

21世纪经济报道记者杨志锦

上海报道

2012年

11月29日傍晚

，北京的冬天已有阵阵寒意，不少债券从业者正赶往清华大学经管学院报告厅，聆听时任央行金融市场司司长谢多关于债券市场的演讲。

谢多当时的头衔还包括“中国经济50人论坛成员”。该论坛几乎聚集了中国最有影响力的经济学家，至今仍对中国经济决策发挥着极其重要的作用，其成员还包括周小川、易纲等人。

从2001年开始，论坛成员及部分外部专家开始在该论坛常年开设的经济政策讲坛“长安讲坛”演讲，至今已历390期，内容涉及经济形势、金融监管、农业农村、经济体制改革等。其中，关于债券市场的共有两期，主讲人均均为谢多。谢多当时所在金融市场司负责对银行间债券市场的监管，而银行间市场是中国最大的债券市场。

他2012年演讲的主题为《中国债券市场的最新发展》。他表示，可以预见，未来十年只要坚持减少行政审批、减少政府的隐性担保，中国债券市场就必然会获得进一步的大发展。未来十年仍然是中国债券市场发展的黄金十年，债券市场的发展也会让中国在国际金融界的话语权增强，让人民币的国际化进程加快。

现在回头看，正是如此。从谢多演讲时不到30万亿的存量，发展到如今138万亿的规模，中国债券市场在过去十年经历了一番波澜壮阔的巨变。中国债券市场也在2016年跃居全球第二大市场。

除了规模扩大外，中国债券市场的种类、投资者结构更加多元，对外开放程度也取得长足的进步。更为重要的是，中国债券市场行政审批大幅减少，信用债发行方式在2020年由审核制正式转为注册制。

毫无疑问，债券市场的大发展极大地提升了中国金融市场的系统重要性，不仅打破了银行体系一统

天下的格局，而且加速了利率市

场化进程、完善了货币政策传导机制，还为宏观调控提供了新的支撑点。

当然，债券市场最重要的改革当属统一监管取得实质进展，尤其在信用债领域。虽然当前企业债、公司债、非金融企业债务工具仍分属三个部门监管，但在金融委的统一领导下，三类信用债各方面的标准在2018年后逐步趋于统一。正所谓，“债市虽三分，天下已一统”。

“三足鼎立”

1981年国库券第一次发行，拉开了中国债券市场的序幕。

次年，中国公司类信用债开始起步，当时的信用债仅指企业债——少量企业开始自发地向社会或企业内部集资。针对这一行为，政府开始研究加强对企业债券的管理。

1987年3月，《企业债券管理暂行条例》由国务院颁布实施。此后，企业债经历了多次政策调整阶段，最终1999年国家明确由国家计委（后为“国家发改委”）为企业债的监管部门，负责企业债的额度审批和发行审核。

Wind数据显示，2000年-2005年企业债发行规模由85亿上升至615亿，但整体发行规模仍不高。

央行

前行长周小川在2005年10月的一个债券论坛上，细数了中国债券市场发展设计的“十二大失误”，包括计划分配额度、银行担保、投资人群体主要面向散户而不是机构投资者、不能向投资者提供可供分析的信息披露等。

在周小川看来，我国发展债券市场的思维主线还是计划经济思维，无论是发行审批、定价还是出现问题的处理方法，都是行政性的，市场发挥的作用相当有限。因此，要转变思路，必须从计划经济思路转向市场思维，通过发展QIB（合格机构投资者）和OTC（场外交易市场）来培育债券市场。

在2005

年，央行开始另

起炉灶，在银行间市场推出信用

债。2005年5月，中国人民银行

发布实

施《短期融资

券管理办法》，允许符合条

件的企业在银行间市场发行短期融资券

。该办法

放开了发行主体限

制，取消了额度审批，并且明确利率由企业和承销机构协商确定。

这是中国改革开放之后，除企业债之外的第一个新型信用债品种。影响更大的是，央行主动放松行政管制，采取备案制的发行管理方式，推动了短融的快速发展。此后问世的中期票据等亦沿用了这一管理方式，央行日后将短融、中票等统称为“非金融企业债务融资工具”。

Wind数据显示，短融问世当年发行规模就达1424亿，是当年企业债发行规模的两倍，2006年短融发行规模更是翻倍至3000亿。短期融资券横空出世，打破了企业债发展停滞不前的局面，并在此后推动了企业债、公司债的改革。

