

中国债券市场

发 展 与 创 新

CHINA'S BOND MARKET

DEVELOPMENT AND INNOVATION

主 编 时文朝 副主编 杨 农

1.1675

1.1658

1.1620

1.1565

1.1510

1.1455

1.1400

1.1345

1.1290

1.1235

1.1180



 中国金融出版社

1.1075

1.1125

1.0960

1.0905

1.0843

1.0757

中国债券市场：发展与创新

主 编 时文朝
副主编 杨 农



中国金融出版社

责任编辑：张翠华

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

中国债券市场：发展与创新（Zhongguo Zhaiquan Shichang: Fazhan yu Chuangxin）/时文朝主编. —北京：中国金融出版社，2011.3

ISBN 978-7-5049-5777-1

I. ①中… II. ①时… III. ①债券—资本市场—研究—中国
IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 248890 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 （010）63266347, 63805472, 63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>

（010）63286832, 63365686（传真）

读者服务部 （010）66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 天津市银博印刷技术发展有限公司

尺寸 170 毫米×250 毫米

印张 37.5

字数 673 千

版次 2011 年 3 月第 1 版

印次 2011 年 3 月第 1 次印刷

定价 59.00 元

ISBN 978-7-5049-5777-1/F.5337

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

序 言

时文朝

近年来，在党中央、国务院出台的一系列大力推动债券市场发展政策的指导下，我国债券市场取得了长足发展，为实体经济发展提供了有力的金融支持。就在不久前发布实施的“十二五”规划纲要中，中央再次明确提出要“加快多层次资本市场体系建设，显著提高直接融资比重，积极发展债券市场。”党中央、国务院一系列方针、政策的出台，为我国债券市场发展创造了良好的制度环境。在这种政策环境下，回顾我国债券市场走过的历程，总结经验教训，探索新时期债券市场发展的路径，对于发展好、管理好、利用好我国债券市场具有重要意义。

我国债券市场始于1981年国债的恢复发行，当时主要以国债发行与国库券柜台交易为主，总体发展水平较低。由于在发展初期，对债券产品的性质和债券市场的结构缺乏系统性认识，加之有关风险控制机制未能有效建立，相继出现了诸如“3·27国债期货事件”、银行资金违规流入股市等一系列风险事件，对宏观经济稳定 and 金融市场发展造成了严重的负面影响。因此，1997年6月，经国务院同意，中国人民银行要求商业银行退出交易所市场，同时组建银行间债券市场。

银行间债券市场成立后，充分总结和吸取经验教训，采取了场外市场和面向合格机构投资者的发展模式，市场发展非常迅速，取得了令人瞩目的成绩。目前，我国债券市场规模已是亚洲第二、世界第六，而公司信用类债券市场更是跃居亚洲首位。2010年末，我国债券市场存量达20万亿元，全年发行量达9.9万亿元，总交易量更是达到170万亿元。伴随着市场规模的快速扩大，我国债券市场的市场体系日益成型，创新产品不断涌现，投资者结构日趋多元化，制度框架逐步完善，市场化约束机制不断建立健全，对外开放程度显著提高。目前，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、互通互联的债券市场体系已成为中国金融市场的重要组成部分，发挥着越来越重要的作用。

在政府转变经济管理职能的背景下，2007年9月，经国务院批准，中国银

行间市场交易商协会（NAFMII）应运而生，填补了银行间市场自律组织长期缺失的空白，有效丰富了市场管理层次。交易商协会成立后，依托市场成员力量，在推动银行间市场自律、创新、服务方面开展了一系列工作。一是以市场需求为导向，推出了中期票据、中小企业集合票据、超短期融资券和信用风险缓释工具等创新产品；二是推动设立了中债信用增进公司和中债资信评估公司等专业性的创新组织，完善市场基础设施建设；三是建立了非金融企业债务融资工具注册发行、信息披露、后续管理、市场机构及从业人员行为规范等一整套的规范化自律管理机制；四是组织市场成员制定、修订了《金融衍生产品交易主协议》、《贷款转让交易主协议》、《债券回购交易主协议》等标准协议文本，建立了做市商评价体系，有效促进了二级市场交易效率的提高。

