

债券市场研究

债券市场研究

完善与提高：开放环境下打造“中国固定收益市场 2.0”

- 综合来看，我国资本项目，包括固定收益市场在内还处在对外开放的过程中。近年来在一系列金融开放政策的影响下，人民币可自由兑换的程度得以提升，并已被正式纳入SDR货币篮子。对于人民币国际化而言，人民币纳入SDR是这一进程中重要的里程碑事件。但是要使人民币成为真正意义上的“国际货币”，仍然有很长的路要走，其中资本市场的开放是重要一环，而固定收益市场作为资本市场最重要的组成部分之一又是重中之重。
- 与发达国家对比来看，我国债券市场存在如下问题：（1）债券发行规则上，我国债券发行门槛高，债券品种同质化造成冗余；（2）债券交易制度上，我国交易、清算、托管按市场分割妨碍债券跨市场流动；（3）债券市场信息披露制度上，我国市场信批监管、惩处不到位，信批规则冗余；（4）风险定价及风险管理能力上，我国债券市场缺少风险定价基础、衍生品匮乏。
- 应从如下几方面完善债券市场基础设施：（1）对同类产品合并监管，统一发行标准，降低发债门槛；（2）打通场内、场外交易，建立统一的结算托管体系；（3）完善信息披露的分类统一、违规惩处制度；（4）完善国债收益率曲线，实现违约正常化，发展风险管理工具。
- 在对市场进行完善的基础上，要应对人民币国家化给资本市场带来的挑战，打造升级版的“中国固定收益市场2.0”，还需要在多个方面进行更为充足的准备，尤其是在资本项目有序开放、金融服务业双向开放以及推动国债市场广度、深度双向扩展等方面采取相应的措施。
- 国际化进程不可避免地给中国的整个资本市场带来挑战，固定收益市场更是作为前沿阵地直接面对国际机构的投融资观念和认识的差异的冲击。中国的固定收益市场走向成熟的道路不会是坦途。尤其是在当前宏观经济下行、债务风险已经逐步释放的大环境下，监管机构要有推进改革的决心，投融资主体和中介机构也需要有应对改变的勇气。“中国固定收益市场2.0”的建成需要所有市场参与者更加理性地看待风险才能让市场资源合理配置，才能让它以一个更加高效的状态迎接经济社会的投融资需求。届时，中国资本市场在国际资本市场中的重要性也将进一步有所提高，真正成为国际市场上重要的组成部分，拥有符合其市场地位的话语权。

联络人

作者

研究咨询部

张英杰 010-5760-2061

yjzhang@ccxi.com.cn

李诗 010-66428877-347

shli@ccxi.com.cn

余璐 010-5760-2291

lyu@ccxi.com.cn

谭畅 010-5760-2109

chtan@ccxi.com.cn

国际业务部

张婷婷 010-5760-2276

tthang@ccxi.com.cn

一、我国固定收益市场国际化进程尚在起步阶段

（一）资本市场对外开放较为谨慎

我国的资本项目开放进程最早始于1993年党的十四届三中全会，会上首次提出要将“实现人民币可兑换”作为我国外汇管理体制改革的长期目标。1994年，人民币双重汇率实现并轨并取消贸易用汇限制。1996年正式宣布实现经常项目可兑换。但随着亚洲金融风暴爆发，在国内外严峻的金融形势下，资本项目开放进程暂停。2005年首次将人民币资本项目可兑换进程纳入“十一五”规划，但随后由于2008年国际金融危机爆发，“十一五”期间并未继续推进，直到2013年十八届三中全会的改革规划继续重申了这一改革目标。

多年来，中国资本市场的开放路径是渐进和审慎的，本着先易后难、从长期到短期的原则，首先从涉外经济部门入手，逐步从实体经济过渡到金融市场，从直接投资过渡到其他领域。直至目前，我国资本开放的路线基本坚持了长期资本流动先于短期资本流动开放，资本流入先于资本流出开放，机构投资者先于个人投资者开放，直接投资先于证券投资开放，证券投资中债权类投资先于股权类和衍生品类投资开放的传统路线。但是这种谨慎开放的进程一定程度上也限制了国内金融市场的发展，部分造成我国的资本和金融市场发展不平衡，间接融资市场和直接融资市场发展不平衡加剧，储蓄向投资转化的效率受限，大量资源错配甚至浪费。

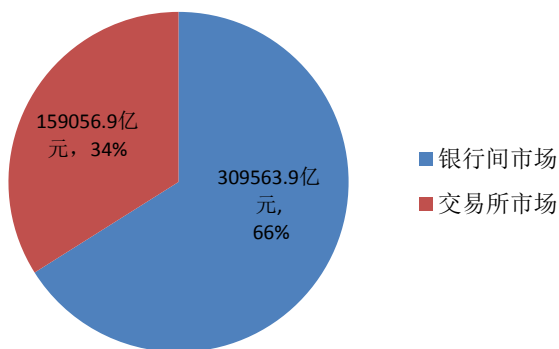
2012年以来，我国的资本项目开放以直接投资、资本和货币市场工具方面的进展较多，整体的开放步伐仍然较为谨慎。截至2012年底，按照IMF对资本项目分的7大类11细类共40子项中，我国已经实现基本可兑换或限制很小的有14项，主要是信贷、直接投资等大类；部分可兑换或者有较大限制的有22项，主要集中在资本市场的股票和债券市场、不动产和个人资本交易；不可兑换的有4项，主要是金融衍生品交易、货币市场和基金信托市场等方面。开放政策在资本和货币市场工具方面以打开或扩大投融资渠道为主，直接投资方面由于开放程度本已较高，则主要以简化流程、取消审核为主；QFII、RQFII、QDII等均在管控之内，额度审批步伐平缓，沪港通不仅有总额限制，也有每日额度的限制。

2015年下半年以来，资本和货币市场的开放有加速趋势。不仅允许境外央行和其他官方储备管理机构、国际金融组织、主权财富基金依法、合规地参与中国银行间外汇市场交易，也重新打开了沉寂多年的熊猫债市场，汇丰香港、渣打银行等国际商业银行和大韩民国等先后获准在银行间市场发行熊猫债；此外，央行在伦敦首次试水离岸债券发行也获得了成功。境内市场进一步面向境外投资者开放，境外投融资更为便利。

（二）固定收益市场逐步对外开放

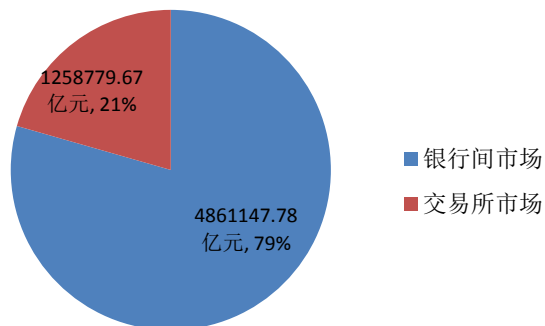
我国固定收益市场的主角是债券市场，衍生品市场尚在萌芽阶段。债券市场包括以银行间市场为主的场外市场和以交易所为主的场内市场，其中场外市场是债券发行和交易的主要市场。近几年债券发行及存量规模逐渐攀升，从券种结构来看，我国债券市场的品种主要有三大类，分别是政府债、金融债以及公司类信用债，除此之外还有一些不以政府或企业为发行主体的资产支持证券、项目收益债等，整体来看政府债和金融债占比较大。目前我国债券投资者结构较为单一，债券持有者主要是商业银行以及非银金融机构，而交易所、特殊结算成员以及境外机构等债券持有量较少，持有券种也主要集中于低风险的国债和政策性银行债，在信用债品种中企业债和中期票据的持有比例相对较高。

