

我所亲历的银行间债券市场

The Interbank Bond Market – A Personal Experience

○ 谷 裕

建信金融资产投资有限公司董事长，曾任中国建设银行金融市场部总经理，高级会计师，经济学博士

摘要

银行间债券市场的建立和发展，是我国金融市场体系建设的重要创新。本文以亲历者的角度，回顾了银行间债券市场建立发展的关键节点，总结和剖析了改革发展得以成功的原因，包括顶层设计、市场化法制化原则、渐进式改革以及扩大对外开放等。最后，本文对银行间市场的发展做了总结并对未来进行展望。

关键词

银行间债券市场 市场化 法制化 跨越式发展

Abstract: The creation of the interbank bond market is an important innovation in the construction of China's financial market system. This paper reviews the key milestones in the development of the interbank bond market from the personal perspective of a witness to those key developments. It assesses the reasons for the success of this significant reform plan, including the top-level design and the principles of maintaining a market-oriented operation as well as a solid legal framework. Along the way there were gradual reforms and an opening of the market to foreign investors. Finally, the paper provides an outlook for the future.

Keywords: Interbank Bond Market, Marketization, Legalization, Transitional Development

我国银行间债券市场经历了25年的发展，已成长为全球第二大债券市场，托管规模逾百万亿元，在支持实体经济发展、助力现代金融体系建立、扩大金融市场对外开放等方面发挥了重要作用，在中国金融市场发展史上写下了浓墨重彩的一笔。银行间债券市场的发展，凝聚了一代人的辛勤和努力。作为亲历者、参与者和推动者，我见证了银行间债券市场从无到有、从小到大的全过程，深知市场开拓之艰难、创新之不易。值此交易商协会成立十五周年之际，特撰此文，对银行间债券市场发展的关键时点分享一些个人感受，供读者参考。

银行间债券市场的诞生，中国金融市场的重大创新

改革开放之后，国家在固定资产投资领域开始“拨改贷”改革，包括工农中建在内的几大银行恢复设立并逐步回归专业职能，但此时的改革主要是强化企业的预算约束，要求企业算经济账，银行并未真正实现商业化运行。1993年十四届三中全会开启建立社会主义市场经济的体制改革，随后三大政策性银行先后设立，剥离了原建行、中行、农行的政策性业务，银行业开始了真正的商业化运行，商业银行的资金业务也由此开始。建设银行总行资金交易室成立于1995年8月，是几大行中最早成立资金交易室的机构，1996年1月

进入交易所市场，开展资金拆借、国债承销、现券买卖、回购等业务。

回顾当时，商业银行资金业务刚刚起步，资金规模较小，交易也不活跃，故而交易所市场尚能满足需求。但随着商业银行规模的扩大，资金业务交易量不断增长，交易所市场的局限性逐渐暴露，突出表现在商业银行巨大的资金体量容易给市场造成较大波动，市场操纵风险上升，与此同时，1997年股票市场的火爆也暴露了商业银行资金进入股市的违规现象。因此，建立符合现代商业银行体系要求的场外交易市场就成了迫在眉睫的问题。

1997年6月5日，人民银行发布《关于各商业银行停止在证券交易所证券回购及现券交易的通知》（银发〔1997〕240号），要求商业银行于6月6日停止在上海、深圳交易所及各地证券交易中心的证券回购和现券交易，转向通过全国银行间同业拆借中心开展现券及回购交易。1997年6月6日这一天，也就成了公认的银行间债券市场的开端。

银行间债券市场的建立给中国金融市场带来了巨大的变化，以机构为主体的场外市场的出现是历史的必然。一是建立了适应现代金融体系要求的场外市场，在交易所市场的指令驱动难以满足商业银行日益扩大的交易需求，尤其是难以满足大资金量的交易时，建立了银行之间大规模交易的渠道。二是银行间债券市场的建立为宏观调控方式转

变提供了基础设施，即不仅为货币政策调控由直接转向间接提供了操作场所，也为1997年“亚洲金融危机”爆发后积极财政政策的实施提供了有力的保障。三是银行间债券市场的跨越式发展为商业银行进行更全面主动的资产配置和负债管理提供了重要的工具和场所，促进了中国银行业向现代商业银行体系的转变。

