

# B

# 债券市场蓝皮书

BLUE BOOK OF BOND MARKET

# 中国债券市场 发展报告 (2015~2016)

主编/杨农

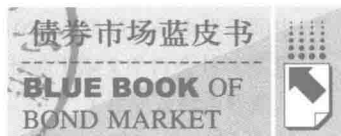
副主编/吴志红 邵滨鸿

DEVELOPMENT REPORT ON  
CHINESE BOND MARKET (2015-2016)



社会科学文献出版社  
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

2016  
版



# 中国债券市场发展报告 (2015~2016)

---

DEVELOPMENT REPORT ON CHINESE BOND MARKET  
(2015-2016)

主 编 / 杨 农

副主编 / 吴志红 邵滨鸿



社会科学文献出版社  
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

## 图书在版编目(CIP)数据

中国债券市场发展报告. 2015~2016 / 杨农主编

—北京: 社会科学文献出版社, 2016. 10

(债券市场蓝皮书)

ISBN 978-7-5097-8853-0

I. ①中… II. ①杨… III. ①债券市场-经济发展-  
研究报告-中国-2015~2016 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 096331 号

### 债券市场蓝皮书

## 中国债券市场发展报告(2015~2016)

---

主 编 / 杨 农

副 主 编 / 吴志红 邵滨鸿

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 李延玲

责任编辑 / 史晓琳 李延玲

出 版 / 社会科学文献出版社·国际出版分社(010)59367243

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: [www.ssap.com.cn](http://www.ssap.com.cn)

发 行 / 市场营销中心(010)59367081 59367018

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 20.5 字 数: 309 千字

版 次 / 2016 年 10 月第 1 版 2016 年 10 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-8853-0

定 价 / 89.00 元

皮书序列号 / B-2016-536

---

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心(010-59367028)联系

▲ 版权所有 翻印必究

# 《中国债券市场发展报告（2015～2016）》

## 编 委 会

主 编 杨 农

副 主 编 吴志红 邵滨鸿

编委会委员（按姓氏拼音排序）

陈健恒	邓海清	董德志	高 鹏	胡月晓
蒋 睿	卢超群	鲁政委	邵滨鸿	盛婉瑜
索耀轩	韦燕春	魏 伟	吴志红	徐以升
许余洁	严学安	杨 农	杨勤宇	余 粤
曾一巳	张慧卉	朱永行		

## 主要编撰者简介

**杨 农** 现任中国银行间市场交易商协会副秘书长，《金融市场研究》常务副主编，中国人民银行金融市场司副司长。先后获得武汉大学、上海财经大学经济学学士、硕士和博士学位，清华大学经济管理学院博士后，北京大学经济研究所博士后导师。出版《战略合作经济学》《非正规金融：根源、运行及演进》《银行的秘密：揭开美联储的神秘面纱》《货币政策：理论与实务》《公司财务战略》《债券市场导论》《回购市场导论》《金融守护者》《中国企业债券融资：创新方案与实用手册》《通缩之问》《中国债券市场：发展与创新》等 17 部著作，承担国家社会科学基金项目“非正规金融：根源、运行与演进”。

## 摘 要

我国债券市场经历了几十年的发展，市场广度和深度已发生巨大变化，伴随着我国经济步入“新常态”，债券市场将在金融服务实体经济的艰巨任务中发挥愈发重要的作用。债券市场的“新常态”，将意味着规范与发展并进，未来的对外开放和国际化程度将进一步提升。在此宏观背景下，本书汇集了以下相关主题的研究成果：一是国债、金融债、企业债等市场的运行；二是金融基础设施的建设，信用评级以及信用增进等中介机构的发展与展望；三是回购市场、场外利率衍生品等引发的产品与风险管理思考；四是信用评级、政策绩效的利率影响、地方政府债务置换、可交换私募债以及利率研究等；五是债券市场法律制度框架、投资者保护机制以及美国监管的中国启示等制度建设分析。

**关键词：**债券市场 信用评级 资产证券化 市场监管 国际经验

# 目 录



## Ⅱ I 总报告

- Ⅱ.1 债券市场“新常态”：规范与发展并进 ..... 杨 农 / 001

## Ⅱ II 市场篇

- Ⅱ.2 国债市场：宏观经济金融的稳定器？ ..... 陈健恒 唐 薇 / 015
- Ⅱ.3 金融债：能否迎来新一轮发展黄金时代？ ..... 高 鹏 / 037
- Ⅱ.4 企业债券市场运行情况分析 ..... 吴志红 范 为 / 054

