发展债券市场 完善金融体系

中国社会科学院金融研究所所长 李扬

⊙李扬

中国金融改革进入了一个新的发展时期，这个时期是以完善中国的金融体系为主要的内容。完善中国金融市场体系一个很重要的任务就是发展债券市场。众所周知，中国金融体系主要有两大缺陷。一个是整个金融体系中直接融资的比重过低，需要加大直接融资的比重。这已成为共识。但是，近来发生的一些情况说明，这种共识其实还只是表面现象。不妨回顾一下。一年前，几乎所有的人都主张要把存款从银行体系中挤出去，充实资本市场。但是，今年来，当存款当真从银行体系流向资本市场之后，又是这些人开始恐慌起来。典型的说法是怕“猛虎出笼”，从而主张把钱吸引回银行体系中去。第二个问题，就是资本市场本身存在极大的结构缺陷，即债券市场发展不够。

我想简单地谈三点看法。第一，发展债券市场的重要性；第二，完善市场结构的重要性；第三，关于中国债券市场发展的几个问题。

首先，对于中国金融体系的改革和发展来说，推动债券市场发展具有极端的重要性。大家知道，利率是金融体系中最重要的经济变量。我们市场上的金融产品花样翻新，归纳起来其实就是三类：一类是利率产品，第二类是权益产品，第三类是货币产品，或者说汇率产品。在这三类产品中，利率产品占据统治地位，无论是在基础金融产品市场上，还是在衍生金融产品市场上，利率产品都占80%以上的份额。利率产品的价格毫无疑问是受利率决定的；权益产品的价格会受到利率的直接和间接影响。货币政策特别是利率政策有一个举措，资本市场就会产生反应，因为这影响资本交易的的成本，影响资本市场的预期。至于汇率产品，就其最基本的决定因素而言，也与利率密切相关。由于利率在金融体系中居于关键地位，我们便要对利率的水平、结构和走势进行系统的刻划。

利率如此之重要，我们就需要有一个让利率的水平、利率的结构、利率的动态，及其未来发展能够充分展示的市场，这个市场首推债券市场。我们知道，利率主要涉及两个领域，一个是银行存贷款，一个是债券市场。就银行存贷款特别是其利率决定而论，无论国内国外，其实都是黑箱。因为它不可能连续交易，没有试错机制，流动性不高，双方信息不对称，而且提供贷款者居于强势。这在中国尤其突出。因此，世界上很少有国家用存贷款作为利率基准，货币政策因而也鲜有用存贷款利率为标的物的。债券市场则不然，由于它没有存贷款市场的上述缺陷，在这个市场上，形成的收益率便能够较充分地反映买卖双方的风险偏好，反映资金的供求状况。所以，发展债券市场的重要性无论怎么强调都不过分。我们必须有一个发达的债券市场，在这个市场中，我们能够观察到收益率的水平、结构和走势，基于它，我们才能进行有效的风险管理、才能进行有效的价值评估、才能真正开展金融创新。

第二点，结合上海证券交易所推出的固定收益证券综合电子平台，简单说一下微观市场结构的重要性。大家知道，金融学的发展，现在已经是两个分支，一个是货币经济学，一个是金融经济学。我们这些人过去读书时，专业只有货币银行学，现在看来，只学到了货币经济学的一部分。从发达市场经济国家的情况来看，上世纪五六十年代以来，金融经济学发展得极为迅速，它已经成为整个金融学的主体部分。金融经济学的核心是资产定价。由于对有效市场假说的遵从，传统的资产定价理论并不关注市场的微观组织结构，从而事实上忽略了资产价格的形成过程。这使得金融经济学经常难以分析和解释市场上的价格行为。微观市场结构理论弥补了这一缺陷，它研究的是金融市场的微观组织结构及其对资产价格的影响。可以说，微观市场结构理论是当代金融经济学的最新发展。