应该说，近几年中国债券市场的发展是卓有成效的，但不可否认，当前仍存在着投资者类型单一、市场流动性不高、信用环境不完善、配套机制不齐全等制约因素，导致债券市场在资源配置中的基础性作用发挥得还远远不够。因此，加快发展仍是我国债券市场建设的第一要义。今后，我们应该继续坚决贯彻落实党中央、国务院关于债券市场发展的有关政策措施，坚持市场化发展方向不动摇，依托面向合格投资者的场外市场发展模式，鼓励创新，完善机制，夯实基础，防范风险，尽快建立与国家经济发展相适应、与市场需求相吻合、具有国际竞争力的债券市场。

本书的出版适逢中国债券市场建设和发展的关键时期，我们相信，书中关于市场长远发展的战略性思考和论述，以及针对某一具体问题的务实性讨论和建议，对于政策制定部门、政府监管部门、市场从业人员和广大专家学者具有一定的参考价值。

目 录

第一篇 债券市场发展概况

第一章 中国债券市场	3
第一节 产品结构	4
第二节 市场体系	12
第三节 基础设施	21
第四节 监管体制	37
第二章 中国信用债市场	51
第一节 信用债市场发展概况	51
第二节 发展的制约因素分析	62
第三节 信用债市场未来的发展	80

第二篇 债券市场制度框架

第三章 债券市场自律管理	91
第一节 基本理论	91
第二节 国外债券市场自律管理情况	95
第三节 中国债券市场自律管理现状	112
第四节 加强自律管理的措施	124
第四章 我国信用评级业的发展	127
第一节 信用评级业起源与发展	127
第二节 中国信用评级业的发展	130
第三节 中国信用评级业存在的问题	134
第四节 信用评级行业的未来发展	141
第五章 债券市场信息披露	145
第一节 基本概念	145

第二节 债券信息披露制度	150
第三节 美国信息披露规则	158
第四节 完善信息披露	163

第三篇 债券市场机制与投资者结构

第六章 浮动利率信用债券	173
第一节 浮动利率债券	173
第二节 市场发展概况	181
第三节 基准利率选择及定价	193
第四节 浮动利率债券的发展措施	217
第七章 银行间债券回购市场发展	226
第一节 国外债券回购市场	226
第二节 中国银行间债券回购市场发展	231
第三节 中国银行间债券回购市场的主要问题	245
第四节 如何推动回购市场快速发展	252
第八章 企业债券定价机制	256
第一节 引言	256
第二节 实物期权定价方法	260
第三节 定价机制与风险调整	268
第四节 结论与思考	280
第九章 债券市场投资者队伍培育与建设	282
第一节 国外债券市场投资者分析	282
第二节 投资者结构及存在的问题	284
第三节 投资者结构的深层分析	288

第四篇 债券市场风险管理

第十章 债券市场信用风险的度量与对策	305
第一节 信用风险涵义与主要影响因素	306
第二节 信用风险的度量	315
第三节 构建信用风险的分散与转移机制：现券市场	334
第四节 构建信用风险的分散与转移机制：信用衍生品市场	344

第十一章	债券市场担保体系建设研究	355
第一节	债券市场发展与担保需求	355
第二节	建立债券市场担保体系的必要性	361
第三节	美国债券市场担保体系	363
第四节	担保体系方案设计	374
第五节	加强担保体系建设	389
第十二章	债券市场信用风险管理体系	397
第一节	国外市场机制	397
第二节	国外的监管及制度安排	406
第三节	中国债券市场信用风险管理体系	417
第四节	完善债券市场信用风险管理	424
 第五篇 债券市场创新 		
第十三章	市政债券	431
第一节	概念简述	431
第二节	国外市政债券的发展	433
第三节	中国发展市政债券的必要性	448
第四节	中国市政债发展的措施	452
第十四章	中国信用衍生产品创新与发展	458
第一节	信用衍生产品概述	458
第二节	国外信用衍生产品市场发展与启示	465
第三节	中国发展信用衍生产品面临的环境与条件	477
第四节	发展思路与构想	487
第十五章	高收益债券	505
第一节	高收益债券概述	505
第二节	国外发展概况	508
第三节	中国推出高收益债券的现实意义和基础条件	521
第四节	发展的制约因素	523
第五节	如何推动中国高收益债市场发展	526

