

第五章

金 融 市 场

2009年,我国金融市场运行总体平稳,市场交易活跃,市场制度建设取得进展,有力促进了国家宏观经济政策实施和金融体制深化改革,充分发挥了维护金融稳定、加大金融支持经济发展的积极作用。

一、市场运行概况

(一) 货币市场保持活跃

成交量继续大幅增加。2009年,货币市场交易活跃,同业拆借累计成交19.4万亿元,同比增长28.6%;债券回购累计成交70.3万亿元,同比增长20.9%。成交量大幅增加主要原因是市场流动性总体充足,且货币市场利率年内低位运行,资金成本较低,市场交易需求旺盛。

短期交易占比较高。2009年,在货币市场交易中,隔夜拆借成交16.2万亿元,占拆借成交总量的83.5%,同比提高13个百分点;1天质押式回购成交54.6万亿元,占回购成交总量的77.7%,同比提高14个百分点。交易期限以短期为主,货币市场调节机构流动性的作用突出。

货币市场利率低位运行。2009年,货币市场利率波动大致可分为两个阶段(图5-1):第一阶段为年初至6月,货币市场利率在0.9%~1.2%的利率区间内小幅波动。第二阶段为7月至年末,受市场预期、新股恢复发行等因素影响,货币市场利率呈现阶段性宽幅波动,如7月中下旬7天拆借加权平均利率最高为2.12%,最低为1.29%,波幅超过80个基点。全年来看,12月同业拆借加权平均利率为1.25%,比1月上升35个基点;12月质押式回购加权平均利率为1.26%,比1月上升36个基点。

(二) 债券市场迅速发展

债券市场规模快速扩大。2009年,债券市场累计发行人民币债券4.9万亿元,同比增长68.5%。国债、次级债券、中期票据、企业债券等债券品种发行量较2008年均较大幅度增加(图5-2)。截至2009年年末,债券市场债券托管^①总额达13.3万亿元,其中,银行间市场债券托管额为13万亿元,同比增长30%。各类债券发行规模不断扩大,企业直接融资渠道进一步拓宽,债券市场已成为政府、金融机构和企业的重要融资和投资平台,在有效配置资源、传导货币政策、促进经济健康运行等方面发挥着越来越重要的作用。

