

中国国债市场发展概述

吉瑞

亚太财经与发展中心
Asia-Pacific Finance and Development Center

主要内容

- ◆ 中国国债市场的发展历程
- ◆ 中国国债市场的现状分析
- ◆ 中国国债市场存在的问题及对策



中国国债市场的发展历程

阶段	市场特征
1950-1958	传统体制下的国债市场（计划经济体制）
1959-1980	国债市场“空白期”
1981-1987	国债恢复发行和市场机制引入
1988-1991	实物券柜台市场主导时期—早期的场外市场
1991-1996	交易所国债市场主导时期—场内市场创立与发展
1997-2001	银行间债券市场产生并初步发展—场外交易市场的兴起
2002-	市场的融合与发展阶段及柜台市场的兴起



中国国债市场的发展历程

■ 传统体制下的国债市场

(一) 1950-1958年，发行“人民胜利折实公债”和“国家经济建设公债”

—针对国有企业和事业单位

—不流通

—完全政府行为

(二) 1959-1980年，“空白期”，无国债发行



中国国债市场的发展历程

◆ 改革开放后的中国国债市场

（一）1981-1987年，国债恢复发行和市场机制引入

- 经济改革引发的国债发行（国有企业改革）
- 没有一级市场和二级市场
- 国债发行采取行政分配方式
- 具有一定的市场化表现，适当提高国债利率并缩短国债期限
- 开始面向个人发行国债



中国国债市场的发展历程

（二）1988-1991年，实物券柜台市场主导时期——早期的场外市场

- 1988年，尝试通过商业银行和邮政储蓄的柜台销售方式发行实物国债，开始出现了国债一级市场，同一年，国债二级市场（柜台交易市场）也初步形成
- 1991年，以场外柜台交易市场为主、场内集中交易市场为辅的国债二级市场格局基本形成
- 发行方式逐步由柜台销售、承购包销过渡到公开招标
- 期限品种基本上以3年期和5年期为主



中国国债市场的发展历程

（三）1991-1996年，交易所国债市场主导时期——场内市场创立与发展

- 1990年12月上海证券交易所成立，首次形成了场内场外两个交易市场并存的格局
- 国债期货交易开设与关闭
- 1995年8月，国家停止一切场外交易市场，证券交易所成为我国唯一合法的国债交易市场
- 国债逐步全部采取招标方式发行
- 实现了国债发行从零售市场向批发市场的转变
- 实现了国债期限品种多样化



中国国债市场的发展历程

（四）1997-2001 银行间债券市场产生并初步发展—— 场外交易市场的兴起

- 1997年，中国人民银行决定商业银行全部退出上海和深圳交易所的债券市场，建立全国银行间债券市场
- 保险公司、基金等机构投资者陆续进入银行间市场
- 银行间市场已经成为中国国债市场主要组成部分



