

工作报告
编号 12/19

试论我国国债市场的发展战略

经济分析
香港，2012年9月11日

试论我国国债市场的发展战略

作者：周颖刚（香港中文大学深圳研究院、香港中文大学商学院），陈世渊（香港BBVA）

2012年9月

摘要

本文将回顾我国国债市场的发展历程，分析其现状、问题以及在中国经济改革中的地位 and 作用，并从战略的高度对我国国债市场的发展提出政策建议，包括发行特种国债实行国民经济第三次债务大重组、进一步发挥国债市场在利率市场化进程中的作用、形成统一的国债市场体系、和立足人民币国际化发展国债离岸市场等。

关键词：国债，国债市场，人民币国际化，离岸市场，经济改革

JEL: E G O

试论我国国债市场的发展战略¹

周颖刚

(香港中文大学深圳研究院、香港中文大学商学院)

陈世渊

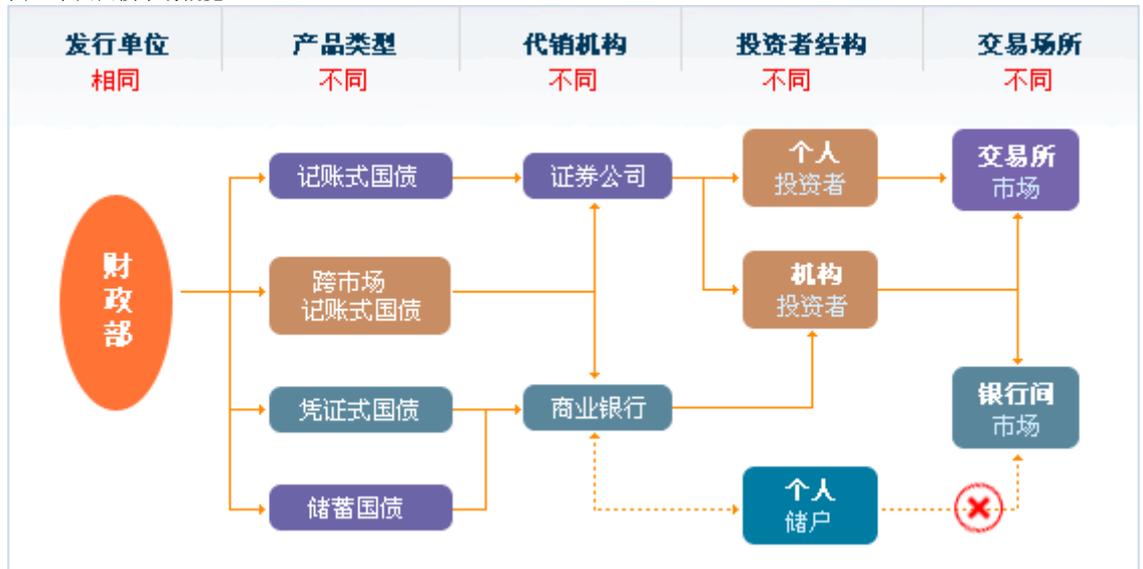
(香港BBVA)

本文将回顾我国国债市场的发展历程, 分析其现状、问题以及在中国经济改革中的地位和作用, 并从战略的高度对我国国债市场的发展提出政策建议, 包括发行特种国债实行国民经济第三次债务大重组、进一步发挥国债市场在利率市场化进程中的作用、形成统一的国债市场体系、和立足人民币国际化发展国债离岸市场等。

一、我国国债市场的发展与现状

我国的国家债券由财政部代表中央政府发行, 由国家信用担保。我国在 50 年代为了筹集战后重建和恢复经济发展所需的资金, 曾经发行过约 38.5 亿人民币的“人民胜利折实公债”和“国家经济建设公债”。以后相当长的时期我国由于实行量入为出的保守财政政策, 没有发行国债, 也没有政府债务。1981 年以来, 我国在停发国家债券 20 年后开始恢复发行, 到 2011 年末, 累计发行 14.5 万亿元, 国债余额达 7.2 万亿元, 占全部债券余额的 32.6%, 占 GDP 的 15.27%。随着我国市场经济的发展, 财政和金融在国民经济中的位置越发重要, 它们相互之间的联系也更为紧密, 促成了作为国债发行、流通和国债交易市场的形成和不断完善, 并走向市场化, 如图 1 所示。

图 1 中国国债市场概览



¹ 本文获国家自然科学基金项目《金融危机背景下股市和债市间跨市场效应及定价研究: 国际比较和中国现状》(项目批准号: 71171173) 资助, 在此表示感谢。

1. 国债一级市场的形成和发展

国债一级市场, 又称国债发行市场, 是财政部将新发国债卖与国债承销机构(主要由银行, 其他金融机构和证券经纪人构成)的场所。我国自 1981 年恢复停发国债以来, 国债发行规模一直呈现上升态势, 如表 1 所示。开始主要由财政部直接向企业和居民等认购人出售国债, 具有一定的行政摊派性质。最初几年国债发行采取行政摊派方式, 没有形成一级市场, 也不存在国债流通的二级市场。1988 年, 政府开始通过商业银行和邮政储蓄的柜台向居民销售国债; 由于国务院规定政府赤字不再向央行投资, 财政部开始向商业银行的金融机构发行财政债券。经过 10 年的不断探索、改进国债的发行方式以提高国债发行效率, 在 1991 年 4 月, 财政部首次以承购包销方式发行国债。我国国债一级市场从这个时候开始形成并不断发展完善。1993 年, 我国建立了一级自营商制度, 首批 19 家金融机构获准成为国债一级自营商, 承销了 1993 年的第三期记帐式国债。1994 年, 《中华人民共和国预算法》规定禁止财政部向中央银行借款, 改变了“银行是财政的出纳”的局面, 使得国债成为弥补财政赤字的主要方式, 当年国债发行额出现了跳跃性增长, 规模达到 1028 亿, 占 GDP 的比重从 1993 年的 1.08% 升至 2.13%。同年, 借助上海证券交易所的交易与结算网络系统, 我国发行了半年期和一年期的国债, 并进行了无纸化发行的尝试。1995 年, 我国国债发行引入招标发行方式, 通过国债一级自营商采取基数包销、余额包销的方式发行了一年期记帐式国债。我国国债市场在 1996 年有着重要的发展, 通过招标方式使得市场化程度大大提高。1998-2004 年, 我国实施积极财政政策, 国债发行额进一步快速上升, 七年间累计发行了长期建设国债 9100 亿元; 2005 年由积极财政政策转为稳健财政政策后, 国债年度发行增长速度有所减慢, 但是国债余额仍不断增加; 2007-08 年金融危机后, 政府采取的积极财政政策使得国债发行规模进一步加大。

