

C A P I T A L

主 编◎何小锋
执行主编◎黄 嵩

资本

债券融资

005

中国债券市场与企业债券融资 / 余桂荣 杜海容

企业债券融资实务 / 黄 嵩

中小企业私募债券 / 邓 闯

城投债：地方政府债券融资 / 袁 杰

企业债券融资与信用评级 / 蔡国喜 陶丽博

中国的彭博在哪里 / 邝公弟

中国长江三峡集团公司债券融资 / 向 松

“兜底”失水海龙，市场容忍度何在 / 崔晓航

中国信用债券市场发展现状及风险管理建议 / 高 坚



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

主 编 何小锋
执行主编 黄 嵩

资 本

债券融资

005



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

资本: 债券融资/何小锋主编. — 北京: 中国发展出版社,
2012. 10

ISBN 978-7-80234-859-2

I. ①资… II. ①何… III. ①资本市场—研究 ②企业融资—
债券融资—研究—中国 IV. ①F830.9 ②F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 252703 号

书 名: 资本: 债券融资

著作责任者: 何小锋

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978-7-80234-859-2

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京科信印刷有限公司

开 本: 700mm × 1000mm 1/16

印 张: 9.25

字 数: 130 千字

版 次: 2012 年 11 月第 1 版

印 次: 2012 年 11 月第 1 次印刷

定 价: 29.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮件: bianjibu16@vip.sohu.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

卷首语

P R E A M B L E

刚刚颁布的《金融业发展和改革“十二五”规划》提出：“到‘十二五’期末，非金融企业直接融资占社会融资规模比重提高至15%以上。”

我国早在1996年就明确提出“扩大直接融资规模”，但中国企业直接融资比例的上升幅度一直不大，目前中国的金融体系仍属于银行主导型。

提高直接融资比例最大的潜力在于债券市场，不在股票市场。可以预计，“十二五”期间将大力发展债券市场，这也是实现显著提高直接融资比重目标最重要、也是最核心的举措。

债券融资也大行其道！

中国银行间市场交易商协会综合部项目主管余桂荣和中债资信评估有限责任公司分析师杜海容，为我们提供了《中国债券市场与企业债券融资》的一个全景式概述，不但介绍了中国债券市场特别是信用债券市场的发展和现状，还分析了目前中国信用债券市场所面临的问题和发展建议。文章通过对债券市场大量的数据实证分析，为企业债券融资提供了极其实用的指导和参考。

目前中国企业债券融资的四种主要方式是：企业债券（狭义）、公司债券、中期票据和短期融资券。北京大学黄嵩副教授的《企业债券融资实务》一文，从操作和案例的角度，为我们介绍了上述四种企业债券融资方式。

中小企业私募债券是中国债券市场的一项重大创新，肩负着解决

中小企业融资难题的重任。截至2012年7月31日，已发行的中小企业私募债券已达28只，募集总额23.3亿元。中小企业私募债券必将成为中小企业债券融资最重要的方式。北京大学研究生邓闯为我们介绍了《中小企业私募债券》的发行现状、操作实务和面临的挑战。

城投债是地方融资平台公司发行的企业债，事实上是地方政府变相通过企业债形式进行融资。在当前对地方政府负债过高的讨论中，城投债也成了大家关注的热点。鹏华基金公司固定收益部研究员袁杰《城投债：地方政府债券融资》一文，为我们系统阐述了城投债的前生今世、来龙去脉。

信用评级在债券融资中发挥着非常重要的作用。信用评级在债券融资中的直接作用表现为减少债券市场中投资人和发行人之间的信息不对称，降低信息沟通成本。信用评级还是债券风险定价的重要参考。如何看待企业债券融资与信用评级的关系、危机后人们对这种关系的认识发生了什么变化以及我国债券融资与信用评级的关系如何，中债资信评估有限责任公司总裁蔡国喜和分析师陶丽博的《企业债券融资与信用评级》，对此进行了深入讨论。

中国债券市场的发展，离不开债券常识的传播，中诚信资讯副总裁郝公第《中国的彭博在哪里》一文，对此问题提出了自己的思考。

谈债券融资，不能不提中国长江三峡集团公司。万联证券投资银行部向松对《中国长江三峡集团公司债券融资》进行了案例研究。

中国目前尚没有一只信用债券违约，本有可能成为中国信用债首例违约案例的“11海龙CP01”，因为政府“兜底”而按期兑付。北京大学研究生崔晓航的《“兜底”失水海龙，市场容忍度何在》为我们解读这个极有意义的案例。

