



# 中国债券市场分析及未来展望

王甲同：某私募基金副总经理



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



● 债券市场概述

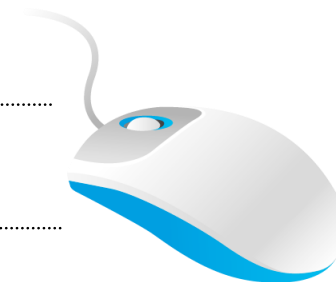
● 债券市场融资产品种类介绍

● 债券市场一级市场发行机制介绍

● 债券市场二级市场交易机制介绍

● 债券市场创新与发展

● 国外经验介绍





中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



# [ 1 ]

# 债券市场概述

## Part One



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 债券含义

债券是政府、金融机构、工商企业等直接向社会借债筹措资金时，向投资者发行，承诺按一定利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权债务凭证。

- 债券的本质是债的证明书。
- 债券是一种有价证券。

与贷款合同相比，具有流动性的贷款，可以在二级市场上买卖交易，信息披露透明公开，债务约束相对刚性，债券违约影响大，债权与债务关系由一对一转变为一对多。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 债券基本要素：标准化的金融合约

发行主体类型：政府/政府机构/超金融机构/公司（国债/金融债/企业债/公司债）

期限：1-5年为短期债券/5-10年为中期债券/10年以上为长期债券

本金：到期值、票面金额

票面利率：浮动利率、固定利率、零息债券（贴现债券）

偿还特征：到期一次还本付息/分期偿还

发行市场：本币债券、外国债券、离岸债券

附加选择权：赎回/回售/可转换



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



# 例1 债券要素-国债

EJ549535 Corp LAST CMD1  
CHINA GOVT BOND CGB3.52 02/21/23 98.708/98.819 (3.682/3.669) BVAL  
CGB 3.52 02/21/23 Corp 99 反馈 页 1/11 简介:债券  
94 附注 95 买入 96 卖出 97 设定

## 21) 债券简介

## 22) 发行人简介

### 页面

- 1) 债券信息
- 2) 其他信息
- 3) 契约条款
- 4) 担保人
- 5) 债券评级
- 6) 识别码
- 7) 交易所
- 8) 相关单位
- 9) 费用、限制
- 10) 日程
- 11) 息票

### 快捷链接

- 32) ALLQ 定价
- 33) QRD 报价回顾
- 34) TDH 交易历史
- 35) CACS 公司大事
- 36) CF 招股说明书
- 37) CN 证券新闻
- 38) HDS 持有人
- 39) VPR 标的信息

### 66) 发送债券

### 发行人信息

名称 中国付息国债  
行业 主权债

### 证券信息

发行市场 国内债券  
国家 CN 货币 CNY  
排名 无担保 系列 2305  
息票 3.52 类型 固定  
频率 半年  
天数 NL/365 发行价 100.00000  
到期 02/21/2023

### BULLET

发行利差  
计算类型 (852)CHINESE GOVT BONDS  
公布日期 02/07/2013  
应计息日期 02/21/2013  
第1结算日 02/21/2013  
第1息票日 08/21/2013

ISIN CND100006BJ3 ADDED IN CHINA INTERBANK: EJ549495.

### 识别码

彭博号码 EJ5495357  
彭博ID BBG0043VK998  
证交所 019305

### 债券评级

穆迪 NA  
标普 NA  
惠誉 NA  
DBRS NA

### 保险及交易

总发行量/流通量  
CNY 78,000,000.00 (M) /  
CNY 78,000,000.00 (M)