短期融资券（CP）的备案发行，银行间债券市场信用债的创始之作

2005年之前，我国企业融资市场是一个几乎完全依赖商业银行间接融资的市场，商业银行贷款占社会融资规模保持在90%以上，企业长期缺乏直接融资的渠道^①。2004年开始，我国经济面临过热的风险，人民银行开始加息，同时证监会开展股权分置改革暂停了股票发行，信贷收紧叠加股权融资渠道不畅，使得拓宽企业直接债务融资渠道成为一个亟待解决的问题^②。

短期融资券其实早在20世纪80年代末就已出现。当时人民银行对短融实施年度总额管理，并对企业短期融资券发行进行审批，发行对象可以面向企业和个人。但在90年代中期出现“乱拆借、乱提高利

率和乱募集资金”等发行乱象及兑付问题后，人民银行暂停了短期融资券的审批^③，短期融资券就此淡出市场。

2005年短期融资券再度登场，改发行审批为备案制后又改为注册制^④，实行信用发行但要求强制信息披露，同时发行对象仅面向银行间债券市场的机构投资者。与之对应的是，此时企业债券由发展改革委进行发行审批且要求必须担保发行，担保机构通常为商业银行，则企业债券信用主要是商业银行信用，而短期融资券主要是依托企业自身信用。因此，短期融资券的再度登场，事实上成了银行间债券市场信用债的起点。

建设银行与工商银行、中国银行、光大银行成为首批获得短期融资券主承销商资格的银行，建设银行也是唯一在首批发行中同时承销两家企业短期融资券的银行。彼时的资金交易室已经成长为后来的建设银行金融市场部，也承担了首批短融承销的任务。现如今，大家对于债券的定价模式、发行流程乃至募集说明书格式都早已习以为常，但在当时，如何将短期融资券的顶层设计和债券发行国际惯例落到实处是一大挑战，所有这一切标准流程都

- ① 彼时虽然有企业债券发行，但由于发展改革委严格的审批机制，发行规模长期较低，2005年之前的债券融资仅占社融规模的1%~2%。
- ② 2004年，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国发〔2004〕3号），将扩大直接融资作为首要任务。
- ③ 也正是在这一时间，人民银行将企业债券的审批工作移交发展改革委。
- ④ 短期融资券最早由人民银行进行备案发行，交易商协会成立后转由协会注册发行，早期的备案发行与后来的注册发行是一脉相承的。

是新鲜事物。记得当时，包括我在内的四家首批承销银行的实际操作者聚在金融街的一个小饭馆，对短期融资券的定价机制、发行交易方式等一系列细节进行了深入讨论，有时甚至会争得面红耳赤。也正是在这一过程中，实操者们群策群力，最终保证了短期融资券市场的顺利启动。

短期融资券的出现，确定了如今债券发行注册制、利率由市场决定、信用发行且强制信息披露的三大基本原则，开创了中国公司类信用债市场的先河，也为后来中期票据（MTN）、非公开定向债务融资工具（PPN）等产品的出现打下了基础。

交易商协会的成立，银行间市场的重大监管创新

长期以来，我国信用债市场一直有着强烈的行政审批色彩。企业债券诞生于1987年，管理主体几经变化，但一直延续着规模管理和实质审批的管理制度。相比其他领域快速推进的市场化改革，公司类信用债券的市场化改革一直较为滞后。

2005年后短期融资券的备案发行比之审批制更进一步，但与国际市场注册制的基本经验有所偏离，同时由人民银行进行的备案制，也面临着市场对于其进行实质性审核的质疑。随着短期融资券规模的快速扩张，向注册制转变成为银行间市场发展的必然趋势和内在要求，也成了市场化改革的重要方向。2007年9月，借鉴国际

上成熟的场外金融市场经验，银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）作为行业自律组织应运而生，由人民银行承担的银行间市场产品发行备案等工作逐步移交给交易商协会，正式确立了银行间市场产品实行协会注册的模式。

中国建设银行是银行间市场的最早参与者，是交易商协会的第一批会员，也是交易商协会工作的重要支持者。交易商协会作为非政府组织开展债券注册也符合国际惯例，自此，银行间市场的信用债券发行少了行政色彩，向更加市场化的方向迈进。此后，交易商协会在短期融资券成功的基础上，推出了MTN及PPN等债务融资工具，丰富了银行间市场的债券品种，组织签署了各类银行间市场主协议，规范了信用债发行的各类技术文档，推动银行间债券市场在一个更规范、更完善的道路上持续前进。