概括说，微观市场结构主要涉及七个方面的内容。第一，价格形成机制或市场类型。这涉及很多方面，但最重要的分类，是根据交易过程中是否有金融中介的参与，将金融市场分为做市商市场（报价驱动市场）和交易所市场（指令驱动市场）。应当说，这个结构常常被人忽视。我们十几年前就讲过要发展做市商。但是，一段时间以来，很多人觉得做市商就是一帮搞投机倒把的人，有些人因此把这一制度简单化，甚至把做市商妖魔化。现在越来越多的人认识到，做市商充分有效地发挥作用，才能使得我们真正充分地发现价格、提供市场流动性、进一步稳定市场。国外债券市场基本上都是做市商为中心的市场，这是我们市场中的重大缺陷。我们看到，上海交易所固定收益证券综合电子平台是建筑在做市商机制基础上的，因此，它是完善中国债券市场的一个非常重要的举措。第二，价格形成机制的特殊方面，如市场的开盘、收盘制度、大宗交易的价格确定制度等。第三，订单形式，即投资者下达的买卖指令形式。如限价订单、市价订单、限价转市价订单等等。第四，交易的离散构件，包括最小报价的变化幅度和最小的交易单位。第五，价格监控和稳定机制，如断路器措施、涨停板和跌停板制度等。第六，交易信息的披露制度，包括信息披露的数量、时间的规定。第七，交易的支付机制，即是否允许买空和卖空。当然，对于微观市场结构理论可以有不同的概括，以上七个方面只是一种概括。

我看了交易所设计的这个固定收益证券综合电子平台。从微观市场结构理论角度来观察，至少在四个方面作出了努力。一是确定了做市商的核心地位，二是设计了价格监控和稳定的机制，三是对信息披露有很强的要求，四是确定了一个买空和卖空的机制。就上述四个方面的推进而言，方案是非常积极进取的。

在结束这一部分的分析之前，我想再次强调微观市场结构的重要性。我们不要天天只看利率、价格、汇率等宏观层面的信息，而要深入到交易制度的微观层面中。近来有一句流行的话，说是“细节决定成败”。那句话实际上是有问题的。因为，细节能否决定成败，取决于总体战略是否正确。我们这里想套用这句话：“市场结构决定价格”。我认为这句话是正确的，因为市场结构制约了交易展开和价格形成的实际过程。

第三点，债券市场的发展问题。

这是个老题目，也是个复杂的题目。在短时间内很难涉及全面，我仅就五个问题谈一点自己的看法。

第一，应当致力于完善债券市场的券种的结构。中国的债券市场，如果把央票、短期融资券都算在内的话，规模这几年增长很快。尽管如此，我国的债券市场还是存在严重的缺陷。主要表现就是，市场上与企业相关的债券，与居民相关的债券，与实体经济活动相关的债券比重太低。目前我们市场上充斥的都是金融类债券。出现的情况是，A银行发行B银行买，商业银行发行政策性银行买，证券公司发行商业银行买，中央银行发行商业银行买，如此等等。然而，转来转去，资金只在各类金融机构中间转圈，很少到实体经济中去。须知，金融是为经济服务的，金融产品不为实体经济服务，不和实体经济相关联，它就很可能是泡沫，市场中所形成的价格及其走势就很可能不反映市场的真实情况。在这种格局下，货币当局的很多调控手段，特别是利率的调整，很可能只是影响这样一些持有债券的金融机构的收入此涨彼消，对实体经济的影响甚微。应当说，近年来我国货币政策的效力有所弱化，有时甚至没有调控效果，与此密切有关。各位都比较熟悉国外市场。举美国的例子来看。在全部未清偿债券中，第一位的是抵押证券，这和房地产市场相关，和居民的生活密切相关，和购房这样一个最基本的经济活动相关。第二位是国债。第三位公司债。这与企业相关。由于经济活动需要靠企业来推动，所以，企业的筹资需求必须优先得到满足。企业在筹资过程中显示出的对于资金的可得性要求、对于风险的偏好、对于价格的要求，是基本的经济信息，它反映的是经济运行的基本事实。第四位，各种各样的短期融资票据，这也是企业为主发的。需要注意的是，这里的票据是无抵押票据，是信用票据，它不是马克思写《资本论》时所研究的商业票据，那个时候的票据主要是商业票据，是有真实交易为基础的“真实票据”。现在的商业票据，主要是从上个世纪七十年代发展起来的，是信用票据，是反映企业的短期资金需求的一个工具。再下来是市政债。市政债是和经济发展密切相关的，这对于中国可能更重要，因为中国正处在一个长期的波澜壮阔的城市化过程中。城市化有大量的资金需求，但是我们现有的金融工具不能满足这个需求。于是我们就有了颇受争议的“打包贷款”、“项目债券”等新的工具。这里还是要强调金融的本质，它是应经济发展的需要而产生的。经济中产生了一种巨大的需求，但现有金融工具不能满足它，这样的金融就是失职的，就是应当改变的。这就需要金融创新。简言之，如果我们的债券市场中的主要发行者和交易者不是最终的资金需求者和最终的资金供应者，如果债券市场不能在媒介储蓄和投资方面发挥作用，这个市场就是缺乏效率的。这种状况必须改变。

