

我国债券市场发展评述

张 颖^{1 2}

(1.南京证券,江苏 南京 210008;2.南京大学商学院,江苏 南京 210093)

摘 要 对目前债券市场中各债券品种的性质、特点进行了详细的阐释,并从发行量、市场存量、市场占有率的角度对债券市场发展沿革进行分析,结合不同市场债券发行和交易的现状,对我国债券市场发展路径进行总结和评述,并对未来发展方向进行探讨。

关键词 债券市场;市场结构;发展评述

中图分类号:F812.5 文献标识码:A 文章编号:1671-4970(2011)01-0058-04

从 1988 年财政部在全国 61 个城市进行国债流通转让试点开始,中国债券市场经过二十几年的发展,债券品种日益丰富,参与范围不断扩大,市场功能逐渐完善^[1]。形成了一个包括国债、地方政府债、央行票据、金融债、短期融资券、企业债、公司债、中期票据、资产支持债券、可转债、分离交易可转债等 11 个品种,政府、企业、国内外机构、个人多方参与,银行间市场、交易所市场、柜台市场多层次交易的多功能、大范围债券市场^[2]。在政府融资、货币市场调控、解决金融机构资产负债期限匹配问题、企业流动资金筹集、项目融资、盘活非流动性资产等方面发挥了积极作用。

随着金融市场对经济发展的影响力增大,债券市场的重要性日趋显现。企业需要在债券市场上以较低的成本大规模融资,投资者需要债券市场提供投资组合中的低风险资产,央行需要通过债券市场调节货币政策,资本市场需要债券市场提供基础利率,政府需要债券市场推动利率市场化进程。故而,笔者对目前债券市场中各债券品种的性质、特点、发展沿革及现状进行了详细的阐释,通过对不同债券、不同市场、不同年份数据的比较与分析,揭示债券市场的现状与未来发展方向。以期对未来债券市场政策制定以及金融机构债券市场业务发展方向判断作参考。

一、我国债券市场发展沿革

在我国债券市场发展初期,债券品种单一,市场规模较小,也缺乏规范的交易市场及债券发行管理规定。而经过多年的发展,我国债券市场在交易市

场建设、扩大债券市场容量、丰富债券品种上取得了较大的进步^[3]。

1990 年上海证券交易所成立,投资者可在交易所开户后进行记账式债券交易,国债交易形成了场内和场外交易并存的市场格局。然而,由于“3·27 国债期货”事件的爆发,国债期货市场于 1995 年 5 月关闭。1995 年 8 月,政府叫停场外债券市场,证券交易所成为中国主要的债券市场。1997 年,商业银行退出上海和深圳交易所的债券市场。并于同年在中国外汇交易中心基础上建立了银行间债券市场,从此形成了交易所市场与银行间市场分立的格局^[4]。2002 年 4 月,中国人民银行发布的《商业银行柜台记账式国债交易管理办法》开启了由商业银行作为做市商买卖证券的柜台市场。

在增加市场层次的同时,我国债券在发行规模和市场存量上都有大幅的增加。图 1 为从 1993 年至 2010 年年度债券市场发行量与存量^①。

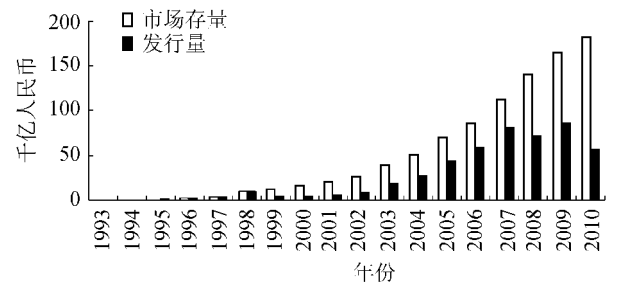


图 1 债券市场发行量与存量^②

从图 1 中可以看出,从 1993 年至 2007 年,债券发

收稿日期:2010-09-03
作者简介:张颖(1972—),女,江苏常州人,经济师,从事证券研究。
① 其中 2010 年数据截至 2010 年 6 月 30 日,下同此日期。
② 数据来源:WIND 数据库

