



中国债券论坛
China Bond Market Forum
— CBMF —

DUAL CIRCULATION NEW LANDSCAPE NEW OPPORTUNITIES
双循环 新格局 新机遇

直播时间 2021年1月12日
09:00-12:30
扫描二维码 观看直播



主办 |  第一创业
FIRST CAPITAL  NIFD
NEW FINANCE DEVELOPMENT  sina 新浪财经

承办 | 第一创业债券研究院

第六届中国债券论坛

双循环：新格局 新机遇

国家金融与发展实验室

2020年1月12日

周诚君

中国人民银行金融研究所

所长

周诚君：

尊敬的李扬老师、朱民老师、各位嘉宾，非常高兴来参加每年一度的中国债券论坛，我今天想讲一讲关于债券市场的基础设施问题，这其实也是个老问题。2020年以来，这个问题有很多进展、得到部分解决，业界也形成了越来越多的共识，主要的表现就是所谓基础设施的互联互通。但是，如果进一步考察债券基础设施的互联互通，还存在着基础设施怎么互联互通、技术上怎么实现的问题，在这里跟大家分享一下我自己的一些研究体会。

两年前我写了一篇文章，题目是《关于我国银行账户体系的思考——兼论 FT 账户和海南自由贸易港的账户选择问题》，当时我在文章中明确提出，账户是资产的持有、交易、清算、结算以及金融当局进行统计、监测、监督管理的基本载体，是金融市场、金融基础设施运行的基础，账户体系通常覆盖一个国家境内外各种市场主体，而且其建设、运维成本高，一旦形成就不容易调整，会使资产的持有、托管、交易和相应的清算、结算以及相关的监督管理都呈现出非常强的技术和制度依赖特征，从而对金融市场运行效率产生非常长远的影响。

在那篇文章中我们只讨论了银行帐户问题，我国的银行账户比较碎片化，市场主体需要在不同的金融机构开立各种各样不同功能或用途的本、外币银行账户。银行账户碎片化，资金在不同的账户里沉淀，导致资金不能集约使用，市场主体的管理成本较高，金融机构的合规和风控成本也非常高，相应地就会使金融体系的效率降低，特别是在流动性管理上效率比较低。

实际上，我们的证券账户也存在这个问题，碎片化特征比较明显，股票、债券等金融资产的管理、交易都因为账户本身的碎片化而在效率上比较低，成本上比较高，而且在风险防控、合规管理等方面都会带来诸多问题。

具体而言，首先以我国债券市场为例进行分析。第一，对投资者而言，一个合格的市场投资者如果想购买债券，必须要在不同地方开户。如果在银行间市场购买债券，通常至少要开两个户。一是要到中央国债登记结算有限责任公司（CCDC）开一个户，二是要到上海清算所开一个户。如果这个市场主体还希望到交易所市场购买债券，那么还需要到交易所开户。具体而言，必须分别到沪、深交易所开户，才能在沪深股市投资、持有、购买债券。此外，对于个人投资者，如果不在沪深交易所投资购买债券，还可以通过银行柜台购买，这时就需要到银行柜台开立相应的债券托管账户。在不同场所开立账户本身没有问题，问题在于，虽然这些账户内的债券在所有权上属于同一个投资人，但相互之间几乎是隔离的，不能相互“转账”，也几乎不能跨市场交易。这对投资者统筹管理、配置其资产，并开展相关的流动性管理带来了很大不便。

第二，对发行人而言，因为债券市场包括银行间市场、交易所市场，银行间市场又有不同的登记托管机构，账户开立可以在国债登记公司或者上海清算

所，所以发行也是相对分割和碎片化的。市场主体在发行决策和实施过程中，不仅需要考虑在哪个市场、针对哪些不同的市场主体进行发行，而且与发行相关的登记、托管都在不同的机构完成，既面临着托管的不统一，也面临着登记的不统一。登记是一个确权的过程，是确立发行人和证券持有人债权债务关系的过程。如果登记不统一，同一个市场主体在银行间市场可通过清算所发行、登记、托管，也可在国债公司发行、登记、托管，还可以在交易所发行、登记、托管。在这样的情况下，同一个发行市场主体可以在不同的场所针对投资者发行债券，但确立这些债权债务关系的登记、托管却在不同的机构，这对同一债券跨市场交易、结算相关的债权转让、交收、变更登记等都带来了很大困难，对建立有效的发行与投资人之间的债权债务约束以及相关的信息披露、监督管理等都产生了诸多不利影响。

