持续稳定发展,使其与我国经济发展需要及国际地位相适应。

关键词:债券市场;制度创新;金融监管

文章编号:1003-4625(2010)11-0003-05 **中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A

一、背景

中国等新兴国家债券市场目前发展中出现的问题已成为国外研究的热点,Dalla(1995)指出新兴国家债券市场监管框架设计需考虑法律和监管、评级、交易平台和手段、清算结算、会计审计标准、税收安排及外汇管理等七方面。APEC(1999)提出市场结构、交易行为等政策设计合理性关系市场效率。Eschweiler(2004)认为的监管核心是保护投资者利益、保证交易公平透明和防范体系性风险。中国债券市场发展中出现的问题也引起我国政府和金融理论及实务部门的高度重视,较普遍的意见是制约中国债券市场发展的主要原因是场外市场(银行间债券市场)和场内市场(交易所债券市场)分割、监管制度规则的不统一,而分割制度安排下的中国债券市场的市场效率很难充分发挥,尽快统一中国债券市场已经成为当前金融改革的重要任务之一。但对中国债券市场统一的方向,研究者思路不尽相同:大多数提出应建立场外市场为主、场内外市场并存的多层次债券市场体系,李扬、殷剑峰(2006)提出应进一步发挥银行间市场主导地位;李扬、曹红辉(2008)提出应建立统一互联与多层次中国债券市场体系;梅世云(2003)提出中国债券市场应以机构投资者、场外市场

和自律监管为主;沈炳熙(2004)分析了市场主要采取场外交易方式理论和现实原因;时文朝(2009)认为已形成的场外市场为主、场内市场为辅的中国债券市场体系符合我国国情。也有研究者认为应合并两个市场,例如欧阳泽华(2008)认为应该建立全新统一债券市场,并建议其统一监管以证监会为主。此外,对统一的路径也有不同建议:冯光华(2008)提出以高信用等级债券跨市场交易流通,交易主体自由选择场所和实时交易转托管三方面实现场内外市场互通互联;张元在中央结算公司编辑的《债券市场前沿问题研究》一书中的论文提出市场前后台分离,前台交易系统多元化、后台结算系统集中化是发展规律,统一两个市场应从市场规则信息揭示等入手;谢庚(2003)认为应在市场主体和交易品种统一互联基础上进一步整合托管结算体系;郭田勇(2009)认为市场交易主体、登记结算制度和监管三方面的统一是统一场内外两个市场的条件。

二、中国债券市场发展回顾

(一)中国债券市场发展的三个阶段

改革开放后,中国债券市场经历了场外柜台市场为主,以交易所市场为主和以银行间市场为主三个发展阶段。

收稿日期:2010-10

作者简介:李豫(1948-),男,安徽人,博士,教授,博士生导师,上海金融学院国际金融研究院执行院长。

【理论探索】

1.以柜台市场为主阶段(1988-1991年)

1981年,《中华人民共和国国库券条例》获得通过,自该年起国债恢复发行;1987年3月,国务院颁布《企业债券管理暂行条例》,企业债券发行开始实行规范化管理。但在1988年以前,我国并不存在法律意义上的债券市场,没有合法、成型的债券交易机制或交易场所,债券发行几乎完全依靠行政摊派方式。1988年,财政部在全国61个城市进行国债流通转让的试点,通过商业银行柜台办理国债买卖业务,标志着中国债券市场的正式形成。这一时期债券市场的主要特点:一是初级的场外柜台市场模式,具有零售和分散交易的特点,交易场所以商业银行、证券公司等中介机构的柜台为主;二是交易品种以国债的现券买卖为主;三是交易主体以个人投资者为主;四是发行机制开始市场化进程,1991年财政部首次组织国债发行的承购包销,改变了以往的做法。

2.以交易所市场为主阶段(1992-1996年)

