

我国债券市场未来发展基本框架初步形成

联合资信评估有限公司 李振宇

日前，《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（以下简称“意见”）正式发布，其中对我国债券市场的发展进行了规划，提出了一系列指导意见，形成了我国未来一段时期债券市场改革发展的基本框架。

一、积极发展债券市场

债券市场是我国资本市场的重要组成部分，债券市场的发展具有重要的作用。“意见”从促进实体经济发展，提高直接融资比重，更好发挥资本市场优化资源配置的作用，丰富投融资工具等角度论述了发展债券市场的重要意义。同时，“意见”提出了一系列债券市场需要完善和发展的主要品种或方向，具有重大的指导意义。

一是完善公司债券公开发行制度。公开发行的公司债券是债券市场的主流品种，是债券市场的基础产品。如何完善有关制度，需要做很多探讨。如最基本的问题就有公司债券的监管审批体制和机制问题、公司债券的发行规模问题、公司债券的交易场所与信息披露的完善等。

二是发展适合不同投资者群体的多样化债券品种。这里包括两个含义，一个含义是将投资者分为不同的类型，以此来完善债券市场。按照“意见”，投资者主要包括专业机构投资者、合格投资者、公众投资者、中小投资者等类别，核心是建立合格投资者标准体系，健全投资者适当性制度，严格投资者适当性管理。从债券市场发展来看，投资者管理的核心是强化投资者的责任约束，健全债券违约处置机制。这方面的工作需要进一步细化和统一。第二个含义是要发展多样化债券品种。发达国家债券品种是很丰富的，与之相比，我国债券的品种需要更丰富。在期限方面，我国债券品种中一年内的品种相对不够丰富，更长期限的债券品种也相对缺少；从债券的信用等级来看，我国低评级的债券品种比较稀少，如高收益债或垃圾债（或并购债）；从发行人来看，中小企业发行人相对较少，地方政府债券需要发展；从发行方式看，我国私募品种刚开始发展；从债券的衍生品种看，混合证券相对不发达（优先股刚开始试点），资产证券化产品较少等等。因此，我国债券市场在债券品种方面发展创新的任务还很重。

三是专门提出“建立健全地方政府债券制度”。地方政府债券是债券市场的重要品种，同时也是我国财税体制改革完善的重要内容，对我国城镇化推进、经济结构调整和发展、国家债务风险控制等都具有十分重要的意义，需要审慎研究和推进。

四是提出要丰富适合中小微企业的债券品种。我国在推进债券市场更好为实体经济服

务方面，特别关注债券市场如何更好为中小微企业服务的问题。我国已经尝试了中小企业集合债券、集合票据、区域集优债、中小企业私募债、创业投资企业债等。下一步应该考虑通过发展债券保险、债券增信机构、信用违约互换（CDS）、高收益债、债券证券化等来更好地发展中小微企业债券。

五是提出统筹推进符合条件的资产证券化发展。资产证券化产品是债券市场（固定收益）十分重要的组成部分，在发达国家占有相当高的比例。我国现在以资产证券化原理来进行产品创新的固定收益品种正在发展，如信贷资产证券化、企业资产证券化、资产支持票据、理财和信托产品、债权投资计划、债券分级基金等。但是，由于相当多的资产证券化涉及的相应的法律支持不足，亟需统筹规范我国资产证券化产品的发展。我国各监管部门应形成合力，从建立健全基本的证券化法规入手来促进资产证券化的发展。

六是“意见”提出了私募债券的发展要求。对私募发行不设行政审批，允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行股票、债券、基金等产品。“意见”支持证券期货经营机构、各类资产管理机构围绕风险管理、资本中介、投资融资等业务自主创设产品。这就为进一步创新债券产品提供了良好的环境，奠定了坚实的基础。同时，对私募债券的发展也提出了基本的规范，明确了必要的法规要求。

总体上看，“意见”提出了我国债券市场亟需发展的主要品种，并提出了指导性的意见，为未来我国债券市场的发展指明了方向，我国债券市场有巨大的发展空间。同时也要看到，只有做出深入、艰苦的探讨，债券市场才能取得大发展。

二、规范债券市场的各类参与主体，促进债券市场规范发展

债券市场要快速、规范发展，必须规范有关参与主体。针对我国债券市场发展的实际情况，“意见”扩大了相关主体的范围，提出了一系列新的要求，有重大突破。

首先对主承销商进行了扩围和规范。“意见”明确提出支持和规范商业银行、证券经营机构、保险资产管理机构等合格机构依法开展债券承销业务。这既使银行开展债券承销业务合法化，也拓展了保险资产管理机构的承销业务空间。这将促进我国债券市场的发展，同时也将进一步加大承销机构间的竞争，刺激创新。

