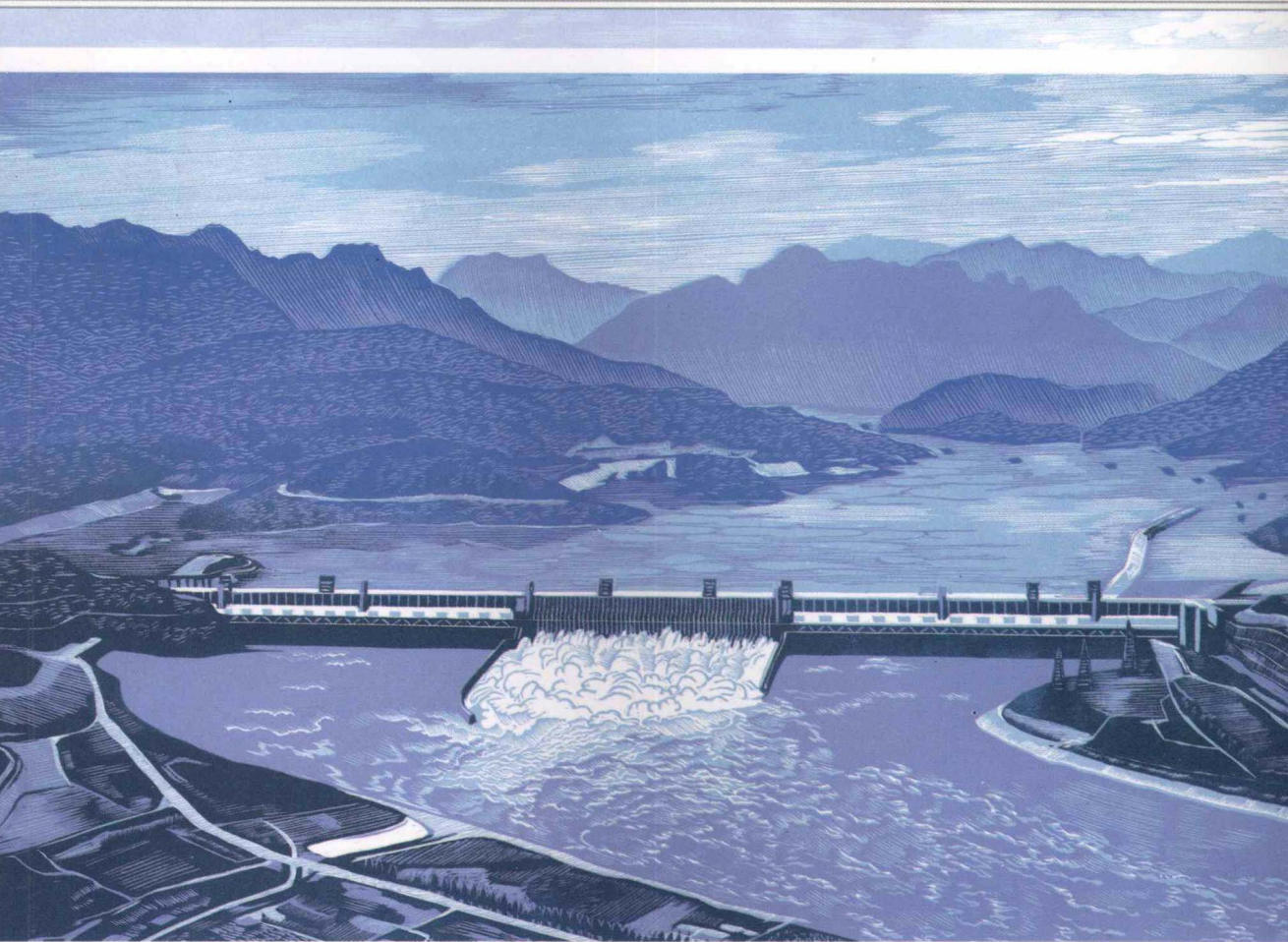




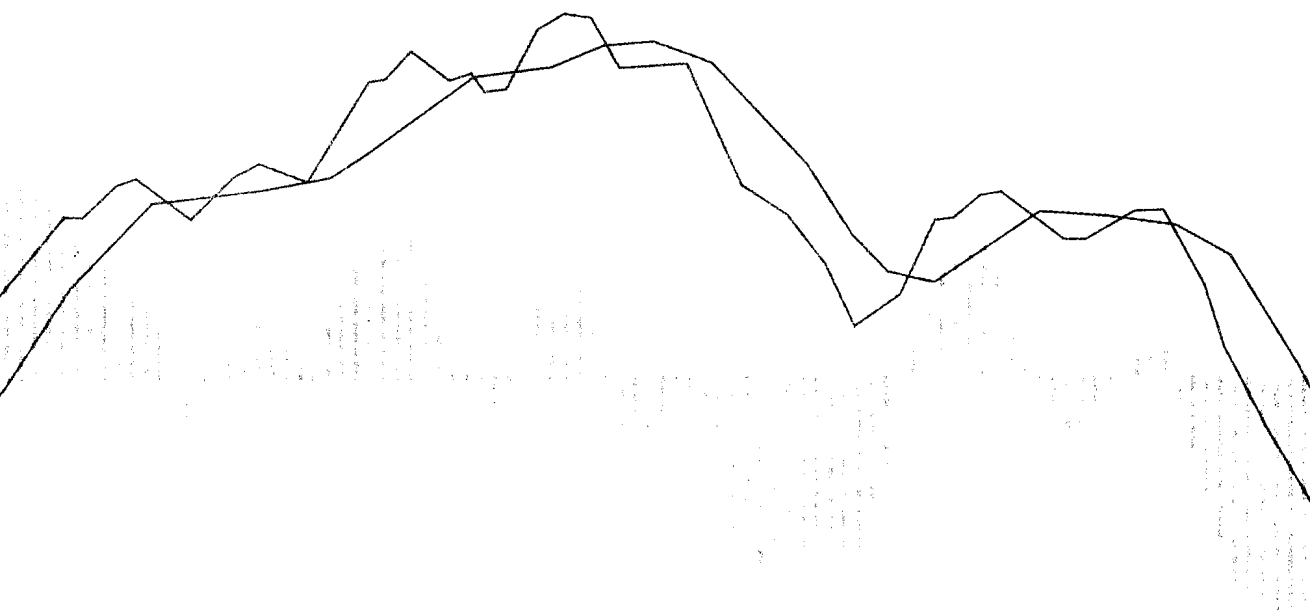
公司债券发行实务

主 编：张定明 副主编：张海波 傅振邦

 中国三峡出版社

主 编：张定明
副主编：张海波
傅振邦

公司债券发行实务



中国三峡出版社

2008.1 北京

图书在版编目(CIP)数据

公司债券发行实务/张定明著. —北京: 中国三峡出版社, 2008.1

ISBN 978-7-80223-403-1

I . 公… II . 张… III . 公司—债券—证券交易 IV
F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第194913号

中国三峡出版社出版发行
(北京西城区西廊下胡同51号 100034)

电话:(010)52606692 52606693

<http://www.e-zgsx.com>

E-mail:sanxiaz@sina.com

石家庄金河彩印有限责任公司印刷
新华书店经销

2008年1月第1版 2008年1月第1次印刷

开本:787×1092毫米16/1 印张20.75

字数:40万字 印数:8000册

ISBN 978-7-80223-403-1 定价:68.00元

前言

2007年9月26日，我国资本市场上的“第一单”公司债券——中国长江电力股份有限公司2007年第一期公司债券（以下简称07长电债）40亿元成功发行。至此，我国公司债券试点工作正式拉开帷幕，它为我国公司债券市场的发展迈出了历史性的一步，正所谓“长江电力一小步，资本市场一大步”。