第三，从交易结算本身来看，由于账户体系的分割，尽管每个登记托管机构都有结算功能，都基于投资者账户提供最终结算，但是结算模式各不相同。在银行间市场，如果开户在国债登记公司，通常是机构投资者之间一对一的询价交易，是一个报价驱动的市场，在结算上就是逐笔实时结算、券款兑付。如果是在清算所开户并基于此账户进行交易，结算由清算所完成，既有询价交易、逐笔实时结算，也可做市交易，清算所作为中央对手方进行撮合和违约担保，并实行净额清算和最终结算。如账户开立和交易在沪深交易所，则主要是连续竞价、撮合交易市场，中国证券登记结算有限责任公司作为中央对手方提供净额清算和最终结算。每个机构都有结算功能且结算模式不尽一致，导致了同一

投资者不同账户的债券“转账”以及同一债券的跨市场转让交易等存在很大的障碍，即使在技术上可做到“转托管”，但效率非常低。

第四，从债券市场的价格形成机制看，每一个发行场所、登记托管机构之间都是相对割裂的，尽管各机构间有一些转托管机制，但是限制较多、效率较低、流动性相对较差。这种割裂会导致同一个企业在不同场所发行时，因为投资者准入差异、交易结算差异、监督管理差异等，呈现出不同的价格。在交易结算过程中，上述种种差异也导致即使是同一企业发行的债券，在不同市场、不同场所也会出现不同的交易价格。此外，上述差异还导致了不同市场、不同场所在交易活跃度、价格形成机制有效性上的差异。比如，银行间债券市场总体上是一个批发市场，主要是一对一的大额询价交易，因此交易不会那么活跃、流动性不会那么好。而交易所则是以中小投资者为主，交易金额小，主要是竞价撮合交易，交易会比较活跃，市场流动性也会比较好，但问题是它的规模较小、品种有限，而且任何一个大规模的投资人进入，如果产生数量比较大的交易，都会对市场价格形成明显冲击。在不同市场、场所准入都有明确标准，市场主体在不容易跨市场交易的情况下，同一市场和交易场所内的市场参与者就容易呈现同质化倾向，在需求和供给上容易趋同，价格形成机制就存在问题，很难真正成为反映所有市场主体的预期、风险判断及由此形成的市场供给和需求的均衡价格，从而也不利于收益率曲线的形成。

第五，从监管的角度，账户的信息、债权债务的登记信息、交易信息分散在不同的系统、不同的登记托管机构，这些登记托管机构往往也有自己的主管部门，所以客观上导致了债券管理、风险控制以及其他方面宏观管理的多头格

局。市场主体可以利用不同市场、不同场所交易结算、信息披露、风险管理等方面的不一致，进行跨市场套利和监管套利，在市场存在买空卖空机制的情况下，有的时候甚至会导致系统性不稳定。客观地说，各界对债券市场统一监管呼声较高，但实际上落实起来比较困难，很大程度上是因为目前债券市场的基础设施格局导致了技术上不具备统一监管的条件。

第六，从宏观政策角度看，这一架构还导致债券市场在货币政策和财政政策的执行、传导以及相互配合方面，面临很多障碍。实际上，债券市场作为一个流动性管理的市场、基准利率形成的市场，不论对于货币政策的传导、公开市场的操作，还是对于财政部门均衡地发行债券、财政资金的资本营运、发行节奏的优化等，都会起到非常重要的作用，尤其是市场拥有比较完整的收益率曲线时，对于货币政策的传导以及财政政策和货币政策进行良好的配合都是有益的。