## Ⅱ III 基础设施与中介机构篇

- Ⅱ.5 国际信用衍生品市场中的金融基础设施及国内  
发展现状 ..... 刘俊山 盛婉瑜 邹春昊 / 067
- Ⅱ.6 我国债券信用评级业发展与展望 ..... 山 石 / 079
- Ⅱ.7 信用增进市场发展与主要增信方式 ..... 张文静 索耀轩 / 090



## ⅢⅣ 产品与风险管理篇

- Ⅲ.8 回购市场：亟待更多创新与开放  
..... 蒋睿 邓可欣 刘婷 / 107
- Ⅲ.9 政策利好打开空间，资产证券化市场急速发展  
..... 魏伟 周君芝 / 123
- Ⅲ.10 我国场外利率衍生品市场发展及展望 ..... 朱永行 / 149

## ⅢⅤ 专题篇

- Ⅲ.11 完美模式下的关键变量缺失：我国 CLO  
评级方法及其问题 ..... 鲁政委 徐亦雄 赵承东 / 164
- Ⅲ.12 财政宽松的绩效变化及其对利率的影响  
——从新型城镇化和技术创新的角度分析  
..... 邓海清 方岑 / 178
- Ⅲ.13 地方政府债务置换：影响几何？  
..... 胡月晓 陈彦利 / 192
- Ⅲ.14 上市公司股东如何玩转可交换私募债  
..... 董德志 魏玉敏 / 211
- Ⅲ.15 利率决定因素探究与利率结构形成 ..... 余粤 / 224
- Ⅲ.16 资产证券化业务还要跨过多少槛？ ..... 许余洁 / 242

## ⅢⅥ 制度建设篇

- Ⅲ.17 中国债券法律制度框架体系 ..... 严学安 / 260



B. 18	债券市场投资者保护机制建设 .....	方 方 / 280
B. 19	美国债券市场监管概况及其对中国的启示 .....	杨勤宇 / 294
	Abstract .....	/ 301
	Contents .....	/ 302

皮书数据库阅读**使用指南**

## B.1

# 债券市场“新常态”：规范与发展并进

杨 农\*

**摘 要：**近年来，债券市场管理部门深入贯彻落实党中央、国务院关于债务资本市场的方针政策和工作部署，不断健全市场运行机制，推进债券发行管理改革，加大创新力度，加强市场机制建设，完善市场基础设施，积极推动建立多层次、多功能的债务资本市场体系。债券市场发展步伐不断加快，2015年底债券存续规模已超过46万亿元，其中公司信用类债券存续规模超过14万亿元。公司信用类债券市场的发展拓宽了企业融资渠道，大大提升了企业通过债券市场融资的便利性。债券发行量不断创出历史新高。债券市场已经成为金融

\* 杨农，清华大学经济管理学博士后，中国银行间市场交易商协会副秘书长，主要研究方向：宏观经济、公司金融。



服务实体经济的重要渠道。

关键词： 债券市场 地方政府债 产品创新 资产证券化 房地产投资信托基金

## 一 债券市场运行情况

### (一) 发行情况

2015年，债券市场贯彻落实党中央、国务院稳增长部署，继续加大对实体经济的支持力度。全年各类债券发行量达22万亿元，较2014年大幅增加10万亿元，增幅达87%。其中，政府债券与金融债券发行量均大幅增长，增速均超过一倍，公司信用类债券发行量增幅也较大（参见表1）。

表1 2015年中国债券发行情况

单位：亿元，%

类型	2015年		2014年	
	发行量	占比	发行量	占比
政府债券	58226	27	23847	21
央行票据	0	0	0	0
金融债券	88676	41	41622	36
公司信用类债券	68486	32	49522	43
合计	215388	100	114991	100

资料来源：根据中央结算公司、上海清算所、中证登、NAFMII资料整理。

2015年，面对财政收入增速继续下降，中央坚持实施积极的财政政策，国债发行量继续保持小幅增长；同时推动地方政府性债务规范管理，降低融资成本，实施地方政府债置换，全年地方政府债发行量大幅增长。2015年，国债共发行2万亿元，较2014年增长3628亿元，增幅22.3%；地方政府债共发行3.8万亿元，较2014年增长3.4万亿，增幅858%。