经过 20 多年的发展, 我国的国债一级市场已经基本形成, 市场化程度高, 国债发行方式包括招标方式(向国债一级承销商发行可上市国债)、承销方式(向商业银行和财政部所属国债经营机构等销售不上市的凭证式储蓄国债)、定向招募方式(向社会保障机构和保险公司定向出售国债)。同时, 国债品种也不断多样化, 包括国库券、国家重点建设债券、财政债券、特种国债、定向国债、保值国债、转换债券等, 已经形成从 3 个月到 50 年的短、中、长期兼备的期限结构。

表 1: 1981—2010 年国债发行规模、财政收入及 GDP 一览表 单位: 亿元

年份	当年国债发行额	当年财政赤字	发行额占财政赤字比重%	当年财政收入	发行额占财政收入比重%	当年 GDP	发行额占 GDP 比重%
1981	46.65	51.02	95.37	1175.79	3.97	4891.6	0.95
1982	43.83	34.59	126.71	1212.33	3.62	5323.4	0.82
1983	41.58	83.07	50.05	1366.95	3.04	5962.7	0.70
1984	42.53	43.62	97.50	1642.86	2.59	7208.1	0.59
1985	60.61	20.22	299.75	2004.82	3.02	9016.0	0.67
1986	62.51	106.53	58.68	2122.01	2.95	10275.2	0.61
1987	63.07	80.02	78.82	2199.35	2.87	12058.6	0.52
1988	132.17	161.93	81.62	2357.24	5.61	15042.8	0.88
1989	138.91	176.41	149.60	2664.9	5.21	16992.3	0.82
1990	197.24	115.14	171.30	2937.10	6.72	18667.8	1.06
1991	281.27	217.01	129.61	3149.48	8.93	21781.5	1.29
1992	460.77	228.79	201.39	3483.37	13.23	26923.5	1.71
1993	381.32	298.87	127.59	4348.95	8.77	35333.9	1.08
1994	1028.57	666.97	154.22	5218.10	19.71	48197.9	2.13
1995	1510.9	662.82	227.95	6242.20	24.20	60793.7	2.49
1996	1847.77	529.56	348.93	7407.99	24.94	71176.6	2.60
1997	2411.79	582.42	414.10	8651.14	27.88	78973.0	3.05
1998	6383.6	922.23	692.19	9875.95	64.64	84402.3	7.56
1999	4015	1743.59	230.27	11444.08	35.08	89677.1	4.48
2000	4657	2491.27	186.93	13395.23	34.77	99214.6	4.69
2001	4883.53	2516.54	194.06	16386.04	29.80	109655.2	4.45
2002	5934.4	3149.51	188.42	18903.64	31.39	120332.7	4.93
2003	6283.4	2934.70	214.11	21715.25	28.94	135822.8	4.63
2004	6924.3	2090.42	331.24	26396.47	26.23	159878.3	4.33
2005	7042.0	2280.99	308.73	31649.29	22.25	183217.4	3.84
2006	8883.3	1662.53	534.32	38760.20	22.92	211923.5	4.19
2007	23483.44	-1540.43	-1524.47	51321.78	45.76	257305.6	9.13
2008	8558.21	1262.31	677.98	61330.35	13.95	300670.0	2.85
2009	16280.66	7781.63	209.23	68518.30	23.76	340506.9	4.78
2010	17778.17	6772.65	262.52	83101.51	21.39	397983	4.47
2011	15446.50	6500.00	237.64	51327.32	30.09	458217.6	3.37

资料来源: 贾康、韩晓明(2011), 《国债发行 30 周年: 回顾与前瞻》; 中国国债协会网站: <http://www.ndac.org.cn>等。

2. 国债二级市场的形成和发展

国债二级市场, 又称国债流通市场, 是国债承销机构或国债持有者与认购者之间交易已发行的国债的场所。我国在 1981 年恢复发行国债后的一段很长时间内, 没有国债二级市场。为了便于国债的流通、转让和交易, 增加国债的流动性和价值, 我国从 1988 年开始在 7 个城市 (其后扩大到另外 54 个大中城市) 展开国库券流通试点。试点通过该地区的财政部门与银行部门设立的证券公司进行, 属于场外交易。其后在 1991 年扩大了国债流动范围到全国 400 个地区的市一级以上的城市。1991 年底, 我国以柜台交易为主的二级市场开始形成。稍后建立的我国国债场内交易市场主要包括上海和深圳证券交所, 武汉国债交易中心, 全国证券交易自动报价中心。这样形成了以场外柜台交易和场内交易并存的国债二级市场。

随着国债现货市场的快速发展, 我国在 1991 年形成了国债回购市场。国债回购指国债卖出人承诺在约定时间约定价格回购所卖出国债的交易。国债回购是借助国债交易进行融券和融资活动, 是获得短期资金的主要渠道, 也为央行的公开市场操作提供了工具, 对中国国债市场的发展起到了很大作用。在 1993 年推出了国债期货市场。国债期货交易是买卖双方约定在将来的某个时间按约定的国债品种、价格和数量进行国债交割。国债期货可以引导国债价格, 可作为市场参与者套期保值或者投机获利的工具, 起到了活跃国债市场的作用。然而, 由于利率没有市场化及监管不足导致 327 国债期货严重违规事件, 促使国务院于 1995 年 5 月暂停国债期货试点至今。

1997 年 6 月, 中国人民银行根据国务院指示要求所有商业银行退出证券交易所国债市场, 进入新成立的场外市场——全国银行间债券市场, 由商业银行、保险公司以及中央银行构成主要的机构投资者, 其所持有的国债全部由中央国债登记结算公司托管。中央国债登记结算公司在 1996 年 12 月由北京证券交易中心改组成立, 是我国统一的国债登记托管系统, 为银行间债券市场提供了硬件技术支持。银行间债券市场成立后, 大部分记帐式国债和全部政策性金融债券通过全国银行间同业拆借中心的交易系统, 以询价方式, 自主交易, 逐笔进行交易, 并在中央国债登记结算公司办理债券的登记托管和结算。

2000 年, 人民银行发布《全国银行间债券市场债券交易管理办法》, 对二级市场的交易行为进行了明确规定。2007 年, 人民银行制定了《全国银行间债券市场做市商管理规定》, 正式提出了做市商概念, 并明确了做市商的必要条件和做市业务规范; 2011 年, 人民银行、财政部联合发布了《关于关键期限国债做市的公告》, 启动关键期限国债做市, 对活跃国债交易、稳定二级市场起到了良好的促进作用。