1990年12月,上海证券交易所成立,开始接受实物债券的托管,并在交易所开户后进行记账式债券交易。由于二级托管制度的原因,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。1995年8月,国家正式停止一切场外债券市场,证券交易所变成中国唯一合法的债券市场。1996年,记账式国债开始在上海、深圳证券交易所大量发行。随着债券回购交易的展开,以交易所为主体的债券市场体系形成。这一时期债券市场的主要特点:一是债券流通市场形成了以交易所场内交易为主,证券营业网点柜台场外交易为辅的格局。二是交易品种虽仍以国债为主,但在现券买卖的基础上出现了债券期货(后被叫停)和债券回购等新型交易工具。三是交易主体方面,交易所市场以证券公司、保险公司等机构为主,交易主体的规模及交易规模都较小,还没有真正意义上的机构投资者,也缺少对大宗交易的需求。柜台交易市场仍以个人投资者为主。四是交易方式上,以交易所市场的集中电子竞价、撮合成交方式为主,债券与股票交易使用同一交易平台;所有交易都通过证券公司代理执行,投资者与证券公司之间有明确的一二级代理关系;实行匿名报价和全价交易。五是市场监管以证监会为主,还成立了中国国债协会与中国证券业协会两家自律监管机构。六是发行机制方面,1995年,财政部试点国债招标发行获得成功,初步建立了“基数承购、差额招标、竞争定价、余额分销”的市场化发行模式;1994年开始发行的政策性金融债则实行派购发行方式。

3.以场外市场(银行间市场)为主阶段(1997年

至今)

1997年上半年,股票市场过热,大量银行资金通过各种渠道违规进入股市。根据国务院的部署,商业银行退出上海和深圳交易所的债券市场,托管在交易所的债券全部转到中央结算公司,并通过全国银行间同业拆借中心提供的交易系统进行交易。1997年6月16日,同业拆借中心开始办理银行间债券回购和现券交易,标志着全国银行间债券市场的正式运行。2001年开始,银行间市场的债券交易量首度大幅超过交易所市场。次年,人行和财政部联合推出记账式国债柜台业务,从而最终确立了以银行间市场为主、交易所市场为辅、柜台交易为补充的债券市场模式。这一时期债券市场的主要特点:

一是交易场所方面,银行间市场、交易所、柜台并存,银行间市场占据绝对优势。截至2009年底,银行间市场的债券托管量占债券市场总托管量的91.2%,现券交易量占债券市场现券交易总量的近99%。但三个市场并非处于完全相互割裂的状态,承办记账式国债柜台业务的商业银行连通银行间市场和柜台市场,保险公司、基金管理公司、证券公司、财务公司等非银行金融机构连通银行间市场和交易所市场。2005年以后,几乎所有的记账式国债均采用了跨市场发行的方式。

二是在交易主体上,银行间债券市场的投资者结构发生巨大变化,市场准入条件不断放宽,市场投资者数量不断增加,投资者类型不断丰富。1997年银行间债券市场成立初期,市场交易成员只有16家商业银行总行,且实行较为严格的准入审批制度。1998-2001年,保险公司、农村信用社、基金管理公司、证券公司、财务公司、金融租赁公司等金融机构经批准相继入市。2002年4月,人民银行将债券市场准入从审批制改为备案制。2002年10月,人民银行颁发《中国人民银行关于中国工商银行等39家商业银行开办债券结算代理业务有关问题的通知》,将债券结算代理的范围由金融机构扩展到非金融机构法人,从而允许企业进入银行间债券市场。在交易所债券市场,交易主体包括除商业银行之外的几乎所有类型的机构投资者及个人投资者。柜台市场的交易主体仍为个人投资者。

三是交易品种与工具方面,银行间债券市场成立以来,债券品种日趋丰富,截至2009年底,市场上共有9大类1557只债券,包括国债、地方政府债(2009)、央行票据(2003)、政策性金融债、普通金融债、次级债、混合资本债、短期融资券、中期票据(2008)、企业债、国际开发机构债(2005)、资产支持

证券(2005)、中小企业集合票据(2009)等。交易所市场的债券交易品种主要为国债、地方政府债、公司债和可转换债券。柜台市场的债券交易品种为国债和企业债。就交易工具而言,目前银行间债券市场可分为现券买卖、质押式回购、买断式回购、债券借贷、债券远期等若干分市场;交易所市场则主要为现券买卖和债券回购交易。

四是交易方式上,银行间债券市场以询价交易方式为主,点击成交方式为辅,主要通过同业拆借中心的本币交易系统进行报价成交,通过中央国债登记结算公司的债券簿记系统进行集中债券托管和结算,通过人民银行大额支付系统及其他方式进行资金清算。交易所债券市场仍主要采用与股票交易相同的电子撮合交易系统,通过中国证券登记结算公司进行债券托管和结算,资金清算通过交易所清算中心实行净额清算。2007年10月,上海证交所正式启动固定收益证券综合电子平台,并建立了以做市商制度为核心的竞争性做市机制。2001年以前,银行间市场和交易所市场均实行全价交易;2001年7月2日,银行间债券市场开始实行净价交易、全价结算;2002年初,沪深证券交易所开始实行净价交易。