公司债券的推出是我国资本市场的一件大事，具有里程碑意义。在2007年初召开的全国金融工作会议上，温家宝总理明确提出了要加快发展债券市场，大力发展公司债券，完善债券管理体制。2007年8月14日，中国证监会正式公布了《公司债券发行试点办法》。随着长江电力发行的第一只公司债券“07长电债”的面世，我国公司债券市场的大门正式开启。对更多的企业来说，发行公司债券不但具有一定的成本优势，而且成为一种可能。因此，将有更多的企业选择发行公司债券来筹资，这必将扩大企业直接融资的比例，促进我国资本市场结构朝着更加均衡的方向发展。

公司债券的发行将有利于拓宽公司的中长期融资渠道，改变公司过度依赖银行信贷、偏好股权融资的融资行为，有助于公司优化资本结构，降低财务费用，提高公司价值。大力发展公司债券市场，对广大公司拓宽融资渠道，调整资产负债结构，降低财务成本，以进一步增强其竞争力和持续发展能力等都具有十分重要的作用。

为了使市场参与者能尽快了解我国公司债券发行实务，我们组织全过程参加了长江电力公司债券发行的企业和中介机构项目人员编写了这本《公司债券发行实务》，希望对更多企业发行公司债券有所借鉴。全书共分十章，编写分工：由张定明担任主编，张海波、傅振邦担任副主编。第一章由王锋、王桂萍负责编写，第二章和第四章由楼坚、刘希普负责编写，第三章及第六章由张海波负责编写，第五章由朱建军负责编写，第七章由陈东负责编写，第八章由何善根负责编写，第九章由吴胜亮负责编写，第十章由傅振邦负责编写，在本书最后还附上了公司债券发行上市相关监管文件。