^① 不包含中央银行票据托管量。

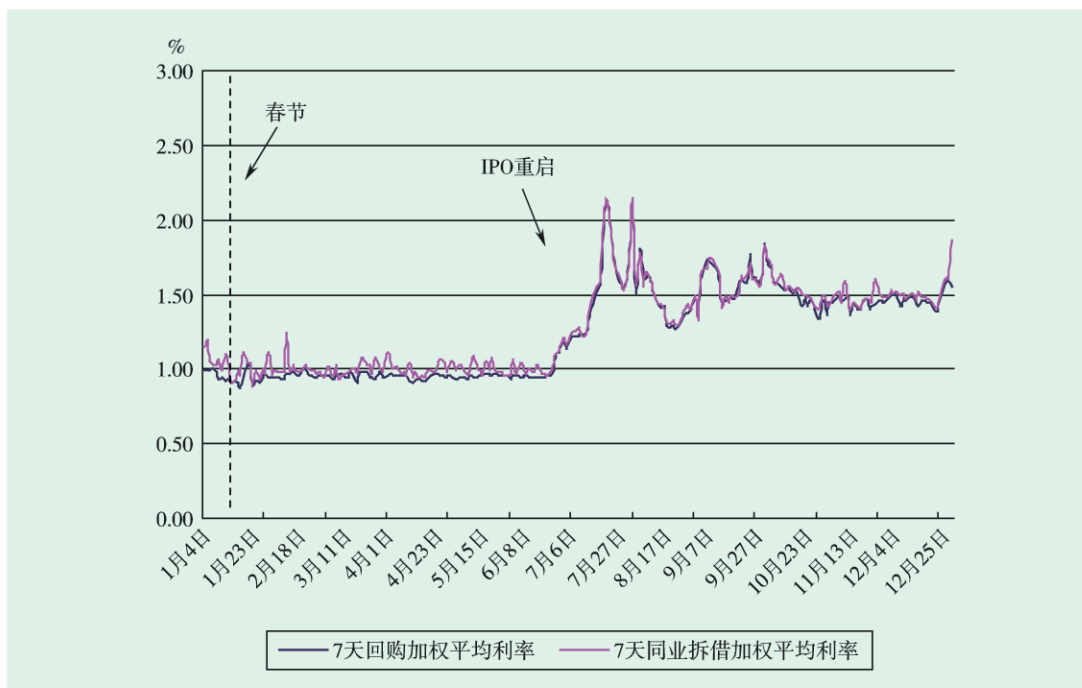


图 5-1 2009 年货币市场利率走势

数据来源：全国银行间同业拆借中心。

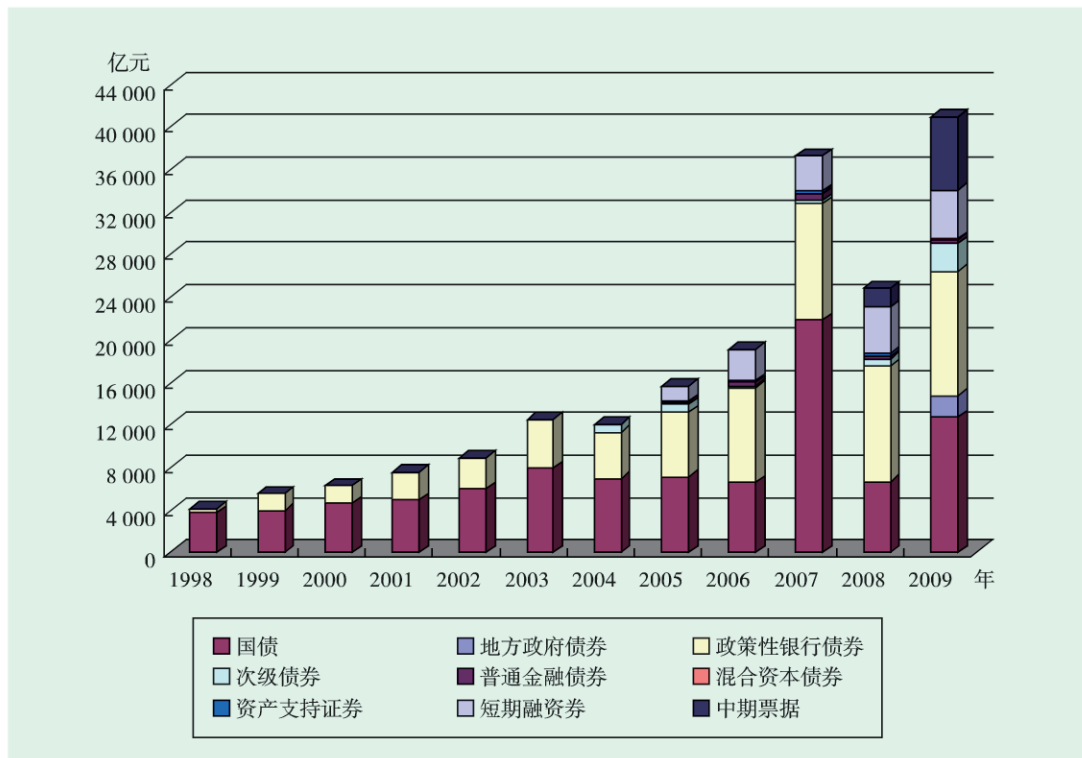


图 5-2 银行间债券市场主要债券品种发行量

数据来源：中央国债登记结算有限责任公司。

债券期限结构以中短期为主。2009年,期限5年以内的债券发行量占比48.8%,同比上升1.6个百分点;期限5(含)~10年的债券发行量占比26.8%,同比下降2.3个百分点;期限10年(含)以上的债券发行量占比24.4%,同比上升0.7个百分点。

债券交易量增价稳。2009年,银行间债券市场现券成交量为47.3万亿元,同比增长27.4%。债券价格走势相对平稳,债券指数窄幅波动。银行间市场债券指数由年初的132.11点降至年末的130.23点,下降1.88点,降幅1.4%;交易所市场国债指数由年初的121.22点升至年末的122.35点,上升1.13点,升幅0.9%。银行间债券市场国债收益率曲线整体呈上行趋势。