压轴大作是国家开发银行高坚副行长的《中国信用债券市场发展现状及风险管理建议》。高坚先生为我国债券市场的创建和发展作出了突出贡献，有“中国债券之父”的美誉。高坚先生的文章一定能够让大家获益匪浅。

目 录

C O N T E N T S

专 题 >>>

- 3 中国债券市场与企业债券融资
.....◎余桂荣 杜海容
- 35 企业债券融资实务
.....◎黄 嵩
- 51 中小企业私募债券
.....◎邓 闯
- 59 城投债：地方政府债券融资
.....◎袁 杰
- 79 企业债券融资与信用评级
.....◎蔡国喜 陶丽博
- 88 中国的彭博在哪里
.....◎邰公弟

案 例 >>>

103 中国长江三峡集团公司债券融资

◎ 向 松

115 “兜底”失水海龙，市场容忍度何在

◎ 崔晓航

讲 座 >>>

133 中国信用债券市场发展现状及风险管理建议

◎ 高 竖

资本

债 券 融 资



Capital

专 题

◎余桂荣 杜海容

中国债券市场



企业债券融资

20 世纪 80 年代以来，金融脱媒化逐渐成为全球资本市场的发展趋势，中国金融体系不断完善，市场功能也在逐步深化。鉴于直接融投资可以优化融资结构、降低金融系统性风险的重要作用，从 1996 年我国明确提出“扩大直接融资规模”以来，中国企业直接融资得到了快速发展，但直接融资比重的上升幅度一直不大，目前中国仍属于银行主导型金融体系。要真正扩大直接融资的比例，建立多层次的资本市场体系，还需切实发展中国债券市场。

► 一、中国债券市场概况

1. 中国债券市场发展沿革

中国债券市场建设始于 1981 年恢复国债发行。伴随着对市场建设一般规律的探索和认识，中国债券市场历经了摸索起步、健康发展、快速发展三个阶段。

(1) 亚洲金融危机以前：处于摸索起步阶段

中国债券市场始于1981年国债的恢复发行和20世纪80年代中期对建立国债流通市场的探索，经历了从自发、零散的柜台交易到相对集中的交易所交易的过程。上世纪80年代中后期，随着国债流通转让试点，形成了很多地方性债券交易中心及柜台交易中心。但当时的债务工具托管处于分散状态，再加上交易不规范，1995年，武汉、天津证券交易中心及全国证券交易自动报价系统的债券交易均出现巨大风险而停止交易。在此之后，债券交易主要集中于交易所市场。当时，交易所成为金融机构投资者与零售投资者、银行与非银行机构并存的场内交易市场。但随后几年，由于当时交易所市场承载了为股市融资的功能，大量银行资金通过交易所债券回购流入股票市场，造成了回购利率的大幅波动，助长了股市投资和泡沫。1997年6月，为维护宏观金融稳定，阻断银行资金流向股票市场，商业银行全部退出上海和深圳交易所市场。这一阶段，中国债券市场总体发展非常缓慢，根据BIS统计，1997年末中国债券市场余额为4781亿元，在世界排名第25位。

(2) 亚洲金融危机之后：步入健康发展轨道

1997年后，亚洲各国对债券市场发展的重要性有了新认识，着力发展本国债券市场。1997年底，第一次全国金融工作会议召开，明确提出“发展资本市场，扩大直接融资”。在此基础上，中国债券市场在总结调整中向前发展，初步形成以场外市场（即银行间债券市场）为主、场内市场（即交易所债券市场）为辅，两个市场分工合作、相互补充的市场格局，同时市场基础设施得到加强，发行的市场化程度得到提高。这一时期，中国债券市场总体上发展很快，2004年末债券市场存量达到5.16万亿元；但同时也出现一些问题，由于交易所债券市场的标准券回购存在标准券折算、按席位二级托管等制度缺陷，风险开始逐渐暴露并开始着手整顿。此外，公司信用类债券市场发展依然缓慢，规模较小。2004年末，中国公司信用类债券余额2431亿元，在世界排第21位，在亚洲也远低于经济规模比我们小得多的韩国、马来西亚等，居第6位。