由于编写时间紧迫，书中难免有疏漏、错误之处，恳请读者指正。

目录

前 言	1
第一章 公司债券导论	1
第一节 我国债券市场格局	1
第二节 国内外公司债券市场介绍	11
第三节 公司债券发展前景	19
第二章 公司债券发行方案的制定	23
第一节 发行公司债券的可行性分析	23
第二节 公司债券发行主体资格的确认	24
第三节 公司债券发行方案的设计	25
第三章 公司债券定价理论	34
第一节 公司债券定价方法	34
第二节 公司债券定价方法的选择及实证分析	43
第四章 公司债券的发行申请与核准	51
第一节 公司债券申报材料的准备	51
第二节 监管部门的核准	63
第五章 公司债券发行销售	70
第一节 公司债券的发行方式	70
第二节 发行时机选择	76
第三节 公司债券路演及发行	80
第六章 公司债券上市交易	88
第一节 公司债券上市交易概述	88

第二节 公司债券上市	89
第三节 公司债券交易	98
第七章 公司债券发行上市信息披露与宣传	106
第一节 公司债券发行上市信息披露	106
第二节 公司债券发行宣传	126
第八章 公司债券发行投资者利益保护的制度安排	177
第一节 债券持有人权益保护概述	177
第二节 债券受托管理人制度	178
第三节 债券持有人会议制度	182
第四节 债券持有人权益保护其他方式	188
第九章 公司债券发行中介机构与组织	190
第一节 承销机构	190
第二节 资信评级机构	196
第三节 律师事务所	199
第四节 其他中介机构	200
第五节 公司债券发行组织与成本	202
第十章 公司债券第一单——长江电力公司债券发行案例	207
第一节 长江电力2007年第一期公司债券发行概况	207
第二节 长江电力公司债券发行的主要技术工作	208
第三节 长江电力公司债券发行的组织工作	218
附件 公司债券发行上市相关监管文件	241
参考文献	325

第一章 公司债券导论

第一节 我国债券市场格局

债券市场是资本市场的重要组成部分，它不仅为发行人提供了融资渠道，而且对于一国金融体系的完善和经济的协调发展起着举足轻重的作用。我国1981年恢复国债发行，1983年开始发行企业债券，1985年开始发行金融债，历经二十几年的快速发展，现已基本形成了一个全国统一、层次多样、面向各类经济主体的具有中国特色的债券市场。

一、债券市场发展概述

经过二十多年的发展，我国债券市场规模不断扩大，债券市场化程度显著提高，市场交易规则日趋完善，债券托管体系和交易系统等基础建设不断加快。目前我国债券市场的发行主体主要包括财政部、央行、金融机构和其它企业，发行的主要品种有国债、央行票据、金融债、企业债、短期融资券等。

1、国债

国债是中央政府为筹集财政资金而发行的一种政府债券，是中央政府向投资者出具的、承诺在一定时期内支付利息和到期偿还本金的债权债务凭证。由于国债有政府信用作担保，信用级别高，且其利息可免交所得税，因此，国债被很多个人投资者视为储蓄的替代品。我国国债发展史可分为以下四个阶段：

第一阶段是解放初期，国债形成雏型。1950年我国刚解放，一是经济基础薄弱，财政收入有限；二是要继续支援人民解放战争，迅速解放全国；三是要恢复和发展经济，财政支出较大；四是通货膨胀情况也比较严重。于是，中央人民政府决定举借折实公债，其发行对象是城市工商业者、城乡殷实富户和富有的退职人员，其他社会阶层人士可自愿购买。我国进入第一个五年计划建设时期以后，为了加速国家经济建设，中央人民政府决定于1954年开始连续发行建设公债，一共发行了5次，发行对象是社会各阶层人士。至此，我国国债雏型形成。

第二阶段是1980—1991年，国债市场初步形成。二十世纪60年代和二十世纪70年代，我国停止了国债发行。进入80年代以后，随着改革开放的不断深入，一方面我国国民收入分配格局发生了较大的变化，政府财政收入占国民收

入的比重在下降,企业和个人收入所占的比重在上升,另一方面为了更好地利用国债的特点来调节经济,中央政府自1981年恢复发行国债(国库券)。当时国库券的发行对象主要是企业、政府机关、团体、部队、事业单位和个人;期限为5—9年。但是,由于当时没有国债市场,国库券的发行只能依靠行政摊派,并且不允许流通。随着国债发行规模的扩大,这种运作模式已越来越难以适应市场的需要。

1988年4月,我国在上海、深圳、广州等7个城市进行国债流通转让试点,允许1985年和1986年发行的国债上市流通。同年6月又在54个大中城市进行了试点。至此,我国国债开始有了二级市场。

1991年初,财政部决定扩大市场的开放范围,允许400个地级城市建立流通市场。同年,财政部开始进行国债发行方式的改革,推出承购包销的模式,首次将市场机制引入国债一级市场,以求利用市场机制取代行政摊派模式,获得巨大的成功,1991年75%的国债通过承购包销的方式发行。

