

转载自《银行家》2017年第10期

债券市场发展对中国金融安全的利与弊

宋爽 刘东民

中国债券市场在人民币国际化的推动下加速发展

我国银行间债券市场已经建立 20 周年，在不断探索和改革创新的过程中稳步成长。特别是 2009 年人民币国际化战略确立以来，我国债券市场更是迎来了开放和创新的跨越式发展。在资本账户未完全放开的情况下，中国人民银行首先打通了境外机构投资国内债券市场的通道。此后，境外人民币清算行等三类机构、人民币合格境外机构投资者（RQFII）和合格境外机构投资者（QFII）先后获准进入银行间债券市场。同时，境外发行人在银行间市场发行人民币债券（熊猫债）的闸门也被打开，发行主体已扩展到国际开发机构、境外非金融企业、境外商业银行、外国地方政府、外国中央政府等。此外，债券市场的产品创新也越来越活跃。信用风险缓释工具开始试点，资产支持证券重回银行间市场，国债期货等衍生产品也正式上市交易。从 2013 年开始，中国债券市场已成为仅次于美国和日本的全​​球第三大债券市场。

随着国内金融市场的突飞猛进，金融安全问题也日益受到关注。在 2017 年 7 月召开的全国金融工作会议上，习总书记就强调“金融安全是国家安全的重要组成部分”，并将“回归本源、优化结构、强化监管、市场导向”作为开展金融工作的重要原则。就债券市场而言，在人民币国际化的推动下，近年来境外主体对人民币债券投融资需求明显增长，并通过改善市场流动性、健全市场融资结构、倒逼制度改革等机制促进了中国的金融安全。然而，债券市场的开放和创新也可能助长投机套利活动和跨境资金波动，形成国内金融市场的风险隐患，因此需要加强监管，防患于未然。

债券市场发展对中国金融安全的积极意义

投资人的多元化有助于促进债券市场的流动性和价值发现功能。人民币国际化促进境外机构对人民币资产投资需求的增长，由此推动我国债券市场开放和投资人多元化，进而提升市场的流动性和价值发现功能。截至 2017 年 7 月底，银行间市场的境外投资者已达 514 家，持有人民币债券约 8860 亿元。相应地，针对境内投资者的准入也有所放松，从法人合格机构投资者到非法人类合格机构投资者都已被准入银行间债券市场。投资主体的扩充促进了债券市场的流动性，降低了价格的波动幅度。最近 3 年，银行间债券市场的现券交易、质押式回购和买断式回购的月均换手率分别从 6.24%、45.10%和 2.11%提高到 15.76%、87.38%和 4.36%；标普中国债券指数的波幅则呈下降趋势（见图 1）。一个流动性较高的市场能够迅速完成交易且不造成价格大幅变化，因此当面临外部冲击时能够更快恢复稳定。

融资人结构的优化有助于降低金融市场风险。就债券市场本身而言，人民币国际化促使更多境外机构进入我国发债，改善了国内债券市场的融资人结构并缓解了市场违约风险。截至 2017 年 8 月，我国银行间市场已有 40 余家境外机构先后发行了 110 笔（期）熊猫债，总规模约为等值人民币 1994 亿元。与此同时，随着债市市场化的推进和企业负债率的升高，打破刚性兑付已成为必然趋势。根据万得数据，自 2014 年“11 超日债”违约以来，至今已

有 130 笔债券违约事件发生。在此背景下，国际机构和跨国企业进入我国发行债券无疑有助于改善我国债券市场的融资人结构和整体资信水平，因为进入我国的境外发行人大都具备 AA 以上的信用评级。

从更广阔的视角，这些年债券市场的高速发展也改善了中国金融市场的整体融资结构，缓解了社会融资过度集中于银行贷款所潜伏的风险。相比于银行贷款，债券融资的信息透明度更高，有助于缓解地方政府和大型国企在取得贷款过程中的信息不对称问题。而且，债券融资还有助于避免经济过度货币化，提升货币政策操作的空间。从图 2 可见，债券融资规模在 2009 年后明显上升并在此后稳步增长，到 2016 年占比已达 17%，成为第二大社会融资渠道。因此，债券市场近年的发展使国内金融市场的融资结构更趋合理，不过要彻底扭转银行贷款的主导地位仍需坚持努力。