(3) “国九条”发布后：进入快速发展时期

2004年1月，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（即“国九条”），中国债券市场开始实现快速发展。按照市场化方向，不断减少行政审批，完善债券发行市场化机制。考虑到债券本身固有的风险属性，改变过去面向散户和中小投资者的做法，坚持面向机构投资者的场外市场定位，建立健全市场化约束机制，改变了债券融资发展相对滞后的状况。2005年短期融资券的推出，使中国债券融资的比重当年首次超过股票融资，自此成为直接融资的主渠道，成为资本市场的主板。从2007年开始，在充分尊重市场化力量的注册制推动下，中国债券市场跨越式成长的特征更为明显，呈现健康发展的良好势头。截至2011年末，中国债券市场余额为22.8万亿元，排名世界第4位，亚洲第2位。与此同时，中国公司信用类债券市场得到大发展，截至2011年末，市场余额为5.1万亿元，占债券市场余额22.36%，已排名世界第3位，亚洲第2位。

2. 中国债券市场概况

经过多年发展，中国债券市场形成了较为丰富的产品结构，债券存量规模稳步扩大，发行量持续增加，交易规模增速明显，呈现出健康发展的良好势头。

表1 中国债券市场格局

债券类别		发行主体	监管或自律机构	
政府债券（包括政府支持机构债）		财政部、地方政府、铁道部、中央汇金	人民银行、财政部、证监会	
中央银行债		人民银行	人民银行	
政策性银行债		政策性银行	人民银行	
金融债券	商业 银行 债券	普通债	银监会、人民银行	
		次级债	银监会、人民银行	
		混合资本债	银监会、人民银行	
	非银行 金融 机构 债券	非银行金融机构债券	商业银行等 金融机构	人民银行
		特种金融债券		人民银行
		证券公司债		人民银行、证监会
		证券公司短期融资券		人民银行、证监会

续表

债券类别		发行主体	监管或自律机构
非 金 融 企 业 债 券	企业债、集合企业债	非金融企业	国家发改委、人民银行、证监会
	短期融资券		人民银行（交易商协会）
	超级短期融资券		人民银行（交易商协会）
	中期票据		人民银行（交易商协会）
	中小企业集合票据		人民银行（交易商协会）
	公司债		证监会
资产支持证券		银行、企业等	银监会、人民银行
国际机构债券		国际机构	人民银行、财政部、国家发改委、证监会

（1）债券市场存量和发行量稳步增加

近些年，中国债券存量一直增长较快，十年间年均增长率达到27.8%，债券存量占GDP的比重也在逐步升高，截至2011年底，中国债券市场存量达到21.86万亿，占GDP的比重达到47.71%。中国债券市场存量在经历了2008年之前延续的20%以上的增长后，近几年增速开始趋缓。从发行量上看，2007年之前，中国债券发行量持续增加，2007年之后，债券发行量开始出现波动，但整体上处于7万亿~9.5万亿区间内，2011年中国债券市场总发行量为7.82万亿。从增长趋势上看，中国债券发行增速也在逐渐减小。

（2）债券市场交易量持续攀升

从1981年恢复发行国债开始至今，中国债券市场逐渐形成了包括银行间市场、交易所和商业银行柜台市场三个基本子市场在内的二级市场系。其中，交易商市场是场内市场，银行间市场和商业银行柜台市场是场外市场。目前，银行间市场是债券市场的主体，债券存量和交易量约占全市场90%以上。交易所市场面向各类社会投资者，属于集中撮合交易的零售市场，商业银行柜台市场是银行间市场的延伸，也属于零售市场。