第二，市场统一问题，中国债券市场的总体规模很小，但就是这个小规模的市场，还被分割为交易所市场、银行间市场、和柜台市场，而且三块互不关联。这也是造成市场低效率的原因之一。客观地说，市场分割的问题早就被人们所认识。所以，市场统一的问题，也是一个被谈论了长达十余年之久的问题。但是，由于中国的市场分割事实上是因监管当局互不协调造成的，所以，市场统一问题久久得不到解决。现在看来，要想由哪个市场来一统天下是不现实的。因为，任何改革都有所谓的路径依赖，都有制度背景。不承认这个现实，改革难以实际推进。所以，统一互连可能是改革的方向。现在有动议让银行回归交易所。如果实现，这就有了投资者的沟通。进一步，我们还需要品种的沟通。国债跨市场发行，也就是在进行这种沟通。再加上托管、清算的沟通，统一、互连就容易做到。

我注意到交易所的固定收益证券综合电子平台方案中专门论述了这一点。据称，这个电子平台是滚动开发、与时俱进的，它随时准备着连通银行间市场，准备接纳柜台市场，这是一个比较开放的姿态，是一个不故步自封的安排。

第三，还是说市场的品种。这里，我们主要讨论期限结构。现在，我国债券的期限品种非常畸形，期限品种太少，尤其缺乏短期的和长期的品种。应当注意到，我国市场中短期品种缺少的问题，这几年因央票和短期融资券的发行而得到了改善。但是，如果拟议中的15500亿人民币的特别国债发了，并且在一定程度上替代了央票，我们的市场又会出现短期品种缺少的问题。大家原先寄希望于国债改行余额管理来解决这一问题，这是不现实的。事实也证明了这一点。原因在于，从规模管理到余额管理，事实上只是提供了财政发行短期债券的可能性，为之提供了空间，但是并没有解决财政部发行短债的动力问题。应当清醒地看到，财政从本质上来说是不愿意发短债的。很多人看到美国的短债多，希望中国学习美国。事实上，这一点是很难学到的。美国国债中短债占比较高有一系列原因。其中两点最重要。一是品种。美国短债中大量是国库券。而在相当长时期中，国库券的发行不受议会管理，没有余额限制。二是时机。历史上，美国政府大量发行短债的时期，都是通货膨胀比较严重的时期。如所周知，通货膨胀时期发行短债有利。客观地说，美国的那个环境，多数国家都不具备，因此我们看到，世界上多数国家的国债平均期限都是比较长的。

期限品种的缺乏当然很难由交易所来解决。我们希望在这个问题上，财政金融两大部门密切配合，尽快找出解决方案。我想，乘着改革外汇储备管理体制，乘着发行特别国债，我们或许可以设计一些发行短债的方案来。我们看到，日本财务省正是借助管理外汇储备的便利，发行了大量短期金融票据（FB），从而为日本提供了规模可观的短期债券。日本的做法值得效仿。

第四，评级制度问题。债券市场发展有赖于一个高度发达的评级制度，这是基本的道理。但是，中国的评级制度存在严重的问题。现在，我们的评级公司其实不少，但都形同虚设。所有机构的信用都是3A级，体现不出信用等级的差异。中国信用评级制度的不发达还体现在担保无所不在上。我们的银行发债，其信用事实上有政府的隐性担保，这是不争的事实。所以，各类金融机构的债券等级都相差无几。这就造成了中国的怪现象：金融机构的利率有时候会低于财政部的国债利率。更严重的问题是，我们的企业发债几乎都有银行的担保，可谓无担保不发。银行一提供担保，投资者看重的是银行的信用，是银行对发行企业的信用增级，而不是企业自身的信用。这就使得企业债券的信用等级也拉不开差距，利率有趋同性。这种状况也必须尽快改变，否则我们便没有利率的风险结构。这意味着，如果下一步大规模推出公司债的话，我们应当设法让公司把自己的信用展示出来，评级公司应当把被评对象的真正的信用展示出来。

