

聚焦 债券市场制度改革(下)

债券市场六大环节制约发展呼唤改革

编者按: 作为资本市场的重要组成部分, 统一、成熟的债券市场是金融体系中不可或缺的部分, 是投资者和筹资者低风险的投融资工具。如果把股票市场和债券市场比做证券市场的“两只轮子”的话, 这两只轮子的同步转动就尤为重要。但是与股票市场相比, 债券市场的这只轮子的转动却稍微慢了些。目前制约中国债券市场发展的的问题究竟有哪些? 证券时报记者梳理了6方面问题, 以期寻找债市发展的创新思路。

债券市场“五龙治水”待改变

证券时报记者 罗克关

由中国财政部负责管理国债发行, 并会同人民银行、证监会管理国债的交易流通机制; 人民银行下辖的银行间市场交易商协会单独管理短期融资券、中期票据、超级短融券、私募债券等; 证监会负责管理可转债、公司债的发行和交易; 国家发改委管理企业债的发行和上市交易; 银监会负责管理商业银行的次级债、混合资本债等资本工具的发行。

这是当下中国债券市场的真实状况——债券发行市场呈现“五龙治水”格局; 即便在流通层面, 以沪深交易所和银行间市场为代表的场内和场外市场至今仍然难以有效互联。

这一格局的形成并非偶然。中国现代意义上的债券市场应从1981年国家恢复发行国债开始。从1988年起, 财政部开始在全国61个城市试点国债流通转让, 试图探索完整的国债二级市场。1990年12月, 上海证券交易所成立, 开始接受实物债券的托管, 投资者在交易所开户后可进行记账式债券交易。由此, 中国债券市场开始形成场内和场外交易并存的格局。

但是, 目前以沪深交易所和银行间市场为代表的场内和场外市场二分格局的出现, 是要从1997年商

业银行正式退出交易所债市算起。1997年上半年, 由于大量银行资金通过交易所债券回购方式流入股票市场, 造成股票过热, 为了避免出现系统性风险, 人民银行决定商业银行全部退出沪深交易所债券市场。此后, 在1994年中国外汇交易中心的基础上, 新建了银行间债券市场。中国债券市场自此形成“两市分立”格局。

从1997年至今, 银行间市场逐渐发展成为一个事实上的全国性债券场外交易市场。根据人民银行近期公布的2012年1月份金融市场运行情况数据, 截至1月底债券市场托管量为22.1万亿元, 其中银行间市场债券市场的托管量就达到21.4万亿元, 占债券市场总托管量的97%。

在发行规模上, 银行间市场也超过交易所市场, 成为当之无愧的龙头老大。根据央行数据, 2011年国内公司信用类债券总共发行2.2万亿元, 其中在银行间市场发行的短期融资券、超短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、非公开定向融资工具等的总供给达1.84万亿元, 占比达83.6%。

可以说, 中国当下的债券市场整体而言由商业银行主导。这一格局, 与当下中国金融体系的机构密不可分。



吴比较/制图

品种单调难以满足多元化需求

证券时报记者 程林

欧美等发达的国家债券市场经过200多年的发展, 产品结构和种类相对合理, 既有品种齐全的公司债、国债、地方债、机构债等产品, 更有丰富的债券衍生品和证券化产品。而反观我国交易所场内市场, 仅有国债、金融债、可转换债、公司债等4个品种, 缺少债券衍生品, 更缺少国际化产品。

此外, 从包括交易所市场和银行间市场在内的整个债券市场来看, 我国债券市场的品种、期限和利率过于单一, 难以满足机构投资者的需要。我国债券品种主要包括国债、金融债、可转换债、公司债等, 国债是其中的主要组成部分, 而作为债券市场重要组成部分的企业债券则规模较小。而自1986年我国发行企业债券以来, 债券品种基本上包括信用风险缓释合约(CRMA)和信用风险缓释凭证(CRMW)两大类。

在经历全球金融危机的涤荡之后, 成也萧何, 败也萧何”的CDS产品, 其结构已开始重归简单和标准化, 并向风险管理工具的基本功能回归。而我国恰由于尚未出现真正的信用违约事件, 上述CRMA及CRMW的发展前景仍然巨大。

不过, 针对中小企业私募债, 相关监管部门已在着手研究考虑建立偿债基金对违约风险进行保障。对于偿债基金的来源, 上海证券交易所理事长耿亮指出, 初步考虑的情况来看, 其来源一是从发债主体提一部分, 二是上交所从自有资金中拿出一部分。可以相信随着推出条件的进一步成熟, 配套风险机制的确立也将加快。

法规的不配套性主要表现在: 其一, 公司债券市场法律体系的分割。一是对由证监会主管的上市公司类发债主体, 实行核准制, 主要适用《证券法》、证监会配套行政法规和交易所的业务规则; 二是对人民银行授权银行间市场交易商协会自律监管、以非

