

THE REFORM AND DEVELOPMENT OF CHINA'S BOND MARKET

Financial Market Department

THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

一、中国债券市场的发展历程

（一）亚洲金融危机以前，中国债券市场处于摸索起步阶段

中国债券市场始于 1981 年国债的恢复发行。在很长一段时间里，国债采用行政摊派方式，由于缺乏交易流通渠道，投资者认购意愿不强，发行困难凸显了建立国债市场的必要性。

80 年代中后期，随着国债流通转让试点工作的展开，形成了很多地方性债券交易中心及柜台交易中心。但是，由于债券的托管相对分散，存在一些不规范的行为。此后，债券交易统一集中于交易所市场。

1997 年，为了防止银行资金违规流入股市，在国务院的安排下，商业银行统一退出交易所，进入银行间债券市场进行交易。

（二）亚洲金融危机之后，中国债券市场开始步入健康发展轨道

1997 年，亚洲金融危机爆发后，亚洲各国普遍对债券市场发展对本国经济发展的重要性有了新的认识。中国债券市场也形成了新的格局：

1、形成了以场外市场为主体、场内市场和场外市场并存，分工合作的债券市场格局。

经过几年的发展，银行间市场和交易所市场的定位逐渐清

晰，银行间债券市场是定位于机构投资者，通过一对一询价方式进行交易的场外批发市场。交易所债券市场是定位于个人和中小机构投资者，通过集中撮合方式进行交易的场内零售市场。

2、债券市场基础设施建设得到加强。

银行间债券市场建立了统一的债券托管结算平台，实行实名制一级托管，杜绝了挪用债券的可能；建立了一对一询价的电子交易系统，为参与者提供透明、规范的交易平台；此外，还按照国际成熟债券市场的经验，逐步引入了做市商、结算代理等制度安排，提高二级市场流动性。

3、债券发行的市场化程度得到很大提高 。

政策性金融债券和国债分别于 1998 年、1999 年实现了市场化招标发行。市场化的发行方式使发行更加公开和公平，大大降低了发债成本，也为债券流通创造了良好的条件。

4、国家宏观经济调控更多地以市场为基础 。

中央银行的宏观调控方式也开始从直接向间接转化，更多地运用公开市场操作、利率政策等市场化手段，同时通过发行中央银行票据的方式来对冲外汇占款带来的基础货币投放，调节市场流动性。

5、亚洲金融危机之后，中国债券市场开始步入健康发展轨道，但仍存在一些问题：

比如公司信用类债券市场发展依然缓慢，规模较小。发债主体限于少数资质良好的大公司，且多与国家建设项目挂钩，同时强制要求担保，再则是债券发行依然面向个人投资者。

（三）2004 年以来，中国债券市场得到快速发展

2004 年，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（亦称“国九条”），进一步提出了要积极稳妥发展债券市场，鼓励符合条件的企业通过发行公司债券筹集资金。发展改革委、人民银行、证监会等相关部门按照国务院的统一要求，按照市场化方向，积极推动公司信用类债券市场深入发展。这一期间，我们取得的主要成绩包括：

1、减少行政审批，完善债券发行市场化机制。

短期融资券和中期票据实行注册制，企业债券和上市公司债券实行核准制。考虑到债券本身固有的风险属性，在债券发展方向上，改变过去面向散户和中小投资者的做法，面向机构投资者发行短期融资券、中期票据等信用产品，使公司信用类债券回归以合格机构投资者为投资主体、场外市场为主要交易流通场所的正确轨道，促进了公司信用类债券市场快速发展。

2、建立健全市场化约束机制。

在信息披露方面，明确发行信息披露、持续信息披露、重大事项临时公告等信息披露要求，确保投资者能够及时、完整、准确地获得相关信息；在信用评级体系方面，要求债券发行必须进行信用评级，为投资者债券风险定价提供公正独立的参考；风险分担机制方面，不再强制担保，强调投资者风险自担，同时探索建立债券外部增信机制等市场化的风险分担机制，促进信用债券市场发展。

3、发挥市场自律管理的作用。

2007年9月，中国银行间市场交易商协会成立，对债券场外市场实施自律管理。近年来，交易商协会充分发挥市场自律组织贴近市场、密切联系市场主体的优势，推动市场参与主体自主研发市场有客观需求的各类创新产品，不断完善各项自律管理制度，为扩大直接融资、提升市场运作水平、规范市场行为进行了有益的探索。

4、债券市场对外开放

1) 允许符合条件的国际开发机构在境内发行人民币债券

2005年，人民银行、财政部、发改委和证监会联合发布《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》允许符合条件的国际开发机构在境内发行人民币债券。

2010年9月，人民银行等四部委联合对《办法》进行了修订。根据修订后的《办法》，国际开发机构可将在中国境内发行债券筹集的人民币资金直接或购汇汇出境外使用。

2) 允许三类境外机构投资银行间市场

2010年8月16日，中国人民银行发布《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》（银发〔2010〕217号），允许以下三类境外机构在人民银行核准的额度内进入银行间债券市场投资试点：

