

时代海阔天高 市场水大鱼大

——写在交易商协会成立十五周年之际

Unlimited Opportunity

—On the Occasion of the 15th Anniversary of the Establishment of NAFMII

○ 于春玲

新华基金管理股份有限公司总经理，曾任中国银行间市场交易商协会第一届培训专家委员会主任委员

摘要

从1997年银行间债券市场的创立，到2007年交易商协会的成立，这十年跨越了两个世纪，经历了市场从无到有的探索初期，迎来了规模起步后需要自律管理才能提速行进的快速发展期。伴随着GDP从1997年的4万亿元到2007年的24万亿元再到2021年底的114万亿元，银行间债券市场规模也从0.48万亿元到12万亿元再到130多万亿元，期间交易商协会一直靠自律、创新和服务在保驾护航。历史如云，时代如潮，初心如磐，祝愿交易商协会带领我们会员在市场里劈波斩浪、行稳致远，期待共同续写下一个辉煌。

关键词

银行间市场 交易商协会 市场化改革创新 自律管理服务

Abstract: The interbank market has witnessed rapid growth since its creation in 1997, and the establishment of NAFMII in 2007 has been a critical factor in sustaining growth as the market matured. As China's GDP grew from 4 trillion yuan in 1997 to 24 trillion yuan a decade later, the interbank bond market expanded from 0.48 trillion yuan to 12 trillion yuan. GDP reached 114 trillion yuan in 2021 while the bond market topped 130 trillion yuan. This rapid growth was enabled by the self-regulation provided by NAFMII as well as the organization's dedication to innovation and service. I believe that in the coming decades, the interbank market, benefiting from continued self-regulation, will expand further and move in the direction of high-quality development.

Keywords: Interbank Market, NAFMII, Market-oriented Reform and Innovation, Self-regulatory Services



关注中国金融市场，不可能不关注银行间市场，而关注银行间市场，不可能不关注到市场成员的家园——中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）。白驹过隙，2022年9月迎来交易商协会十五周年的生日，距离银行间市场成立亦有二十五载。银行间市场逢改革开放应运而生，交易商协会伴创新发展不断壮大。问渠溯源，1993年底中央建立社会主义市场经济体制若干文件，催生了1994年银行间外汇市场、1996年同业拆借市场及1997年银行间债券市场的从无到有；1997年金融机构间债券电子交易系统的推出，标志着银行间债券市场的创立。又过10年，2007年9月3日，交易商协会成立，体现了政府与市场职能分离的改革进程中，通过动员市场参与者的力量，对市场化自律管理模式的有益探索。作为经历和见证金融市场改革开放的金融老兵，始终感受到交易商协会围绕“自律、创新、服务”的宗旨，坚持创新引领发展，在自律管理、备案审核、产品创新、风险工具、信息服务和开放交流等方面，树起了一座座有历史意义的里程碑。

坚持市场化创新，不断探索行业自律管理模式

市场经济的本质是市场决定资源配置，改革开放初期，需要着力解决的正是

市场体系不完善、政府干预过多和监管不到位的问题。我国的银行间市场自1997年设立后，人民银行在担负对市场行政管理职责的同时，也承担了一些本该由自律组织所承接的自律管理职责。从国外场外市场（OTC）发展经验看，设立自律组织，可以充分动员市场参与者自身的力量进行自律性管理，通过市场化方式更好地促进市场的创新与发展。2007年9月3日交易商协会的成立，标志着传统“政府-市场”二元监管结构，向“政府监管-自律组织-市场”三元稳定结构转型，是中国金融监管部门和金融市场人员，就如何处理政府和市场关系这一课题，做出的一次有意义的探索和实践。

社会主义市场经济的核心就是处理好政府和市场的关系。在市场创建和启动阶段，政府监管发挥主导作用。在市场成熟发展阶段，自律管理成为管理体系的重要方面。政府行政管理具有权威约束下的规制作用，而自律管理连接市场和政府两端，一方面代表市场成员利益，理解市场主体切实利益所在，另一方面又承接政府部门管理意图。交易商协会自成立以来，集市场会员之智慧、急市场会员之所需，立足OTC市场特质，在开展金融创新、推动市场扩容、加强自律管理、服务会员等方面开展了许多有意义的工作，让市场主体的创新功能真正发挥出来。