第五个问题，中国的债券市场中缺乏一个核心金融市场。金融市场是应当多元化的，但是，市场必须有一个核心。在这个市场上，应当形成无风险的基准利率。大家都很清楚，所谓金融创新，所谓金融工程，所谓结构金融，离开这样一个无风险的基准利率是无以施其计的。所有的金融创新，无非就是复制一个无风险的债券，然后再嵌入一个新的因素，在无风险利率上面加成。这就意味着，如果没有无风险基准利率，我们的金融创新其实很难展开。应当说，有关当局近年来一直在关注此类问题并相继采取了一些举措，举凡财政部的3年和7年期债券的发行和交易、央行的CHIBOR的推出等等，都体现了这种努力。但是，客观地说，这些努力至今都收效甚微。

造成这种状况的原因是多方面的。

从大环境来说，利率市场化改革尚未完成，当推首因。尽管我国利率市场化已经取得了长足的进展，目前市场上被管制的利率品种事实上已经很少，但是，影响面最广也是最重要的存贷款率却依然受到一定的管制，并被央行作为调控手段在不断地使用。这样，在回购市场、拆借市场上形成的市场化的利率基准，很难抵御来自银行存贷款利率变动的冲击。问题在于，央行基于宏观调控的需要在存贷款利率上所采取的行动及其显示出的倾向，常常与市场上基于资金供求所形成的利率水平和结构并不一致，于是，中国的利率便显示出相当复杂的动态。这无疑增加了在中国形成有效收益率曲线的难度。

核心金融市场及无风险利率基准难以形成的另一原因，在于体制分割、相关当局各行其是。从实践上说，能够构成核心市场，从而其中交易的金融产品的收益率可以作为无风险基准收益率的债券，必须满足发行量大、参与者多、定期敞口发行、且一、二级市场密切关联等条件。而目前我国各种债券的发行和交易制度，都远不能满足这些条件。说到本质上，要想形成中国的核心金融市场和无风险基准利率，我们迫切需要有关监管当局摆脱狭隘的财政政策观点和货币政策观点，精诚合作。

我想提请大家注意的一个新动态。这就是，刚刚召开货币政策委员会第二季度会议公告里面，第一次提到了财政政策和货币政策协调问题，这是一个新表述。说到底，我们债券市场的发展，债券市场中核心金融市场的形成和发挥作用，必须要有财政政策和货币政策的密切协调配合，否则的话，市场就会处于分割状态。这种状况，无益于准确评价风险，无益于准确估值，无益于进行金融创新。

总结一下，关于中国债券市场发展问题，我主要强调两点。一是注意完善市场的微观结构，二是要完善我国的金融市场体系。对于交易所来说，后一个问题力所不逮，但前一个问题我们却是可以发挥作用的。在这个意义上，上海证券交易所固定收益证券综合电子平台的推出，是非常及时的，也是非常重要的。我相信，上海证券交易所的固定收益证券综合电子平台，以及在这个基础上形成的收益曲线，能够为加强市场竞争作出贡献，能够为准确刻划风险做出贡献。

（根据李扬教授在“中国债券市场发展之路高层研讨会”上的讲话整理）

关于华夏基金管理有限公司旗下开放式基金新增民生银行股份有限公司为代销机构的公告

根据华夏基金管理有限公司与民生银行股份有限公司(以下简称“民生银行”)签署的代销协议，经确定，自2007年7月12日起，民生银行开始代理销售华夏成长基金、华夏大盘精选基金、华夏优势增长基金。投资者可在民生银行的各营业网点办理上述基金的开户、申购、赎回等业务。

一、投资者可通过以下渠道咨询详情

1、民生银行客户服务热线：95568；

民生银行网站：www.cmbc.com.cn；

2、华夏基金管理有限公司客户服务电话：400-818-6666；

华夏基金管理有限公司网站：www.ChinaAMC.com。

二、华夏基金管理有限公司旗下开放式基金代销机构

1、自2007年7月12日起，华夏成长基金将有中国建设银行、交通银行、招商银行、民生银行、国泰君安证券、联合证券、中信建投证券、海通证券、中信证券、广发证券、兴业证券、中国银河证券、长江证券、申银万国证券、西南证券、东吴证券、广州证券、华泰证券、国信证券、天同证券、中信万通证券、招商证券、山西证券、东方证券、广东证券、南京证券、长城证券、湘财证券、国都证券、国联证券、光大证券、东北证券、金元证券、华西证券、齐鲁证券、万联证券、中信金通证券、世纪证券、平安证券、中银国际证券、国海证券、信泰证券、第一创业证券、东莞证券、中原证券、渤海证券、国元证券、东海证券、国盛证券、上海证券、德邦证券、华林证券等五十二家代销机构。