在市场结构逐渐完善的同时,我国国债品种也不断增加,财政部陆续发行了国家建设债券、保值公债、国库券等几种可流通债券,以及财政债券、特种国债、国库券收款凭证及定向国债等几种不可流通债券。另外,国债偿还期限有所缩短,1981—1985年发行品种期限一般为5—9年,1985—1988年发行品种的期限调整为5年,到1990年之后,发行品种期限主要集中到3—5年。至此,我国国债市场初步形成。

第三阶段是1991—1998年,国债市场逐步走向成熟。进入90年代,我国国债市场结构日益完善,主要表现在以下几方面:

(1) 国债发行方式逐渐市场化。财政部继1991年进行国债承销试点后,又于1993年引入了国债一级自营商制度,当时有19家金融机构参加了一级自营商组织,并承销了1993年第3期记账式国债。同年,财政部颁布了一级自营商管理办法,并审查批准了第一批一级自营商。1995年8月,财政部进行了以划款期为竞争标的的招标,其特点是利率和发行价格已确定,投标商以划款时间为竞争标的,财政部按照各投标商的划款时间顺序来确定中标者。1996年国债招标发行取得了突破性进展,所有可流通国债的发行都采用招标方式,初步建立了“基数承购、差额招标、竞争定价、余额分销”的市场化发行模式,充分提高了国债的发行效率,增加了市场透明度;国债发行的频率也大大提高,按月均衡地滚动发行。至1996年,国债市场已经基本实现了“发行市场化、品种多样化、券面无纸化、交易电脑化”的目标。

(2) 多层次市场初具规模,国债交易开始活跃。我国国债流通市场是沿着先场外后场内的路径发展起来的。1988年国债流通市场开放以后,场外市场

逐步形成。随着上海证券交易所和深圳证券交易所的建立，场内市场迅速崛起，到1995年至1997年，上海证券交易所的国债交易占全国的90%左右。1997年6月，银行间债券市场成立，开辟了国债交易的新模式。同时，各种证券中介机构，如证券公司、信托公司等也迅速发展起来。这些因素都有效地促进了国债的流通，国债交易日趋活跃，国债流通市场的发展达到了一个新的阶段。

(3) 国债品种增加，并有所创新。这主要体现在三个方面：一是国债发行品种逐步增加。1991年后，面向机构投资者发行的记账式和实物国债、面向广大投资者发行的凭证式国债以及面向养老保险基金和失业保险基金等社会保障基金发行的特种国债，构成了这个时期国债的主要品种。二是国债发行的期限也不断丰富。1994年我国引入“三年期国库券存单”新品种，1995年推出3年期可提前兑换的不上市国库券，采用以旧换新方式，开放国债的期货交易，满足了投资者多样化的需求。特别是在1996年发行了从3个月、6个月到7年、10年的多种期限国债，打破了以往没有短期债和长期债的局面。三是国债交易也有所创新。1992年，回购业务首先在证券中介机构和银行之间出现，并于1994年在上海、深圳两个证券交易所正式开展。1993年，期货业务在上海证券交易所正式试点获得成功，并很快成为市场交易中的主角。

第四阶段是1998年至今，国债市场进入全面发展时期。为应对国内外经济环境的变化，1998年以来，我国启动了积极的财政政策，扩大了国债的发行规模，以刺激经济的增长。在此期间，国债发行基本上实现了市场化，国债发行规模连创新高。1998年我国国债发行规模为3,310.9亿元，2005年跃过7,000亿元。国债发行品种不断创新，浮息债券、本息分离债券、互换债券等纷纷出现。由于我国国债市场缺少避险工具，机构投资者出于风险管理的考虑，自发进行创新交易方式尝试，推出了类似互换和远期的交易品种。至此，我国国债市场进入全面发展时期。