中国国债市场的发展历程

（五）2002年至今——市场的融合与发展阶段及柜台市场的兴起

- 政府不断的出台新的措施促进交易主体、交易品种、交易平台的融合和统一
- 国债市场产品创新与交易机制的完善
- 柜台市场的兴起

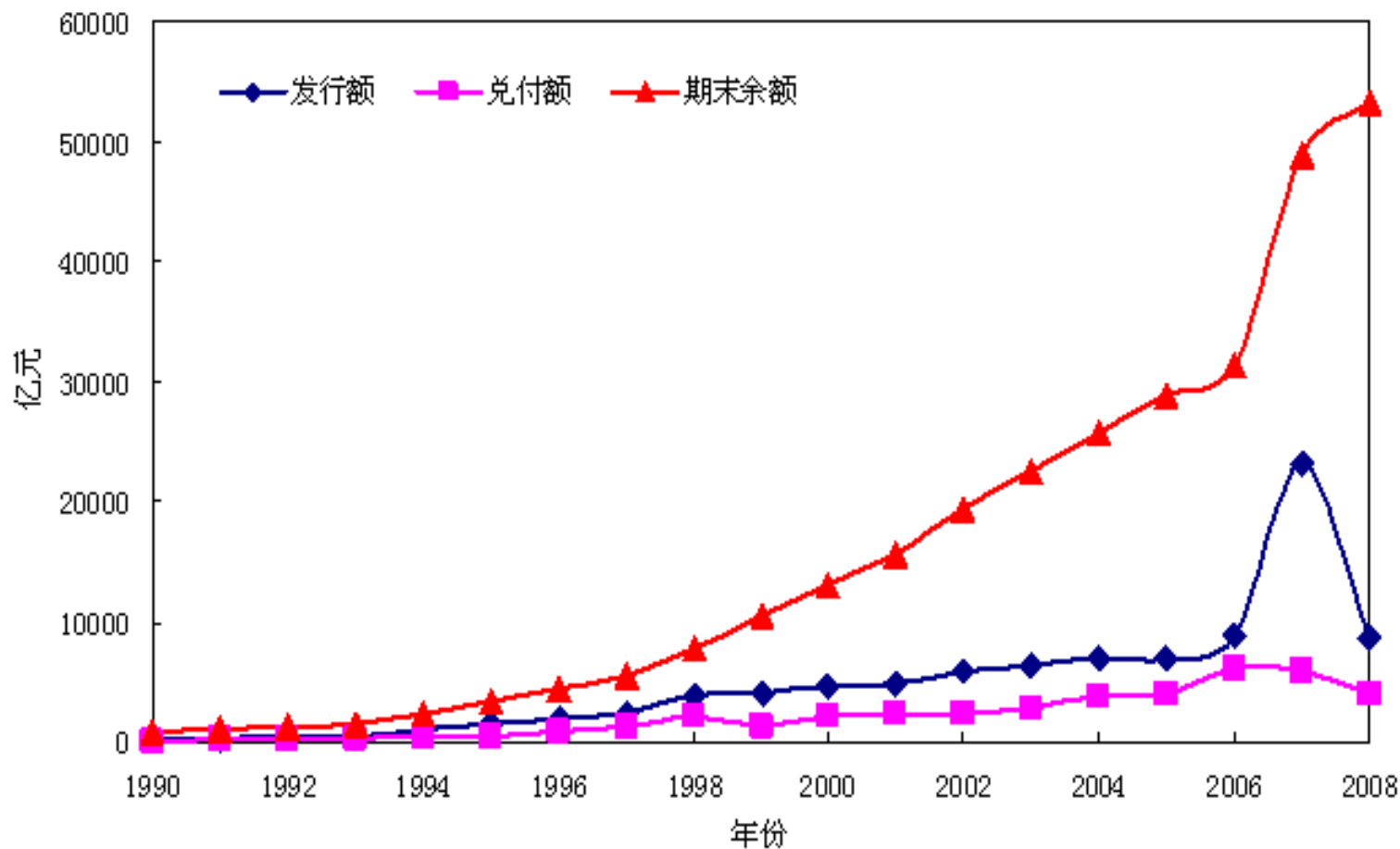


中国国债市场的现状分析—国债发行市场

- 国债发行机构：中国财政部
- 国债发行系统：通过设在中央结算公司的人民银行债券发行系统进行；通过商业银行柜台发行的债券只有传统凭证式国债，这种发行方式随着电子凭证式国债的引入已逐渐退出人们的视线
- 国债发行品种：包括记账式国债、储蓄国债（凭证式）、储蓄国债（电子式），人们按照习惯将传统凭证式国债称为“凭证式国债”
- 国债发行定价机制：公开招标，积极推进国债预发行机制



◆ 国债市场发行规模



资料来源:《中国证券与期货统计年鉴》(2008)