金融债券发行规模大幅增长，全年累计发行 8.9 万亿元，较 2014 年增长 113%。受资金面供给相对宽裕、利率持续下行、基金投资权限开放等多方面因素影响，同业存单需求旺盛，同时商业银行改善负债结构和成本需求迫切，发行意愿较强，2015 年同业存单发行量迅猛增长，成为金融债券的主要组成部分。全年共发行同业存单 5.3 万亿元，较 2014 年增长 490%。政策性金融债发行量保持稳定增长，全年发行 2.6 万亿元，较 2014 年增长 12%。此外，商业银行债券和资产管理公司金融债发行量增速也较大，分别发行 2009 亿元和 825 亿元，较 2014 年增长 141% 和 94%。

企业直接融资需求依然旺盛。全年公司信用类债券发行量 6.8 万亿元，较 2014 年增长 38%。非金融企业债务融资工具发行再创新高，全年发行 5.5 万亿元，较 2014 年增长 35%，其中超短期融资券发行 2.3 万亿元，增幅高达 110%；中期票据发行 1.3 万亿元，增速为 36%；短期融资券与定向债务融资工具分别发行 9683 亿元和 8781 亿元，较 2014 年分别减少 8% 和 14%。公司债受相关管理办法修订，发行条件放宽等因素影响，发行量骤增，全年发行超过 1 万亿元。企业债发行量则大幅减少，全年仅发行 3431 亿元，较 2014 年减少 51%。

## （二）存续情况

债券市场存续规模显著扩大。托管量继续保持平稳增长，2015 年末债券市场托管总量达到 47 万亿元，较 2014 年增长 34%，其中，银行间债券市场债券总托管量达到 44 万亿元，较 2014 年同期增长 33%，占全部可交易债券托管总量的 93%；交易所债券市场债券总托管量为 31 万亿元，较 2014 年同期增长 34%。

分券种来看，政府债券存量受地方政府债发行量大幅增长影响，存续规模增幅最高。此外，公司信用类债券与金融债券存续规模也有较大增幅。2015 年末，政府债券存续规模为 15 万亿元，较 2014 年末增长 45%；公司信用类债券存续规模为 12 万亿元，较 2014 年末增长 37%；金融债券存续规模为 16 万亿元，较 2014 年末增长 32%。其中，同业存单存续规模为 3 万亿元，增幅高



达 405%；地方政府债存续规模为 4.8 万亿元，增幅达 315%；超短期融资券、中期票据与公司债的存续规模增幅也较大，分别为 110%、86% 和 65%。

### （三）交易情况

2015 年，债券市场交易量延续了 2014 年增长的趋势，交易活跃度提升，交易量规模显著增长。全年，债券市场交易量共 716 万亿元，较 2014 年增长 84%，其中银行间市场交易量为 589 万亿元，较 2014 年增长 96%；交易所市场交易量为 127 万亿元，较 2014 年增长 42%。分类型来看，现券交易增幅最大，全年共交易 86 万亿元，增长 112%；回购交易共 566 万亿元，增长 81%；同业拆借共 64 万亿元，增长 70%。2015 年，债券市场交易规模大幅攀升，主要原因是资金面较宽裕，资金利率较低，债券收益率持续下行，投资者投资热情较高。

2015 年债券收益率延续了 2014 年的趋势，持续下行，其中信用债收益率下行幅度大于利率债，短期债券收益率下行幅度大于中长期债券。总体来看，经济增速放缓、资金供给较为宽裕成为推动债券收益率下行的主要原因，半年末资金利率上行带动短期利率债收益率调整。全年来看，10 年期国债收益率从年初的 3.62% 下行 80 个基点（bp）至年末的 2.82%，5 年期 AAA 级中短期票据收益率从年初的 4.85% 下行 100bp 至年末的 3.85%。

债券借贷等新兴交易方式成交量继续大幅上升。2015 年债券借贷业务结算量在 2014 年大幅增长的基础上继续攀升，全年约 3962.30 亿元，是 2014 年的 2.8 倍。由于持有的公司信用类债券难以直接用于回购交易，证券公司和中小银行等机构通过债券借贷交易，以流动性相对较低的信用类债券为质押，借入流动性较高的政府债券或政策性金融债，再将该券用以回购交易或其他交易，满足融资需求。作为一种国际市场上发展成熟的市场机制，债券借贷业务发展不仅可以直接活跃债券市场交易，提高市场流动性，还可与债券回购交易相互促进，进一步提升公司信用类债券的流动性水平，对债券市场持续健康发展具有积极作用。但另一方面，债券借贷成为机构扩大杠杆率的一种方式，在发展相关业务的同时有必要关注和控制杠杆风险。

