

我国国债流通市场问题分析与对策建议

□ 杨宇婷 宁 琦

国债流通市场又称为国债二级市场，在我国主要分为交易所国债市场、银行间国债市场和柜台国债市场，自2002年国债实现跨市场发行后，银行间国债市场成为国债流通的主要场所。本文针对目前我国国债流通市场普遍存在的问题，提出改善我国国债流动性的政策建议。

我国国债流通市场存在的主要问题

1. 市场参与者行为趋同。市场参与者的风险偏好、信息敏感度和心理预期等因素的差异，是其投资组合多样化的主要原因，这种差异对市场的流动性具有积极的影响。然而，我国市场参与者存在交易需求和交易行为同质性的特点，这会大大降低市场的流动性。目前，我国市场中债券投资者的债券持有比例严重不平衡。2012年，商业银行的国债持有比例已达55.81%，占了绝大多数。这表明了我国国债分布向全国性商业银行过度集中的特征，市场参与者的行为趋同，降低了国债市场的流动性，增加了潜在的市场风险。

2. 市场中投资品种过于单一。仅就银行间市场来说，流通的债券品种期限存在“中间大、两头小”的特点，即中期债券占绝大多数、而短期债券和长期债券较少。这种现状降低了交易主体的选择性，阻碍了市场的流动性；除此之外，整个债券流通市场中缺乏规避利率波动

风险的投资工具，如国债期货、债券信用违约互换、三方回购等，它们在债券市场中可以通过套利保值来转嫁利率风险，对于未来利率市场的发展是不可或缺的。

3. 质押式回购交易占用现券资源。目前，我国银行间市场上最主要的交易方式是质押式回购。2012年质押式回购的交易量为142.65万亿元，占银行间债券市场总交易量的65.3%，是现券交易量的2倍。在质押式回购制度下，融出资金的一方在交易到期前没有该债券的处置权，仅有质权，从而使得等额的债券处于不能流通的冻结状态，这种低效率的封闭式回购交易方式挤占了现券交易资源，大大阻碍了债券市场的流动性。

4. 做市商制度缺乏有效性。一是我国做市商准入条件过于严格。从国外经验来看，做市商准入通常采用较为宽

松的注册制度，如美国的金融机构只要满足资本和市场交易方面的基本标准，就有资格向美国国家证券交易商协会（NASD）申请注册成为做市商，且注册过程简单、透明。与国外发达国家相比，我国做市商制度的行政审批程序较为繁琐，效率不高，阻碍了做市商队伍的发展壮大，降低了整个债券市场的流通效率。二是我国做市商缺乏积极性。一方面，我国做市商的义务过重，它们要严格按照人民银行对双边报价券种数量、期限和价差等因素的规定进行交易，承担了较大风险；另一方面，由于我国做市商制度与国债承销商制度、公开市场一级交易商制度相分离，使得我国做市商的利益空间较小。

改善国债市场流动性的政策建议

1. 扩大国债市场规模和品种是改善国债市场流动性的基础。首先，继续

ICBC 中国工商银行 个人网上银行 金融@家

北京 系统公告：工行手机支付+保险，凡客感恩回馈5周年！ 搜索

我的账户 定期存款 通知存款 公益捐款 转账汇款 私人银行 网上贷款 账户原油 养老金
网上汇市 网上基金 网上国债 网上贵金属 银证业务 小额结售汇 网上期货 网上保险 银医服务
缴费站 信用卡服务 金融超市 工银e支付 工银信使 电子银行注册 银行卡服务 安全中心 客户服务

