

债券市场互联互通新时代

——评人民银行、证监会7号公告

摘要

2020年7月19日,人民银行、证监会发布《人民银行 证监会公告〔2020〕第7号》(以下简称“《公告》”)。

由于历史原因,我国金融市场中形成了交易所和银行间两个相对割裂的债券市场,今日发布的《公告》则通过互联互通的方式,促进银行间和交易所市场在二级市场交易方面的统一获得了进步,同时破除了此前债市各类产生的部分弊端:一是方便投资者开展债券交易,二是促使银行间和交易所债券市场投资者结构趋同,三是促进债券市场各类主体良性竞争。

不过,《公告》并未明确互联互通的相关细节,相信在此后上交所、深交所、外汇交易中心、中证登、中债登、上清算等债券市场基础设施还会进一步出台相关细则,落地《公告》的相关要求。

《公告》拓展了部分银行可以在交易所债市开展的交易类型,由此前的“现券竞价”拓展到了“现券协议”,由此也为银行进入交易所市场开展债券大额交易提供了便利。

从2018年开始,人民银行、证监会、发改委等部门着力促进债券市场在执法机制、信用评级、信息披露、违约处置等多方面进行统一。《公告》出台之后我国交易所与银行间债券市场二级交易方面的统一取得了重大进步,但债券市场的进一步统一仍然存在许多等待推进的方面,这包括上位法的差异、各类中介主体准入门槛的差异以及部分关键制度的差异等。

关键词: 债券市场, 互联互通

宏观研究-金融监管研究

陈昊

兴业研究金融监管分析师

电话: 021-22852646

邮箱: hao.chen@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行首席经济学家

华福证券首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP

获取更多研究成果

事件:

2020年7月19日,人民银行、证监会发布《人民银行 证监会公告〔2020〕第7号》(以下简称“《公告》”)。

点评:

由于历史原因,我国银行间与交易所债券市场无论是债券品种、债券发行准入标准、主要交易机构、监管部门甚至债券计息方法等都存在着差异,银行间与交易所债券市场之间也存在着相应的割裂。2018年以来,监管部门在执法机制、交易机构、债券发行准入条件等多方面进一步趋同。2018年12月人民银行、证监会、发改委联合发布《关于进一步加强债券市场执法工作有关问题的意见》开启了债券市场统一执法的机制。2019年8月,证监会发布《关于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》开启了银行参与交易所现券竞价交易的序幕。与此同时,在处置违约债券方面,人民银行和证监会、发改委以及最高法等也出台了多项统一举措。不过2020年3月11日人民银行和证监会联合发布的《有关负责同志就债券市场支持实体经济发展有关问题答记者问》显示,银行间和交易所债券市场仍从属不同的上位法和监管部门。

今日发布的《公告》则进一步通过互联互通的方式,促进银行间和交易所市场在二级市场交易方面的统一获得了进步。《公告》主要有两个亮点:一是允许银行间和交易所债市合格投资者跨市场买卖债券;二是允许部分银行参与交易所债券现券协议交易。未来,银行间和交易所债市之间还存在着上位法、主管机构、发行准入标准等一系列差异,有待进一步整合统一。

一、二级市场互联互通新举措,破解债市割裂老问题

由于历史原因,我国金融市场中形成了交易所和银行间两个相对割裂的债券市场,《公告》中所指出的二级市场互联互通新举措将有助于破解此前债市割裂造成的多个问题。

从债券品种的角度来看,国债、地方债、政金债等可以在银行间和交易所两个市场进行交易,但是绝大多数公司信用类债券(除发改委主管的企业债券外)都难以跨市场开展交易。以超短融、短融、中票、非公开定向融资工具为主体的,由人民银行下属交易商协会主观的非金融企业债务融资工具只能在银行间债券市场进行交易,而由证监会及下属交易所负责管理的公司债券则只能在交易所市场进行交易。除此之外,由金融机构发行的各类金融债券和同业存

单也在银行间债券市场进行交易。若相关机构或资管产品等主题希望同时购买非金融企业债务融资工具和公司债券，则需要分别进入两个市场，考虑为这些债券提供托管服务的金融市场基础设施包括了中证登、中债登以及上清所，投资者由此也需要在多个金融市场基础设施中进行开户等各类操作，由此造成了不变。

从市场交易主体的角度来看，银行由于历史原因此前难以进入交易所债券市场，因此主要在银行间市场中进行交易，交易所市场则主要由非银金融机构和资管产品账户开展各类交易，由此形成了两个市场债券产品流动性的差异。这一现象也使得人民银行在实施货币政策时还需要考虑债券市场的割裂与分层，对货币政策的传导效率造成了影响。

