

ZhaiQuan
ShiChang
GongJu Yu
ChuangXin

债券市场：工具与创新

窦洪权 / 编著



经济科学出版社

ZhaiQuan
ShiChang
GongJu Yu
ChuangXin

债券市场：工具与创新

窦洪权 / 编著



经济科学出版社

责任编辑：王志华

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：王世伟

债券市场：工具与创新

窦洪权 编著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191515

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esbj3@esp.com.cn

天宇星印刷厂印刷

河北三河华丰装订厂装订

787×1092 16 开 16.25 印张 220000 字

2004 年 6 月第一版 2004 年 6 月第一次印刷

ISBN 7-5058-4161-0/F·3440 定价：29.80 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

债券市场概论 / 1

- 一 债券市场的作用 / 1
- 二 债券品种与创新 / 4
- 三 债券交易程序 / 10
- 四 债券发行与交易的税费分析 / 12
- 五 债券收益率的理论分析 / 14
- 六 债券期限、票面利率与风险 / 18
- 七 债券评级 / 24

企业债券 / 26

- 一 企业债券市场概论 / 26
- 二 企业债券风险管理 / 33
- 三 企业债券发行方式创新 / 40
- 四 企业债券信息披露 / 45
- 五 企业债券场外交易模式探讨 / 47
- 六 企业债券发行中的若干法律关系 / 52

国债 / 60

- 一 国债市场概论 / 60

二 国债回购市场出现的问题及对策 / 68

特种金融债券 / 72

- 一 发行特种金融债券的背景 / 72
- 二 特种金融债券发行条件 / 73
- 三 特种金融债券的特殊性 / 74
- 四 特种金融债券的流动性 / 76
- 五 特种金融债券的若干启示 / 76

证券公司债券 / 80

- 一 发行证券公司债券的必要性 / 80
- 二 发行证券公司债券的可行性 / 82
- 三 证券公司债券发行资格界定 / 83
- 四 证券公司债券发行方式的设计 / 84
- 五 证券公司债券发行规模和期限 / 90
- 六 证券公司债券收益率和票面利率 92
- 七 证券公司债券交易方式探讨 / 94
- 八 证券公司债券监管策略 / 99

财务公司债券 / 110

- 一 发行财务公司债券的背景 / 110
- 二 发行财务公司债券的宏观经济意义 / 111
- 三 发行财务公司债券的现实意义 / 113
- 四 财务公司债券的发行和监管 / 113

资产支持证券 / 116

- 一 信贷资产证券化功能探讨 / 116

- 二 资产证券化经营公司 / 119
- 三 信贷资产转让：实施证券化的前提 / 123
- 四 信贷资产的结构重组和信用增级 / 127
- 五 信贷资产的证券化处理及其管理 / 129
- 六 信贷资产证券化需要的法律支持 / 131

债券市场国际比较 / 132

- 一 世界债券市场的规模与结构 / 132
- 二 债券类别 / 134
- 三 各国（地区）对债券发行者资格的界定 / 141
- 四 各国（地区）对债券发行的监管 / 142
- 五 债券级别与评定 / 146
- 六 债券税费比较 / 155

附件 1：国债管理的相关规定 / 157

- 全国银行间债券市场债券交易管理办法 / 157
- 商业银行柜台记账式国债交易管理办法 / 163
- 凭证式国债质押贷款办法 / 170

附件 2：特种金融债券托管回购办法 / 173

附件 3：证券公司债券管理相关规定 / 179

- 证券公司债券管理暂行办法 / 179
- 证券公司公开发行债券募集说明书 / 190
- 证券公司债券上市公告书 / 209
- 证券公司定向发行债券信息披露准则 / 215
- 资信评级机构出具证券公司债券信用评级报告准则 / 222