图1 1990-2008 国债发行额、兑付额和余额



◆ 国债市场发展规模

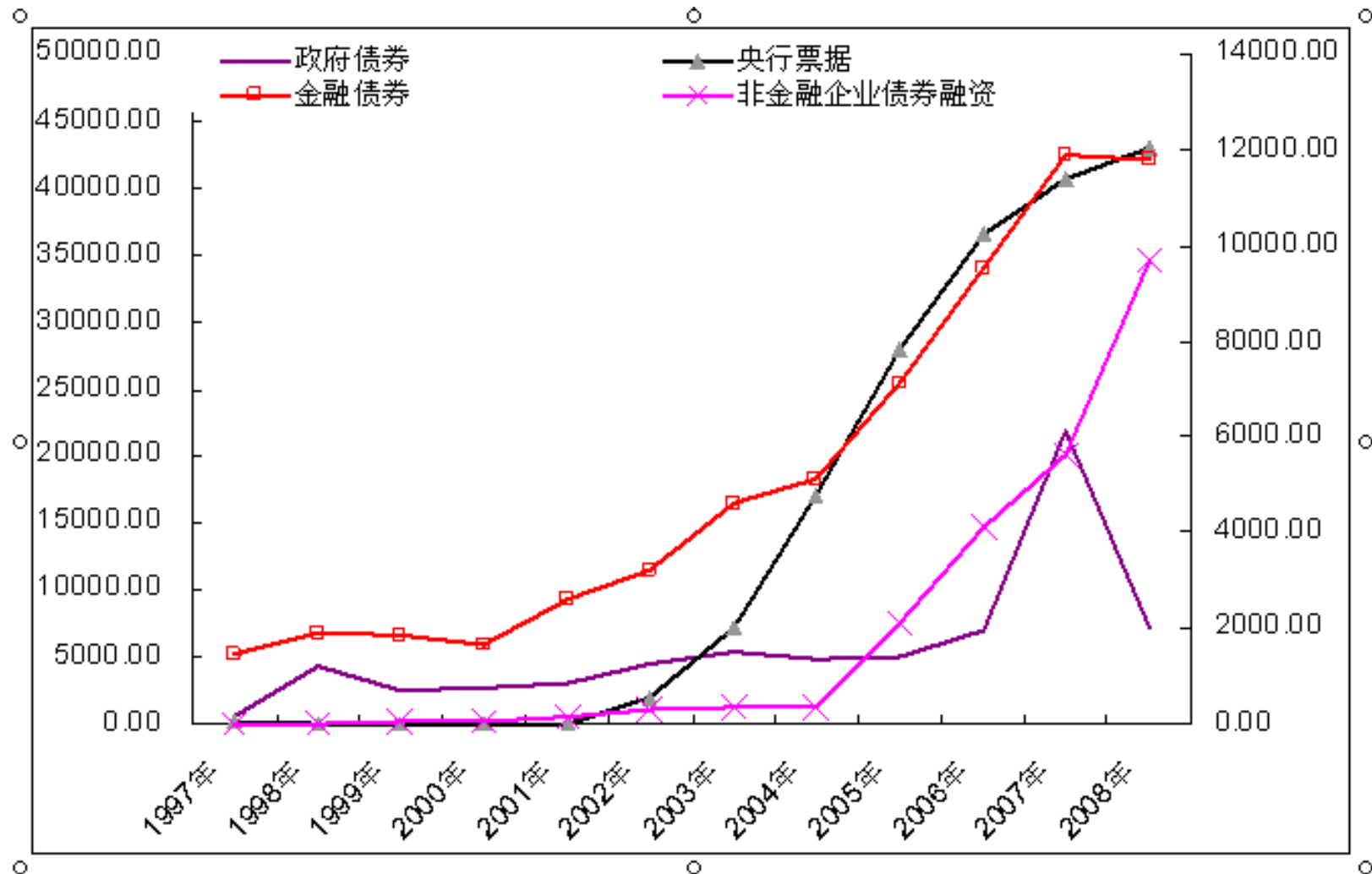


图2 中国的债券市场结构



◆ 国债市场发行规模

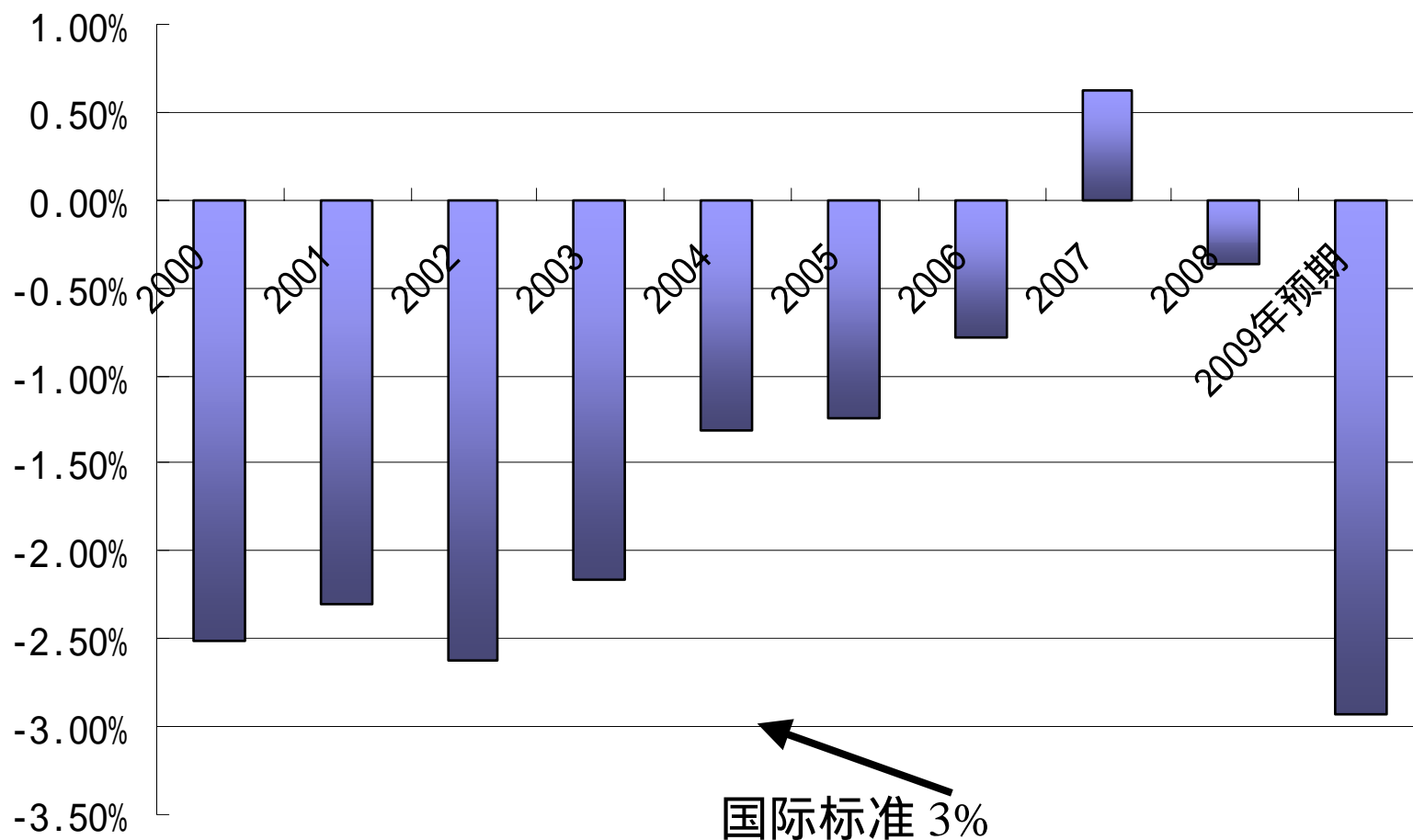


图3 财政赤字占GDP的比重