加强机制创新，持续优化企业市场化融资备案审核流程

2005年，人民银行重启短期融资券，并明确采用备案制，发行利率由市场决定，不需要银行强制担保，同时须按规定披露相关信息。这不仅是银行间市场债券市场化定价发行的一小步，更是中国金融市场化改革的一大步。

交易商协会成立后，积极推动机制创新，建立了非金融企业债务融资工具注册发行管理机制。在人民银行的指导下，交易商协会先后发布有关债务融资工具注册、短融和中票业务指引、信息披露等7个文件，中期票据也在同期落地。在随后的发展历程中，交易商协会不断探索制度创新，建立了一套市场化发行注册管理体系。债券发行注册制的建立，不仅提高了发行审核的效率，简化实体企业融资程序，更是用市场化的方式培育了债券市场，为利率市场化定价、疏通货币政策的传导路径做出了积极贡献。债务融资工具的创新，从发行承销和投资配置两个方面，带动和促进了金融机构内部投行业务与投资业务在组织架构、流程衔接、风险隔离和全面服务的提升，促进了我国企业融资结构的改善，增加了银行体系中间业

务收入来源。截至2022年7月，以短期融资券、中期票据、定向工具、资产支持票据为主的非金融企业债务融资工具余额接近15万亿元，占非金融机构信用债比重接近43%。

掌握市场标准的制定权，发布NAFMII主协议

我国场外金融衍生产品市场发展初期，由于缺乏经验和自律组织，市场参与者只能采用简单的签订一对一合同的形式达成交易，合同文本或采用ISDA协议的国际通用文本，或由各机构自行拟定。随着中国金融开放，推出我国的统一主协议文本已经是大势所趋。这不仅有利于降低交易成本和减少法律风险，而且有利我国掌握市场标准的制定权。2009年3月16日，交易商协会正式对外发布《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》（简称“NAFMII主协议”）文本^①。

众所周知，1992年、2002年的ISDA标准文本，以及2009年3月被称为“中国版ISDA”的NAFMII统一标准文本的诞生，分别奠定了国际和国内场外金融衍生产品交易标准化的里程碑。按照NAFMII主协议规定，不管是内资还是外资，所有人民

^① 金融圈里都知道，NAFMII既是中国银行间市场交易商协会英文“National Association of Financial Market Institutional Investors”的缩写，也代表着中国场外金融衍生产品交易统一标准文本的简称，与国际掉期与衍生工具协会（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）的ISDA协议标准本文相对应，是场外金融衍生产品交易的中国标准。



币产品交易都要适用新的主协议，适用中国法律。仲裁机构须是国内注册的仲裁机构，上诉法院也须是中国的人民法院。场外金融衍生产品交易通过交易双方一对一谈判达成，缺乏中间对手方和标准化交易条款，因而主协议的作用尤显重要。可以说，NAFMII主协议是场外衍生品市场规范有序发展必不可少的基础性制度安排。

推动产品创新，践行服务实体经济的初心

实体经济是我国的立国之本，是金融行业根基。实体经济和金融行业共生共荣，服务实体经济是金融行业的天职和本分。多年来，交易商协会组织银行间市场会员，紧跟国家大政方针，顺应市场环境变化，满足实体需要，基于市场化发行机制，先后推出短期融资券、中期票据、超短期融资券、资产支持票据、项目收益票据、绿色债券、永续票据、熊猫债等创新产品，大大拓宽了发行人的范围、投资者的选择空间。纵观交易商协会的融资工具类别，涵盖了扶贫、乡村振兴、绿色债券、自贸试验区债务、中小企业等众多领域，可以说产品创立历史紧随着中央决策的各项重点，全力服务了实体经济。

为解决广大中小民营企业融资难的问题，2009年中小企业集合票据在上海、广州、浙江等省市成功发行，成为中小企业融资工具的一次有意义的探索。为贯彻

“房住不炒”“租售并举”的指导思想，交易商协会推出银行间市场资产担保债务融资工具、保障性租赁住房债务融资工具、银行间类REITs等“三大工具”，在南京、成都等地开始了首批试点，为银行间市场助力新市民和青年群体“住有所居”探索新路径。为应对气候变化，支持传统行业绿色低碳转型，交易商协会在人民银行的指导下，筹备转型债券融资工具，专项用于企业的低碳转型领域，重点推动传统行业转型升级，试点领域包括电力、建材、钢铁、有色、石化、化工、造纸、民航等八个行业。用实际行动贯彻发展新理念，助力我国产业转型升级，做大做强。

