

债券市场规模达到96万亿 中国需要一部《债券法》



李曙光

李曙光/文

3月1日新修订的《证券法》正式施行,这是中国证券市场具有积极意义的一件大事,势必推动市场更健康、更有保障地发展,但新法也有一些立法空白没有来得及填补。

其第二条规定:在中华人民共和国境内,股票、公司债券、存托凭证和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定。

这一条是整部法律最重要的条文,由于此条涉及“证券”的准确定义与适用范围,在修法时争议很大,但最终还是做了一些有价值的修改。但对“公司债券”的实质内涵《证券法》未做进一步阐释,则是新《证券法》的一大遗憾。

修法遗漏公司债券市场

由于新《证券法》涉及如何推进证券公开发行注册制和保护投资者合法权益等新内容,国务院办公厅于2月29日发布了《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》(下称“通知”),对新法的实施做出安排。其第二条规定:落实好公司债券公开发行注册制要求。

依据修订后的证券法规定,公开发行公司债券应当依法经证监会或者国家发展改革委(下称“国家发改委”)注册。依法由证监会负责作出注册决定的公开发行公司债券申请,由证监会指定的证券交易所负责受理、审核。依法由国家发改委负责作出注册决定的公开发行公司债券申请,由国家发改委指定的机构负责受理、审核。

值得关注的是:

第一,“通知”把证券法中的“公司债券”理解为仅证监监管机构监管的“公司债券”和国家发改委监管的“企业债券”;

第二,“通知”把“国家发改委”界定为了《证券法》中第9条和第16条所说的“国务院授权的部门”。

显然,这次《证券法》的重要修法博弈,遗漏了一个非常重要的“公司债券”市场,即央行

与中国银行间市场交易商协会管理的“银行间债券市场”;也遗漏了重要的债券品种,即央行管理的“金融债券”和中国银行间市场交易商协会管理的“债务融资工具”。

此外,新《证券法》和“通知”要求“公开发行”的公司债券实施注册制。但金融债券和债务融资工具都可能构成《证券法》第九条规定的“公开发行”。金融债券目前还是“核准制”,是否要转变为“注册制”尚不明确;交易商协会的注册制与证券法上的注册制是什么关系也不明确。重大立法发生这种遗漏是不应该的,也是我们债券监管治理结构的重大缺陷。

近十年来,中国的债券市场实现了跨越式的发展,市场规模迅速扩大,一跃成为了世界第二大债券市场。截至2019年末,中国债券市场的余额超过96万亿元,公司信用类债券三分天下,其中银行间市场的债务融资工具存续11万亿元,占比55%;证监会公司债券存续6.9万亿元,占比33%;发改委企业债存续2.4万亿元,占比12%。

就银行间债券市场而言,金融债券2019年末的存量是22.84万亿元,有1990只;债务融资工具存续10800期,涉及发行企业2500家,仅2019年全年发债规模即达6.6万亿元。对这么大的一个“公司债券”市场,负责定义和监管“公司债券”的《证券法》不闻不问,显然说不过去。

为什么《证券法》忽略了银行间市场的“公司债券”品种呢?除了公司债券的主管监管机构一分为三,较难协调之外,银行间债券和证监会监管的公司债券的主要区别:

1.发行对象不同,银行间债券只面向合格机构投资者发行,而证监会公司债也面向自然人发行;

2.交易场所不同,银行间债券在场外市场交易,证监会公司债在沪深交易所上市交易;

3.发行方式不同,银行间债券从2009年开始实施注册制,在行业自律组织交易商协会注册发行,而证监会公司债在新《证券法》实施前由证监会核准,《证券法》实施后由证监会注册;

4.基础设施不同,银行间市场的基础设施主要是包括银行间同业拆借中心、银行间市场清算所、中债登等;证监会的公司债基础设施主要是沪深交易所、中证登公司。

建议出台行政法规弥补不足

鉴于此,我认为:

1.目前《证券法》和国办《通知》未充分尊

重中国债券市场既有实践,缺少对银行间债券市场的安排,加深了证券法在债券市场适用的模糊性。中国债券市场存量规模已超过96万亿元,其中公司债券、企业债券存量规模为10万亿元,而银行间债券市场中金融债券、债务融资工具存续规模超过30万亿元。国务院通知仅对公开发行公司债券、企业债券作出安排,规模更大的银行间债券却没有得到明确安排,容易引发金融市场混乱。特别是在供给侧结构性改革与经济下行压力加大的关键时期,金融链条更为脆弱,债务负担更为严重,债务违约现象更多,如果造成债券市场的混乱,容易引发系统性金融风险。