综上所述, 30 年来, 中国国债市场经历了最初的柜台交易市场、交易所市场集中交易, 以及银行间债券市场崛起的三个阶段。根据中央国债登记结算有限责任公司和 WIND 资讯数据, 2011 年, 银行间市场交易国债规模达 8.64 万亿, 是交易所市场国债交易规模 (862.6 亿元) 的 10 倍; 2011 年末, 银行间市场托管记账式国债余额 6.25 万亿, 是交易所托管国债余额 (1989 亿) 的 30 倍。

3. 国债市场的发展模式和存在的主要问题

上面所述的改革开放以后我国国债一级和二级市场发展大概可以划分为三个阶段: 第一个阶段是从 1981 年到 1987 年, 我国主要采用行政摊派方式发行国债, 没有形成国债一级和二级市场。第二阶段是从 1987 年到 1996 年, 我国国债的一级和二级市场逐渐形成并迅速发展。国债一级市场引入一级自营商制度, 国债发行由柜台交易和承购包销逐步向全面招标方式过渡; 国债二级市场在 1991 年前以场外柜台交易为主场内集中交易为辅, 在 1996 年后场内交易 (交易所市场) 开始兴起。第三个阶段是从 1997 年至今, 国债全面走向市场化, 国债品种和期限结构多样化, 一级市场招标发行, 二级市场以银行间市场为主, 基本实现“发行市场化、品种多样化、券面无纸化、交易电脑化”。总体而言, 中国国债市场的发展是由政府管理部门设计、制定方案, 公布市场规则, 银行等市场参与者跟随, 是典型的政府主导型的发展模式 (沈炳熙、曹媛媛, 2010)。

另一方面, 国有银行等国债市场还没有形成一个统一的体系。大部分以中期国债为主, 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年五个关键期限品种占定期、滚动发行记账式国债的 70%, 而长期 (10 年以上) 和短期国债 (1 年以内) 仍很缺乏。银行间市场和交易所市场相互分割, 流动性严重不足, 大部分国债成为机构持有者的优质“不动产”, 做市商的作用尚未很好发挥,

柜台市场也没有收到重视。同时，一级市场的竞标和二级市场的交易主要来自在商业银行，特别是四大国有商业银行，过于集中，一定程度影响了国债发行和流通的市场化，不利于市场利率在国债市场的形成。此外，缺乏国债期权期货等风险规避的衍生品市场。在监管方面，人民银行负责监督银行间债券市场；证监会负责交易所债券市场；中央结算公司（中国债券的总托管人）在业务上接受人民银行和财政部监督，在资产与财务管理上受财政部监督，在人事和组织上受银监会领导。这种市场分割，多头管理，降低了我国国债市场的效率，使市场无法形成统一的国债利率。

4. 香港人民币国债市场的发展

近年来，在中央政府的积极推动下，财政部开始尝试在香港发行人民币国债，并逐年稳步增加，2009到2012年的发行规模分别为60亿元、80亿元、200亿元和230亿元，至今累计发行570亿元，如表2所示。年期结构上主要有2年、3年、5年、7年和10年期等品种，2012还发行15年期国债，期限品种日益丰富。同时，人民币国债的发行机制逐步完善，投资对象和交易方式也不断发展，2009年，财政部按照市场惯例，采用簿记建档方式向个人和机构投资者发行人民币国债，2010年，开始尝试通过香港债务工具中央结算系统（CMU）直接面向机构投资者发行人民币国债，2012年又按照CMU招标价格向国外中央银行发行20亿元人民币国债，此外，人民币国债在香港联交所挂牌上市交易也开始启动。

表 2：2009—2012 年在香港发行的人民币国债一览表

	票面利率	期限	发行规模及投资者
10/27/2009	2.25%	2年	30亿；个人投资者
10/27/2009	2.7%	3年	25亿；机构投资者5亿，个人投资者20亿
10/27/2009	3.3%	5年	5亿；机构投资者
12/1/2010	1%	3年	20亿；机构投资者
12/1/2010	1.8%	5年	20亿；机构投资者
12/30/2010	2.48%	10年	10亿；机构投资者
12/20/2010	1.6%	2年	30亿；个人投资者
8/17/2011	0.6%	3年	60亿；机构投资者
8/17/2011	1.4%	5年	50亿；机构投资者
8/17/2011	1.94%	7年	30亿；机构投资者
8/17/2011	2.36%	10年	10亿；机构投资者
8/31/2011	1.6%	2年	50亿；个人投资者
6/28/2012	1.85%	3年	81亿；机构投资者70亿，外国央行11亿
6/28/2012	2.56%	5年	61亿；机构投资者55亿，外国央行6亿
6/28/2012	2.65%	7年	12亿；机构投资者10亿，外国央行2亿
6/28/2012	3.10%	10年	11亿；机构投资者10亿，外国央行1亿
6/28/2012	3.48%	15年	10亿；机构投资者
7/13/2012	2.38%	2年	55亿；个人投资者

二、 国债市场在中国经济改革中的地位和作用

我国国债市场的发展从一开始就和我国经济改革和发展紧密结合在一起。国债市场的形成和发展作为经济改革发展重要的一环，一方面是应改革开放发展的要求并为经济大局做出了不可或缺的贡献；另一方面，经济的不断发展和改革的持续深入又为促进了国债市场的不断发展和完善。

1. 国债市场是财政融资的主要场所

1981年重启国债发行的重要意义在于对国家信用的重新确立和利用。80年代初，国债主要作为弥补财政赤字的手段而被动发行，属于赤字型国债。从1987年开始，面对经济建设过程中发生的种种矛盾，政府在国债发行品种方面进行了多次尝试：1987和1988年发行国家重点建设债券，以缓解国家建设资金供求矛盾，保证国家重点建设项目的资金需要；1989年发行特种国债和保值公债。如前所示，1994年的预算、银行协调制度改革，理顺了国债发行的机制，使得国债发行额迅速增大；1994—1998年财政部连续5年发行了特种定向债券，以筹集国家经济建设资金。

在这个阶段, 由于我国财政理论也逐渐由“国家分配论”过渡到“公共财政论”。财政收支管理更加积极, 改变了过去无赤字的保守财政传统, 开始对财政赤字实行有效管理, 使得财政赤字成为一种常态。国债市场提供了国债发行、偿还和流通的场所, 增加了国债对投资者的吸引力, 提高了国债价值, 降低了国家融资成本; 国债市场也使得大规模经常性国债发行成为可能, 赤字型国债和增支型国债交织在一起, 增加了国家提供各种服务以及公共品的能力。

