

金融市场

2006年，中国金融市场继续保持了健康、快速发展的态势，市场广度和深度大幅提升，市场功能稳步改善。债券市场品种和信用层次不断丰富，期限结构日趋合理，投资者日益丰富，市场流动性不断提高。从债券市场运行看，市场利率总体回升但波动加大，收益率曲线趋于扁平化。股票市场股权分置改革基本完成，新股恢复发行，市场总体持续上扬。外汇市场平稳运行。黄金市场发展良好。

2006年，中国人民银行出台了一系列政策措施，推动各类金融市场持续发展。相继推出利率互换、债券借贷等创新型金融产品；推动信贷资产证券化深入发展；引入货币经纪公司，不断完善做市商制度，提高市场流动性。银行间债券市场、外汇市场、黄金市场在多层次金融市场体系中的作用进一步增强。

债券市场和同业拆借市场运行情况

债券发行情况 银行间债券市场累计发行人民币债券55 635亿元，同比增加35.34%。其中，财政部发行记账式国债6 533.3亿元，同比增加29.58%；中国人民银行发行央行票据36 522.7亿元，同比增加32.99%；政策性银行发行金融债券8 980亿元，同比增加48.39%。年末，债券市场托管债券总额达9.25万亿元，其中，银行间市场托管额为8.84万亿元，同比增加29.62%。

银行间债券市场债券品种和信用层次更加丰富。在稳步推动商业银行普通金融债券与次级债券发行的基础上，推出了商业银行混合资本债券，为商业银行补充附属资本提供了新的渠道。全年商业银行发行普通金融债券310亿元，发行次级债券132亿元，发行混合资本债券83亿元。资产证券化试点稳步推进，国家开发银行续发信贷资产支持证券57.3亿元，信达资产管理公司和东方资产管理公司分别发起重整资产支持证券48亿元和10.5亿元。国际金融公司发行境内人民币债券8.7

亿元，使国际开发机构在银行间债券市场发行的人民币债券达到30亿元。短期融资券市场稳步发展，2006年银行间债券市场共发行短期融资券242只，累计发行面额2 919.5亿元（见图17）。银行间债券市场的债券发行人范围已包括财政部、政策性银行、商业银行、非银行金融机构、国际开发机构和企业等各类市场参与主体，债券种类日趋多样化，信用层次更加丰富。

