

# 发展债市一石三鸟

□ 麦克·埃文斯 (J. Michael Evans)

中国金融改革过程中最大的挑战，也许就是发展一个容量大和流动性强的人民币债券市场。

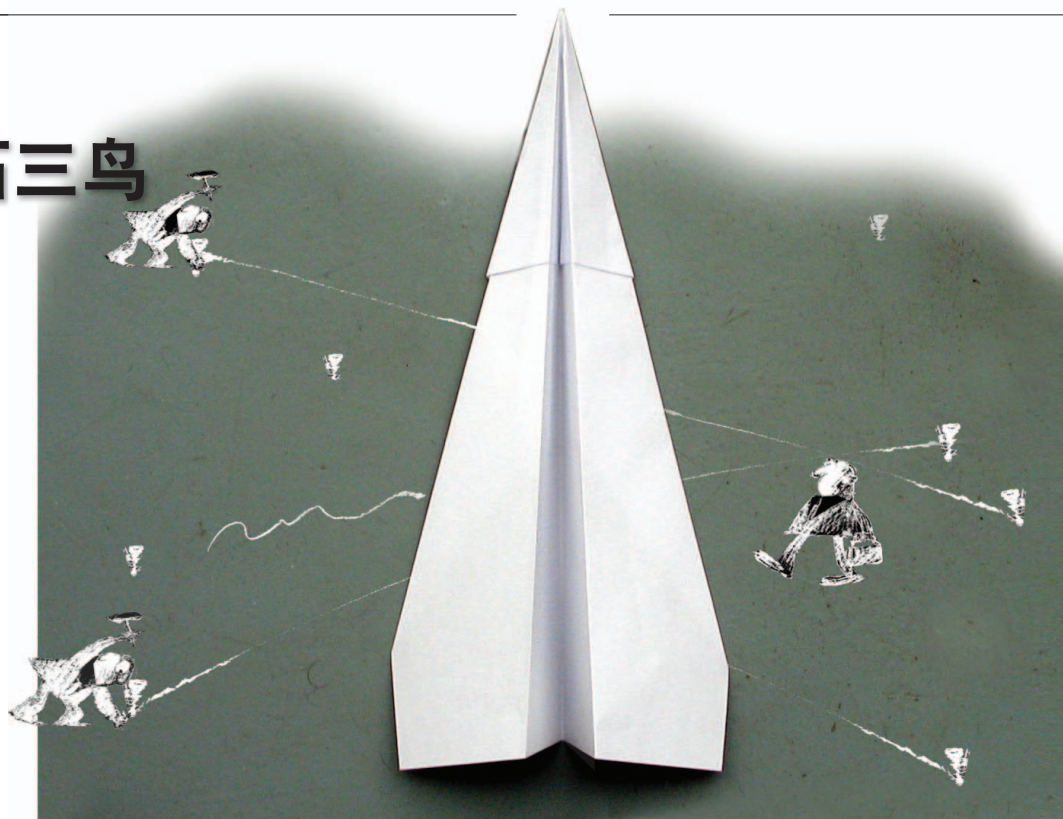
虽然中国目前几乎所有的信贷都来自银行体系和政府实体，但未来公司可能会直接利用资本市场发债。美国有25万亿美元之大的债券市场，近年来，欧洲也正日益朝着这个方向发展。债券市场的发展是一个十分复杂的过程，中国在这方面也已经取得了长足的进展，但是中国还应该继续关注这一问题，这其中有很多十分重要的原因。

首先，这是在金融体系内系统地、适度地调配流动性过剩的需求。其次，债券市场可以为目前资金极度匮乏的公司有序地提供资金来源。最后，市场化的债券定价体系可以为政府和央行提供另一个管理宏观经济的工具。

有些国家没有发展国内债券市场，有些国家即便发展了也是行动迟缓，从而对其经济、公司和投资者都不利。但是，中国有机会在未来几年借鉴全球最佳范例和经验，鼓励发展世界一流的债券市场，以便与其日益壮大的股市相匹配。

当前，中国的银行体系流动性十分充裕，这主要是受到储蓄率较高（占可支配收入的24%）以及外资大量从国外流入国内市场等因素的推动。宏观经济规划者以及为医疗和退休需求进行投资规划的普通储户目前的挑战之一，就是如何投资多余的现金以及投向哪里的问题。因此，自从A股市场去年重新开始正式发行新股以来，市场在翻了一番之后还继续快速上涨就不足为奇了。中国的公司业绩不错，定价具有吸引力的新股发行理应获得投资者的大力支持，并实现卓越的长期股市表现。

