



您的位置：首页 - 文章选登

如何促进债券流通市场的发展(袁东；2004年2月24日)

文章作者：袁东

中国债券市场发展到现在，作为场内市场的交易所债券市场和作为场外市场的银行间债券市场并存的格局已基本成型。但是，两个市场的分割状态却饱受诟病，市场统一已是大势所趋。但这种统一采取何种模式，两者间是互补关系还是替代关系，今后推动债券市场尤其是流通市场发展中应注重哪方面的工作，本文将就这个问题做一探讨。

提高政府债券流通市场的主导作用

债券市场的发展在很大程度上取决于流通市场的培育。过去20多年的实践已经证明，流通市场的落后严重制约着债券发行机制的市场化程度，也影响了债券市场应有功能的发挥。所以，目前如何推动债券流通市场的发展是关键。过去、目前以及将来的趋势都表明，政府债券市场将是我国债券市场的主体。没有一个发达的政府债券市场，就不可能发展一个符合预期目标的债券市场，而且还会影响到整个金融市场的应有发展，因为国债市场是生成整个债券体系与其他金融资产定价的基准。

由此，应当重点考虑的问题是如何在国债流通市场已有发展的基础上，完善各方面的措施，进一步推动中国国债流通市场的建设与发展。

交易所市场与银行间市场是互补关系

债券尤其是国债需要场内交易与场外交易的相互配合从发达市场的经验以及理论上讲，政府债券更适合于场外市场交易。但我国的国债市场仍处于初级阶段，受各种因素的影响，国债市场的投机性较大、来自市场层面的风险也较大，价格波动性较大，同样幅度的利率所引起的市价变动额较发达市场要大得多。为了抑制过度投机与操纵市场的行为、控制市场总体风险，有必要将国债集中到按一定规则运行、具备强有力监管力量的证券交易所进行交易；同时，基于债券的本身属性，也有必要在场外市场进行交易。

真正有效的场外证券交易市场最起码要具备以下五个条件：一是有合理的政府制度安排，二是要有自律性组织及其相应的规则安排，三是有严格的做市商制度和高效的同业经纪人制度，四是有为市场交易提供清算结算服务的权威的托管清算结算系统，五是有确保市场信息及准确传播与披露的技术传递系统，保证市场具备足够程度的透明性。

对照起来看，我国目前的银行间债券市场就属于这种有着统一组织（统一的前台报价系统与后台托管清算结算系统）和规则的现代场外市场，但距离上述五个条件尚有一定差距，银行间债券市场仍然需要在组织规则、基础设施与信息披露制度等方面加强建设，以提高市场效率。

因此，交易所债券市场与银行间市场应该是互补关系而非替代关系，市场的统一指的是通过改革债券托管体制与结算体制以及市场参与与制度，至少使债券在两个市场之间自由转托管、交易者能够在两个市场自由进行交易，通过不受限制的套利来均衡两市场的价差，共同确保整个债券市场运行的顺畅与高效。

加快统一高效的债券托管结算系统的建设

目前，债券市场共有两类债券托管结算系统：一类是由中国人民银行监管的中央国债登记结算公司，负责银行间债券市场交易的各种债券的托管与结算；一类是由中国证监会监管的中国证券登记结算公司，其下又分上海分公司与深圳分公司，分别负责上海证券交易所与深圳证券交易所包括债券在内的所有场内证券的托管清算结算事宜。

这一托管体制的问题主要体现于以下几点：

一是两类托管结算系统存在表现形式不一的竞争关系，相互间没有很好的协调机制，其结果是要么使得债券难以在两个市场之间转托管，要么转托管的成本太高，造成两市场间的套利难以进行，加重了债券市场的分割与无效。

二是中央国债登记结算公司的效率有待进一步提高，而且同作为银行间债券市场前台的中国外汇交易中心存在一定矛盾，前后台的协调性有待改善，这导致了这一市场参与者交易成本的加重，影响了该市场的效率。

三是中国证券登记结算公司是在原属两个证券交易所的证券登记结算公司基础上由行政手段强行建立的，无论就管理经验而言，还是从技术系统与相应手段的建设方面，都显得欠缺，难以形成对上海与深圳两个分公司有效的统一与协调机制，不利于市场效率的提高。

由此，我们对债券托管结算系统建设提出以下建议：

— 进一步加强中央国债登记结算公司目前负责的债券托管结算系统的建设，首要的是进一步明确为市场服务的意识，在提供快速便捷服务的同时，不断降低市场参与者的成本，以提高市场效率。

— 切实按照市场化的要求与方向加强两个交易所市场托管清算结算系统的建设。统一交易所托管清算结算系统必须遵循市场化原则，而不应过于运用行政手段，更不应将机构建设与系统运行行政化。

— 建立中央国债登记结算公司与中国证券登记结算公司的高效协调机制。两机构应本着为市场服务的意识与促进债券市场统一发展的原则，就债券托管清算结算事宜进行定期与不定期协调，使市场参与者能够以低成本在两个市场间自由转托管，并为控制两个市场的总体风险共同采取措施。

— 为了促进债券市场的发展，在托管结算系统建设方面，最终目标应当是在遵循市场化原则的前提下，统一两类托管清算结算系统，建立真正统一高效的债券托管清算结算系统，否则，债券市场的统一发展目标难以切实实现。

推出衍生产品，强化流通市场均衡机制，拓展债券市场作用

交易方式的单一使债券市场尤其是交易所债券市场的均衡机制较为脆弱，不仅影响到债券市场的有效运行，也制约了债券市场向深度发展的步伐。另外，从中国目前经济金融的发展需要看，尤其是随着利率市场化进程的加快，急需利率风险管理工具，而各种国债衍生产品就是最好的利率风险管理机制。所以，应当结合中国利率市场化的进程、金融市场对外开放的进展以及债券市场自身发展的需要，加快债券衍

生产品的引进与推出。从目前来看，应当在银行间市场推出一一般性债券远期交易与带有限制性卖空条件的开放式回购交易，在交易所推出开放式回购交易，由此可使国债市场开始成为一个双向交易的市场，即不管利率上升还是下降，都能使国债市场存在双重的交易力量，从而避免目前这种单向市场状态下容易积蓄投机力量、市场投机性较浓的情况。待这两种交易方式实施一定时间后，根据市场情况与金融制度改革情况，研究恢复国债期货交易。只有如此，才能强化债券流通市场的均衡机制，使债券市场的功能充分发挥。

文章出处：《金融时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所