

!

亚太财经与发展中心

工作简报

二〇〇八年第五期 总第二十二期

二〇〇八年十月

目 录

【AFDC动态】

网络无边界 价值再创新 -- “发展公司债券市场”国际研讨会成功举办

亚太财经与发展中心新版网站正式开通

上海国际发展评价培训项目 (SHIPDET) 2008 秋季班顺利开班

【AFDC观察】

次贷危机与公司债券市场发展

【观点摘登】

“发展公司债券市场”国际研讨会观点摘登

【AFDC动态】

网络无边界 价值再创新

-- “发展公司债券市场”国际研讨会成功举办

9月22日至24日，由亚太财经与发展中心 (AFDC) 与世界银行联合举办的“发展公司债券市场”国际研讨会在上海国家会计学院成功举办。除了国内外60多名学员代表在上海参加了面授培训之外，越南河内、胡志明、蒙古乌兰巴托以及斯里兰卡科伦坡四个远程学习中心通过全球发展学习网络 (GDLN)，聚集了来自各国财政部、商业银行、证券公司等机构的110多名学员，积极活跃地参与了以“发展公司债券市场”为主题的跨越边界的知识分享与交流活动。

债券市场是一国金融体系的重要组成部分，它是一国经济发展到一定阶段的产物，它的发展对一国投融资体制以及金融市场资源配置状况有着重要的影响。作为债券市场重要组成部分，公司债券为公司制企业提供了一种直接融资工具，它的健康发展可以进一步发挥市场资源配置的作用，丰富金融市场的交易工具，同时也有助于改善公司的治理结构。

在为期两天半的国际研讨交流中，亚洲开发银行高级顾问 Masato Miyachi、摩根大通银行董事经理 David G. Fernandez、彭博社 (Bloomberg) 高级顾问 Nitin Jaiswal、日本大和证券研究所高级顾问 Noriyuki Suzuki、马来西亚评估机构有限公司首席执行官 Fook Wah Wong、宝钢集团有限公司资产经营部部长王成然、上海证券交易所产品开发部总监陈支左等专家分别就“公司债券市场概览”、“公司债券的发行市场”、“公司债券市场的定价机制”、“日本公司债券市场的发展”、“增强公司债券市场的流动性”、“公司债券市场的信息披露和透明度”、“中国公司债券市场的发展”等主题向各国学员进行了交流与分享。值得一提的是，世界银行资本市场高级顾问 Noritaka Akamatsu 也利用全球发展学习网络 (GDLN) 在越南通过大屏幕做了题目为“公司债券市场投资

者保护”的精彩演讲。

无论是上海现场，还是越南、蒙古及斯里兰卡的学员，都结合各自所关注的焦点问题，诸如“公司债券的二级市场在亚洲的流动性情况”、“马来西亚公司债券和韩国公司债券占GDP的情况”、“银行债券的区分问题”、“亚洲发债量少是金融系统发展问题还是因为风险管理问题”、“越南的政府债券市场现状”等展开了踊跃、生动的互动与交流。时差相隔12小时的世界银行华盛顿总部，也对上海利用GDLN开展的这项区域范围的国际研讨会给予了积极关注，并希望能够持续跟踪这次研讨会的研讨成果与进展。

“网络无边界，价值再创新”。在当今经济全球化的国际背景下，区域加强合作、才能共享金融市场的进步。同样，知识合作、技术创新也需要超越边界，才能更加有效地创新价值。“发展公司债券市场”国际研讨会首次利用全球发展学习网络在四国五地之间成功举办，为AFDC进一步整合国际师资、组织国际学员拓宽了思路。（作者：王颖）

亚太财经与发展中心新版网站正式开通

作为亚太财经与发展中心 (AFDC) 的重要对外宣传窗口，改版后的AFDC网站于10月6日正式开通，网址为：[3 HYPERLINK "http://www.afdc.org.cn" 4 www.afdc.org.cn5](http://www.afdc.org.cn)。

随着AFDC对外培训规模不断扩大，财经领域研究逐步深入，以及在亚太区域影响力的快速提升，旧网站各项功能已无法更好宣传AFDC的各项活动和业务，改版已势在必行。改版后网站功能模块主要包括：新闻中心、研究活动、活动信息、全球发展学习网络、精彩图库和资料下载等几部分。其中，重点增加了新闻报道、资料库、图库和视音频资料在线播放功能。另外，新开通的英文版面包括了新闻报道、培训、论坛、研究成果和资料库等重要内容，以期快速时效地向浏览者反映AFDC