## 二 债券市场发展的主要特点

### （一）基础设施建设继续推进

银行间市场基础设施建设进一步推进，为多层次债券市场奠定良好的基础。2014年，银行间债券市场依托北京金融资产交易所，推进债券发行与交易平台建设，硬件基础设施得到升级，集中簿记建档平台、非金融机构合格投资人交易平台先后上线。同年，建立了场外金融衍生产品集中清算机制。2014年1月，中国人民银行（简称：人民银行）发布了《关于建立场外金融衍生产品集中清算机制及开展人民币利率互换集中清算业务有关事宜的通知》，要求在全国银行间债券市场达成的人民币利率互换等场外金融衍生产品交易进行集中清算，由上海清算所提供集中清算服务。此外，作为债券市场定价、发挥资源配置功能的重要基石——债券估值体系和国债收益率曲线得到进一步完善与健全。2014年11月，中国证券投资基金业协会发布《中国证券投资基金业协会估值核算工作小组关于2015年1季度固定收益品种的估值处理标准》。该标准引入中证指数有限公司作为第二家向全市场提供债券估值的服务机构，这有利于促进债券估值业务的竞争与估值体系的完善。自2014年11月2日起，财政部首次开始每日发布中国关键期限国债收益率曲线，并于2015年11月增加了3个月和6个月两个期限，这有助于完善国债市场运行机制，进而对债券市场合理定价奠定重要基础。

### （二）银行间债券市场管理机制持续完善

债券发行程序向着更加公开、透明的方向继续迈进。一是建立非金融企业债务融资工具集中簿记建档规程，提高簿记建档的规范性与透明度，优化发行人管理机制。2014年3月，中国银行间市场交易商协会（简称：交易商协会）发布《非金融企业债务融资工具集中簿记建档业务操作规程》，规



范主承销商簿记建档相关工作。2015年1月，交易商协会推出发行人分层分类管理制度，大大提高了发行人注册的灵活性和自主性。二是规范非金融企业在银行间债券市场公开招标发行债券行为。2014年4月，人民银行发布了《关于银行间债券市场招标发行债券有关事宜的通知》，就非金融企业在银行间债券市场公开招标发行债券有关事项进行了规范。三是企业债发行程序得到进一步规范。2014年4月，国家发展和改革委员会（简称：发改委）发布《企业债券簿记建档发行业务指引（暂行）》和《企业债券招标发行业务指引（暂行）》，要求企业债券簿记建档或招标发行使用由中央国债登记结算有限责任公司（简称：中央结算公司）提供技术支持的簿记建档发行系统、招标系统或传真方式进行申购，并对整个企业债的发行过程进行了规范。2015年12月，发改委发布公告，简化企业债申报程序，改进发行管理方式，提高发行审核效率。四是将债券预发行由国债扩展到银行间债市招标发行的其他券种，进一步改善债券市场价格发现功能。2014年12月，人民银行发布《全国银行间债券市场债券预发行业务管理办法》，规范预发行管理。五是扩大融资主体。2015年10月，超短期融资券发行主体进一步扩容至全部具有法人资格的非金融企业，大大提高了实体企业短期融资的便利性。

债券市场信息披露制度进一步完善。2015年4月，人民银行公告要求加强信贷资产证券化的信息披露管理，同时交易商协会针对个人汽车贷款、个人住房抵押贷款、个人消费贷款和棚户区改造项目贷款推出专门的信息披露指引，完善相关规定。同月，交易商协会发布《非金融企业债务融资工具未按期足额偿付本息的信息披露表格》和《非金融企业债务融资工具存续期财务信息披露表格》（2015修订版），进一步完善债务融资工具信息披露机制。

二级市场方面，通过加强规范债券市场尝试做市业务、优化交易管理制度、扩大定向融资工具持有人群体等方式，提高市场流动性。2014年6月，全国银行间同业拆借中心发布《银行间债券市场尝试做市业务规程》，首次对尝试做市业务进行了规范。尝试做市业务规程的出台，不仅有助于活跃债