“2006年6月，我从（发改委）发展规划司副司长轮岗提拔到财政金融司任司长。到财金司工作，我遇到的第一件涉及金融监管的难题就是企业债券的发行管理改革。”发改委原财金司司长徐林日后回忆称。

徐林到任后分析认为，企业债没必要搞额度审批，只需看企业是否符合发债条件即可，相应减少了行政审批。此举立竿见影，企业债在2007年发行规模翻了一倍至1109亿，此后几年也维持着数千亿的发行规模。

公司债方面，2007年9月长江电力40亿元公司债作为首单成功发行，引起市场的热烈反响。但由于重股轻债等种种原因，证监会主管的公司债发行规模一直较低，其发行规模扩大出现在2015年之后。

Wind数据显示，2014年公司债发行规模只有约1400亿元，远低于企业债和非金融企业债务融资工具。但2015年后，其发行规模骤升至万亿之上，超过企业债。究其原因，2015年公司债改革中，交易所允许非上市公司发债，发行上市交易程序大幅简化。

在市场人士看来，这十多年来的监管竞争，无意中引领了监管创新的风气。

其中，以央行推出短融为开端，注册制逐渐成为债券市场的主流，成为市场扩容的重要基石。2020年3月，新《证券法》正式生效，国家发改委、证监会同时发文称，企业债、公司债将实行注册制，这意味着中国信用债市场正式进入注册制时代。

但三个部门监管也衍生出博弈。

比如，2008年中票问世两个多月后，发行量飙升至735亿元。而在此期间，发改委主管的企业债发行量合计不足100亿元，证监会主管的公司债发行规模更少。2008年6月，诞生70余天的中票突然被暂停发行，市场倍感诧异。

10年后的2018年，徐林在一次演讲中披露了其中原委。他说：“作为发改委负责企业债券发行监管的部门负责人，当人民银行提出注册发行中票的时候，我们提出央行的做法违反了债券发行监管的现行管理制度和职责分工，后来中票被国务院叫停了。”

但国际金融危机拯救了中票——受国际金融危机影响，中国宏观经济形势急转直下，国内资本市场也开始动荡，中票于2008年10月重启发行，上市公司可募集资金用于回购本公司股票，以稳定资本市场。以此为契机，中票站稳了脚跟，包含中票在内的非金融企业债务融资工具成为历年发行规模最大的信用债品类。

“作为发改委债券相关职责和权力的维护者，我觉得一个三足鼎立的格局可能是一个比较稳定的监管格局。”徐林回忆称。

债市“论战”

除了监管部门“三足鼎立”之外，债券市场也分为交易所市场和银行间市场。1990年12月，上交所和深交所正式成立，交易所成为债券交易的主要场所。1996年股市暴涨，银行资金违规通过回购交易流入股市。

鉴于此，央行1997年6月相继发布《关于各商业银行停止在证券交易所证券回购及现券交易的通知》和《银行间债券回购业务暂行规定》。两项规定要求银行退出交易所证券回购市场，相应地中债登被指定为市场的债券登记、托管与结算机构，全国银行间债券市场开始形成。

10年后的2007年9月3日，交易商协会正式挂牌成立。交易商协会的全称是“中国银行间市场交易商协会”，英文名称National Association of Financial Market Institutional Investors（缩写为NAFMII）意思更直观，即为“中国金融市场机构投资者协会”。

对于成立交易商协会的目的，官方的解释是，此举旨在弥补市场自律组织缺位，维护市场正当秩序，加强市场自律管理，更好地推动银行间市场持续健康发展。

然而，一些业内人士猜测，原因不止于此，在短融迅速崛起之后，央行作为货币当局直接管理债券市场受到争议，央行不得不作出妥协。

交易商协会也打上了深厚的央行烙印，原先负责管理债券市场管理的央行金融市场司的一批骨干，组成了交易商协会创始团队，谢多在2013年9月被任命为交易商协会党委书记。

多年发展后，中国债券市场形成了“两大市场、三类信用债、五大监管部门”的格局，后者分别指央行、证监会、发改委、财政部和银保监会

。具体而言，央行主要管理银行间市场，发行环节主要是通过其下辖的交易商协会管理非金融企业债务融资工具；证监会主管公司债及交易所市场；发改委主管企业债；财政部负责国债和地方政府债的审批发行；银保监会则在涉及金融债时发挥审批和监管作用。

