



您的位置：首页 - 王国刚

债市供不应求局面将大为缓解(2006年3月31日)

文章作者：何旭强

尽管我国债券市场有了长足的发展，推出了一系列如银行次级债券、短期融资债券、远期交易、开放式回购等新的交易品种和交易方式，但与国际市场相比，我国债市的总规模依然过小。2002年美国狭义债券存量相当于其GDP的1.6倍，如包含资产支持证券则达到2倍多，而我国2005年底债券存量仅占GDP的50%左右。同时，我国债市的结构也很不合理，公司债券所占比重过低，严重影响了债市整体功能的有效发挥。展望今年，我们认为，创新将成为债市的主旋律，去年供不应求的局面将大为缓解。

创新 今年债市发展的主旋律

创新依然是今年债市发展的主题。与去年相比，今年的债市创新将主要集中在结构调整、机制创新和管理创新等方面。具体来看：

第一，结构调整。从债券的种类看，企业债和信贷资产证券化面临较大的发展空间。在我国债市的品种结构中，国债、金融债券、央行票据三者之和占债券总量比重约为97.5%左右，企业债仅占2.52%，信贷资产证券暂无，应该说企业债和信贷资产证券在今后几年有较大的发展空间。

从信用等级上看，国债、金融债和央行票据几乎不存在信用风险，发行企业债多为央企，其中绝大多数又由银行等金融机构提供不可撤销担保，同时，发行企业债的资金用途也有明确的规定，因此，企业债票面利率制订缺乏弹性。随着新的《企业债券管理条例》，企业债存在众多的创新机会，一些低信用等级（指信用评级在A级以下）的企业债孕育着较大的发展空间和市场投资机会。这决定了，今年企业债市场的投资品种将明显丰富，各种企业债之间的利率差距也将拉开。

第二，机制创新。2005年以来，我国银行间债市得到充分发展，先后颁布《债买断式回购竞价交易》、《信贷资产证券化试点管理》、《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》、《全国银行间债券市场远期交易管理规定》、《短期融资券管理办法》等一系列规章制度，大大丰富了债券品种，并向衍生金融领域迈进。相比之下，交易所债券市场的发展速度极为缓慢。2004年以来，由于封闭式回购制度设计上的缺陷，一些券商在国债回购上风险失控，随着国债市场的下跌，部分券商出现“欠库”等现象，严重扰乱的债券市场。在这种背景下，去年新发行的国债暂停了封闭式回购，转而实行开放式回购，但开放式回购设计上过于注重了风险防范，使开放式回购基本无成交，交易所开发的远期交易也暂停，去年交易所债券市场的创新基本处于停滞状态。

从国际市场看，交易所债市是场外债券交易市场（在我国，场外债券交易市场指银行间债券市场）的有力补充，集中竞价交易方式更有利于债券价格发现和保护债券投资的利益，交易所债券市场参与主体广泛，有利于分散市场风险，这些优点是场外询价交易所不具有。2006年，随着交易所封闭式回购存在问题的解决和回购交易制度的完善，在机制创新的背景下，交易所债券市场将步入一个良好的发展期，创新的步伐也会加快。此外，规避风险和短期套利的交易方式——买断式回购和远期交易也将受到关注。

第三，管理创新。2005年12月17日，十届全国人大常委会第四十次委员长会议通过了关于实行国债余额管理的意见。这意味着今年我国国债发行将采取国债余额管理的方式。这是国债发行体制的一次突破，有利于国债期限结构优化和滚动发行形成规模。实行国债余额管理，短期债的发行量将会增加，这将有利于改善国债的流动性，有助于提高政府国债发行的灵活性，降低筹资成本，短期债券的价格波动性将可能加大；同时，也意味着，央行公开市场操作开始有了真正的对象，由此，随着短期国债的发行和规模扩展，央行票据的发行增速可能减缓，央行公开市场操作也将步入更加规范的轨道。