(二)中国场内和场外债券市场的不同功能与作用

中国场外债券市场(银行间债券市场)由全国银行间同业拆借中心管理运行,交易量由1997年的320亿元增加到2009年的117.3万亿元,12年内增长3600倍。2009年成员为2446个,包括中外资银行、保险公司、证券公司、投资基金、农村和城市信用社、金融租赁公司等各类金融机构和个别大企业。

微观方面,中国银行间债券市场的功能:一是流动性管理的功能。银行间市场7天以下债券回购市场的交易占整个市场的95%以上,市场的买卖价差也非常小,市场所形成的利率日益具备基准利率的特征。二是资产收益及投资功能。金融机构通过债券买卖获利、组合投资取得收益。三是改善金融机构资产质量功能。银行间债券市场发行的国债和金融债券成为中国商业银行改善资产质量的首选产品,债券资产已经成为中国商业银行的二级筹备。四是为金融机构提供风险管理工具。

宏观方面,中国银行间债券市场的作用:一是支持积极的财政政策,为国家财政政策实施提供市场条件。二是为央行货币政策传导提供了渠道,为公开市场操作提供了平台和市场操作工具。三是为稳步推进利率市场化和提供金融市场基准利率奠定基础。同时,我国交易所债券市场也承担了债券发行

和交易功能,成员是证券行业的交易所证券公司、投资基金等,由中国证监会依法行使管理职能。银行间债券市场和交易所债券市场都是中国债券市场的组成部分,由于银行间债券市场债券发行量、交易量和债券余额均占全国总量的90%以上,是中国债券市场的主体。银行间债券市场与交易所债券市场早在银行间债券市场成立时就已经打通,保险公司、证券公司等金融机构既是银行间债券市场也是交易所债券市场成员,所以,银行间债券市场与交易所债券市场已经由共同市场成员产生联系。

银行间债券市场与交易所债券市场的主要区别:一是性质和服务对象不同。交易所债券市场直接联系零售市场,广大股民是其主要成员;银行间债券市场是金融批发市场,成员都是机构,具有较股民更强的风险识别和承受能力。二是场内交易与场外交易的主体交易方式不同。长期以来,交易所债券市场主要采取撮合交易;而银行间债券市场主要采取询价交易方式:成员之间一对一的对话报价功能,面向全市场的公开报价功能和双边报价商使用的双边报价功能。三是债券交易种类、数量不尽相同。四是功能和作用不尽相同。银行间债券市场除具有交易所债券市场所有功能和作用外,还具有传导央行货币政策的功能,这是银行间债券市场与交易所债券市场的最重要的不同点。

三、中国债券市场的主要问题、表现和成因

(一)中国债券市场的主要问题和具体表现

中国债券市场目前远不适应国家经济社会发展需要,主要问题是两个市场监管制度规则标准不集中统一。具体表现为:

债券类别		监管机构	
政府债券		人民银行、财政部、证监会	
央行票据		人民银行	
金融 债券	政策性银行债	人民银行	
	商业银行债券	普通债	银监会、人民银行
		次级债	银监会、人民银行
	特种金融债券	人民银行	
	非银行金融机构债券	人民银行	
	证券公司债	人民银行、证监会	
	证券公司短期融资券	人民银行、证监会	
短期融资券		人民银行	
资产支持证券		银监会、人民银行	
企业债		国家发改委、人民银行、证监会	
国际机构债券		人民银行、财政部、国家发改委、证监会	
可转换债券		人民银行、证监会	

1.不同债券类别的监管制度规则标准不尽统一。银行间市场现有14个债券品种,由5个部级监

【理论探索】

管部门按6种不同组合监管:

2. 市场交易监管制度规则标准不统一, 两个市场不尽相同的交易规则标准有63个。

3. 发行监管制度规则标准不尽统一。交易所对债券发行分类管理, 即对符合上证所上市条件的公司债券, 据其债券资信等级和其他指标差异情况, 对其发行上市交易的投资者范围和交易平台实行差异化管理; 而银行间债券市场对债券发行采取承销团或主承销商方式, 不对债券发行分类管理。

4. 登记监管制度规则标准不尽统一。交易所市场的债券登记要求: (1) 如无特别规定, 中国证券登记结算公司设立电子化证券登记簿记系统, 实行债券无纸化管理; 债券持有人持有债券的事实依据电子登记簿记系统记录结果确认; (2) 债券应当登记在债券持有人以本人名义开立的证券账户中。但经中国证券登记结算公司认可, 债券也可以登记在名义持有人名下; 名义持有人应当负责对其客户持有的登记在名义持有人名下债券余额及其变更情况进行记录。名义持有人应该按本公司的要求向本公司提供其名下的债券权益所有人资料。而银行间债券市场的债券登记没有相应要求。