图 1：2015 年底债券市场存量规模分布



资料来源：恒生聚源

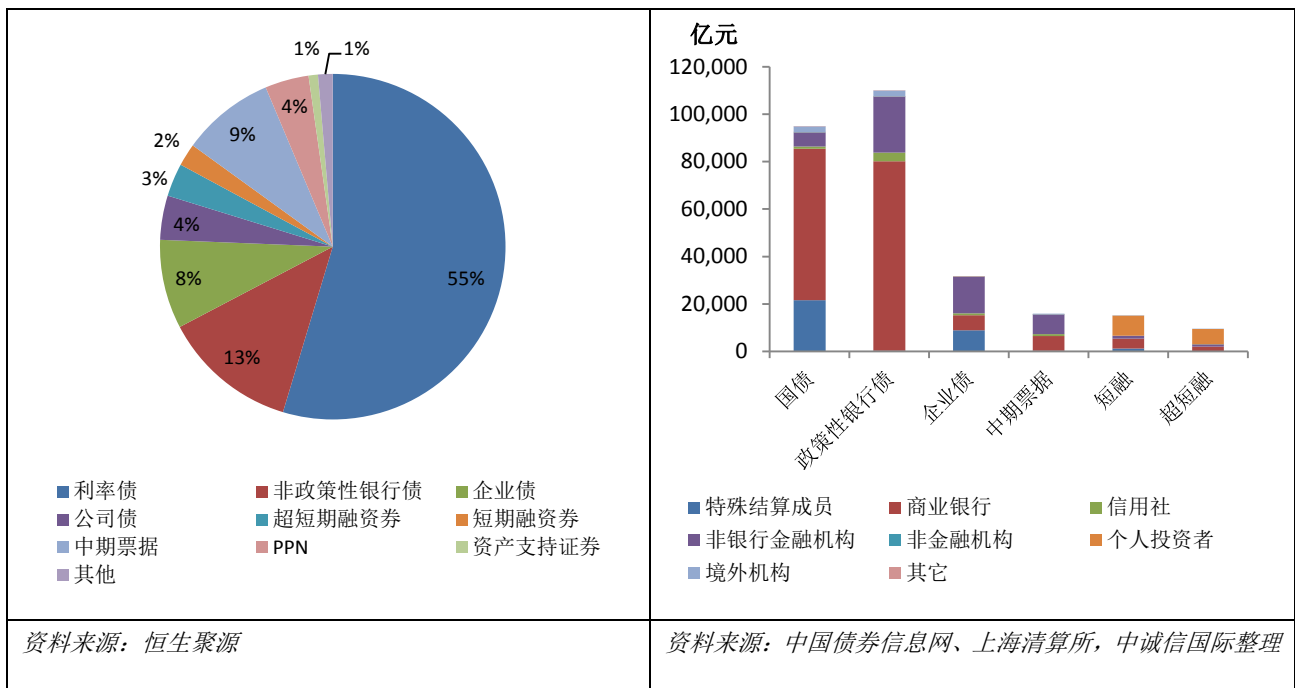
图 2：2015 年债券市场交易规模分布



资料来源：恒生聚源

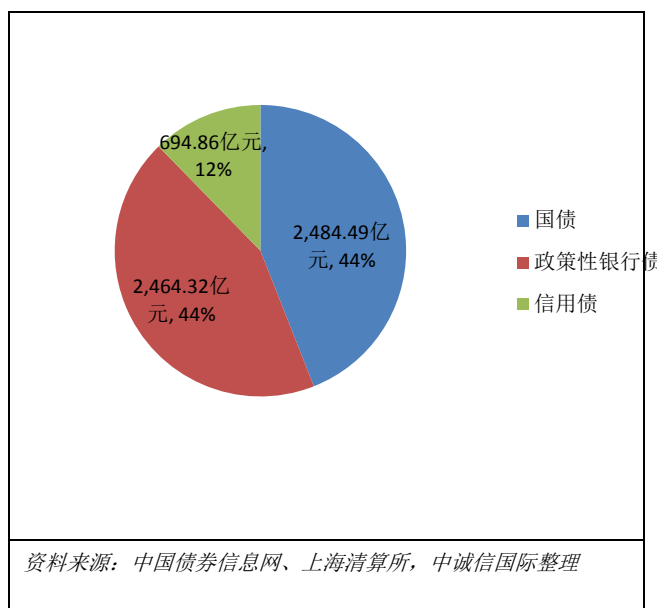
图 3：2015 年底存量券种结构分布

图 4：2015 年底主要券种投资者结构



从我国债券市场对外开放的历史进程来看, 2002年证监会和央行试点推出QFII制度, 首次允许境外合格投资者通过交易所市场投资境内债券, 2005年央行又允许泛亚基金和亚债中国基金进入银行间市场开展债券交易, 我国银行间债券市场的对外开放也正式拉开帷幕。自2010年开始, 债券市场的境外机构投资者的类型以及进入渠道进一步拓宽。2010年境外央行或货币当局、境外人民币清算行和参加行获准进入银行间债券市场投资, 2013年央行先后允许QFII申请进入银行间市场、允许RQFII机构申请进入交易所市场和银行间市场。2015年央行又解除人民币业务清算行、境外参加行以及境外央行、国际金融组织、主权财富基金在银行间市场的交易限制。截至2015年底, 中国债券市场境外机构投资者共有305个, 主要分为以下三类: 一是境外央行或货币当局、境外人民币清算行和参加行、国际金融组织、主权财富基金以及参加跨境贸易试点的其他境外金融机构; 二是人民币合格境外机构投资者(RQFII); 三是合格境外机构投资者(QFII)。从交易品种来看, 境外机构除进行现券交易和回购交易之外, 还可以开展债券借贷、债券远期以及利率互换等衍生品种的交易。就当前的交易情况来看, 截至2015年底, 境外机构在境内的债券持有规模为5542.71亿元, 占整个市场存量的约1%。持有的债券中, 政府债和金融债规模占总持有规模的比重为89%, 而信用债规模仅占12%。可以看出, 境外机构投资境内债券仍保持着谨慎的态度, 更偏向于投资低风险债券。

图 5: 境外机构持有境内债券品种结构



除了有一定的境外机构除作为投资者参与境内债券市场的交易以外，部分境外机构还作为发行主体获准在银行间债券市场发行熊猫债。在2005年《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》实施后，2005年至2010年间，国际金融公司、亚洲开发银行和三菱东京日联银行这3家境外机构先后发行了5只熊猫债，其中三菱东京日联银行为日本大型商业性银行，其余两家机构均为非商业性国际金融机构。2014年戴姆勒公司成功发行人民币债券，熊猫债的发行主体又首次拓展至境外非金融机构。进入2015年，随着人民币国际化进程的不断推进，熊猫债市场迎来了发展新契机。9月汇丰银行（香港）和中国银行（香港）分别获准在银行间债券市场发行10亿元和100亿元的人民币金融债券，成为首批由国际性商业银行发行的熊猫债，11月招商局集团（香港）成功发行5亿元人民币超短期融资券，12月份渣打银行（香港）有限公司又发行了规模为10亿元的3年期人民币债券。另外，外国政府机构也开始进入境内银行间债券市场，目前韩国政府和加拿大不列颠哥伦比亚省的人民币债券均已成功发行。

表 1 熊猫债发行情况

发行时间		发行主体	发行期限	发行规模(亿元)
2005 年 至 2014 年	2005.10	国际金融公司	10 年	11.3
	2005.10	亚洲开发银行	10 年	10
	2006.11	国际金融公司	7 年	9.7
	2009.12	亚洲开发银行	10 年	10
	2010.05	日本三菱东京日联银行	2 年	10
	2014	德国戴姆勒股份有限公司	1 年	5

	2014	德国戴姆勒股份有限公司	1年	10
2015年	2015.04	德国戴姆勒股份有限公司	1年	5
	2015.09	中国银行（香港）有限公司	3年	10
	2015.10	香港上海汇丰银行有限公司	3年	10
	2015.11	招商局集团（香港）有限公司	366天	5
	2015.11	德国戴姆勒股份有限公司	1年	5
	2015.11	德国戴姆勒股份有限公司	1年	5
	2015.12	渣打银行（香港）有限公司	3年	10
	2016.01	大韩民国政府	3年	30
	2016.01	加拿大不列颠哥伦比亚省政府	3年	30