交易商协会的设立是我国金融市场发展的一个重要制度创新。首先，自律性组织并非监管机构，无强制执行权，使其更能从市场发展的角度推动行业发展和建立行业规范，更具市场化色彩。其次，自律性组织介于市场与监管之间，成为市场与监管之间的重要沟通渠道，有利于提高市场与监管互动的有效性。最后，交易商协会致力于推动金融产品创新和中国银行间市场高质量发展，极大提高了市场的有效性和从业者的专业水平。

信用风险缓释工具（CRM）的推出，中国版信用违约互换（CDS）的诞生

2007年“次贷危机”在全球的蔓延给我国债券市场的发展带来了巨大的契机。

“四万亿”带来的投资冲动加之极度宽松的货币环境，推动银行间市场债券发行量飙升。2009年末，银行间债券市场已成为亚洲最大的信用债券市场。但与之不匹配的是，信用衍生产品领域却长期空白，缺乏与信用债市场体量相匹配的信用衍生产品供应。由于缺乏高效、可靠的工具，市场主体难以对冲和分散信用风险，在制约市场发展的同时，也容易带来风险的聚集。

尽管庞大的信用债市场对信用衍生产品有内在需求，但信用衍生产品在2007年“次贷危机”导致的全球金融危机中，很大程度上扮演着助长风险扩散的角色，使得交易商协会在当时环境下推出这一品种面临着重重压力。为此，监管层多次组织市场参与主体进行讨论，最终达成共识：信用衍生产品本质是中性的，金融危机爆发前，部分机构滥用信用衍生产品放大敞口及监管的严重缺位才是金融危机爆发的根源；与国外相比，我国面临的主要问题是信用衍生产品市场发展不足，而非信用衍生产品滥用。

2010年7月，交易商协会推出信用衍生产品。与此同时，似乎为了避免使用CDS的名字，新出现的信用衍生产品被称

为信用风险缓释工具（CRM），包括信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW）两类。建设银行作为首批核心交易商积极参与其中，成为“金融衍生产品研究工作组”的核心成员，全程参与了中国银行间市场信用衍生产品创新整体方案的设计。2010年11月5日，首批信用风险缓释合约正式上线交易，当天共有9家交易商达成20笔合约交易，名义本金合计18.4亿元人民币。

信用衍生产品的创立是中国债券市场的里程碑事件。自此，银行间债券市场成为一个要素完整的信用类债券市场，也标志着信用类债券市场风险管理功能的进一步完善。

银行间市场的清理整顿，市场发展过程中的必要纠偏

经历了十多年的高速发展，银行间债券市场的规模日趋扩大。截至2013年末，银行间债券市场托管余额超过30万亿元。伴随市场环境变化、市场规模扩张和主体的扩容，顶层设计和制度安排中的不足逐渐暴露，不和谐的因素也在银行间市场开始出现。一些早期的特殊支持政策以及在市场发展中暴露的制度漏洞被部分市场主体用于利益输送，扰乱了市场秩序，也影响了市场的公平公正和良好运行。

2013年上半年，以打击利益输送为目的的清理整顿拉开了序幕。随后，由于经

济的企稳，货币政策开始收紧，银行间市场的流动性开始紧张，2013年6月末市场一度出现“钱荒”，深层次的市场问题和不规范、不合法的操作暴露出来。此后，监管层开始快速进行政策调整，清理丙类户、强制进行券款对付（DVP）结算、设置市场偏离度指标以及严厉打击债券市场违法行为接踵而至。

或许，中国银行间债券市场的快速扩张可能远远超出设计者的预期。市场监管的滞后、快速扩张下从业者专业水平良莠不齐也是发展过程中的必然情况，针对这些问题的修正和纠偏更是必要的。虽然有些政策调整背离了市场化的初衷，但在当时的环境下，有其积极的意义。从后来的发展可以看到，正是这些监管措施的强化，为此后银行间债券市场的顺利发展打下了坚实的基础。

