

■ 聚焦资本市场顶层设计系列之一

今年前5月公司债发行规模已超去年

债市创新风生水起 管理体制酝酿突破

□本报记者 申屠青南

审批速度大大缩短至两周之内，审批时间甚至快过银行间债券市场发行中期票据的审核速度；票面利率仅为4.69%，低于同期发行的中期票据。这是公司债券发行试点的首单——上海港务集团2011年公司债券（第一期）发行情况。建立独立的审核体系，优化审核流程，建立分类审核的理念、简化部门外征求意见流程……证监会正在开辟“绿色通道”，大力发展债券市场，以提高直接融资比重。

债市创新 直接融资提速

要在发展股票市场的同时，大力发展债券市场，显著提高直接融资比重。”中国证监会主席尚福林表示，这有利于改善我国企业的财务结构，缓解中小企业融资难的问题，增强我国企业发展的活力；有利于在货币政策从适度宽松转向稳健的背景下，保持社会资金供给总量的合理平衡；有利于改进宏观调控的方式和手段，增强宏观调控的弹性和有效性，对今后几年我国经济平稳较快发展具有重要的现实意义。

尚福林介绍，今年将着力发展债券市场。具体包括：深入推进债券发行监管改革，简化审核流程，完善公司债券发行上市和交易结算制度体系，促进债券产品创新，显著增加债券融资规模。积极支持上市商业银行到交易所债券市场开展交易。探索探索集中统一的债券市场管理体制，推进债券市场的互联互通、资源统筹和协调发展。

据悉，在海外资本市场中，公司债券同政府债券、股票一起列为三大基本证券，公司债券的地位十分重要。

在资本市场发达的美国，公司债券占三大证券每年融资总额的比重达60%以上；在欧洲市场中，公司债券所占比重更高达80%左右。这是因为与股票的高风险相比，绝大多数投资者更愿意选择风险较小的公司债券。同时从融资者的角度来看，股权融资是一种高成本的融资方式，通过银行贷款无论从数量上还是条件上都要受到众多限制，而发行中长期公司债券则可以在获得稳定资金来源的同时解决这些问题。

我国公司债2007年之前几乎是空白，证监会于2007年8月14日颁布实施《公司债券发行试点办法》，我国上市公司公司债券发行才拉开序幕。从各类债券占发行总额比重看，公司债占比一直较小。截至2010年底，企业债占3.88%，中期票据占5.32%，短期融资券占7.37%，公司债券占比为0.55%。

简化审核 “绿色通道” 开启

统计显示，截至今年5月底，交易所市场的公司债已经发行了30只，融资总额611亿元。相较于去年，这已经是不小的进步。2010年全年仅发行了25只公司债，共计融资603亿元。不到半年，公司债发行规模就超过去年全年，这归功于证监会的“绿色通道”制度。

2010年末，证监会组织召开了公司债发展研讨会，提出推进公司债券发行审核改革。今年，证监会便在上市公司发行公司债中试点实施“绿色通道”制度，对于符合发行人净资产规模100亿以上、资信评级AAA、或者公司债存续期限较短（6-5年）等条件之一的公司债券发行申请，证监会将给予快速审核处理。

据悉，摘得公司债“绿色审批通道”首单的上海港务集团，从递交材料到获得证监会发审委核准，前后仅有两周的时间。此前，公司债发行一直沿用2007年8月证监会颁布的《公司债券发行试点办法》，发行审核采取保荐人制度，发行审核程序复杂、周期较长。公司债从递交申请到获批，往往要等待半年左右时间。

“之前公司债的审批材料是和股票的IPO(首次公开发行)一起在发审委排队的。”一业内人士说：现在分开排队了，流程自然加快不少。”

完善机制 “短中长” 三步走

业内人士表示，目前，我国的公司债券市场仍处于发展的初级阶段，从发行环节到交易机制，再到投资者结构，都有进一步完善的空间。他建议，进一步明确发展目标，谋划发展路径，制定对策措施，分步实施。