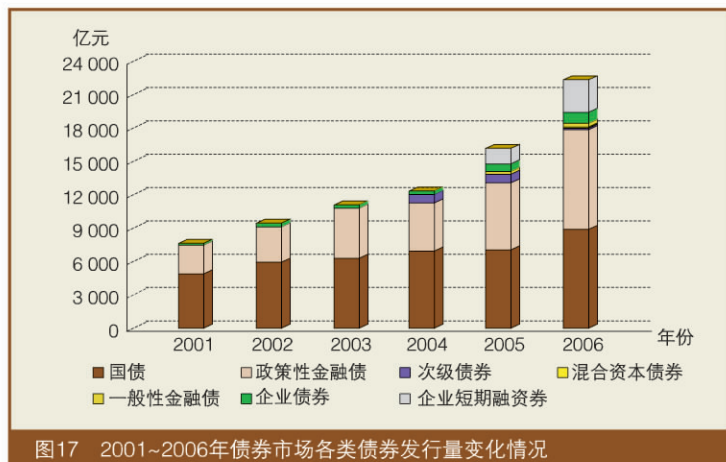


图17 2001~2006年债券市场各类债券发行量变化情况

资料来源：中央国债登记结算有限责任公司。

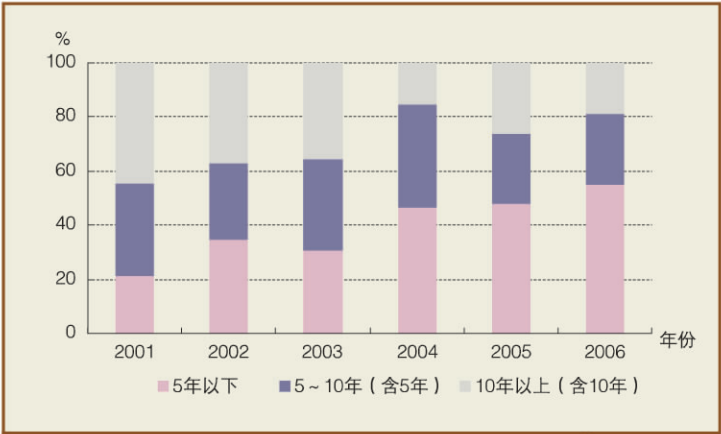


图18 2001~2006年银行间债券市场发行期限结构变化情况^①

资料来源：中央国债登记结算有限责任公司。

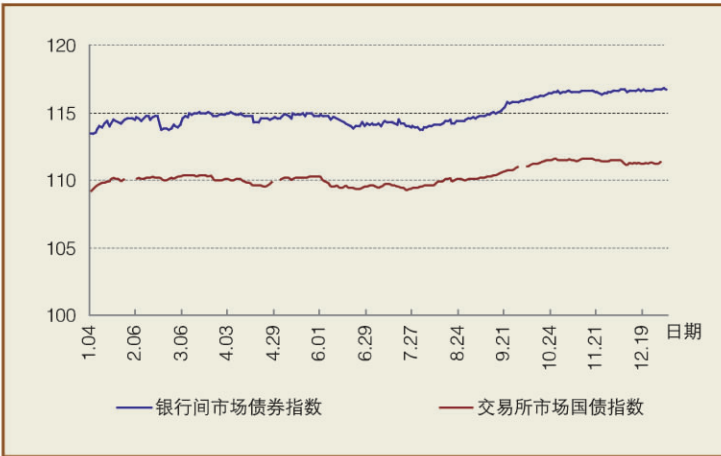


图19 2006年银行间市场与交易所市场债券指数走势图

资料来源：中央国债登记结算有限责任公司与上海证券交易所。

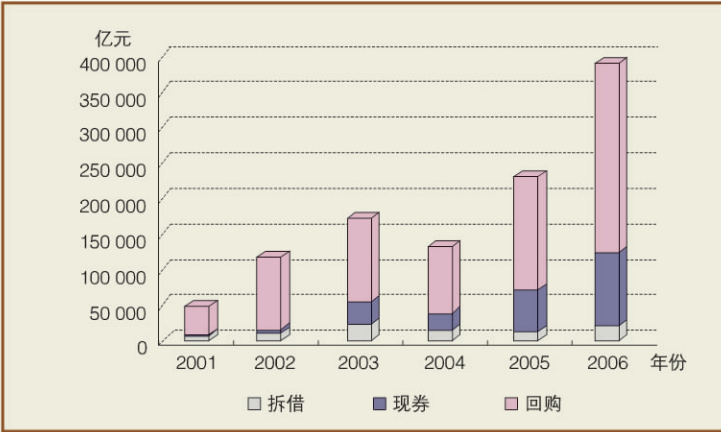


图20 2001~2006年银行间市场成交量变化情况

资料来源：全国银行间同业拆借中心。

债券发行期限结构中，长期债券发行比重下降。2001年以来，期限5年以内（不含5年）的债券发行比例逐年增大，长期债券发行比例逐渐减少。2006年，期限5年以内的债券发行量占比为55.2%，比上年上升7.1个百分点；期限5~10年的债券发行量占比为26.0%，比上年上升0.5个百分点；期限10年以上的债券发行量占比为18.8%，比上年下降7.6个百分点（见图18）。

债券市场创新产品稳步发展，发行规模不断扩大。长期以来间接融资占绝对比重的局面得到改善，企业直接融资渠道进一步拓宽。出于防范和控制债券利率风险等多种因素的考虑，债券发行人大量增加了较短期限债券的发行，以保证筹资的顺利完成。

市场交易情况 受市场流动性充足等因素影响，银行间市场债券指数和交易所市场债券指数均呈上行走势。银行间市场债券指数由年初的113.42点上升至年末的116.74点，上升3.32点，升幅为2.93%；交易所市场国债指数由年初的109.19点上升至年末的111.39点，上升2.2点，升幅为2.01%（见图19）。