产品创新和制度改革有助于债券市场风险的管理和监控。为了满足境内外投资者对人民币债券产品的投资和避险需求，国内债券市场的产品创新也在提速。继 2010 年信用风险缓释工具试点后，我国银行间市场 2016 年又在以往信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW）的基础上推出了信用违约互换（CDS）和信用联结票据（CLN）两款新产品。其中，CDS 是由信用保护卖方就约定的参考实体向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约；CLN 则是由创设机构向投资人创设，投资人的投资回报与参考实体信用状况挂钩的附有现金担保的信用衍生品。这些新产品的推出，有利于建立风险分担的市场机制，促进风险管理活动的有效性并降低成本。

新的参与者和产品不断被引入，也给国内债券市场的监管环境提出了新的要求。以中国人民银行为首的各监管部门近年来加速制度改革，一边减少行政管制，一边强化市场监督。据初步统计，从 2009 年至今央行已先后发布关于银行间债券市场的政策公告 27 条，涉及减少发行限制、放松市场准入、规范市场行为、完善基础设施、简化管理程序等方面。这些规定的出台推动了我国债券市场的市场化进程且越来越贴近国际范式，同时也强化了监管部门对各类市场主体行为的规范和监督，有利于市场风险的防范和监控。

完善债券市场有助于促进外债利用，降低主权债务风险。随着国际上对人民币储值功能的认可，国内债券市场的完善将吸引更多外国官方机构前来投资人民币债券，使我国能够低成本利用境外资金。从美国的经验来看，外国官方大量购买美国国债导致其利率长期维持在低位，由此美国财政每年可节约上百亿美元的利息支出。而此次金融危机期间，各国央行对美国国债的增持更助美国以低成本外部资金缓解了国内的流动性压力（见图 3）。对于新兴经济体而言，更为重要的是以本币债券开展主权债务融资能够有效规避货币错配的风险。实际上，很多发展中国家都曾深受主权债务货币错配问题的困扰，其中最典型的当属 20 世纪 80 年代的拉美主权债务危机。当我国的对外债券融资越来越多地使用人民币计价，由货币错配带来的债务风险就可以显著地降低。

债券市场发展给中国金融安全带来的潜在风险

市场准入放松可能加剧资金空转和杠杆操作。这些年债券市场准入的放松，给金融机构延长资金链条开展套利活动带来了机会。如图 4 所示，基金公司和券商资管计划自 2014 年重回银行间债券市场以后，就成为增长最迅速的投资群体。由于这些机构的资金源头仍在银行，因此其进入很大程度上只是延长了银行资金的流转链条，加剧了资金的空转和嵌套，最

终虚抬了债券市场和实体企业的融资成本。而且，相比于银行和保险公司，前述机构更善于从事杠杆化的操作以实现套利；但是依赖银行资金的他它们并不比银行具有更高的风险承受能力，而且在“借短投长”的过程中还隐含着期限错配的风险。可以想见，在市场化的违约机制和风险管理机制尚未完全建立起来的情况下，上述投资环节一旦出现问题便极易蔓延到整个金融体系，引发系统性风险。

产品创新加速可能导致更多高风险产品的出现。债券市场创新虽然有助于风险管理活动的开展，却也将一些高风险产品引入市场。2012年8月资产支持票据落地以来，随着证券公司、基金管理公司开展资产证券化业务的闸门陆续放开，我国债券市场在近3年迎来了资产支持证券的爆发（见图5）。虽然这类产品的普及有利于盘活基础资产，但是也不能忽视其所蕴含的风险。实际上，我国债券市场上结构化产品和衍生产品的风险已经开始显现。2016年5月“14益优02”违约就给如火如荼的资产支持证券市场敲响了警钟，而年底国债期货大跌更导致多家机构爆仓。即便是在发达国家，衍生品也是金融市场的重要风险因素。美国次贷危机的爆发，在一定程度上就是由于抵押债务债券（CDO）和信用违约掉期（CDS）等衍生产品过度打包增信，以致投资者很难理解其中的复杂结构和隐含风险，从而成为危机的导火索。

市场开放加深可能助长跨境资本波动并冲击国内经济政策。由于债券市场以机构投资者为主，其开放程度的加深可能导致跨境资本流动大幅波动。特别是当国内经济表现较国际经济形势出现明显偏差时，资本的逐利性会促使资金大量流入或流出，引发国内金融市场的剧烈波动。虽然我国目前资本项目尚未开放，这一问题还不足为患，但是国际上不少开放较早的发展中国家已经历过惨痛教训。例如，墨西哥在20世纪80年代末开放金融市场就导致外资大量涌入且70%~80%流向证券投资，而1994年国内政局不稳和西方国家利率上扬导致资金开始大量撤出，持续的债券抛售使其最终陷入财政困境并付出超过400亿美元的代价。