2.“通知”实施目的侧重对注册制作出安排,但忽视了银行间债券市场的长期注册制实践与不同的监管主体。国务院“通知”的目的是规定公司债券注册制改革问题,但却忽视了银行间债券市场长期已经实施注册制的实践。这可能导致银行间债券市场已有的注册制实践无法得到有效巩固,或造成理解混乱。

3.建议由国务院出台适用于整个中国债券市场的行政法规,弥补证券法的不足。事实上,中国债券市场的实际范围远远大于证券法规定的范围,市场发展对于证券法适用范围是在逐步扩张的。但由于证券法对于国债、地方政府债券、金融债券、债务融资工具等大量债券品种均缺少有效规定,使得中国债券市场的法律基础薄弱、法律体系混乱,加强了市场对于法律理解的不确定性。

建议国务院出台适用于整个中国债券市场的行政法规,填补证券法的不足:

一是将公司信用类债券统一纳入该行政法规监管框架,并明确金融债券的适用性,统一基础法律的适用标准;

二是增强债券信息披露制度的科学性。“股”和“债”投资属性的本质差异决定了投资者对于信息的关注点是不同的,股票市场和债券市场投资者结构的差异也会影响信息披露制度的有效性和科学性。统一的债券行政法规应当建立契合债券属性和债券市场结构的信息披露制度,而不是简单适用股票规则;

三是明确债券市场违法行为的认定标准

429只
截至2019年年末,有429只债券发生了违约,累计违约金额3479.45亿元。

和责任承担。虚假陈述、内幕交易和操纵市场是三大证券违法行为,由于发行方式、定价机制、交易制度等方面的差异,债券市场违法行为在表现形式、损害后果、责任认定等方面与股票市场都有很大区别,认定难度也很大。应对债券违法行为建立更科学的认定标准和责任分担方式,以保障债券市场的健康发展。

中国需要一部《债券法》

股票有法,基金有法,信托有法,为什么债券不能有法?

中国债券市场已成为世界第二大债券市场,但由于缺少统领整个市场的基础性法律,债券市场发展主要依靠行政法规、部门规章和政府规范性文件。行政性规范法律效力不足、规则体系复杂甚至存在冲突的情况,已经在一定程度上制约了债券市场的整体发展。因此,建议尽快制定《债券法》,夯实法律基础,保障中国债券市场长期健康稳定发展。

关于制定《债券法》的具体建议如下:

1.债券市场快速发展但缺乏统一的基础性法律。

债券市场的主要品种包括政府债券(含国债、地方政府债券)、金融债券、企业类债券、资产支持证券和债券衍生品。债券的基础法律关系是债权债务关系,但经过“证券化”后,具有快速转让、杠杆交易、风险转移等特征。因此,各国在《合同法》之外,均制定监管型法律以保护投资者权利、维护金融市场稳定。

2000年至今,中国债券市场存量规模从2.2万亿元发展到96万亿元;企业类债券从250亿元发展到20万亿,增长近800倍。在市场飞速发展的同时,政府多头管理的问题也日益严重。虽然都是债券,但不同品种之间的管理机制差异极大,缺乏统一制度标准。诚然,不同类型的债券在社会经济体系中承担不同的融资功能,需要由不同政府部门管理。但对于境内外投资者来说,各类债券都是固定收益类产品,投资者保护制度应该一致。若债券市场没有统一的基础性法律,不同债券品种的制度差异又很大,投资者只能依靠《合同法》《破产法》主张私力救济,这将影响中国债券市场的长期竞争力,也不利于社会稳定。

2.现行法律体系严重滞后于债券市场发展。

在法律和行政法规层面,涉及国债的主要法律是《国库券条例》,该条例于1992年发布,只有14个条文,却需要统领16万亿元的国债市场;金融债券的法律依据是《人民银行法》,只有2条授权人民银行管理银行间债券市场,并不涉及金融债券的实体规范;涉及企业类债券的主要法律是《公司法》《证券法》《破产法》《企业债券管理条例》,但这几部法律的重大修订集中于2005年至2006年。当时企业类债券存量不足5000亿元,立法机构显然无法预见十几年间企业类债券的迅猛发展,因此在法律层面未做出充分安排,对债券持有人会议、

中国债券市场已成为世界第二大债券市场,但由于缺少统领整个市场的基础性法律,债券市场发展主要依靠行政法规、部门规章和政府规范性文件。行政性规范法律效力不足、规则体系复杂甚至存在冲突的情况,已经在一定程度上制约了债券市场的整体发展。因此,建议尽快制定《债券法》,夯实法律基础,保障中国债券市场长期健康稳定发展。