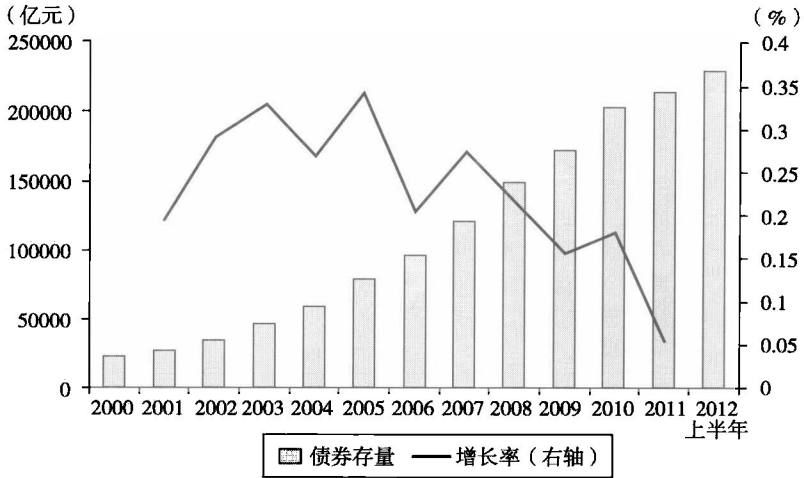


图1 中国历年债券市场存量情况图

资料来源：Wind。

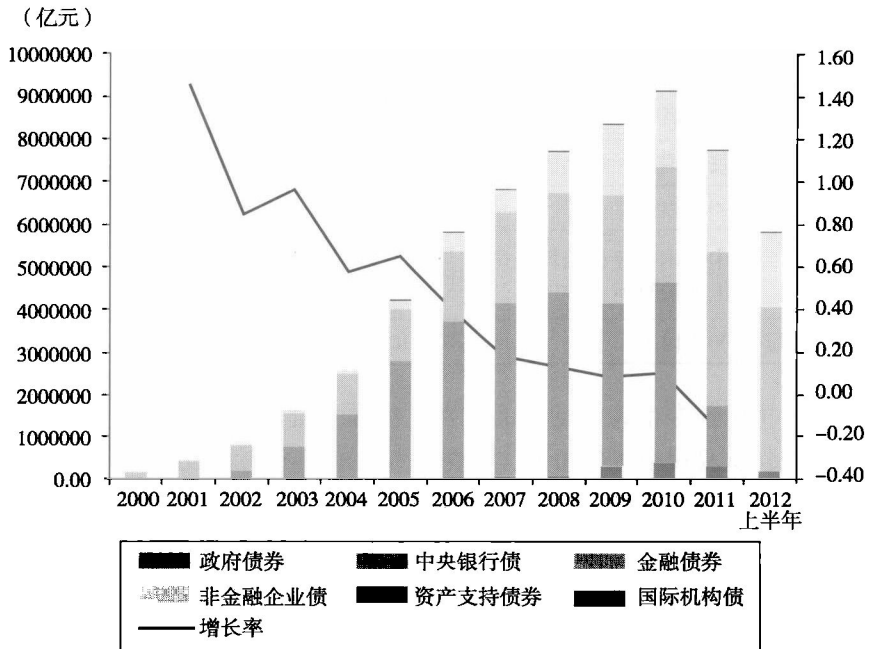


图2 中国历年债券发行量情况

资料来源：Wind。

表 2 中国债券二级市场概况

一级分类	场外市场		场内市场
二级分类	银行间债券市场	商业银行柜台债券市场	交易所市场
监管机构	人民银行	人民银行	证监会
交易工具	现券、回购（质押式和买断式）、远期、利率互换、债券借贷、远期利率协议	现券	现券、标准券回购、买断式回购
债券品种	国债、央行票据、政策性金融债、金融债券、短期融资券、中期票据、企业债券、中小企业集合票据、国际开发机构债、资产支持证券	国债	国债、企业债、公司债、可转换债
投资者	金融机构、非金融机构、QFII、ABF2 等各类机构投资者	个人、中小企业及事业单位	商业银行、企业、自然人、QFII 等
交易方式	场外询价、逐笔成交	双边报价	集中竞价、撮合成交
债券交易量	90% 以上	极小	不到 10%
托管机构	中央国债登记结算公司、上海清算所	中国证券登记公司	
债券托管量	90% 以上	不到 10%	

随着中国债券市场流动性的改善，债券投资规模逐年增加，除 2011 年外，市场交易规模逐年增加，年交易规模增长率均在 20% 以上，2005、2008 两年增长率均超过了 100%。在全部交易规模中，银行间债券市场交易额占绝大部分，从 2006 年开始，银行间债券市场交易额占整个市场交易的比重突破 98%，之后一直维持在 99% 以上。按交易市场统计，2011 年，中国债券全市场（银行间市场按净价交易计算）累计成交 63.26 万亿元。按交易类型看，中国债券市场现券交易份额呈现出先抑后扬的态势，与此对应，回购交易则先扬后抑，2011 中国债券市场现券交易和回