全年银行间市场同业拆借成交2.15万亿元，债券回购成交26.59万亿元，债券现券成交10.26万亿元，累计成交39万亿元（见图20）。二级市场运行主要呈现以下特点：

一是成交量同比大幅增长。2006年，银行间市场成交量达39万亿元，

① 各年数据均不包含中央银行票据。

同比增长 68.18%。其中现券成交量突破 10 万亿元，同比增长 70.72%，主要是由于市场流动性充足推动债券市场价格整体上行，同时银行间市场债券品种更为丰富，发行规模不断扩大，促使市场成交意愿大大增强；拆借成交量超过 2 万亿元，同比增长 67.97%，回购成交量较上年增加 10.69 万亿元，同比增长 67.23%，主要是由于市场总体流动性充足，但同时不同机构间短期资金供求状况存在差异，此外，新股恢复发行，股票市场快速上涨，也使拆借市场和回购市场交易活跃。

二是短期交易占比较高，货币市场特征明显。银行间市场交易中，7 天以内的同业拆借累计成

交 1.93 万亿元，占全部拆借交易量的 89.6%，比上年增加 2.1 个百分点；7 天以内回购品种成交 23.44 万亿元，占回购成交的 88.15%。

市场利率运行情况 由于贸易顺差持续扩大，外汇占款不断增加，市场流动性充足，中国人民银行出台了一系列货币政策措施，回收了部分流动性，货币市场利率低位运行但整体有所上升。11 月份，受存款准备金率上调、新股密集发行、股指快速上行等因素的共同影响，市场利率曾一度大幅走高，此后逐渐回落走稳。12 月份同业拆借 7 天品种加权平均利率为 2.40%，比 1 月份的 1.78% 上升 62 个基点；质押式债券回购 7 天品种加权平均利率为 2.16%，比 1 月份的 1.54% 上升 62 个基点（见图 21）。

受新股发行、股指快速上行等因素的共同影响，中短期债券收益率上升，长期债券收益率下降，银行间债券市场国债收益率曲线呈现总体扁平化趋势。具体来看，收益率曲线变化可大致分为三个阶段：第一阶段是第一季度的扁平化阶段，这一阶段短期债券价格逐步回落，短期债券收益率有所上升，而长期债券价格不断走高，长期债券收益率逐步下降，收益率曲线呈现扁平化趋势；第二阶段是第二季度到第三季度中期，由于债券市场整体价格走低，各期限债券到期收益率均有所上升，收益率曲线整体平稳上移；第三阶段是第三季度后期至年末，债券市场价格整体回升，收益率曲线小幅下移，其中长期债券价格上升趋势相对明显，并逐步超过年初长期债券价格水平，收益率曲线进一步平坦化（见图 22）。