◆ 国债市场发行规模

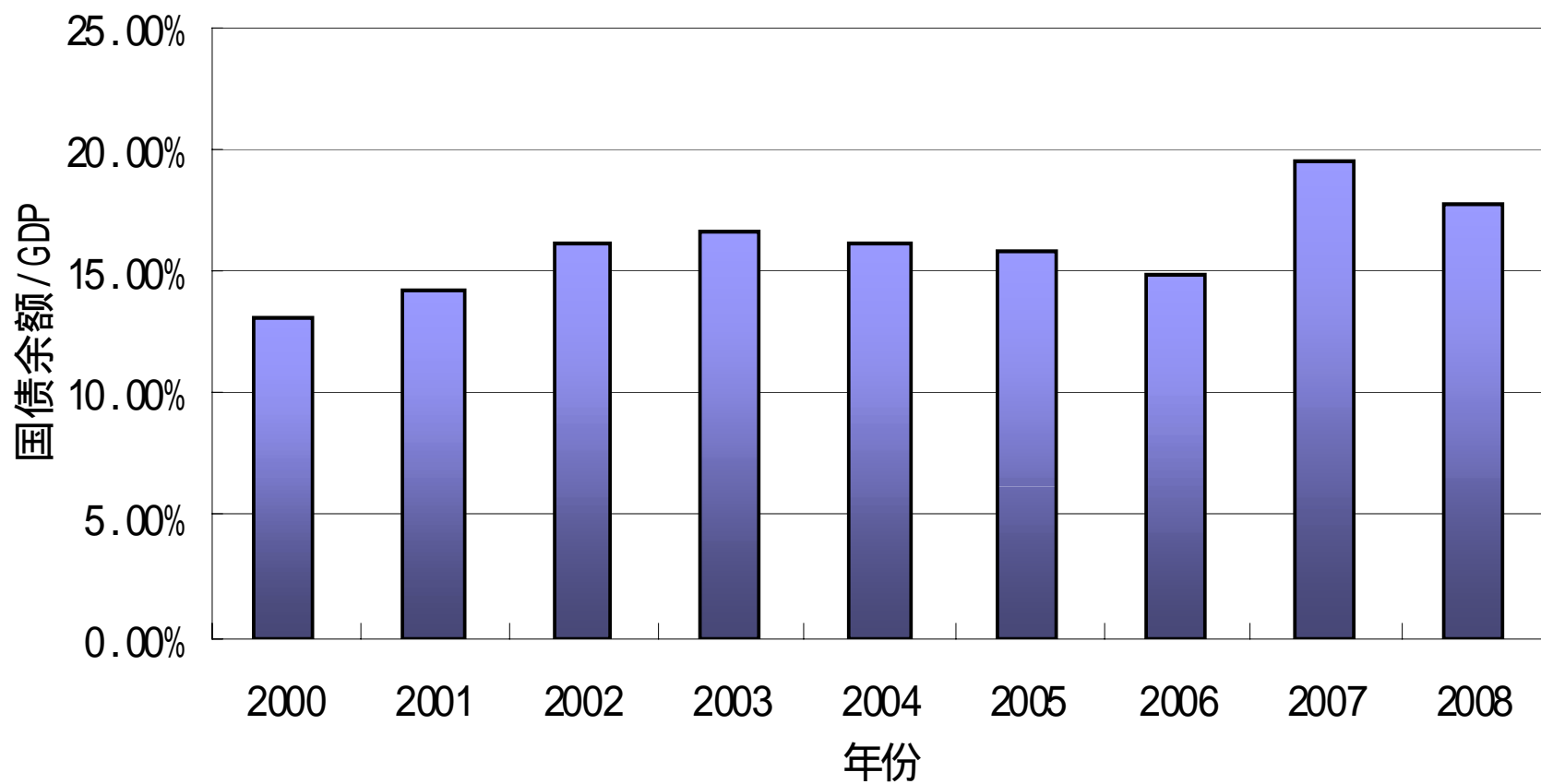


图4 国债余额占GDP的比重



◆ 国债发行市场品种结构

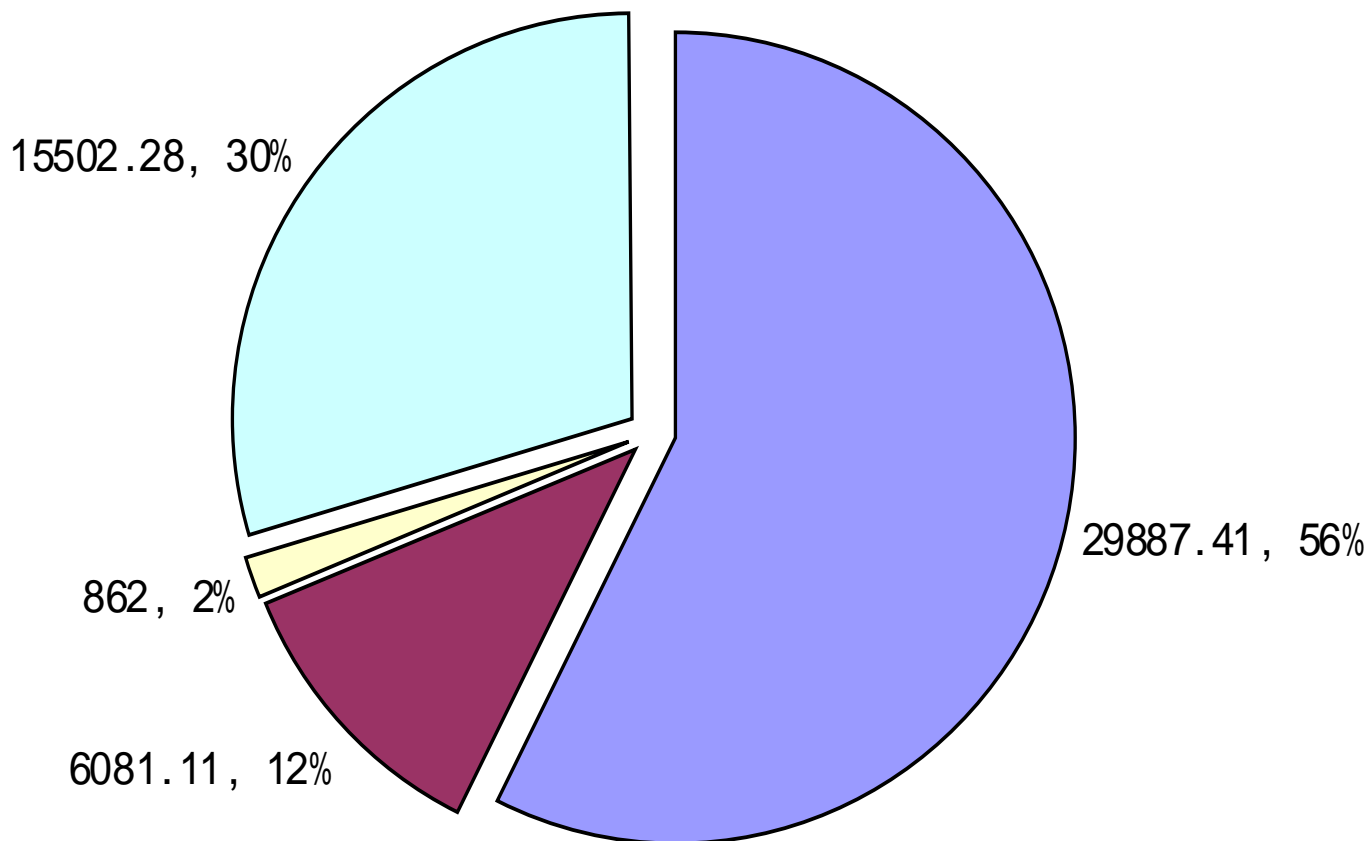
	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
记帐式	2720	3354	4461	3776	4366	5042	6533.3	6347
凭证式	1937	1530	1473	2505	2510	2000	1950	1600
储蓄国债							400	34
特别国债								15502
总量	4657	4884	5934	6280	6876	7042	8883.3	23483

