

【编者按】一场监管风暴，不但让债市行情大幅波动，更让灰幕之后的种种乱象呈现于阳光之下。揭开“伤疤”需要勇气，刮骨疗伤更要决心，忍住一时之痛。我们依然看到，大力发展战略性新兴产业、扩大直接融资的思路不会中断，债券市场在我国经济发展中的战略地位不可动摇。正如今日的“债市整肃风暴”系列最后一篇所言，我们所要做的，是进一步完善监管、推进制度建设和金融创新。伤愈之后的债市，前景广阔。

助力中国经济升级版 债市去“疾”天地宽

□本报记者 王辉 上海报道

近年来，我国债券市场发展迅速，市场规模不断扩大。在市场产品种类日益丰富、投资者结构明显优化的同时，制度建设也在稳步推进，市场化程度不断提高。债券市场已经成为推动我国多层次资本市场建设、金融脱媒化和大力发展直接融资的一股重要力量。与此同时，在当前地方融资平台金融风险日益凸显、中国经济进一步谋求产业升级与结构调整的时代背景下，债券市场在我国金融体系乃至整个国民经济中的战略地位变得愈发突出。

虽然近期的债券市场整肃风暴一举揭开了多年来市场上存在的寻租与交易黑幕，但从债券市场持续稳健发展的角度来看，不能因噎废食、止步不前。从促进市场长期健康成长的角度来看，各方需共同推进监管制度与风险防范制度的完善，同时，推进金融工具创新以降低债券市场系统性风险、拓宽各类市场主体投资空间。

战略地位不动摇

三大国际评级机构中的惠誉、穆迪分别在4月上旬、中旬宣布调降中国长期本币信用评级和债务前景评级后，标普本周也针对中国部分地方政府融资平台可能出现违约、中国可能为此前的大规模经济刺激政策承担成本等潜在系统性风险提出警告。此外，一向对中国经济持长期乐观态度的国际货币基金组织（IMF）也在4月公开发表类似观点，这不得不发人深思。

4月17日，IMF在其最新一期《财政监测报告》中指出，2008年以来，中国地方政府融资平台加速发展、地方基础设施项目巨量融资，可能已成为中国财政风险的潜在源头。

分析人士表示，伴随中国房地产市场爆发性繁荣以及地方政府“卖地时代”的逐渐远去，2008年以来，各级地方政府为刺激经济而大规模举债，未来可能面临极大的本息偿付压力。与此同时，当前宏观经济呈弱复苏态势，地方政府常规性财政收入难以再现过去几年来的高速增长。在此背景下，在控制商业银行体系平台贷款规模的

基础上，持续通过债券市场进行大规模直接融资将是理性的选择，债券市场尤其是信用债市场未来担当的角色和肩负的任务将变得更为重要。

另一方面，从打造中国经济的“升级版”、经济结构调整的角度来看，未来债券市场大有可为。就支持实体经济发展的角度而言，债券市场也必须“大展拳脚”。

长期以来，我国大量创新型中小企业在传统的以商业银行为中心的金融体系中，很难取得满足自身发展所需的资金，以间接融资为主的社会融资结构大大约束了各类企业的转型升级。在直接融资渠道方面，一方面，能够通过IPO上市融资的中小企业只是少数；另一方面，通过债券市场融资的渠道并不通畅。因此，未来债券市场大力推进面向创新型中小企业、民营企业的债务融资势在必行。事实上，中国人民银行、证监会等部门近两年创新推出的中小企业集合债、私募债等正是满足中小创新型企业融资需求的有益尝试。

推进制度建设

近年来，随着金融脱媒、利率市场化以及社会融资结构调整的不断演进，社会融资结构大变、直接融资大发展等金融生态变革在债券市场上得到充分的展现。当前我国所有债券的托管总量已突破25万亿元，信用债存量已突破6万亿元，保持世界第三大债券市场的地位。在市场高速扩容的同时，相关监管体系与市场自身制度的建设仍相对滞后。事实上，此次债市整肃风暴就显示市场常态化监管的缺位与监管力度的不足。

另一方面，伴随着去年以来信用债发行的爆发性增长，有关信用债发行主体兑付违约等风险防范的制度建设也显露不足。

在市场监管方面，此次债市整肃风暴在一举曝光丙类户债券代持利益链条的同时，也揭开了长期是新债发行潜规则的一级半市场灰色寻租行为。除此之外，当前尚未暴露的诸如主承销商利用定价权侵占发行方、认购方利益的违法行为，也需要监管制度予以监控和围堵。总体来说，在本轮的专项严打之后，建立一套跨市场、跨部门的统一、高