动态。此外，上海国际发展评价培训项目 (SHIPDET) 作为 AFDC2007 年启动的核心品牌项目，也开通了项目网站 (3 HYPERLINK "http://www.afdc.org.cn/shipdet"

4 http://www.afdc.org.cn/shipdet5)。AFDC 的目标是努力将其建设成为亚太地区发展评价人员的第二课堂和相互交流经验、共享信息、分享知识的网络平台。

新网站的开通，将成为外界更快捷获悉 AFDC 动态资讯的窗口，为进一步扩大 AFDC 知名度和影响力提供了更为优化的信息平台。(作者：刘廷和)

上海国际发展评价培训项目 (SHIPDET) 2008 秋季班顺利开班

10月9日，由财政部、世界银行、亚洲开发银行和亚太财经与发展中心 (AFDC) 联合举办的上海国际发展评价培训项目 (SHIPDET) 2008 秋季班在上海国家会计学院拉开帷幕。来自印度尼西亚、斯里兰卡、孟加拉国、阿富汗、越南、菲律宾、南非以及国内西部开发办、财政部系统的 70 多名学员代表参加此次为期九天的培训。

近年来随着公共管理改革的不断深化，发展中国家已经越来越意识到建立健全完善的绩效评价机制可以全面改进政府管理和服务工作，优化行政资源配置，促进政府管理决策能力的提高。面对公共管理领域内绩效评价人才短缺问题，各国政府正致力于积极开展以人才培养为核心，以机制建设和基础研究为主体的能力建设。从 07 年 4 月份起，由四方共同举办的 SHIPDET 培训班充分整合国际国内资源，为亚洲地区及中国政府的评价能力建设初步搭建了资源共享和知识交流的平台，培养了大批理论与实践能力突出的绩效评价专业人员。

2008秋季班在充分借鉴前三期培训的经验基础上，仍邀请世界银行

高级评价师雷·瑞斯特先生 (Ray Rist) 和国际金融公司首席评价师琳达·莫里斯女士 (Linda Morra-Imas) 主讲以“十步法”为核心的基础课程，同时结合新出现的问题和趋势，与各位学员分享发展中国家和发达国家的发展评价情况、共同关心的问题以及未来趋势。世界银行高度重视此次培训，世行独立评价局局长Gheryl Gray女士亲临上海，并作主题为“独立评价局在世行的作用”的精彩演讲。亚洲开发银行的业务评价局评估专家 J.Scott Bayley介绍了亚行开展绩效评价的情况，科技部科技评估中心副主任陈兆莹女士介绍了中国IFIs项目M&E诊断研究进展。此外，该培训还组织学员参观考察由亚行提供融资支持的“南浦大桥”项目，并要求学员在理论联系实际基础上开展试评价。整个培训将采用丰富多彩的教学内容和方法，通过小组讨论、现场教学与专题讲座等，向学员多角度、多渠道传授发展评价知识和理念，激发他们学习“以结果为导向”的发展评价理念的积极性和创造性。(作者：王颖)

【AFDC观察】

次贷危机与公司债券市场发展

大约一年多以前，全球最为流行和最引人关注的金融问题是流动性过剩。因为过多的流动性会导致资产价格的泡沫和全球性的通货膨胀，进而影响全球经济的稳定和发展，各国政府和学者都在寻找流动性过剩的根源和降低流动性的方法。确实，各国政府相对宽松的货币政策催生了流动性，而金融市场特别是衍生产品市场的蓬勃发展又使得市场流动性进一步泛滥。在流动性过剩时期，企业比较容易以较低的成本获取资金，这就对企业放大自己杠杆融资的规模提供了激励。各种企业以成倍的规模放大自己的债务。

流动性过剩导致了全球范围内的通货膨胀，这严重破坏了世界经济秩序。面对日益严峻的通货膨胀压力，各国政府纷纷开始实行紧缩的货币政策，同时，很多政府对次贷危机的影响认识不足，他们认为次贷危

