

深化债券市场开放

费兆奇 杨成元

我国债券深化开放面临的主要问题

体制机制建设

一是境内审批部门不统一。一方面,债券的审批、发行、交易和信息披露等环节存在重复监管、空白监管等问题;另一方面,多头管理导致操作成本和操作风险大大提升,定价不统一,难以有效实现实时总体监测。

二是我国托管体系为扁平化的管理体系,影响服务质量和效率。不同于发达国家市场多级托管体系,我国债券市场采用一级托管和二级托管并存的托管体系。这种体系,随着投资者和发行者规模的增加,很难实现服务的精细化和高标准。

三是债券市场开放中跨境风险管理体系,包括流动性风险、信用风险、操作风险、法律风险等全方位的识别、衡量、监测和控制机制亟待完善。

四是银行间市场和交易所市场没有完全融通。比如,债券品种跨市场托管没有完全放开,目前可以跨市场托管的品种只有国债、地方政府债和企业债。

制度建设

一是会计审计方面并未完全与国际接轨。境内会计准则并未与国际接轨,目前财政部认可的等效会计准则是香港财务报告准则和欧盟成员国上市公司在合并财务报表层面所采用的国际财务报告准则,境外发行人在境内发行时,境外发行人应按照中国会计准则或财政部认定的有同等效力的会计准则编制财务报告。另外,境外机构在境内公开发行债券还要求审计准则为中国内地或香港(非公开定向发行无特殊要求)的准则。

二是我国债券市场从审批制到注册制的有关法律,以及境外机构资金使用和汇出方面的法律法规等亟须完善。

三是缺乏有效的做市商制度。虽然我国债券市场已经引进了做市商制度,但双边报价商制度有待完善:银行间债券市场名义上采用报价驱动方式,实际上是以成员间相互谈判、直接达成交易为主,更像指令驱动型市场;报价券种较少,报价期限品种不全。另外,我国做市商门槛较高,符合条件的做市商数量有限,限制了做市业务的扩大。

评级体系

一是我国尚未建立针对信用体系的独立的制度法规,相关法规分布在多家管理部门颁布的指导意见和管理办法中,评级行业处于多头监管状态。

二是评级市场没有形成有效的行业壁垒,国际评级企业渗透国内评级市场;而我国评级机构的公信力还有待上升,评级水平较国际评级巨头还有差距,

导致国内评级机构很难进入国际评级市场。

三是评级标准国际市场、国内市场不一致,影响境外主体境内发债积极性,境内评级机构给出的评级结果要比国际评级机构给出的结果高,导致境外机构在境内发行时,其国际评级较低,难以满足我国审核要求。

四是国内评级机构对发行体的评级结果普遍较高,信用利差在市场定价中并未真正体现,加之刚性兑付未打破,违约处置机制不健全,债权保障机制不完善,导致境外投资人投资信用债的意愿不强。

风险管理

一是境外投资者开放加剧跨境资本流动风险。首先,对境外投资者开放后,热钱大量流入,助推债券市场泡沫,大量套现后迅速撤离,尤其是随着衍生品市场开放,会在杠杆的魔力下助涨助跌,引起债券市场的大幅波动;其次,随着境内投资者开放,在走出去的同时,会伴随着资本外逃,这将对货币金融体系产生一定冲击。

二是境外发行人的引进对跨境监管提出了新的要求。首先,对境外发行人存在一定的监管风险。如在信息披露、获取境外投资者信息等方面会面临国外银行保密法等相关法律挑战,由此可能滋生跨境内幕交易、市场操纵等问题。在监管处罚方面,由于其主要资产、机构和人员都不在本国属地管辖内,本国监管机构难以强制执行处罚决定。其次,境外发行主体遍及全球,风险管理范围要扩至全球许多国家,发行主体国家的政治环境、经济金融环境的变化都有可



能加大发行主体风险，向国内市场传导，加大整个市场风险。

三是债券市场开放带来了其他特有风险。比如，预提所得税风险等跨境税收风险；法律和监管差异或单边监管行为导致跨境投融资活动风险等跨境法律风险；资本项目管制下的汇兑风险、汇率波动导致的偿付风险等汇率风险；政治风险、法律风险、经济风险和外交关系等国别风险。