长期来看，伴随着资本账户的逐渐放开，跨境资金自由进出国内债券市场更可能会冲击央行的货币和外汇政策。譬如，随着更多境外机构前来发行熊猫债，未来相当一部分资金将输出境外。如果这些资金以人民币流出，将导致国内货币存量的减少，对央行货币政策的执行效果产生一定影响；如果以美元等外币形式流出，则会消耗我国的外汇储备，对外汇政策形成压力。从美国和日本的经验来看，两国曾一度对扬基债和武士债的发行相当谨慎，在一定程度上也是因为担心境外发行人的资金输出会对国内经济政策产生不利影响，引起国内金融市场震荡。

发展债券市场促进中国金融安全的政策建议

综上所述，我国债券市场近些年在人民币国际化的推动下取得了跨越式发展，对于国家金融安全具有积极意义，却也积累了一些潜在风险。未来，我国债券市场的开放和金融市场化改革还将继续推进，要想切实维护国家金融安全，监管部门需要“防范”和“疏导”两手抓，即在加强监管防范风险的同时，建立长效市场机制疏导风险。

从规范机构投资行为的角度，防范资金空转套利和建立疏导信用风险的市场机制是政策重点。从2016年开始，中国人民银行和银监会就已经出台了一系列针对债市去杠杆的政策措施，并已取得初步成效。未来，监管部门之间还应加强协作，严防不同类型的金融机构合作进行监管套利。针对市场化改革中的金融业务交叉日益增多且趋于复杂的情况，一行三会

应当及时沟通、信息共享，共同商讨对跨部门资金流转的统一监管。另外，要建立疏导信用风险的长效机制，降低因个体风险引发系统性风险的概率。这就需要进一步打破投资者对债券资产的刚性兑付思维，鼓励投资者开展组合投资以分散风险。当然，还要配套建立基于信用违约概率的资产定价机制，并加快推进信用风险缓释工具的开发和运用。

从防控创新产品风险的角度，完善衍生品各环节的监管措施和建立规范的高收益市场可作为政策的关注点。在完善衍生品监管措施方面，首先要进一步强化信息披露机制。金融产品创新常常涉及多环节、多主体，因此就需要各类主体在其所参与的环节都能尽职履责地做好信息披露工作，发现问题及时发布风险提示。其次，要建立明确的产品风控制度。我国在金融创新风控的许多方面还处于空白，应参考国际市场的成熟做法加以弥补，例如，规范评级机构的评级标准和技术，确立管理人对资金流转的监控制度等。在建立规范的高收益市场方面，则要引入更加多元的需求方。鼓励资金来源不同、风险偏好不同的投资者进入市场，特别是具有较强风险偏好和专业管理技能的机构投资者，以缓解当前市场上投资者风险偏好趋同且普遍较低的问题。同时，拓宽创新产品的供给方。不同风险属性的产品发行人进入后，将弥补当前市场上衍生品层次单一的问题，满足不同风险偏好投资者的需求。只有具备了活跃的高收益市场，金融创新对于流动性管理、风险管理的效果才能真正显现，个别产品的风险也将被有效疏导。

从监管跨境资金流动的角度，要继续保持稳健开放和严密监测，同时逐步建立令境外投资者更有信心的市场机制。放松资本管制是中国金融开放的必经之路。然而，在当前市场化机制尚未完全建立起来的情况下，对境外投资者进入国内债券市场仍应持稳健态度。先引入以资产配置需求为主的中长期投资者，再逐渐扩大境外投资者的准入范围。同时，严密监测跨境资金流动，抑制扰乱市场的跨境投机行为，打击跨境洗钱等非法资金活动，针对跨境资金的异常波动制定紧急预案。另外，要建立令境外投资者充满信心的市场机制，这样才能避免跨境资金因风吹草动而大进大出。从大的方面看，这需要继续推进汇率制度的市场化改革，利用市场机制促进我国货币价值和金融市场的稳定。就债券市场本身而言，则应加强与国际市场的融合，建立与国际接轨的会计审计准则、信息披露要求和信用评级标准，推动国内债券市场纳入国际债券指数。

（作者单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所）