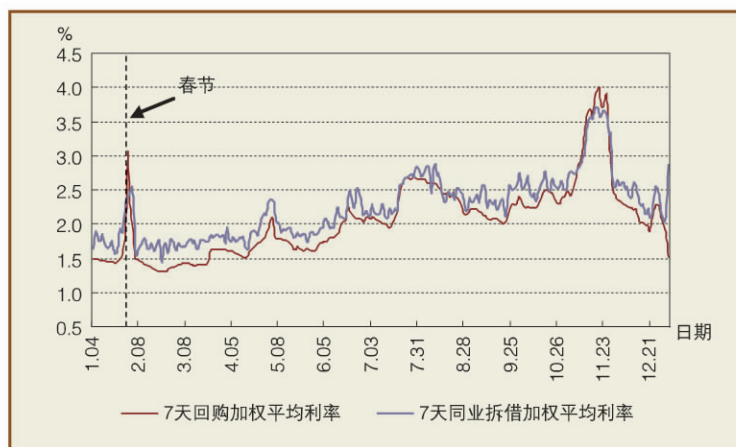


图21 2006年货币市场利率走势图

资料来源：全国银行间同业拆借中心。

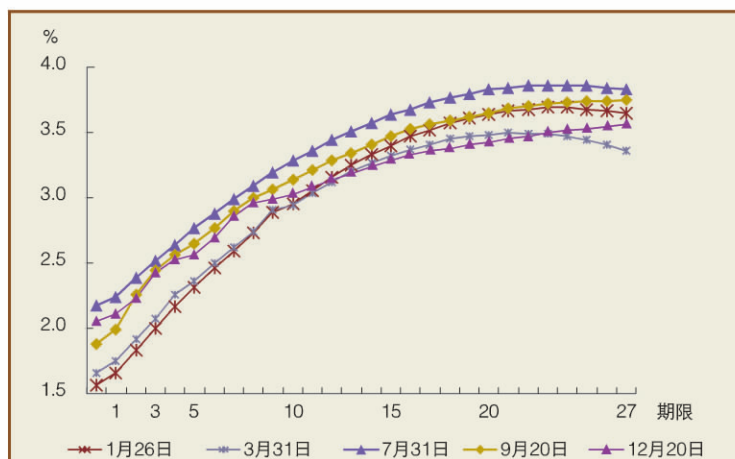


图22 2006年银行间市场国债收益率曲线变化情况

资料来源：中央国债登记结算有限责任公司。

银行间市场资金融通情况 货币市场资金流向基本稳定。大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村信用联社、其他金融机构^②、基金和保险机构等参与市场程度较高。货币市场融资结构呈现以下特点：

一是大型商业银行仍是主要的资金融出机构。中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行融出资金 14.87 万亿元，占全部金融机构融出资金的 51.7%，净融出资金 12.79 万亿元。大型商业银行资产规模大，营业网点多，吸收存款能力较强，超额备付水平较高，资金较为充裕，头寸稳定，是市场主要的资金提供者。

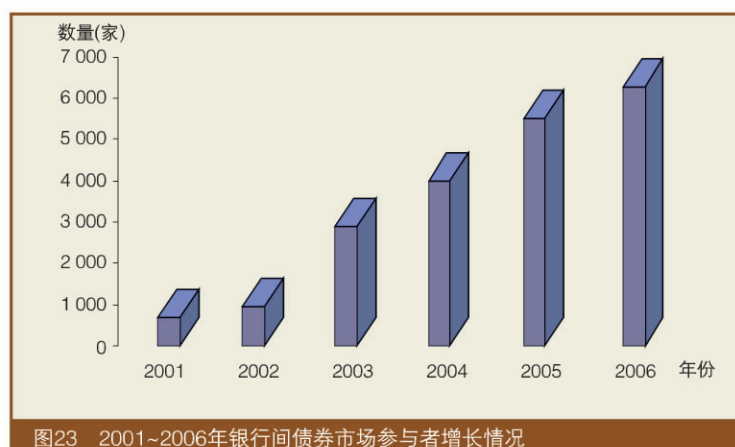


图23 2001~2006年银行间债券市场参与者增长情况

资料来源：全国银行间同业拆借中心。

二是城市商业银行、农村信用联社、其他金融机构、保险公司和基金是主要的资金融入机构。这些机构分别净融入资金 7.61 万亿元、2.72 万亿元、1.91 万亿元、1.87 万亿元和 1.82 万亿元，占全部融入量的 33.7%、14.4%、10.4%、7.5% 和 7.4%。城市商业银行、农村信用联社等区域性金融机构存贷比和超额备付率一般较低，头寸波动比较大，经常通过货币市场融资解决其头寸不足的问题。保险公司、基金与其他金融机构在证券市场中交易活跃，因此，也经常从货币市场

筹集资金用于业务经营。

银行间市场投资者情况 截至年末，银行间同业拆借市场参与者达到 703 家，包括银行、证券公司、财务公司、农村信用联社、城市信用社等，比上年末增加 8 家。银行间债券市场共有市场参与者 6 279 家，包括银行、证券公司、基金、保险机构、非银行金融机构、信用社和企业等，比上年末增加 771 家（见图 23）。