投资者类型多元化。2009年,基金公司特定资产管理组合和证券公司资产管理计划获准在银行间债券市场开户,银行间债券市场非法人机构投资者类型已涵盖企业年金、保险机构产品、信托产品、基金公司特定资产管理组合和证券公司资产管理计划五个类别。截至2009年年末,银行间债券市场参与者9247家,包括各类金融机构和非金融机构投资者,形成了以做市商为核心、金融机构为主体、其他机构投资者共同参与的多元化市场格局,银行间债券市场已成为各类市场主体进行投融资活动的重要平台。

专栏 13 资产证券化是发展金融市场、防范金融风险的重要举措

20世纪70年代后期以来,资产证券化迅速发展,逐步成为金融市场上最具活力的金融产品。资产证券化对于商业银行加强经营管理、分散信用风险具有重要作用,在连通信贷市场与资本市场、促进资本市场发展等方面具有多重功能。对商业银行而言,资产证券化既是解决资产负债期限错配的重要工具,又是信贷结构调整和优化的有效手段,还可以改变商业银行传统经营模式。同时信贷资产证券化可以增强商业银行主动进行资产负债管理的能力,改变其在资产规模不断扩张后只能通过做大分子(通过不断补充资本金)来满足资本充足率要求的被动局面。对于金融市场而言,信贷资产证券化为证券市场的发展提供了新的投资选择,为信贷市场开辟了新的融资渠道。信贷资产证券化在拓宽中小企业融资渠道、化解地方政府投融资平台潜在信用风险、盘活政策性银行资产以促进其商业化转型等方面也有积极作用。

2007年次贷危机爆发后,全球资产证券化市场运行陷于停滞。随着对金融危机成因认识的逐步深入,各国已普遍意识到在更稳健的基础上恢

复可持续发展的资产证券化市场，对于强化银行资本和克服信贷资金供给约束的重要性，并通过重建市场信心、扩大投资者范围、提供更多的评级选择、完善发起配售模式以及支持资产证券化向着更加透明简洁和更具流动性的方向发展等多种手段促进资产证券化市场复苏。特别值得一提的是，在所有关于证券化业务的改革思路中，都有对证券化产品发行和支持机构在表内持有一定比例基础资产或一定比例所有等级债券的要求。目前，相关措施作用已开始显现，包括美国汽车贷款、信用卡以及欧洲的担保债券等部分资产证券化市场已率先复苏。

2005年3月，经国务院批准，中国人民银行会同相关部门成立了信贷资产证券化试点工作协调小组，启动了我国的信贷资产证券化试点工作。在各方面的共同努力下，我国信贷资产证券化市场初具规模，运行情况良好，试点工作取得了预期成果。

产品类型日益丰富，发起机构和基础资产呈多元化发展态势。从发行量来看，资产支持证券的发行量逐年递增。从基础资产来看，试点初期基础资产仅限于一般贷款和个人住房抵押贷款，此后逐步扩大到不良贷款、汽车抵押贷款、中小企业贷款。从发起主体来看，试点的金融机构从初期的政策性银行和国有控股商业银行逐渐扩展到股份制商业银行和汽车金融公司；本身已具有资产证券化业务资格的资产管理公司也因试点获得了实践的机会。从投资主体来看，资产支持证券持有人逐渐扩展到股份制商业银行、城市商业银行、信用合作社、财务公司、外资银行、证券投资基金等。

制度框架日益完善。试点和立法并行，是开展信贷资产证券化试点的重要原则。根据资产证券化业务特征，试点工作协调小组设计了一套满足试点实践要求的制度框架。中国人民银行、银监会、住房和城乡建设部、财政部、税务总局分别就信贷资产证券化试点的基本管理办法、监督管理办法、市场运行规则、房屋抵押权变更办法、会计处理原则和税收管理办法等发布了近10个部门规章，初步建立了信贷资产证券化的制度框架，规范了试点工作，保证了试点工作有序进行。