2. 国债是国家宏观调控的重要工具

国债市场是使用财政政策和货币政策对经济进行宏观调控的重要平台。在财政政策方面, 国债市场使得国家在经济下滑阶段得以在国债市场上有效大规模的融资, 实行扩张性的财政政策。我国在 1998 年为了应付东南亚金融危机, 保证 8% 的经济增长, 果断通过国债市场增发了 1000 亿的特种国债用于基础建设。在实行积极财政政策的七年中, 9100 亿元长期建设国债资金集中建设了一大批重要基础设施项目, 并用于环境和生态保护、科技发展以及技术改造升级, 每年直接拉动 1.5—2 个百分点的 GDP, 创造 100—200 万个就业岗位, 产生了巨大的经济效益和社会效益。

在货币政策方面, 国债是中央银行公开市场操作的主要工具之一。中央银行可以在国债市场买卖国债, 影响社会资金成本, 形成基准利率, 间接调控社会生产和投资以实现国家调控目标。1996 年 4 月, 中国人民银行首次向 14 家商业银行买入 2.9 亿元国债, 标志着央行的公开市场业务正式启动, 我国开始通过国债市场进行宏观调控。然而, 受限於我国国债规模和品种, 国债还没有成为公开市场业务的主要媒介, 中央银行用自主发行的央票很大程度替代了国债在公开市场业务上的功能。

3. 国债市场是推动我国经济金融改革的重要平台

首先, 特种国债为我国的经济金融改革提供所需资金, 实现国民经济债务大重组。第一次国民经济债务大重组是在 1998 年, 财政部发行了 2700 亿元的长期特别国债, 并将所筹集的资金全部用于补充国有独资商业银行的资本金, 有效化解了当时国有企业的困境和银行潜在的债务危机。第二次发行特别国债实行国民经济债务大重组是在 2003 年, 政府成立了汇金公司, 推动国有商业银行上市为核心进行金融改革; 2007 年财政部又发行了 15500 亿元特别国债, 用于购买约 2000 亿美元外汇, 作为刚成立的中投公司的资本金。此外, 5000 亿的铁路债券, 虽然以铁道部为发行和偿还主体, 但是作为政府支持的债券, 其发行、流动、和偿还依赖于国债市场。与其类似其他国有部门的改革和发展所发行的债券(如金融债券等), 同样也直接或间接依赖国债市场。

其次, 国债市场, 特别是银行间国债市场, 是我国推行利率市场化的重要场所。利率市场化是指资金的价格, 即利率的水平、传导、结构和管理由市场供求来决定。国债作为具有最高信誉度的债务, 其利率可以作为其他金融产品利率定价的基础, 而这也有便于中央银行通过公开市场业务在国债市场上调控国债利率, 影响社会资金成本, 从而对宏观经济活动进行间接调控。我国国债利率市场化的开端是 1991 年国债发行的市场化尝试; 1997 年 6 月, 银行间债券回购利率和现券交易价格同步放开, 由交易双方协商确定; 1999 年, 财政部首次在银行间债券市场实现以利率招标的方式发行国债。银行间债券市场利率的市场化, 为金融机构产品定价提供了重要参照标准, 是长期利率和市场收益率曲线逐步形成的良好开端, 也为货币政策间接调控体系建设奠定了市场基础。

4. 国债市场的发展有利于我国金融市场的完善和人民币国际化

国债市场的发展有利于改变单一股市的金融市场体系。虽然中国股市总市值排名全球第三, 仅次于美国和日本, 但难以称为成熟的市场, 投机性强, 散户仍占投资者主体。2011年底, 自然人持有流通A股市值比专业投资者高出10.9个百分点。相比之下, 我国国债市场投资者以机构投资者为主, 其中特殊结算成员(包括人民银行、财政部、政策性银行、交易所、中央国债公司和中证登公司)占1/3, 商业银行占1/2, 保险机构、基金和证券公司占7-8%, 个人投资者占不到1%。国债是一种最高信用无风险的投资品, 是银行和其他金融机构的主要资产之一, 持有国债有助于改善资产的收益结构和风险结构, 改善赢利能力和支付能力, 加强其资产流动性; 另外, 国债也是其短期融资的主要媒介之一。对于个人投资者, 持有国债是一种低风险的安全投资, 可以起到最佳配置个人投资组合的作用。

同时, 人民币国债“走出去”是一个“必然趋势”(孙晓霞, 2012)。随着我国综合国力的稳步提升, 人民币国际化、资本项目可兑换并最终成为储备货币已经成为不可逆转的趋势和极具挑战性的任务(Prasad and Ye, 2012)。这要求海外人民币资金有使用或投资的产品和渠道。而人民币国债作为中央政府发行的主权债券, 具有安全稳健、流动性高和定价基准的特性, 能够满足国际金融市场上人民币持有者的投资需要, 从而增加人民币以及人民币定价产品的吸引力, 有助于人民币国际化进程。2009年, 人民币国债利用香港的区位优势迈出了第一步, 经过近几年的发展, 已初步形成一个人民币国债的离岸市场(参见上文)。

三、我国国债市场的发展战略

1. 发行特种国债实行国民经济第三次债务大重组

目前, 我国财政状况总体安全稳健, 2011年, 全国财政赤字占GDP的比重低于1.8%, 国债余额占GDP的比重为15.27%。但地方政府的债务负担沉重, 已经成为妨碍国民经济健康运行的突出问题。截至2010年末, 全国地方政府性债务余额10.7万亿元, 超过了当年全国的财政收入, 也就是说以举国财力来还债都填不上这个窟窿。有78个市级政府和99个县级政府的债务率超过100%, 多地政府还不上债而选择了“借新还旧”, 这显然无法解决问题而只是让地方债危机延迟爆发。我国地方政府债务问题产生的根本原因在于分权制下财税体制的弊端。1994年实行分税制后, 地方政府出现财权和事权不匹配的矛盾, 根据1995年实施至今的《预算法》, 地方政府不得发行地方政府债券。在这种情况下, 地方融资平台应运而生, 即政府设立一个公司以获得银行贷款, 以投资拼政绩、再高价卖地还债, 2009年金融危机后, 4万亿的投资刺激计划使地方债的雪球越滚越大。一旦出现地方政府债务危机, 银行呆账等不良贷款激增, 偿债压力加重地方政府对土地财政的依赖, 房地产调控政策难以为继, 地方政府压缩预算开支, 就业减少、经济增长放缓, 地方政府和银行债务都会由中央财政最终买单。