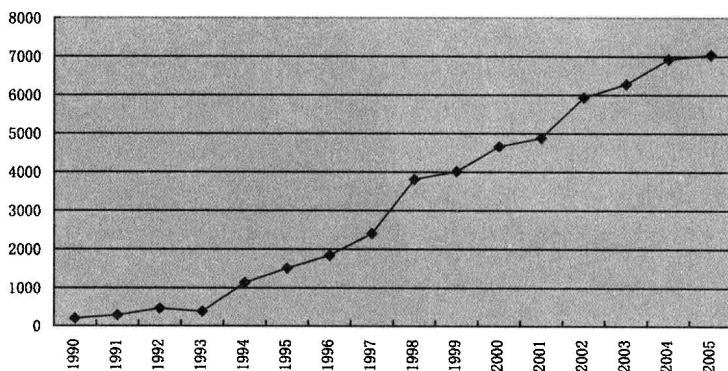


图 1-1-1 我国历年国债发行规模 单位：亿元

注：数据来源：《中国统计年鉴》（1991-2006）

2、央行票据

央行票据，是央行为调节商业银行超额准备金而向商业银行发行的短期债务凭证，其实质是中央银行债券，从已发行的央行票据来看，期限最短的为3个月，最长的为3年。

从2002年开始，随着中国经济进入新一轮的增长周期，中国的国际收支持续巨额顺差，外汇储备迅速增加。在强制结售汇制下，中国的货币供应量急剧增加，从而给经济带来了局部通货膨胀压力。为了对冲因外汇储备增加对货币供应带来的不利影响，中国人民银行开始了大规模的公开市场操作。起初，人民银行的公开市场操作集中于以国债为主的现券卖断操作和回购操作。然而，由于外汇储备长期、持续增长，而央行资产负债表中的债券存量又相当有限，作为一种替代手段，央行于2002年9月24日将公开市场业务操作中未到期的正回购转换为央行票据，央行票据从此正式进入中国的债券市场。但是，当时的央行票据只是央行回笼过多流动性的临时性手段，尚不能在银行间市场上买卖。由于缺乏有效的二级市场，央行票据的发行只是缓解了央行公开市场操作中无券可卖的难题，并没有对货币市场的交易主体、交易方式和利率水平产生明显的影响。

2003年初，鉴于2002年中国的外汇储备比2001年剧增742亿美元的事实，央行认识到，外汇储备的增加可能会持续一个相当长的时期。这意味着，对冲由此引起的货币供应的过度增加，将成为我国货币政策在今后一个较长时期的主要任务。由于可用来进行对冲操作的金融工具依然缺乏，央行决定将央行票据作为今后公开市场操作的主要工具。从2003年4月22日起，央行票据作为货币市场的一个重要券种被允许在银行间市场上流通。从此，伴随着中国经济快速增长形势的逐步明朗以及外汇占款的持续增加，央行票据成为央行公开市场操作的主要工具。自此，央行票据的发行量、市场存量、交易活跃度等均快速提高，发行方式也不断创新。

虽然央行票据只有短短的5年历史，但是，由于它承担了对冲巨额外汇储备增加的货币政策功能，其发行规模和市场存量的增长都十分迅速，从而很快就成为银行间市场上发行量和交易量最大的债券品种。到2005年底，其未清偿额已经超过政策性金融债，成为紧随国债之后的第二大债券品种，2006年度，央行票据发行量高达36,573.81亿元，占当年全部债券发行量的64.43%¹。

3、金融债

金融债是由银行和非银行金融机构发行的债券，金融债作为目前国际上比较流行的一种金融机构融资方式，一般被归类于公司债券。但在我国，金融

¹ 中央国债登记结算公司，《中国债券市场年度报告》（2006）。

债却单独成为一类债券，并在债券市场上占有重要地位，金融债对规范金融市场秩序以及促进金融机构发展发挥了重要的作用。从1985年开始，中国工商银行、中国农业银行开始发行金融债，所筹集的资金主要用于发放特种贷款和支持优质企业发展生产。我国金融债主要有政策性金融债、次级金融债以及金融机构一般性金融债等几种类型。

（1）政策性金融债。政策性金融债是指我国政策性银行为筹集信贷资金，经中国人民银行批准，用计划派购或市场化的方式，向商业银行、商业保险公司、农信社等金融机构发行的债券。政策性金融债在银行间债券市场交易流通。1994年我国政策性银行成立后，首个政策性金融债发行人为国家开发银行；随后，中国进出口银行、中国农业发展银行也加入这一行列。至2005年，我国政策性金融债存量达17,698亿元。政策性金融债作为主要金融债品种在发行市场化、丰富债券品种以及支持国家经济建设项目等方面做出了巨大的贡献。

（2）次级金融债。次级金融债是指偿还次序优于公司股本权益、但低于公司一般债务的一种债务形式。在国内，次级金融债的发行主体主要是各大商业银行，募集资金主要用于补充资本充足率。由于商业银行往往不能在急需资本的特定时间恰好完全满足股权融资的条件（包括增发和IPO在内的股权融资方案，在制度上都有相对较为严格的要求），而资本充足率一旦不能满足巴塞尔协议的要求（即资本充足率不低于8%，核心资本充足率不低于4%），商业银行的业务扩张将受到限制，因此发行相对容易的次级金融债就成为国内各大商业银行的必然选择。

我国商业银行近年来业务发展速度很快，仅采用股权融资方式已不能满足银行对补充资本金的要求，为此，2003年12月9日，中国银监会公布了《关于将次级定期债务计入附属资本的通知》，规定商业银行可根据自身情况，决定是否发行次级定期债务作为附属资本，其发行规模由商业银行自己衡量，发行方式为向目标债权人定向募集，审批机构为中国银监会。2004年6月17日，中国人民银行和中国银监会共同制定了《商业银行次级债券发行管理办法》，规定次级金融债可在全国银行间债券市场公开发行或私募发行。以2004年6月23日中国银行“2004年中国银行债券”的超额成功发行为标志，商业银行次级金融债的发行达到了一个高潮。目前，上市公司中国银行、建设银行、南京银行、民生银行、兴业银行等均发行过次级金融债；政策性银行国家开发银行也发行过次级金融债以补充资本充足率。截至2006年底，中国银行、建设银行等11家商业银行共发行了次级金融债1,628亿元¹。