风险约束机制经受了市场的检验。从试点开始，各监管机构就把风险防范放在首位，不断加强风险管理要求。《信贷资产证券化试点管理办法》对信贷资产证券化过程中各主要环节的风险控制作出了原则规定。中国银监会制定了《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》，从市场准入、业务规则与风险管理要求、资本要求、监督管理、法律责任等方

面对资产证券化业务提出了一系列监管要求。中国人民银行从市场管理的角度，通过公告形式就信贷资产证券化的信息披露，资产支持证券在银行间债券市场的登记、托管、交易和结算等行为作出规定，指导全国银行间同业拆借中心和中央国债登记结算有限责任公司设计了适合资产支持证券发行交易的债券综合业务系统，进一步加大了资产支持证券风险防范力度。

试点取得积极成效。一是丰富了债券市场产品，促进了债券市场的发展。经过近5年的发展，信贷资产支持证券市场已初具规模，成为债券市场的一个重要组成部分。资产支持证券具有独特的风险收益特征和期限结构安排，成为机构投资者资产配置的又一重要资产类别。二是增加了发起金融机构的资产负债管理手段。通过开展信贷资产证券化业务，金融机构不仅可以根据证券化业务的规模和结构来制定相应的负债目标，增强主动调整贷款资产结构的能力，而且还可以从原来单纯地将信贷资产持有到期转型为信贷资产的提供方、交易人。三是促进了发起金融机构盈利模式的转变。通过信贷资产证券化，发起金融机构在让渡传统的贷款利息的同时，获得了贷款服务收入、持有次级档证券的投资收益和交易资产支持证券的收入。四是提高了金融机构的创新动力。金融机构通过发行重整资产支持证券开辟了更加市场化的不良资产处置新途径；汽车金融公司通过发行汽车抵押贷款资产支持证券探索了新的融资渠道，有利于促进汽车消费。

（三）股票期货市场活跃，筹资功能增强

股票市场大幅上涨，市场成交量创新高。2009年，上证综合指数最高3 478.01点，最低1 844.09点，年底收盘于3 277.14点，同比上涨79.98%；深证成分指数最高14 096.97点，最低6 514.49点，年底收盘于13 699.97点，同比上涨111.24%（图5-3）。截至2009年年末，沪、深两市上市公司1 718家（其中B股公司108家），比上年增加93家；总市值24.39万亿元，上升100.99%；流通市值15.13万亿元，上升234.54%；创业板市场36家上市公司总市值1 610.08亿元，流通市值298.97亿元。全年股票交易金额53.60万亿元，日均股票交易金额2 196.67亿元，同比分别上升100.66%和102.31%，均创历史新高。