图5 按债券品种分国债发行情况（单位：亿元）



◆ 2008年末国债余额的品种结构（单位：亿元）

■ 记帐式国债 ■ 凭证式国债 ■ 储蓄国债 ■ 特别国债



◆ 国债发行市场期限结构

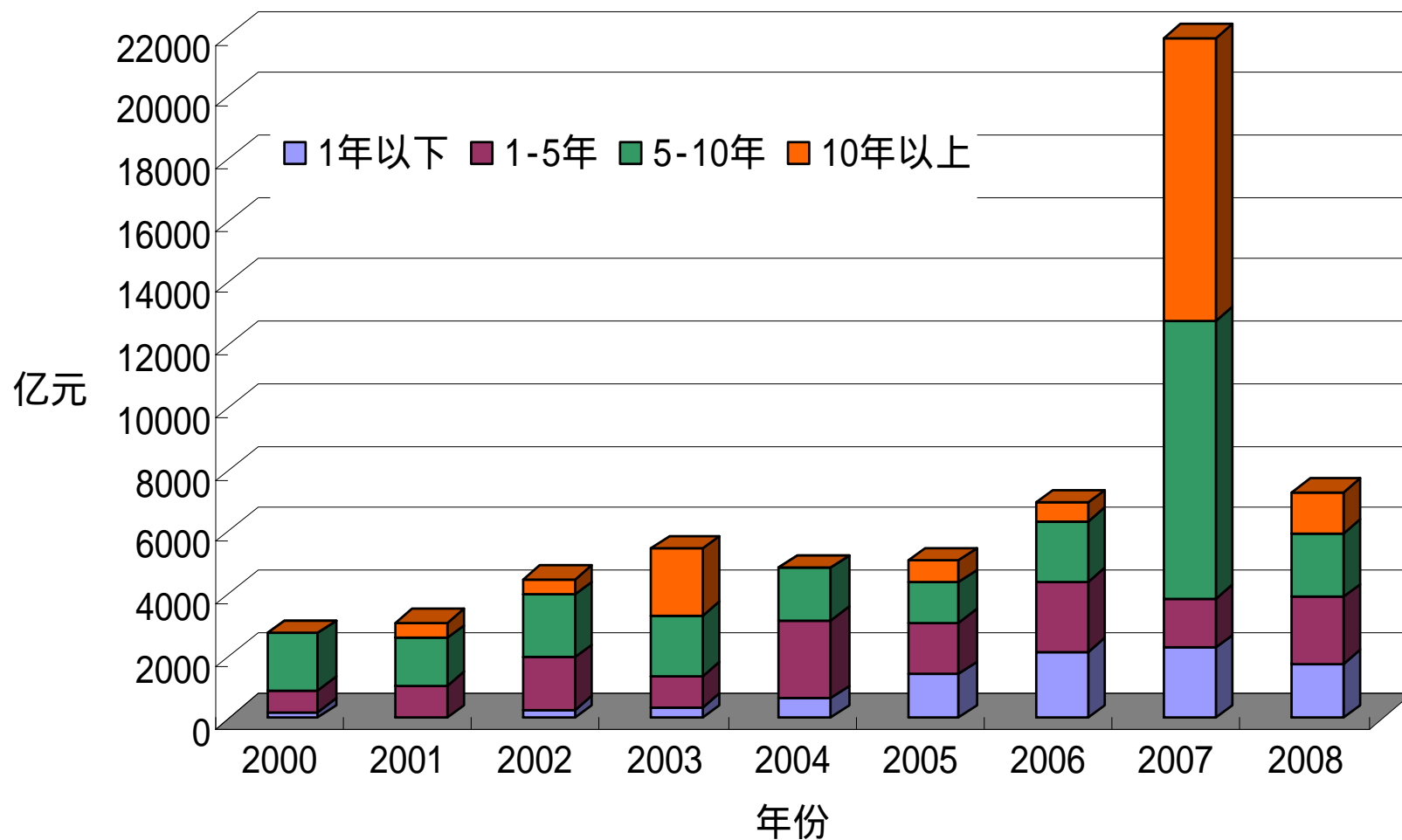


图6 不同期限国债的构成比例



中国国债市场的现状分析—国债交易市场

- 场外交易市场和场内交易市场。场外交易市场：银行间市场和商业银行柜台交易市场；场内交易市场指交易所债券交易市场（包括上海证券交易所和深圳证券交易所）
- 交易品种：现券交易、回购和远期交易。其中，回购交易包括质押式回购和买断式回购。
- 市场参与者：（1）特殊结算成员：包括人民银行、财政部、政策性银行、交易所、中央国债公司和中证登公司等机构；（2）商业银行；（3）信用社；（4）非银行金融机构：包括信托投资公司、财务公司、租赁公司和汽车金融公司、邮政局等金融机构；（5）证券公司；（6）保险机构；（7）基金；（8）非金融机构；（9）个人投资者；（10）其他市场参与者。
- 定价机制：交易所市场采用竞价机制；银行间市场一对一询价机制+双边报价机制（做市商）



