

商业银行进入交易所国债市场

时机已成熟

○ 李彬

财政部有关部门不久前表示,将对2005年国债承销工作进行改革,努力建立统一互联的国债市场。具体将从三个方面着手:首先组建全国统一的国债承销团,全部记账式国债跨市场发行;其次促进国债托管、清算体系的统一互联,实现在不同登记公司托管的国债跨市场交易和清算;第三与人民银行和证监会协商,在条件许可时允许商业银行进入证券交易所进行国债交易。从目前情况来看,前两个方面的改革已取得很大进展,但关于商业银行进入交易所国债市场却进程缓慢,已成为打破国债市场分割、建立统一互联国债市场的最大瓶颈。因此,要充分认识到商业银行进入交易所国债市场的必要性及可行性,加速这个进程。

商业银行进入交易所市场势在必行

首先商业银行不进入交易所国债市场,国债发行真实定价就不能客观形成。目前我国的债券市场被分割成全国银行间市场、交易所市场和四大国有商业银行柜台市场三个部分,相互之间只存在有限的互

联互通。非银行金融机构可以同时参与交易所和银行间债券市场,而商业银行只能参与银行间市场。两个市场各形成一套收益率曲线,难以形成统一、合理的收益率曲线结构。

银行间债券市场以商业银行为主体,交易行为的趋同造成银行间债券市场国债交易不活跃,许多国债尤其是长期品种经常长时间没有成交,银行间市场二级市场形成的收益率曲线无法及时反映市场最新变化,因此难以对国债一级市场发行定价发挥指导作用。而交易所国债市场,由于参与主体相对多元化及其连续竞价撮合成交的交易机制,通常可以确保其收益率曲线得到及时刷新。因此,多数市场机构在国债一级市场发行时一般选择以交易所市场国债收益率曲线作为定价依据。但是以交易所国债收益率曲线作为定价依据存在以下问题:第一,目前交易所国债市场投资机构以证券公司、基金公司和保险公司为主,而这些机构大多数同时参与股票市场交易。由于这些机构资金实力远低于商业银行,其有限的资金配置在债券市场和股票市场,一旦某一个市场发生变化,必

然波及另一个市场。在这种情况下,交易所国债市场收益率曲线难以准确反映债券市场对利率走势的真实判断。第二,近年由于股票市场持续低迷,多数证券公司的经营状况陷入困境,一些证券公司卖出持有的国债,将资金用于支持股票价格或弥补挪用资金缺口,交易所国债市场缺乏足够资金买进债券,导致国债价格大幅下跌。在这种情况下,参考交易所国债市场收益率对新发行国债进行定价必然使新债收益率偏高,不仅使财政部门增加发行成本,也使整个债券市场资源配置的效率大打折扣。商业银行资金实力雄厚,允其进入交易所国债市场,即可矫正上述状况。

其次,限制商业银行进入降低了国债流动性。目前国债市场被人为地割裂,三个市场的价格存在较大差异,债券的流动性降低。同一债券其在不同交易市场价格经常出现明显偏差,存在明显套利空间。证券公司等机构利用跨市场成员的身份在银行间债券市场和交易所债券市场进行套利交易,而商业银行类投资者只能被动接受市场价格。限制商业银行进入交易所国债市场不仅降低国债的流动性,而且也使

商业银行这一国债最大的也是国债市场上最具有话语权的投资机构丧失投资机会。

允许商业银行进入交易所债券市场，将有助于打破市场分割。商业银行通过持有两个市场不同债券品种，使不同市场债券品种的到期收益率落差迅速减小，形成合理的收益率曲线结构。同时，商业银行持有的大量跨市场国债进入交易所市场交易，将改善交易所市场国债的流动性，稳定交易所国债价格。

商业银行重返交易所 市场的时机已经成熟

首先，商业银行进入交易所债券市场的条件已经具备。1997年商业银行退出交易所国债市场主要是为了控制银行资金流入股票市场。随着商业银行法的贯彻实施，商业银行分业经营已经在制度和机构设置上得到保障，而人民银行、银监会等监管部门对此也进行了极为严格的监察。同时，伴随商业银行改革的不断深入，其经营理念日益成熟，风险控制机制日趋完善，进一步确保了商业银行进入交易所债券市场后资金运作的安全有效。而且，交易所债券市场在交易机制、结算制度上的改进也在技术上保证了银行资金进入后的独立与安全。

其次，管理层对商业银行重返交易所市场态度正在转变。财政部已将“允许商业银行进入交易所市场”作为建立统一互联的国债市场的重点工作之一。在年初召开的证券期货监管工作会议上，中国证监会主席尚福林表示，恢复商业银行在证交所的债券交易将是今年证券监管工作的重点之一。可以看出，管理层对商业银行重返交易所市场的态度正在发生转变。

第三，商业银行重返交易所市

场在操作上已具可行性。具体可能有两种方式：第一种是通过组建基金管理公司的模式进入。日前工行、建行和交行已获准成立基金管理公司，而商业银行发起成立基金的主攻方向即为货币市场基金和债券市场基金。因此商业银行通过基金管理公司进入的模式目前最为可行。另一种方式是直接进入，即允许商业银行在交易所债券市场开设交易席位直接进行交易。从长期来看这种方式最为直接有效，但短期内仍需解决资金清算、债券托管的一系列问题。

商业银行重返交易所 市场需要注意的问题

首先，要适应交易所市场的交易方式。目前银行间市场采用询价交易、逐笔成交的交易方式，而交易所市场则是匿名撮合成交。同时商业银行间单笔交易金额往往较大，如果通过交易所市场针对买卖报价直接成交，可能对市场价格产

生较大影响。对于一些商业银行成员来说，大宗交易采用询价的方式效率更高。因此，交易所市场还需提供相应的大宗交易方式。

其次，银行间市场债券交易双方直接沟通，成交后进行资金清算和债券交割，债券托管在中央国债登记结算公司。而交易所市场交易双方是互不透明的，通过交易所作为中介进行交易，其资金通过交易所结算，债券则统一托管在中国证券登记结算公司。因此，要实现商业银行重返交易所市场，必须要解决资金结算和债券托管、交割等技术性问题，而这需要相关部门进行协调、沟通。

总之，商业银行重返交易所债券市场，将实现资金在两个市场间的正常流动，降低资本市场的融资成本，提高资本市场资金的稳定性和持续性；将加速中国债券市场的统一进程，完善国债发行的价格形成机制，有效提高社会资源整体配置的效率。

(作者单位：中国民生银行总行)