附件 4：信贷资产证券化管理暂行办法（文件范本） / 227

附表：

- 1. 1995 年以来三年期银行存款、国债、企业债券利率 / 237

2. 历年国债发行情况统计表 / 237
3. 历年企业债券发行兑付统计表 / 242
4. 上市债券利率一览表 / 242
5. 上市交易债券到期收益率一览表 / 245
6. 银行柜台交易债券到期收益率一览表 / 247
7. 特种金融债券发行统计表 / 248

后记 / 251

债券市场概论

一 债券市场的作用

证券市场的发展，无疑是中国近 20 年改革开放的最显著的成就之一。尽管中国的证券市场发端于债券市场，但中国的大多数老百姓以及企业却将证券市场与股票市场画等号，原因是我国债券市场的发展远远落后于股票市场。实际上，世界大多数发达国家的债券市场的作用是十分巨大的。

债券市场对经济发展有着广泛而重要的作用，主要体现在以下几个方面。

（一）发展债券市场有助于经济增长

第一，债券市场有助于提高储蓄，增加社会资金总量。在经济运行过程中，总有一些经济主体的货币收入大于其货币支出，出现闲置资金，而另一些主体的货币支出大于货币收入，发生资金缺口。将资金从盈余者手中转移到需求者手中，通常有两种途径：一种是以银行为中介的间接融资；另一种是以证券为工具的直接融资。间接融资尽管有自身的优势，但也存在着局限性，主

要是这种融资的方式不能及时和充分满足资金供求双方的需要。可以用于直接融资的证券主要包括股票和债券两种。股票是不还本的，其收益的高低随公司效益的大小而变化。股票的收益可能很高，也可能很低，因此股票的风险高。债券是要还本的，而且利率通常也比银行存款利率要高。因此，对于那些有剩余资金，既想获得较高收益又不想承担太高风险的投资者而言，购买债券比购买股票更合适。因此，有了债券这种金融工具，投资者多了一种投资手段，而资金需求者也多了一条融资的渠道。债券有利于沟通资金供求双方的联系，有利于促成短期、小额的闲置资金向长期、巨额投资资金的转化，实现资金的积累和集中，增加社会资金的总量。

第二，债券市场有助于优化投资结构和产业结构。通过债券市场，资金供求双方平等自愿地融通资金，这种融通的结果是资金向短线产品和利润率高的部门流动。一般情况下，只有那些利润率较高、经济效益好的企业才能负担较高的利息率，而只有这样的企业才能以较高的利率从债券市场上筹措到资金，其结果就是把社会资金引向利润率较高、经济效益较好的行业和企业中去，这对改善投资结构和产业结构是有利的。

第三，债券市场有助于改善经营管理，提高企业的经济效益。我国的国有企业普遍存在着预算软约束的问题。银行提供的信贷资金名义上是有偿的，但企业得到了银行贷款之后，很少关心贷款能否按时归还以及利息能否按时支付的问题。如果企业在债券市场融资，情况就会有所不同。由于债券的持有者是广大公众，企业若不能支付利息或拖欠债务，公众是不会答应的。一旦企业拖延了还款时间或还款能力不足，它就会丧失信誉和发展机会，就很难再从债券市场上筹资了。因此，面对广大公众，企业感到的压力很大，还本付息约束增强，迫使企业对筹资采取谨慎的态度。企业发行债券得到资金后，必然会强化内部管理，改善经营。

（二）发展债券市场有助于金融体制改革

债券市场在以下五个方面对金融体制改革产生积极作用：

第一，拓宽金融业务的领域。债券的发行丰富了金融工具，并由此产生了债券的贴现、转让、担保、保管等业务。十几年来，我国债券的种类不断丰富，政府债券有国库券、国家建设债券、国家重点建设债券、特种国债、保值公债，政府债券的期限档次也越来越多；企业债券有中央企业债券、地方企业债券、企业短期融资债券、固定利率债券、浮动利率债券、附息债券等；金融债券有证券公司债券、财务公司债券、资产支持债券、特种金融债券等。债券业务的发展，与股票、信托、租赁、保险和外汇等业务一起，极大地拓宽了我国的金融领域，促进了我国金融事业的发展。