除此之外，在人民币国际化的推动下，离岸债券市场也进一步发展。自2009年开展跨境贸易人民币结算试点以来，香港地区一直是最大的人民币离岸债券市场。在人民币国际化的推动下，欧洲人民币离岸中心进展迅速，央行分别在伦敦、法兰克福、卢森堡和巴黎指定了人民币境外清算行，2014年央行又在悉尼建立了澳大利亚首个离岸人民币中心。2015年离岸债券市场进一步发展，10月份中国农业银行在伦敦证券交易所发行首单绿色债券，巩固了伦敦作为人民币离岸市场的重要地位，通过国际金融合作推进人民币国际化的进程。与此同时，境内机构及个人进入离岸债券市场的渠道进一步拓宽。政策一方面通过将境内企业发行外债的额度审批制度改为备案登记制，鼓励优质企业跨境融资的便利化，另一方面研究在上海、天津、福建和广东自由贸易试验区启动合格境内个人投资者（QDII2）境外投资试点，允许符合条件的个人开展境外投资。随着离岸债券市场的投融资工具的日益丰富以及离岸债券的发行和交易规模的扩大，资本项目可兑换的程度进一步拓展，这也是实现人民币国际化的重要一步。

综合来看，我国资本项目，包括固定收益市场在内还处在对外开放的过程中。近年来在一系列金融开放政策的影响下，人民币可自由兑换的程度得以提升，并已被正式纳入SDR货币篮子。对于人民币国际化而言，人民币纳入SDR是这一进程中重要的里程碑事件。但是要使人民币成为真正意义上的“国际货币”，仍然有很长的路要走，其中资本市场的开放是重要一环，而固定收益市场作为资本市场最重要的组成部分之一又是重中之重。然而我国固定收益市场自身基础运行规则并不完善，市场深度更难以承担国际化市场金融市场的职能。市场的不成熟使得短期内境外机构投资者对境内债券投资仍保持谨慎态度。境内资本市场要真正融入国际化的大环境中，还需要进行一系列的制度改革和建设。

二、基于对比研究我国固定收益市场存在的问题与改进路径

固定收益市场的发展水平是衡量一国金融市场发达程度的重要标志。运行机制良好的债券市场和流动性充分的衍生品市场相配合，可以完善多层次资本市场、拓宽企业直接融资渠道、提高资源配置效率，从而更好地服务于实体经济，同时还可以有效地防范金融市场风险。随着人民币入篮SDR，人民币国际化进程将不断加快，在此过程中固定收益市场也面临着更加开放的需要，这就要求我国加快建设与世界接轨的国际化的债券和衍生品市场。下面将主要从我国债券市场存在的问题出发，与发达国家成熟的固定收益市场相关因素进行对比，并分别提出相应的改进措施。

（一）国内外固定收益市场基础运行规则比较

近年来，在“规范发展债券市场”的政策指导下，国内债券市场呈现出飞跃式发展趋势，特别是2015年以来，以“简政放权”为核心的债券市场改革进程明显加快，在发行上放宽发行条件，简化发行流程，提高发行效率，并继续支持创新品种的发展；在交易市场上则扩大投资者范围及投资比例，并且对上市交易流通的相关流程进行精简。同时，伴随着人民币国际化进程加快，债券市场的开放也日益提速。然而与国外成熟市场相比，我国债券市场运行规则并不完善。在发行阶段，发行人面对着较高的发债门槛和冗余重复的同质化债券品种；从交易上看，同样的债券在不同交易场所结算与托管的机构并不相同，交易规则也存在差异，人为造成了市场的分割；而对于贯穿整个发行、交易过程中最重要的信息披露监管却远远落后于市场需要；在定价体系上，一方面无风险的国债收益率曲线并不完整，另一方面由于在发行上还存在行政色彩浓厚的审批程序，使得发行的债券集中于中高等级且刚性兑付长期存在，更让风险定价无从谈起，衍生品市场也难以发展。上述种种问题，不仅导致了国内债券市场运行效率低下，也与成熟市场的运行规则相差甚远，成为阻碍我国债券市场国际化的重要因素。因此，有必要通过与国际成熟市场的对比，探索我国固定收益市场改进的方向。

1、债券发行规则的比较——我国债券发行门槛高，债券品种同质化造成冗余

债券一级市场是初次出售新债券的市场，也称为发行市场。一级市场的发展状况不仅直接决定着二级市场的活跃程度及运行效率，更是影响资源配置效率及金融对实体经济支持深度的重要因素。国际上债券的发行制度大体可以分为注册制及核准制两种，前者以美国、日本等为代表，后者以欧洲部分国家为代表，下面主要介绍美国的注册制和德国的核准制。

美国债券发行采用注册制，同时还规定了特定券种的豁免注册制度。美国证监会（SEC）、财政部、美联储、联邦存款保险公司（FDIC）、货币监管局（OCC）等监管机构分别对一类或多类债券发行主体参与证券市场的资格进行机构监管。但SEC对美国

证券市场、非存款类金融机构的券商、基金等具有最高监管权。在SEC的集中监管下，申请发行债券的公司必须在SEC注册。但为了避免重复监管，证券法规定了私募发行债券、国债、联邦机构债、市政债、银行发行的公司债等债券的豁免注册制度。除上述类型的其他信用类债券则均由SEC 统一登记注册发行。注册发行制度下，监管机构及相关法律法规并不对债券发行设置条件，也不对债券的投资价值进行判断，对注册证券的审查完全决定于信息披露情况。只要SEC认定注册说明书按规定披露了相关信息并且没有重大错误及遗漏，则必须宣布此说明书有效，注册人便可以合法地开始注册所包含的证券销售行为。通常SEC将会对注册说明书进行全面审查，根据相关标准提出修改意见，并在注册说明书达到标准后生效，从递交注册说明书初稿到SEC满意这个过程最少需要两到三个月。

德国债券发行采用核准制。德国债券品种上大体可以分为公共债券、银行债券及公司债券等。德国监管部门对债券发行资格审查严格，并对公司债券发行额度实施严格的审批制度。除德国公共部门债券外的所有国内债券的公开发行均须得到官方认可，但是私募债券不受任何限制，也不需要注册和挂牌交易。包括德国政府在内的各公共部门发行的债券虽然不必经过审批程序，但却需要得到联邦银行的非正式同意，最后由中央资本市场委员会批准其发行计划。在实行全能银行和金融混业经营制度下，以银行为主的金融机构发行的金融债券规模占据了债券市场的主体地位。相较而言，德国公司债券市场在资本市场中的地位较低，发展也相对滞后，这一方面是因为监管部门对债券发行实施严格的核准制度；另一方面则是在于德国间接融资市场较为发达，对债券市场替代性较高。

可以看出，美国和德国虽然在发行管理方式上不尽相同，但对相同特性的债券发行规则和监管部门较为一致。反观中国债券市场则是呈现出多个监管机构相互独立监管，针对完全相似的债券品种，各自重复设计产品名称、审批标准、流程手续等。这种重叠尤其体现在公司类信用债产品上。由于越来越多的发行人能够同时满足不同监管部门发行要求，不同券种间的同质化愈来愈明显。如证监会主管的公司债与交易商协会主管的中期票据，交易商协会主管的项目收益票据、永续票据与发改委主管的项目收益债、可续期债等。甚至在同一监管部门主管的债券品种之间，如交易商协会主管的超短期融资券和短期融资券也出现了相互替代。这表面上看是丰富发行人的发债选择，实际表明不同监管机构所设置的债券品种存在严重冗余，债券市场存在明显的重复监管现象，既抬升了监管成本，又浪费社会资源，同时也带来了潜在的监管套利风险。

此外，对公司类信用债还同时存在着不同的发行制度。根据发行监管机构不同，交易商协会主管的非金融企业债务融资工具（包括短期融资券、中期票据、PPN等）采用注册制发行；证监会主管的公司债，公开发行采用核准制，且依据信用等级区分大