二是提出要发展新的债券中介机构。“意见”要求“探索发展债券信用保险。完善债券增信机制，规范发展债券增信业务。”债券信用保险的含义如何理解？是要探索保险机构提供债券信用风险保险的责任保险产品？还是组建专门开展债券担保的保险机构或担保机构或称为债券增信机构？这些都需要进一步研究和突破。同时，债券增信业务的含义也比较广泛，如CDS是否为一种增信方式？

三是积极发展投资者。“意见”提出要壮大专业机构投资者，支持全国社会保障基金、社会保险基金、企业年金、职业年金、商业保险资金、境外长期资金等机构投资者资金逐步扩大资本市场投资范围和规模。更有创意的是明确要推动商业银行、保险公司等设立基金管理公司，大力发展证券投资基金。同时提出促进证券投资基金管理公司向现代资产管理机构

转型，提高财富管理水平。这是推动债券市场发展的重要举措，也将推动资产管理行业的规范竞争。“意见”还要求扩大合格境外机构投资者、合格境内机构投资者的范围，提高投资额度与上限。

“意见”还允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行股票、债券、基金等产品。并提出对类债券产品的投资者要完善投资监管标准，即“按照功能监管、适度监管的原则，完善股权投资基金、私募资产管理计划、私募集合理财产品、集合资金信托计划等各类私募投资产品的监管标准。”这些规定实际上也将增加投资者，并促使这些类债券产品在投资者间的公平竞争。

三、适度监管与强化风险管理

我国债券市场发展既需要放松监管，也需要适度监管，更需要强化风险管理和监管协作。“意见”对于债券市场的监管取向作出了明确论述，在信息披露、违约处置、登记统计监测等方面有重大发展，将有力推动债券市场的完善。

一是在监管体制上，“意见”继续维持目前的公司信用类债券部际协调机制。但在具体的职责上，提出了相应的新的要求，如要求健全跨部门监管协作机制，完善债券品种在不同市场的交叉挂牌及自主转托管机制，鼓励债券交易场所合理分工、发挥各自优势，逐步强化对债券登记结算体系的统一管理，防范系统性风险，建立健全金融市场突发事件快速反应和处置机制，健全稳定市场预期机制等。这些规定，将进一步提高债券市场的实质监管水平，有利于监管的竞争和协调。

二是“意见”对债券市场发行人的信息披露提出了一系列要求。如完善发行人信息披露制度，建立债券发行人信息共享机制；对于私募发行，也要求明确各类产品私募发行面向同一类投资者的私募发行信息披露要求。无论是公募还是私募，发行人的信息披露都是债券市场健康发展的基石。

三是对于公开的债券市场，“意见”强调要从准入、评级、投资者风险识别能力、投资者保护制度、健全债券违约监测和处置机制等方面进行改革和完善，以更好地维护债权人整体利益，防范道德风险。其中违约监测和处置机制是我国债券市场大发展的关键，相信未来将取得重要进展。没有违约的债券市场是无法形成风险—收益定价体系的。

四是对于私募市场，强调建立健全私募产品发行监管制度，切实强化事中事后监管，并强调要对各类私募产品建立统一监测系统，建立促进经营机构规范开展私募业务的风险控制和自律管理制度安排。私募产品发行虽然不设行政审批，但是需要预先建立监管制度，需要事中和事后的监管和监测，特别是需要有基本的统计、登记等监测系统。同时，“意见”还提出要对各类类债券的私募产品建立相关机构的投资的监管标准。私募债券的发展，是我国债券市场发展的重要的方向，但如何发展是很重要的，目前，我国私募市场已经出现了混乱局面，似乎任何组织都可以私募发行债券。这次“意见”提出的一系列要求，很有针对性和指导意义。

五是提出要完善系统性风险监测预警和评估处置机制，加强涵盖资本市场、货币市场、信托理财等领域的跨行业、跨市场、跨境风险监管，逐步建立覆盖各类金融市场、机构、产品、工具和交易结算行为的风险监测监控平台。这项工作难度较大，需要进一步探讨和磨合。

六是对评级等相关服务机构提出了新要求。主要包括要规范发展债券市场信用评级服务，加强对资信评级的监管，提升评级机构的执业质量和公信力，并将评级视为重要的、必要的金融服务产业。同时，也提出要减少对外部评级的依赖。这些内容基本构成了我国政府对评级行业的重要政策，将是评级行业发展的新的契机，评级行业应倍加珍惜。

总体上看，“意见”对我国债券市场发展完善的重大问题进行了研究，提出了很多新的重大政策举措，对于推动我国债券市场将具有重大的意义。“意见”的基调是积极发展债券市场，在监管体制上进一步细化和深化，在私募政策方面有比较大的突破，风险管理理念和要求显著提高，在产品发展创新上有较大的进展。同时也要看到，“意见”大多是原则性的，具体落实还需要做很多工作，会有很多争论，具体发展路径也许会比较曲折。