◆ 国债市场交易情况

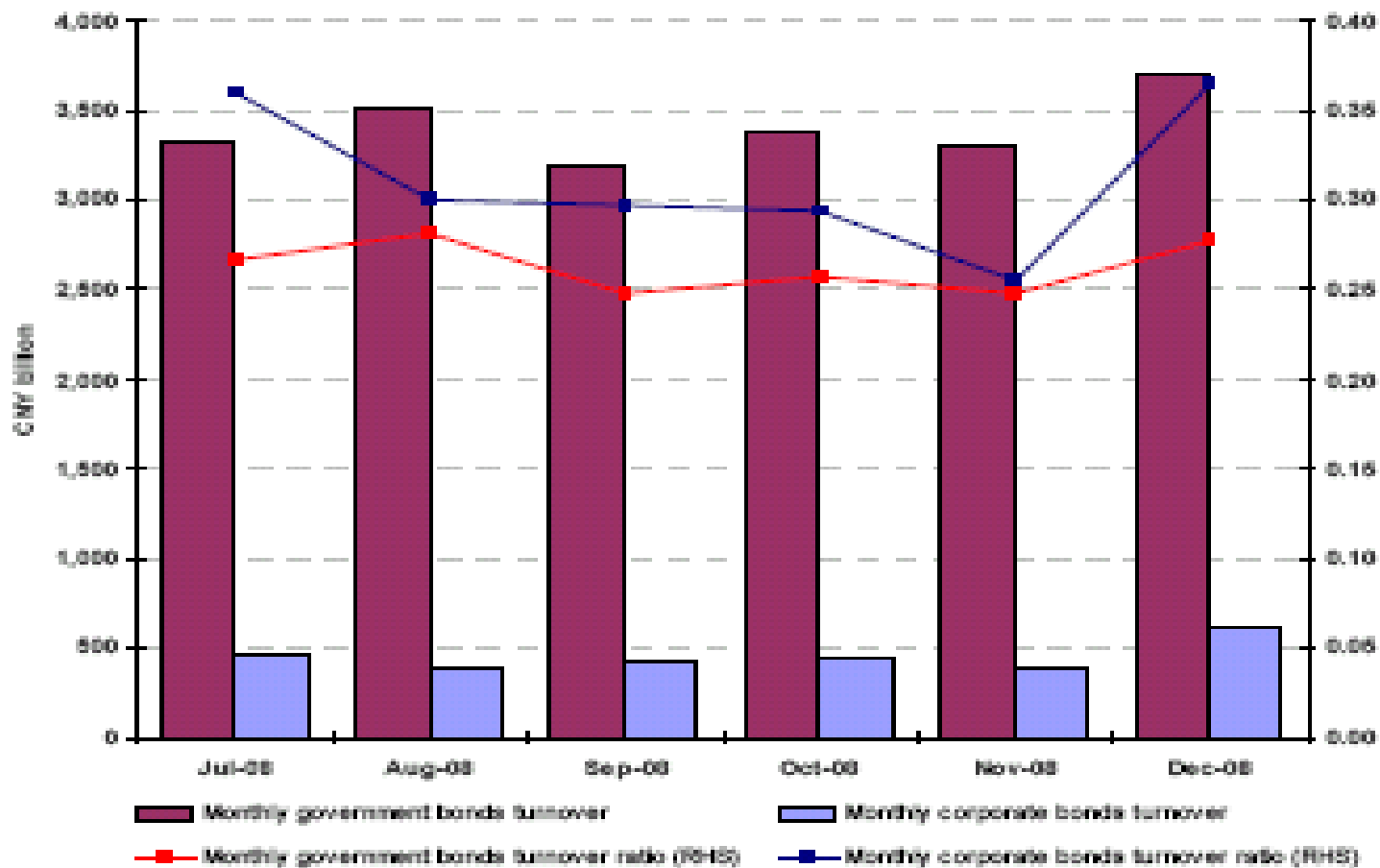


图7 债券交易量和换手率

资料来源：Asia Bond Monitor 2009



◆ 国债市场交易情况

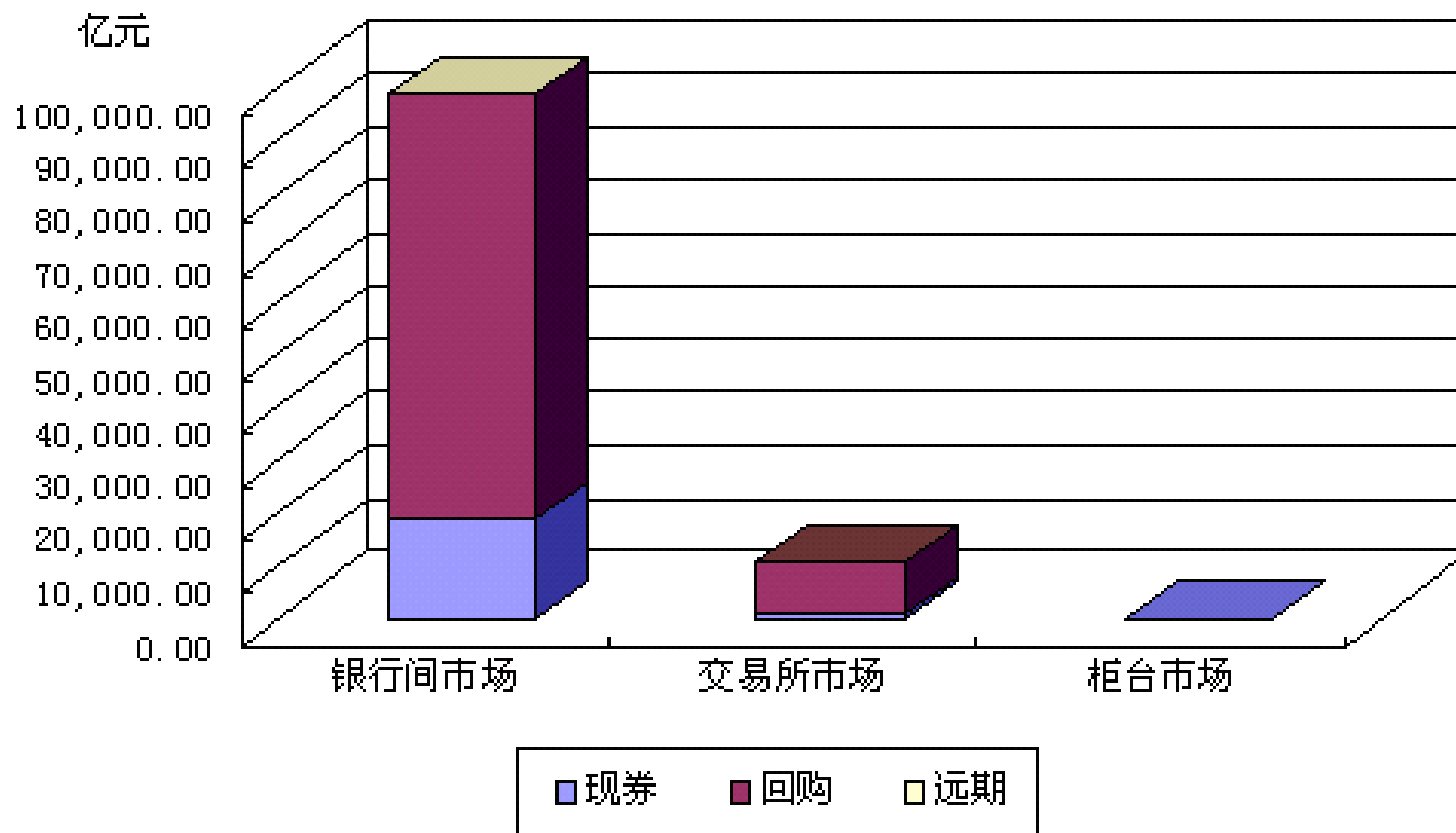


图8 2008年1-6月份不同市场各交易品种的交易量和交易结构



◆ 国债市场的流动性（换手率）

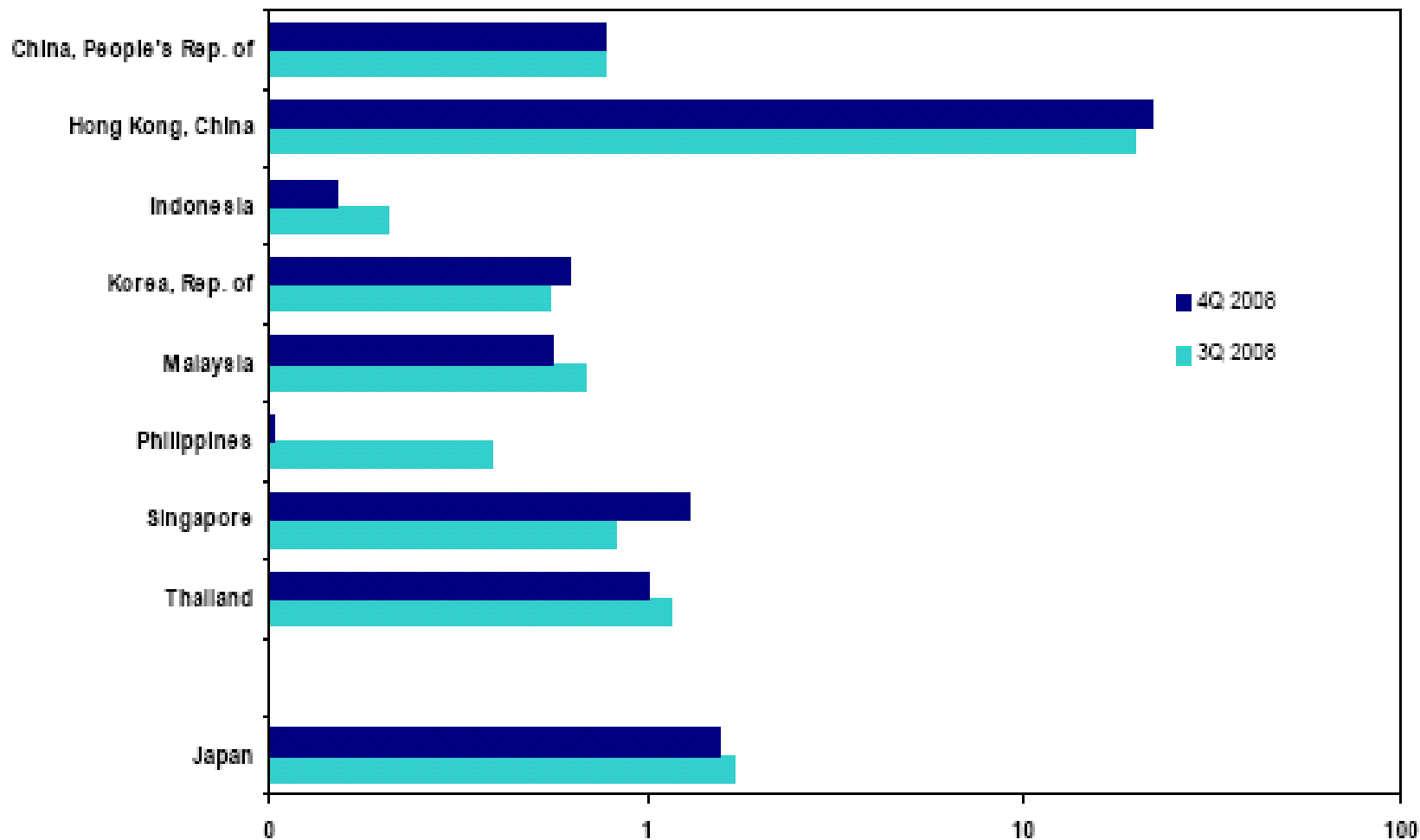


图9 国债市场的换手率比较

资料来源：Asia Bond Monitor 2009



◆ 国债市场投资者持债结构

年度	特殊结算成员	商业银行	保险机构	证券公司	基金	个人投资者
2003	7.09%	63.92%	3.18%	0.21%	2.38%	0.08%
2004	12.31%	57.05%	4.83%	0.07%	2.15%	1.98%
2005	10.92%	61.45%	6.42%	0.01%	2.10%	0.32%
2006	10.65%	64.73%	5.84%	0.01%	1.34%	0.23%
2007	35.37%	49.24%	4.87%	0.03%	1.53%	0.09%
2008	33.89%	50.28%	5.44%	0.21%	2.11%	0.08%



中国国债市场的现状分析—监管体系

- 基本法规：《中华人民共和国证券法》；《中华人民共和国国库券条例》
- 国债市场监管者：人民银行；财政部；证券监督管理委员会
- 不同市场的监管：银行间债券市场由人民银行监管；交易所债券市场由中国证券监督管理委员会监管；作为中国债券市场的总托管人，中央结算公司接受三方监管，在业务上受央行和财政部监管；在资产与财务管理上受财政部监管；在人事和组织机构上受银监会领导，并接受其定期审计