2、自2007年7月12日起，华夏大盘精选基金将有中国银行、中国建设银行、交通银行、招商银行、民生银行、国泰君安证券、联合证券、中信建投证券、兴业证券、长江证券、东吴证券、海通证券、中信证券、广发证券、申银万国证券、招商证券、中国银河证券、西南证券、华泰证券、山西证券、东方证券、广东证券、广州证券、国信证券、天同证券、中信万通证券、南京证券、长城证券、湘财证券、国都证券、国联证券、光大证券、东北证券、金元证券、华西证券、齐鲁证券、万联证券、中信金通证券、世纪证券、平安证券、中银国际证券、国海证券、信泰证券、第一创业证券、东莞证券、中原证券、国元证券、渤海证券、东海证券、国盛证券、上海证券、德邦证券、华林证券等五十三家代销机构。

3、自2007年7月12日起，华夏优势增长基金将有中国建设银行、中国银行、中国邮政储蓄、招商银行、交通银行、民生银行、中国银河证券、国泰君安证券、申银万国证券、广发证券、中信证券、中信建投证券、光大证券、招商证券、联合证券、国信证券、兴业证券、长江证券、华泰证券、华西证券、东北证券、中信万通证券、东莞证券、齐鲁证券、国都证券、万联证券、中信金通证券、第一创业证券、西南证券、世纪证券、平安证券、国海证券、湘财证券、国联证券、海通证券、信泰证券、金元证券、广州证券、中银国际证券、南京证券、山西证券、东吴证券、渤海证券、中原证券、国元证券、长城证券、东海证券、国盛证券、上海证券、德邦证券、华林证券等五十一家代销机构。

特此公告

华夏基金管理有限公司
二〇〇七年七月十二日

附：民生银行代销城市

民生银行在以下24个城市的261家营业网点为投资者办理开户、申购、赎回及其他业务：北京、上海、广州、深圳、武汉、南京、大连、杭州、太原、石家庄、重庆、西安、福州、济南、宁波、成都、汕头、天津、昆明、苏州、泉州、青岛、温州、厦门等。

交银施罗德基金管理有限公司关于增加申银万国证券股份有限公司为交银施罗德货币市场证券投资基金代销机构的公告

根据交银施罗德基金管理有限公司（以下简称“本公司”)与申银万国证券股份有限公司(以下简称“申银万国证券”)签署的销售代理协议，交银施罗德基金管理有限公司自即日起增加申银万国证券作为交银施罗德货币市场证券投资基金（基金代码：A级519588，B级519589；以下简称“交银货币”)的代销机构，具体情况如下：

自2007年7月12日起，投资者可在申银万国证券的营业网点办理交银货币的申购、赎回、转换等业务。

投资者可通过以下途径咨询有关详情：

1、申银万国证券股份有限公司

住所：上海市常熟路171号

办公地址：上海市常熟路171号

法定代表人：丁国荣

电话：(021)54033888

联系人：黄维琳

客户服务电话：(021)962505

公司网址：www.sw2000.com.cn

投资者可以在以下45个主要城市的109家申银万国证券的营业网点办理有关的开户、申购、赎回等业务：

上海、宁波、杭州、温州、嘉兴、衢州、桐乡、金华、南京、无锡、靖江、扬州、南通、苏州、镇江、成都、眉山、泸州、武汉、襄樊、宜昌、黄石、深圳、广州、珠海、重庆、沈阳、大连、南昌、九江、上饶、北京、福州、厦门、哈尔滨、长春、天津、长沙、青岛、海口、西安、合肥、南宁、兰州、乌鲁木齐等。

办理相关业务的流程详见申银万国证券的业务流程规则。

2、交银施罗德基金管理有限公司

住所：上海市交通银行大楼二层(裙)

办公地址：上海银城中路188号交银金融大厦

法定代表人：谢红兵

电话：(021)61055023

传真：(021)61055044

联系人：彭娅

客户服务电话：(021)61055000

公司网址：www.jysld.com或www.bocomschroder.com

风险提示：基金管理人承诺诚实信用地管理和运用基金财产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩并不代表其未来表现。投资有风险，敬请投资者认真阅读基金的相关法律文件，并选择适合自身风险承受能力的投资品种进行投资。

特此公告。

交银施罗德基金管理有限公司
二〇〇七年七月十二日