作为解决治理地方债务的破冰之策, 财政部于2011年10月允许上海市、浙江省、广东省、深圳市四省市自行组织发行政府债券试点。2011年中国的地方政府共计发行了2,000亿元的债券, 其中上海等四省市自行发债229亿元。虽然地方政府无法自主决定发债的规模和用途, 因而与中央代为发债并无二致, 但仍被视为一种过渡政策而备受瞩目。然而, 2012年6月的《预算法》修正案草案却再一次重申地方政府不得举债, 自主发债的“闸门”依旧紧闭。虽然决策层希望可通过统一的严格规管控制地方债风险, 但是中央代发的地方政府债券由中央信用作担保, 还不上有中央“兜底”, 道德风险只能使地方债的危机越演越烈。

最近, 曹文炼(2012)等学者提出基于过去成功的经验, 发行特别国债, 实行国民经济第三次债务大重组, 减轻地方政府的债务负担和化解银行不良资产。如果今年发行2万亿元的特别国债用于债务重组, 那么今年的国债发行额占财政收入比重不会超过40%, 低于1998和2007这两年则分别为65%和46%, 是可以承受的。同时, 借此扭转地方政府对土地财政依赖的局面, 通过体制改革从根本上解决地方政府财权和事权失衡问题, 为地方政府提供未来可持续的新收入来源。这包括适度提高地方政府税收收入分配比例, 稳步推进房产税改革, 为地方政府提供可持续的新增税源。最为重要的是深化分税制改革, 将目前正在财源管理

上实行的省管县和县管乡体制进一步扩展至所有行政管理上, 建立与各级地方政府级次相配套的预算管理机制。

2. 进一步发挥国债市场在利率市场化进程中的作用

三十多年来, 中国的利率市场化遵循渐进式改革的一贯思路, 先放开货币市场利率和债券市场利率, 再逐步推进存、贷款利率的市场化。目前处于利率双轨制之下: 银行体系中被管制的存贷款利率, 和基本由市场决定的货币和债券市场利率共存(何东、王红林, 2012)。2012年6月7日, 央行宣布将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍, 将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.8倍, 终于打破严受管制的存款利率浮动区间上限, 迈出利率完全市场化的关键一步。

市场化利率体制的确立需要一条具有连续性的市场基准利率, 为此, 我们应该完善国债市场的价格发现功能, 尽快彻底实现国债发行市场和流通市场的利率市场化, 不断强化国债利率作为市场基准利率的地位, 促使基准化的国债利率尽可能地贴近市场利率, 并将定息国债的初始期限延长到7年、10年、20年乃至30年, 最终形成一条完整、可靠和较为准确的国债收益率曲线, 为其他债务工具利率的变动和中央银行利率的调整提供一个可靠的参考指标。

随着利率市场化改革的不断深化, 利率波动幅度也将不断加大, 这必然使投资者利用利率衍生品进行风险管理的需求日益增强。从历史经验来看, 上世纪70年代, 欧美主要国家在利率市场化进程中, 利率衍生品的创新层出不穷, 呈现爆发性增长, 在10年不到的时间完成了利率市场化过程。值得注意的是, 中金所自今年2月份启动国债期货仿真交易, 暂停了17年的国债期货即将重出江湖。回顾1995年的3.27国债期货事件, 关键原因是包括国债在内的所有利率都没有实现市场化。而今, 利率市场化的过程正在加速, 国债期货的基本前提已然具备, 推出国债期货既可以为投资者提供管理利率风险的工具, 又有助于利率价格发现, 推进银行间市场和交易所市场两个现货市场的融合发展, 通过国债市场交易形成的收益率曲线来确定基准利率体系, 为各类金融资产提供更为准确的定价依据。

6月7日央行宣布扩大银行存款利率浮动区间, 财政部取消了原定发行储蓄国债, 至今尚未重启发行。所谓储蓄国债, 是政府面向个人投资者发行、以吸收个人储蓄资金为目的, 满足长期储蓄性投资需求的不可流动记名国债品种。目前我国储蓄国债票面利率在发行时就已确定, 不随市场利率或者储蓄利率的变化而变化。随着利率市场化向前迈进, 一度炙手可热的储蓄国债将何去何从? 我们认为, 未来储蓄国债应考虑发行可变利率债券, 在预定的重新设置日期, 票息利率根据现行的市场利率进行调整。同时在通胀明显升温之际, 可考虑借鉴国际及香港的经验, 择机发行通胀指数债券。所谓通胀指数债券, 是指本金或利息都根据某种物价变量定期进行调整的债券产品。2011和2012年, 香港特区政府先后发行了两批与通胀挂钩的债券, 期限三年, 每半年派发一次与最近六个月通胀挂钩的利息, 首次派发的利息达6.08%, 而且在香港联交所挂牌交易的首日即跑赢通胀, 反应“空前热烈”。因此, 我国应适时推出通胀指数国债, 既可纾缓民困, 又可促进国债市场创新和零售债券市场的发展, 也可为宏观经济调控和投资组合提供关于实际利率和通胀预期的隐含信息。应该指出的是, 1994年前后, 财政部曾因为通胀高企而对国债进行保值补贴, 这与通胀指数国债有类似之处, 却引发3.27国债期货事件, 应为前车之鉴。

3. 继续发展国债市场、形成统一的市场体系

继续发展我国的国债市场, 需要扩大国债市场规模, 丰富国债品种和期限结构, 在发行市场上, 应主要采用招标方式, 引入竞争机制, 通过定期、均衡、滚动地发行短期、中期和长期国债, 特别是增加1年期以下如3个月、6个月、9个月等短期国债的发行, 使其为公开市场业务的主要媒介。为此, 可按公开市场操作需要量审查确定一个短期国库券余额的上限, 由财政部对滚动发行加以调控, 不再逐年或逐笔报告。

在二级市场, 充分发挥国债承销机构和公开市场操作的做市商作用, 建立主承销商承担一定做市义务的主承做市机制, 并明确做市商考核、融资融券、承销便利等相关问题, 降低做市

商在市场波动情况下持有做市债券的存货成本, 丰富做市交易对冲操作手段, 增强做市商风险化解和风险承担能力, 提高国债现货市场的流动性。

逐步建立统一开放的国债市场, 在统一的国债托管、清算系统的基础上, 无论投资者在哪个国债市场上交易, 最终是在同一系统内交割。我们可以借鉴国际经验, 将银行间债券市场逐渐发展为国债场外(OTC)市场, 交易所债券市场发展为国债场内市场, 场内外市场交易的国债均在中央国债登记结算有限责任公司进行统一托管清算和结算。允许所有投资者均可自由出入场内外市场买卖国债, 大力发展国债投资基金, 使个人和小额投资者可通过间接的方式参与交易, 为国债市场的发展培育稳定、理性的投资者群体。在法律和组织架构上, 需要规范各个市场规章制度, 完善监管体系, 并由单一的法律法规和监管机构统一管理。