### 最小单位/增量

1,000.00 / 1,000.00

面值 100.00  
账簿管理人  
交易所 多个



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 例2 债券要素-超金融机构债

DES		INTL FIN CORP		IFC7.32	08/20/13	100.115/100.188	(6.018/5.195)	BVAL	
IFC 7.32 08/20/13 Corp				99 反馈		页 1/11 简介:债券			
				94 附注	95 买入	96 卖出	97 设定		
21) 债券简介		22) 发行人简介							
<b>页面</b> 1) 债券信息 2) 其他信息 3) 契约条款 4) 担保人 5) 债券评级 6) 识别码 7) 交易所 8) 相关单位 9) 费用、限制 10) 日程 11) 息票 <b>快捷链接</b> 32) ALLQ 定价 33) QRD 报价回顾 34) TDH 交易历史 35) CACS 公司大事 36) CF 招股说明书 37) CN 证券新闻 38) HDS 持有人 39) VPR 标的信息 66) 发送债券		<b>发行人信息</b> 名称 国际金融公司 行业 超国家债券			<b>识别码</b> 彭博号码 EI1360078 ISIN XS0485241680 彭博ID BBG00000JL56				
<b>证券信息</b> 发行市场 欧洲中期债券 卖出债 国家 SNAT 货币 ZAR 排名 高级无担保 系列 GDIF 息票 7.32 类型 固定 频率 月度 天数 ISMA-30/360 发行价 100.00000 到期 08/20/2013 BULLET			<b>债券评级</b> 穆迪 Aaa 标普 AAA 综合 AAA						
<b>发行利差</b> 计算类型 (1)STREET CONVENTION 公布日期 02/02/2010 应计息日期 03/01/2010 第1结算日 03/01/2010 第1息票日 03/20/2010			<b>保险及交易</b> 发行/未偿还金额 ZAR 50,000.00 (M) / ZAR 50,000.00 (M) 最小单位/增量 25,000.00 / 25,000.00 面值 25,000.00 账簿管理人 HSBCL 交易所 NOT LISTED						
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 SN 527513 CST GMT+8:00 H160-2823-2 15-Jul-2013 11:07:21 Copyright 2013 Bloomberg Finance L.P.									



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 例3 债券要素-公司债

DES		EVERGRANDE REAL EVERRE 13 01/15		104.875/104.875 (9.486/9.486) TRAC	
EVERRE 13 01/27/15 Corp		99 反馈		页 1/11 简介:债券	
94 附注		95 买入		96 卖出	
97 设定					
21) 债券简介		22) 发行人简介			
<ul style="list-style-type: none"> <li>1) 债券信息</li> <li>2) 其他信息</li> <li>3) 契约条款</li> <li>4) 担保人</li> <li>5) 债券评级</li> <li>6) 识别码</li> <li>7) 交易所</li> <li>8) 相关单位</li> <li>9) 费用、限制</li> <li>10) 日程</li> <li>11) 息票</li> <li>快捷链接</li> <li>32) ALLQ 定价</li> <li>33) QRD 报价回顾</li> <li>34) TDH 交易历史</li> <li>35) CACS 公司大事</li> <li>36) CF 招股说明书</li> <li>37) CN 证券新闻</li> <li>38) HDS 持有人</li> <li>39) VPR 标的信息</li> <li>66) 发送债券</li> </ul>		<b>发行人信息</b> 名称 恒大地产集团 行业 房屋建筑商 <b>证券信息</b> 发行市场 欧洲美元债券 国家 KY 货币 USD 排名 高级无担保 系列 REGS 息票 13 类型 固定 频率 半年 天数 ISMA-30/360 发行价 100.00000 到期 01/27/2015 MAKE WHOLE @100 <b>发行利差</b> 计算类型 (1)STREET CONVENTION 公布日期 01/21/2010 应计息日期 01/27/2010 第1结算日 01/27/2010 第1息票日 07/27/2010 CALL (35%MAX) W/PRCDS OF EQTY OFFR @ 113%. CALL @MAKE WHOLE.		<b>识别码</b> 彭博号码 EI1224530 ISIN USG3225AAA19 彭博ID BBG00000BCM5 <b>债券评级</b> 穆迪 B2 标普 BB- 惠誉 BB 综合 B+ <b>保险及交易</b> <b>总发行量/流通量</b> USD 1,350,000.00 (M) / USD 1,350,000.00 (M) <b>最小单位/增量</b> 100,000.00 / 1,000.00 <b>面值</b> 1,000.00 <b>账簿管理人</b> BAML,BOCINT,GS <b>报告</b> TRACE	
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2013 Bloomberg Finance L.P. SN 527513 CST GMT+8:00 H160-2823-0 15-Jul-2013 11:01:38					