对策建议

针对我国债券市场在开放过程中呈现的不平衡特征和面临的问题，我们需要顶层设计，并从以下几个方面共同推进。

深化债券市场改革创新，稳步推进开放

一是完善监管体系，继续推进政策开放。第一，强化监管主体的内部协调机制，按照统一化、整体化和标准化的监管标准，完善监管制度和指标体系。第二，对于我国银行间市场、交易所市场和柜台市场交易的债券品种，应进一步扩大转托管的品种范围，最终实现所有品种在不同市场之间自由交易，实现交易的高度统一，消除跨市场套利。第三，继续推进政策开放，加快外汇市场、衍生品市场开放，满足境外投资者利用衍生品进行风险管理的需求；进一步丰富债券品种和期限结构，满足其资产组合管理需要。对于境外发行人，在发行标准、信息披露要求上，尽可能与国际接轨，遵从国际惯例和国际规则，对于募集资金的使用和汇出形成完善的管理机制。

二是完善债券市场发展制度建设。第一，加快完善全面推行注册制改革相关法律法规。第二，改进会计准则，参照国际经验，规范现有的管理，在信息披露方面，对于按照国际准则编制报表的企业，只要能够达到披露信息的目的便可适当简化相关手续。第三，完善债券市场的税收政策，尽快形成稳定的境

外机构投资者债券市场所涉及的税收优惠政策，建立优惠的税收制度。第四，继续加强做市商制度。降低做市商准入门槛，鼓励更多的金融机构参与做市业务，完善做市商考核制度，强化激励约束机制，提高积极性，最大程度地发挥做市商的作用。第五，完善投资者保护制度等建设。加强宏观审慎监管，增强信息监测和预警，防止境外发债主体违约风险的发生；打破刚性兑付、完善退市制度，信用风险能真正体现在信用利差中，建立债券违约后的退出机制等事前预防、事中应急、事后处置等系统性措施；强化投资者保护条款，加强信息披露，消除信息不对称。

三是完善评级体系。第一，建立健全信用评级基本规范标准，主要在准入条件、评级方法、评级流程、评级人员以及数据处理等方面完善制度规则。第二，提升评级机制的权威性和公信力，对信用评级公司进行“再评级”，健全市场化退出机制，提高评级机构准入门槛，完善信用评级方法和指标体系。第三，尊重国际市场规则和惯例，建立健全涵盖国际评级机构在内的统一注册管理制度，有序开放信用评级市场，明确境外机构发债选择评级机构的具体要求。

四是构建并形成有效的风险管理机制。第一，加强债券市场风险防控，积极防范和处置债券市场信用违约风险，完善债券市场宏观审慎管理，继续发挥监管协调作用，推动债券市场健康规范发展。第二，形成管理汇率风险的市场机制。丰富衍生品等风险管理产品，为分散风险提供工具；完善人民币汇率形成机制，维持币值稳定。第三，加强监管热钱流入或资本外逃带来的风险。加强跨境资本流动监测，加大跨境监管合作，在国际合作中推动债券市场开放；可鼓励境内企业海外融资（美元债务），对冲国内市场上资本外流的影响，相当于把人民币的汇率压力转移到债券利率上，可以起到稳定人民币汇率的作用，加大了货币政策的灵活性。

五是进一步完善债券市场基础设施建设。第一，继续加强交易、托管、清算等核心环节的基础设施建设，促进市场高效安全运行。建立统一的债券中央托管体系，扩大应用跨境人民币支付系统（CIPS），建立安全、高效、全球化的支付清算网络体系。第二，继续深入推进债券通。在内地与香港基础设施相互连通基础上，进一步推进内地与境外其他市场的互联互通。同时，在境内投资者走出去方面，做好基础设施的互联互通，尽快推出南向通相关方案。

在岸市场和离岸市场协调发展

随着我国经济规模不断上升，改革开放逐步深化，人民币输出量也在快速上升，人民币离岸金融中心建设数量开始增多。在发展离岸市场的同时，促进在岸市场成熟壮大，国内市场改革应同步跟进。一是促进离岸债券市场与资本项目开放、人民币国际化进程战略协调推进，相辅相成；二是离岸市场、在岸市场相互配合，相互促进。不同离岸市场之间也应有所侧重，明确其分工；三是增强内地债券市场改革的紧迫感，加快推动在岸市场的全面发展和开放，加快推进在岸市场的政策制度、基础设施完善，防止金融中心外移。

债券市场开放与人民币国际化共同推进

人民币国际化、债券市场开放共同推进，相互促进，共同发展。人民币的国际化离不开金融市场尤其是债券市场开放，通过债券市场开放，吸引更多的境外投资者持有更多人民币金融产品，增强人民币在全球范围内的价值贮藏职能，进而推进人民币国际化；人民币国际化可以增强境外投资者对持有人民币债券的信心，增强境外机构发行人民币债券的动机，从而深化我国债券市场开放。■

作者单位：中国社会科学院金融研究所；
华夏银行

（责任编辑 张 驰）