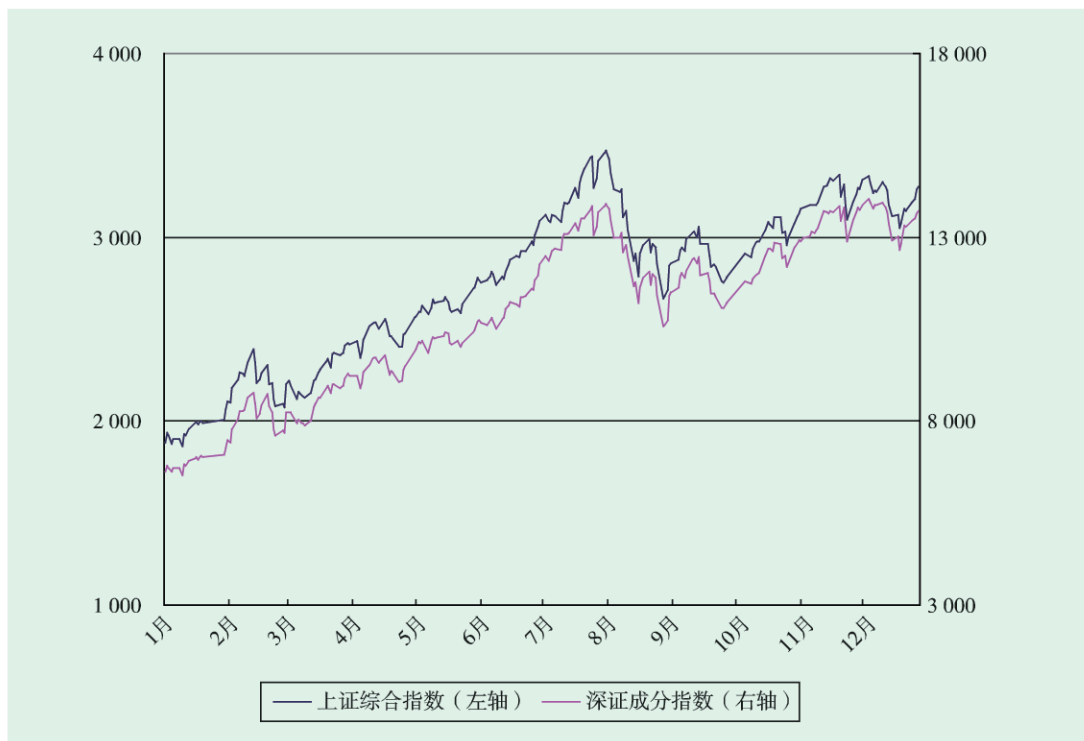


图 5-3 2009 年上证综合指数和深证成分指数走势（以收盘价为准）

数据来源：Wind 资讯。

股票筹资功能有所增强，上市公司债筹资规模大幅提升。2009 年，我国境内资本市场筹资 4 609.54 亿元，居历史第二高位。A 股股票累计筹资 3 894.53 亿元，其中，首发筹资 1 879 亿元，同比增长 81.3%；增发筹资 255.86 亿元，同比减少 75.94%；非公开发行筹资 1 614.83 亿元，同比增长 347.16%；配股筹资 105.97 亿元；权证行权筹资 38.86 亿元。沪、深两市债券筹资 715.01 亿元，其中上市公司债融资 638.40 亿元，同比增长 121.67%。

期货市场规模稳步扩大，产品创新有序推进。2009 年，我国期货市场共成交 21.6 亿手，成交金额 130.5 万亿元，同比分别增长 58.2% 和 81.5%。商品期货成交量占全球的 43%，位居全球第一。先后推出了螺纹钢、线材、早籼稻和聚氯乙烯等新品种，商品期货交易品种达到 23 个，大宗商品期货品种体系基本形成。

（四）票据市场快速增长

2009 年，票据市场累计签发商业汇票 10.3 万亿元，同比增长了 45.3%；累计办理贴现 23.2 万亿元，同比增长了 71.7%；累计办理再贴现 249 亿元，

同比增长 1.27 倍。截至年末，未到期商业汇票余额为 4.1 万亿元，同比增长 28.1%；票据贴现余额为 2.4 万亿元，同比增长 26.3%；再贴现余额为 181 亿元，同比增长 6.84 倍。

全年票据市场价格走势阶段性特征明显。“工银票据转贴现价格指数”年末报收 1 123 点，较年初上升 512 点（图 5-4）。其中，前 5 个月，受适度宽松的货币政策影响，市场资金面宽裕，票据需求增强，转贴现利率一直处于低位运行；下半年宏观政策和资金面出现调整，票据市场利率逐步走高。



图 5-4 2009 年工银票据转贴现价格指数走势

数据来源：中国工商银行票据营业部。

（五）外汇市场运行平稳

2009 年，人民币外汇即期市场交易量平稳增长，远期交易量有所下降，掉期交易量增长较大，外币对市场结构优化。人民币外汇远期市场成交 98 亿美元，同比下降 43.8%；人民币外汇掉期交易成交 8 018 亿美元，同比增长 82.1%，市场对人民币汇率贬值预期由强转弱，报价由升水转为贴水，人民币再次出现升值预期；外币对市场成交 407 亿美元，同比下降 35.8%，做市银行交易量降低，普通会员市场份额增加。

（六）黄金市场稳中有升

2009 年，上海黄金交易所市场运行平稳。黄金成交 4 710.82 吨，同比增长 5.53%；成交金额 11 030.63 亿元，同比增长 22.62%。白银成交 16 247.79 吨，同比增长 267.60%；成交金额 586.58 亿元，同比增长 296.07%。铂金成