择; 而在条款设计上一次还本付息的偿还方式, 不利于吸引更多的企业债券投资者; 期限结构的单一化, 难以满足多方面的不同需要。

在信用等级上, 成熟国家的债券市场形成不同信用等级的债券体系, 不仅满足了不同风险偏好的投资者, 更通过差异化促进了市场的活跃和发展。以美国公司债为例, 根据标准普尔的数据, 其市场份额最大的是信用评级A的产品, 其次是BBB的投资类产品, 产品线涵盖了从CCC到AAA的7个区间。

而从我国债券市场来看, 几乎所有产品的评级都在A+以上, A+和AA-的只占市场总量的2%, 其余产品全部为AAA到AA的高信用区间。

由此带来的问题在于, 由于不同投资者具有不同的风险偏好和风险承担能力, 风险结构的单一性难以满足投资者多样化的投资需要。可以肯定的是, 大量投资者不愿意投资于高风险的股票, 也不愿意投资于国债或银行存款这样的“无风险低收益”产品。他们更愿意投资风险和收益程度都介于二者之间的产品——公司债, 而信用等级及产品层次的单一性实际已将这类投资者排斥出资本市场。

债券法规配套建设滞后需加快完善

证券时报记者 李东亮

金融企业为主的发债主体, 实行注册制, 主要适用《商业银行法》和银行间市场相关的业务规则; 三是国家相关主管部门监管的, 以中央国企、地方重点企业为主的发债主体, 主要适用《企业债券管理条例》, 同时参照执行《证券法》。

其二, 《证券法》的公司债券制度滞后。现行具体法律制度设计基本仿照股票制度, 忽略了公司债券的特点, 也缺乏公司债券特有的债券持有人组织、信用评级制度及重大事件的信息披露制度等针对性规定, 难以以为以交易所为主导的公司债券市场的发展提供有效法

交易所债市短板面临突破

证券时报记者 朱凯
见习记者 刘璐

与银行间债市相比, 目前我国证券交易所市场活力仍显欠缺。拥有最大债券托管量的银行、保险等机构, 入市意愿并不强烈, 影响了交易所债市交投的活跃。不过, 随着中小企业私募债这一品种的推出, 交易所债市将大大增强对机构的吸引力。

据Wind资讯显示, 2011年全年银行间市场新发债券数量为1604只, 而沪深证券交易所的发行数量则分别为101只和237只, 发行数量合计仅为银行间市场的21.07%。除数量的悬殊, 债券托管金额的差距则更为突出。

受访业内人士指出, 银行间市场债券品种与期限配置都较为齐备, 机构参与度高, 市场流动性好; 而交易所市场由于品种相对单一及流动性欠

缺, 易于资金抬升债券估值, 因此, 相对银行间市场而言, 其投资收益也会受到限制。

据了解, 我国证券交易所早已推出的固定收益平台, 能够满足机构的批量交易, 但其询价方式与交易模式仍类似于银行间市场, 只是标的券种隶属于交易所。

分析人士称, 无论在哪个市场, “赚钱效应”始终是第一位的, 近期力推的中小企业私募债问世后, 由于高风险与较高收益相匹配, 势必会吸引部分机构进入。

在交易方式上, 银行间市场以一对一询价为主, 辅以做市商制度和经纪商制度。而在交易所债券市场, 以上交所为例, 采用竞价交易机制和做市商制度相结合的方式, 其中竞价交易在场内进行, 做市商制度在2007年建立的固定收益平台基础上实行, 但受限于交易方式单一、债券存量低和资金规模小等因素, 市场交易量不高。同时, 目前上市商业银行只能通过竞价系统购买债券, 并且仅能参与现券交易, 无法进行回购。对此, 多家券商建议应明确银行可参与交易所回购市场; 完善交易所债券集中竞价系统, 增大单笔申报的上限; 建立“报价+竞价”混合交易制度。

从政策上看, 相关部门已允许上市商业银行进入交易所市场。但受交易习惯及品种与估值的限制, 目前活跃在交易所市场的机构仍以券商、基金等为主。由于具备跨市场操作的可能, 他们已成为两个市场互通互联的主要力量。但实现交易所市场的做大做强, 银行的进入仍不可或缺。

金元证券固定收益部研究主管王晶向证券时报记者表示, 当初对商业银行实施“禁令”, 主要是出于风险控制考虑, 限制其资金流入股市等非固定收益市场。据了解, 目前仍不允许银行参与交易所的国债回购。

评级机构专业性有待提高

证券时报记者 李东亮

评级机构的专业性对债券市场发展极其重要, 而独立、客观、公正性无疑成为评级行业赖以生存的根本。不过, 据多家券商固定收益部负责人和评级公司高管表示, 我国评级机构和国际一流评级机构在专业性、独立性上仍存在一定差距。

