

# 完善交易产品体系 做大做强政府债券市场

上海证券交易所 | 刘绍统

我国财政国库管理制度改革二十多年来取得历史性成效，国债地方债发行管理和市场建设不断推陈出新。从本世纪初国债市场化发行机制基本建立，到2009年地方政府债券试点发行，再到2015年地方政府债券全面推行自发自还，我国政府债券市场的发展历程见证了新中国金融和财政体系改革的变迁。我国经济已经进入高质量发展的新阶段，政府债券市场也进入了一个新的发展阶段，政府债券市场做大做强，既是时代的迫切要求，也是市场发展的内生需要。

## 做大做强政府债券是金融供给侧改革的重要基础

宏观政策的坚实保障。2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，全球经济增长面临冲击，国内经济下行压力加大。党中央、国务院决策部署，积极财政政策更加积极有为，加快抗疫特别国债和地方政府债券发行。强大的政府债券市场有力地保障了积极财政政策的实施，发挥了政府债券对稳投资、扩内需、补短板的积极作用，有力推动做好“六稳”工作、落实“六保”任务顺利进行，促进了经济社会的平稳健康发展。

有利于双循环新发展格局形成。为配合构建新发展格局，畅通投融资循环，政府债券市场不断进行制度创新。例如，抗疫特别国债资金将全部通过特殊转移支付机制转给地方、直达基层；地方政府专项债券也积极用于支持“两新一重”等领域；允许将专项债作为符

合条件的重大项目资本金等。未来做大做强政府债券市场将为新老基建投资提供更加重要的支撑，为引领经济复苏提供持续动力，有助于顺畅国内投融资循环，加快形成国际国内双循环相互促进的新发展格局。

利率市场化的前提条件。党的十九大报告指出，经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点。利率是资金的价格，是金融资源市场化配置的指挥棒。作为无风险基准利率，健全的国债收益率曲线是多层次资本市场的定价基准。做大做强政府债券市场，提高市场的定价效率，是完善实体企业风险定价的基础，是利率市场化的重要前提，能够为推动金融宏观调控由数量型向价格型转变、疏通货币政策市场化传导机制提供有效路径。

人民币国际化的重要支撑。习近平总书记在主持召开中央财经领导小组第十六次会议时指出，扩大金融业对外开放是我国对外开放的重要方面，并强调要有序推进资本项目开放，稳步推动人民币国际化。要实现人民币在全球经济、金融体系中稳健循环，需要一个兼具深度和广度的债券市场，其将为全球资本提供有效的配置资产，增强人民币国际使用的黏性，为人民币国际化的稳步推进提供保障。

防范地方政府债务风险的有效机制。党的十九大报告指出，要坚决打好防范化解重大风险攻坚战，而地方政府债务风险管理是攻坚战的重要领域，是守住

（三）加快非税收入管理信息化建设，提升非税收入治理能力

加强非税收入管理并提升治理能力，迫切需要运用现代信息技术加快非税收入管理信息化建设，应结合非税收入征管、收缴和票据方面的电子化改革，全

面实现非税收入收缴电子化管理和进一步扩大财税库银横向联网覆盖范围，提高非税收入征缴效率。同时，加强非税收入数据信息的分析利用，实现对非税收入的高效透明监管。□

责任编辑 李艳芝

不发生系统性金融风险的重要前提。做大做强地方政府债券市场，建立起规范、透明的地方债券管理机制，稳步提升地方债券发行定价市场化水平，不断提高二级市场流动性，形成市场日益丰富的投资价值，能够有效防范地方政府债务风险，有助于开好地方政府规范举债的“前门”，保障财政的可持续性。

有利于人民共享改革成果。习近平总书记在中共中央政治局第十三次集体学习时强调，金融要为实体经济服务，满足经济社会发展和人民群众需要。政府债券市场为投资者提供了高流动性、期限多样、风险层次丰富的金融资产，有助于拓宽广大人民群众的投资理财渠道，多种方式促进城乡居民财产性收入增加，共享我国改革开放发展的成果，增强人民获得感，是落实金融满足经济社会发展和人民群众需要的重要一步。

### 完善交易产品体系是政府债券市场高质量发展的重要支撑

目前，我国政府债券市场已形成可观的规模，但是离做强还有较大的提升空间。尤其在提高政府债券流动性，丰富政府债券期限结构，提升政府债券市场定价效率，扩大政府债券市场对外开放，政府债券市场基础设施互联互通等方面需要不断完善。完善政府债券相关交易产品体系的建设是实现上述目标的重要落脚点，我国可从交易品种、衍生品市场建设和交易产品创新三大方面着手，为政府债券市场的高质量发展，以及构建更加完善的要素市场化配置体制提供支撑。

完善政府债券交易品种。交易机制是市场微观结构的基本组成部分，大量理论实证研究表明，交易机制是决定债券市场定价效率和流动性的重要因素。目前，我国政府债券市场逐渐形成了场内市场和场外市场同时存在、以银行间场外市场为主的债券市场格局。在交易品种上，银行间市场与交易所市场都在日渐完善，不断统一，都形成了包括现券交易、回购交易、债券借贷等多层次的债券交易品种。在具体的交易机制上，形成询价成交、点击成交、请求报价、指示性报价、匿名成交、匿名拍卖等满足投资者多样化交易需求的机制。但目前，我国债券回购市场呈现质押式回购占