4. 借鉴欧洲美元市场的发展经验, 立足人民币国际化发展国债离岸市场

人民币国际化于中国, 就好比“养儿子”, 让人民币从体内出生、成长、慢慢走出去, 在贸易、计价、投资、储备等领域为国际所用(李小加, 2012), 在利率、汇率和资本项下开放还没有完成的情况下, 应发展离岸金融中心作为人民币国际化的“育儿园”, 而其首选当为香港, 因为这是一个“离家既近, 又通达国际、且设施完善”的“育儿园”。而其他城市也在积极推动离岸人民币业务, 其中伦敦作为最大的欧洲美元市场, 竞争优势与香港相得益彰, 如表3示。我们认为, 香港和伦敦可以相互依存、相互补充, 演绎人民币离岸东西方中心的“双城故事”。

表3: 香港和伦敦作为人民币离岸中心的竞争优势比较

	香港	伦敦
结算及清算系统	离岸人民币银行所在地 离岸人民币即时支付结算系统	尚未开通人民币支付结算功能 尚须依托香港系统或境外代理
历史及政策性因素	背靠中国大陆, 且有国家政策支持, 列入“十二五”纲要	欧洲美元离岸市场历史悠久, 英国财政部和伦敦金融城政府主导
离岸人民币流动性	至2011年末离岸人民币存款达5885亿元	至2011年末离岸人民币存款约350亿元
与中国大陆的贸易量	至2011年末中国大陆对香港进出口商品贸易达2835亿元, 香港银行体系人民币总收付金融达19144亿元	至2011年末中国大陆对英国进出口商品贸易达586亿元, 英国银行体系人民币总收付金融达9000亿元
时区覆盖范围	大部分覆盖东亚、南亚和澳洲 部分覆盖中东地区	大部分覆盖欧洲、非洲和中东 部分覆盖北美洲、拉丁美洲和南亚
债券、外汇和衍生市场	全球第六大外汇交易市场 亚洲第三大银行同业融资市场	全球最大外汇交易市场 全球最大跨境银行同业融资市场 全球最大场外利率衍生工具市场

从功能上看, 作为“育儿园”的离岸人民币中心包括贸易结算中心、企业融资中心和投资产品中心。作为投资产品中心的基础品种, 人民币国债的发行较好地发挥了市场基准作用, 带动了香港人民币债券市场的发展。2009年, 香港人民币债券市场的发行规模为160亿元, 2010年为360亿元, 2011年增加至1060亿元, 达到香港债券市场年度融资总规模的1/3。今后, 除了继续在香港发行人民币国债, 可利用伦敦欧洲美元市场的优势和经验, 进一步拓展国债离岸市场, 形成“一个轴心、两个扇面”的模式。

从资金流动来看, 离岸市场主要有四种模式(He and McCauley, 2012): 完全离岸(非居民→离岸中心→非居民, 即资金从非居民流向离岸中心, 再流向非居民), 完全回流(居民→离岸中心→居民), 境外贷款(居民→离岸中心→非居民), 以及境内借款(非居民→离岸中心→居民)。人民币国债离岸市场的模式应该是境内借款, 其需求应主要来自外国投资者和中央银行, 作为他们投资组合和储备资产的重要组成部分。应该指出的是, 目前人民币国债的吸引力主要是人民币的升值预期, 要使其成为被广为接受和投资的金融资产和储备资产是一个长期的过程, 这有赖于国际货币体系的顶层设计改革(Eichengreen, 2011)、国家政策的支持和改革的深化、以及离岸市场的建设和发展。

参考文献

- [1]曹文炼(2012),《抓住时机,实行第三次国民经济债务重组》,国家发展和改革委员会国际合作中心(<http://www.icc-ndrc.org.cn/NewsInfo.aspx?Nid=988>)
- [2]高坚(2009),《中国债券资本市场》,经济科学出版社。
- [3]何东、王红林(2011),《利率双轨制与中国货币政策执行》,《金融研究》
- [4]贾康、韩晓明(2011),《国债发行30周年:回顾与前瞻》,中国金融四十人论坛(<http://www.cf40.org.cn/html/CF40guandian/jia-kang/201111/10-4565.html>)
- [5]李小加(2012),《养儿子和育儿园——关于人民币国际化的再思考》,《信报》1月4日。
- [6]翟钢(2012),《深化国债管理制度改革,促进中国国债市场发展》,《中国债券》第3期。
- [7]沈炳熙、曹媛媛(2010),《中国债券市场:30年改革和发展》,北京大学出版社。
- [8]孙晓霞(2012),《稳步推进人民币国债“走出去”,积极促进香港债券市场健康繁荣发展》,财政部(http://jrs.mof.gov.cn/2012hkgz/2012xqpl/201207/t20120703_663777.html)
- [9]赵传新(2012),《中国国债二级市场的发展、问题和政策建议》,《中国债券》第4期。
- [10] Eichengreen, B. J. (2011). "Exorbitant privilege: the decline of the dollar and the future of the international monetary system," New York, NY : Oxford University Press.
- [11]He, D. and R. McCauley (2012), "Eurodollar Banking and Currency Internationalization," BIS working paper.
- [12]Huang, Haizhou, and Ning Zhu (2007), "The Chinese Bond Market: Historical Lessons, Present Challenges and Future Perspectives".
- [13] Prasad, E. and Ye, L. (2012), "The Renminbi's Role in the Global Monetary System," Brookings report.

Working Papers

09/01 **K.C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Production Sharing in Latin America and East Asia.

09/02 **Alicia García-Herrero, Jacob Gyntelberg and Andrea Tesei:** The Asian crisis: what did local stock markets expect?

09/03 **Alicia García-Herrero and Santiago Fernández de Lis:** The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools.

09/04 **Tatiana Alonso:** Potencial futuro de la oferta mundial de petróleo: un análisis de las principales fuentes de incertidumbre.

09/05 **Tatiana Alonso:** Main sources of uncertainty in formulating potential growth scenarios for oil supply.

09/06 **Ángel de la Fuente y Rafael Doménech:** Convergencia real y envejecimiento: retos y propuestas.

09/07 **KC FUNG, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Developing Countries and the World Trade Organization: A Foreign Influence Approach.

09/08 **Alicia García-Herrero, Philip Woolbridge and Doo Yong Yang:** Why don't Asians invest in Asia? The determinants of cross-border portfolio holdings.