第二，加速金融机构多元化进程，促进金融业的竞争。在国有银行之外，设立综合性银行和非银行金融机构，使之相互竞争、共同发展是我国金融改革的目标之一。债券市场的发展，促进了我国经营债券业务的非银行金融机构的兴起。而经营债券业务的金融机构的设立又会促进我国债券市场的发展。1986年，我国第一家兼营债券业务的非银行金融机构——沈阳市信托投资公司成立。1987年，我国第一家专营证券业务的公司——深圳证券公司成立。这些经营证券业务的非银行金融机构与银行展开了竞争，从而有助于提高金融机构的经营效率。

第三，促进金融调控手段的转变。我国目前主要以再贷款和直接控制银行贷款规模的方式来进行金融调控，这种调控手段一直处于“一控就死，一放就乱”的循环往复的过程中。要摒弃这种调控手段，实现以间接调控为主的目标，债券市场的发展和完善是必不可少的。有了完善的债券市场，中央银行就可以运用公开市场业务和再贴现等间接调控手段。尽管中央银行公开市场操作的主要对象是短期国债，但短期国债市场的建立和完善是与整个债券市场的建立与完善分不开的。

第四，促进证券市场结构的完善。证券市场主要包括股票市

场和债券市场。这两个市场有着不同的功能。股票市场的最大功能在于灵活，股票价格能够迅速反映经济中的晴和雨；而债券市场的最大作用是稳定，一般不会出现债券过度的买和卖，因为债券的到期价值是明确的。我国证券市场发端于债券市场，但股票市场的发展远远超过了债券市场，致使两个市场的结构不平衡，股票市场过度投机现象严重。股票市场的过度投机有很多原因，其中债券市场发展严重滞后是其中之一。当债券市场有了相当程度的发展后，债券市场将容纳大量的资金，投资者也有了从事组合投资的机会，这样，市场的稳定性会大大提高。

第五，促进利率的市场化。我国的利率还是官定利率，这种利率不反映资金的供求状况，显然，这种利率的资源优化配置作用较低。债券市场的发展将有助于利率的市场化，因为债券的收益率既要反映无风险利率，又要反映各种风险的溢价，当债券市场发展发展到较完善的阶段时，债券的收益水平将反映整个金融市场均衡时的利率水平。

二 债券品种与创新

债券品种的创新是整个金融创新中的一个部分，是金融工具的供给者和需求者相互作用的结果。概括地讲，债券品种创新有以下原因：

第一，市场环境的变化。市场环境的变化使得某些金融工具具有获利的潜力，因此资金的需求者就会创造出这种适应新的市场环境的金融工具，从而成为这种金融工具的发行者。而资金的供给者为了能够增大收益或者降低风险，也倾向于使用这种金融工具作为达到目的的手段。例如，在市场利率变化比较频繁而波动幅度较大的情况下，浮动利率债券就会成为投资者回避利率风险的工具，而发行浮动利率债券的主体由于适应了变化了的市场环境，因而能够顺利筹集到资金。

第二，政策环境的变化。政府某些经济或金融政策的改变，也会导致金融工具尤其是债券品种的创新。例如，由于利息所得

与债券资本利得的税率不同，就会给债券品种的创新带来方便。假如债券的利息要缴纳利息收入税，如果买卖债券的资本利得不缴税，那么低利息的债券就会受到欢迎，而零息债券就会更受欢迎，因为零息债券没有任何的利息所得，投资者所得全部是买卖债券的差价，即资本利得。另外，如果债券的发行者因为近期经营环境不好，利息支付的压力较大，那么发行零息债券就会减少近期的现金支付，将现金流出的时间向后推迟，这样，有利于债券发行者缓解近期经营危机。