其中，公司债在交易所市场发行，非金融企业债务融资工具在银行间市场发行，企业债、政府债券可以两个市场同时发行。由于市场分割及多个监管部门的存在，信用债在发行、上市、交易转让、登记托管、评级制度等方面不尽相同，两个市场存在一定程度的“割裂”，也衍生出一系列的问题。

我国各类债券品类概况

（图片来源：金融监管研究院）

“监管部门往往有动力做大自己监管的债券品种，这一过程中可能存在降低发债门槛、审核不到位、信息披露不充分等问题，为后续留下隐患。”北京某大型券商固收部负责人直言，“比如有的企业在一个市场发不了债，但一转身，到另一个市场可能就可以发。再如一个企业在一个市场拿到AA+评级，倒逼另外一个市场上调评级。”

市场分割的情况下，债券执法、信息披露质量、统一管理方面存在严重的问题。在此前债券没有违约时期，这一问题并不严重。但随着债券违约多发，发行后的管理和违规处分等问题就凸显出来。

比如，2016年4月交易商协会对绿地集团、云峰集团

涉嫌信息披露违

规等事项开展自律调查，而为绿

地集团提供审计的瑞华会计师事务所

未积极

配合调查，严

重影响相关案件自律调查工

作的推进。在交易商协会对瑞华

采取自律处罚后，却遭到了瑞华的公开“叫板”，一度备受关注。

“交易商协会是个自律组织，本身没有行政执法权。而部分发行人本身的行政级别较高，在出现问题时，交易商协会拿他们没办法。”前述券商人士表示，“作为自律组织，交易商协会对于违法违规行为能采取的措施仅限于自律处罚措施，最多就是暂停业务，对恶意逃废债、欺诈发行等行为缺乏更严厉的惩罚手段。”

自2014年超日债违约后，中国信用债违约更为多发，呼吁债市统一监管的声音高涨，相关学者甚至相关部门的官员都亲自下场“论战”。

综合来看，这些建议可分为三类：一是债市以银行间市场为主，二是以交易所市场为主，三是合并相关监管部门。

前者的代表人物为央行原金融研究所所长姚余栋。他在2015年9月撰文指出，银行间市场债券市场对增强货币政策有效性

、提高货币政策传导效率意义重大。他还旗帜鲜明地表示：“一个健康的利率体系根本容不下两

颗心脏。维持以银行间市场

为主的债券市场格局，确保基准利率

体系的唯一性，是利率体系能够有效定价的前提。”

依靠着银行体系巨大的资金量，银行间债券市场无论是规模还是交易都超过交易所市场，成为中国债券市场的中心和主体。Wind数据显示，2015年银行间市场债券发行量为17.8万亿，是交易所债券市场的两倍。或许正是由于交易所市场处于辅助地位，证监会系统并未谋求交易所债市的主导地位。

2016年，时任证监会债券部副主任陈飞建议，要深化债券市场互联互通，加强债券市场监管协调。比如依托公司信用类债券部际协调机制，完善债券品种在不同市场的交叉挂牌及转托管

机制，加强在债券执法、风险防控、投资者保护方面的监管合作。

若干年后，一向以敢言著称的财政部原部长楼继伟也加入这场论战。楼继伟称，非

金融企业在银行间市场发债“滑天下之大稽”，并提出“信用债应该全部退出银行间市场”。

他的理由是，交易所市场和银行间市场交易分割，导致同债不同价。而按照证券法，市场应是交易所市场，监管机构应当是证监会，银行间市场回归同业拆借市场的本位。

此外，还有合并相关监管机构的建议。“要将相关监管部门合并。监管部门分割有很大问题，它们各自保护自己的领域，使市场分割，对监管不利。它们认为有利的就重复监管，不利的就会有很多空白，债券市场就是一个例子。”国开行

原副行长高坚表示。因他在财政部、国开行任上推行的国债招标、无纸化发行等一系列市场化改革措施奠定了中国债市的基础，高坚也被称为“中国债券市场之父”。

。

统一监管路漫漫

实际上，关于债券市场的统一监管并不是孤立发生的，更宏大的背景是金融业统一监管的讨论。2015年股市剧烈波动说明金融业分业监管的体制亟待修正，“十三五”规划纲要也提出，要加快建立符合现代金融特点、统筹协调监管、有力有效的现代金融监管框架。