第六篇 国际债券市场

第十六章 亚洲债券市场	533
第一节 亚洲债券市场发展的背景	533
第二节 发展亚洲债券市场的必要性	536
第三节 亚洲债券市场的发展	538
第四节 亚洲债券市场发展前景	548
第十七章 国外企业债券发行制度	552
第一节 企业债券的发行和交易	552
第二节 发行制度比较	560
第三节 企业债券市场发展中的政府作用	569
第四节 市场参与者的作用	576
参考文献	581
后记	591

第一篇

债券市场发展概况

第一章 中国债券市场

2003 年，党的十六届三中全会通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干重大问题的决定》，明确指出要大力发展资本市场。2004 年，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》，进一步提出了要积极发展债券市场，鼓励符合条件的企业通过发行企业债券筹集资金。随后，发改委、人民银行和证监会等相关部门根据国务院的统一要求，按照市场化的方向，积极推动信用类债券的深入发展。一是减少行政审批，完善债券发行市场化机制，有关部门对债券发行进行了一系列的市场化改革，如人民银行在 2005 年面向机构投资者推出企业短期融资券时，尝试进行发行管理的体制创新，放松管制，采用备案制，并强调通过信息披露、信用评级等市场化约束机制来防范风险，强调投资风险由投资人自行判断，让行政部门从对发行人的实质判断中摆脱出来，极大地激发了市场潜力，随后由中国银行间市场交易商协会推出的中期票据和中小企业集合票据采取注册制，极大满足了市场主体的需求。发改委也从 2008 年起，简化企业债核准程序，赋予发行人在募集资金用途方面更大的自由度，逐步实现债券价格市场化，按照市场化运作机制，有效推动了企业债券市场的发展。证监会 2007 年推出上市公司债券时，摒弃了额度制，实行核准制、发行价格市场化，不强制担保，放宽募集资金用途，推动发行制度进一步市场化。二是依托面向合格投资者的场外市场，发展信用类债券市场，坚持面向机构投资者的市场定位，推动企业债券在场外市场交易，使信用债券回归以机构投资者为主体、场外市场为主要交易场所的正确轨道，促进了信用类债券市场的快速发展。此外，建立健全市场化约束机制，强化市场自律管理，大力加强基础设施建设，稳步推进债券市场的对外开放等措施都使得我国信用类债券取得了快速发展。

过去十年间，我国债券市场经历了一个迅速发展的阶段，但与欧美成熟市场经济国家和一些新兴市场国家相比，还存在较大差距，主要表现在市场体系发展滞后，债券品种数量有限，期限和结构不尽合理，市场运行机制和发行监管体制不健全，企业通过发债进行融资的需求难以得到有效满足，金融风险过度向间接融资积聚。这些问题的存在不利于企业拓宽融资渠道，影

响金融市场定价机制和资源配置功能的发挥，制约我国多层次金融市场的发展与完善。

第一节 产品结构

债券品种的增加，满足了不同类型投资者的投资需求和企业的融资需求。与此同时，也产生了债券持有者和投资者针对债券进行交易的需求。因此，债券的品种特征很大程度上决定了一个国家债券市场的运行特征。

一、债券产品结构的基本现状

（一）债券的券种结构

我国债券根据发行主体的不同可分为政府信用债券、金融债券、企业债券和资产支持证券四大类。其中，政府信用债券包括政府债券（细分为国债与地方政府债^①）和央行票据，发行主体分别为财政部、地方政府和人民银行；金融债券包括政策性金融债、商业银行债、非银行金融机构债、证券公司债，分别由政策性银行、商业银行、非银行金融机构和证券公司发行；企业债券包括企业债、中期票据、短期融资券、中小企业集合票据、公司债和可转债^②，发行主体是非金融企业；资产支持证券由金融机构和企业发行。其他债券品种还包括国际机构债^③等。