第三，竞争环境的变化。竞争环境的改变，会引起新的金融工具的产生。例如，房地产业是美国的支柱产业之一，房地产开发商的资金总是有限的，而商业银行贷款给房地产商的风险相对说来是较高的，因为房地产贷款的期限较长，资产的流动性较差。如果个人或者规模较小的单位也可以向房地产商提供融资的话，房地产商的资金来源就会大大增加。但个人和其他规模较小的单位向房地产商提供融资的最大障碍就是融资的信用风险和流动性风险。解决信用风险的手段是用房地产本身作抵押，而解决流动性问题的手段是发行抵押转手债券。该债券的收益因为有众多的房地产作抵押而有了保证，而债券的持有者可以随时将债券转移给市场创造者。这种债券的市场创造者是由政府扶持的机构。当市场中诞生了抵押转手债券后，投资者投资的工具增加了；而房地产商的融资渠道增加了，因此其竞争力得到增强。

第四，技术进步。技术进步是债券品种不断创新的保障。技术进步增强了金融机构处理信息的能力，使金融机构不仅可以更加有效地设计出新的金融工具，而且可以更方便地识别、度量和监视投资组合的风险。另外，技术进步降低了交易成本，为金融机构的不断创新提供了条件。

债券品种的创新主要分为四个类别：信用风险转移型、价格风险转移型、流动性提高型和信用产生型。

信用风险是债券投资中的一个主要风险，尽管信用风险属于个别风险，而个别风险可以通过组合投资的办法来规避，但是从事组合投资的主体大多是机构投资者，而个人投资者由于受到资

金、信息等条件的限制，很难从事组合投资。为了降低债券投资的信用风险，就需要增加对债券偿还的保证条件。因此，抵押债券、质押债券和保证债券就应运而生。而且为了判断一个债券，特别是公司债券的信用风险，投资者利用资信评定机构对债券评定的级别。因此，投资级债券、非投资级债券以及垃圾债券等不同类别的债券也就出现了。

债券投资的价格风险可以统称为收益率风险，是指债券价格因为市场利率的变化而产生波动，从而给投资者收益带来的不确定性。价格风险的规避有多种途径，每一种途径都需要各自的金融工具。例如，债券的发行者发行浮动利率债券，替代固定利率债券，而将债券的价格风险由自己承担；即使还是发行固定利率债券，由于不同偿还期的债券的价格风险是不同的，因此，为了适应投资者的需求，在不同的利率环境中发行不同偿还期的债券就是应该的；而债券的价格风险与债券的票面利率有直接的关系，因此，在不同的利率环境中发行不同票面利率的债券也是必需的。因此，在债券市场中，各种期限和各种票面利率的债券就应运而生。

债券的发行者为了降低自己的价格风险，例如市场利率变得很低，发行者此时如果在债券市场上重新发行债券的话，就会增加自己的利益。为此，债券发行者在自己发行的债券上增加回购条款，即在经过一定的时间后，发行者可以在任何时候按事先约定的价格买回自己发行的债券。同样，有些投资者担心自己购买的债券因为市场利率上升幅度大而价格下降幅度过大，要求发行者按照事先约定的价格买回债券。在这种情况下，可回购债券和可回卖债券也就产生了。

为了规避利率风险、税收风险等，不同投资者之间的利率调换也是可以采用的。为此，各种形式的债券调换也就产生了。

流动性本身也是风险，因为一个债券的流动性较差，就意味着当投资者需要转让或变现时，他就要承担较大的交易成本。为了增强债券的流行性，债券商和债券交易所就是必不可少的。有些债券是公开发行的，可以在交易所集中交易；有些债券虽是公

开发行，但只能在柜台进行交易；有些债券是私募的，因此债券交易是不允许的，只能在投资者之间进行转让。投资者对债券流动性的要求不同，债券发行者也就创造出来不同流动性的债券。