债券“北向通”开闸，走向国际市场坚实的一步

债券市场的对外开放始终是中国金融市场对外开放的重要一环，建立国内国际主体同台竞争、公平参与的债券市场也是成熟和完善市场的重要标志，因而推动债券市场对外开放始终是监管层关注的重点。早在2005年，监管层就允许海外机构进入银行间市场交易及发行债券。2010年，人民银行允许部分海外机构以人民币参与银行间债券市场。但在这一时期，受限于国内债券市场发

展不成熟、资本流动限制较多以及金融危机爆发后人民币持续升值、热钱涌入压力较大等因素影响，银行间债券市场的对外开放步伐迈得并不大。

2016年，人民银行允许境外依法注册成立各类金融机构及其发行的投资产品、养老基金等进入银行间市场。2017年，债券通“北向通”正式开闸。此后，监管层不断提高各类境外机构参与境内债券市场的便利性，投资额度不断放宽直至取消，并允许境外机构参与境内衍生市场对冲风险。2019—2021年，中国国债先后被纳入彭博巴克莱、摩根大通、富时罗素三大债券指数，债券市场对外开放取得显著成果。截至2021年末，境外机构持有人民币债券已超过4万亿元。

回头审视，银行间债券市场对外开放程度的不断加深，有市场参与者积极推动的功劳，也有历史的必然性。一是随着债券市场规模的扩大，银行间债券市场的深度和广度已足够容纳外资的广泛进场。截至2016年末，银行间债券市场托管余额达56万亿元，当年交易量达到127万亿元。二是经过多年建设，利率市场化已经初步完成，银行间市场各类交易主体也已经足够成熟。三是2015—2016年人民币开始双向波动，单边升值预期基本消失，热钱涌入不再是制约金融市场开放的因素，资本流出压力下监管层希望引导外资流入，这为金融市场开放创造了契机。此后，由于

国内外利差维持高位，人民币资产对海外资金始终保持着较强的吸引力，外资持有人民币债券规模不断增加。

总结经验，持续深化改革，建立完善的市场体系；抓住契机，快速推进市场开放是银行间债券市场对外开放并取得成功的主要原因。当自身足够强大，开门揖客，客自来。

后记

时光荏苒，光阴似箭，转眼交易商协会已成立十五周年，银行间债券市场也已走过四分之一世纪。相比西方发达经济体百年历史的债券市场，中国的债券市场虽然年轻，但已然成为全球第二大市场，并保持着高速成长的势头。截至2021年末，中国债券市场托管总量达到133.5万亿元，比创设之初成长何止百倍？银行间债券市场也由创设之初的16个参与主体，仅有国债交易的市场，成长为如今超过3万个参与主体，涵盖政府债券、政府支持机构债券、金融债券、企业债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券等全部主流品种的市场，成就可谓巨大。同时，作为中国最重要的金融市场之一，银行间债券市场并非仅作为各类主体投融资的平台，更是作为促进资源合理有效配置、推动经济结构转型升级、落实国家宏观调控政策、扩大金融市场对外开放的重要舞台，在国民经济持续发展过程中扮演者不

可或缺的重要角色。

对商业银行而言，银行间债券市场更是意义非凡。银行间债券市场的庞大规模，为商业银行提供了丰富的资产配置工具，也推动了我国银行业从以传统信贷业务为主的商业银行经营模式，转向现代的以资产负债管理为核心的商业银行经营模式。银行间市场中利率、信用、衍生品等各类金融工具的丰富，为商业银行管理风险提供了多样的工具和场所。更进一步讲，银行间债券市场的发展，改变了企业依赖贷款融资的传统金融模式，建立了资本市场、贷款市场协同发展的现代金融市场，重塑了银企关系，促进了中国银行业的现代化转型。

展望未来，我国经济将在高质量发展阶段不断前进，国民经济保持稳定增长，内需和消费将成为拉动经济增长的主要力量，经济结构调整、产业结构升级持续推进，以技术进步和科技创新为基础的发展格局逐步构建，对外开放也将步入新的阶段，市场化、法制化水平不断提升。银行间债券市场作为中国最重要的金融市场之一，将始终坚持服务实体经济的定位，伴随着经济增长和发展阶段的变化，始终在优化资源配置、提高经济运行效率、助推国民经济增长等领域持续发挥积极作用。银行间债券市场也将在更加市场化、法制化和国际化的道路上不断前进。■

学术编辑：韦燕春