（3）金融机构一般性金融债。2005年4月27日，中国人民银行发布了《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》，对金融债券的发行行为进行了规

¹ 中国人民银行，《2006年中国金融市场发展报告》。

范，发行主体也在原来单一的政策性银行的基础上，增加了商业银行、财务公司以及其他金融机构。截至2006年底，已有上海浦东发展银行、招商银行、兴业银行和民生银行共发行了一般性金融债券420亿元¹。2007年7月13日，银监会向下属各分支机构及银监会直接监管的财务公司下发了《企业集团财务公司发行金融债券有关问题的通知》，对企业集团财务公司发债的条件、资金用途等做了较为详细的规定。收到通知后，各企业集团财务公司跃跃欲试，中石化财务公司拔得头筹，已首次发行了40亿元3年期财务公司金融债。金融机构一般性金融债拓宽了金融机构直接融资渠道，有利于解决其长期存在的资产负债期限结构错配问题，对促进金融机构的健康发展必将起到积极的促进作用。

4、企业债

企业债券代表着发债企业和投资者之间的一种债权债务关系，债券持有人是企业的债权人，债券持有人有权按期收回本息。企业债券与股票一样，同属有价证券，可以自由转让。一方面企业债券风险与企业本身的经营状况直接相关，如果企业发行债券后经营状况不好，连续出现亏损，可能无力支付投资者本息，投资者就面临着受损失的风险，另一方面，在一定限度内，证券市场上的风险与收益成正相关关系，高风险往往伴随着高收益。因此，企业债券的票面利率通常也高于同期国债的票面利率。

我国企业债市场最早可追溯到上世纪80年代初期，20多年的发展历程大致可以划分以下几个阶段：

（1）自发阶段（1982—1986年）

从1982年开始，出于生产、经营的需要，部分企业开始自发地向社会或企业内部员工进行集资。这一阶段的集资行为既没有经政府审批，也没有相应的法律法规可供遵守，处于一种缺乏管理的状态。到1986年底，相关企业共发行了带有企业债券性质的有价证券100多亿元面额，筹资100多亿元。

（2）起步管理阶段（1987—1992年）

针对部分企业自发的集资行为，国务院开始研究对其进行有效的管理。1987年3月，《企业债券管理暂行条例》由国务院颁布实施。该暂行条例规定，中国人民银行是企业债券的主管机关，任何企业发行企业债券必须经中国人民银行批准。由中国人民银行会同国家计委、财政部制定全国企业债券发行的年度控制额度，下达至各省、自治区、直辖市和计划单列市执行，中国人民银行对企业发行债券实行“集中管理、分级审批”制度。

1987年，当时的国家计委首次编制了全国企业债券发行计划，当年批准发行企业债券30亿元。1990年国家计委又把企业债券发行纳入国民经济和社会发

¹ 中国人民银行，《2006年中国金融市场发展报告》。

展计划，将企业债券融资作为固定资产投资来源渠道。

在国家计委与中国人民银行联合制定了企业债券额度申报制度及管理办法以后，企业债券的发行开始骤增，1992年发行总量近700亿元面额。当时，过热的经济产生了对债券融资的强烈要求，这期间发行企业债券出现了一些失控现象，部分省市越权审批，一些规模小、资信差的企业也趁机进入发债行列，有的甚至濒于破产的企业也通过发行企业债券来筹集工资，结果企业债券出现大量到期无法兑付本息的现象，这使刚刚步入成长期的企业债券受到一定的冲击和影响。

（3）波动阶段（1993—1997年）。

1993年我国经济已处于过热的顶端，当年国务院批准企业债券发行规模近500亿元，但由于通货膨胀十分严重，使当年的国债发行出现困难。1993年4月，为确保国债的顺利发行，国务院一方面宣布在国债未发行完毕之前，不得发行企业债券，另一方面还要求企业债券的发行利率不得高于新发行的国债利率，不久又宣布将发行企业债券的计划改为新增银行贷款计划。

由于出现了部分到期企业债券不能兑付的问题，加之与少量企业乱集资出现的问题混淆在一起，引发出了一些社会问题，所以在这样的情况下，国务院发布了关于坚决制止乱集资和加强债券发行管理的通知，随后，1993年8月，《企业债券管理条例》出台。该条例规定，由国家计委会同中国人民银行、财政部、国务院证券管理委员会拟订全国企业债券发行的年度规模和规模内的各项指标，报国务院批准，这又一次收紧了企业债券发行的规模。

1994年企业债券发行计划实际上被取消，当年实际发行量仅为38亿元左右，这种状况一直持续到1998年。

（4）逐步恢复正常阶段（1998年至今）

1998年底，中国人民银行提出了调整企业债券管理制度的建议，得到国务院的原则同意。1999年是企业债券发展的重要转折点，1999年以后，债券发行由国家计委接受各省市和部门的申报后集中审核，报送国务院批准。这一阶段企业债券的发行条件实际上发生了变化，主要是为国家批准的大中型项目筹集建设资金，其申报的发行额度至少在10亿元以上。按此规模就要求发行人的净资产不能少于25亿元，这实际上已将一般大型和中小型企业排斥在发债行列之外。