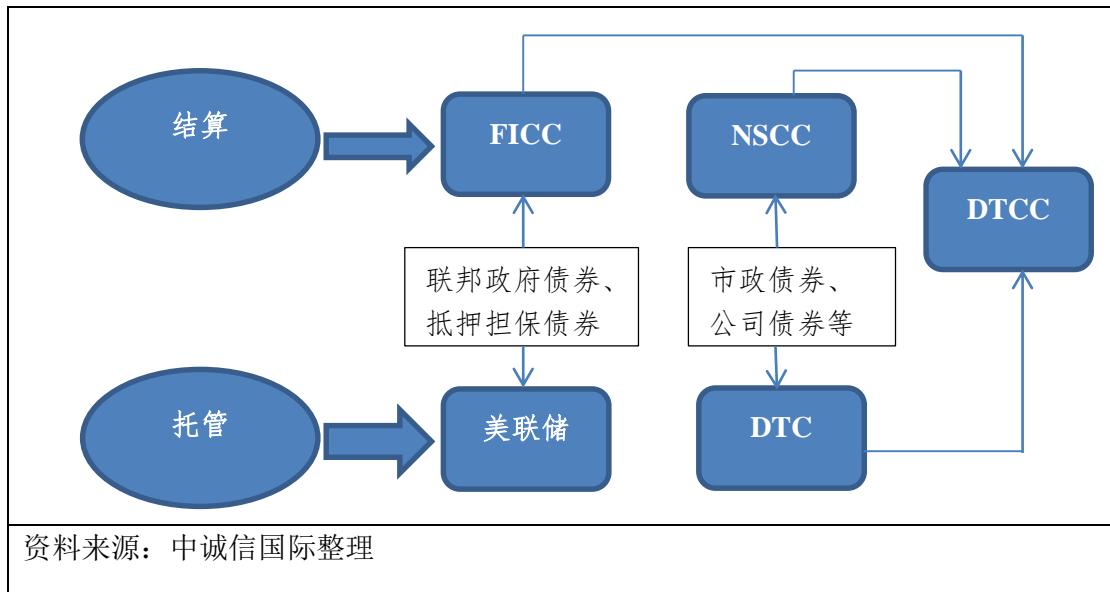
公募和小公募，非公开发行公司债则只需向交易所备案；发改委主管的企业债发行制度最为严苛，执行审核制，在所有公司类信用债中发行流程最复杂、繁琐和漫长。可以看出一方面国内仍有较多券种执行严格的审核制。从德国的实践来看，这大大不利于债券市场的发展。然而德国拥有较为发达的间接融资市场能够弥补这一缺陷，但在中国由于信贷审批手续更为复杂、严苛，成本也相对更高，无法进入债券市场融资的主体也很难获得贷款，或是需要付出高昂的成本，从这个角度看中国债券市场更需要改革发行制度。另一方面，尽管交易商协会主管的债券品种实现了注册制，但仍与成熟市场的注册制明显不同。我国现行的注册制、备案制更多体现在对发债流程的精简上面，而对发行人的所谓发债资格仍存在一些公开或约定俗成的限制要求。比如我国《证券法》中明确对发债公司的净资产下限提出要求，并要求累计债券余额不超过发行人净资产（不包括少数股东权益）的40%等。交易商协会虽然对所辖债券发行无明确限制，但实际上其在决定是否接受债券注册发行时也会为信用等级较高的发行人提供便利，对发行人形成逆向选择。对比美国的注册制，国内公开发行债券的门槛仍相对较高，特别是监管机构始终潜在地保持着对发行人信用等级的要求，使得债券市场整体信用资质难以区分，债券市场整体信用层次相对单一。

2、债券交易规则的比较——我国交易、清算、托管按市场分割妨碍债券跨市场流动

债券二级市场是对已经发行债券进行买卖的场所。依据交易场所不同，可以将债券二级市场分为场内交易（即交易所市场）及场外交易（即OTC），大多数成熟市场的债券交易市场均是以场外交易为主。从我国的实际情况来说，银行间市场（OTC市场）的交易量也远远超过交易所市场（场内交易）。

从交易的后台基础设施来看，成熟市场的债券托管结算体系大多经历了从分散到统一的过程。以美国为例，其债券托管结算体系大致经历了从分散托管、清算到统一托管、分市场清算再到统一清算、集中托管模式的三大阶段。目前在美国负责托管的机构有两个：一个是联邦储备银行，一个是全美证券托管清算公司（DTCC）的子公司全美证券托管公司（DTC）。依据不同的债券类型，联邦政府发行的国债、联邦代理机构发行的抵押证券以及国际金融机构发行的美元债券等，集中托管在美联储的簿记系统。而市政债券、公司债券等则由DTC集中托管。美国的清算公司主要有两家，DTCC的子公司全美证券清算公司（NSCC）和固定收益证券清算公司（FICC），前者主要负责股票、公司债券、市政债券、单位信托凭证等券种的清算结算工作，后者主要负责政府债券和抵押担保证券的清算工作。

图 6：美国债券结算托管体系



同美国类似，英国的托管结算体系也是逐步走向一体化。起初，英国债券市场的托管结算系统分为公司债券结算系统和国债结算系统两大部分。1999年，英格兰银行的电子结算系统CREST公司将英国中央国债结算处(CGO)和中央货币市场结算处(CMO)合并，从此以后，CREST系统负责提供股票、公司债券、政府债券以及货币市场工具的整合结算业务，同时英国市场的股票与债券的集中保管业务也由该机构办理。

可以看出，成熟市场的债券清算和托管虽然也依据券种进行分类，但最终并没有因交易场所的不同对同类债券的清算和托管出现分割。而我国债券市场清算和托管的区分却是严格按照银行间债券市场与交易所债券市场安排不同的服务机构，且这些机构在采用的规则上差异较大，客观上造成了债券市场在债券、资金、投资者与信息方面的流动不充分，人为造成了市场分割。具体来看，中央国债登记结算中心（以下简称中债登）在银行间债券市场发展之初作为指定的登记、托管和结算机构，托管了银行间市场参与者的大部分债券。2009年底银行间市场清算所股份有限公司（以下简称上清所）成立，并从2010年开始执行债券登记托管结算业务。至2013年，该公司已经实现了对非金融企业债务融资工具的全券种托管。中债登仍然负责在银行间市场交易的国债、地方债、政策性银行债、商业银行债、非银行金融机构债等品种的结算、托管工作。从发展趋势来看，未来银行间债券市场交易的信用债品种除企业债之外将逐步托管至上清所，而中债登则主要负责政府债、企业债以及各类金融债。交易所债券市场的债券主要由中国证券登记结算公司（以下简称中登）负责登记托管，并根据券种的不同实行不同的托管机制。对于可以跨市场流通的政府债券、企业债，中登作为分托管人以名义持有人的身份在总托管人中债登设立代理总账户，交易所投资者在中登开立托管账户。交易所市场其他债券的登记托管职责则由中登单独负责。在这种割裂的托管结算体系下，只有非常有限的债券可以实现跨市场交易，且想要进行跨市场交易的投资者必须在两个机构同时开户，并且承担债券在两个账户之间转托管所耗费

的较高的时间和资金成本。这样的安排阻碍了两个市场之间债券的流通，使得两个市场各自更加闭塞，不利于价格发现和市场资源配置功能的实现，并在客观上造成国内交易所市场与银行间市场长期存在利差。此外，分割的托管账户也阻碍投资者对投资组合进行统一管理，无惧增加投资者的管理成本。

表 2 中国债券市场托管结算体系

	交易所市场		银行间债市	
托管结算机构	中登		上清所	中债登
托管结算债券品种	跨市场的企业债、国债	单独在交易所交易的国债、企业债及公司债	对非金融企业债务融资工具的全券种托管	国债、地方政府债、金融债、企业债等品种及部分中短期票据
托管制度	中登为分托管人，总托管人为中债登	单独负责	各自单独负责相关债券的托管	
结算制度	净额结算		净额结算	全额逐笔结算