从监管的角度来看，此前两个债券市场的割裂也导致了债券发行标准的不一致，甚至在一定时期产生了“监管竞赛”。银行间债券市场非金融企业债务融资工具、金融债券的发行、交易、登记、托管、结算等主要依据为《人民银行法》及在此之上制定的各类规则，由人民银行下属交易商协会负责；交易所债券市场的公司债券和企业债券上位法则为《证券法》，公司债券的主管部门为证监会及下属上交所、深交所；企业债券的主管部门则为发改委。主管部门的不一致使得以上几种债券的发行标准也不完全相同，从而产生了相应“监管套利”的潜在空间。值得注意的是，由于监管标准的不一致，相关信用评级的规范和标准也不尽相同，可以开展信用评级的中介机构也不完全一致，甚至在此前出现了同时在银行间和交易所债市执业的一家评级机构对同一主体在银行间和交易所评级不一致的情况。

《公告》允许交易所和银行间债市互联互通，合格投资者自由买卖交易两个市场流通债券的举措将有助于破解此前存在的部分问题：

一是方便投资者开展债券交易，避免投资者在多个市场基础设施进行开户、交易等。

二是促使银行间和交易所债券市场投资者结构趋同，消弭此前出现的投资者结构和流动性差异，疏通货币政策传导机制。

三是促进债券市场主体良性竞争，防范此前的“监管竞赛”等行为，使得交易平台、承销商等各类主体回归良性竞争的轨道。

不过，《公告》并未明确互联互通的相关细节，相信在此后上交所、深交所、外汇交易中心、中证登、中债登、上清算等债券市场基础设施还会进一步出台相关细则落地《公告》的相关要求。

值得注意的是，很可能并非所有交易所债市的合格投资者以后都能进入银行间债券市场，这是因为除了非银金融机构、资管产品之外，交易所债市还存

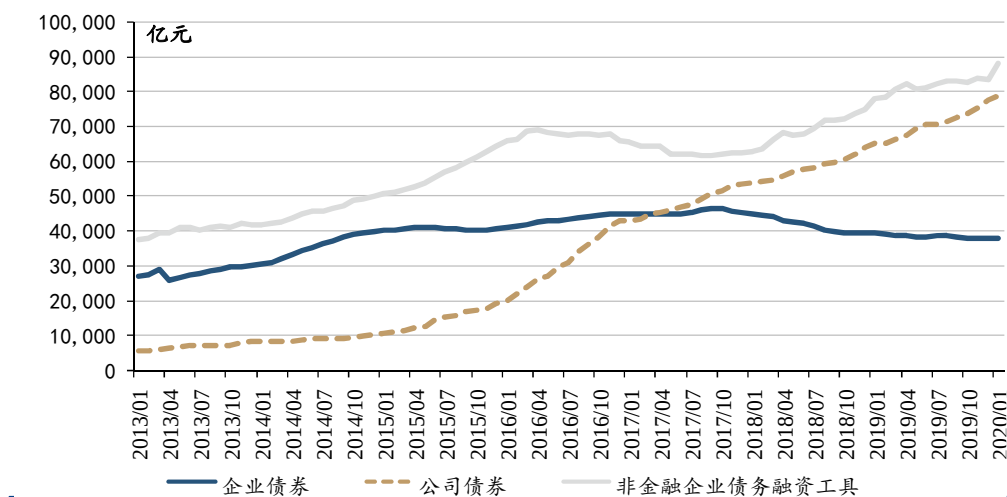
在着部分合格个人投资者。由于银行间债券市场的准入标准差异，这部分合格个人投资者未来恐将无法进入银行间债券市场。

图表 1 我国公司信用类债务融资工具主要品种

发行主体	类别	债券品种	监管部门	交易场所	托管机构	依据规范
实体企业	非金融企业债务融资工具	超短期融资券	人民银行	银行间市场	上清所	《非金融企业债务融资工具管理办法》等
		短期融资券	人民银行	银行间市场	上清所	
		中期票据	人民银行	银行间市场	上清所、中债登	
		非公开定向债务融资工具	人民银行	银行间市场	上清所	
	公司债券	公司债券	证监会	交易所市场	中证登	《公司债券发行与交易管理办法》等
	企业债券	企业债券	发改委	交易所市场、银行间市场	中债登、中证登	《企业债券管理条例》等
金融机构	金融债券	商业银行普通债	人民银行、银保监会	银行间市场	中债登	《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》等
		商业银行二级资本工具	人民银行、银保监会	银行间市场	中债登	
		商业银行永续债	人民银行、银保监会	银行间市场	中债登	
		非银金融债	人民银行、银保监会、证监会	银行间市场	上清所、中债登	
		券商短融	人民银行、证监会	银行间市场	上清所	《证券公司短期融资券管理办法》等
	同业存单	同业存单	人民银行	银行间市场	上清所	《同业存单管理办法》等