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 例4 债券要素-政策金融债

基本条款			
债券代码	018002.SH	债券简称	国开1302
债券类型	政策银行债	债券全称	国家开发银行在上海证券交易所2013年第二期金融债券
质押券代码	108002 国质1302	折合标准券(元)	103.0000
发行人	国家开发银行股份有限公司		
起息日期	2014-01-03	到期日期	2019-01-03
剩余期限(年)	4.6(加权: 4.6)	期限(年)	5.00
内含特殊条款	--	下一行权日	--
条款说明	--		
当前余额(亿元)	70.0000	发行规模(亿元)	70.0000
利率类型	固定利率	息票品种	附息
票面利率(当期)发行利率	5.8400	利率说明	5.84%
付息频率	每年付息1次	距下一付息日(天)	219
付息日说明	每年1月3日付息,节假日顺延		
面值(元)	100.0000	发行价格(元)	100.0000
最新信用评级	--	评级机构	--
增信方式	--	担保人	--
增信情况	--		
上市日期	2014-01-07	摘牌日期	2019-01-02
交易市场	018002.SH(上海)		
招标标的	利率	招标方式	荷兰式
发行人资料			
公司全称	国家开发银行股份有限公司	企业性质	--
最新信用评级	--	评级机构	--
证监会行业(大类)	I01 银行业	证监会行业(明细)	I 金融、保险业-I01 银行业-I0101 政策性银行
Wind行业分类(二级)	银行	Wind行业分类(明细)	金融-银行-商业银行-多元化银行



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 例5 债券要素-中期票据

基本条款			
债券代码	101453003.IB	债券简称	14深茂业MTN001
债券类型	一般中期票据	债券全称	深圳茂业商厦有限公司2014年度第一期中期票据
质押券代码	--	折合标准券(元)	--
发行人	深圳茂业商厦有限公司		
起息日期	2014-02-24	到期日期	2017-02-24
剩余期限(年)	2.62(加权: 2.62)	期限(年)	3.00
内含特殊条款	--	下一行权日	--
条款说明	--		
当前余额(亿元)	7.0000	发行规模(亿元)	7.0000
利率类型	固定利率	息票品种	附息
票面利率(当期) 发行利率	6.7000	利率说明	6.7%,利息税率:20%
付息频率	每年付息1次	距下一付息日(天)	224
付息日说明	每年2月24日付息,节假日顺延		
面值(元)	100.0000	发行价格(元)	100.0000
最新信用评级	AA(首次,2013-12-10)	评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
增信方式	--	担保人	--
增信情况	--		
上市日期	2014-02-25	摘牌日期	2017-02-21
交易市场	101453003.IB(银行间债券)		

发行人资料			
公司全称	深圳茂业商厦有限公司	企业性质	外商独资企业
最新信用评级	AA 稳定(维持,2014-04-01)	评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
证监会行业(大类)	H11 零售业	证监会行业(明细)	H 批发和零售贸易-H11 零售业
Wind行业分类(二级)	零售业	Wind行业分类(明细)	可选消费-零售业-多元化零售-百货商店



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 向发行人提供的附有选择权（期权）

选择权描述	示例
赎回债券的权利	10年期债券，但是发行人可以在4年后以101%的价格赎回债券
MBS中基本借款人的还款金额超过预定本金还款金额的权利	按揭证券：住房所有人有权提前偿还按揭贷款
加速偿债基金条款	涉及一个10年偿债基金（每年10%）的债券，但是发行人可以在前5年中的每一年偿还最高20%的金额
浮息债券利率上限	债券支付伦敦银行同业拆息 + 75个基点，但是如果伦敦银行同业拆息超过6%，息票利率将保持在6.75%的水平上



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 例6 债券要素-企业债

基本条款			
债券代码	122883.SH	债券简称	10楚雄债
债券类型	一般企业债	债券全称	2010年楚雄州开发投资有限公司市政项目建设债券
质押券代码	104883 10楚雄质	折合标准券(元)	85.0000
发行人	楚雄州开发投资有限公司		
起息日期	2010-10-18	到期日期	2017-10-18
剩余期限(年)	3.39(加权: 2.69)	期限(年)	7.00(6.3049)
内含特殊条款	债券提前偿还	下一行权日	--
条款说明	债券提前偿还:在债券存续期的第5、6、7年末分别按照债券发行总额20%、30%、50%的比例偿还债券本金,到期利息随本金一起支付。		
当前余额(亿元)	15.0000	发行规模(亿元)	15.0000
利率类型	固定利率	息票品种	附息
票面利率(当期) 发行利率	6.0800	利率说明	6.08%,利息税率:20%
付息频率	每年付息1次	距下一付息日(天)	142
付息日说明	每年10月18日付息,节假日顺延		
面值(元)	100.0000	发行价格(元)	100.0000
最新信用评级	AA(维持,2013-07-31)	评级机构	联合资信评估有限公司
增信方式	质押担保	担保人	--
增信情况	拟质押股权评估价值236606.36万元		
上市日期	2010-11-08	摘牌日期	2017-10-17
交易市场	122883.SH(上海),1080123.IB(银行间债券)		
募集资金用途	本期债券募集资金15亿元人民币,其中13亿元将用于姚安县城东南片区城市道路建设工程项目、武定县北部新区道路建设工程、大姚县城东北片区建设工程、楚雄市东南片区道路及基础配套设施二期工程项目和禄丰县城北片区市政道路建设工程,其余2亿元用于补充公司营运资金。各项目拟使用本期债券资金分别为1亿元、3.5亿元、1.5亿元、4亿元、3亿元。		