受托管理人制度等债券投资者基本保护制度均未作规定。

3.《证券法》作为部门法难以统领整个债券市场。

新修订的《证券法》对“公司债券”的相关制度进行了一定优化,但忽略了银行间债券的原因,除了监管机构一分为三较难协调外,主要在于《证券法》的公司债券规则是参照股票规则设计,立足于场内市场,强调保护包括自然人在内的中小投资者,却忽视了债券市场是以合格机构投资者、场外交易为主的实际。世界各国债券市场的场外市场占比多数超过90%,中国债券市场结构也符合国际主流趋势。忽视了市场实际的《证券法》显然难以统领整个债券市场。

考虑中国资本市场改革分阶段推进的现实路径,短期看《证券法》的定位仍是以解决上市公司股权融资为主的部门法,而非资本市场基本法。参照专门制定《证券投资基金法》《期货法》《信托法》来规范基金、期货、信托等“类证券”产品的经验,建议制定《债券法》作为统领整个债券市场的基础法。

4.亟须单独立法防范化解债券市场金融风险。

债券市场迅速发展的同时,违约事件和违法事件也逐渐增多。截至2019年年末,有429只债券发生了违约,累计违约金额3479.45亿元;同时也出现了五洋建设、康得新等企业涉嫌债券欺诈发行的案例。随着中国经济下行压力增大以及供给侧结构性改革的不断深化,违约违法事件将不可避免地成为债券市场的常态化现象,并可能在一定程度上影响金融体系的整体健康性。

由于市场发展初期对违约违法事件预期不足,涉及债券的各项法律均侧重于发行管制,并未建立科学有效的债券违约处置制度和违法追责制度。当债券违约发生后,投资人只能依照合同法的一般规定主张违约救济,缺乏集体行动机制和灵活处置机制;由于发行方式、定价机制、交易制度等与股票的差异,依据《证券法》现有规定对债券违法行为追责时也有很大实践困难。出于维护金融稳定的现实需要,也应尽快制定《债券法》,统一基础法律适用。

(作者系中国政法大学教授)

石油价格战如何影响资本市场及全球经济

韩建伟/文

因OPEC+减产协议谈判破裂,沙特近日宣布将于4月1日石油增产并大幅度降价出售。这一举动引发了国际原油市场的“地震”。3月9日,国际油价狂跌至每桶30美元;全球原油期货闻风而动,价格大幅度下跌30%,从而引发了全球资本市场的连锁效应。

中东石油生产国的股市最早受到影响。3月8日,沙特股市下跌7.15%,同一天科威特股指跌破10%,迪拜、开罗股市下跌幅度超过5%。沙特效应进一步蔓延,全球资本市场在3月9日上演史诗级“黑色星期一”,各国股市跌跌不休。相比之下,3月9日亚洲股市跌幅略小,但是日本、韩国、印度的股指也都下跌了4%~5%。中国A股表现最好,当日沪指跌3.01%、深指跌4.09%。截至3月10日收盘,沪指涨1.82%、深指涨2.65%。

油价下跌对资本市场的影响表

明,石油不仅仅是能源产品,同时也是金融产品。很多金融产品与石油有关,因此低油价对金融的打击很大。石油价格过低不仅仅影响到能源输出国与输入国的贸易成本核算,能够对整体经济产生难以估量的复杂影响。在当前几乎所有产业链都和金融与资本市场的挂钩的背景下,金融与资本市场的紊乱会最终影响到实体产业链的融资及利润回收,从而引发全局性的经济危机。

这场资本市场危机的直接导火索始自世界最主要的石油生产国——沙特的降价增产计划。而导致沙特作出这一过激行为的主要原因是俄罗斯不同意在3月底原有减产协议结束后再执行新的减产协议,导致两个世界上主要的石油生产国的谈判破裂。

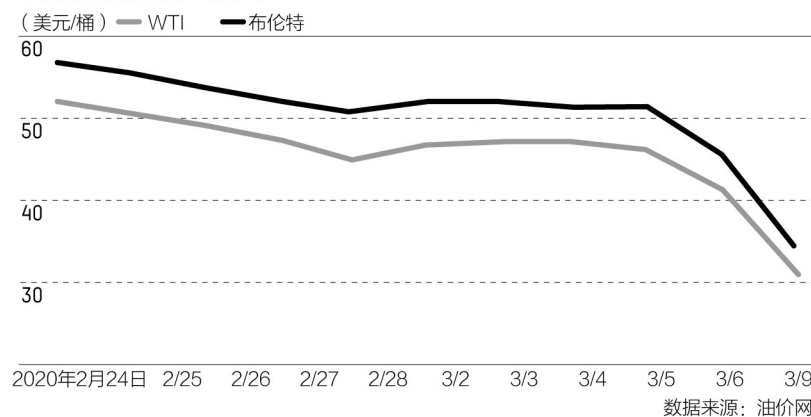
谈判破裂后,两国都不惜通过增产及降价方式来扩大本国的石油市场份额。在世界经济增长强劲的形势下,沙特降价增产可能不会发生如此大的效应。然而当前主要的问题是世