效、常态化监管体系已迫在眉睫。在市场层面的制度建设方面，随着近两年债券市场的大扩容，当前各类信用债发行门槛较以往已大大降低。例如，城投债发行主体已全面扩大至一般地级市乃至区县级城投企业。与此同时，随着宏观经济增速的放缓以及少数产能过剩行业经营困境的出现，当前信用债市场整体兑付风险已经升高。

尽管中国信用产品历经十多年发展仍保持“零违约”的纪录，但频频出现的政府兜底个案显然并非常态化的市场行为。事实上，在成熟债券市场，违约是正常的市场现象。例如，美国债券市场2007年至2011年间曾发生约400起违约。因此，考虑到信用债市场的继续大规模扩容，从信用债违约风险防范角度看，未来相关市场制度必须从信用债发行弹性定价、兑付担保等方面进行更为充分的风险补偿。除此之外，现有的信息披露、信用评级、发行人监管等制度也需进一步完善。

创新金融工具

本轮债市整肃在挖出一批违法、违规市场行为的同时，也揭示了相关的行为动机，即部分市场参与者通过一些杠杆放大手段和权力寻租手段，为机构或个人牟取非法利益。对

比西方发达债券市场，我们可以发现，各类投资机构对于诸如“代持养券”等以放大杠杆为目标的交易行为普遍兴趣寥寥。其中的主要原因并非在于风险偏好型的投资主体不愿参与这种杠杆交易，而是市场本身就提供了许多合法的高杠杆机会。例如，欧美一些国家的债券市场提供杠杆率达数倍、数十倍的保证金交易工具以及品种丰富的债券融资工具，如果投资者愿意承担相应风险去追求债券投资的更高收益，完全可以通过相关杠杆工具合法地参与，而不用选择债券代持的方式去提高资金使用效率。

与此同时，在一级市场新债发行和二级市场的交易中，一些成熟债券市场也提供了广泛、成熟的利率互换、利率掉期等金融工

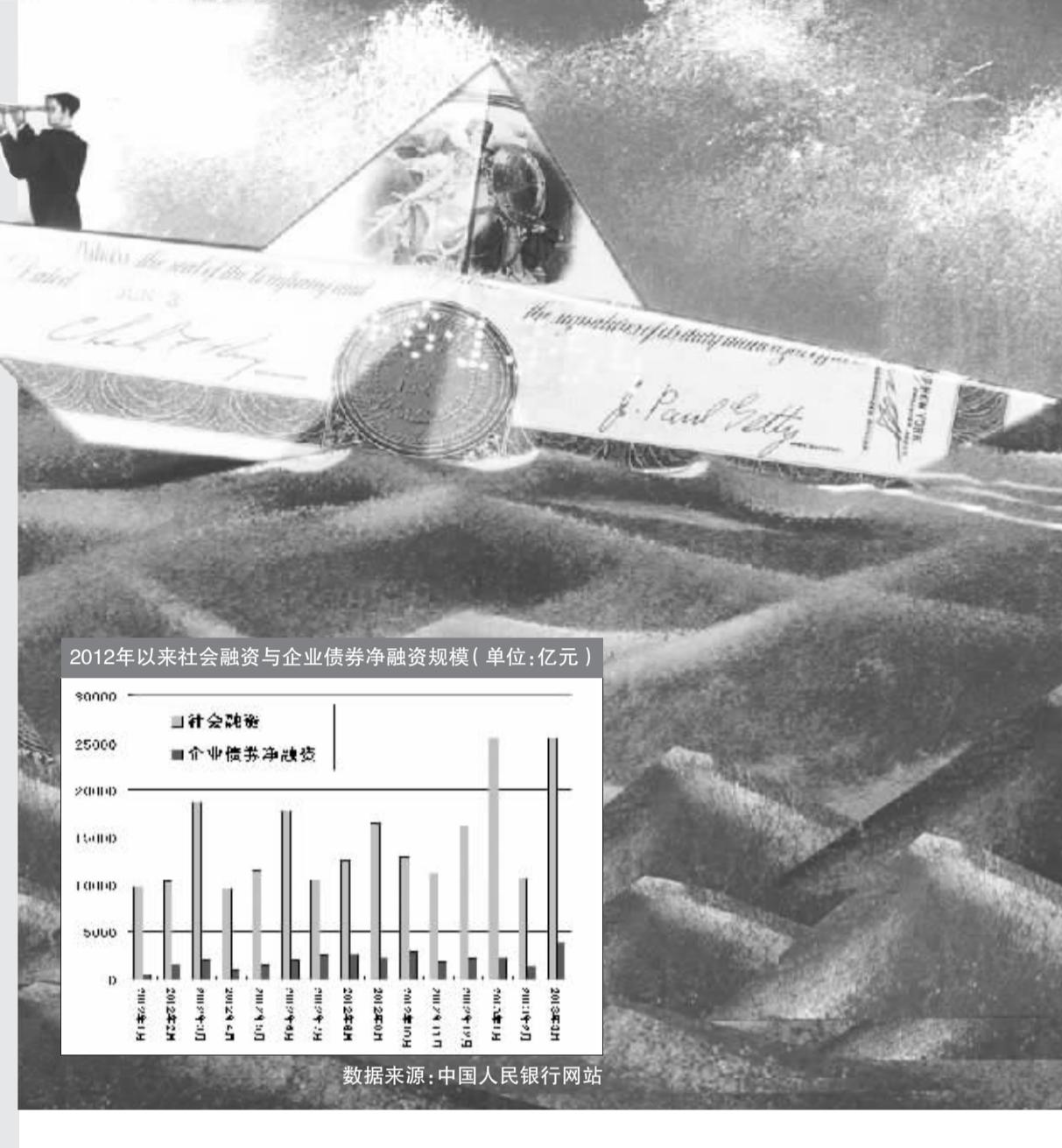
具，从而有效避免主承销商利用发行定价权进行寻租的暗箱操作，所谓一级半市场的定向利益输送也自然缺乏生存的土壤。