2018年，交易商协会组织市场成员在国内首创“CRMW创设+债券发行”的模式，缓解民营企业融资难融资贵的问题，支持了一批中债隐含评级低、市场融资存在困难的民营企业。截至2022年6月末，CRMW累计创设名义本金800亿元，支持了1974亿元债券发行，其中民营企业名义本金占比达50%，发行债券1088亿元，占比达50%。

我国企业通过债券市场融资占社会融资总规模的比重最高达到近两成，成为除贷款之外实体企业获得资金的第二大渠道，融资成本总体低于贷款成本，银行间市场已成为实体融资重要的组成部分。交易商协会凝聚市场建设者和参与者力量，

回归初心，把服务实体经济作为落脚点，丰富企业直接融资工具，优化社会融资结构，引导资金流向重点领域、重点行业和薄弱环节，支持经济结构转型调整升级。

探索创新风险管理工具，适时推出中国版CRM

金融市场化改革离不开创新，创新是市场发展的源泉。在体制机制不完善、空白领域较多的市场开荒阶段，更需要开放的借鉴思维和勇敢的尝试探索。同时，创新也面临着不确定和挑战，非敢于担当者不可为。

美国次贷危机后，华尔街的信用违约互换（CDS）、担保债务凭证（CDO）留给国内银行和企业的阴影久未散去。这个时候推出中国特色的信用风险缓释工具（CRM），需要有借鉴创新的勇气和完善市场工具的担当。2009年，交易商协会通过系统总结国际金融危机的教训、启示和最新动态，经过与监管和市场的充分讨论，成立了我国首家专业债券信用增进机构——中债信用增进投资股份有限公司，为中小企业及低信用级别企业发行直接债务融资工具提供信用增进服务，推动市场信用风险分散分担机制建设。随后，交易商协会创新性推出了中国特色CRM，解决了当时国内信用衍生品长期缺位，市场参与主体难以通过市场化工具对冲、转移和规避信用风险的主要矛盾。随着CRM的创

新，已推出涉及信用评级、企业性质和地域类型不同维度的CDS指数产品。

随后，利率互换、利率远期协议、债券借贷等衍生产品相继创立，规模持续扩大，市场对冲、避险工具不断丰富。到2021年，银行间本币衍生品市场共成交21.4万亿元，其中利率互换名义本金总额21.1万亿元，标准债券远期成交2614亿元，信用风险缓释凭证创设名义本金295.2亿元，信用违约互换名义本金36.3亿元。衍生品市场的发展，对提高价格发现能力，丰富交易策略安排，提升管理风险能力起到了重要作用。

完善债市基础性制度，夯实市场发展的架构体系

在债券市场建设的探索中，交易商协会依托市场推动和主动创新两大支柱，在实践中形成了多层次、多链条、多领域的创新产品，构建了覆盖市场参与者各项需求的债券产品、融资工具和衍生产品，建立了符合中国特色社会主义市场经济和实体经济需求的金融产品创新体系。

围绕债券发行及后续管理的全生命周期，交易商协会结合注册、发行、承销、投资以及投后管理中的新情况新问题，不断丰富和完善规则流程，提升自律管理的效率和水平。在注册发行方面，定期更新非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程和注册文件表格体系，公告发行规

范指引和簿记建档发行工作规程，发布规则规范中介服务，制定主承销商尽职调查指引，发布投资人保护条款示范文本。在存续期管理方面，发布存续期管理工作规程，制定信息披露规则，定期更新存续期信息披露文件示范文本和表格体系，不断优化信息披露等自律规则。

创新的维度除了产品，也包括发行机制。交易商协会贯彻债市深化改革的政策精神，持续优化债务融资工具市场分层管理机制，按照市场化、法治化、国际化的改革方向，创新推出“常发行计划”机制。截至2022年6月30日，23家企业成功试点“常发行计划”机制，标志着债务融资工具信息披露分层管理机制的正式落地。而这些企业，过去两年累计发行平均不少于25只。

