

# 加强监管 债市制度篱笆亟待扎紧

□本报记者 王辉



CFP图片 制图/尹建

在央行等有关部门持续推动债券市场“做大做强”、向更多投资者开放的背景下，分析人士指出，加强监管有助债市持续健康发展。债市仍需在制度层面扎紧“篱笆”。

## 灰色地带仍存

据媒体报道，日前有券商的固定收益部门员工或前员工“失联”、被有关部门带走调查。截至目前上述机构未对此作出正面回应，但熟悉情况的业内人士确认了上述消息的真实性。

据了解，本次债市核查仍属于常规监管。有债券交易员向中国证券报记者表示，此次相关人员被带走调查，可能是在市场常规交易检查中发现新线索。

资料显示，从2013年3月开始到2014年年底，查处债市灰色交易的严打风暴，涉及多家银行、券商、基金、信托等机构。

在2013年债市严打风暴中，多名被调查的人士均涉及利用个人关联的丙类账户与本人所在机构投资账户进行利益输送，并由此获得巨额非法收益。另一方面，上周传闻“失联”的券商固收人士，几乎都曾在其所在券商从事过近年持续火热的城投债承销或分销业务。业内人士指出，过去几

年高收益债券在一级市场普遍都是“买到即赚到”，城投债的承销和分销，一级半市场中潜在利益巨大。

债券市场由于专业度较高、相对于股市关注度较低等原因，其灰色交易内幕往往并不为人所知。业内人士认为，对于一个总规模高达数十万亿元的金融市场，非法交易同样存在。

目前披露的司法材料显示，在2013年债市严打风暴中落网的中融信托固定收益部原总经理助理张守刚，利用其从事债券交易的职务便利，与本人实际控制的“丙类户”进行交易，在2009年4月至2010年12月不到两年时间里，共非法获利达2.07亿元。

债券市场人士介绍，目前个别债市从业人员绕过市场监管的灰色交易行为，主要包括“养券”、常规债券买卖中的利益输送、低利率资金拆借、一级半市场权力寻租、新债发行投标信息牟利等。虽然这其中不

乏有出于达到本人、本部门或本机构业绩考核目标而存在的交易，但违规违法、为个人牟利的灰色交易应存在。

具体而言，在二级市场上，部分机构为操控机构损益报表、表外放大杠杆等，往往寻找不能通过中央债券综合业务系统联网交易的“丙类户”，长期代持自己想投资的债券，并与“丙类户”约定好回购的期限和价格。这样“丙类户”就享有固定收益，所有超额收益或亏损都由养券的金融机构承担。这里面所谓“丙类户”与“甲类账户”、“乙类账户”所签的代持协议并不透明，从而产生了利益输送空间。此外，通过常规债券买卖输送利益、以偏离市场正常水平的利率进行资金拆借，也都是二级市场上常见的利益输送行为。

此外，在一级市场上，新债发行时发行人利用投标信息牟利、高收益债券的承销商利用分销职权进行权力寻租等违规违法行为也并不罕见。

## 制度尚待完善

目前债市相关交易规则、日常监管制度有待完善。一些业内人士指出，虽然监管部门强化监管动作未断，但灰色交易并未完全消失。

对于近期债券市场监管继续保持高压态势，业内人士指出，相关整治措施与当前有关部门持续推动债券市场“做大做强”、向更多投资者开放的背景有密切关联。一方面，在管理层持续大力推动直接融资、促进实体经济转型升级的背景下，已经发展成为全球前三大债券市场的中国债市，未来会承载更重要的融资功能；另一方面，随着人民币国际化及资本项目兑换进程的持续推进，我国债券市场将进一步