(2) 此外，从交易制度上看，美国的DTCC提供中央对手方服务，同时采用交易的净额清算。在该清算方式下，清算机构通过持续净额交收系统在每个工作日终了时，对交易商的应收应付额按照相互轧差抵销的方法进行计算，由此得到交易商的净债权债务。而我国债券交易在两个市场的结算方式却不相同。银行间债券市场上直到2011年底上清所推出了债券现券交易净额清算业务，并引入了中央对手清算机制，才标志着银行间债券市场正式建立了集中清算机制。与此同时交易所市场的债券清算和结算则主要采取中央对手方的净额结算机制，由中证登负责债券交易的清算、结算，并作为交易双方共同对手方提供交收担保。但在其固定收益电子平台实现的成交、清算却同时存在全额结算和净额结算两种模式。在债券市场交易结算制度方面，可以看出两个市场的托管、清算机构也是各自为政，给债券的跨市场交易形成障碍。

3、债券市场信息披露制度的比较——我国市场信批监管、惩处不到位，信批规则冗余

充分的信息披露是债券市场理性投资的基础，也是保证债券市场可靠性和有效性的必要条件。美国和英国均是较早从立法的角度对债券发行的披露制度进行规范的国家¹。美国公募发行证券制度的核心即是信息披露制度，SEC在其职能的表述中明确提

¹ 美国在信息披露方面有《1933年证券法》、《1934年证券交易法》以及对事项信息披露方面有严格要求的《萨班斯·奥克斯利法案》；而英国则在《1900年英国公司法》、《金融服务法》和《1995年证券公开发行规章》中对信息披露制度逐步进行规范。

到：“SEC的着眼点在于：通过制定证券法规，促进重要信息的披露，以保护投资者利益”。从1933年《证券法》和1934年《证券交易法》出台至今，美国证券市场已经形成了一套成熟的信息披露制度，充分体现了信息披露制度真实性、准确性、完整性、及时性和公平性的原则，在保护投资者合法权益和促进证券市场过程中发挥了重要作用。在信息披露的监管方面美国和英国都形成了多层次的监管体系²，中介机构³和债券市场自律组织⁴都发挥了很强的监督作用，并有相应的处罚。其中美国的《萨班斯—奥克斯利法案》中明确规定中介机构要对发行人内部控制有效性出具评价意见，并承担相应的民事和刑事责任。SEC对违反信息披露规章的行为有行政处罚的权利，对于情节严重的违规行为可协助联邦法院予以惩处。另外，在信息披露的渠道方面，美国债券交易信息统一在交易价格和合规情况报告系统（TRACE）上对投资者公开。总体上看，美国在债券信息披露方面有强有力的法律法规为后盾，信息披露的监管机构也不只依靠SEC，中介机构和自律组织也在职权范围内发挥了重要的市场监督作用，违反信息披露法律法规的行为可能导致刑事责任或民事责任，另外债券信息披露的渠道也比较完善，建立了统一规范的信息披露平台。

我国在债券信息披露的监管方面以发改委、证监会以及央行等政府监管机构为主体，以证券交易所、证券业协会、银行间市场交易商协会等自律组织的市场监督以辅助。与美国和英国的多层次监管体系相比，我国的债券市场中介机构和自律组织的监管权利范围较为有限，难以对公开披露的信息进行实质性监管，与此同时违规信息披露的问责机制也并不完善，债券发行人缺乏主动披露信息的动力，市场上延期披露年报、信息披露不实的案例屡见不鲜。在信息披露规则的制定方面，由于目前发改委、证监会、央行等监管机构针对不同的券种管辖范围进行独立监管，因而各监管机构在分别制定相应的债券发行管理规则的同时也对信息披露施行不同的规范。具体来看，目前企业债的信息披露制度遵循发改委于2015年10月发布的《企业债券发行信息披露指引》，在交易方面的持续信息披露则没有成文规定；短期融资券、中期票据以及中小企业集合票据的信息披露规则依据央行、交易商协会以及同业拆借中心等监管机构制定的金融债券、非金融企业债券信息披露操作细则或相应债券发行管理办法中的条款；公开发行及非公开发行的公司债则由证监会制定信息披露规则。可以看出对公司类信用债多头监管不仅在发行的信息披露上增加市场信息成本，也为债券持续信息披

² 政府层面的金融监管机构在美国特指证监会（SEC），在英国则由金融政策委员会（简称 FPC）、金融行为管理局（简称 FCA）以及审慎监管局（简称 PRA）构成。

³ 包括会计师事务所、评级机构在内的中介机构通过发布定期或不定期的报告对发行人的信息披露进行监管。

⁴ 美国的债券市场自律组织包括证券交易所、美国金融业监督服务局和托管结算机构，英国债券市场的自律组织有 30 余家，其中发挥重要作用的有国际资本市场协会等 5 个协会。

露的管理增添难度。此外，我国还缺乏统一规范的债券信息披露渠道，投资者难以高效地进行投资决策。

4、风险定价及风险管理能力比较——我国债券市场缺少风险定价基础、衍生品匮乏

实现风险定价是债券市场有效运行的基础。而风险定价的基础是无风险利率体系的建立加上对利率风险、流动性风险和信用风险的有效识别。在实现风险定价的基础上，进而运用各种风险管理工具，主要是相应的金融衍生品，来主动管理投资组合的风险是在成熟金融市场广泛采取的投资策略之一。

(1) 在以美国市场为代表的成熟的债券市场上，国债的期限结构往往被市场当做无风险利率，作为风险定价的基准利率。美国的国债品种依据期限不同分为90天到1年的短期国债 (Treasury Bills)，2年到10年的中期国债 (Treasury Notes) 和10年到30年的长期国债 (Treasury Bonds)。可以看出为了实现对不同期限债券的定价，无风险利率的期限结构也要保证从短期到长期的全覆盖，使得市场上有较为完整的无风险利率体系。在确定了定价基准的基础上，利率风险主要来自于宏观经济政策的变化，流动性风险则更多由债券期限和市场的交易波动情况而定，对债券定价影响较大的信用风险溢价则主要以其信用评级为判断依据。成熟的债券市场上，债券的信用等级分布范围较广，既有级别较高的投资级债券，也有高风险的投机级债券。同时债券违约时有发生，应对债券违约的处理机制也相对完善。

相比之下我国债券定价的基础却有明显的缺失。首先是受限于1年期以内短期国债的规模较小，国债收益率曲线短期部分无法准确构建，不仅影响债券定价，对于更广泛范围的资本市场的定价也产生影响；其次信用品种的等级受监管机构审慎监管的思想影响高度集中在AA以上，且存在多种对发行人的隐性担保，导致刚性兑付长期存在，信用风险难以有效识别。在这种既缺少定价基准，又无法有效识别风险的环境下，我国债券市场也就难以准确进行风险定价。

(2) 在实现风险定价的基础上，成熟市场对固定收益产品的风险管理主要包括利率波动风险管理和信用违约风险管理。为应对利率波动风险，发达国家的金融市场在十九世纪七、八十年代纷纷推出了各个期限的国债期货品种。在各国已经成熟的国债现货市场的支撑下，国债期货很快成为了全球成交量最活跃的金融期货品种之一，目前比较大的国债期货交易场所是美国的芝加哥商业交易所 (CME) 和德国的欧洲期货交易所 (Eurex)。在信用违约风险的管理方面，由于在成熟市场中高收益债券市场与国债和其他投资级债券一样繁荣，因而债券市场形成了完善的风险定价体系，投资者也具备主动管理风险的能力。1992年美国纽约互换市场首次推出了信用衍生工具，此后信用衍生产品交易由北美扩展到欧洲、拉美和亚洲。