5. 托管监管制度规则标准不尽统一。交易所债券市场要求投资者应当委托证券经营机构托管其持有的债券, 而银行间债券市场依中国人民银行(2009)第1号令作为债券登记托管结算机构承担债券中央登记、一级托管及结算职能, 经中国人民银行批准的柜台交易承办银行承担商业银行柜台记账式国债的二级托管职能。

6. 结算信用评级等监管制度规则业务技术标准也不尽相同。

(二) 主要问题成因及后果

产生银行间债券市场和交易所市场监管制度规则标准的不集中统一的主要原因: 一是历史原因。由于中国的场内外债券市场都是从无到有、由小到大的在改革的探索中分别发展, 因而在割裂发展过程中, 逐步建立起各自、不同的监管规则标准制度体系。二是市场原因。中国的场内外债券市场的市场性质、成员、交易方式、功能和作用不同, 致使需要解决的市场问题不尽相同, 进而制定的监管规则标准制度不同。三是管理体制和制度原因。目前, 银行间债券市场和交易所市场两个市场发行和市场准入由央行、证监会等5个部委监管, 央行依法对银行间债券市场债券登记托管结算机构和债券登记、托管和结算业务监督管理, 交易所监管机构是证监会; 央行和证监会分别指定相应市场的发行交易登记托管

结算机构, 中央国债登记结算公司、证券登记结算公司和两个交易所及中国外汇交易中心等5个市场机构分别承担发行交易托管结算等职能, 机构不同致使制定的监管规则、标准、制度不同。

银行间债券市场和交易所市场监管制度规则标准的不集中统一, 目前已经严重阻碍中国债券市场进一步发展, 阻碍市场规模扩大, 特别是企业债的发展。一是多头监管造成既有重复监管、也有监管空白, 同时审批程序复杂、监管效率较低; 二是发行市场与流通市场割裂造成利率关系扭曲, 例如, 短期融资券和中期票据的一二级市场利率经常倒挂, 导致交易商协会屡次通过窗口指导和定价联席会议方式干预信用债发行利率; 三是损害了债券的流动性, 在交易环节, 部分债券在银行间债券市场发行交易、部分债券在交易所市场发行交易, 债券一级市场的分割以及二级市场的分割导致参与主体分割, 一方面增加了投资者的流动性风险, 另一方面由于债券的流动性风险提高, 投资者要求更高的收益率, 提高了债券发行方的融资成本; 四是部分债券由中央国债登记结算公司托管, 部分债券由证券登记结算公司托管, 阻碍了结算效率的提高。总之, 监管制度、规则和标准的不集中统一已经成为目前中国债券市场发展中的主要矛盾, 造成市场规模小, 流动性严重不足, 交易成本上升, 结算效率下降, 市场资源配置和价格发现机制无法充分发挥, 金融体系风险增大。

四、有关中国债券市场改革发展的政策建议

(一) 债券市场进一步改革发展的若干基本原则

正如高坚(2009)总结中国债券市场发展经验时指出: 发展中国债券市场的关键是制度建设, 制度建设的前提又是金融体制改革, 厉以宁(2009)在为高坚的《中国债券资本市场》所写“序言”中也认为: 应着重市场制度建设而不宜单纯考虑二级交换的博弈。而深化中国债券市场改革的难点是: 既要解决目前问题, 也要防止今后因制度性设计缺陷产生新问题; 既要更好发挥两个市场服务企业和金融机构投融资、流动性和风险管理, 为财政政策实施提供市场条件, 为央行货币政策传导提供平台工具, 推进利率市场化, 提供基准利率等不同作用的同时, 也要服务个人投资者、满足不同市场成员及不同监管部门合理需求, 充分发挥债券市场价值发现和资源配置等功能。所以, 逐步建立集中统一的中国债券市场体系的过程将是探索性改革的渐进过程, 需要以政府为主导、以制度创新为核心, 对金融体制、制度机制、机构工具等实施全方位创新。