其实，还有另一个因素在起作用，具体表现就是新股发行的认购率居高不下（常常达到供应的100倍）。流动性相对于投资机会来说是过剩的，而中国的储户也需要为其现金寻找其他的投资渠



道。急需债券市场长期投资机遇的中国机构投资者当然也不例外。与此同时，公司不断需要资金来实现扩张计划并对其资产负债表进行重组。债券市场可以同时满足这两个需求。

此外，随着客户存款转向债券市场收益更高的投资机会，银行和其他金融机构也会发行更多的债券来为其资产负债表融资。这就会增加债券市场上的流动性，从而形成良性循环。

未来也应该允许国际借款人在中国市场上融资。市场的全球化，意味着规模最大的发行人可以利用欧元、日元、英镑、澳元、加元及其他市场来满足其多达30%—40%的融资需求。从长期来看，每一家在中国开展业务的全球公司都应该可以通过发行“熊猫债券”，为其中国业务甚至其他地区的业务融资。这不仅能够拓宽中国投资者的投资机会范围，而且有助于解决全球金融体系的失衡。

发展债券市场的另一个重要原因，就是这会导

致市场化的信贷定价。近年来，政府从国内资本市场举债的日益增加（已达2.8万亿元人民币），已开始逐步形成中国的收益率曲线。随着国债市场流动性的上升以及对公司债发行的限制放宽，一条真正的基准收益率曲线就会出现。在评级机构和强大的信贷分析的帮助下，债券就可以参照这一基准曲线来定价。

这一点为什么那么重要？正如股市能够为中国公司的增长前景定价一样，功能完善的债市也能提供一套极为复杂的定价机制，来评估公司的相对信用风险、资本充足率和违约可能性。从长期来看，这可以降低总体资金成本，原因是透明度高和流动性强的市场能够鼓励投资者投入更多的资金。最终，可以使债券投资者对冲信用风险的信用衍生市场的出现，还将吸引更多的资金投向中国的公司。

近年来，美国和欧洲已经出现了这一趋势，债市和股市的联系也变得更加紧密。这是债券和股票

的市场化定价，以及联系债市和股市的混合和衍生工具的出现所造成的。私募基金（尤其是对冲基金）是最先利用市场对公司资本结构的各个组成部分进行定价的投资者。这样做的益处十分明显：长期资金成本将更低，市场容量会更大，而且能够更好地解决系统性问题、抵抗冲击并吸引全球资本的流入。

中国还面临着其他的重要经济问题，包括人民币的估值、货币政策的执行和信用的创建。一个容量大、流动性强的债券市场可以为中国提供另一个管理资金和外汇流动的工具。债券市场能够为流动性提供投资渠道，并减轻政府管理经济方方面面的压力，包括使用提高银行存款准备金率等行政手段来管理汇率和信贷政策。这样一来，信用和期限各不相同的国债和公司债的有效市场定价，以及外国发行人进行人民币融资的能力将为中国资本市场的长期健康发展和灵活性打下坚实基础。

中国现在应当如何推动债券市场的发展呢？政府已经采取了诸多措施：例如引入新的破产法、创建商业票据市场，以及明确监管责任，等等。但还有更多的工作要做。中国应该在发行债券方面给予

大力发展债券市场是在金融体系内系统地、适度地调配流动性过剩的需求；债券市场可以为目前资金极度匮乏的公司有序地提供资金来源；市场化的债券定价体系还可以为政府提供另一个管理宏观经济的工具

公司更大的灵活性。监管机构的作用就是明确税务和会计处理及披露标准、市场的功能（例如回购和证券借贷市场），以及交易商在这些市场的作用。允许交易衍生产品，并发展可靠的基础设施和世界一流的市场参与者也很重要。

中国的巨大优势，就是在继续开展资本市场改革时可以借鉴国际最佳范例和以往的经验。由于目前公司发行单纯的公司债还需要监管机构和行政机构的多重审批，因此谈论资本结构交易工具和复杂的衍生产品工具似乎还为时尚早。但是中国必须现在就改革其金融市场，并着眼于成为未来的世界领先者。其实在其他许多领域中，中国早已实现了这一目标。■

作者为高盛亚洲有限责任公司主席