我国对于固定收益产品的风险管理是在借鉴美国、欧洲等发达地区经验的基础上逐步发展的，但由于种种因素一直处于发展初期。在利率风险管理工具上，由于九十年代初期推出国债期货的条件并不充分，导致后来发生了极具负面影响的“3.27”事件，使得国债期货停滞近二十年，直到2013年才得以重启。截至目前，重启后的国债期货的交易场所仅有中金所一家，上市品种也只有5年期和10年期两个品种。在信用风险管理工具方面，由于刚性兑付的长期存在以及低等级、高风险信用产品极少使得我国信用衍生品市场的发展缓慢，信用衍生工具种类也较为单一，仅在2010年推出了信用风险缓释工具（CRM）的试点业务，包括信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW）两种。CRMA是信用保护买方（大多是银行）向信用保护卖方定期支付费用、信用保护卖方就约定的标的债务向买方提供信用风险保护的合约，CRMW则是为凭证持有人就标的债务提供信用风险保护的、可交易流通的有价凭证。与国外信用衍生品自发的场外交易相比，我国的信用衍生品从一开始就具有“官办”的色彩，由交易商协会主导，其参与者主要是国有商业银行和股份制商业银行，市场存量和流动性表现均不佳。

除了以上最为突出的四个问题之外，我国债券市场还存在投资者风险偏好一致性较高、投资者保护措施不健全、违约退出机制不完善等诸多问题，受篇幅所限不一一展开。

（二）完善我国固定收益市场建设的政策建议

从前面的比较分析中可以看出，我国固定收益市场存在的最主要的问题在于在多头监管格局下的债券市场的割裂问题。这既体现在债券发行市场同时存在多个发行标准和同质化品种，又体现在二级市场上交易、清算、托管的市场割裂，同时贯穿债券发行、交易以及付息兑付过程中，不同监管部门在信息披露制度等方面也相应地有不同标准。另一方面，债券市场运行的市场化机制仍有待完善，无论是债券的发行还是交易，目前仍存在着一系列人为限制，特别是在这一过程中，监管机构始终保持着对发行人信用等级要求，这虽然理论上可能降低整个市场的风险，但实际上对于债券的风险定价，完整的期限结构的建立都存在制约，同时也直接拒绝了部分企业的债券融资需求。正因为这些行政干预的存在，导致国内债券市场长期存在刚性兑付，信用风险管理在债券投资中的地位相对次要，债券衍生品市场也始终难以获得良好发展，信用风险已经积累到较高水平。

由此来看，完善中国固定收益市场建设的两大方向即是构建统一互通的债券市场以及继续推进各运行环节的市场化改革。与此同时，为了保证市场化机制的良好运行，有必要完善当前的信息披露制度保护投资者合法利益。在此基础上，进一步形成债券

市场合理的定价机制，发展衍生品市场，构建出多信用层次的固定收益市场，使其更好地服务于实体经济。

具体来看，应该从以下四个方面进行改革：

1、对同类产品合并监管，统一发行标准，降低发债门槛

(1) 从发行监管的角度，对同一类型发行主体发债按照一致的发行规则实施监管。由于历史原因导致的市场上存在多种同质化的债券产品，短期内可能难以合并，但各监管部门之间仍可以考虑建立监管协调机制，促进各部门之间在债券市场发行标准上达成更多共识，就同类债券品种实施统一的文件规范、审批标准及流程手续，以降低同类债券发行面临不同标准而带来的额外成本。同时，各监管部门也可以参照美国的“豁免制度”，如果某一类发行人已经取得了其中一个监管机构的发行批文，则该发行人在一定期限内发行其它同性质的券种，可以获得相应监管机构的豁免批准，降低监管成本，避免重复监管和社会资源的浪费。

(2) 就发行制度而言，应推动债券发行制度向统一的注册制或备案制转变。目前，交易商协会主管的债券品种，包括中短期票据、PPN、项目收益票据等已经实现了注册制，但公司债、企业债仍采用核准制或审批制。2015年以来证监会和发改委在债券发行制度上已经逐步改革，朝向更为市场化的方向转变，例如证监会废除了公开发行人公司债的保荐制和发审制，发改委也从报审、审批及发行门槛等三方面全面松绑企业发行政策，但总体上离注册制、备案制仍有相当大差距。

(3) 从发行门槛上看，考虑到国内债券市场各方面成熟度还比较低，特别是在信息披露以及投资者保护机制方面尚不健全，如果贸然取消债券发行的资格限制，可能加大市场整体信用风险，威胁整体金融稳定。但如果一直由监管机构代替市场和投资者来控制风险，又不利于市场的发展和成熟。在这种情况下，可以考虑在降低发债门槛的同时，依据债券风险高低对投资者设置一定的投资门槛，尽量减少风险承受能力和投资标的风险错配的现象。在此过程中，逐步完善信息披露制度及投资者保护制度，并发展债券衍生品市场，提高投资者的风险管理能力，最终实现完全由市场投资者自主选择债券并自担投资风险。

2、打通场内、场外交易，建立统一的结算托管体系

(1) 加强交易所和银行间市场的互联互通，尤其是放开银行业机构进入交易所债券市场开展场内交易。这对于增加债券的流动性，提高债券交易效率，促进价格发现等具有重要的作用。在联通的市场格局下，无论是资金套利还是债券套利风险都会大大减少，市场的效率将得到提高，债券市场合理配置资源的能力也将增强。

(2) 建立统一的结算托管体系。从成熟市场的经验来看，随着债券市场的发展，主要发达国家市场最终都走向了集中托管、统一结算的模式。即使存在不同的债券清算、托管机构，也是根据券种属性进行分工合作，而不是因交易场所不同而进行分割。我国的结算托管机构也应逐步统一，而在这个机构之下，可以设立不同的分支机构或子公司，按券种分类清算后统一结算，并集中托管在同一个机构。考虑到目前我国几个结算托管机构归属于不同机构监管，可以先从解决转托管效率低的问题入手，改变当前交易所封闭运行的交易机制，尽早实现当日转托管，降低转托管的交易成本。在此基础上，进一步考虑加强三家机构之间协调配合，形成统一的托管结算规则，最终建立统一的托管结算体系。这对于实现债券的跨市场交易、投资者投资组合的统一管理、提高市场的运行效率具有重要意义。

3、完善信息披露的分类统一、违规惩处制度

(1) 完善多层次的信息披露监管体系。从政府监管机构、自律组织以及中介机构三个层次构建信息披露的监管体系，政府监管机构应下放更多监管权力至债券自律组织和中介机构，有效发挥自律组织和中介机构的市场监督管理作用。

(2) 加大对违规信息披露的处罚力度。在法律法规方面要进一步完善并细化违规信息披露的问责机制，对于隐瞒或不实披露信息的责任主体应严肃惩处，监管机构、自律组织和中介机构相互之间要加强监督配合，通过加强监管提高发行人信息披露的积极性，让披露信息能够真实地反映发行人和债券的状况，切实保护投资者的利益。

(3) 分类统一信息披露规则，同质券种施行相同的信息披露制度。可以根据发行人的不同划分为政府及政府机构债券、金融机构债券、公司类信用债以及结构融资类产品，这四类债券根据各自特点分别实施相应的信息披露制度。

(4) 建立规范统一的信息披露渠道。当前固定收益市场信息披露分散且不易获取，投资者难以高效地进行投资决策，应建立统一的信息披露系统，让披露的信息真正能够方便地被投资者和监管机构获取，避免增加投资者搜寻公开披露信息的成本。

4、完善国债收益率曲线，实现违约正常化，发展风险管理工具

(1) 在保持现行国债发行节奏的基础上，提高1年期以内短期国债的发行频率，增加短期无风险品种交易的活跃度，进一步构建完整的国债收益率曲线，从而为整个资本市场实现准确定价提供有效的基准。

(2) 扩大债券市场发行人范围，完善风险定价体系。随着市场的发展和成熟，信用结构的不全面使得债券市场的风险定价体系始终处于不完整的状态，这也抑制了投资机构提高对高风险资产的定价和管理能力。因而，监管应考虑取消对发行人的信用