09/09 **Alicia García-Herrero, Sergio Gavilá and Daniel Santabárbara:** What explains the low profitability of Chinese Banks?

09/10 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS.

09/11 **R. Doménech and Angel Melguizo:** Projecting Pension Expenditures in Spain: On Uncertainty, Communication and Transparency.

09/12 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Search, Nash Bargaining and Rule of Thumb Consumers.

09/13 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta y Joaquín Vial:** Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile.

09/14 **Máximo Camacho:** MICA-BBVA: A factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting.

09/15 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Pension reform and fiscal policy: some lessons from Chile.

09/16 **Alicia García-Herrero and Tuuli Koivu:** China's Exchange Rate Policy and Asian Trade.

09/17 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung and Francis Ng:** Foreign Direct Investment in Cross-Border Infrastructure Projects.

09/18 **Alicia García Herrero y Daniel Santabárbara García:** Una valoración de la reforma del sistema bancario de China.

09/19 **C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** A Comparative Empirical Examination of Outward Direct Investment from Four Asian Economies: China, Japan, Republic of Korea and Taiwan.

09/20 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero y David Tuesta:** Un balance de la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura: la experiencia en Latinoamérica.

09/21 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero y David Tuesta:** Proyecciones del impacto de los fondos de pensiones en la inversión en infraestructura y el crecimiento en Latinoamérica.

10/01 **Carlos Herrera:** Rentabilidad de largo plazo y tasas de reemplazo en el Sistema de Pensiones de México.

- 10/02 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** Projections of the Impact of Pension Funds on Investment in Infrastructure and Growth in Latin America.
- 10/03 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** A balance of Pension Fund Infrastructure Investments: The Experience in Latin America.
- 10/04 **Mónica Correa-López y Ana Cristina Mingorance-Arnáiz:** Demografía, Mercado de Trabajo y Tecnología: el Patrón de Crecimiento de Cataluña, 1978-2018.
- 10/05 **Soledad Hormazabal D.:** Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). El caso chileno.
- 10/06 **Soledad Hormazabal D.:** Corporate Governance and Pension Fund Administrators: The Chilean Case.
- 10/07 **Rafael Doménech y Juan Ramón García:** ¿Cómo Conseguir que Crezcan la Productividad y el Empleo, y Disminuya el Desequilibrio Exterior?
- 10/08 **Markus Brückner and Antonio Ciccone:** International Commodity Prices, Growth, and the Outbreak of Civil War in Sub-Saharan Africa.
- 10/09 **Antonio Ciccone and Marek Jarocinski:** Determinants of Economic Growth: Will Data Tell?
- 10/10 **Antonio Ciccone and Markus Brückner:** Rain and the Democratic Window of Opportunity.
- 10/11 **Eduardo Fuentes:** Incentivando la cotización voluntaria de los trabajadores independientes a los fondos de pensiones: una aproximación a partir del caso de Chile.
- 10/12 **Eduardo Fuentes:** Creating incentives for voluntary contributions to pension funds by independent workers: A primer based on the case of Chile.
- 10/13 **J. Andrés, J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or both.
- 10/14 **Alicia García-Herrero:** Dynamic Provisioning: Some lessons from existing experiences.
- 10/15 **Arnoldo López Marmolejo and Fabrizio López-Gallo Dey:** Public and Private Liquidity Providers.
- 10/16 **Soledad Zignago:** Determinantes del comercio internacional en tiempos de crisis.
- 10/17 **Angel de la Fuente and José Emilio Boscá:** EU cohesion aid to Spain: a data set Part I: 2000-06 planning period.
- 10/18 **Angel de la Fuente:** Infrastructures and productivity: an updated survey.
- 10/19 **Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, David Tuesta y Javier Alonso:** Simulaciones de rentabilidades en la industria de pensiones privadas en el Perú.
- 10/20 **Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, David Tuesta and Javier Alonso:** Return Simulations in the Private Pensions Industry in Peru.
- 10/21 **Máximo Camacho and Rafael Doménech:** MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting.
- 10/22 **Enestor Dos Santos and Soledad Zignago:** The impact of the emergence of China on Brazilian international trade.
- 10/23 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic y David Tuesta:** Elementos que justifican una comisión por saldo administrado en la industria de pensiones privadas en el Perú.
- 10/24 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic y David Tuesta:** Reasons to justify fees on assets in the Peruvian private pension sector.
- 10/25 **Mónica Correa-López, Agustín García Serrador and Cristina Mingorance-Arnáiz:** Product Market Competition and Inflation Dynamics: Evidence from a Panel of OECD Countries.
- 10/26 **Carlos A. Herrera:** Long-term returns and replacement rates in Mexico's pension system.
- 10/27 **Soledad Hormazabal:** Multifondos en el Sistema de Pensiones en Chile.
- 10/28 **Soledad Hormazabal:** Multi-funds in the Chilean Pension System.