银行间债券市场参与者保持了近年来快速增长的势头，主要表现为投资者进一步丰富，非金融企业与资金集合型投资主体增加较多。在新增的市场参与者中，企业新增 718 家，基金新增 88 家。银行间债券市场参与者的快速增长表明，银行间债券市场的影响日益扩大，正在吸引更多的非金融企业与金融机构积极参与市场活动。

股票市场运行情况

股权分置改革基本完成，新股恢复发行，股票市场信心逐步增强，股票市场总体呈持续上扬走势，股票指数创历史新高。

年初，上证指数振荡上行，3 月份最高升至 1 313 点，是 2005 年 4 月份股权分置改革以来的最高水平。随着股权分置改革的推进，恢复市场融资功能成为市场发展的内在要求，5 月 25 日，中工国际工程股份有限公司公布招股书，成为第一家全流通首次公开发行的公司。全年 A 股市场首次公开发行公司达 71 家，筹资额接近 1 600 亿元。新股持续发行，特别是中国银行、中国工商银行等大盘银行股在国内 A 股市场上市等因素，使股票市场信心逐步增强，交易日趋活

^② 其他金融机构主要包括邮政储蓄机构、财务公司、外资银行、城市信用社等。

跃，股指不断走高，年末上证指数收于 2 675.47 点，全年上涨 1 494.51 点，涨幅为 126.55%（2005 年上证指数全年下跌 81.71 点，跌幅为 6.57%）（见图 24）。



资料来源：上海证券交易所。

股票市场成交量放量增加。全年累计成交 90 468.9 亿元，比上年增加 58 804.1 亿元，同比增加 185.7%。交易量变化趋势与股指走势大致相同。

外汇市场运行情况

人民币外汇即期交易情况 银行间人民币外汇市场即期日均交易量有较大幅度增长。由于交易模式灵活、交易费率大幅降低等优势，2006 年推出的即期询价市场的交易量远远超过即期竞价市场同期交易量。美元是人民币外汇即期交易的主要币种。

外币对交易情况 全年银行间外币对市场成交金额折合 756.86 亿美元，日均成交 3.11 亿美元，日均成交量比上年增长 45.18%；8 个外币对中，交易最活跃的两个外币对为美元/港币和欧元/美元，分别成交 262.62 亿美元和 222.32 亿美元，其成交量占总交易量的比重分别为 34.7% 和 29.37%。

外币拆借交易情况 截至年末，外币拆借市

场累计成交 180 笔，成交总量折合 30.1 亿美元，日均成交同比增长 39.24%。其中美元成交 170 笔，成交金额 29.41 亿美元；港币成交 10 笔，成交金额 5.32 亿港元。拆借期限基本在 3 个月以内，以 1 周内的短期拆借为主。

黄金市场运行情况

市场运行态势良好 黄金市场交投活跃，交易量明显增加。全年黄金累计成交 1 249.60 吨，同比增加 343.18 吨，增长 37.86%；成交金额为 1 947.51 亿元，同比增加 877.75 亿元，增长 82.05%；日均成交量为 5 142.40 公斤，同比增长 37.29%。国内黄金价格最高达到 186.50 元/克，

单日成交量最高达 13 025 公斤，创造了上海黄金交易所成立以来的最高纪录。

黄金价格波幅增大 国际贵金属价格高位振荡。1~5 月份，黄金价格迅速拉升，伦敦定盘价于 5 月中旬突破 700 美元的整数关口，达到 725.75 美元/盎司，创下 24 年来的新高。下半年，金价则在 580~630 美元/盎司之间振荡整理，年底收于 634.20 美元/盎司，全年累计涨幅为 19.67%。国际铂金价格波动也较大，年初为 982 美元/盎司，5 月中旬曾达到 1 335 美元/盎司，创下 26 年来的新高。下半年，多在 1 000~1 200 美元/盎司之间高位盘整，11 月份由于铂金 ETF 的传闻，铂金价格再次刷新历史新高，达到 1 402.50 美元/盎司，年底收于 1 122 美元/盎司，全年累计涨幅为 14.26%。