行量一直处于高速增加阶段。2007 年后 ,市场增速开始减缓 ,进入了波动中上升的发展阶段。与债券发行相对应的 ,债券市场存量持续上升。在 1993 年末 ,债券市场存量为 224.57 亿元人民币 ,而截至 2010 年 6 月 30 日 ,债券市场存量达到 183 967.69 亿元 ,年均增速 50%。由于长期债券的累积效应 ,债券市场存量的上升阶段应较发行量上升阶段长。只有当债券发行增量稳定一段时间 ,债券发行量与到期数量相当之后 ,债券市场存量才会相对稳定。

伴随着债券市场建设的完善、发行量与存量的不断增加 ,债券市场品种也在不断地丰富。为了更好地分析各品种债券的发展情况 ,根据债券发行量大小的差异 ,将目前市场上的债券分为三类 ,第一类是主体类 ,包括国债、金融债、央行票据。第二类是发展类 ,包括企业债、中期票据、短期融资券。第三类是创新类 ,包括可转债、资产支持证券、分离交易可转债、公司债券、地方政府债券。主体类债券的市场占比见表 1。

表 1 主体类债券市场占比 %									
年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
国债	100.00	99.91	73.60	62.81	55.14	80.70	68.82	71.30	62.84
金融债			26.40	36.94	43.41	18.07	28.31	26.54	35.22
央行票									
年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
国债	62.59	41.86	25.73	17.92	16.37	28.87	11.78	18.87	16.40
金融债	33.62	22.57	18.29	15.91	15.91	14.58	16.12	15.81	13.34
央票		32.21	54.08	61.30	60.68	49.64	58.77	43.95	53.11

表 1 为债券市场主体类债券从 1993 年至 2010 年上半年在债券发行市场中的占比情况。国债、金融债、央行票据各年均占据了市场发行总量的 80% 以上。国债发行量从 1993 年的 527.7 亿元人民币 ,上升到 2009 年的 16 418.1 元人民币 ,市场占比却从近 100% 下降到不足 20%。国债发行量占比的持续下降 ,说明其发行量增速小于债券市场整体增速。这是一个较为成熟的债券在一个高速发展的市场中所必然会面临的情况。自 1994 年政策性银行成立之后 ,金融债券的发行主体从商业银行转移到政策性银行。金融债券发行数量和市场存量大大增加 ,其市场占比迅速达到一个高峰 ,然后有所下降 ,2005 年后 ,金融债券市场份额保持了一个相对稳定的比例。2003 年 4 月 ,中国人民银行正式发行央行票据替代国债和金融债回购交易对货币市场进行公开市场操作 ,央行票据发行量急剧上升 ,后来居上 ,迅速成为了发行量最大的债券品种 ,占据整个债券市场发行量一半左右。然而 ,央行票据由于期限较短 ,其市场存量仍不及国债与金融债券 ,平均仅占市场总量的 23%。总的来说 ,主体类债券构成了整个债券

市场的主体 ,其发行带有较强的政策性。此类债券占比在缓慢减少 ,这一方面和债券市场的多样化有关 ,另一方面 ,体现了债券市场运行的市场化。发展类债券的市场占比见表 2。

表 2 发展类债券市场占比 %									
年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
企业债	3.36	2.43	1.15	1.46	1.69	2.09	3.24	4.89	2.64
短期融资				3.24	4.85	4.10	5.93	5.30	6.63
中期票据							2.38	7.95	5.36

