

# 发展债市“5+3模式” 助力新型城镇化

□中国科学院大学管理学院课题组

考虑到中国的国土面积庞大、涉及区域众多,可在全国范围内按照不同区域,设立5家专业化债券型基金管理公司,以满足不同区域城镇化建设的融资需求。再通过3家专业化的承销机构,把这5家专业化债券基金管理公司发行的债券进行包销,一部分利用自有资金进行部分债券投资,更多是去寻找其他亟需合适投资产品的境内外合格投资者,如保险资金、社保基金、养老金、住房公积金、企业年金、国外投资者等机构投资者,同时要吸纳合格的个人投资者,以保障市场上的资金供给。

## 加强债券市场建设 助力新型城镇化建设

### (一)债券市场可以有效满足新型城镇化 投资需求

首先,相比信贷市场和股票市场,债券市场容量、融资空间大,可为新型城镇化建设提供充足的金融支撑。

中国债券市场发展迅速,与成熟金融市场相比仍有很大发展空间。中国债券存量占GDP的比重仅为52%,英德等国这一比例均超过70%,美国高达170%。2001-2011年,我国债券融资增量与GDP的比例平均只有7.5%,而美国债券市场融资额与GDP的比值一般在15%-20%之间。随着我国经济和债券市场的发展,债券市场的融资功能将得到更大发挥,到2020年,如果债券融资额与GDP的比值能提高到15%,则会达到16.8-19.6万亿元,是2011年的6.5-7.5倍,年增速约为20%-22%。中国债券市场仍有巨大的发展潜力和空间。

其次,债券发行期限长,融资结构期限与新型城镇化建设内容匹配。债券发行期限一般在10年至30年,而新型城镇化建设中基础设施建设的现金流特点是:先期投入很大,之后在未来很长一段时间内每年产生稳定的现金流。而这些稳定的现金流恰好可以成为债券的票息。

最后,债券市场可以为新型城镇化建设提供低成本资金来源。债券融资属于直接融资,其融资成本大都低于银行的融资成本。相对来讲地方政府发行主体质量高,新型城镇化建设项目现金流稳定,未来经济效益社会效益明显,同时地方政府可以通过建立偿债基金,增加财政透明度的方式,提高信用评级,在债券市场直接融资的方式以较低利率发债融资。

### (二)债券市场可以化解新型城镇化建设 中的金融风险

首先,债券拥有自然的监督机制,保护投资者利益。完善的债券市场的定价作用,可以通过高利率以及发行门槛的上升来惩罚有违约记录的借款人,从而对于借款人行为进行正向激励。事实上,我国的城投债市场已经体现出了这种对于借款人的激励机制。虽然城投公司股权融资一样,城投债融资中存在地方政府为募集资金向城投公司迅速注入大量资金,以及无形资产估值过高等问题,但是在债券市场硬性要求定期偿还利息或本金的偿债压力下,这些问题能够获较早发现并且获得较为有效的解决。

其次,“逆周期性”的优势可为新城镇化建设提供稳定资金来源。当宏观经济走弱的时候利率下降,投资者风险偏好下降,更加倾向于持有风险较低的固定收益产品,从而导致发行相对容易。以美国为例,在经济危机影响最为明显的2009年,各种风险较高的证券发行量都在下跌,只有信用较高的债券,即国库券和市政债券的发行量呈现出上涨的势头,分别增长了1443亿美元和155.3亿美元。这说明良好的债券市场能够在经济下滑的时候为中国市政建设提供宝贵的融资机会。

再次,债券市场更加适用于稳定的现金流融资。城镇化发展带动基础设施建设的现金流特点是:先期投入很大,之后在未来很长一段时间

每年产生稳定现金流,这些稳定现金流恰好可以成为债券的票息。债券市场定价不依赖于公司的成长潜力,这就避免了类似于股票市场通过概念炒作哄抬股价等现象的发生。债券市场属于直接融资,没有通过银行中介,能够在不扩大货币供给的前提下满足发行人的融资需求。

最后,债券市场的偿债机制可有效缓解资金期限错配使用。针对城镇化过程中的资金需求及债券市场的还本付息特征,我们对未来的城镇化建设的融资及偿还过程测算认为,在达到2020年前,支付压力较小,到2022年期开始偿还本金,随着经济总量实现翻番,GDP在2020年跨入100万亿元规模,财政实力也将倍增,经济发展水平大幅提高,偿债能力得到大幅增强,通过债券市场时间轴平移功能,能有效解决投资人产出的匹配问题。

### (三)有必要进一步完善我国债券市场建设

第一,监管体系不统一、不一致。一方面债券的发行、交易、结算等分别由不同的机构或部门负责,债券市场监管机构的分离造成各类债券在审批程序、发行程序、发行标准和规模、信息披露等各个环节宽严不一,从而影响了债券市场的制度建设。另一方面,行政性管制严重,特别是市场化的监管体制缺位大大限制了债券市场发展。

