

## 完善金融基础设施 促进国债市场发展

中央国债登记结算有限责任公司 | 刘凡

回望新中国恢复国债发行40年来,我国国债市场从破土萌芽到中流砥柱,已发生翻天覆地的变化。中央国债登记结算有限责任公司(简称中央国债公司)作为财政部指定的国债总登记托管机构,不忘初心、矢志耕耘,以高起点、高层次、高目标为要求,践行全球领先的中央登记托管制度,促进国债市场快速、稳健发展。

### 众擎易举 水到渠成

1981年国债恢复发行是中国金融史的重要事件。国债作为特殊的金融资产,有效弥补财政赤字,同时具有提高资产配置效率、支持宏观经济调控等作用。为适应改革开放后经济社会快速发展需要,我国恢复国债发行,拉开了国债市场化发展序幕。

一是国债发行流通的市场化建设不断深入。国债发行市场方面,财政部于1991年组织市场中介机构参加国债承购包销试点,推动国债一级市场初步形成;1993年,财政部推出国债一级自营商制度;1995年试点招标发行,初步形成发行市场体系的雏形。国债流通市场方面,1985年,中国人民银行允许国债贴现;1988年,财政部和中国人民银行组织金融机构办理柜台销售业务,并先后批准在全国61个城市开展国债流通转让试点;1990年,为迅速集中和反馈市场信息,改善金融市场运行效率,中国人民银行利用自身网络系统开通金融市场报价系统,在此基础上成立全国金融市场报价交易信息系统中心(简称报价中心),同年,交易所债券市场试运行;1991年,国债流通转让市场全面放开,市场中介机构相继成立,国债二级市场初

步形成。国债回购交易方面,1991年,STAQ系统(全国证券交易自动报价系统)率先开办,各地交易所回购业务相继开展。国债市场体制机制建设为国债市场规模扩张、国债品种创新、市场参与主体扩大提供了有利土壤。

二是监管部门酝酿中央登记托管体系顶层设计。国债市场发展初期,登记托管体系建设滞后,国债缺乏统一登记,实物券分散托管,国债市场遭遇国债期货风波和国债回购事件。风险事件的发生更加凸显国债市场基础设施建设的重要性,中国债市亟需组建中央登记托管体系成为各界共识。1992年,中国人民银行在报价中心基础上组建了中国证券交易系统有限公司(简称中证交)。自1994年起,中证交就债务工具的登记、托管与结算体系的业务模式和系统建设做了大量前期工作,设计业务模式和初期需求,开发了过渡性债券结算系统,制订了业务规则,并以此为依托办理了政策性金融债和中央银行融资券的簿记式登记、托管,支持中国人民银行开展人民币公开市场操作试点;1995年,配合世界银行技援项目“中国政府债券簿记系统设计”,财政部、中国人民银行等部门专家会同国内外行业专家共同考察研究,在借鉴全球实践经验和结合我国国情基础上,形成了中央登记托管结算体系的总体设计。

三是金融基础设施建设取得历史性突破。经国务院批准,中央国债公司于1996年底在中证交基础上正式改组设立。中央国债公司成为首家全国性专业金融基础设施,成为财政部唯一授权主持建立和运营全国国债托管系统的机构,中国人民银行指定的全国银



行间债券市场债券登记托管结算机构和商业银行柜台记账式国债交易一级托管人。1996年，财政部主持世界银行技援项目，对国债托管和国债结算管理办法两个法规性文件的中英文初稿进行了国际咨询与论证。1997年，《中华人民共和国国债托管管理暂行办法》正式颁布。自此，中国债市建立起科学规范的中央登记托管体系。中央国债公司成为中央登记托管体系的忠实践行者和守护者。2012年，中央国债公司作为国家金融基础设施，通过世界银行和国际货币基金组织联合开展的金融部门评估规划(FSAP)，获良好评价。

### 乘风破浪 鼓桨前行

中央国债公司以履行国家金融基础设施职责为己任，以服务市场和监管为宗旨，全力支持国债市场稳健运行与规范发展。

一是建成全球领先的国债登记托管体系。在财政部、中国人民银行的顶层设计下，中央登记托管体系以“中央登记+直接持有+隔离账户”为核心，具有操作效率高、法律关系顺、投资者权益保护强等特征，有效提升国债市场的效率和安全性，为国债市场进一步发展奠定了坚实基础。截至2020年末，各类机构投资

者在中央国债公司开立的一级托管账户数为2.8万户；国债托管余额达21万亿元，占全国市场债券托管总量的20%，国债持续发挥市场压舱石作用。

二是快速实现国债无纸化。中央国债公司成立后，充分发挥后发优势，全面推进国债的无纸化登记托管。2001年后，实物国债正式成为历史。中国国债市场用了不到5年的时间实现无纸化，跨越了其他国家几十年仍未完成的发展进程。