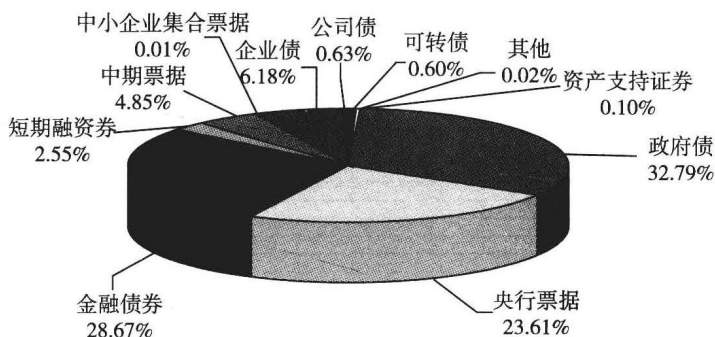
截至 2009 年末，我国债券市场各类债券余额达到 17.9 万亿元，形成了以政府信用债券为主体，金融债券、企业债券为辅的多元化债券产品结构。其中，政府信用债券（包括国债、地方政府债和央行票据）占全部债券的比重达到 56.40%，金融债券（包括政策性银行债、商业银行债、非银行金融机构债、证券公司债）占 28.67%，企业债券（包括中期票据、短期融资券、企业债、中小企业集合票据、公司债和可转债）占 14.82%。

企业债、短期融资券和中期票据是企业债券中的主要品种。企业债原为审批制，后改为核准制（由国家发改委核准发行）。短期融资券 2005 年由人行推

① 国债和地方政府债统称为政府债券，国债又可细分为记账式国债、储蓄国债（凭证式和电子式）。

② 公司债和可转债因其发行主体是上市公司，也将二者合称为上市公司债。

③ 国际机构债指国际机构在我国境内发行的债券。



注：政府债券包括国债和地方政府债，其他债券包括国际机构发行的人民币债券等其他种类债券，资产支持证券未包括在交易所发行的资产支持证券。

资料来源：中债信息网、上交所、深交所（截至2009年末）。

图 1-1 我国各类债券余额的券种结构

出，采用备案制，2008年4月转由中国银行间市场交易商协会（以下简称交易商协会）自律管理，采用注册制；中期票据2008年4月由交易商协会推出，采用注册制。2009年三种企业债券发行量15 749.38亿元，同比增长86.55%，保持了自2005年以来企业债券发行量和发行次数快速增长的势头，并且创出企业债券发行量新高。其中，企业债发行量4 252.33亿元，增长79.66%；短期融资券发行4 612.05亿元，增长6.31%；中期票据发行6 885.00亿元，增长296.37%。截至2009年末，我国债券市场中三类企业债券总存量2.4万亿元，占全部企业债券存量的14.6%。