绝对主导、买断式回购比重偏小或缺乏的单边市场格局。质押式回购占据、冻结的现券越来越多，可能造成政府债券流动性冻结现象，制约了二级市场的流动性，不利于国债收益率曲线与货币政策传导，影响债券估值和定价效率。因此，在立足本土国情的基础上，可借鉴发达国家资本市场经验，不断完善我国政府债券市场交易品种。例如，通过研究完善买断式回购等回购交易品种，完备市场微观结构，发挥交易品种对政府债券二级市场定价效率和流动性的积极作用，实现市场整体更高质量发展。

稳步推进政府债券衍生品市场。利率衍生品是完善国债市场的重要手段，是政府债券市场交易产品体系的重要组成。大量关于国债期货与现货关系的研究表明，国债期货交易通过捕捉各种交易机会或对冲现货市场头寸，可使国债收益率曲线能够更加有效地反映市场供求关系，从而能够提高现券价格发现效率，对完善国债收益率曲线发挥重要作用。2013年9月，重新设计后的国债期货在中国金融期货交易所成功上市，结束了我国债券市场缺少国债期货的状况。目前，国债期货市场发展平稳，成交持仓稳健增长，市场流动性不断提高，在发挥价格发现和避险功能、促进国债发行、提升国债现货市场流动性、促进国债市场互联互通等方面发挥了积极作用。但是，当期国债期货期限品种还有待丰富，通过不断完善政府债券市场相关的衍生品市场，加快推出长短搭配、期限完整的国债期货和利率期货新产品，并不断扩大开放，丰富市场的投资者结构，降低交易成本，加强风险管控，可以构建起期货现货更加良好互动关系，持续提升政府债券市场质量。

加强政府债券交易产品创新。债券ETF是一种仅投资于债券的交易所交易基金。债券ETF作为资产配置的有力工具，可同时在场内交易、场外申赎，兼具成本低廉、透明度高、分散化投资的特点，并能作为风险管理工具的重要补充，是债券市场发展至一定阶段的必然选择。根据Bloomberg数据，截至2019年底，全球最大的债券市场——美国市场的债券ETF规模超过8300亿美元，数量超过400只。而我国作为全球第二大债

券市场，目前存量债券ETF产品仅有12只，总规模不足250亿元，我国债券ETF市场的发展前景极为广阔。

债券的现券和产品市场是紧密相连的，债券ETF的流动性创造功能会增加现券市场的买卖需求和交易机会，可以带动现券市场流动性的提升。同时，债券ETF具有价格发现功能，有助于提高市场指数的定价效率，形成更为准确和丰富的收益率曲线，提升“指数价格”的市场重要性。此外，海外机构投资者对ETF工具有投资习惯，债券ETF的发展壮大有助于吸引海外机构投资者进入交易所债券市场进行资产配置，带来增量资金的同时多元化投资者结构，提升我国债券市场的国际化水平。因此，通过不断加大政府债券指数和ETF产品创新力度，完善我国债券ETF市场建设，可以间接为政府债券市场高质量发展、扩大对外开放以及国内债券市场互联互通提供支持。

### 持续提升金融基础设施服务政府债券市场能力

近年来，交易所债券市场不断优化交易产品体系和服务，为政府债券市场发展提供有力的支持。下一步，作为我国政府债券市场的重要组成部分，交易所债券市场可以通过多措并举，持续提升金融基础设施服务能力，为进一步做大做强我国政府债券市场注入新的动力。

做好政府债券市场服务，保障政府债券市场供给。充分利用交易所债券市场的特点，持续积极配合地方政府规范融资，加大对各地做好专项债券及配套市场化融资的支持力度，精准聚焦重点领域和薄弱环节，推动地方政府健全举债融资机制，推进专项债券管理改革。不断优化政府债券发行系统，提高市场服务，为政府债券市场持续健康发展提供保障。

完善债券交易机制，提升政府债券市场定价效率。继续恪守

金融基础设施的职责，持续优化债券交易机制，开发上线新的债券交易系统，配合做好回购产品和指数产品研究开发，完善市场的交易产品体系，更好满足债券市场投资者的需要，提高市场整体的定价效率，为政府债券市场的健康高效发展创造良好的制度环境。

持续扩大对外开放，丰富政府债券市场投资者结构。持续加大对外开放力度，推动各类型投资者进入政府债券市场，进一步推进国内商业银行投资进入交易所债券市场，努力引入包括合资银行、外资银行、外资保险、QFII/RQFII等多种类型的境外机构投资者，并坚持对个人投资者合理的适当性管理，形成多元良性的投资者结构，为促进地方政府债券市场可持续发展提供投资者基础。

加大交易产品创新，为政府债券市场提供新增长点。持续鼓励机构发行国债和地方债ETF，为投资者提供丰富的交易产品，并持续优化做市商交易制度，提高债券ETF流动性和投资吸引力，形成现券与交易产品的良性互动，反哺现券市场，提升市场的定价效率。此外，通过研究跨市场债券ETF产品，进一步加强我国政府债券跨市场互联互通，不断做大政府债券市场蛋糕，为扩大对外开放，提升我国债券市场国际影响力提供帮助。□

责任编辑 刘永恒



王新平 摄