对于如何调整监管框架，当时争议颇多，主要有三种方案：一是合并一行三会；二是构建以央行为主导的监管框架；三是合并三会，与中央银行形成“一行一会”的监管格局。

最终2017年7月的金融工作会议一锤定音，会议表示设立国务院金融稳定发展委员会。在次年的机构改革中，银监会和保监会合并为银保监会，央行和证监会仍保留。换言之，金融统一监管并非一了了之，而是在金融委统一领导下更加注重功能监管和行为监管。

债券市场统一监管也采取这一思路：2018年机构改革时，市场预计债券监管相关部门将合并，但最终并非如此，而是各部门监管职责不变，即人民银行及交易商协会、发改委、证监会仍分别负责非金融企业债务融资工具、企业债、公司债的监管，但在金融委领导下推动监管标准的统一。

“市场一直有统一债券市场监管的呼声，以我的实践体会，真正的统一监管其实不

在于要统一到一个部门。”徐林在2018年表示，“三个部门共同监管，只要遵循统一的发行条件和管理规则，这就是统一监管。三家三个渠道释放，对企业债券（此处应指公司类信用债）做大市场是有好处的，而且三家之间在服务质量上还有一定的竞争压力，没有监管垄断也有利于改善监管的质量和服务。”

2018年8月，金融委召开防范化解金融风险专题会议，首度提出“建立统一管理和协调发展的债券市场”。此后四年，债券市场在评级、执法工作、信息披露、违约处置等“软件”方面逐步实现了统一。

比如，2018年12月央行、证监会、国家发改委联合发布的《关于进一步加强债券市场执法工作有关问题的意见》称，人民银行、证监会、发改委继续按现行职责分工做好债券市场行政监管，人民银行、发展改革委发现涉及债券违法活动的线索，及时移送证监会。意见还明确了证监会依法对银行间债券市场、交易所债券市场违法行为开展统一的执法工作。

据证监会2021年9月披露，2019年以来，证监会累计查处债券市场违法违规案件19件，其中涉及交易所债券市场的14件，涉及银行间债券市场的6件。

“信用债市场的执法权统一归属于证监会，有助于加强对债券发行人和中介机构的约束，是非常有必要的。证监会统一执法权的亮剑，可以对于发行人和中介机构产生很大的震慑力。”前述北京券商固收部门负责人表示。

再如，2020年7月央行和证监会联合发布2020年第7号公告，明确银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作，中国两大债券市场的统一之路迈出了关键一步。今年1月，相关部门公布《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》，旨在实现“硬件”方面的统一，包括登记、托管、清算、结算等内容。

目前互联互通机制的实施时间还有待相关部门宣布。可以确定的是，在基础设施互联互通后，债市统一的大框架已经落定。不过，银行间债市和交易所债市在上位法方面还存在差异，有待进一步解决。

具体而言，非金融企业债务融资工具和金融债券的上位法仍然是人民银行法，而公司债券、企业债券的上位法为证券法。未来统一的方向，要么是修订证券法，要么是国务院出台相关条例，但这并非短期能实现的。

谢多2012年在预判债市取得大发展的两个前提，分别是减少行政审批和政府的隐性

担保，现在第一个前提已经实现，信用债注册制改革已将行政审批减少到最少。

但是，当前中国债券市场仍未能褪去政府信用的本色，甚至有加重的迹象。当前政府债券及准政府债券（政策性金融债、政府支持机构债）存量规模占比高达六成，国有企业在信用债市场占据绝对优势，尤其是城投债膨胀十分明显。

Wind数据显示，当前城投债存量余额13.7万亿，约占信用债的52%，相比2013年底上升了27个百分点。原因在于，2014年债券违约常态化后，各类债券都出现违约，唯独城投债由于政府的隐性担保而无一单债券违约。与此同时，民企逐步退出债券市场，存量占比已不足5%。

“上市民企甚至大型产业国企已经违约了，风险已逐步释放，市场也消化了这类债券的风险。但现在城投债仍然金身不破，反而可能是风险最大的领域。”北京一家私募负责人直言。

展望来看，提升非政府信用债券占比、减少政府的隐性担保仍是中国债券市场的未竟之业。

（统筹：马春园）

更多内容请下载21财经APP