信用产生型的债券多指垃圾债券。由于有些公司的资信级别无法达到注册发行债券的标准，但它们的确需要在债券市场上进行融资，它们发行的债券的收益率比一般债券的收益率高得多，而这种债券也适应风险爱好者的需要，因此，低级别债券也可以在债券市场上存在。

为了提高债券的流动性并降低各种风险，债券发行者想方设法设计出新颖的债券品种，适应投资者的需求。概括地讲，创新包括以下几个方面。

1. 在债券期限上创新。除了前面讲到的短期债券、中期债券、长期债券和永久性债券之外，债券发行者设计出可展期债券。该债券是到期后投资者可以按事先规定的条件将债券展期的品种。投资者因为多了一项选择权，认购的积极性增加。英国政府发行的可转换债券实际上就是可展期债券。

为了吸引投资者的购买，发行公司又设计出分期付款和延期付款的债券，即投资者在购买债券时可以只支付部分款项，其余的价款可以在日后分期或延期支付，当然发行者在发行时要采取一些保证措施。

2. 在利息支付形式上创新。利息是投资者购买债券获得收益的最主要收益形式，而利息的支付方式与投资者所承受的风险以及与债券发行者现金流出量的大小都直接相关。根据利息支付方式的不同，有固定利率债券、浮动利率债券、指数化债券，也有纯粹债券、零息债券、低利率高收益债券等。纯粹债券就是一般意义上的债券，即平价发行，每年或每半年支付一次利息，到期偿还本金。零息债券是指票面利率为零的债券，投资者购买这种债券的收益完全来自于债券的买卖差价。低利息高收益债券是介于零息债券与纯粹债券之间的债券，该债券的票面利率较低，但低价发行，从而收益率较高。低利率高收益债券适应了某些税收阶层的需要。

3. 在债券附加权利上创新。

(1) 在认购权上创新。在认购权上创新的债券是指在一般债券的基础上附加一种认购选择权。而认购的选择权包括股票认购权和债券认购权。附认股权债券是指债券的购买者在一定条件下可以按事先约定的价格将公司债券转换成公司的股票。这种债券又可以分为两种：一种是债券和认股权共同存在，交易的时候，债券与认购权一同交易。另一种是债券与认购权分开，成为两种不同的证券，交易时同时存在着债券的价格和认股权的价格。

附认购其他债券权利的债券，是指投资者有权在有效期内按约定的价格和利率购买发行者下一次发行的债券。如果购买发行者下次发行的债券对投资者有利，他就会行使这一权利；如果购买该债券对投资者不利，他就会放弃这一权利。

(2) 在交易权利与种类上创新。如果债券的交易种类有多种，那么债券的流动性就会提高，投资者购买这种债券的流动性风险就会降低。在债券交易权利上，包括债券在交易所交易、在柜台交易、在投资者之间的相互转让等。而具体的交易种类又包括债券的现货交易、期货交易、期权交易、信用交易和回购交易等。

现货交易是指交易双方在成交后立即进行交割，或在极短期限内办理交割的一种交易方式。期货交易是指交易双方在债券期货合约成交后不马上进行交割，而是在某一段时间内，如3个月内进行交割的交易。期货交易相当于远期交易加上杠杆融资。

期权又称选择权，它是投资者在付出一定的费用后，取得一种可按约定价格，在规定期限内买进或卖出一定数量的金融资产或商品的权利。债券的期权交易是指买卖按约定价格买进或卖出一定数量债券的权利的交易。期权交易相当于期货交易加上保险。

信用交易亦称保证金交易，是指交易人凭自己的信誉，通过交纳一定数额的保证金取得经纪人信用进行债券买卖的交易方式。信用交易相当于现货交易加上杠杆融资。不过信用交易中的

杠杆融资的程度较期货交易杠杆融资的程度低得多。

回购交易在日本被称为先现交易，是指卖出债券现货的同时，签订一个在一定时间后按一定的价格买回债券的协议，本质上是以债券为抵押的贷款。回购交易实际上是卖出现券与买进债券远期的交易。这种交易可以反着做，被称为反回购交易。