等级要求，让市场通过信用评级对发行人进行准确的风险定价来完善债券市场的融资功能，同时应让债券违约正常发生，实现债券市场的有效退出。

(3) 加强国债期货交易的规范化管理，完善交易平台与信息监管体系。我国的国债期货交易的法定监管主体是证监会，期货行业协会和交易所根据各自职能虽有明确分工，但监管的力度较为有限。因而，借鉴国际经验，我国的国债期货交易应建立类似于美国、英国和日本的多层次监管体系，并加强各层级的风险监管合作。另外，为避免类似于“3.27”的事件再次发生，我国还应建立统一的信息公开渠道，保证影响国债期货交易的信息能够公开公平地及时传达到市场，防范部分投资者因得到内幕消息而出现过度投机行为。

(4) 进一步丰富信用衍生工具的品种，扩大信用衍生工具的参与主体范围。与发达国家信用衍生品市场的过度投机不同，我国的信用衍生品市场发展步伐较为缓慢，在当前阶段的改革应着重于激活国内信用衍生品市场。一方面，信用衍生工具的品种要进一步丰富，目前国际上信用衍生工具以信用违约互换(CDS)为主，其他品种诸如总收益互换(TRS)、信用联系票据(CLN)和信用利差期权(CSO)也占有着一定的市场份额。信用衍生工具的丰富有助于满足不同类型投资者的需求，增加信用衍生品市场的活力。另一方面，信用衍生工具的参与主体范围仍需要扩大，目前我国参与CRM交易的只有少数银行，这也是信用衍生品市场发展缓慢的重要原因，除商业银行之外，其他主体包括企业部门以及非银行金融机构都需要涉足信用衍生品市场，真正发挥信用衍生工具对于金融体系内部信用风险的缓释作用。

三、开放市场环境下打造“中国固定收益市场 2.0”

在从上述几个角度对市场进行完善的基础上，要应对人民币国家化给资本市场带来的挑战，打造升级版的“中国固定收益市场2.0”，还需要在多个方面进行更为充足的准备，尤其是在资本项目有序开放、金融服务业双向开放以及推动国债市场广度、深度双向扩展等方面采取相应的措施。

(一) 坚持推进金融市场改革，有序推动资本项目开放

当前推进人民币资本项目开放拥有有利的经济金融条件。一方面，伴随着“一带一路”战略的提出，过剩的产能、充实的外汇储备、迫切的经济结构调整需求等，都需要中国企业“走出去”。另一方面，伴随着跨境贸易和投资的发展，人民币的跨境交易和支付越来越广泛，中国与各国间的人民币互换规模也日益扩大，人民币的自由使用更具基础。而伴随着人民币汇率形成机制进一步完善，人民币跨境支付系统投产运行，人民币正式加入SDR，人民币国际化进程的加快无疑将进一步加快我国资本项目开放的进程。2012年人民银行曾在报告中提出：资本账户开放的短期安排（1年-3年）是放松有真实交易背景的直接投资管制，鼓励企业“走出去”；中期安排（3年-5年）

是放松有真实贸易背景的商业信贷管制，助推人民币国际化；长期安排（5年-10年）是加强金融市场建设，先开放流入后开放流出，依次审慎开放不动产、股票及债券交易，逐步以价格型管理替代数量型管制。可见2017-2022年资本市场将成为我国推动资本项目可兑换的“前沿阵地”。目前中国对部分资本项目下的投资资金依然是通过配额体系加以管理。QFII、RQFII、沪港通等措施虽然打开了跨境资金流动的大门，但是相较于中国资本市场规模而言，各种机制下允许跨境投资的全部金额仍然有限。目前，债市、股市的全部跨境投资额度约为2万亿元人民币，市场规模占比不足3%。同时，金融衍生品领域的创新和开放水平还不能适应资本项目可兑换的要求，特别是在制度创新、产品创新和监管创新上还有较大的发展潜力。

下一步应从以下几个方面推动资本市场开放：第一、应进一步扩大QFII、QDII和RQFII额度，并适当降低境外合格机构投资者进入境内资本市场的门槛，进一步提高证券投资项下可兑换水平；第二、正式推出个人投资者出海计划，推进境内外个人投资便利化；第三、尽快推出深港通，并进一步研究和其他国家资本市场实现跨境交易的可行性；第四、发展国债期货等金融衍生品，提高市场的定价能力，健全风险管理机制；第五、研究推出场内交易的人民币衍生产品，丰富人民币汇率风险管理工具。

与此同时，推进人民币国际化和资本账户开放的过程中也必须权衡改革和 risk 的关系。资本项目的开放进程应与汇率市场化改革、人民币国际化进程保持相对平衡。在实行有管理的浮动汇率制下，资本项目开放可能会使得货币政策难以发挥作用，增加国家宏观调控政策之间协调配合的难度。因此为了保持货币政策有效性，资本项目开放首先要以汇率市场化改革为前提。人民币汇率形成机制改革要坚持稳健性和自主性，循序渐进逐步增大汇率波动的弹性空间。同时，从国际经验来看，资本项目逐步开放的同时，短期资本流动将越加活跃，人民币币值浮动也将愈加频繁，需要更加丰富的金融产品和更加有效的监管经验。随着美元正式进入加息周期，市场预期以及经济下行的压力都对人民币贬值造成压力，也可能在短期引发大量资本的流动。因此，在实现人民币资本项目可兑换的过程中，短期的资本快速流动对我国金融市场可能造成一定的冲击。因此，一方面应必须继续推进利率和汇率的市场化改革，提高金融市场的弹性；另一方面金融市场在监管层面应建立统计信息监测系统，及时掌握短期的跨境资本流动情况，有效地规避风险。

（二）有序推动金融服务业双向开放，提升金融业竞争力和服务水平

在推进资本项目开放的进程中需同时也要推动金融服务业的双向开放。当前，我国金融服务业对外开放程度整体滞后，中国金融机构的经营管理和竞争力还需提高，而外资银行在一些交易业务、衍生产品、国际贸易业务以及风险管控等方面具有优势。无论从历史还是国际经验来看，扩大金融服务业对外开放，将在人才、技术、治理结

构等方面提高本土金融业服务水平及运营效率，同时提升本国货币监管当局的监管水平。与此同时，金融服务业的开放不仅对外，需同步加大对国内民营资本的开放。民营资本占金融业的比重过小，成为制约我国金融系统融资效率的关键因素之一。为此，要逐步降低金融业准入门槛，允许民间资本参股、控股现有的金融机构，发起新设金融机构。扩大金融业对内对外开放有利于我国在更高水平上引入竞争机制，提升我国金融业竞争力。

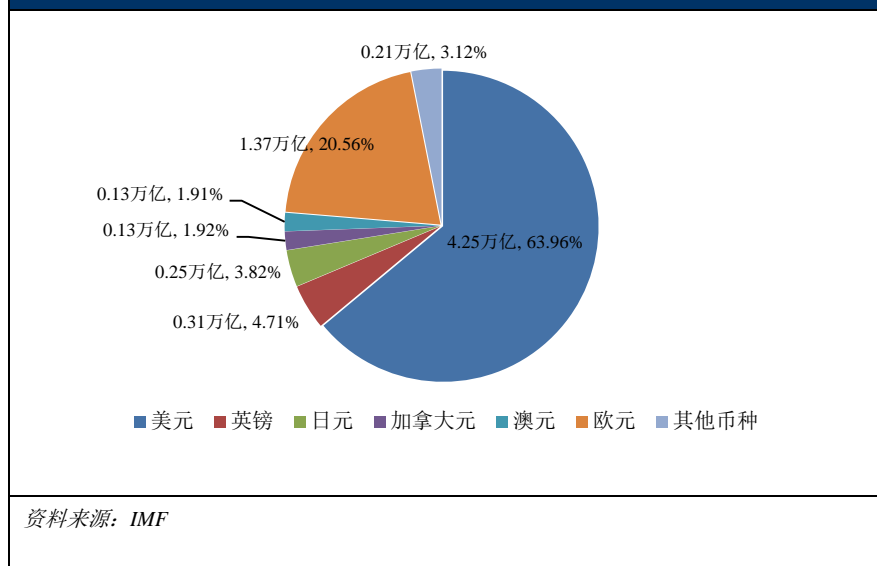
从国际惯例来看，扩大金融服务业开放的模式是准入前国民待遇和负面清单。由于金融服务业整体上不涉及国家安全、意识形态等核心利益，因此，除个别外，金融行业的最终目标是整体从负面清单中剔除，即实现全面开放。从路径来看，扩大金融服务业开放可以分三步走：第一阶段，建立准入前国民待遇和负面清单管理模式，同时清除“玻璃门”或“弹簧门”的限制措施；第二阶段，逐步缩短负面清单，用审慎监管代替准入要求；第三阶段，将金融业整体从负面清单中移除。