交 56.66 吨，同比增加 12.89%；成交金额 155.28 亿元，同比下降 5.02%。

2009 年，国际市场黄金价格呈上升趋势，价格连创历史新高，突破每盎司 1 000 美元。国内外金价走势保持一致，价差有所缩小，平均差价每克 0.36 元，同比减少 0.31 元，下降 46.27%。年初金价 192.60 元/克，年末金价 244.00 元/克。期间最高价 269.25 元/克，最低价 178.00 元/克，加权平均价 215.35 元/克，同比增加 18.19 元/克。

二、市场融资情况

（一）政府融资情况

2009 年，银行间债券市场通过市场化招投标方式发行记账式国债 59 期，共计 1.3 万亿元，期限从 91 天到 50 年不等，共 13 个品种。债券期限结构进一步完善，均衡覆盖了短期、中期和长期品种，促进了国债基准收益率曲线的改进与完善，为债券市场中其他各类债券提供了定价基础。

2009 年 3~9 月，财政部代理 30 个省（区、市）（不含西藏）和 5 个计划单列市通过市场化招投标方式发行地方政府债券 50 期，共计 2 000 亿元，债券期限为 3 年。

由于市场流动性充裕和采用市场化发行方式，2009 年记账式国债与地方政府债券保持了较低的发行成本，为积极的财政政策的实施筹集了大量稳定的低成本资金，保证了国家宏观调控措施的落实，支持了我国社会经济又好又快发展。

专栏 14 市政债券发展的国际经验

市政债券是指由地方政府或其授权的机构为满足市政运转或经营建设需要而发行的债务性融资工具。市政债券一般可分为两类，一类是一般责任债券，偿债来源是发行人的税收收入；另一类是收入债券，偿债来源是所发债项目的未来收入。

一、市政债券的发展与基本情况

市政债券的发展与一国工业化、城市化进程紧密相关。城市化和工业化相应要求的公共基础设施建设，一般具有初始投资大、受益期长等特点，其资金需求不但超出地方政府的当期税收收入，而且会造成当期纳税

人和多期受益者的分离，有失公平。因此，采用举债为公共基础设施项目融资，有利于扩大融资来源，解决经济建设中投资的成本分担问题。

目前，市政债券较发达的国家包括美国、日本、德国、澳大利亚和加拿大，波兰、南非、俄罗斯、巴西等发展中国家的市政债券也得到一定发展。其中，美国市政债券具有最高的市场化程度和最完善的金融配套制度；日本市政债券是单一制国家发展市政债券的典型案列；波兰市政债券兼具发展中国家和以间接融资为主国家的特点。

二、美国市政债券发展情况

在美国联邦政治体制下，地方政府发债无须得到上一级政府的批准，同时，《证券法》豁免了市政债券发行的证监会注册要求。因此，是否发行市政债券完全由本级政府确定。为规范本级政府举债行为，各地方立法机构一般通过相应的立法来规范本级政府举债。

美国市政债券的发行人包括地方政府（州、县、市）及其授权机构。市政债券品种除一般责任债券和收益债券以外，还包括双重收入担保债券、特定税种债券等创新形式的债券。发行方式分为公募和私募两种。市政债券的投资者包括银行、基金、保险、各类企业和个人。市政债券在场外市场（OTC）交易。市政债券一般都获得外部评级。市政债券的保险人包括债券保险公司和一般保险公司。市政债券通常减免联邦税收，不同的州还规定满足一定条件可以免州税。截至2009年年末，美国市政债券市场余额约2.67万亿美元。

市政债券市场的监管机构为美国证监会和市政债券规则委员会。市政债券规则委员会受证监会委托制定市政债券规则，没有具体的监管执行权力。

三、日本市政债券发展情况

日本是单一制国家发展市政债券的典型。日本地方政府发债报经当地议会批准后，如果实际偿债率小于18%，则地方政府可以无须报经中央批准直接举债，否则地方政府应当报经总务省批准后才可举债。实际操作中，地方政府如果经总务省批准后举债可以获得多种优惠政策，因而地方政府大多会选择经中央批准后再举债。