4. 在债券偿还保证程度和债券流动性上同时创新。在债券偿还保证程度和债券流动性上同时创新的最典型的例子是不动产抵押证券的产生。

由于不动产贷款的时间较长，又由于每笔不动产贷款都有其自身的特点，因此，不动产贷款缺少流动性，这大大地影响了商业银行发放不动产贷款的积极性，也影响个人和规模较小单位参与不动产投资的积极性。为了促进不动产贷款者增加不动产贷款的数量，促进不动产的发展，美国政府建立了一整套的方法，而政府对抵押贷款进行保险或担保是其中重要的内容。

美国联邦住房管理局和退伍军人管理局，分别负责为商业银行或其他机构发放住宅抵押贷款提供保险和担保。美国联邦住房管理局和退伍军人管理局对能够得到保险或担保的住宅贷款，规定了标准。因此，商业银行和其他金融机构从事住宅抵押贷款的风险下降了，商业银行等金融机构发放这种贷款的规模也随之增加。又由于住宅贷款得到了政府机构的保险或担保，商业银行和其他金融机构就可以创造出标准化的抵押证券，这种证券可以向更大的机构投资者出售。这样，抵押贷款的流动性就增加了。这里的机构投资者主要是联邦国家抵押协会（Federal National Mortgage Association —— FNMA 或俗称 Fannie Mae）和政府国家抵押协会（Government National Mortgage Association —— GNMA 或俗称 Gannie Mae）。

当商业银行发放可以保险或担保的抵押贷款后，商业银行可以依据一组这样的抵押品，发行抵押证券，Fannie Mae 和 Gannie Mae 可以作为市场创造者的身份购买和出售这种抵押证券。Fannie Mae 和 Gannie Mae 承诺在一定的时期以后以一定的价格购买，或者按一定的标准支付证券的本金和利息。由于 Fannie Mae 和

Gannie Mae得到了政府的支持，或者其本身就是政府机构，因此由 Fannie Mae 和 Gannie Mae 承诺的抵押证券的收益是有保证的，因此一般投资者可以像购买一般债券一样购买抵押证券。

1970 年，美国成立了联邦住宅贷款抵押公司（Federal Home loan Mortgage Corporation —— FHLMC，俗称 Freddie Mac）。该公司的成立为一般住宅抵押贷款的二级市场的建立和发展起到了积极作用。像 Gannie Mae 一样，联邦住宅贷款抵押公司——Freddie Mac 出售以不动产为抵押的证券，名称为 participations，并担保这一证券的本金和利息的偿还。与 Gannie Mae 不同的是，联邦住宅贷款抵押公司不是针对由美国联邦住房管理局和退伍军人管理局保险或担保的抵押贷款，而是针对一般性的抵押贷款。联邦住宅贷款抵押公司——Freddie Mac 的成立，为美国真正意义的不动产交易市场的诞生和发展，起了极为重要的作用。

三 债券交易程序

债券交易程序是证券交易市场买卖债券的具体步骤。证券交易市场有证券交易所和场外交易市场之分，债券交易又有代理和自营之分，因此，债券的交易程序也有所不同。

债券上市交易包括以下程序：

（1）联系经纪人。

（2）开立账户。是指债券投资者在证券经纪人处开立委托买卖账户。其作用在于确立投资者的信用，保证客户在其购买债券时，有能力支付价款和佣金，出售债券时，能保证客户是债券的真正持有者。

（3）委托买卖。委托是顾客向债券经纪人发出表明愿意以某种价格购买或出卖一定数量某种债券的请求。

（4）成交。证券公司在接受客户委托后就应迅速命令其在证券交易所里的代理人到交易厅内去执行委托。

（5）清算与交割。清算就是将买卖债券的数量与金额分别予