在市场化约束监管机制方面，交易商协会同银行间市场参与机构，不断完善评级管理模式，使债券定价准确反映融资主体的信用情况变化。为提高评级机构专业性、公信力和竞争力，交易商协会推动建立投资者主导的市场评级制度，于2010年成立中债资信评估有限责任公司，推广并探索投资人付费评级模式，并设立信用评级专业委员会。

在违约处置机制方面，交易商协会初步探索和健全投资者保护。一是推动形成了非司法处置、提起违约诉讼或仲裁、破产重组或清算等多元化的违约处置路径；

二是加强发行前投资者保护，强化市场化风险约束机制，发布并推广《投资者保护条款范例》；三是加强持有会议制度和受托管理人制度建设；四是加强信用违约互换（CDS）、信用联结票据（CLN）等产品创新。

加强开放创新，通过双向开放扩大国际影响

银行间市场的国际化步伐从未停止。难能可贵的是，交易商协会还在孜孜不倦地体系化建立中国市场的标准协议，包括金融衍生品交易、贷款转让交易、凭证特别版、债券回购交易、票据交易、债券借贷交易主协议。规范的领域包括多类主要金融资产、多种交易类别，在相关领域树立“中国标准”，将相关领域的会员与非会员金融机构相关金融行为从标准到内控再到风险管理都纳入自律管理体系，从体系和制度上规范了相关金融行为的开展。

中国债券市场与国际主体交叉的另一个金融产品是熊猫债。截至2022年5月末，熊猫债的累计发行金额为3 845亿元；2021年的余额为1 389亿元，其中国际开发机构及跨国企业占比达44%。就我的切身经历而言，经历过外国领导人在出访中很具象地要求与交易商协会、金融机构洽谈，商讨并促成有关全球化主体在中国这个全球第二大经济体的债券市场发行熊猫债融资的成功案例。

对外开放的步伐从未止步。截至2022年5月末，境外机构持有主要债务融资工具的比例为0.64%，这与海外成熟市场相比，还有较大发展空间，对外开放任重而道远。

注重服务创新，依靠会员和依托平台开展培训交流

作为金融从业人员，无论我在银行，还是在保险资管机构，乃至到现在的公募基金，工作中都离不开对信用债券最新政策的了解，也能够从交易商协会的网站上便捷地找到最新的市场分析或清单要求。协会的培训活动也有声有色，正常情况下协会的线下培训每个月有2至3次，疫情下2022年线上培训周周有，成为会员的交流学习收藏夹。在信息研究方面，《金融市场研究》是国家A类学术期刊，以研究中外金融市场发展理论、实务理论评析、制度比较、市场创新理论逻辑等为重点，秉承“前沿性、创新性、实用性”理念，已经成为中国金融市场改革发展人士交流和探讨经济金融问题的平台。

时代海阔天高，市场水大鱼大。我国银行间市场经过二十五年的发展，形成了以机构投资者为主要参与者，以一对一询价为主要方式，包括银行间同业拆借市场、银行间债券市场、银行间外汇市场、银行间票据市场等子市场在内的多板块、多层次市场体系，规模稳步增长，品种不

断丰富。银行间市场无论从存量规模，还是从交易流量上看，都占到金融市场的60%左右。市场参与者范围从初期的银行，扩展到各类金融机构。交易商协会的会员机构日益丰富和多样，除了银行类金融机构以外，还有643家证券、基金、保险等非银机构，1145家会计师事务所、律师事务所等中介机构，5223家企业发行人等。多样化的机构，丰富的产品，给市场注入了源源不断的活力。

回首交易商协会成立的这十五年来，广大银行间市场的参与者、建设者们，栉风沐雨，携手前行，创造了中国金融市场改革发展的光辉岁月。展望未来，纵使世界局势纷繁复杂，全球经济面临许多前所未有的风险和挑战，但是“风物长宜放眼量”，我们国家依然处于发展的战略机遇期。在人民银行、交易商协会以及广大市场参与者的共同努力和奋斗下，相信银行间市场将继续伴随中国经济改革向纵深推进，进一步发挥债券市场融资功能、创新债券市场产品、支持实体经济发展、提升债市对外开放水平、拓展债市深度和广度、完善债市制度、加强市场监管，做出新的更大贡献。以市场化为引领，规范化为要求，专业化为基础，智能化为工具，国际化为契机，祝愿协会带领我们会员在市场里劈波斩浪、行稳致远，期待共同续写下一个辉煌。[N]

学术编辑：韦燕春