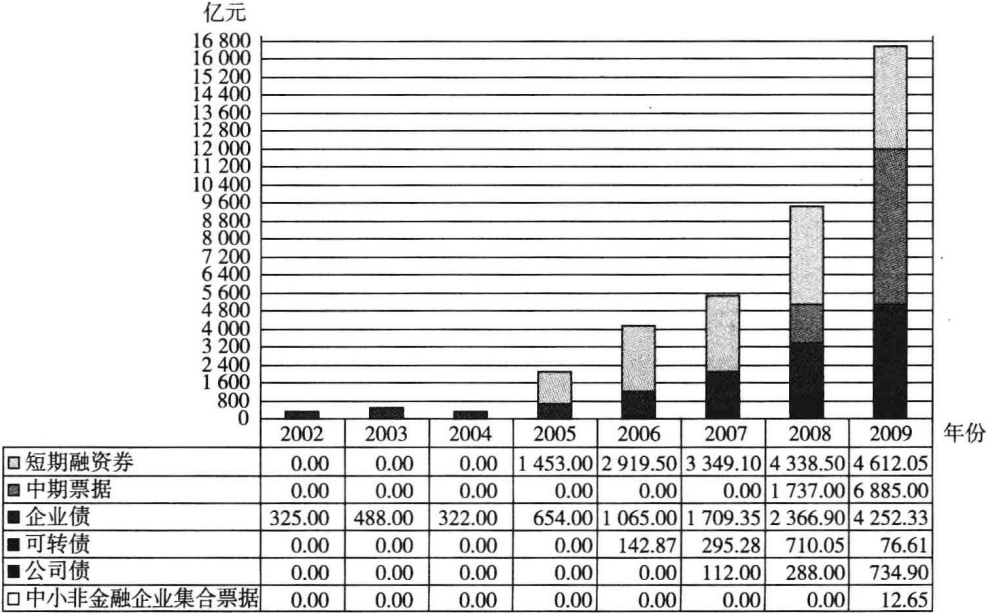
（二）债券的期限结构^①

3年以下的短期债券在我国债券市场中占有较大份额。根据中央国债登记结算公司托管债券的数据^②，截至2009年末，从债券余额的待偿期限品种来看，1年以下和1~3年的债券余额占全部债券余额的比重接近50%，3~7年的中期债券占20.12%，7年以上的长期债券占30.04%。

从主要券种看，政府债券分布倾向于中长期，待偿期在5年以上的政府债券占全部政府债券的57.72%；央行票据的期限一般在3年以下，其中1年以下的央行票据占76.98%；金融债券的期限分布比较平均，除1年以下、5~7年和10年以上期限的债券占到10%~14%以外，其余各类期限债券占比为15%~23%，这与金融机构负债期限的多样化相对应，体现了资产负债

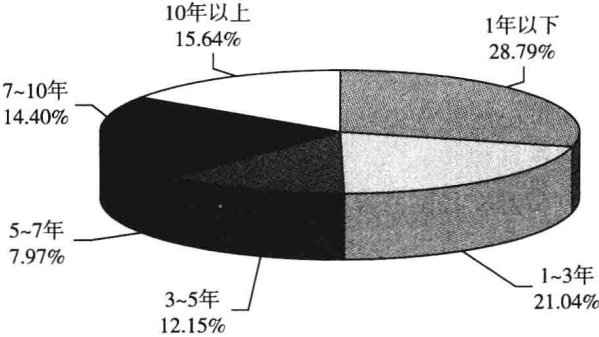
^① 债券的期限划分不含下限日，含上限日。1年以下含1年，1~3年含3年，依次类推。

^② 不在中央国债登记结算公司托管债券包括凭证式国债、在交易所托管的企业债、公司债、可转债和交易所发行的资产支持证券。



注：数据截至 2009 年 12 月。
资料来源：中债信息网、Wind 资讯。

图 1-2 2002—2009 年各类企业债券发行量



资料来源：中债信息网。

图 1-3 我国债券的期限结构

期限匹配的原则；企业债的期限则以长期为主，7 年以上债券占比达 53.8%，表明发债主体的融资目的主要是固定资产投资，而短期融资券的期限一般在 1 年以下，中小企集合票据期限一般在 3 年以下，中期票据期限则多在 1 年至 5 年。

表 1-1

主要券种存量的期限结构

单位：%

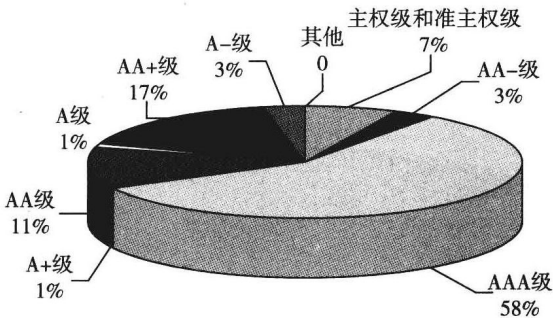
债券品种	1 年以下	1 ~ 3 年	3 ~ 5 年	5 ~ 7 年	7 ~ 10 年	10 年以上
政府债券	13.89	18.11	10.27	6.94	18.74	32.04
央行票据	76.98	23.02	0.00	0.00	0.00	0.00
金融债券	10.18	23.42	19.27	13.18	19.98	13.97
企业债	0.43	3.61	12.96	29.15	37.20	16.64
短期融资券	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
中期票据	0.00	49.71	47.51	0.46	2.32	0.00
中小企业集合票据	20.95	79.05	0.00	0.00	0.00	0.00
资产支持证券	36.35	30.88	14.30	0.00	0.00	18.47