日本市政债券包括地方公债和地方公企业债。^① 发行方式包括私募和公募。市政债券的交易场所主要是OTC市场，法律规定只有在东京都发行

^① 地方公债是真正的政府直接债务；地方公企业债是公用企业债券。

的债券才可以在证交所上市，其他市政债券只能通过 OTC 交易。银行是市场债券的主要投资者。大部分公募发行都获得了外部评级。2009 财年末，日本市政债券余额约为 138 万亿日元（约合 1.5 万亿美元），仅次于美国。

日本市政债券市场由日本金融厅监管，市政债券的销售和投资需要遵守证券市场的各项规定。

四、波兰市政债券发展情况

波兰市政债券的发行由市政议会进行表决，发行规模必须符合有关法律规定：一是举债目的只能用于建设性支出，不能用于弥补财政赤字；二是对地方政府总债务规模进行限制。同时，地方政府公开发行证券需要获得波兰金融监管委员会批准。

波兰市政债券的发行人由省、县、乡三级政府，主要包括一般责任债券和收入债券。发行方式分为公募和私募，公开发行的债券主要在波兰的 OTC 市场交易。市政债券的投资者包括银行、养老金、保险公司、外国投资者、中央银行和公共企业，其中商业银行占 2/3。目前，对市政债券发行人的信用评级还不普遍，仅有少数的市政债券发行人得到外部评级。2009 年第三季度末，共有 393 只市政债券，市场余额约合 19 亿美元。

公债管理局和波兰金融监管委员会负责对市政债券的管理。公债管理局隶属于财政部，负责对波兰中央及地方政府债务进行监督管理，包括对或有负债进行预测、报告和预算管理等。波兰金融监管委员会负责对市政债券市场的监管。

随着我国城镇化、工业化进程快速推进，各地建设资金需求不断增强。长期以来，我国地方建设主要依赖于财政拨款和银行信贷，不但制约了资金可得规模，也造成风险集中于银行体系。借鉴国际经验，发展市政债券，有利于建立制度化和多元化的地方政府融资渠道，提高资源配置效率，改善社会融资结构。

（二）企业融资情况

债务融资迅猛增长。近年来，我国债券市场规模快速扩大，市场深度不断增加，债券发行量增长迅猛，债券市场品种日益丰富。目前，企业债务融资产品包括企业债券、短期融资券、中期票据、资产支持证券、公司债券、可转换公司债券、可分离交易可转债等。2009 年，我国非金融企业直接债务融资发

行规模达到16 637.7 亿元，同比增长 78.2%（表 5-1）；2009 年年末，非金融企业直接债务融资市场存量为 26 415.2 亿元，同比增长 86.6%（表 5-2）。银行间债券市场首批 3 笔中小企业集合票据成功发行，为 23 家中小企业筹措生产经营资金 12.65 亿元；此外，还推出了中期票据的含权化产品及外币品种，全年有 2 家企业发行美元中期票据共 15 亿美元。

表 5-1 非金融企业直接债务融资发行情况

单位：亿元

年份	短期融资券	中期票据	企业债券	公司债券	可转换公司债券	可分离交易可转债	合计
2004	—	—	307.0	—	209.0	—	516.0
2005	1 392.5	—	654.0	—	0	—	2 046.5
2006	2 944.0	—	995.0	—	43.9	99	4 081.9
2007	3 356.1	—	1 709.4	112	106.5	188.8	5 472.7
2008	4 298.5	1 672	2 366.9	288	77.2	632.9	9 335.5
2009	4 627.1	6 950	4 252.3	731.7	46.6	30	16 637.7

数据来源：中国债券信息网、Wind 资讯。

表 5-2 非金融企业直接债务融资存量情况

单位：亿元

年份	短期融资券	中期票据	企业债券	公司债券	可转换公司债券	可分离交易可转债	合计
2004	—	—	1 242.5	—	334.9	—	1 577.4
2005	1 380.5	—	1 851.5	—	248.8	—	3 480.8
2006	2 667.1	—	2 831.5	—	120.7	99	5 718.3
2007	3 203.1	—	4 479.4	112	98.6	287.8	8 180.9
2008	4 203.1	1 672	6 821.3	400	139.2	920.7	14 156.2
2009	4 561.1	8 622	11 029.6	1 131.7	120.1	950.7	26 415.2