界经济增长疲弱,对石油的需求十分疲软,即使不增产,石油产能已经过剩,油价不可能走高。中国作为世界第一大石油进口国,最近一个多月因受新冠肺炎疫情的影响,很多产业无法及时复工复产,导致产能下降和进口石油的速度放缓。据悉2月份韩国的石油进口也因疫情影响而大幅度缩减。在石油供应大于需求的背景下,产油国一般采取限价保价策略来实现石油资源的最大收益,这也是此前沙特等产油国一直寻求的目标。

但是,产油国同时也警惕因本国减产导致市场份额下降的问题。与减产相比,这成为俄罗斯当前最为关心的问题。俄罗斯不愿意继续减产也跟试图挤兑美国页岩油产业密切相关。尤其在美国制裁俄罗斯北溪-2号输油管道项目之后,俄罗斯减产的意愿进一步下降。限价保价虽然是俄罗斯与沙特的最佳选择,但是在无法达成协议之后,增产降价确保市场份额就成为次要选项。但是两国都清楚,这一策略都在损害自身的收益。

当前不论是俄罗斯还是沙特,似乎都做好了打长期战的准备,目前两国都拥有约5000亿美元的外汇储备。俄罗斯方面称,可以有6到10年的时间来承受25至30美元的油价压

国际原油价格走势图



力。为了应对未来的价格战,俄罗斯已经暂停了国内市场的购买外汇交易,并准备动用主权财富基金的1500亿美元购买卢布以支撑汇率。沙特的优势是石油成本要大大低于俄罗斯,因此更加具备打长期战的能力。从石油储量及石油在国家战略中的地位来说,俄罗斯要远远逊于沙特。

沙特仍然是当今世界上最大的石油生产国和输出国,依然具备“浮动生产国”的能力来影响世界油价与石油市场的供需关系。石油战略在沙特国家中居于首要地位。相比之下,俄罗斯的石油储量远低于沙特,而作为世界性大国,俄罗斯的国家战略并不限于作为一个石油和天然气的输出

国,而是为了在国际事务中发挥更重要的作用。俄罗斯虽然短期内能将产能提高到每月1100万桶,但是不可能维持长久。但是,根据国际货币基金组织(IMF)去年12月的预测,沙特2020年的盈亏平衡油价预计将低于83.6美元/桶,低油价对沙特的危害也不容置疑。因此,这场价格战很可能以俄罗斯先妥协或者两国各退一步的方式结束,但可能要在几个月之后。

在疫情加剧全球经济不稳定性的背景下,两国不可能短期内向彼此妥协,势必会拖累世界油价继续下跌,当前30美元一桶的石油价格可能还会继续探底,而全球资本市场也会继续动荡。低油价对石油生产国无疑是一

场灾难。低油价不仅对俄罗斯与沙特经济有害,也会伤及其他产油国的石油收益,尤其会加剧中东能源经济的风险与政治的不稳定性。

这场价格战另一个主要的受害者是美国。近年来,美国的页岩油产能稳定增长,但是页岩油的致命弱点是开采成本较高,必须要在每桶50美元以上才能生存。低油价会导致美国石油产业工人收入减少,内需减少,对美国经济造成重大打击。另外,美国当前债务高企,油价暴跌会给美国股市在新冠肺炎疫情基础上进一步注入恐慌因素,导致投资者的悲观心理和股市低迷。特朗普已经喊话沙特,要求停止价格战。从美国与沙特的战略同盟关系及沙特在安全上对美国的高度依赖来看,沙特可能会兼顾美国的利益诉求转而寻求和解。

全球资本市场近期受疫情的影响持续低迷,当前又遭到油价暴跌的重创。投资者避险心理增强。

低油价对中国既有风险,又有机遇。中国作为世界上主要的石油进口国,可以利用这一机会进一步加大石油储备,增强应对未来石油断供或大幅度减少的风险。

(作者系上海外国语大学中东研究所副教授)