短期目标为建立制度优势，借鉴银行间债券市场的机制优势，优先解决自身不适应市场发展和要求的各类问题，提高公司债券市场的竞争力。具体可以考虑在四方面着力实现突破：扩大发行规模，加快审批节奏，开展分级管理，采用向不超过一定数量的合格机构投资者(QIB)私募发行的方式，适时引入公司债券非公开发行；扩大投资者群体，鼓励债券和货币基金、固定收益类理财产品的发展，大力推动上市商业银行进入交易所债券市场；打通托管清算平台，逐步建立互联互通的债券市场体系，促进金融债等银行间市场的产品进入交易所市场，稳步把握双向挂牌的发展节奏；利用交易所债券市场的整体优势，鼓励产品创新。

中期目标为实现互通互联。通过实现短期目标，交易所市场会得到一定程度的发展，初步建立了自身的竞争优势，特别是在体制机制上具备了大发展的条件。中期任务就应该逐步走出去，大力推动两个市场的融合。具体包括：实现市场扩容，统一托管清算，统一审核监管。

长期目标为集中统一监管。首先，理顺监管体系，实现集中监管，彻底改变我国债券市场多头管理的状况。其次，逐步建立多层次的公司债券市场。成熟国家的债券市场大多由交易所市场和场外市场组成，前者是标准化公司债券的交易所，而后者可以为投资者提供个性化交易，两者相互补充。再次，提高直接融资比例，改善金融市场结构。大力发展公司债券市场，不仅是为了消除市场割裂，实现集中监管，更是为了改变我国企业严重依赖银行贷款、直接融资比例过低的局面。作为长期目标，必须将大力发展公司债券作为提高直接融资比例的突破口，改善中国金融市场的融资结构。

编者按

“十二五”期间，我国将加快多层次资本市场体系建设，显著提高直接融资比重，积极发展债券市场，稳步发展场外交易市场和期货市场。要达到这一目标，需要更加注重资本市场改革的顶层设计和总体规划，积极拓宽市场发展战略研究的思路。本报今起推出“聚焦资本市场顶层设计”系列报道，展望探讨资本市场未来创新发展。



CFP图片 制图/苏振

当前债券市场品种及所占比重				
类别	债券数量(只)	债券数量比重(%)	票面总额(亿元)	票面总额比重(%)
国债	163	5.73	61573.25	30.84
地方政府债	60	2.11	4000	2.00
企业债	768	26.99	15906.24	7.97
金融债	470	16.51	64582.46	32.34
央行票据	79	2.78	25070	12.56
短期融资券	527	18.52	8077.4	4.05
资产支持证券	9	0.32	130.7805	0.07
公司债	105	3.69	2066.4	1.03
中期票据	630	22.14	16290.62	8.16
可转债	15	0.53	1057.95	0.53
可分离转债债	20	0.70	926.15	0.46
合计	2846	100.00	199681.2505	100.00

数据来源:Wind资讯

绿色通道给力 公司债发行井喷

□本报记者 蔡宗琦

在监管部门审批绿色通道的支持下，低成本、高收益的公司债今年发行井喷。据统计，截至今年5月底，交易所市场的公司债已经发行30只，融资总额611亿元。未来公司债的发行量将继续呈现大幅增长格局。

开辟绿色通道

今年以来，金融债共发行68只，发行总额11429亿元，仍远远高于公司债。值得关注的是，进入5月公司债发行提速，5月1日至共发行14只债券，发行总额300亿元；同期企业债发行14只，发行规模仅有181.5亿元。

公司债发行提速与去年相比发生了剧烈变化：2010年全年仅发行了25只公司债，共计融资603亿元；同期企业债发行数量高达182只，发行总额3627亿元。

从各类债券占发行总额比重看，公司债占比一直较小。截至2010年底，企业债占3.88%，中期票据5.32%，短期融资券占7.37%，公司债券占比为0.55%。但截至6月15日的最新数据，今年以来公司债的占比达到1.3%。

市场人士认为，绿色通道是刺激公司债发行井喷的主要原因。此

前，公司债发行审核采取保荐人制度，发行审核程序复杂、周期较长。

为大力发展直接融资市场，证监会积极推动公司债市场发展。2010年末，证监会提出推进公司债发行审核改革，对于净资产规模100亿元以上或资信评级AAA的发行人，证监会将给予快速审批，发行上采取“绿色通道”制度。此外，证券交易所也将在公司债发行、上市各环节提供快捷渠道。