加快向国际投资者的开放。在此背景下，债市在发行机制、交易规则、日常监管、市场透明度等方面亟需进一步完善。

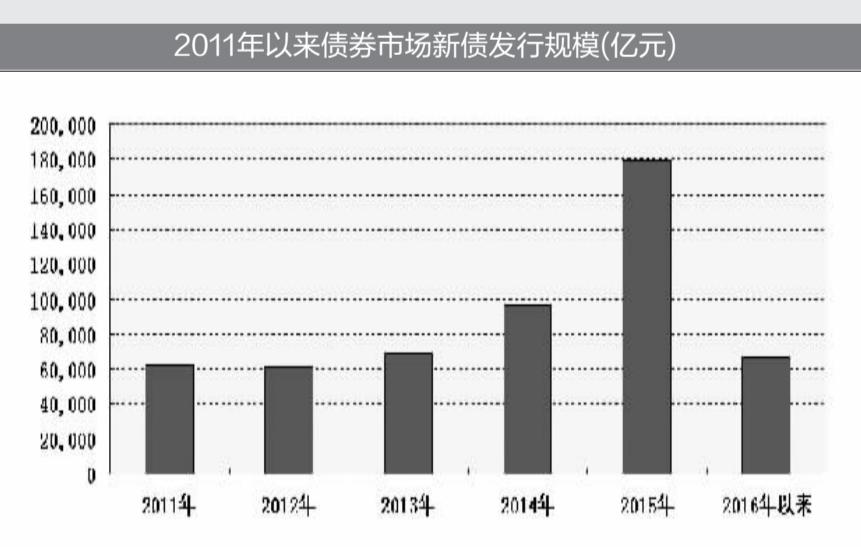
作为典型的大宗交易品种，全球债券交易以场外撮合交易模式为主。而作为新兴市场的代表，中国债券市场在交易方式上，无论银行间市场还是交易所市场，电子化交易水平均已处于国际先进水平。此前，虽然相关交易服务平台、交易规程的建立以及做市商业务的推出都进一步增强了各类债券交易的真实性和规范性，但日常监管制度仍有完善空间。

与沪深证券交易所通过计算机集中撮合股票

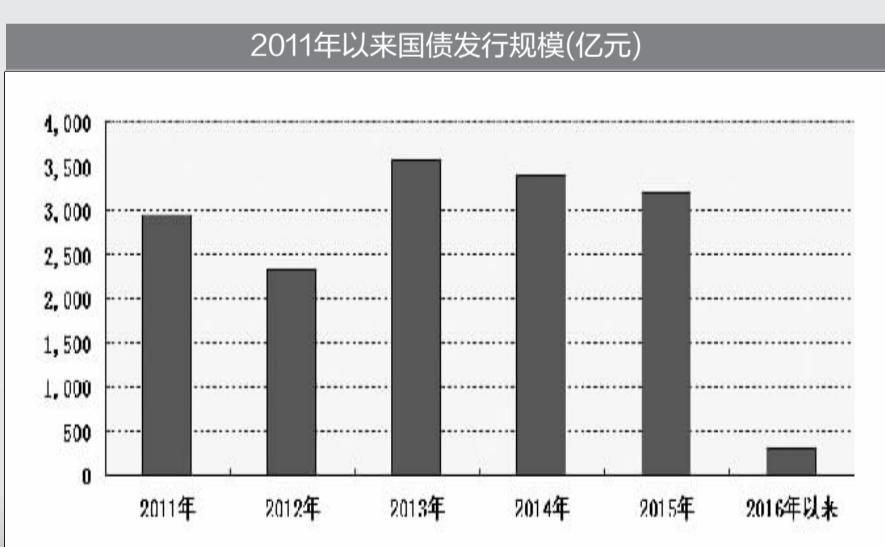
成交不同的是，在银行间债券市场，投资者可以与选定的交易对手逐笔达成交易。交易双方往往通过电话等先在线下私自达成协议，然后再通过交易系统完成交割。相对于股票交易而言，信息披露不充分、价格公布不及时、交易行为不公开等都会产生暗箱操作空间。此外，在一二级市场的发行定价和分销、配售等方面也需进一步完善相关制度，消除利益输送空间。

中国债市近20年的高速发展成绩卓著，个别从业人员的不当行为，不会影响债券市场发展的大趋势，但在新形势下仍需加快补齐制度建设的短板。

### 2011年以来债券市场新债发行规模(亿元)



### 2011年以来国债发行规模(亿元)



数据来源:Wind 制表:王辉

## 利空因素叠加 债市短期承压

□本报记者 张勤峰

进入3月下旬以来，债券市场长端收益率再现上行走势，10年国债收益率上行逾6基点，10年国开债上行近15基点，先前一直稳固的一级市场招投标热情也出现降温迹象，一二级利差收窄、认购倍数下降，债券市场谨慎情绪明显加重。

市场人士指出，短期看，基本面预期变化和流动性波动是引发债市收益率波动的主要原因，鉴于通胀忧虑未除、经济回暖难证伪、季末流动性收紧，债券市场面临的不利因素较多，收益率或有继续调整的压力。

### 短期调整

最近两周，债券市场重新出现调整走势，特别是长期限债券收益率震荡趋升，风向标品种10年期国债和国开债收益率皆出现较明显上涨，导致市场谨慎情绪加重，投资需求有所下降。

中债到期收益率曲线数据显示，3月17日以来，银行间市场上10年期国债收益率从2.81%上行至2.87%一线，上行近6基点，10年期国开债收益率则从3.15%涨至3.30%附近，上行达15基点。