数据来源：中国债券信息网、Wind 资讯。

三、市场制度建设

（一）股票期货市场

2009 年，随着市场化改革的推进，我国资本市场基础性制度建设和市场

约束机制进一步加强，市场健康发展的内在基础进一步夯实。

一是改革和完善新股发行体制。按照“分步实施、逐步完善”的原则，继续深化新股发行体制改革，完善询价和申购机制，优化网上发行制度安排，重视中小投资者的参与意愿，加强风险提示，推动发行人、投资者和承销商等市场主体归位尽责，为进一步改革奠定了基础。

二是完善期货市场制度建设。发布《期货市场客户开户管理规定》，实施统一开户制度，提升期货市场风险防范能力，强化期货市场开户实名制，提高期货市场运行效率。

三是完善交易结算制度。修改《证券登记结算管理办法》，明确了合伙企业开立证券账户规则，确立了金融期货交易所与证券登记结算机构的数据交换制度，为跨市场监管创造条件。

（二）银行间债券市场

一是强化银行间债券市场基础制度和系统建设。2009年3月，《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》发布，对债券登记托管结算机构的职能与管理，债券登记、托管和结算的相关业务环节，参与各方的权利、义务和法律责任等方面进行了规范。作为银行间债券市场基础性规章制度之一，该办法的实施有利于进一步规范债券登记、托管和结算业务，保护投资者合法权益，防范相关业务风险，促进债券市场功能发挥，对我国债券市场的健康、规范发展具有深远意义。2009年6月，银行间债券市场新一代本币交易系统成功上线，新交易系统吸收了原交易系统的优点，在系统结构、交易功能、客户管理、扩展功能等方面有明显改进，标志着银行间债券市场基础设施建设得到进一步加强，适应了银行间债券市场快速发展的要求。

二是推动非法人机构投资者进入银行间债券市场。2009年3月和7月，中国人民银行先后发布第5号和第11号公告，允许基金管理公司以特定资产管理组合名义、证券公司以资产管理计划（包括集合资产管理计划、专项资产管理计划和定向资产管理计划）在银行间债券市场开立债券账户进行投资、交易，并从制度安排及交易管理等方面进行了规范。非法人机构投资者有序进入银行间债券市场，进一步丰富了银行间债券市场投资者类型，适应了差异化、多样化的市场需求，进一步提升市场的流动性。

三是加强金融债券发行交易管理和信息披露，扩大发债主体范围。先后发布《全国银行间债券市场金融债券发行管理操作规程》、关于汽车金融公司和金融租赁公司发债公告等规章制度，进一步规范与完善金融债券发行管理，稳步扩大发债主体的范围，提高金融债券发行审核的透明度，健全市场约束与风

险分担机制。同时，取消银行间债券市场流通债券发行规模不低于5亿元的限制，为中小企业发债融资创造了良好的政策条件。

四是统一场外金融衍生产品交易主协议。2009年3月，中国银行间市场交易商协会发布新的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》，提高了我国场外金融衍生产品交易的标准化程度，增进了交易效率，降低了法律风险。

五是银行间市场清算所股份有限公司成立。2009年11月28日，中国外汇交易中心、中央国债登记结算有限责任公司、中国印钞造币总公司、中国金币总公司4家单位在上海共同发起成立了银行间市场清算所股份有限公司（以下简称上海清算所），注册资本金3亿元人民币。上海清算所主要为金融市场提供直接和间接的本外币交易及其衍生产品交易清算服务，包括清算、结算、交割、保证金管理、抵押品管理、信息服务、咨询等业务。作为我国银行间债券市场重要的中介服务机构，上海清算所通过集中管理市场交易对手方的风险，向市场参与者提供清算便利，促使市场交易、清算、结算三个核心业务环节相互独立、分工合作，有利于提高清算效率和市场透明度，更好地防范系统性金融风险，维护金融体系稳定。