机并不会对美国乃至世界的金融和实体经济产生严重影响。似乎在一夜间，过分紧缩的货币政策最终导致了市场流动性的不足，当到达一定程度的时候，金融体系最薄弱的环节首先开始出现问题。过分放大杠杆作用并大量举债的投资银行首先爆发危机，美国五大投行中的三家或倒闭、或被并购，债务危机直接影响了市场投资者的信心，于是更大范围内的信用危机和金融危机爆发了。由于过度负债和缺乏流动性，美国和欧洲的很多银行开始陷入危机。金融危机已经产生，并且深化发展，这将不可避免地对实体经济产生不利影响，甚至有引发经济危机的可能。

公司债券市场是金融体系的重要组成部分，也是公司重要的融资场所（在西方国家，发债融资是企业融资的重要方式，这与我国有很大的不同）。毫无疑问，本次危机将对公司债券市场产生深远的影响。鉴于此：

（1）信用危机会使企业发债利率上升，从而导致融资成本上升，同时，银行和其它投资者可能会产生惜贷的情绪，这对公司债券市场发展和公司本身的发展都会产生很大的不利影响。

（2）虽然次贷危机产生于次级债券，可是危机的扩大化也影响到了公司债券品种，很多公司债券的衍生产品甚至公司债券本身都面临着危机，结构性融资工具的复杂性和风险性被人们所诟病。因此，可以预见，在不远的将来，公司债券市场工具将会有很大的变化，投资者可能更愿意投资于那些有明确现金流，风险可以掌控的债券产品。

（3）本次危机会使公司债券市场的机构投资者和其它参与者有很大的改变。大量机构投资者可能会因为危机而破产，市场上的投资者面临着重新洗牌的命运，银行可能在公司债券市场中发挥更大的作用。同时，评级机构等中介机构在此次危机中也被指责，美国证券委员会和欧盟对评级机构进行了调查，并对评级机构的监管政策进行了调整，这将对评级机构等市场中介机构在今后的行为和发展产生深远的影响。

在本次次贷危机中，各国的监管机构，特别是美国政府负有不可推卸的责任。超常规地发展金融产业和衍生产品市场，使得杠杆规模逐步

扩大，而政府缺乏对市场行为的有效监管，有些国家甚至出现法律空白的状况。因此，华尔街的投资银行家们就把一些垃圾债券经过不同的分拆包装，最后以AAA级债券出售，投资者甚至不知道这个金融产品的风险何在，风险规模有多大，他们同时也不知道这些金融产品的现金流来自哪里，这样，当危机来临时，各方很难找到相应的解决策略。因此，金融工具设计缺乏透明性也是本次危机的重要原因。

这场危机还远没有结束，各国政府通过向市场注资增加流动性，展望未来，全球将不可避免地进入降息周期，通过降息来刺激流动性和经济增长。但是，这些政策就能足以化解这场危机吗？降息可以减轻借款人的压力，但在市场信心严重不足的情况下，却很难增加信贷需求，让经济回暖。因此，政府可能会进一步从信贷市场入手，采取更为激烈的政策，近来很多国家将商业银行国有化似乎就有这个倾向，必要的时候，各国政府很可能还会对企业借贷进行担保等，总之，未来全球经济将向何方发展，各国政府能否力挽狂澜，让我们拭目以待。（作者：吉瑞）

【观点摘登】

“发展公司债券市场”国际研讨会观点摘登

Masato Miyachi : (亚洲开发银行高级顾问)

愈演愈烈的金融危机让我们看到西方的证券化市场模式并不是一个完美的模式。在他们的证券化模式中，不断地进行风险分散，以至于我们并不知道风险在哪里，也还不知道这个风险会带来什么样的后果。我们能够吸取的教训就是，可以把原来BBB级的产品经过重新包装变成AAA级的产品，这是不正确的，所以我们必须回到最为基础的地方。在我们关注证券化产品的时候，要能看到它的起源，看到它能带来的收益。如果我们不懂一些非常复杂的证券化产品，完全可以不购买这个产品。

David G Fernandez : (摩根大通银行董事经理)

在有些国家，公司债券市场的政策很不错，政府也成功地吸引到了外国投资者，但是短期来讲，本地投资者是一个薄弱环节，这也导致外国人在进一步投资的时候比较犹豫。其根本原因在于，如果没有国内投

投资者的高速发展和进一步投资的话，外国投资者就会觉得国内的投资者对本国的公司债券市场信心不足，从而对该国的公司债券市场抱以怀疑的态度。所以在公司债券市场方面我们觉得要进一步引入更多的国内投资者，而且让国内投资者更加多元化。

