



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2006年第20期(总第132期)

2006年6月12日

债券市场发展：2005年回顾 与2006年展望

中国社科院金融研究所 王国刚

海通证券研究所 何旭强

债券市场是资本市场的基础性构成部分。在发达国家的资本市场中，每年新发行的公司债券、政府债券和以这些债券为基础的衍生产品，占到资本市场证券融资额的90%以上，因此，债券市场是证券市场的主体部分。从金融体系来看，20世纪80年代以后的金融“脱媒”现象的发生，与公司债券市场发展和资产证券化为背景的衍生债券的发展直接相关。但在中国，长期来，债券市场发展缓慢，其中，公司债券市场和

短期债券市场的发展尤为缓慢。债券市场的发展缓慢，引致了一系列金融和经济问题的发生。几个突出的现象是：在金融结构中间接融资比重长期居高不下，工商企业的长期资金和项目投资主要依赖商业银行的贷款解决，由此，使商业银行贷款结构向中长期方向倾斜；在央行的公开市场业务操作中，因缺乏短期国债作为操作对象，人民银行只得发行大量的央行票据来替代；城乡居民消费剩余资金快速增加，由于缺乏足够的债券可供投资选择，在储蓄存款利率持续下调的背景下，也不得不将大量资金存入商业银行等金融机构。这些现象，随着 2005 年债券市场的长足发展，开始有了缓解的契机。从金融体系来说，2005 年是金融改革年，但从证券市场的品种发展角度说，2005 年可以说是“债券市场的发展年”。“十一五”规划建议提出，要提高我国直接融资比重，这意味着债券市场发展将受到越来越高程度的重视，由此，将迎来新的发展机遇。

一、2005 年债券市场回顾

2005 年，债券市场的主要亮点有二，即市场创新多方展开和发行规模快速扩展。

1. 债券市场创新层出不穷

2005 年债券市场的创新主要表现在新的债券类型问世、发债主体增加、已有债券的品种增加和债券交易方式创新等四个方面。这些创新相继推出，积极推进了债券市场的快速发展。

第一，新的债券类型问世。2005 年，新问世的债券类型主要有两种：短期公司债券（又称“短期融资券”）和资产支持债券。

从短期公司债券来看，5 月 26 日，首批 5 家企业在银行间债券市场发行了 7 只 109 亿元的短期融资券，此后，发行步速逐月加快，截至 2005 年底，按缴款日统计，共有 58 家企业，在银行间债券市场发行了 76 只短期融资券，总面额为 1392.5 亿元。短期融资券为企业提供了一个新的直接融资窗口，其发行手续相对简单，利率明显低于

同期的银行贷款利率（因而融资成本也比较低），因此，受到诸多企业的欢迎。另一方面，短期融资券也丰富了债市的投资品种，为债市富裕资金提供了新的投资品种。由于短期融资券具有较高的流动性，利率不仅高于同期银行存款利率，而且1年期的收益率比同期限的央行票据高出约140基点，所以，对商业银行等金融机构来说，投资于短期融资券既可提高资金的收益率又可增强资产的流动性，由此，短期融资券一问世，就受到债市投资者的青睐，呈现出供不应求的局面。

从资产支持债券来看，这种债券起源于20世纪70年代末的美国住房金融市场，在世界各国得到广泛发展，已成为国际上非常成熟的融资工具。据美国债券市场协会统计，截至2005年9月末，资产支持证券余额占美国债券市场全部债券余额的31%，当年发行额占到了债券总发行额的54%。在我国，经过2004年以来的1年多政策研究，终于于2005年中期出台了有关资产支持债券方面的法规性文件。在此制度安排下，2005年12月15日，国家开发银行和中国建设银行分别发行了41.77亿元的信贷资产支持证券产品（ABS）和30.17亿元的住房抵押证券化产品（MBS）。国家开发银行的信贷资产支持证券（ABS）的资产池主要由大型基础设施项目和大型优质企业贷款构成，资产的平均回收期较短。建行房抵押贷款（MBS）是由个人住房抵押贷款构成，资产平均回收期略长。在资产支持债券的设计上，这两家金融机构都采用了“分层”的方法，即将证券按不同偿付顺序分为不同级别，作为信用增级的手段。在我国开展资产证券化业务的意义主要有四：一是改善银行的资产负债结构，提高资本充足率，提高金融系统的稳定性；二是促进银行的盈利模式转变，合理分散信用风险；三是健全市场定价机制；四是增加投资品种，推动资本市场发展。