信用评级					
评级标准	发布日期	信用评级	评级类型	评级展望	评级机构
债券评级	2013-07-31	AA	长期信用评级	--	联合资信评估有限公司
债券评级	2012-11-01	AA	长期信用评级	--	联合资信评估有限公司
债券评级	2011-11-01	AA	长期信用评级	--	联合资信评估有限公司
债券评级	2010-08-20	AA	长期信用评级	--	联合资信评估有限公司
主体评级	2013-07-31	AA-	长期信用评级	稳定	联合资信评估有限公司
主体评级	2013-03-11	AA-	长期信用评级	稳定	联合资信评估有限公司
主体评级	2012-11-01	AA-	长期信用评级	稳定	联合资信评估有限公司
主体评级	2011-11-01	AA-	长期信用评级	负面	联合资信评估有限公司
主体评级	2010-08-20	AA-	长期信用评级	稳定	联合资信评估有限公司



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 向债券持有人提供的附有选择权

选择权描述	示例
转股权	在20X8年12月31日以后的任何时间，债券持有人可以把面值为\$1000的债券转换成50股普通股
回售债券的权利	10年期债券，但是债券持有人可以在4年后以98%的价格回售债券
浮息债券利率下限	债券支付伦敦银行同业拆息 + 75个基点，但是如果伦敦银行同业拆息低于2%，息票利率将保持在2.75%的水平上



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 例8 向债券持有人提供的附有选择权-可转债

基本条款			
债券代码	113001.SH	债券简称	中行转债
债券类型	可转债	债券全称	2010年中国银行股份有限公司可转换公司债券
发行人	中国银行股份有限公司 (中国银行 601988.SH、中国银行 3988.HK)		
起息日期	2010-06-02	到期日期	2016-06-02
剩余期限	1437天(3.94年)	期限(年)	6.00
当前余额(亿元)	399.99	发行规模(亿元)	400.00
面值(元)	100.00	发行价格(元)	100.00
利率类型	累进利率	息票品种	附息
票面利率(当期) 发行参考利率	1.10	利率说明	第一年0.5%、第二年0.8%、第三年1.1%、第四年1.4%、第五年1.7%、第六年2.0%。
付息频率	每年付息1次	距下一付息日天数	341
付息日说明	<p>(1) 年利息计算年利息指可转债持有人按持有的可转债票面总金额自可转债发行首日起每满一年可享受的当期利息。年利息的计算公式为：<math>I=B \times i</math> I：指年利息额；B：指本次发行的可转债持有人持有的可转债票面总金额；i：指可转债当年票面利率。(2) 付息方式 A、本次可转债采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转债发行首日。B、付息日：每年的付息日为本次发行的可转债发行首日起每满一年的当日。每相邻的两个付息日之间为一个计息年度。C、付息债权登记日：每年的付息债权登记日为每年付息日的前一交易日，本行将在每年付息日之后的五个交易日内支付当年利息。在付息债权登记日前（包括付息债权登记日）申请转换成本行股票的可转债，本行不再向其支付利息。D、可转债持有人所获得利息收入的应付税项由持有人承担。转股年度有关利息和股利的归属等事项，由本行董事会根据相关法律法规及上海证券交易所的规定确定。</p>		

### 可转债条款

补偿利率	到期赎回条款 在本次可转债期满后五个交易日内，发行人将以本次可转债票面面值的106%（含当期利息）赎回全部未转股的可转债		
初始转股价格(元)	4.02	初始转股比例(%)	24.88
当前转股价格(元)	3.44	转股期间	2010-12-02至2016-06-02