从2000年以后，企业债券市场的监管模式发生调整。国家发改委（1998年前为国家计划委员会，此后到2003年为国家发展计划委员会），开始独自负责企业债券额度和发行的审批，人行负责利率审批，证监会负责承销团成员资格

审查和企业债券上市审批。

最近几年，中国企业债市场发展开始加速，特别是2005年以来，企业债发行步入了快速增长期，仅2005年至2006年11月，就累计发行了84只企业债，面值1,589亿元，分别占8年累计发行量的56.4%和62.5%。截止2006年11月，我国累计发行企业债券149只，面额2,541.5亿元。同时，我国企业债的品种也不断丰富和创新，陆续推出了浮息债，无担保债等新品种。

5、短期融资券

短期融资券就是发达国家货币市场上的融资性商业票据（Commercial Papers），是一种无担保的信用型的短期融资债券。2005年5月24日，中国人民银行对外发布并实施《短期融资券管理办法》，允许符合条件的非金融企业在银行间债券市场向合格机构投资者发行短期融资券。短期融资券的推出，一方面为企业，尤其是为上市企业提供了一条新的直接融资渠道，另一方面也是我国融资方式的重大突破，是金融市场建设的重要举措。在银行间市场发行短期融资券，企业可以便捷、低成本地进入银行间债券市场进行融资，困扰上市公司的融资瓶颈问题有了解决之道，短期融资券已经成为企业一个新的融资选择。短期融资券一推出，就受到了市场的青睐，自2005年5月中国人民银行颁布《短期融资券管理办法》以来，截至2005年底短期融资券发行总额为1,424亿元人民币，发行企业为61家。2006年我国银行间市场共发行短期融资券243只，规模总计2,919.5亿元，较2005年翻了一番。截至2006年底，共有210家企业累计发行短期融资券4,336.5亿元，未到期余额2,667.1亿元¹。

二、我国债券市场特点

1、品种以国债、政策性金融债、央行票据为主，企业债只占很小部分

在1994年以前，我国债券市场上的国债发行量与企业债在一个量级上，均只有百亿元的规模。同期政策性金融债发行量略少，只有几十亿元规模。从1994年开始，国债发行量跨上千亿元台阶，当年发行1,137.6亿元，此后逐年增加，至2006年度已达8,883.3亿元，比1994年增长了681%。政策性金融债的发行量从1996年开始也跨入了千亿元的行列，当年发行1,056亿元，此后增速比国债略快，至2006年已达9,494.7亿元。只有企业债市场发展缓慢，从1990开始的十几年间始终在百亿元的量级上徘徊，直至2005年由于债市好转，当年企业债(不含短期融资券)的发行量才增加至654亿元。

¹ 中国人民银行，《2006年中国金融市场发展报告》。

表1-1-1 各类债券发行额（1990-2002年）

单位：亿元

年份	国债	比例	金融债	比例	企业债	比例
1990	197.23	50.83%	64.4	16.60%	126.37	32.57%
1991	281.25	47.02%	66.91	11.19%	249.96	41.79%
1992	460.78	38.41%	55	4.59%	683.71	57.00%
1993	381.31	61.79%	0	0.00%	235.84	38.21%
1994	1137.6	87.55%	0	0.00%	161.75	12.45%
1995	1521	83.49%	0	0.00%	300.8	16.51%
1996	1848	58.24%	1056	33.28%	268.9	8.47%
1997	2411.8	58.85%	1431.5	34.93%	255.23	6.23%
1998	3808.8	64.48%	1950.23	33.02%	147.89	2.50%
1999	4015	67.21%	1800.89	30.15%	158	2.64%
2000	4657	72.94%	1645	25.76%	83	1.30%
2001	4884	64.09%	2590	33.99%	147	1.93%
2002	5934.3	63.58%	3075	32.94%	325	3.48%

数据来源：《中国金融年鉴》（1991-2003）

央行票据自2003年恢复发行以来，发行规模迅速扩张，2004年发行就达15,160.5亿元，占当年债券发行总量的一半以上。目前，我国债券市场发展很不平衡，品种以国债、政策性金融债、央行票据为主，企业债只占很小部分。以2006年为例，全年我国发行国债8,883.3亿元，占债券总发行量的15.1%；政策性金融债9,494.7亿元，占债券总发行量的16.14%；央票36,522.7亿元，占债券发行总量的62.09%；而企业债券仅1,015亿元，占债券总发行量的1.73%。我国国债、政策性金融债、企业债券发展不均衡的现状不便于参与者对不同信用等级的债券进行选择，无法满足不同类型投资者的投资要求。