今年3月30日，交易所市场再次迎来标杆式公司债券的发行，当日在上海证券交易所发行的上海港务集团2011年公司债（第一期）成为公司债“绿色通道”的首单，最终发行利率确定为4.69%。

公司债发行猛增

2010年10月，有关部门宣布，上市银行获准重返交易所债券市场，参与债券交易。市场人士认为，商业银行进入交易所债券市场后，事实上已成为公司债交易的重要主体。

此外，公司债的价格也具有优势。根据规定，公司债发行价格由发行人与保荐人通过市场询价确定，这就明确了发展公司债的核心问题——价格市场化。公司债的发行利率相对于企业债、中期票据也开始凸显一定优势。2011年新发行的6只公司债发行利率低于中期票

据指导利率，其中上海港务集团2011年公司债较银行间债券市场3年期AAA级别中期票据指导利率低近20BP，国泰君安主承销的11南钢债发行利率较同期中票指导利率低40BP，为发行人节约了可观的融资成本。

根据Wind数据统计，今年1-4月，已有43家A股上市公司公告了公司债发行计划，并经董事会预案通过，其中15家已获股东大会通过，未来公司债的发行量将继续呈现大幅增长格局。

而公司债的快速发展意义重大，有利于提升我国直接融资比重，有利于促进场内场外债券市场的协调发展。

业界人士普遍认为，未来应继续鼓励交易所公司债市场的创新，不断提高交易所市场效率，积极推动公司债、企业债、中期票据的协调发展，不断优化我国信用债体系建设。今后国内债券市场的格局或将从目前的“九龙治水”演变为统一监管下的高效市场，银行允许进入交易所债券市场是打通银行间及交易所间债券市场的标志性事件，未来由统一监管思路、主要监管机构协调管理市场，将会使得债券市场更加高效、顺畅，债券市场的界限将会渐渐模糊。

机构投资者乐见债市扩容 建议丰富债券品种与期限结构

□本报记者 丁冰

作为加强资本市场的建设和发展的顶层设计，丰富市场体系、结构和层次的重要内容之一——大力发展债券市场，显著增加债券融资规模，对于市场上的投资者而言，是一个翘首以待的好消息。这意味着债券投资品种将极大丰富，机构在债券市场的投资能力和投资收益都将得到巨大提升。大力发展债券市场，提高债券市场融资比重，有利于满足企业融资需求，分担间接融资风险，有利于推进利率市场化进程，使货币政策传导机制更加通畅。

债券需求量激增

5万多亿的保险资金，其中50%多都需要配置在债券市场上获利，但目前我国债券市场的深度和流动性不足严重制约保险投资能力。”来自保险机构的投资人士坦言。此外，随着公募基金审批制度实现多通道化，固定收益类基金的数量也大大增加，对债券的需求量激增；而银行和券商的债券类理财产品也在向多元化的方面发展，对债券市场品种的丰富性也提出了更多要求。

但我国的债券市场目前仍是金融市场的一个“短板”，无论从参与主体、债券品种，还是从市场规模、流动性等方面，我国债券市场都还有极大的提升空间。

以保险机构为例，随着近年来保费收入和资产规模快速增长，如何优化险资运用成为保险业面临的关键问题。由于债券具有期限结构丰富、收益稳定的特性，正好与保险资金的特点相适应，作为险资运用的主渠道，债券市场的深化发展则备受瞩目。

但值得关注的是，政府类债券在我国保险机构债券投资中占比过半，而且我国企业类债券的信用评级绝大多数为AA及以上级别，

市场缺乏高收益品种，债券市场品种不丰富直接制约了投资收益率的提高。

对此，多位保险投资人士表示，一方面，要积极发展企业类债券，丰富债券品种，为保险资金提高投资收益率提供多样化的资产组合。不仅要发展信用风险低、流动性高的利率产品，也要根据市场发展状况适时拓宽信用风险高、收益率高的信用产品。另一方面，要不断丰富债券的期限品种，使债券期限结构更为均衡，以利于保险机构更好地实现资产与负债的期限匹配。

信用债是突破口

“十二五”规划纲要中提出，积极发展债券市场，完善发行管理体制，推进债券品种创新和多样化，稳步推进资产证券化，这意味着作为直接融资重要渠道之一的债券市场将在2011年面临新的发展机遇。