近期就连先前一直稳固的一级市场招投标热情也出现降温迹象，一二级利差收窄、认购倍数下降。29日，国开行增发的4只关键期限固息债券发行收益率几乎全线高于市场机构预测均值，显示市场对利率中枢上行的预期有所增强。

在债券市场短期遇冷的同时，近期市场上先后传出部分债券市场从业人员被相关部门调查的消息，让人担忧债市“核查”对已经陷入迷茫的债券市场行情造成新冲击。

市场人士指出，此类事件主要影响市场情绪，且不具有持续性，并不会改变债券市场既有运行趋势。

### 预期变化

对于短期债市调整，市场人士认为，基本面依然是核心影响因素。自去年下半年以来，宽财政支撑经济探底企稳的预期一直存在，在今年初金融数据出现超预期扩张之后，市场对宽财政带动宽信用进而助稳经济的预期进一步升温。同时，春节后一段时间从食品价格、大宗商品价格再到区域房地产市场价格等先后出现较明显反弹，引起市场对通胀回升的警觉。目前菜价猪价未见明显回落甚至还在走高，机构纷纷调高了对3月CPI的预估，通胀忧虑也成为债券市场挥之不去的困扰。市场人士指出，基本面的边际不利变化，是导致近期债券市场陷入弱势的主要原因。

短期来看，基本面边际变化或者市场预期的调整，仍然令债券市场承压。上海证券指出，1-2月，全国规模以上工业企业实现利润同比增长4.8%，打破了去年全年下跌的趋势，说明工业企业盈利有边际改善的迹象。加上物价抬头、地产复苏，需求端出现回暖迹象，经济局部复苏的预期加强，债市承压。除此以外，季末流动性再起波澜，资金面短期偏紧；供给居高不下，地方债、国债供给扩容趋势明朗；近期有消息称监管机构摸底债市杠杆情况，围绕债市去杠杆的讨论卷土重来……一系列的不利因素均加剧了短期市场谨慎情绪，增添了债市调整风险。上海证券建议投资者暂时多看少动，防守为上。

## 债市发展提速

□本报记者 徐金忠

机构认为，近年来，债市在多种因素助推下出现了牛市，但在市场高歌猛进的同时，需要加强监管，推动债市扩大开放，实现健康发展。

### 债市快速发展

近期，规范债市发展成为市场关注的话题，其背景正是债市延续至今的牛市行情。

统计数据显示，去年我国债券融资迅速扩张，成为实体经济除银行贷款之外获得资金的第二大渠道。2015年我国债券市场发行各类型债券规模达22.9万亿元，同比增长108.3%，各类债券余额48.8万亿元，同比增长38.1%。

对于债券市场的高歌猛进，公募基金人士认为，这一现象或持续。债券市场的快速发展背后是债券融资方旺盛的资金需求，正在推进的“一带一路”建设、长江经济带等都需要大量资金，债市是重要的渠道。企业已经逐步熟悉债券市场规则，开始自觉、主动地运用债券融资这一工具。此外，近年来资金面相对宽松，国内债券市场扩大发行规模，发行利率趋于下行。

### 监管有待加强

在债券市场的快速发展中，也出现了一些问题。“火爆的市场也催生出利益输送等问题，特别是一些资金方和发债方合谋违规操作，为快速发展的债券市场埋下了风险的‘种子’。这就需要监管部门加强监管，为市场保驾护航。”上述公募基金人士认为。

对于债券市场的中长期走势，上海元普投资基金经理黄智海认为，目前债市仍然有慢牛基础。黄智海认为，第一，美联储加息步伐比预期慢，下一次加息很可能在7月份之后才实施。最新公布的2月份美国核心PCE指数仍然保持在1.7%，通胀水平的下降支持美国加息推迟的预期，有利于中国利率继续保持在低位，宏观上对债市有很大支撑。第二，国内债券供需两旺现象越来越明显。随着货币供应量增大，市场上的资金对债券的配置需求大幅上升，特别是银行的理财资产配置在债券上的规模以惊人速度增加，债基的配置价值在股市走弱的情况下更受到投资者关注。“低利率环境、宽松的利率政策、资金的涌入是2015年债券牛市的原因，我们不认为这个基调在2016年有所改变，债牛步伐或许变慢了，但仍能走很远。”黄智海认为。

黄智海认为，监管部门对债券市场的发展是非常支持的，债券已经是除了银行贷款之外最重要的融资渠道，而且一系列出台的政策，如债券通、对外开放银行间市场等，更显示出监管部门对债券市场发展的推动。“债券市场的扩大开放将是一个长期过程，成熟的债市不但有利于为公司提供低成本的资金从而降低企业的负债率，还可以为地方政府提供基建所需的资金。”