表 2 显示 ,发展类债券包括了企业债、中期融资券、短期融资券 3 种。这 3 种债券在发行量上较为接近 ,与主体类和创新类债券有较大差异。这 3 种债券中 ,除了企业债存在时间较长外 ,短期融资券、中期票据均是近几年新推出的品种。而短期融资券和中期票据由于其发行人信誉好、收益率高、发行方式灵活、交易活跃 ,市场份额上升迅速 ,在 2010 年年中 ,已占据了总发行量的 6.63% 和 5.36%。参照国外票据市场 ,作为筹措企业短期流动资金的短期融资券仍有较大的发展空间。而中期票据由于其在期限上与企业债、公司债等其他形式的债券有较大的替代性 ,虽然目前由于发行方式灵活而占据市场优势 ,但其未来发展前景不甚明了。创新类债券的市场占比见表 3。

表 3 创新类债券市场占比 %									
年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
地方政府债								2.30	1.17
资产支持证券				0.17	0.27	0.22	0.41		
公司债						0.14	0.39	0.84	0.60
可转债	0.43	0.93	0.75	0.00	0.07	0.13	0.11	0.05	0.75
可分离转债存债					0.16	0.23	0.87	0.03	

从表 3 中可以看出 ,创新类债券有 3 个特点。①市场占比非常少。创新类债券总体发行量占市场总额不到 3%。②出现时间晚。除可转债以外 ,其他债券出现时间都较晚 ,资产支持证券出现与 2005 年 ,分离交易可转债出现于 2006 年 ,公司债出现于 2007 年 ,地方政府债券出现于 2009 年。③未来发展的不确定性。可以看出 ,这部分债券目前的发行只是作为债券市场发展的尝试 ,未来发展具有较大的不确定性。如信贷资产支持证券与分离交易可转债均在 2008 年末和 2009 年中暂停审批。尽管 ,创新类债券份额虽小 ,但是作为债券市场的有益尝试 ,有可能从中出现债券市场发展新的增长点。

二、债券市场基本构成

债券市场作为债券发行和交易的场所 ,其由多

个要素构成。具体的包括债券、投资者、发行人、监管机构、中介机构、交易场所、发行、交易制度 ,法律法规等。从品种上来看 ,目前我国市场中的债券主要分为 11 个品种 ,包括国债、地方政府债、央行票据、金融债、企业债、公司债券、短期融资券、中期票据、资产支持债券、可转债、分离交易可转债。从投资者方面来看 ,有中央及地方政府、各类金融机构、工商类企业、个人投资者等。除了个人投资者以外 ,其他的投资者同时也是债券市场上的发行人。从交易市场上来看 ,债券交易市场主要有 3 个 ,银行间市场、交易所市场、柜台市场 ,各个市场的交易制度不同 ,导致了市场在参与者、交易量、流动性上的巨大差异。从监管机构方面来看 ,监管机构对主要债券的发行和交易进行监管。

发行监管机构因债券发行人及品种而异 ,交易监管机构因债券所在的交易市场而异。从法律法规方面来看 ,不同的债券由于其性质的不同 ,所适用的法律法规差别较大。除了较为普遍使用的《证券法》以外 ,各类债券的法律依据主要是其相对应的监管部门颁布的管理办法及相关条例。表 4 对各个债券的相关情况进行了总结。

从表 4 可以看出 ,各个债券在发行人、发行对象、流通方式、期限、发行管理机构方面都有着较大的不同。从发行对象来看 ,债券发行可能面向个人或机构或两者兼而有之 ;从流通方式来看 ,可以分为交易所市场流通、银行间市场流通、柜台流通 ,或者不能流通 ;从期限上来看 ,债券期限从短期、中期、长期不等 ;从发行管理上来看 ,发行管理部门包括了全国人大、人民银行、发改委、证监会。