大力发展信用债券市场是实现债券市场大发展的重要突破口和切入点。数据显示，我国2010年累计发行债券1167次，同比增长24.81%。其中，信用类债券发行量继续保持高位，达到847只，占发行总数的72.58%，信用类债券的融资规模已超过1.53万亿元。

信用债券市场集中了大量融资企业，能够有效配置资金资源，有利于扩展企业融资渠道，改善金融服务，同时更有利于缓解金融风险过度向间接融资过度积聚的问题。

此外，机构投资者也十分偏好信用债，扩展信用债市场有利于为广大投资者提供更多投资机会和投资收益。有基金经理表示，2009年和2010年超配信用债使债券类基金取得了良好业绩。在2011年高利率的市场环境下，信用债仍将具有相对较高的潜在收益性和流动性。市场需求也将进一步促进信用债券市场的发展。

■ 记者观察

开闸筑渠并行不悖

□本报记者 朱宇

中国证监会主席尚福林近期表示，今年要大力发展债券市场，简化发展审批程序，提高审批效率，显著增加债券融资规模。尽管“十一五”期间我国债券市场获得了蓬勃发

展，但是仍存在总体规模偏小、结构不尽合理等缺陷。推动债券市场，尤其是交易所债券市场，不仅需要从源头上着手，完善监管体制、改革发行制度，还需要在基础设施建设上下足工夫，建立健全信用责任机制和交易结算体制。

从1981年7月我国重新开始发行国债至今，经过近三十年的发展，我国债券市场已初具规模。截至2011年6月15日，我国债券市场规模已达20万亿元，位居世界第五位，亚洲第二位。与此同时，债券市场中企业信用类市场发展非常迅猛。据统计，我国公司信用债券市场排名已跃居世界第4位。尽管如此，作为金融市场重要组成部分之一的债券市场，在中国的发展还远远不够，与中国在全球经济中的地位极不相称。根据国际清算银行统计，2010年全球的债市规模是92万亿美元，其中美国就占了32万亿美元，我国20万亿元人民币的规模，只占全球的3%左右。

除了规模偏小之外，我国债券市场有两大突出的问题，一是债券结构不合理，二是多头监管，市场分割。结构不合理体现在以国家信用为基础的国债、金融债规模庞大，而以社会信用为基础的债券市场十分薄弱、发展滞后。从监管层面看，多龙治水；从市场来看，银行间市场和交易所市场规模差距悬殊，联通不畅。从发挥资源配置效率，增加直接融资比重，化解银行融资压力，乃

至支持经济转型、产业升级等多重角度来讲，债券市场发展都有非常大的空间，尤其应以发展基于社会信用的债券市场为重中之重。而从发展债券市场顶层设计的角度来看，必须打破长期以来制约社会信用发展的两大瓶颈：一是发行制度，二是市场基础设施建设。

一直以来，我国债券市场监管理念是对风险的“零容忍”，这就造成了发行主管部门层层审批，发行主体严格受限。由于审批程序繁杂，等到企业成功融资，投资机会也许早已错失，因此企业不得不寻求更便捷的信贷融资渠道。

因此，从源头上转变监管理念，改革发行制度势在必行。仅靠政府的力量很难做到全面、有效的监管，成熟市场通常都是建立多层次的市场监管体系。在未来的监管结构中，简化发行程序，依靠“政府—自律组织—市场”的三元稳定结构实行监管，应是债券市场发展的大趋势。在“开闸放水”的同时，还需要有牢靠畅通的“渠道”作为保障。当前债券市场的分割局面，除了历史原因之外，基础设施的不健全也是原因之一。要实现银行间市场和交易所市场之间的互通互联，必须要建立统一的债券交易结算体制，既节约交易成本，也有利于统一的风险管理。此外，相关的法律法规体系建设，信息披露的完善，以及评级机制的建立健全都应该及时跟上。与股票市场相比，社会信用债券市场对于法律环境的要求更高，如果债权人的权利不能得到有效保护，投资者的热情将大打折扣。因此，完善的法律环境对于公司债券的健康快速发展将起到无可替代的作用。