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地

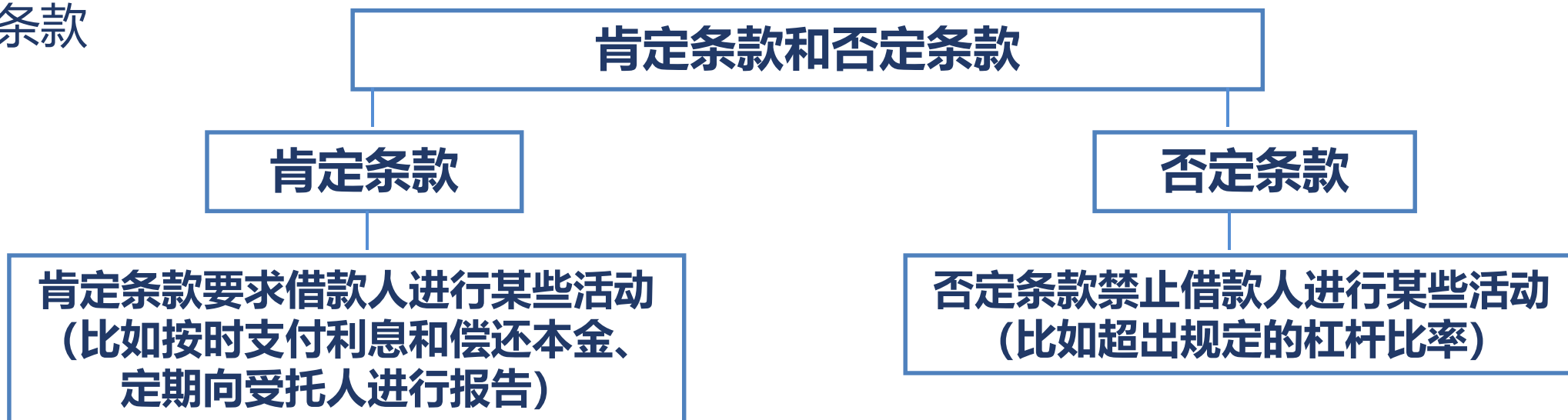


## 债券契约

债券契约对债券的特征进行了描述，这些特征包括

- 债券发行人的允诺
- 债券持有人的权利
- 债券受托人的身份(欧美：债券受托人，日本：债券管理人，主要为银行)

### ➤ 条款





中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



# 例9 契约条款

EVERGRANDE REAL EVERRE 13 01/15 95.625/95.625 (15.09/15.09) TRAC Corp DES

EVERRE 13 01/27/15 Corp 99) 反馈 页3/11 简介:债券

94) 附注

95) 买入

96) 卖出

97) 设定

21) 债券简介

22) 发行人简介

页面

- 1) 债券信息
- 2) 其他信息
- 3) 契约条款
- 4) 担保人
- 5) 债券评级
- 6) 识别码
- 7) 交易所
- 8) 相关单位
- 9) 费用、限制
- 10) 日程
- 11) 息票

快捷链接

- 32) ALLQ 定价
- 33) QRD 报价回顾
- 34) TDH 交易历史
- 35) CACS 公司大事
- 36) CF 招股说明书
- 37) CN 证券新闻
- 38) HDS 持有人

66) 发送债券

契约条款

51) 限制抵押	是
52) 控制权变更	是 @101.00
53) 基本面变更	否
54) 债务限制	是
55) 交叉违约	是
负面契约	是
55) 部分资产出售	是
活动限制	是
偿债保障比率	是
自由现金流/偿债比率	否
限制契约	是
56) 兼并人限制	是
57) 出售后回租限制	是
58) 次级债券限制	是
59) 限制偿付	是
60) 评级触限	是
集体行动条款	否
重大反向变更条款	否
不可抗力	否



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 例10 契约条款-否定条款

Corp DES

<Menu> to return

Back Forward Stop Refresh Edit... Done

The Trustee shall accept such certificate and opinion as sufficient evidence of the satisfaction of the conditions precedent described above, in which event it shall be conclusive and binding on the Holders.

Any Notes that are redeemed will be cancelled.

**Certain Covenants**

Set forth below are summaries of certain covenants contained in the Indenture.

Limitation on **Indebtedness** and Preferred Stock

- (1) The Company will not, and will not permit any Restricted Subsidiary to, Incur any Indebtedness (including Acquired Indebtedness), and the Company will not permit any Restricted Subsidiary to issue Preferred Stock, *provided* that the Company may Incur Indebtedness (including Acquired Indebtedness) and any Restricted Subsidiary may Incur Permitted Subsidiary Indebtedness if, after giving effect to the Incurrence of such Indebtedness and the receipt and application of the proceeds therefrom, (x) no Default has occurred and is continuing and (y) the Fixed Charge Coverage Ratio would be not less than 3.5 to 1.0. Notwithstanding the foregoing, the Company will not permit any Restricted Subsidiary to Incur any Disqualified Stock (other than Disqualified Stock held by the Company or a Subsidiary Guarantor, so long as it is so held).
- (2) Notwithstanding the foregoing, the Company and, to the extent provided below, any Restricted Subsidiary may Incur each and all of the following ("Permitted Indebtedness"):
  - (a) Indebtedness under the Notes (excluding any Additional Notes and any Permitted Pari Passu Secured Indebtedness of the Company) and each Subsidiary Guarantee and JV Subsidiary Guarantee;
  - (b) any Pari Passu Subsidiary Guarantees by any Subsidiary Guarantor or any JV