购交易总和达到 183.2 万亿元，较 2010 年增长 16.04%，其中现券交易 33.3 万亿元，回购交易为 85.8 亿元。

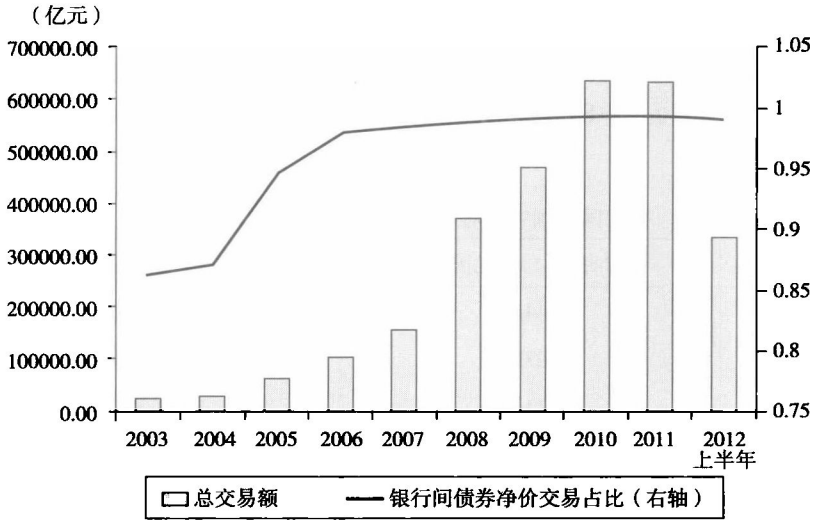


图3 中国历年债券交易情况

资料来源：Wind。

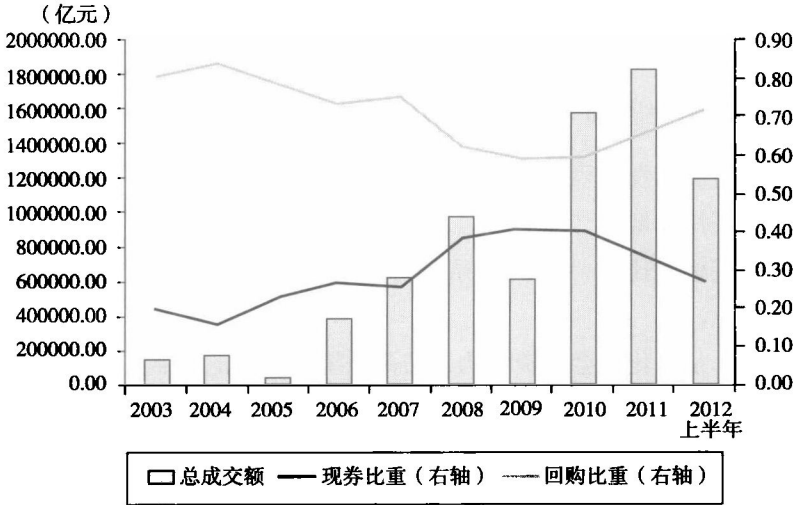


图4 中国历年债券现券和回购交易情况

资料来源：Wind。

当然，必须承认的是，与发达国家债券市场相比，中国债券市场存量规模仍然较小。如果考虑到中国的经济总量，则市场规模偏小的问题就更加突出。以债券市场各类债券存量与本国 GDP 的比值来表示各国债券市场的相对规模，日本、美国以及法国等国家的比值均超过 100%，德国为 69.84%，发展中国家巴西为 59.13%，而中国为 47.89%。

表 3 部门国家国内债券构成情况（截至 2011 年底）

国家	债券存量（10 亿美元）	债券存量/本国 GDP（%）
中国	3344.77	47.86
法国	3307.605	117.78
德国	2534.176	69.84
日本	14952.482	255.36
美国	26333.079	174.80
巴西	1488.778	59.13
印度	596.114	32.34

资料来源：BIS。

2. 发展债券市场的意义

债券市场的发展程度是一个国家金融市场发展程度的一个重要基础。为实现经济快速增长、保持金融系统稳定，“十二五”规划明确提出要显著提高直接融资比重，加快债券市场发展。因此，大力发展债券市场成为当务之急。

第一，是优化社会融资结构，防范系统性风险的必然要求。

长期以来，中国直接融资与间接融资比例严重失衡，金融体系缺乏弹性。实体经济融资过度依赖银行贷款，金融风险集中于银行体系。这种社会融资结构对于宏观金融稳定带来巨大挑战。此次国际金融危机暴露出来的“大而不能倒”问题，就是风险过度集中引发系统性风险的案例。由于银行微观监管的顺周期特征，当经济转入下行周期时，过度集