我们已经意识到基础设施互联互通非常重要，那么如何推进一个有效率、符合国际惯例、能够提高交易结算效率、保护投资者权益的债券账户体系及其背后的登记托管体系呢？着眼于债券市场的长远发展和对外开放，以及人民币国际化，我认为需要建立一个统一的、便捷高效的、具有国际竞争力的账户体系或者登记托管体系。具体而言，建议建立“一级托管、多级账户”债券登记托管交易结算体系，实现全市场所有债券的统一登记托管，投资者在不同市场、不同交易平台持有、交易债券，并可自由转账；不同交易平台为投资者提供交易报价、匹配、清算和二级托管等服务，并由统一登记托管机构完成最终债券结算。如此，投资者可以在统一的账户架构下，在不同市场、场所通过子账户

自由选择开户，同时其投资持有的债券在整个市场上可在不同的场所自由流动，这意味着投资者及其债券实现了跨市场的自由流动，不仅是在不同市场自由开户、自由划转，还可以自由买卖、交易，在市场上能够跨资产流动。而且，由于结算是统一的，意味着最终的债券交收和资金结算都由同一主体完成，最大程度保障了结算效率和风险控制。

再者，对发行人而言，统一的登记托管能够满足发行人跨市场发行的需要，有利于提高发行效率、扩大发行范围。而且，一旦形成这种统一登记托管的格局，就意味着发行人的债务是集中体现的，有利于统一的信息披露，有利于控制风险，有利于监管，也有利于在债权人和债务人之间形成非常清晰的关系，其后还有融资、融券、抵押、回购等，只有在登记托管统一、债权债务关系非常清晰的情况下，才能比较好地进行衍生操作，才能控制管理好相应的风险。此外，在这个过程中，已经尽量保持现有机制功能的延续，除了不进行最终结算，几个机构的交易报价、撮合、清算功能都给予了最大程度的保留，并可针对不同市场主体的需求提供竞争性的、差别化的清算服务，从而最大程度地提高报价、交易和清算效率，支持结算效率的提高，最终保证整个市场的交易结算效率。当然，在价格形成上，一个统一的市场毫无疑问有利于覆盖所有市场主体的预期、风险偏好，从而能比较好地形成真正市场化的价格发现和决定机制，进一步形成比较完备的收益率曲线。

我以前也在不同的场合强调，在债券市场对外开放的过程中，可以考虑实行多级托管制度。债券市场开放无非是三种形式，第一种方式是境外市场主体到境内市场开户，托管、交易、管理流动性以及对冲风险；第二种方式是纯离

岸的，境内资产进入到境外市场，人民币资产完全在离岸市场发行、交易、托管、清算、结算；第三种方式则是发行主体在境内，但是证券不仅在境内发行，还卖到境外市场，让境外的市场主体在当地持有。我认为，只有多级托管方式才能保证境外中小投资者能够按照当地法律制度规则，投资购买、登记托管中国境内市场主体在中国大陆发行的债券，并在当地形成完整的财产权利，在此基础上，可进行进一步的抵押、担保和其他衍生交易。具体地，通过多级托管，当地的托管机构作为名义持有人到我国境内的托管机构来开户、托管、交易并进行相应的结算，然后可以在当地的框架、文化、制度、结算清算规则、监督管理等要求下持有投资、管理人民币资产，没有时间上的差异、没有语言上的差异，这样能够在境外形成完整的产权体系，有利于扩大离岸人民币市场，尤其是满足境外中小投资者在本地投资持有人民币资产。

最后，各种各样的历史因素导致了我国现有的债券市场的登记托管体系，好处是在过去各种制度框架下，我们把这个市场发展起来了，形成了某种程度上的相互竞争关系，但弊端是这个市场是有碎片化特征的，是相对分割的，清算结算效率、运行效率实际上是不高的，也是不利于政策传导、政策配合的。当市场发展到今天这么大规模的时候，政府机关就一定要有一个长远的、顶层设计的、非常清晰的认识，尽早着手对债券市场开放，以及对其背后的基础设施进行必要的统一，这一方面是国内市场顺利发展、保护消费者权益、加强风险防控和监督管理的需要，另一方面也是整个金融市场对外开放，金融服务达到国际标准，中国进一步对外开放，从而更好促进人民币国际化的需要。