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2012 Bloomberg Finance L.P.  
SN 961304 EDT GMT-4:00 H345-370-3 25-Jun-2012 03:44:47



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



Corp DES

<Menu> to return

Back Forward Stop Refresh Edit... Done

238

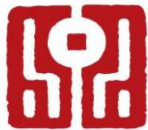
Project Light Speed (Final) Job No: 100004e (1st Proof) APP File: 08\_main 100004e (452) 210mm X 274mm Time/date: 19: 44 22/01/2010

A Note of US\$100,000 in principal amount or less shall not be redeemed in part. If any Note is to be redeemed in part only, the notice of redemption relating to such Note will state the portion of the principal amount to be redeemed. A new Note in principal amount equal to the unredeemed portion will be issued upon cancellation of the original Note. On and after the redemption date, interest will cease to accrue on Notes or portions of them called for redemption.

#### Repurchase of Notes Upon a Change of Control Triggering Event

Not later than 30 days following a Change of Control Triggering Event, the Company will make an Offer to Purchase all outstanding Notes (a "Change of Control Offer") at a purchase price equal to 101% of the principal amount thereof plus accrued and unpaid interest, if any, to (but not including) the Offer to Purchase Payment Date.

The Company has agreed in the Indenture that it will timely repay all Indebtedness or obtain consents as necessary under, or terminate, agreements or instruments that would otherwise prohibit a Change of Control Offer required to be made pursuant to the Indenture. Notwithstanding this agreement of the Company, it is important to note that if the Company is unable to repay (or cause to be repaid) all of the Indebtedness, if any, that would prohibit repurchase of the Notes or is unable to obtain the requisite consents of the holders of such Indebtedness, or terminate any agreements or instruments that would otherwise prohibit a Change of Control Offer, it would continue to be prohibited from purchasing the Notes. In that case, the Company's failure to purchase tendered Notes would constitute an Event of Default under the Indenture.



中国基金业协会  
AMAC

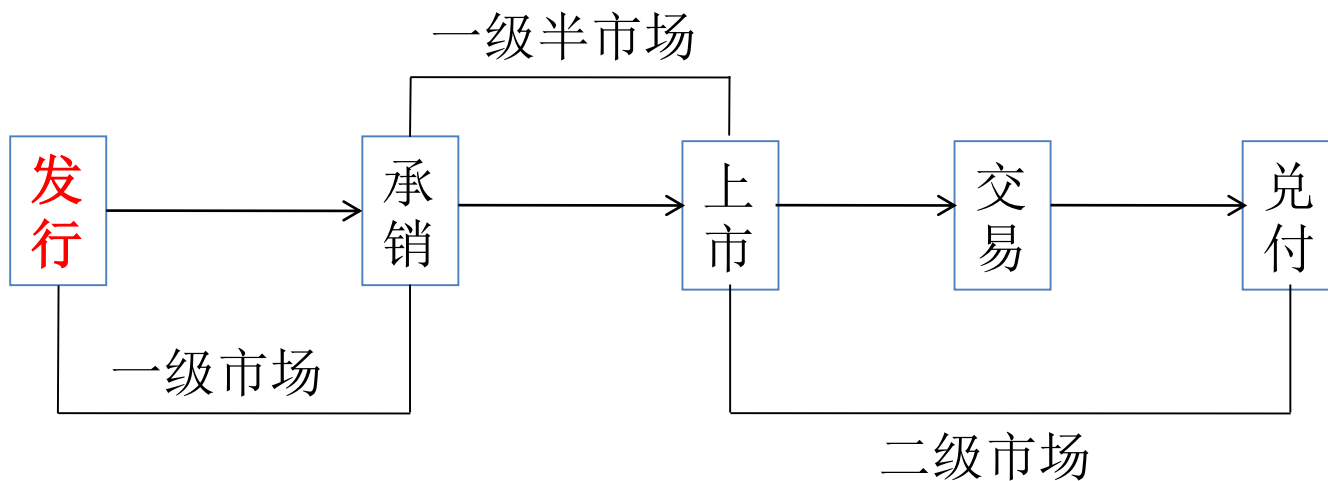
ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 债券的生命周期