第二,投资者结构不合理。企业债券和公司债券市场投资者定位错误;机构投资者趋同,类型相对单一;不同投资者群体在债券市场的力量对比和地位并不均衡;投资理念、投资行为趋同,缺乏非投资型市场参与者;投资者素质总体水平不高;金融机构公司治理结构还不健全;投资者尤其是中小投资者的债券投资管理和运作水平不高。

第三,交易方式还不健全。公司债券交易方式错位,限制了市场发展;交易所债券回购交易方式选择错位;做市商的功能尚未有效发挥;对做市商的政策支持力度不够;尚未建立考核淘汰机制;经纪业务有待发展和规范。

第四,托管结算制度存在缺陷。交易所托管结算制度存在缺陷,以席位制为基础的二级托管制度、日终无担保的净额结算制度、标准券回购结算制度安排、银行间债券市场托管结算系统均尚待有效规范和完善;结算模式单一、缺少净额结算等模式。

第五,信用环境尚不完善。当前尚未建立具有约束力的信用评级制度;债券评级需求不足;缺乏具有较高公信力和独立性的评级机构;信用评级行业法律地位不明确,尚未建立有效的监管体系;对信息披露所涉及的中介机构的约束力不强。

鉴于新型城镇化建设资金需求特点,规模大、时间长、成本低,这在之前是从没有过,需要相应债券市场作为支撑,包括大规模发行承销机制、交易流通机制、监督管理机制重构与建设,虽然我国债券市场发展取得了很大成就,规模和深度都取得了很大突破,但其存在的诸多问题,制约了进一步发展,有必要加强债券市场建设,促进金融发展,满足新型城镇化建设资金需求,保障新型城镇化顺利实施。接下来将通过国际经验的借鉴,结合我国实际提出相应的解决方案。

### 我国债券类别和监管机构

债券类别	监管机构
政府债券	人民银行、财政部、证监会
中央银行债	人民银行
政策性银行债	人民银行
商业银行债券	普通债:银监会、人民银行 次级债:银监会、人民银行
特种金融债券	人民银行
非银行金融机构债券	人民银行
证券公司债	人民银行、证监会
证券公司短期融资券	人民银行、证监会
短期融资券	人民银行
资产支持证券	银监会、人民银行
企业债	国家发改委
公司债	证监会
国际机构债券	人民银行、财政部、国家发改委、证监会
可转换债券	人民银行、证监会

### “5+3模式”之基本架构设计



## 构建“5+3模式”的新型债券市场机构体系

考虑到中国的国土面积庞大、涉及区域众多,可在全国范围内按照不同区域,设立5家专业化债券型基金管理公司,以满足不同区域城镇化建设的融资需求。

一方面开展传统投资业务,公开募集资金,投资于市场上支持城镇化发展的各种债券;另一方面开展融资业务,与各地方政府对接,寻找并筛选合适的城镇化相关项目,帮助各地政府中缺乏资金支持的城镇化项目发行债券进行融资(尚需政策配套)。然后,再通过3家专业化的承销机构,把这5家专业化债券型基金管理公司发行的债券进行包销,一部分利用自有资金进行部分债券投资,更多是去寻找其他亟需合适投资产品的境内外合格投资者,如保险资金、社保基金、养老金、住房公积金、企业年金、国外投资者等机构投资者,同时要吸纳合格的个人投资者,以保障市场上的资金供给。

从资金运用来看,针对城镇化建设相关债券的投资能力不足、城镇化建设相关主体不能满足债券发行条件等问题,应建立专业化的债券型基金管理公司,帮助各地发行城镇化主题的收益债券、责任债券或其他金融产品,开拓筹资渠道。

从资金来源看,考虑到城镇化建设相关债券体量巨大,现有债券市场的投资者难以完全消化,应建立起专业化的债券承销机构,引入各方资金,包括保险资金、社保基金、养老金、住房公积金、企业年金等,以及国外机构投资者。

### (一)新型债券市场机构体系的基本架构设计

应专门为解决城镇化建设的资金筹集问题而设立债券型基金管理公司。结合目前我国债券市场的现状及未来发展趋势,债券型基金管理公司的业务可包含三种类型:一是发行城镇化建设主题的债券型基金产品,投资市场上现有的城镇化建设相关的债券产品;二是针对未来有稳定现金流的城镇化建设项目,提供资产证券化的融资服务;三是依靠自身的信用发行债券,募集资金用于投资城镇化建设,以帮助那些达不到发债要求但又亟需资金的城镇化建设主体或项目融资。

应专门为城镇化建设债券承销包销和分销设立债券承销机构。由于以上城镇化建设相关的债券及债券型基金体量巨大,应由专业化机构承销债券基金管理公司发行的债券,引入各类境内外合格投资者,如保险资金、社保基金、养老金、住房公积金、企业年金、国外投资者等机构投资者,同时也吸纳合格的个人投资者,以保障资金供给。

### (二)“5+3模式”之职能和运营模式

#### 1、“5”——五大专业化债券基金管理公司

股东构成:根据相关法规要求的成立条件,并为保障其职能的实现,可由商业银行、证券公司、信托、保险等机构投资者作为发起人,政府或国有企业、上市公司等作为股东,共同出资组建,用于投资市场上发行的各类以城镇化为主题的债券。