代持等以提高资金使用效率、放大资金杠杆为目的交易方式，不可避免地放大了整个市场的系统性风险，一旦债券市场整体收益率出现单边上涨或单边下跌，会极大地加剧市场资金面和债券流动性的风险。与之相对应的是，国债期货等债券期货工具又为诸多此类风险的防范提供了一个高效的金融工具。成熟债券市场大量的运行经验表明，诸如国债期货等合法合规、透明度高的债券期货工具，不仅有助于债券现货市场投资者管理风险、削弱代持等灰色交易的利益动机，也有利于降低市场整体系统性风险。

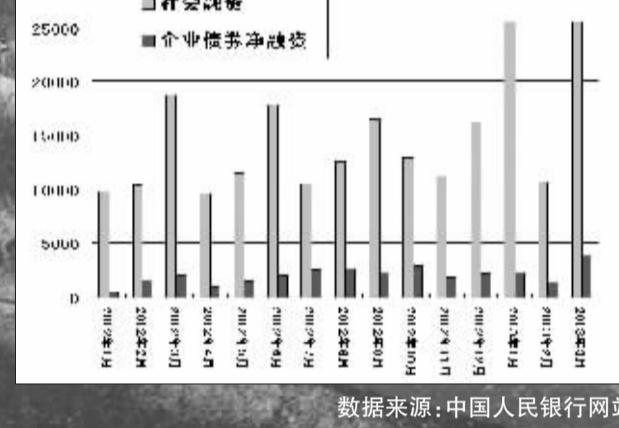
因此，从这个角度来看，需要未来不断向各

类市场参与主体提供更多合规、可控、高透

明度的创新金融工具，促进市场长期稳健发



2012年以来社会融资与企业债券净融资规模(单位:亿元)



数据来源:中国人民银行网站

以债市发展解地方债务之困

□本报记者 陈莹莹

银监会近日发布的2012年年报指出，银监会按“总量控制、分类管理、区别对待、逐步化解”的政策要求，以缓释风险为目标，以降旧控新为重点，推进融资平台贷款清理工作。融资平台贷款总体风险得到控制，结构得到优化。银监会主席尚福林此前在接受中国证券报记者专访时表示，截至2012年底，地方融资平台贷款总额为9.3万亿元，近两年仅增长2%。

专家和业内人士指出，地方政府贷款的风险管理重点仍在于存量管理。化解地方债务风险必须大力发展债券市场，积极推动融资平台资产证券化。

风控重在存量管理

数据显示，截至2012年底，地方融资平台贷款总额占全部银行机构贷款的13.82%。交通银行首席经济学家连平表示，从目前来看，我国的地方融资平台贷款风险可控，且数据显示各商业银行的平台贷款余额在逐步下降。

分析人士称，地方融资平台贷款的风险管理重点仍在于存量管理。目前各家商业银行正在调整平台贷款的担保方式。例如，原来可由地方政府开具担保函的项目改为要求具有足够财务实力的担保主体进行担保。对于资本金不足、资产负债率较高的融资平台项目，银行逐一进行清理直至完全退出。

针对防范地方融资平台贷款风险，银监会采取的措施主要包括：督促银行业金融机构加强融资平台贷款和非贷款融资的全口径风险监测，防止风险转移和隐匿；要求商业银行融资平台贷款余额

总量不增加；严格实施融资平台贷款转为一般公司贷款的退出管理，按季对融资平台退出程序、贷款到期违约的情况、新增贷款合理情况、问题贷款整改情况等进行跟踪审核；督促总行加强对融资平台贷款的集中审批和管理，加强支付监督，防止贷款挪用。