Fook Wah Wong：（马来西亚评估机构有限公司首席执行官）

我们认为一个成功的评级机构应该具备以下一些要素：首先，评级机构要开发一个统一的评级方法，并具有必要的技术条件，或者有很好的平台和数据库。其次，评级机构要保持独立性和客观性，并要让市场相信其评级非常可靠。再次，评级机构评级的准确性和及时性。最后，评级机构要根据评级结论来保证评级质量，只有这样做，市场才能相信它的独立性、公正性和客观性。

Nitin Jaiswal：（彭博社 Bloomberg 高级顾问）

我认为，所谓好的定价机制，有以下这些特点：第一，很容易理解并容易做。越做越复杂的定价机制最终会产生一系列的问题，就如美国现在这样。第二，有信用曲线和产业曲线。信用曲线是我们根据公司信用评级定价的基础。但是，具有相同信用评级的不同产业的公司，它们的风险是不同的，因此，随着市场的增长，我们必须也要有基于产业的模型和曲线。第三，必须要有来自市场的信息，市场的参与非常重要。第四，定价机制要随着市场的变化而变化。定价必须随着人们的心理预期，随着市场上人们的心理变化进行调整。最后，所有的市场参与方都接受这个定价机制。一个好的定价必须要有很多人，包括监管者的接受。

Noritaka Akamatsu：（世界银行资本市场高级顾问）

所谓投资者保护是法律或者监管上的概念，对债券市场上一些专业的投资者来说，他们应该自己分析并且管理风险，而不是由监管者来保护他们。只要发行人适当地披露了信息，机构投资者也了解发行债券的特点，投资者就需要自己具备管理风险的责任。所以风险管理和投资者保护其实是两个完全不一样的概念。

美国的次贷危机开始深入发展，我认为有三个关键问题：一是美国 and 全球其它市场曾经面临着过剩的流动性，过去美国市场上有非常多投资的基金，他们希望获得更多可以投资的资产，这就是促使市场流动性不断增加的原因。二是许多抵押贷款银行信贷审核员之间存在过分竞争的情况，他们只需要给华尔街的投资银行提供借贷，从华尔街获取证券化的产品，就可以获得很大的收益，这就带来了扭曲的激励。三是金融工具的复杂性不为人们所知，同时对这些金融工具设计缺乏透明性。我个人觉得目前的监管部门没有对投资者进行充分的保护，即使是经验最丰富的金融机构或者市场都可以从这次风暴中学习到很多东西。

Noriyuki Suzuki：（日本大和证券研究所高级顾问）

在日本发展公司债市场的时候，政府监管者的激励措施主要是建立了一个很好的定价机制。如果定价低，就无法吸引公司发债，反之就不能吸引到投资者。尽管如此，政府也不能影响到整个定价，同时在信息披露方面做了一些努力。也就是说信息披露是个重要的问题，政府可以在这个方面做一些努力，并且可以提高整个交易的透明度，这也是一个非常关键的问题。日本在发展公司债券市场的过程中，并没有对公司发债进行税收激励，但我个人觉得，政府还应该对发行者和投资者有相应的税收激励措施。

陈支左：（上海证券交易所产品开发部总监）

中国公司债券市场发展的未来展望：（1）扩大发行规模。根据债券的特点，建立一个与股票市场并行、独立完整的债券市场体系。（2）增加债券品种。增加公司可转换债券与各种资产抵押等支持性债券的发行量，并丰富债券的利率与期限设计。（3）建立统一的监管体系。发达国家将各类债券的发行和交易监管整合在证券监管机构之下（除了国债的发行一直由财政部负责之外），形成了统一、高效、互联的债券监管体系，这也将是中国的方向。（4）统一互联的债券二级市场体系。从长期来看，未来交易所市场和银行间市场终将形成统一互联的二级市场体系，实现联网交易。（5）管制放松，发行市场化。（6）建立合理的信用

评级体系。将信用评级机构纳入证监会的监管范围，加强评级机构的信息披露；逐步将公司债的评级结果作为发行的依据；促进评级机构的发展、扩大评级机构的市场影响力。（吉瑞整理）

责任编辑：曹声容

本期编辑：王颖

亚太财经与发展中心联系方式：

地址：中国上海市青浦区蟠龙路200号

传真：021-69768233

邮政编码：201702

电子邮件：3 [HYPERLINK](#)

"mailto:secretariat@afdc.org.cn" 4 [secretariat@afdc.org.cn](#)5

电话：021-69768029

网站地址：www.afdc.org.cn