序号	国债代码	国债名称	期限	到期日	年利率(%)	客户买入金价	客户卖出金价	客户买入价到赎回收益率%
1	120019	2012年记账式附息(十一年)国债	12月	2013-10-18	2.9400	100.20	100.11	2.9130
2	120017	2012年记账式附息(十一年)国债	36月	2015-09-13	3.1000	100.92	100.55	2.9343
3	120016	2012年记账式附息(十六期)国债	36月	2019-09-06	3.2500	99.84	99.44	3.3702
4	120015	2012年记账式附息(十五期)国债	36月	2022-08-23	3.3900	99.77	99.36	3.5051
5	120014	2012年记账式附息(十四期)国债	36月	2022-08-16	2.9500	99.85	99.44	2.9130
6	120011	2012年记账式附息(十一期)国债	12月	2013-10-18	2.1500	100.66	100.55	2.9130
7	120010	2012年记账式附息(十期)国债	84月	2013-10-18	3.1400	99.84	99.44	3.3702
8	120009	2012年记账式附息(九期)国债	120月	2022-08-23	3.3900	99.77	99.36	3.5051
9	120007	2012年记账式附息(七期)国债	36月	2015-04-06	3.1400	99.84	99.44	3.3702
10	120005	2012年记账式附息(五期)国债	84月	2019-03-08	3.1400	99.84	99.44	3.3702
11	120004	2012年记账式附息(四期)国债	120月	2022-02-23	3.5100	99.84	99.44	3.3702
12	120003	2012年记账式附息(三期)国债	60月	2017-02-16	3.1400	99.84	99.44	3.3702
13	120002	2012年记账式附息(二期)国债	12月	2013-02-08	2.8700	99.84	99.44	3.3702
14	120001	2012年记账式附息(一期)国债	12月	2013-01-12	2.7800	99.84	99.44	3.3702
15	110025	2011年记账式附息(二十五期)国债	36月	2014-12-08	2.8200	101.68	101.60	2.8200
16	110024	2011年记账式附息(二十四期)国债	120月	2021-11-17	3.5700	101.68	101.60	2.8200
17	110022	2011年记账式附息(二十二期)国债	60月	2016-10-20	3.5500	101.68	101.60	2.8200
18	110021	2011年记账式附息(二十一期)国债	84月	2018-10-13	3.6500	101.68	101.60	2.8200
19	110019	2011年记账式附息(十九期)国债	120月	2021-08-18	3.9300	104.03	104.03	2.8200
20	110017	2011年记账式附息(十七期)国债	84月	2018-07-07	3.7000	103.15	103.15	2.8200

【总记录数：99条 第1页/共5页】 【上一页】 【尾页】

扩大国债市场的规模。尽管我国国债发行规模处于持续增长的趋势,1981年恢复国债发行,当年国债发行规模为46.65亿元,到2012年国债发行规模为15609.8亿元,相当于1981年发行规模的335倍。但是,与其他发达国家相比,我国国债发行规模仍然不足。国债发行规模直接影响着国债市场上可流通的国债数量,国债发行规模必须达到一定的水平,才能使国债市场保持较好的流动性。因此,扩大国债市场的发行规模,增加实际流通的国债数量,对改善市场流动性起到根本性作用。其次,丰富国债品种结构。丰富基准国债体系,使其更加全面均衡;增加短期付息国债品种,提高投资者参与交易的动力;有针对性地调整不同市场的交易品种,例如促进上交所国债市场中长期国债品种的交易,促进银行间国债市场中短期国债品种的交易等。

2. 改善投资者结构是改善国债市

场流动性的关键。对于银行间国债市场来说,投资者结构存在商业银行占绝对优势的不均衡状态,这种状况不利于投资者结构多元化的实现,同时,银行间国债市场还存在着投资者投资行为趋同的问题,因为市场上的做市行为普遍存在买涨不买跌和长期国债报价不积极的行为;对于交易所市场来说,尽管在2010年10月,恢复了上市商业银行在交易所的交易权利,但交易所国债市场的投资者群体依然较弱;此外,还存在上交所与深交所的投资者分布不平衡,银行间与交易所之间投资者分布不平衡等问题,这些都对国债市场的流动性起到了弱化作用,因此,有针对性的投资者群体改善措施应该尽快实行,这是改善国债市场流动性的关键所在。

3. 推进交易方式与规则的改革是改善国债市场流动性的动力。上交所与银行间交易市场的交易方式各有利弊。上

交所采用指令驱动制度(Order driven),而银行间采用做市商报价驱动制度(Quote driven)。指令驱动交易方式在交易费用和透明度方面存在优势,但不利于大规模国债交易和交易对手之间的协商定价;而做市商制度在交易即时性和大宗交易能力方面具有明显优势,但透明性不高,容易增加暗箱操作的风险。两种机制并不是相互对立的,而是可以兼容并蓄的,例如欧洲的意大利电子交易(MTS)系统、美国纽约证券交易所(NYSE)系统和美国证券交易商自动报价(NASDAQ)系统等,都对“报价与指令”混合驱动系统进行了有益的探索与实践。对于我国未来国债市场的交易机制,应该积极探索混合型的交易方式,通过将指令驱动机制与报价驱动机制的有机结合来共同提高我国国债市场的流动性。■

(作者单位:财政部财政科学研究所)

责任编辑 李 燕

[图片新闻]



甘肃金塔： 高效农业助农民增收

甘肃省金塔县深入实施“6+1”产业富民计划,以农业企业为龙头、农业基地为支撑,加快推进特色高效农业发展。2012年,金塔县以日光温室、网室制种、特色林果等节水高效产业为主的“万元田”面积达3万亩,以弓棚瓜菜、高效制种、立体种植等为主的“五千元田”达7.6万亩,全县农民人均收入7537元,同比增长18.4%。

(王新春 王 君 摄影报道)