资料来源：人民银行、证监会、兴业研究

图表 2 企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具总额



资料来源：WIND、兴业研究

二、现券竞价到现券协议：“羊肠小道”变“宽敞通途”

《公告》拓展了部分银行可以在交易所债市开展的交易类型，由此前的“现券竞价”拓展到了“现券协议”。

由于历史原因，此前银行无法参与交易所债券市场的现券交易。2019年8月，证监会曾发布《关于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》（证监发〔2019〕81号，以下简称“《通知》”）。《通知》允许政策性银行和国家开发银行、国有大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、在华外资银行、境内上市的其他银行，在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下，在证券交易所参与债券现券的竞价交易。然而，不同与现券协议交易，现券竞价交易由交易系统自动撮合，其最大的特点在于交易量总体较小，因此更适合小型非银金融机构和资管产品账户开展小额的债券交易，不适合银行等大型金融机构开展大额的债券转让。若银行通过现券竞价交易大规模买卖债券，由于市场深度的不足，极易导致市场流动性枯竭，从而使得债券价格大规模波动，影响金融市场的稳定。因此2019年8月发布的《通知》仅仅只是试点性的为银行开辟了进入交易所现券交易的“羊肠小道”。

今日发布的《通知》则进一步明确了银行可以在交易所开展现券协议交易，指出：“银行间债券市场和交易所债券市场互联互通实现的同时，国家开发银行和政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、在华外资银行以及境内上市的其他银行，可以选择通过互联互通机制或者以直接开户的方式参与交易所债券市场现券协议交易。”由此，银行此后进入交易所现券交易的渠道变为了“宽敞通途”，减少了银行大额交易可能击穿交易所债市流动性的隐忧。

三、行百里者半九十，债市大一统尚存多方面前进空间

从2018年开始，人民银行、证监会、发改委等部门着力促进债券市场在执法机制、信用评级、信息披露、违约处置等多方面进行统一。《公告》出台之后我国交易所与银行间债券市场二级市场交易方面的统一取得了重大进步，但债券市场的进一步统一仍然存在许多等待推进的方面：

首先，上位法的差异问题。目前，公司债券、企业债券等债券的上位法已明确为2020年3月出台的新《证券法》。然而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》。上位法的不统一未来可能会对债券市场的进一步统一造成隐忧。

其次，各类中介服务机构的准入差异等。以债券主承销商为例，目前银行还不能进入交易所市场成为公司债券的主承销商，虽然《公告》在二级市场方面完成了互联互通，但债券发行等一级市场尚需完成中介机构准入差异的消除。

最后，部分关键制度仍存在差异。以债券违约处置中备受关注的受托管理人制度为例，交易所和银行间债市的受托管理人制度有着众多的差异，无论是可担任受托管理人的机构类别，还是受托管理人的职责所在，都有进一步统一的空间。

除此之外，《公告》中虽然表明：“人民银行、证监会将加强监管合作与协调，共同对通过互联互通开展的债券发行、登记、交易、托管、清算、结算等行为实施监督管理。”但未来人民银行和证监会如何开展协调，由谁主导开展互联互通后跨市场各类行为的监管仍有待进一步明确。

图表 3 债券市场统一进程相关文件

时间	发文机构	文件名	主要内容
2018 年 9 月	人民银行、证监会	《人民银行 证监会公告〔2018〕第 14 号》	推动银行间和交易所债券市场评级业务资质的统一，实现两个市场评级业务资质互认。
2018 年 12 月	人民银行、证监会、发改委	《关于进一步加强债券市场执法工作有关问题的意见》	建立债券市场统一执法机制，支持证监会对真个债券市场违法行为进行统一查处。
2019 年 8 月	证监会	《关于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》	允许部分商业银行在交易所市场开展现券竞价交易。
2019 年 12 月	人民银行、发改委、证监会	《公司信用类债券信息披露管理办法（征求意见稿）》	对银行间和交易所债券市场公司信用类债券的信息披露

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3763