第二，债券发行主体增加。2005年，我国各家商业银行共发行债券14只、1036亿元，发行面额比2004年增长了38.5%。发债主体除了中国银行、工商银行等国有商业银行以外，还有5家股份制商业

银行和 1 家城市商业银行。在这个过程中，值得特别关注的是，除了银行次级债以外，银行普通债也开始发行。商业银行发行次级债券的直接目的在于提高资本充足率，但它同时有利于提高商业银行的资产负债管理能力，缓解其短存长贷的问题，化解金融风险；有利于拓宽直接融资渠道，优化金融资产结构；有利于丰富市场信用层次，增加投资产品种类，完善债券市场投资功能，进一步推动债券市场发展。

第三，已有债券的品种增加。这比较突出的表现在企业债券方面。2005 年，企业债券的品种创新宽度展开，陆续推出了浮动利率债、含选择权债、保底浮动债、期限 20 年至 30 年债和 1 年期以内的新型债券品种。同时，企业债券的流通审核程序和交易场所也进行了进一步调整完善。12 月 13 日，中国人民银行发布了《公司债券进入银行间债券市场交易流通的有关事项公告》，简化了企业债券交易流通审核程序，将企业债券交易流通审核从事前审批改为备案制，允许所有银行间债券市场投资者投资于企业债券，要求发行人进行持续信息披露和跟踪信用评级，鼓励做市商和承销商对企业债券进行双边报价等，为企业债券市场的发展创造了良好条件。

第四，交易方式创新来。2005 年 6 月 15 日银行间债券市场推出远期交易。截至 2005 年底，远期交易共成交 108 笔、177.32 亿元（面值）；从成交期限看，远期交易以短期（1-14 天）为主。尽管由于行情信息透明度较低、投资者不太熟悉、利率走势尚不明朗等原因，交投不太活跃，但债券的远期交易，为投资者提供了规避利率风险，进行流动性管理和锁定远期收益的工具，也有利于进一步完善市场的价格发现机制，提高市场流动性，因此，在 2006 年将显示出它的功能优势。

2. 债券发行规模快速扩展

2005 年，我国债券市场记账式人民币债券发行总量为 332 期、41782.33 亿元（面值），分别比去年增长 78.49%和 53.07%。具体表

现在:

第一,以央行票据和短期融资券为主的短期债券发行量增长显著。从发行期限来看,3年期以下的债券发行量占81.69%。其中,1年期以下占67.77%,1-3年期占13.92%。从债券品种来看,发行面额增幅最大的依次是企业债(100.47%)、央行票据(61.19%)、政策性金融债(39.18%)和商业银行债(38.39%)。2005年债券发行总量(面额)中各类债券所占比重依次为:央行票据(65.73%)、政策性金融债(14.48%)、国债(12.07%)和短期融资券(3.39%)。与2004年相比,央行票据和短期融资券发行量的市场占比分别增加3.31和3.39个百分点,国债、政策性金融债则分别降低5.55和1.45个百分点。

第二,企业债券发行提速。2005年我国企业债券市场有了较大发展。全年发行企业债券37只、654亿元(面值),分别比2004年增长94.74%和100.47%。基本满足了电力、铁路和电信等行业的国有大型企业的融资需求。企业债券逐渐成为重要的金融市场投资工具,受到众多投资型机构的追捧。

第三,可转债发行暂停。在经历了2003、2004年的高速增长之后,可转债在2005年出现了停滞。尤其是,在5月份以后,随着股权分置改革的展开,股市融资机制暂停影响到了可转债的发行;同时,一些到期的可转债品种相继退市,如民生转债、金牛转债等,使得可转债数量减少。但债性较强的品种依然保留,此外,发行了认沽权证的万科转债也得以保存下来。