注：数据截至 2009 年 12 月。

资料来源：中债信息网。

（三）债券的风险结构

截至 2009 年末，我国债券市场上获得评级的未到期债券共有 966 只。其中，政府主权级和准主权级债券 63 只；AAA 级债券 556 只，AA + 级 160 只，AA 级 108 只，AA - 级 25 只，A + 级 13 只，A 级 10 只，A - 级 29 只，BBB 级 1 只，BBB + 级 1 只。如果将 BBB 级及以上评级债券设定为投资级债券，那么债券市场中全部债券均为投资级，其中主权级和准主权级的债券占 6.5%。



注：数据截至 2009 年 12 月。

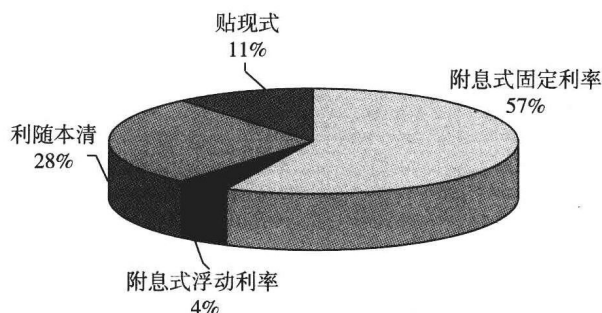
资料来源：中债信息网。

图 1-4 我国债券市场的风险结构

（四）债券的利率结构

根据债券利率在偿还期内是否变化，可将债券分为固定利率债券和浮动利率债券。固定利率债券按利息支付方式可分为一次性还本付息（利随本清）债

券、贴现式债券和附息式债券，浮动利率债券一般都为附息式债券。因此，可将债券分为附息式浮动利率债券、附息式固定利率债券、利随本清债券和贴现式债券。2009 年全年发行 919 只债券，其中，524 只债券采用了附息式固定利率，占比为 57%；255 只采用利随本清方式，占比为 28%；37 只采用附息式浮动利率，占比为 4%；103 只采用贴现式，占比为 11%。

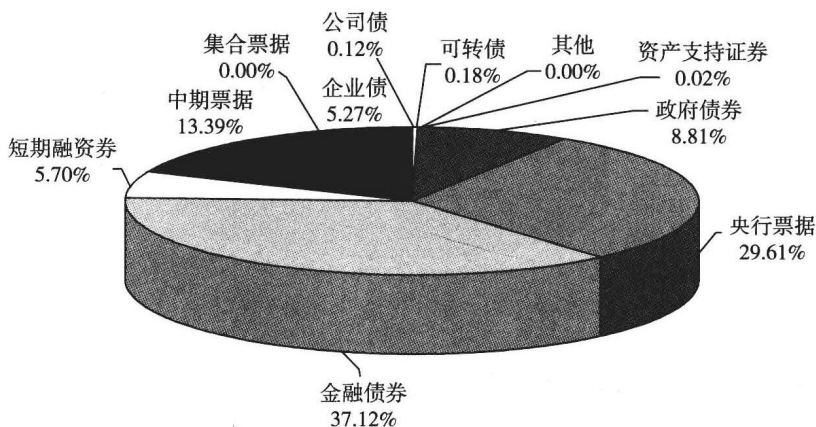


资料来源：中债信息网。

图 1-5 我国 2009 年发行债券的计息方式分类

（五）债券的交易结构

我们以 2009 年各券种的现券交易量来分析不同券种在二级市场交易的特征。2009 年，我国银行间债券市场现券成交 49.3 万亿元，其中，金融债券是各券种中成交量最大的品种，全年成交 18.3 万亿元，占全部成交量的 37.12%。其他成交量较大的券种还包括央行票据（14.6 万亿元，29.61%）和中期票据（6.6 万亿元，13.39%），三大券种交易量合计占到全部交易量的 80.12%。



资料来源：中债信息网、上交所、深交所。

图 1-6 2009 年银行间市场现券交易结构