三是形成市场化的国债发行机制。中央国债公司始终将支持保障国债顺利发行作为头等大事，截至2020年末，公司累计支持发行国债超过38万亿元，其中特别国债2.82万亿元，为促进经济社会发展、增进人民福祉发挥了重要作用。

四是构建国际领先的交易结算机制。中央国债公司自主建成中央债券综合业务系统(简称业务系统)，形成多功能集成化的技术平台，有效降低了市场运作成本和数据交换风险。2004年，业务系统实现全额实时券款对付(DVP)结算，根除了结算本金风险；2005年，业务系统实现债券交易结算的直通式处理，提高了市场运行效率。这些成就是中国金融基础设施达到国际先进水平的重要标志。高效的交易结算机制有力支持了国债市场流动性的提升。2020年，银行间记账式

国债的现券交易量为46万亿元，现券换手率为233%。

五是完善中国国债收益率曲线。中央国债公司基于中立地位和专业优势，为中国国债收益率曲线的编制提供技术支持。1999年，第一条人民币国债收益率曲线编制并发布，逐渐形成跨市场统一的国债收益率曲线。2015年，IMF宣布将3个月期国债收益率作为人民币代表性利率纳入SDR(Special Drawing Right, 特别提款权)利率篮子。2016年，30年期国债收益率发布，形成完整涵盖短中长端的国债收益率曲线。目前，国债收益率曲线已在政府债券发行定价、银行保险机构监管考核、证券基金的债券估值、贷款转让定价、资管产品定价、担保品管理等领域中广泛应用，有效促进了各领域的规范化发展。

六是推进国债担保品管理业务蓬勃发展。中央国债公司开发建设了多功能、跨市场、国际化的国债担保品管理体系，逐步形成全球最大的债券担保品管理平台。中央国债公司积极推动国债担保品广泛应用于货币政策、财政政策、外汇管理、回购市场、衍生品市场、跨境金融业务等领域，国债的金融属性不断加强。2019年，“人民币债券成为英国市场普遍接纳的合格担保品”纳入第十次中英经济财金对话的重要政策成果。

七是有序推动国债市场对外开放。2005年，泛亚基金、亚债中国基金、亚债基金获准入市，直接在中央国债公司开户持债，成为直接入市模式的萌芽。2010年，中国人民银行发文引导“三类机构”运用人民币投资银行间债券市场，中央国债公司积极支持，提供一级托管、直接持有的“全球通”入市模式，并开发了多语言业务操作平台，为境外投资者提供便利。2017年起，中国国债不断被纳入众多国际主流债券指数，境外资金持续入市。截至2020年末，境外机构在中央国债公司的债券托管总量为3万亿元人民币，其中国债持有规模达2万亿元，占境外机构持债比重68%，占国债托管余额比重10%。

## 笃行致远 砥砺前行

目前，中国债券市场规模已位列全球第二。国债

作为最优质的安全资产，是金融市场发展的基石。中央国债公司始终牢记肩负的责任和使命，以敬业专注的职业态度和包容超越的创业精神，持续服务国债市场建设。

一是巩固中央登记托管体系制度优势。中央登记托管体系兼顾效率与风险防控，实现了实时、穿透式监管。为维护金融市场稳定，国债市场坚持一级托管为主。中央国债公司严格落实监管要求，并顺应市场发展需求，推动“中央确权、穿透监管、多级服务、合作共赢”的中债方案，为各类债券投资者提供多层次优质服务，进一步推进国债市场稳健、创新发展。健全债券市场监测平台，对市场波动、资金流动、异常交易、杠杆操作等风险持续做好监测分析工作。

二是深化国债收益率曲线应用。进一步发挥国债在财政政策和货币政策执行中的作用。推动10年期国债收益率作为货币政策的中介目标。10年期国债利率和潜在经济增长率之间的关系较为稳定，可采用均衡的10年期国债收益率作为货币政策适度性的衡量指标。丰富存贷款市场的定价基准，推动国债债券收益率曲线作为存贷款市场的定价基准。

三是扩大国债市场对外开放。积极稳妥加大国债一级市场开放力度，继续吸收外资机构加入国债承销团。加强国债对外宣传，培育国债市场多元化、国际化投资者群体。考虑未来适度适时放宽境外机构在回购、国债期货等业务的限制，加快回购和衍生品主协议与国际标准接轨，允许境外投资者自主选择包括GMRA(《债券回购交易主协议》)在内的回购和衍生品主协议版本。推动国际间担保品跨境互认，加强金融基础设施合作交流，推动国债纳入全球合格担保品池，疏通国债参与国际市场的通道。

四是完善相关配套政策。进一步完善国债税收制度，考虑对国债利息收入和资本利得都进行征税。国债与其他债券税收制度趋于一致，有利于发挥国债收益率的定价基准作用，有助于提升国债的定价基准属性，提高投资者参与国债交易的积极性，从而降低国债的实际利率。□

责任编辑 张小莉