同时,为避免地区发展不平衡问题,可按照行政区域划分,如东部、南部、中部、西部、北部等,成立东部基金、南部基金、中部基金、西部基金、北部基金五大基金管理公司,帮助各地政府中缺乏资金支持的城镇化项目来发行债券融资。有需要的区域亦可设立省级分公司,作为这5家全国性债券基金管理公司的补充,从而为全国各地的城镇化发展提供更有效的融资途径和解决方案。

#### 2、“3”——三大专业化承销机构

“3”指的是三家专业化大型承销机构,按照行业划分,专业化运作。因各行业特征不同,导致相关债券的风险与收益、期限等各有差异。承销机构分行业设置,可以使各机构的专业性与针对性更强,对相关债券更了解,对行业建设的指导性更强。

三大承销机构主要职责:为这5家全国性债券基金管理公司所投资或发行的债券产品寻找国内外其他投资者,增强现有债券二级市场的流通性和活跃度。

此外,债券基金管理公司发展一段时间以后,可以设立子公司从事特定客户资产管理等业务,如资产证券化等。只要可以产生稳定的、可预测的现金流收入的项目,就可以通过资产证券化的形式,将基于基础设施或资产的现金流收入与原始权益人完全剥离,过户给特设信托机构,后者通过内部增信和外部增信等方式取得较高的信用评级,然后将债券发售给资本市场的投资者,并以基础设施的未来现金流作为投资者收益的保证。同时,可以进行分层设计优先级、次级,匹配不同的收益率和风险指数。通过资产证券化方式融资后的资金,继续投放到地方城镇化建设中去。

#### 3、“3”——三大专业化承销机构

“5+3模式”设计,最重要的是可以做大债券市场规模,有效提升债券一级市场发行和二级市场流通,有效提高债券市场运行效率,为城镇化建设提供重要的融资服务。

## 构建统一权威高效的新型监管体系

城镇化建设提供有力的资金保障。

对债券市场集中统一监管,有利于维护国家整个金融市场的健康、稳定、协调发展,保证债券监管工作的有效性、权威性和针对性,切实强化对市场的风险管理。

### (二)债券市场统一监管体系模式

#### 1.通过整合梳理,形成统一监管新局面

承担债券市场监督管理的机构,应依照法律法规和国务院授权,统一监督管理全国债券市场,维护债券市场秩序,保障其合法运行。债券监管机构的职责应包含以下两点:

一是根据法律和国务院行政法规制定债券市场规章及规范性文件,以规范债券市场稳健运行,具体包括:研究和拟订债券市场的方针政策、发展规划;起草债券市场的有关法律、法规,提出制定和修改的建议;制订有关债券市场监管的规章、规则和办法等。

二是在国务院的领导下对债券市场进行监督管理,主要监管内容分为以下四个方面:对债券发行的监管;对交易市场的监管;对上市的债券基金的监管;对债券型基金经营机构的监管。

#### 2.承担监管使命,为城镇化建设保驾护航

梳理和整合后的债券监管机构,可批准组建支持城镇化建设的债券型基金公司以及对

的债券承销机构,并对其经营进行指导与监管。同时,债券监管机构还应负责或指定相关单位负责债券市场的信息统计与披露,提出债券型基金公司的高管任命建议,指导城镇化建设的金融路径中与债券业务规划等。

统一债券监管体系的构建,将使我国债券市场形成统一准入条件、统一信息披露标准、统一资信评估要求、统一安排投资者适当性制度及投资者保护制度,减少交易市场的分割的统一互联局面,必将极大地促进我国债券市场的健康发展。而在此基础上所成立的债券型基金管理公司和债券承销机构,也将最大程度地解决我国城镇化建设过程中面临的各类资金问题,促进我国城镇化建设的顺利完成。(本文节选自中国科学院大学管理学院课题组《加强我国债券市场建设保障新型城镇化顺利实施》论文,此次系该文首次公开发表。)

中国科学院大学管理学院课题组成员

组长:李伏安(中国银行业监督管理委员会河南监管局局长) 魏先华(中国科学院大学管理学院教授)

成员:曹怀志 付勇 葛凌 梁巍伟 刘树果 马国辉 左洪涛 张越艳

### 2013年-2029年债券偿债匡算(单位:万亿元)

年份	本金	债息-第1个3万亿	债息-第2个3万亿	债息-第3个3万亿	债息-第4个3万亿	债息-第5个3万亿	债息-第6个3万亿	债息-第7个3万亿	债息-第8个3万亿	每年应偿还债息	每年偿还本金	每年偿还本金+债息
2013	3	0.12								0.12		0.12
2014	3	0.12	0.12							0.24		0.24
2015	3	0.12	0.12	0.12						0.36		0.36
2016	3	0.12	0.12	0.12	0.12					0.48		0.48
2017	3	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12				0.6		0.6
2018	3	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12			0.72		0.72
2019	3	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12		0.84		0.84
2020	3	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.96		0.96
2021		0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.96		0.96
2022		0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.96	3	3.96
2023			0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.84	3	3.84
2024				0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.72	3	3.72
2025					0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.4	3	3.4