需要注意的是放开准入不等于自由进入。应在持续评估、完善审慎监管和有效管控风险的基础上，推动金融服务业对符合条件的民营资本和外资机构开放。应有序放宽证券业持股比例限制，推进银行业对外开放。同时，提升金融机构国际化经营水平，鼓励金融机构审慎开展跨境并购，完善境外分支机构网络。

（三）推动国债市场广度、深度双向扩展，加强货币、财政政策配合

虽然人民币纳入SDR货币篮子在短期内可能并不会带来人民币资产配置需求的大幅上升，但从长期看仍然可能逐步驱动全球央行对储备资产进行一定程度的调整。目前国际上有部分国家央行以SDR权重作为配置外汇储备资产的参考比例，这些机构正是人民币资产的潜在需求方。随着时间推移，预计未来5-10年境外对人民币资产的配置需求将有明显增加。截至2015年三季度末，全球外汇储备总量为11.2万亿美元，能够查明币种构成的总量6.6万亿美元，其中美元在外汇储备中占比63.98%，而英镑、日元、加拿大元、澳元和欧元占比在1%-5%不等，人民币与其他货币合计占比仅为3.19%，预计目前人民币资产单独占比或不足0.5%。考虑到全球外汇储备中扣除中国3.5万亿美元的外汇储备后的境外总量为7.7万亿美元，若未来5-10年内人民币资产在境外外汇储备资产中的比例能够达到当前在SDR中的权重，假设全球外储的平均增长速度在3%左右，那么10年内人民币资产的总需求将超过1万亿美元，其中新增需求预计在1万亿美元左右。假设未来境外央行配置人民币资产中国债占比在80%，那么这期间新增的国债配置需求将达到8000亿美元，按照当前汇率折算成人民币约为5.2万亿元，意味着在当前国债发行规模的基础上，为满足人民币国际化带来的境外机构资产配置需求，平均每年需额外新增5200亿元国债，而这其中尤其以目前发行规模较小的短期国债为主。

图 7：可查明币种的外汇储备货币构成分布（美元）



在大量人民币资产配置需求增加的同时，为降低资金的流动对市场上资金价格和债券收益率的波动性影响，还需进一步增加政府债券市场的深度。从全球成熟市场的规模来看，2014年美国 and 英国的政府债券存量规模与GDP的比例均在90%左右，德国的政府债券占GDP的比重也达到52%，日本的这一比例甚至高达178%，而我国政府债券占GDP比重较小，2014年2015年这一占比分别仅为17%和23%，对比来看我国国债市场仍有很大的扩容空间。因此，无论是为满足日益增加的境外投资需求，还是进一步增加国内债券市场的深度，国债作为安全资产，发行规模都要进一步增加。

表 3：2014 年主要发达国家政府债券存量规模占 GDP 比重

国家	政府债券存量（十亿美元）	GDP（十亿美元）	政府债券存量/GDP
美国	15454	17419	88.72%
英国	2700	2941.9	91.18%
德国	2000	3852.6	51.91%
日本	8205	4601.5	178%

除此之外，扩大国债发行规模、丰富短期国债品种，还有利于提高货币政策和财政政策的配合度。作为一种特殊的债券品种，国债兼具财政与金融双重属性。一方面，国债是中央政府主要的债务融资工具，在一国的财政政策中发挥着不可替代的作用；另一方面，由于国债具有安全性高、流动性强及收益稳定的特点，其又被认为是央行公开市场操作的主流工具，成为货币政策工具的重要组成部分。由此可见，国债市场可以说是财政政策和货币政策两者协调配合的契合点。从美国的经验来看，美国拥有全球最大的国债市场，国债规模在GDP的占比达到70%以上，且期限品种丰富，覆盖了

从短期到中期到长期的全部品种。发达的国债市场为美国财政、货币政策的协调提供了有效配合途径，这集中体现在美联储的公开市场操作上。在常规政策环境下，美联储通过在公开市场买卖联邦政府发行的短期国库券来调整货币供应量，进而影响市场基准利率，并传导至长期利率，由此来影响经济中各变量，配合财政政策达到宏观调控的总体目标；在金融危机后的非常规货币政策下，联储则通过购买长期政府债券或进行卖短债买长债的扭曲操作，来直接向金融市场提供流动性，并由此影响实体经济变量，帮助美国经济走出危机。对比之下，中国国债市场发展明显滞后，这导致积极的财政政策难以有效实施；同时由于国债发行规模不足，特别是1年期以内的短期国债品种的缺乏，直接限制了央行在公开市场上的操作效率，因为根据公开市场操作本身的要求，银行持有的工具应该具备期限短、规范可靠的性质。在这种情况下，货币与财政政策的配合也难免缺乏默契。从这个层面上讲，也需要进一步扩大国债发行规模，特别是要加大短期国债发行量，为央行的货币政策操作提供基础。但同时还需要加强对国债发行的管理，可以仍由中央银行作为财政债务代理人，负责政府债券的拍卖、簿记系统，一方面可以使央行可以更全面地掌握财政资金的信息，对社会资金总量作出更准确的分析，另一方面财政部也能够及时获得市场资金信息，有利于合理确定借贷需求，改善政府的财政状况。

四、总结与展望

国际化进程不可避免地给中国的整个资本市场带来挑战，固定收益市场更是作为前沿阵地直接面对国际机构的投融资观念和认识的差异的冲击。在这样的过程中，一方面对市场本身的发展提出了更高的要求，另一方面对于国内投融资主体对于市场的认识也会产生影响。无论是主动的迎接挑战、转型升级，还是被动地应对冲击，中国的固定收益市场走向成熟的道路都不会是坦途。尤其是在当前宏观经济下行、债务风险已经逐步释放的大环境下，监管机构要有推进改革的决心，投融资主体和中介机构也需要有应对改变的勇气。国际市场不相信眼泪，只相信规则。“中国固定收益市场2.0”的建成需要所有市场参与者更加理性地看待风险才能让市场资源合理配置，才能让它以一个更加高效的状态迎接经济社会的投融资需求。届时，中国资本市场在国际资本市场中的重要性也将进一步有所提高，真正成为国际市场上重要的组成部分，拥有符合其市场地位的话语权。

报告编号：2016028(S)

作者	部门	职称
张英杰	研究咨询部	董事总经理
李诗	研究咨询部	高级分析师/项目经理
余璐	研究咨询部	分析师
谭畅	研究咨询部	助理分析师
张婷婷	国际业务部	总经理助理

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一支证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

中诚信国际信用评级有限责任公司
(穆迪投资者服务公司成员)

地址：北京市复兴门内大街 156 号
北京招商国际金融中心 D 座 12 层

邮编：100031

电话：(86010) 66428877

传真：(86010) 66426100

网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING
CO.,LTD

An Affiliate of Moody's Investors Service

ADD: 12TH Floor, Tower D.

Beijing Merchants International Finance Center

No.156,Fuxingmennei Avenue,Beijing,PRC.100031

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE: <http://www.ccxi.com.cn>