➤ 债券从生到灭的整个过程：发行、承销、上市、流通、兑付





中国基金业协会  
AMAC

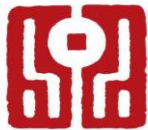
ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 债券信用评级

穆迪	标准普尔	Fitch	等级
Aaa	AAA	AAA	优质
Aa1、Aa2、Aa3	AA+、AA、AA-	AA+、AA、AA-	高质量
A1、A2、A3	A+、A、A-	A+、A、A-	中等偏上
Baa1、Baa2、Baa3	BBB+、BBB、BBB-	BBB+、BBB、BBB-	中等偏下
Ba1、Ba2、Ba3	BB+、BB、BB-	BB+、BB、BB-	较低的投机性
B1、B2、B3	B	B+、B、B-	较高的投机性
Caa	CCC+、CCC	CCC+、CCC	实质性风险
Ca	CC	CC	高度投机性
C	C	C	极端投机性
	CI		(收益型债券)
	D	DDD, DD, D	违约



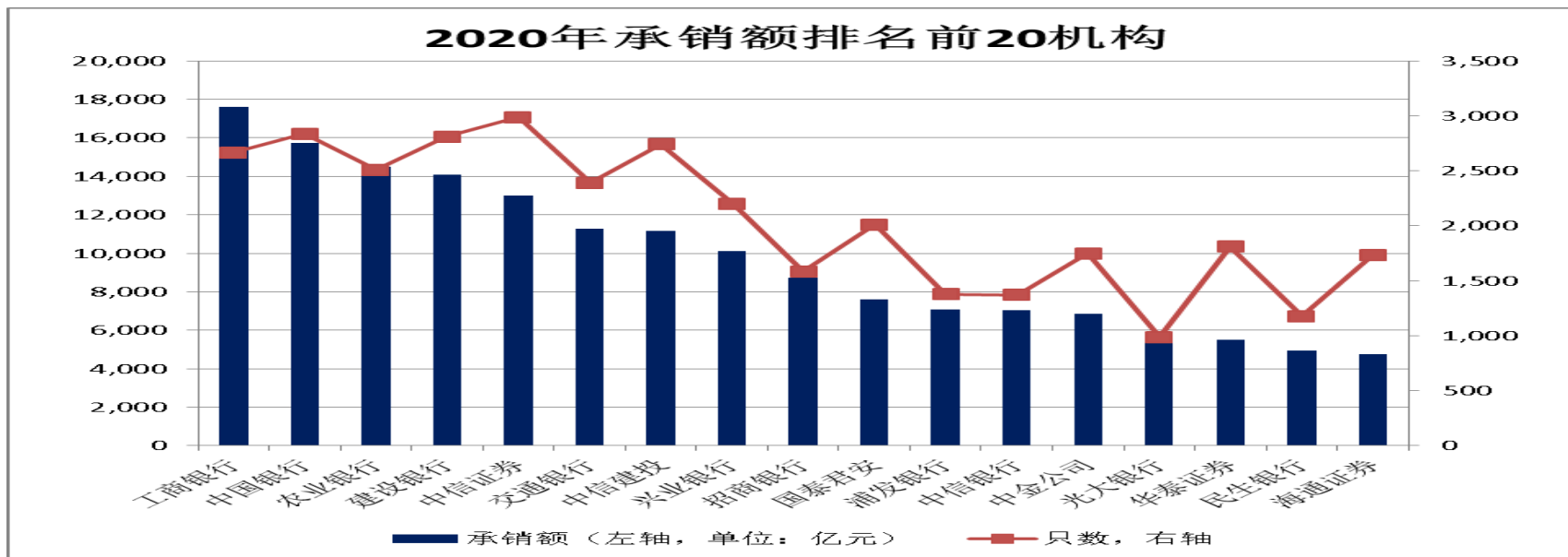
中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 2020年债券承销排名（不包含国债）



2020年，工商银行承销债券额全国第一，承销额约为17601亿元，承销只数2667。中行承销15737亿元，2836只。企业和银行信贷关系的延伸。

包销和代销承销费率不同，包销略高，且随着承销额的增长，承销费率下降。短融产品费率低。

	包销方式	代销方式
不超过1亿元部分	1.5%—2.5%	1.5%—2.0%
超过1亿元（含1亿元）至5亿元部分	1.5%—2.0%	1.2%—1.5%
超过5亿元（含5亿元）至10亿元部分	1.2%—1.5%	0.8%—1.2%
超过10亿元部分（含10亿元）	0.8%—1.0%	0.5%—1.0%