表 4 各种债券的发行与流通

债券类型	发行人	发行对象	流通方式	期限	发行管理部门
记账式国债	财政部	视发行市场而定	在其所发行的市场流通	任意	全国人大
凭证式国债	财政部	个人及机构	不能流通 ,可在原购买网点提前赎回	1 ~ 5 年	全国人大
电子式储蓄国债	财政部	个人	不能流通 ,可以提前兑取、质押贷款和非交易过户	1 ~ 7 年	全国人大
地方政府债券	财政部代理 地方政府发行	视发行市场而定	银行间或交易所流通	3 ~ 5 年	国务院
央行票据	人民银行	公开市场一级交易商	银行间市场流通	3 ~ 36 个月	人民银行
金融债券	金融机构	银行间市场参与者	银行间市场流通	任意	人民银行
企业债券	国有独资企业 国有控股企业	视发行市场而定	在其所发行的市场流通	3 年以上	发改委
公司债券	股份有限公司 有限责任公司	交易所市场参与者	交易所市场流通	3 ~ 10 年	证监会
中期票据	非金融企业	银行间市场参与者	银行间市场流通	3 ~ 5 年	交易商协会
短期融资券	非金融企业	银行间市场参与者	银行间市场流通	1 年以内	交易商协会
资产支持证券	证券公司 信托机构	视发行市场而定	在其所发行的市场流通	任意	交易商协会
可转债	上市公司	交易所市场参与者	交易所市场流通	3 ~ 8 年	证监会
分离交易可转债	上市公司	交易所市场参与者	交易所市场流通	3 ~ 6 年	证监会

三、我国债券市场结构解析

我国债券市场作为一个有效的投融资渠道 ,正发挥着越来越大的作用。截至 2010 年 6 月 30 日市场上有债券合计 2076 只 ,票面总额 180 947.13 亿元人民币 ,机构投资者 9 740 家 ,月交易量 68 987 亿元人民币。债券市场存量见表 5。

表 5 债券市场存量

类别	债券数量/只	债券数量比重/%	票面总额/亿元	票面总额比重/%
国债	142	6.84	55 237.85	30.53
地方政府债	52	2.50	2 438.00	1.35
企业债	549	26.45	12 460.28	6.89
金融债	399	19.22	52 149.99	28.82
央行票据	112	5.39	37 785.00	20.88
短期融资券	348	16.76	6 061.90	3.35
资产支持证券	28	1.35	357.25	0.20
公司债	77	3.71	1 476.40	0.82
中期票据	338	16.28	11 523.65	6.37
可转债	10	0.48	506.16	0.28
可分离转债存债	21	1.01	950.65	0.53
合 计	2076	100.00	180 947.13	100.00

从表 5 可以看出 ,首先 ,虽然债券市场品种已大为丰富 ,但不同的债券在数量和票面总额上分化较大。从债券数量上来看 ,债券数量较小的债券(小于 100 只)均属于创新债券类 ;从票面总额上来看 ,票面总额占市场比率可以分为 3 个层次。

为了使不同市场存量债券间的交易量具有可比性 ,本文选用交易量除以存量来作为债券交易活跃程度的指标。分子选取的是 2009 年 6 月 30 日至 2010 年 6 月 30 日的月度交易量总和 ,分母选取的是 2009 年 6 月 30 日和 2010 年 6 月 30 日市场存量的均

值 比值越大 ,说明每单位面值债券的交易量越大 ,该债券在二级市场上交易越活跃 ,即债券流动性越强 ,具体二级市场交易活跃程度见表 6。

表 6 二级市场交易活跃程度对比

债券名称	资产支持 证券	公司债	地方 政府债	可分离转 债债券	国债	可转债
交易量/存量	0.05	0.44	0.48	0.50	0.98	1.82
债券名称	企业债	央票	金融债	短融 融资券	中期 票据	
交易量/存量	3.05	3.18	4.59	6.18	9.85	

从表 6 中可以看出 ,央行票据、金融债、短期融资券等只在银行间市场进行交易的债券交易频率较高。而公司债、地方政府债、分离交易可转债债券等只在交易所市场进行交易的债券交易频率较低。这一情况又与我国债券市场的另一特点相符合——银行间市场比交易所市场更活跃。这一点同样体现在托管数据中(图 2)。