国内市场价格与国际市场紧密联动，行情走势基本一致。国内金价从年初的 138.00 元/克达到年底的 159.30 元/克，涨幅达到 19.42%，期间最高价 186.50 元/克，最低价 135.90 元/克，加

权平均价 155.11 元/克，高出上年 37.85 元/克。国内外铂金价格也保持较强的联动效应，国内铂金价格从年初的 262.88 元/克达到年底的 291.39 元/克，涨幅达到 13.00%，期间最高价 349.32 元/克，最低价 261.88 元/克，加权平均价 298.63 元/克，高出上年 56.86 元/克。

金融市场主要政策措施

开展人民币利率互换交易试点 为丰富债券市场利率风险管理工具，推进利率市场化改革，维护金融稳定和促进金融市场发展，2006 年 2 月 8 日，中国人民银行发布了《中国人民银行关于开展人民币利率互换交易试点有关事宜的通知》，在银行间债券市场开展人民币利率互换交易试点，允许部分机构在一定范围内开展人民币利率互换交易。该试点政策的推出，满足了银行间债券市场投资者利率风险管理及资产负债管理的迫切需要，提高了金融市场效率和金融机构利率风险管理水平，丰富了投资者选择，对加快中国利率市场化改革进程，防范金融风险，维护金融稳定，促进金融市场健康快速发展具有深远的意义。

推出债券借贷业务 2006 年 11 月，中国人民银行发布了《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》及配套文件《中国人民银行关于债券借贷信息披露和风险监测有关事项的通知》，在全国银行间债券市场推出债券借贷。债券借贷有助于提高市场的流动性，减少结算失败，支持套利、卖空等更为复杂的投资策略，刺激各种交易需求的增加，从而提高市场的有效性，深化市场功能。

继续做好信贷资产证券化试点工作，稳步推进不良资产证券化试点 根据《信贷资产证券化试点管理办法》，核准中诚信托发行第二期信贷资产支持证券 57.3 亿元，总结试点工作并会同银

监会向国务院上报《关于信贷资产证券化试点工作总结的报告》。稳步推进不良资产证券化试点，指导试点金融机构认真做好方案，并于 2006 年 12 月在银行间债券市场成功发行了信元、东元两期重整资产支持证券 37 亿元。研究资产证券化法律问题，并与亚洲开发银行共同召开国际研讨会，对涉及的法律问题进行讨论和梳理。

引入货币经纪公司，完善市场运行架构 货币经纪公司是在金融市场开展经纪业务，为金融产品交易提供信息、促成交易的专业化机构。通过专业化的信息集中方式和规范的操作流程，货币经纪公司可以有效整合市场需求信息，提高市场流动性，也可以降低交易成本，提高市场效率。2006 年 7 月，中国人民银行发布《中国人民银行关于货币经纪公司进入银行间市场有关事项的通知》，对货币经纪公司进入银行间债券市场和银行间同业拆借市场的方式、业务架构等方面进行了规范。这标志着银行间市场经纪业务正式启动，市场运行架构进一步完善。货币经纪公司的引入将会有效地提高市场流动性和交易效率，降低市场交易成本，促进价格发现，对扩大银行间市场宽度、提高市场深度、促进市场的快速健康发展具有重要意义。

完善做市商制度，提高市场流动性 为进一步发挥做市商作用，提高银行间债券市场流动性，促进债券市场价格发现，中国人民银行于 2007 年 1 月发布了《全国银行间债券市场做市商管理规定》，从降低做市商准入标准、加大对做市商的政策支持力度、放宽做市商的相关业务要求和加强对做市商的考核管理等方面进一步完善了现有做市商制度框架。全面规范了对银行间债券市场做市商的管理，增强了做市商的做市能力，提高了做市商业开展的主动性和灵活性，使更多不同类型的金融机构有机会参与银行间债

券市场的做市业务，有效强化了对做市商的激励约束，对提高债券市场流动性、促进债券市场价

格发现及推动中国债券市场的发展将具有深远意义。

专 栏

混合资本债券

为规范商业银行发行混合资本债券行为，保护投资者利益，2006年9月5日，中国人民银行发布2006年第11号公告，对混合资本债券的定义与特征、发行申请管理、投资人条件、信息披露、与相关法规衔接等问题作了明确规定。