3. 债券市场的价格大幅上涨

2005年,在物价明显回落和市场资金面充沛的双重因素推动下,国债指数大幅上涨。截止到12月30日,上证国债指数累积涨幅高达14.07%,国债收益率曲线平行下移,全年平均下移150BP,曲线中端(3-10年期)下移幅度较大,平均下移170BP,短端和长端下移幅度

较小，平均为 110BP。企业债券指数累计上涨 24.08%，涨幅超过国债，期限较长的企业债券涨幅更大。

在 2005 年内，国债和企业债券的价格走势都明显强于 CPI 的上升幅度，与 2004 年的走势相比，形成了实质性区别。它同时意味着 2006 年的债券价格依然可能保持一个良好的走势。

充沛的资金供给是债券市场的大幅上扬的原动力。理论上讲，商业银行的资金有三种去向：一是发放贷款；二是以超额准备金的形式上存央行或在货币市场拆出短期资金；三是购买债券或票据等资产。2004 年以来，在宏观调控和银监会加强商业银行资本充足率管理的共同作用下，银行贷款增速明显回落，再加上人民币升值预期下的外资加速流入，增加了基础货币的供给，使存款增幅大幅上升；在贷款增速回落、存款增幅上升的情况下，整个货币市场资金供给充沛。

在宽松的资金推动下，加上央行降低超额存款准备金利率，货币市场利率大幅下降，债券市场收益率整体回落，价格大幅上扬。统计显示，银行存款增幅与贷款增幅之差与国债指数呈明显的正相关，统计结果表明，国债指数与滞后 5 个月的存贷款增幅差相关系数达到 65%。这从一个侧面印证了 2005 年 10 月前债券市场呈现资金推动的特点。

二、2006 年债券市场发展展望

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，我国债券市场的总规模依然过小，因此，有着相当大的发展空间。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，我国债权市场的结果也很不合理，公司债券所占比重过低，严重影响了债券市场整体功能的有效发挥。

1. 创新：2006 年债券市场发展的主题

创新依然是 2006 年债券市场发展的主题。但与 2005 年相比,2006 年的债券市场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,企业债券和信贷资产证券化面临较大的发展空间。在我国债券市场的品种结构中,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,企业债券仅占 2.52%,信贷资产证券暂无,应该说企业债券和信贷资产证券在 2006 年乃至以后几年都有较大的发展空间。

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,发行企业债券多为中央企业,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,发行企业债券的资金用途也有明确的规定,因此,企业债券票面利率制订缺乏弹性。随着新的《企业债券管理条例》,企业债券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)的企业债券孕育着有较大的发展空间和市场投资机会。这决定了,2006 年企业债券市场的投资品种将明显丰富,各种企业债券之间的利率差距也将拉开。

第二,机制创新。2005 年以来,我国银行间债券市场得到充分发展,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出。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,2005 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,2005 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，交易所债券市场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2006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。

2. 供给增加：供不应求的市场状况将缓解

与2005年相比，2006年的债券供给量可能增加40%左右，这将明显缓解2005年债券市场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2006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，其中，农发行金融债发行出现爆发式增长，约 2000 亿元。预计 2006 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。2005 年，企业债券发行约 700 亿元，约为 2004 年的两倍，第二批约 600 亿元额度即将于 2006 年发行，企业债券发行呈现明显的加速迹象。预计 2006 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，预计这两中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 2005 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，2006 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

3. 资金宽松状况可能改变

资金供给充裕是推动债券市场走好的一个重要原因。2005 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 2006 年将会有所减弱，资金推动债券市场大幅上扬的局面能否继续值得审慎关注。

第一，银行的需求。可以根据对 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，由于债券市场收益水平较低，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 2006 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。2006 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，2006 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，2006 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，2006 年的债券市场将是一个供不应求局面大为缓解的市场。

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn