

英国债券市场管理与风险控制

■ 中国国债协会赴英国培训考察团

英国在债券市场管理与风险控制方面积累了丰富的经验,其承担国债市场管理职能的政府机构主要是债务管理局和金融服务局,其他监管机构有伦敦股票交易所、伦敦国际金融期货期权交易所、伦敦清算所、中央清算系统等。

债务管理局主要负责政府债券市场的所有官方决策,具体负责执行政府有关国债政策,在考虑长期风险的情况下尽可能使政府融资成本最小,并高效管理政府的融资需求。主要职能有政府的债务、现金、短期资产管理以及中央政府向地方政府的资金放贷和几种指定的公共部门基金的投资等。国际金融危机的爆发使得债务管理局的重要性更加突出。一方面,政府更大规模的融资需求使得债务管理局的工作量和人员都迅速增多,同时也增加了很多创新,比如在国债发行上,除了传统拍卖方式外,增加了迷你型要约(类似一种定向募集的方式,其目的是为防止流标和对市场的冲击,对一些市场需求少的券种采取这种方式)和辛迪加发行(主要是依靠主承销商进行发行)的方式。另

一方面,为了减小金融危机的冲击,债务管理局也承担了一些额外的职责,比如组建了信贷担保体系,为同业拆借市场的金融机构提供担保,从而提高金融市场的流动性。此外,正在组建资产支持证券担保体系,为这些低流动性资产提供担保。

金融服务局的职责是维持金融制度的可信性,提高公众对金融体系的理解力,保护消费者,减少金融犯罪。金融服务局的市场部和交易所部是金融监管的专职部门,负责管理交易所、清算所和市场基础设施的提供者以及处置市场的不正当行为,对做市商和自营商间经纪人进行谨慎监管,制定政府债券回购及其他产品的法规,监控市场交易。

英国政府债券市场有15个做市商,其中8个是指数债券的做市商。做市商资格需经金融服务局授权和批准,并得到债务管理局认可,但不受债务管理局的控制和管理。做市商享有以下权利:作为英格兰银行的公开市场业务一级交易商;参与国债拍卖时可以电话投标;可以参加国债拍卖中的非竞

争性投标;享受“窗口销售”的便利;买卖“拆离本息分售债券”和政府债券组合的权利;作为政府债券交易者的中间商;参加由主管部门组织的季度磋商会。同时,这些做市商应承担如下义务:积极参与拍卖活动;承诺对二级市场客户提供政府债券的双向报价;向债务管理局提供市场信息;每天向债务管理局报告其成交量;每周向债务管理局报告每种债券的周转率;向债务管理局呈送债券结算价格。

在常规政府债券(非指数债券)发行中,每个做市商可通过非竞争性投标得到发行债券总额的0.5%;在指数债券发行中,做市商可通过非竞争性投标得到发行债券总额的10%。在发行前8天,允许做市商与其他投资者进行“发行前市场”的交易。做市商必须报告关于发行前市场交易行为的所有细节。政府债券二级市场95%以上的交易都由做市商参与。投资者直接与做市商联系,或通过经纪人与做市商联系。做市商提供市场的流动性和效率,并获得价差。

做市商体系在债务管理上的

作用主要体现在如下几个方面：在一级发行市场，债务管理局面临较高的发行风险，做市商体系可以降低发行失败的风险；做市商体系是非常有效率的分销工具；做市商能为债务管理局提供有价值的市场情报；降低政府债券溢价的流动性风险；降低财政部的融资成本。

在英国，财政部将国家储蓄和投资机构（以下简称NS&I）作为一种特别融资渠道。NS&I的前身是英国政府在1861年建立的邮政储蓄银行。其初始目的是为一般收入者提供一个储蓄计划，以帮助他们对抗疾病和意外事件。后来政府发现这是一个很好的融资渠道，并为这些储蓄计划设立了至今仍在采用的两条原则：一是通过政府担保为人们提供一个完全安全的储蓄场所，二是为财政部提供一个融资渠道。1969年，邮政储蓄银行成为财政部下属的一个独立部门，并改名为国家储蓄

机构。1996年，国家储蓄机构成为财政部的一个执行机构，2002年更名为国家储蓄和投资机构。虽然目前NS&I仍对财政部负责，但是在日常管理上已经具有更大的独立性。

目前NS&I是英国最大的储蓄机构之一，拥有将近2700万客户和规模超过940亿英镑的储蓄计划。该机构目前共有11种产品，包括有奖债券、通胀指数储蓄债券、保证权益债券、儿童红利债券等，所有产品都是100%保本，由英国财政部担保。其中，有奖债券的原理类似于彩票，相当于将本金当期所形成的利息购买了一个彩票，从而形成一个保本同时又有可能获得意外大奖的产品。该产品在英国非常受欢迎，取得了很好的效果。在期限和利率结构上，产品的选择也非常丰富。NS&I主要通过邮局、网络、电话、邮寄和连锁书店5个渠道进行产品销售。NS&I与西门子科技是合作伙伴，西门子

为NS&I提供技术支持，是NS&I维护庞大客户和提高工作效率的重要保障。

英国在债券市场管理与风险控制方面积累的丰富经验，对促进我国债券市场的健康发展具有较多的借鉴意义。首先，要加快我国国债立法工作，明确和强调财政部对国债市场的监管职能，更好地发挥财政部保护我国国债市场安全稳定的应有作用。其次，要继续完善国债做市商制度建设。我国在做市商制度建设上已经做了很多工作，但是目前还存在一些问题。目前我国国债市场一级承销商和二级市场做市商仍是两个体系，应该促进两者的统一以及两者权利义务的统一，可以适当增加做市商的权利，以提高做市商的积极性。此外，英国政府通过NS&I融资的方式值得我国借鉴。NS&I不仅拓宽了政府的融资渠道，而且丰富了民众的投资渠道。NS&I所提供的产品中既有类似彩票的产品，也有抗通胀的产品，同时又全是保本产品，是民众尤其是退休人员和低收入者很好的投资选择，相当于我国目前储蓄国债的投资群体。我国是一个高储蓄率的国家，而且大部分人都比较青睐安全性高的产品。可见，类似NS&I的产品在我国潜力巨大。目前我国面向个人发行的主要是储蓄国债，而且产品结构还比较简单，难以满足投资者日益多样性的需求。建议参考英国的做法，并结合国情，丰富面向个人投资者的国债品种和发行方式。^[1]

（执笔人 陈勇 刘红生）

责任编辑 刘慧娟



伦敦国际金融期货期权交易所