根据《巴塞尔协议》有关规定，混合资本债券具有期限长、在一定条件下可以延期支付利息、吸收损失以及清偿顺序在后等特征，兼有股本资本的部分性质，计入附属资本，其发行额度最多能够达到商业银行核心资本的100%。

中国商业银行发行的混合资本债券具有如下特征：一是混合资本债券期限在15年以上，10年后发行人具有一次赎回权；二是如果发行人核心资本充足率低于4%，发行人可以延期支付利息，如果同时商业银行经营状况恶化，发行人必须延期支付利息；三是债券在到期时，如果发行人无力清偿债务，发行人可以延期支付本金和利息；四是当发行人倒闭或清算时，混合资本债券本金和利息的清偿顺序列于其一般债务和次级债务之后、先于其股权资本。

混合资本债券与次级债券、上市公司可转换债券一样，都是拓宽商业银行资本补充渠道的具体措施，但在性质上存在一定差别。与一

般次级债券的主要区别在于：一是混合资本债券除了偿付顺序在一般债券之后以外，还有期限长、延期支付、吸收损失等特征，因而具有更强的资本属性；二是从发行额度来看，次级债券不得超过核心资本的50%，而混合资本债券最多可以达到核心资本的100%。与上市公司可转换债券的主要区别在于：一是混合资本债券始终是一种债券，而上市公司可转换债券在行使转换权利后便成为股权；二是混合资本债券的发行条件较上市公司可转换债券更为宽松，中国的上市公司可转换债券最长期限为6年，并且有担保要求，而混合资本债券的期限至少为15年，且不需要提供任何担保；三是混合资本债券不需要行使转换权利就可吸收损失，而上市公司可转换债券要在行使转换权利后才会吸收损失。

混合资本债券的风险高于普通债券，但其风险是发行人本身固有的经营性风险，在信息充分披露的条件下，可以通过市场化方式加以识别和控制。鉴于此，对混合资本债券的信息披露要求要高于其他债券，如信息披露频率更高，发行人需按季度公布财务信息；对混合资本债券利息递延和暂停索偿权需公开披露等等。基于发行人信息的充分披露，混合资本债券在银行间市场面向机构投资者发行，强调投资者风险自担原则。

专 栏

利率互换

近年来，中国债券市场的快速发展给投资者进行利率风险管理和资产负债管理带来了挑战。一方面，由于中国债券市场绝大多数债券为固定利率品种，投资者和发行者持有大量的固定利率债券资产和负债，积聚了巨大的利率风险，迫切需要通过避险工具来化解；另一方面，债券市场产品的丰富也使得投资者资产负债结构日益复杂，迫切需要相应的衍生工具进行管理。同时，中国利率市场化改革的推进使得金融机构尤其是商业银行管理人民币利率风险的难度越来越大，对避险工具的需求也日益迫切。中国人民银行一直致力于金融市场避险工具的推动工作，先后推出了买断式回购、债券远期等交易工具，在此基础上又推出了人民币利率互换试点。

利率互换是指交易双方同意在未来的一定期

限内，根据同种货币约定数量的名义本金交换现金流的金融合约。作为一种重要的金融衍生产品，利率互换具有规避利率风险、优化资产配置结构及降低筹资成本的功能。目前利率互换已经成为全球交易规模最大的金融衍生产品之一。

人民币利率互换试点自推出以来，市场反响热烈，广大市场成员积极参与，人民币利率互换市场正处于蓬勃发展的阶段中。截至年末，共有 50 家机构按照有关规定向全国银行间同业拆借中心提交了人民币利率互换交易风险管理制度和内部控制制度备案材料；有 21 家机构参与了人民币利率互换交易，其中，政策性银行 1 家、国有商业银行 2 家、股份制商业银行 5 家、城市商业银行 1 家、保险公司 5 家、外资银行 6 家、国际开发机构 1 家，共成交 103 笔交易，名义本金总额 355.7 亿元。