表1-1-2 各类债券发行额（2003-2006年）

单位：亿元

年度	国债	金融债	企业债	央票	短融
2003	7892.37	4525.00	458	6458.20	
2004	7073.90	5028.82	322	15160.50	
2005	7042.00	6986.60	654	27462.00	1453
2006	8883.3	9494.7	1015	36522.7	2909.5

数据来源：WIND资讯。

表1-1-3 各类债券发行额占当年总发行额的比例（2003-2006年）

年度	国债	金融债	企业债	央票	短融	合计
2003	40.82%	23.40%	2.37%	33.40%	0	100%
2004	25.64%	18.23%	1.17%	54.96%	0	100%
2005	16.15%	16.03%	1.50%	62.99%	3.33%	100%
2006	15.10%	16.14%	1.73%	62.09%	4.95%	100%

数据来源：WIND资讯。

2、投资者以商业银行、保险公司等金融机构为主，投资主体比较单一

目前，我国银行间市场是债券市场的主体，银行间市场的交易量占整个债券交易量的绝大部分。银行间债券市场的交易成员虽然已增加到700家，但其交易主体仍然以商业银行和保险公司为主。2006年度，商业银行持有债券量占银行间债券市场总托管量的71.21%。机构投资者需求的一致性导致债券市场积累了较大的风险。

3、交易平台以银行间债券市场为主，交易所市场、商业银行柜台市场等为辅

我国债券市场由银行间债券市场、交易所市场、商业银行柜台市场以及凭证式国债市场等组成。1997年，中国人民银行在中国外汇交易中心的基础上建立了银行间债券市场，此后，除了记账式国债在银行间市场发行外，央行公开市场操作和政策性银行发行金融债都在该市场进行。1997年，商业银行退出上海证券交易所和深圳证券交易所的债券市场，正式进入银行间债券市场，自此，银行间债券市场成为中国最大的，也是最主要的债券交易市场。交易所债券市场是具有股票账户的投资者进行记账式国债和在交易所上市的企业债交易的场所，它采用撮合成交的交易方式，属于场内交易市场。商业银行柜台市场实际上是银行间债券市场的延伸，个人投资者和非金融机构可以在商业银行柜台买卖债券。商业银行柜台是一个做市商市场，由于做市商准入的限制，目前，仅有特定的银行在有限的地区开办柜台交易。凭证式国债市场是指为了满足个人投资者购买国债的需求，财政部通过各银行储蓄网点和财政部门国债服务部等渠道发行的凭证式国债的市场。个人投资者在该市场中购买的凭证式国债不可交易和流通，只能到期兑付，但如遇特殊情况，可以随时到原购买点兑现现金。

2006年，我国全部债券市场交易结算199.67万笔，共计40.19万亿元。其中，银行间债券市场作为债券市场主体，其结算量占总结算量的95.44%，交易所和柜台市场结算量仅各占总结算量的4.55%和0.01%。

表1-1-4 2006年市场债券交易结算情况

交易场所		笔数(万笔)	面额/金额(亿元)
银行间市场		16.08	383,558.25
交易所市场	上交所	157.74	18,130.29
	深交所	19.88	149.04
商业银行柜台		5.97	42.79
合 计		199.67	401,880.37

资料来源：中央国债登记结算公司，《中国债券市场年度分析报告》（2006）。

银行间债券市场无论是发行量还是交易品种都比交易所债券市场更丰富，银行间债券市场在几个债券市场中占主要地位，从功能定位上看银行间债券市场像是批发市场，交易所债券市场更像是债券零售市场。

4、我国债券市场总体规模偏小

改革开放以来，我国债券市场虽然得到了一定程度的发展，但与发达国家债券市场相比，还存在不小的差距，表现为债券品种少，市场规模有限。2004年底，我国债券市场（包括国债、央票、金融债、企业债、可转债、证券化产品等）资产总量为4.24万亿元（其中96%为国债及政策性金融债），与GDP的比值仅为31%。同年，美国债券市场资产总量约为22.4万亿美元（其中美国国债、市政债券等政府债券仅占25.5%），与当年GDP的比值为192%，由此可见，我国债券市场总体规模偏小。

三、总结

虽然与发达国家相比，我国债券市场还有不少差距，但经过二十多年的发展，特别是最近几年，我国债券市场无论从发行规模、交易量还是发行品种等方面都取得了巨大的成就。债券市场从无到有，交易规则从不规范到相对完善，债券品种从少到多，交易市场从小到大，形成了由银行间市场为主，交易所市场、银行柜台市场为辅的多层次交易市场体系。投资主体初期主要是企业、政府机关、团体、部队、事业单位和个人，目前已形成以商业银行、保险公司等机构投资者为主、个人投资者为辅的较为全面的投资者结构。

第二节 国内外公司债券市场介绍

在西方国家一般只有公司制的企业才能发行债券，因此企业债券就是公司债券。而在我国，根据国务院1993年颁布的《企业债券管理条例》规定，