众所周知, 作为债券发行审批的必备条件之一, 评级机构对于企业债券的评级结果已成为影响债券的发行审批、上市交易和投资许可的重要环节。

证券时报记者调查显示, 由于评级机构的评级结果对于债券发行起到不可小觑的作用, 因此在债券发行中, 往往要和评级机构进行“事先”沟通, 评级机构由此承担了巨大的压力。北京某大型券商债券业务负责人表示, 发债企业为了达到发债条件给评级机构施压是常事, 评级机构的独立性有待提高。

不仅如此, 我国评级机构的专业水平同样需要提升。鹏元资信评估有限公司副总裁周沅帆在接受记者采访时曾指出, 我国真正懂得评级的人不超过10个。他的这一结论并不耸人听闻, 周沅帆认为, 高学历、高技术对评级人员来说并非最重要, 最重要的是评级队伍的稳定、经验和数据库的积累。评级人员必须低调、脚踏实地沉下去, 做上十几年, 甚至二三十年才能做好。因此, 我国评级机构的专业水平与国际接轨尚需一段较长的路要走。

不过, 中小企业私募债的推出有望加速我国评级机构追赶国际一流评级机构的过程。周沅帆认为, 中小企业私募债对信披以及评级的要求极高, 市场对评级机构的依赖也将由此加重, 这无疑为评级公司的业务拓展提供了广阔空间。鉴于当前我国债券市场几无违约先例, 评级机构的评级质量也因此无法验证。中小企业私募债的出现, 将打破这一局面, 促进评级机构改进评级技术, 继而规范评级市场的发展。



对冲工具奇缺盼衍生工具出世

证券时报记者 朱凯

在国债期货、中小企业私募债等创新品种即将推出之际, 在债市创新方面, 推出债市对冲工具, 弥补衍生品市场空白也呼声渐高, 而偿债基金则是目前监管部门针对中小企业私募债制定的风险保障机制。

2010年10月, 我国首次在银行间市场推出了中国版的信用违约互换(CDS)工具, 这对于完善市场风险发现机制, 无疑具有里程碑的意义, 但其进一步发展已面临瓶颈。

CDS(Credit Default Swap), 是一种双边金融契约, 主要针对债券违约风险进行保障。具体而言, 在契约期限之内, CDS买方向卖方支付一定的信用保护费用, 卖方则承诺当合约标的资产发生相应信用违约事件时, 向买方赔付参考资产所遭受的损失。

在成熟市场国家, CDS被企业、银行、保险及再保险机构、资产管理公司以及对冲基金等广泛采用。在海外市场, 银行机构是CDS的最大购买者。实际上, 在近几年的欧洲债务危机中, 希腊等重点风险国家的国债CDS卖方, 正面临何时以及怎样向买方进行赔付的问题。据悉, 国际掉期业务及衍生投资工具协会(ISDA)对此正在进行相关投票。

自中国银行间市场交易商协会于2010年10月29日发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》以来, 中国特色的CDS已正式推出, 目前它包括信用风险缓释合约(CRMA)和信用风险缓释凭证(CRMW)两大类。

在经历全球金融危机的涤荡之后, 成也萧何, 败也萧何”的CDS产品, 其结构已开始重归简单和标准化, 并向风险管理工具的基本功能回归。而我国恰由于尚未出现真正的信用违约事件, 上述CRMA及CRMW的发展前景仍然巨大。

不过, 据银行间市场交易商协会相关统计数据, 一年多来“中国版CDS”的创设及交易并不活跃, 仅仅完成了“从无到有”的过程, 进一步发展已面临瓶颈。同时, 其参与机构仍以商业银行的单一构成为主, 买卖较为清淡。对此, 国内研究机构指出, 国内市场由于监管、投资偏好及缺乏信用事件等原因, 银行成为最主要的卖方, 但买方条件仍不够具备。

不过, 针对中小企业私募债, 相关监管部门已在着手研究考虑建立偿债基金对违约风险进行保障。对于偿债基金的来源, 上海证券交易所理事长耿亮指出, 初步考虑的情况来看, 其来源一是从发债主体提一部分, 二是上交所从自有资金中拿出一部分。可以相信随着推出条件的进一步成熟, 配套风险机制的确立也将加快。

私募债的准备过程中, 近日接受记者采访的多家券商固定收益部业务负责人均表示, 中小企业私募债利率很可能会超过“140%”这一上限, 而现行的条例无疑会制约中小企业私募债的发展, 业界为此呼吁监管部门重新审视相关政策。

此外, 部分业内人士认为, “企业发行债券余额不超过其净资产的40%”的规定, 同样不利于企业自主选择融资渠道、调整融资结构, 建议监管部门在研究中小企业私募债发展的同时, 重新审视和研究这一法规, 以推动中小企业私募债市场乃至整个债券市场的发展。