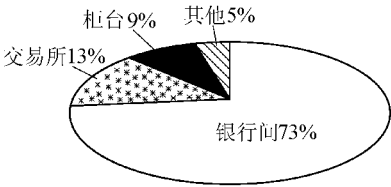


图 2 不同市场托管量百分比①

从图 2 中可以看出 ,银行间市场托管量占总托管量的 73% ,交易所市场仅占 13%。而根据自 2009 年 7 月以来的成交数据来看 ,银行间市场成交额是交易所市场成交额的近 20 倍。这是因为 ,在我国债券市场上 ,普通投资者或投资买入债券后 ,一般情况下会持有到期 ,而非通过二级市场转手获利 ,对于企业债等利率较高的债券 ,交易所市场常常呈现一级市场申购火爆 ,二级市场交易清淡的情况。债券的流通主要是在金融类机构之间 ,故而银行间市场目前也是最活跃的债券交易市场。

从以上债券市场结构的解析可以看出 ,目前我国债券市场有以下两个特点 :①债券之间发展不平衡。发行人具有政府背景的 ,如国债、政策金融债、央行票据等债券发行量巨大 ;②市场之间发展不平衡。不同市场债券交易量、债券存量差别大。首先 ,从债券间的发展比较来看 ,政府背景债券发行量大 ,对我国债券市场发展有利有弊。一方面 ,这部分债券满足了低风险偏好的投资者的投资需求 ,促进了资本市场资金流动 ;另一方面 ,由于政府背景债券不管是从信用还是发行渠道上来看 ,都相对于其他主体发行的债券来说具有竞争优势 ,当债券市场需求不足时 ,政府融资将对民间融资产生替代效应 ,同

时 ,大量政府背景债券的发行可能抬高市场收益率水平 ,从而对民间融资产生挤出效应。其次 ,从债券市场间发展不平衡来看。交易所市场债券交易量较小 ,银行间市场存量及交易量大。多个市场并行发展的市场结构使不同的参与者都有各自的生存空间 ,但同时也带来了一些问题 ,如市场发展不平衡而出现银行间市场独大的局面 ,市场间流动性不强而导致债券定价割裂等。

四、结 语

通过 20 余年的高速发展 ,我国债券市场达到一定的规模 ,品种在逐步探索中丰富 ,市场设施也日益完善 ,多层次的市场结构广泛调动了各类投资者的参与度。总结我国债券市场的发展过程与现状 ,可以发现以下特点 :政府主导型的债券是债券市场主体 ,国债、政策银行金融债、央行票据 3 种债券占据了债券市场大半江山 ;市场主导的债券份额在不断上升 ,由不足 1% 上升到 20% 左右 ;多市场共存 ,但银行间市场起主导作用。银行间市场在托管量和交易量上与其他市场相比有绝对优势。

从发展趋势来看 ,未来债券市场的规模将继续扩大 ,但增速有所放缓 ,直到政策或产品创新带来新的突破。而从债券品种上来看 ,债券的发展一般面临 3 个阶段 ,债券市场健康发展的动力源自市场主导型债券 ,短期融资券、中期票据的成功发展便是有益的例子。而新的市场契机可能会出现在创新类证券中。从市场层次上来看 ,银行间市场参与者的研究分析能力整体上高于交易所市场的参与者 ,因此 ,银行间市场可以比交易所市场更快走向成熟。但是 ,银行间市场在引入新的债券品种时更需要警惕系统性风险。银行间市场交易量大 ,参与者之间相关度高 ,参与者资本金比率远低于非金融机构 ,一旦系统性风险爆发 ,将对金融体系的稳定运行产生巨大的威胁。

参考文献 :

[1] 高坚 杨念 .中国债券市场发展的制度问题和方法研究 [J].财经科学 2007(12):1-7.
[2] 刘一峰 .我国债券市场发展现状分析及政策建议 :基于债权人权益保护视角 [J].财会通讯 2010(3) 30-32.
[3] 刘振华 .从货币政策视角看中国债券市场的功能 [J].中国金融 2010(8) 77-78.
[4] 谭永全 .论我国债券市场的发展 [J].扬州大学学报 :人文社会科学版 2007(7) 94-98.

① 数据来源 :WIND 数据库