在逐步建立集中统一的中国债券市场体系改革

进程中,国际金融市场发展趋势和国内债券市场发展中的经验教训在各方面给我们以深刻启示,应当作为进一步改革的基本原则:一是改革开放后中国债券市场从无到有,历经柜台、场内和目前场外市场为主的发展阶段,而国际金融市场包括企业债券在内的债券发行交易95%以上都是在场外市场完成,表明迄今中国债券市场的发展大方向符合国际债券市场发展规律,也适应我国市场发展的内在需求,中国债券市场今后改革中仍应坚持这个正确方向。二是前后台分离,后台实施集中统一托管以防范风险已成为国际金融市场发展趋势,国际清算银行和国际证券委员会组织为此制定了国际结算标准,国内也有20世纪90年代初期由于分散的二级托管制度原因致使各地出现大量国债买空、卖空、挪券和假回购等违规行为的反面教训,中国债券市场今后发展应当适应这一客观要求。三是在这场金融风暴的冲击下,国际金融界深刻认识到多头监管的弊端,在金融体系监管方面强化中央银行作用已经成为共识。2009年G20公报提出要重塑监管体系以使得监管当局能够识别和应对宏观风险。2009年5月17日国际清算银行发表报告《央行治理的问题》更明确建议各国央行需要更多权力进行监管,以稳定金融体系。美国财政部长保尔森2009年3月31日公布的改革方案中,美国金融监管体制将进行大规模改革,其中多个机构将被裁撤,而美国联邦储备委员会的权力将极大加强。根据改革方案,美联储除监管商业银行外,还将有权监管投资银行、对冲基金等其他金融机构。其目的就是要整合强化金融监管,防范可能的金融风险。按照改革方案,日常银行监管事务将由目前的多个机构管理合归为由一个机构负责;基于证券和期货业务的相关性,证券交易委员会和商品期货交易委员会将合并;考虑到抵押贷款市场失序,将专设一相关监管机构。在这样的改革方案下,美联储大幅地扩张了权力。中国债券市场今后的集中统一监管也应赋予央行更多权责、克服多头监管弊端。

(二)具体措施建议

1.中国债券市场改革思路是:适应国际金融发展趋势,提升我国国际金融地位和国内经济社会发展需要,以市场为导向、以政府推动为主动力、以建立集中统一中国债券市场制度规则标准为突破口,从体制制度及运行操作两个层面,法律和调控监管、交易平台工具、托管结算、评级担保和会计审计税收外汇管理等各方面,对有关金融体制制度机构工具等实施全方位创新,进而建立统一监管体制下,场外

市场为主、互通互联的多层次债券市场体系。

2.中国债券市场集中统一路径是:顺应CCP(中央交易对手方)集中清算托管的国际金融市场发展趋势,建立集中统一的监管制度、规则标准和统一的托管结算机构,形成统一托管、集中结算、自由交易的市场新格局。

3.制定中国债券市场集中统一监管制度、规则标准的近期重点是:完善回购等妨碍债券市场充分连通的有关制度及监管规则标准,完善市场化发行机制、市场约束机制和风险分担机制。

4.改革中国债券市场监管体制的建议是:近期,依据《中国人民银行法》中国人民银行“依法对金融市场实施宏观调控,促进其协调发展”有关规定,由央行牵头、有关部委参加,成立专职机构,先易后难、推进两个市场在监管规则标准、机构、部分产品和技术系统兼容或连通,促进统一进程;中期,在仍实施分业监管的模式下,实施监管和主管分离的渐进性体制创新,在不改变交易所、结算登记公司等机构原主管关系前提下,央行成立类似货币政策委员会的“债券市场监管委员会”,负责中国债券市场集中统一监管和规则标准制定;远期,在改革“一行三会”监管体制为“一行一局(或类似机构)”后,即在混业监管的新模式下,央行负责货币政策制定实施、中国债券市场等金融市场统一监管及市场监管规则标准制定,金融服务局(或类似部门)负责金融机构和市场中介机构监管。

参考文献:

- [1]冯光华.中国债券市场发展问题研究[M].北京:中国金融出版社,2008.
- [2]高坚.中国债券资本市场[M].北京:经济科学出版社,2009.
- [3]郭田勇.建立统一债券市场的三大条件[OL].中国经济网,2009-3.
- [4]李扬,曹红辉.亚洲债券市场发展研究[M].北京:经济管理出版社,2008.
- [5]李扬,殷剑峰.我国债券市场发展历程、缺陷和改革建议[J].中国经贸导刊,2006-1.
- [6]梅世云.完善中国债券市场组织体系的总体思路和具体措施[J].金融论坛,2003-12.
- [7]欧阳泽华.尽快理顺我国债券市场监管体制[N].证券时报,2008-3-3.
- [8]沈炳熙.大力发展债券场外市场[J].中国金融,2004-17.

(责任编辑:张艳峰)