- 境外中央银行或货币当局
- 香港、澳门地区人民币业务清算行
- 跨境贸易人民币结算境外参加银行

3) 允许境内金融机构赴港发债

2007年6月8日，中国人民银行、国家发改委共同制定并发布《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》，允许境内金融机构赴港发行人民币债券。

2009年9月28日，财政部首次在香港发行人民币国债；2010年11月30日，财政部再次赴港发行人民币国债。

二、中国债券市场的发展方向

(一) 坚持市场化改革方向

国际经验告诉我们，管制和审批既解决不了市场风险问题，更解决不了市场发展问题。如果审批权力缺乏有效制约，还会带来寻租行为和腐败现象。

(二) 坚持面向合格机构投资人的市场定位

公司信用类债券的违约风险是客观存在的，应通过市场化的方式进行识别和承担。而建立信用风险市场化识别和承担机制的关键，是面向合格机构投资者发展公司信用类债券市场。合格机构投资人可以依赖专业化投资团队，具备更强风险识别、承担和处置能力。

(三) 坚持场外市场为主的发展模式

纵观世界各国债券市场，场外债券市场是债券市场的主导组成部分。例如：美国场外市场占比95%，日本99.9%，英国、德国、法国、意大利等都在90%。

从市场机制角度来看，场外市场更加适合合格机构投资人为主的债券交易：以合格机构投资人为主的债券市场，交易的基本特点是单笔交易规模大、交易需求多样化，更适合场外询价交易方式；对于公司信用类债券，每只债券的信用风险不同、交易要素复杂，难以通过场内的竞价撮合方式成交；债券市场创新活跃，创新产品往往交易结构复杂，难以标准化，更适宜在场外进行交易。因此，场外市场模式是现代化债券市场发展的规律。

（四）坚持继续夯实市场基础设施，持续提高市场运行透明度

此次国际金融危机之后，各国都在反思金融危机发生的原因并进行改革。2010年5月20日，美国参议院通过了新的金融改革法案，针对危机中暴露的衍生产品不透明和基础设施建设不足等问题，法案要求将信用违约互换（CDS）和其他风险管理类金融工具交易纳入监管，从而提高市场透明度，使宏观管理部门和市场参与者可以有效判断市场风险。

相对而言，我国债券场外市场自建立以来就一直处于有效监管之下。中国的债券场外市场有统一的中央托管体系、集中的交易信息平台、规范的信息披露制度、安全稳健的资金清算系统。

进一步加快债券市场改革发展，仍然需要夯实债券市场基础设施，尤其要理顺债券市场托管机构的管理体制，实现场外债券市场的交易系统与托管结算系统一体化管理和“无缝对接”。

此外，应该提高债券承销机构、信用评级机构、会计师、律师等专业中介机构的执业标准，实现评级标准和会计准则与国际

标准趋同。

（五）坚持大力发展债券市场自律组织，不断加强监管协调

自律组织能以市场需求为基础，能按照市场自律原则持续有效地推进市场创新，可以避免政府部门推动创新不可持续、易于扭曲的缺点。自律组织可以促进政府监管部门与市场参与者的有效沟通，既保持了必要的约束力，又具有灵活性和易于实施，有利于创造诚信的市场环境。自律组织可以发挥贴近市场、密切联系市场参与者的优势，更早地发现和识别重大风险。

中国银行间市场交易商协会成立以来：积极开展自律管理工作，发挥贴近市场、密切联系市场主体的优势，推动市场参与主体自主研发市场有客观需求的各类创新产品；加强与市场主体沟通，及时了解市场变化，强化市场化风险识别与分担机制；不断推动市场机制创新，推动市场规范发展，完善市场基础制度环境。

截至目前，协会共有会员 1100 余家，包括银行、信用社、证券公司、保险公司、财务公司、金融中介服务机构、评级机构、会计师事务所、律师事务所、企业和个人等。

（六）坚持对外开放

在有效防范风险的基础上，积极稳妥地推动中国债券市场对外开放。推动境外机构投资境内债券市场，扩大境内发债的境外主体范围。根据市场主体意愿，允许更多境内机构赴境外发行债券。在市场管理、会计准则、评级机构准入等方面，以更加务实、开放的态度，加强与国际组织、外国政府部门等各方的沟通协调。

债券市场对外开放的意义：

有助于拓宽外汇资金运用渠道，缓解宏观调控的压力

有助于学习借鉴国际债券市场的经验和管理技术

有助于鼓励本土机构参与国际竞争

尽管“十一五”期间我国债券市场发展取得了显著成果，但债券市场在资源配置中的基础性作用发挥得还远远不够，加快发展仍然是中国债券市场建设的第一要务。前不久发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》中，明确要求“加快多层次资本市场体系建设，显著提高直接融资比重，积极发展债券市场”。展望“十二五”，我们将继续围绕科学发展这个主题和加快转变经济发展方式这一主线，从债券市场发展的规律出发，选择科学合理的发展模式与路径，明确方向，鼓励创新，夯实基础，加强协调，互通互联，对外开放，促进债券市场整体协调可持续发展，努力建设一个产品序列齐全、运行高效、功能完备、具有相当规模、能充分适应国民经济发展需要的债券市场体系，引导金融市场资源更好地服务于实体经济，更好地促进经济结构调整和经济发展方式转变。