供不应求的市场状况将缓解

与去年相比，今年的债券供给量可能增加40%左右，这将明显缓解去年债市中需求大于供给的状况。具体来看：

第一，国债。2005年，国债全年发行量超过7000亿元，创下历史新高。但在今年，由于前几年发行的国债正逐步进入偿付期，2006年还本付息将比2005年增加1000亿元以上。因此，国债发行量还将在2005年的基础上继续增加，保守估计将超过8000亿元。

第二，金融债。2005年，三大政策性银行发行金融债约6000亿元。预计今年发行规模较2005年稳中有升，保守估计约在6000亿元以上。

根据2005年5月份央行颁布的《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》，政策性金融债和其他商业银行发行的债券统一纳入了金融债管理范围。2005年，商业银行发行债券和次级债共计约900亿元。考虑低利率环境刺激商业银行主动性负债的积极性以及监管部门鼓励直接融资的态度和商业银行补充资本的紧迫性，预计2006年商业银行发行债券和次级债规模将有所上升，保守估计发行规模在2500亿元左右。

此外，再加上证券公司发行的短期融资券，2006年金融债的发行总规模有可能突破8500亿元。

第三，企业债。预计今年企业债作为资本市场扩展融资渠道的一个重要途径，将继续保持快速发展势头，全年预计发行量为1500亿元左右。

上市公司发行可转债的数量可能增加。从已公布将在2006年发行可转债的公司来看，公司数量达到26家，拟发行可转债数额达到260多亿元，比前两年明显增加。

第四，短期融资券。短期融资券作为一个新产品，自2005年以来，受到企业（发行人）和市场的双向热捧，一级市场发行价格屡屡达

到上限，二级市场也经常出现一券难求的局面。2005年短期融资券发行规模在不足7个月内就达到了1300多亿元。2006年仍将是短期融资券快速发展的一年，其发行规模可能达到4000亿元以上。同时，2006年，央行也可能推出资产抵押商业票据（ABCP），按照其快速发展的势头，预计这两种债券的发行总规模可能突破4000亿元。

第五，资产证券化产品。资产证券化产品是去年的一个主要新产品。国家开发银行和建设银行的资产证券化产品，首期发行共计75亿元左右，与100亿元的额度相比，尚有一段距离。目前中行正在积极准备发行资产证券化产品，股份制商业银行也在加紧研讨过程中，因此，今年资产证券化试点范围将有所扩大，其发行规模可能继续扩大。

资金宽松状况可能改变

资金供给充裕是推动债市走好的一个重要原因。去年资金供应充沛的主要原因在于商业银行存差快速增大，同时，人民币升值预期引致海外资金通过各种渠道流入，但这一因素在今年将会有所减弱，资金推动债市大幅上扬的局面能否继续值得审慎关注。

第一，银行的需求。可以根据2006年存贷款增量和银行债券购买量占存贷差的比重，粗略估计出2006年银行对债券的需求量。数据显示，2005年1-10月，商业银行新增债券托管总量13576亿，同期新增存贷差15336亿，两者之比为88.52%，高于2004年的86.45%和2003年的55.36%，这说明商业银行在2005年的债券投资力度有所加大。根据中国人民银行2006年货币政策的预期调控目标，货币供应量M1和M2分别增长14%和16%，全部金融机构新增人民币贷款2.5万亿元，由此，初步匡算银行提供资金约16500亿元。

第二，保险公司的需求。保险公司投资于债券的资金主要来源于保费收入的增长。近两年来，保险公司保费收入增长减速，同时，由于债市收益水平较低，所以，2005年7月以后，保险公司投资国债的资金增幅持续回落。按照20%的保费收入增长速度和60%左右的国债投资比例，估计今年保险公司可提供的投资资金大约为2500亿元。

第三，到期资金的投放。今年到期资金投放是资金供给的另一个主要来源。扣除央行票据到期量，经统计得出，今年到期资金约为6000亿元。

第四，其他资金。在上述三项之外，再加上证券投资基金和证券公司等非银行金融机构的投资需求，今年债券投资资金的规模总计可能约为27500亿元。

考虑到央行加大回笼力度以及提高冲销外汇占款的比例，在债券供给大量增加的背景下，今年的债市供不应求局面将大为缓解。

文章来源：《中国证券报》

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

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