- 10/29 **Javier Alonso, Carlos Herrera, María Claudia Llanes y David Tuesta:** Simulations of long-term returns and replacement rates in the Colombian pension system.
- 10/30 **Javier Alonso, Carlos Herrera, María Claudia Llanes y David Tuesta:** Simulaciones de rentabilidades de largo plazo y tasas de reemplazo en el sistema de pensiones de Colombia.
- 11/01 **Alicia García Herrero:** Hong Kong as international banking center: present and future.
- 11/02 **Arnoldo López-Marmolejo:** Effects of a Free Trade Agreement on the Exchange Rate Pass-Through to Import Prices.
- 11/03 **Angel de la Fuente:** Human capital and productivity
- 11/04 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Los determinantes de la migración y factores de la expulsión de la migración mexicana hacia el exterior, evidencia municipal.
- 11/05 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** La Migración Mexicana hacia los Estados Unidos: Una breve radiografía.
- 11/06 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** El Impacto de las Redes Sociales en los Ingresos de los Mexicanos en EEUU.
- 11/07 **María Abascal, Luis Carranza, Mayte Ledo y Arnoldo López Marmolejo:** Impacto de la Regulación Financiera sobre Países Emergentes.
- 11/08 **María Abascal, Luis Carranza, Mayte Ledo and Arnoldo López Marmolejo:** Impact of Financial Regulation on Emerging Countries.
- 11/09 **Angel de la Fuente y Rafael Doménech:** El impacto sobre el gasto de la reforma de las pensiones: una primera estimación.
- 11/10 **Juan Yermo:** El papel ineludible de las pensiones privadas en los sistemas de ingresos de jubilación.
- 11/11 **Juan Yermo:** The unavoidable role of private pensions in retirement income systems.
- 11/12 **Angel de la Fuente and Rafael Doménech:** The impact of Spanish pension reform on expenditure: A quick estimate.
- 11/13 **Jaime Martínez-Martín:** General Equilibrium Long-Run Determinants for Spanish FDI: A Spatial Panel Data Approach.
- 11/14 **David Tuesta:** Una revisión de los sistemas de pensiones en Latinoamérica.
- 11/15 **David Tuesta:** A review of the pension systems in Latin America.
- 11/16 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** La Migración en Arizona y los efectos de la Nueva Ley "SB-1070".
- 11/17 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Los efectos económicos de la Migración en el país de destino. Los beneficios de la migración mexicana para Estados Unidos.
- 11/18 **Angel de la Fuente:** A simple model of aggregate pension expenditure.
- 11/19 **Angel de la Fuente y José E. Boscá:** Gasto educativo por regiones y niveles en 2005.
- 11/20 **Máximo Camacho and Agustín García Serrador:** The Euro-Sting revisited: PMI versus ESI to obtain euro area GDP forecasts.
- 11/21 **Eduardo Fuentes Corripio:** Longevity Risk in Latin America.
- 11/22 **Eduardo Fuentes Corripio:** El riesgo de longevidad en Latinoamérica.
- 11/23 **Javier Alonso, Rafael Doménech y David Tuesta:** Sistemas Públicos de Pensiones y la Crisis Fiscal en la Zona Euro. Enseñanzas para América Latina.
- 11/24 **Javier Alonso, Rafael Doménech y David Tuesta:** Public Pension Systems and the Fiscal Crisis in the Euro Zone. Lessons for Latin America.
- 11/25 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Migración mexicana altamente calificada en EEUU y Transferencia de México a Estados Unidos a través del gasto en la educación de los migrantes.
- 11/26 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Highly qualified Mexican immigrants in the U.S. and transfer of resources to the U.S. through the education costs of Mexican migrants.

- 11/27 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Migración y Cambio Climático. El caso mexicano.
- 11/28 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Migration and Climate Change: The Mexican Case.
- 11/29 **Ángel de la Fuente y María Gundín:** Indicadores de desempeño educativo regional: metodología y resultados para los cursos 2005-06 a 2007-08.
- 11/30 **Juan Ramón García:** Desempleo juvenil en España: causas y soluciones.
- 11/31 **Juan Ramón García:** Youth unemployment in Spain: causes and solutions.
- 11/32 **Mónica Correa-López and Beatriz de Blas:** International transmission of medium-term technology cycles: Evidence from Spain as a recipient country.
- 11/33 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Potential outcomes of private pension developments in China.
- 11/34 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Posibles consecuencias de la evolución de las pensiones privadas en China.
- 11/35 **Enestor Dos Santos:** Brazil on the global finance map: an analysis of the development of the Brazilian capital market
- 11/36 **Enestor Dos Santos, Diego Torres y David Tuesta:** Una revisión de los avances en la inversión en infraestructura en Latinoamérica y el papel de los fondos de pensiones privados.
- 11/37 **Enestor Dos Santos, Diego Torres and David Tuesta:** A review of recent infrastructure investment in Latin America and the role of private pension funds.
- 11/ 38 **Zhigang Li and Minqin Wu:** Estimating the Incidences of the Recent Pension Reform in China: Evidence from 100,000 Manufacturers.
- 12/01 **Marcos Dal Bianco, Máximo Camacho and Gabriel Pérez-Quiros:** Short-run forecasting of the euro-dollar exchange rate with economic fundamentals.
- 12/02 **Guoying Deng, Zhigang Li and Guangliang Ye:** Mortgage Rate and the Choice of Mortgage Length: Quasi-experimental Evidence from Chinese Transaction-level Data.
- 12/03 **George Chouliarakis and Mónica Correa-López:** A Fair Wage Model of Unemployment with Inertia in Fairness Perceptions.
- 12/04 **Nathalie Aminian, K.C. Fung, Alicia García-Herrero, Francis NG:** Trade in services: East Asian and Latin American Experiences.
- 12/05 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Potential outcomes of private pension developments in China (Chinese Version).
- 12/06 **Alicia Garcia-Herrero, Yingyi Tsai and Xia Le:** RMB Internationalization: What is in for Taiwan?
- 12/07 **K.C. Fung, Alicia Garcia-Herrero, Mario Nigrinis Ospina:** Latin American Commodity Export Concentration: Is There a China Effect?
- 12/08 **Matt Ferchen, Alicia Garcia-Herrero and Mario Nigrinis:** Evaluating Latin America's Commodity Dependence on China.
- 12/09 **Zhigang Li, Xiaohua Yu, Yinchu Zeng and Rainer Holst:** Estimating transport costs and trade barriers in China: Direct evidence from Chinese agricultural traders.
- 12/10 **Maximo Camacho and Jaime Martinez-Martin:** Forecasting US GDP from small-scale factor models in real time.
- 12/11 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferria:** Fiscal Devaluations in EMU.
- 12/12 **Ángel de la Fuente and Rafael Doménech:** The financial impact of Spanish pension reform: A quick estimate.
- 12/13 **Biliana Alexandrova-Kabadjova, Sara G. Castellanos Pascacio, Alma L. García-Almanza:** The Adoption Process of Payment Cards -An Agent- Based Approach .
- 12/14 **Biliana Alexandrova-Kabadjova, Sara G. Castellanos Pascacio, Alma L. García-Almanza:** El proceso de adopción de tarjetas de pago: un enfoque basado en agentes.

12/15 **Análisis del Uso de Servicios Financieros por Parte de las Empresas en México: ¿Qué nos dice el Censo Económico 2009?:** Sara G. Castellanos, F. Javier Morales y Mariana A. Torán

12/16 **Analysis of the Use of Financial Services by Companies in Mexico: What does the 2009 Economic Census tell us?:** Author(s): Sara G. Castellanos, F. Javier Morales y Mariana A. Torán.

12/17 **Las Perspectivas de la Economía Española en 2012:** R. Doménech.

12/18 **国债市场启示录:** 陈世渊, 周颖刚.

12/19 **试论我国国债市场的发展战略:** 周颖刚, 陈世渊.

The analysis, opinions, and conclusions included in this document are the property of the author of the report and are not necessarily property of the BBVA Group

BBVA Research's publications can be viewed on the following website: <http://www.bbvaresearch.com>

联系方式

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 - 7th floor
28046 Madrid (Spain)
Tel: +34 91 374 60 00 and +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@grupobbva.com
www.bbvaresearch.com