券市场交易，提高债券市场流动性，还有助于引导债券市场投资者理性报价，提升债券市场的价格发现功能，促进债券市场平稳有序运行。2015年5月，人民银行宣布取消银行间市场债券交易流通审批，有助于提高债券交易流通效率。11月，交易商协会推出定向债务融资工具专项机构投资人制度（N+X），极大地提高了定向融资工具的流动性，也将助推发行成本显著降低。同月，中国证券登记结算有限责任公司（简称：中证登）发布《中国结算进一步完善债券质押回购精细化动态调整风险管理机制》，对部分债券折算率进行调整。

### （三）银行间市场投资群体进一步壮大

债券市场投资者队伍不断壮大，债券持有人结构分散化特征进一步凸显。2014年2月，人民银行发布《关于商业银行理财产品进入银行间债券市场有关事项的通知》，明确银行理财产品进入银行间债券市场的细则。2014年11月，人民银行发布《关于非金融机构合格投资人进入银行间债券市场有关事项的通知》，规定非金融机构合格投资人可通过非金融机构合格投资人交易平台参与银行间债券市场进行债券交易，这使得2013年债券市场整顿之后，非金融机构进行债券交易的渠道重新开放。同月，人民银行发布《关于做好部分合格机构投资者进入银行间债券市场有关工作的通知》，推动农村金融机构和信托产品、证券公司资产管理计划、基金管理公司及其子公司特定客户资产管理计划、保险资产管理公司资产管理产品等四类非法人投资者规范进入银行间债券市场。2015年4月，国务院召开常务会议，决定适当扩大全国社保基金投资范围，把债券投资范围扩展到地方政府债券，并提高了企业债和地方政府债券的投资比例。同月，中国期货业协会发布通知明确，期货公司及其资产管理产品可以进入银行间债券市场。2015年6月，人民银行下发《关于私募投资基金进入银行间债券市场有关事项的通知》，允许私募投资基金进入银行间债券市场。银行间市场的投资者类型得以很大丰富。

2015年末，银行间市场各类参与者超过1万家。其中，境内法人类参与机构为4343家，境内非法人机构投资者为6303家；境外中央银行或货币





当局、境外银行、境外保险机构、RQFII 和 QFII 等共 307 家机构获准进入银行间债券市场。从持有人结构来看，商业银行自营持有债券的比重继续呈现下降趋势，而非法人产品成为最大的投资主体。从债务融资工具的持有结构来看，2015 年末，非法人产品持有占比为 50%，商业银行自营持有占比约为 29%，非银行金融机构持有占比为 11%，政策性银行持有占比为 3%，境外机构持有占比约为 1%，非金融机构持有占比为 0.04%。

#### （四）债券市场国际化有序推进

境内债券市场加快对外开放。发行人方面，2014 年 3 月，境外发债主体由金融机构进一步拓展至非金融机构。戴姆勒股份公司在银行间债券市场成功发行非金融企业债务融资工具。此外，中国（上海）自由贸易实验区内企业的境外母公司在境内银行间市场发行人民币债券也已经作为金融支持自贸区相关政策措施推出。2015 年，香港上海汇丰银行和中国银行（香港）发行人民币债券，加拿大不列颠哥伦比亚省注册首单外国地方政府熊猫债，韩国政府发行首单境外主权熊猫债。目前，熊猫债发行主体已拓展至境外主权国家、政府机构、国际金融组织、国际性商业银行以及境外非金融企业。伴随着相关制度的完善，以及国内外货币政策的调整，发行熊猫债的成本优势得以体现，境外主体发行熊猫债的意愿大大提升。

投资者方面，继续推动境外机构投资银行间债券市场。2015 年，人民银行进一步放开国际金融组织等相关境外机构进入银行间债券市场，将审批制改为备案制，放开投资额度，拓宽交易品种，境外投资者参与市场的深度提高。2015 年 6 月，人民银行发布《关于境外人民币业务清算行、境外参加银行开展银行间债券市场债券回购交易的通知》，允许已获准进入银行间债券市场的清算行和参加行开展债券回购交易，且回购资金可调出境外使用。2015 年 7 月，中国人民银行发布《关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》，进一步放宽境外机构进入银行间债券市场的条件，由审批制改为备案制，投资额度由相关境外机构投资者自主决定，交易品种不仅可参与现券、回购，还可进一步扩展