中国国债市场存在的问题

■ 一级市场存在的主要问题

- 发行规模偏小
- 债券品种和期限结构有待丰富
- 发行频率较低，而且不稳定
- 定价机制有待进一步完善



■ 二级市场存在的主要问题

- 市场分割状况较为突出
- 市场流动性较差
- 市场缺乏风险规避工具
- 市场尚未形成完整、可靠的收益率曲线



■ 市场的法律基础和监管体系存在的问题

- 市场的法律基础薄弱，没有专门的系统法律
- 多头监管，监管体系有待完善

■ 财政政策与货币政策在国债市场上的协调配合问题

- 记账式国债和储蓄国债的利率机制双轨运行
- 人民银行公开市场操作对国债的运用不足



促进国债市场发展的政策建议

■ 完善一级市场的政策建议

- 进一步扩大国债发行规模
- 完善债券发行的品种和期限结构
- 提高国债发行频率，稳定发行节奏
- 完善国债发行定价机制，推出国债预发行



■ 完善二级市场的政策建议

- “打通”交易所市场和银行间市场，建立统一互联的国债市场体系
- 完善做市商制度，充分发挥做市商的作用，活跃国债二级市场交易
- 积极研究推出国债利率期货、期权等金融衍生产品
- 加快推动国债收益率曲线的构建



■ 完善市场基础设施建设和监管体系的建议

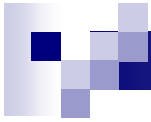
- 加快对国债市场相关法律法规的制定和修订工作，并尽早出台国债管理的基本法律——《国债法》，使国债发行、兑付、交易、托管、结算、监管等各个环节均实现有法可依
- 国家在有关法律中明确国债市场的主管部门，对市场进行统一管理。同时，明确行业协会的法律地位，形成政府部门的行政监管和行业内部的自律监管并存的多层次监管体系，以提高监管效率



■ 加强财政政策和货币政策协调性的建议

- 改革国债利率双轨制，实现利率并轨运行
- 加强货币政策与财政政策在国债市场上的配合





谢谢大家！