在地方融资平台贷款中，共有3.49万亿元贷款将在未来3年内到期，占全部平台贷款余额的37.5%。平台贷款风险监管依然面临较为严峻的挑战。”尚福林曾表示，今年地方政府在换届完成后有可能产生新的投资冲动和较大规模投融资需求，从而使平台贷款总量控制面临较大压力。

银行业业内人士表示，从表面上看，地方融资平台贷款近两年仅增长2%，但在严控新增贷款政策背景下，一些地方债务通过城投债、基建信托等方式转移至银行表外，转出的金额可能远超9.3万亿元。

寄望资产证券化

某股份制银行信贷管理部人士对中国证券报记者表示，最近几年，除银行贷款外，信托、债市是地方融资平台寻找资金的两大目标。

地方城投深受地方融资平台青睐，但其风险也不可小觑。分析人士表示，近年来城投债发行量增长迅速，它们大部分被银行业金融机构持有，尤其是部分城投债由于市场认可度不高，导致承销银行被动持券。这使得平台债权风险仍大量留在银行体系内，并未得到有效分散，银行的实际风险敞口上升。中央国债登记结算公司统计显示，去年银行间市场城投类债券累计达6367.9亿元，同比增长148%；城投债发行量占银行间市场当年发行总量

的比例达11%，同比上升7个百分点。

对于如何化解地方融资平台贷款风险，专家普遍认为应积极推动融资平台资产证券化。资产证券化具有融资成本低、表外融资、增强资产流动性、提升资产负债管理和应用范围广泛等融资方面的优势。

普华永道合伙人张国俊称，经过一轮对现有地方融资平台的清理后，保留下来的融资平台很大一部分是市政建设、交通设施等基础设施类企业，拥有稳定的现金流和大规模的固定资产，符合资产证券化条件。可以通过融资平台资产证券化的手段，让资产流动起来，拓宽城市基础设施建设资金的融资渠道，化解地方政府性债务流动性风险。

2012年5月，中国人民银行、银监会、财政部发布《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，重启信贷资产证券化，经清理合规的地方政府融资平台公司贷款也纳入可开展信贷资产证券化的基础资产之列。

此外，关于地方融资的综合性监管框架逐步成型。财政部部长楼继伟此前公开表示，财政部正在部署关于政府债务规模的调查，先制止地方政府债务扩张的趋势，再通过研究制定一些制度，开一条正道，堵住那些歪门。

去年末至今，银监会在短时间内连发“三文”，即463号文、8号文、10号文，已组成了关于地方融资的综合性监管框架。业界普遍认为，新的监管框架将从平台贷、银行理财、信托融资以及债券资本市场融资各方面构建综合的监管体系，后期地方融资平台将通过贷款、表外融资、债券市场来均衡分流融资压力，释放存量贷款风险。

证监会:QFII等机构并未大规模卖A股

(上接A01版)对QFII2、QDII2问题，他说，前期已对相关方案进行研究。对台湾地区提出首批1000亿元额度用于台湾金融机构RQFII试点有关情况，这位人士说，证监会对相关框架及实施方式进行过研究，目前正在与外汇局等相关部门协商。

严禁利益输送和违规代持

对市场关注的代持养券问题，这位发

言人表示，代持中存在利益输送等违法行，将依法追究刑事责任。证监会对基金公司、证券公司个别从业人员在债券交易中可能存在的代持养券行为一直是严格禁止的，并作为日常合规性和信息披露监管的重要内容。

他强调，督促证券经营机构在业务开展中加强从业人员管理，加强交易对手方管理，加强合规管理及风险控制，严禁利益输送和违规代持，是证监会一

直鲜明的态度。目前证监会加大现场检查力度，下一步将进一步配合支持有关部门，完善监管制度规范，不断提高市场透明度，共同促进债券市场健康发展。这位发言人透露，将于5月8日在北京组织召开2013年证券公司创新发展研讨会。

南方食品等发放实物不属分红

近日，南方食品等几家上市公司发布

公告，宣布将向股东发放一定数量实物产品，有观点认为这是上市公司实物分红。对此，这位发言人表示，南方食品等几家公司发放实物产品，确有其事。但他认为，发放实物对象不包括全体股东，也不是按严格持股比例来决定发放数量，相关费用也不来源于公司税后利润，这都不符合分红一般特征。赠送实物产品是回馈股东的一种方式，法律本身没有限制，但是上市公司更应为投资者创造价值，让投

资者获得实实在在的经济利润。

这位发言人表示，关于完善上市公司现金分红制度，证监会将进一步研究完善、督促落实，加大上市公司现金分红政策引导力度。对南方食品赠予实物问题，证监会已责成派出机构指导上市公司进一步向市场做好相关解释工作，要求其严格执行会计记账、税务处理等相关规定，按照证监会现金分红政策，履行上市公司责任。