发改财金  
[2007]602号



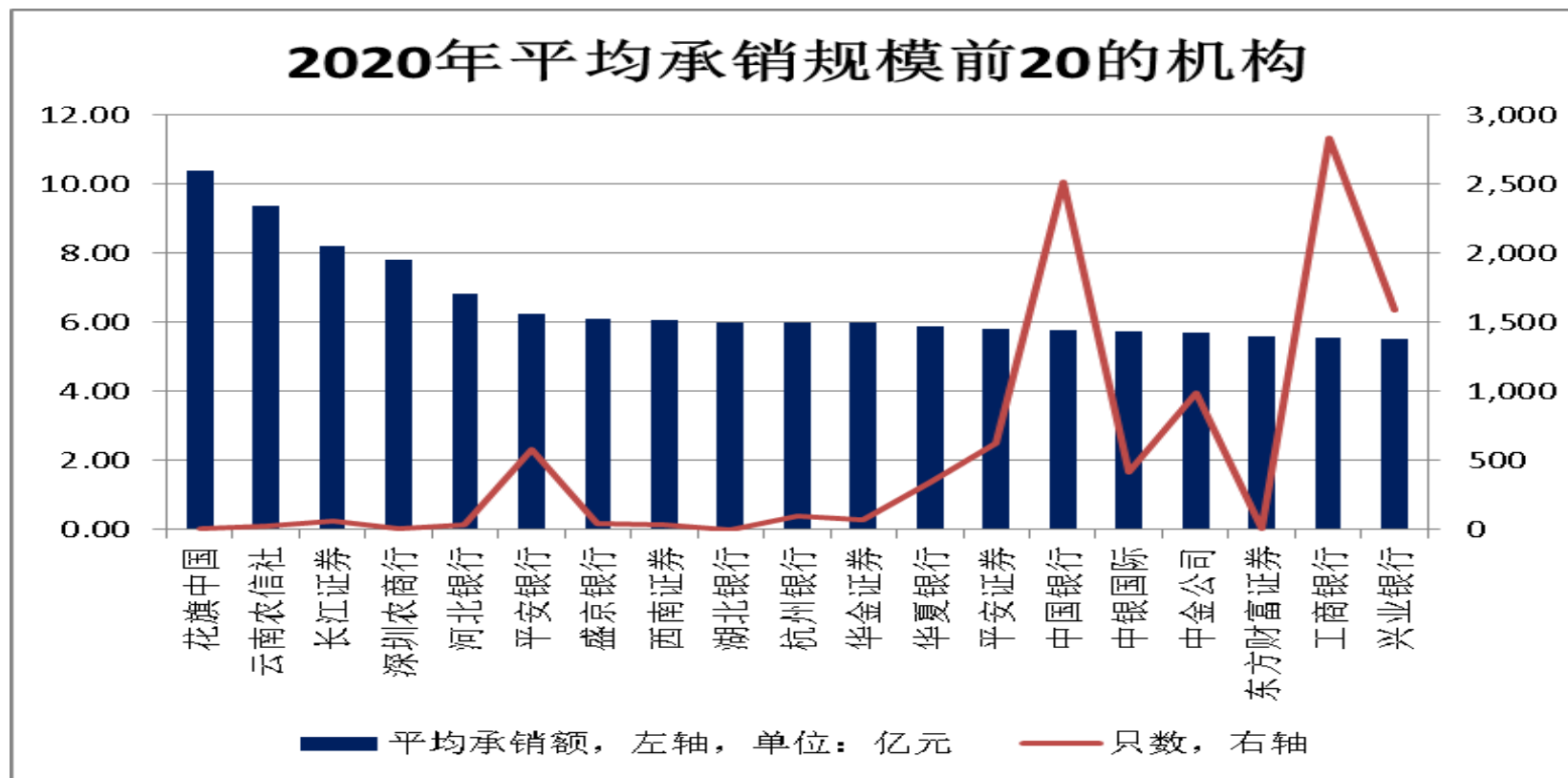
中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 2020年债券承销排名：显著的地方主义特色



注：数据来自wind数据

地方国企找地方银行或证券公司承销，单只债券承销额排名靠前的机构大多为中小地方性银行和小证券公司等，债券承销业务地域效应较强。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

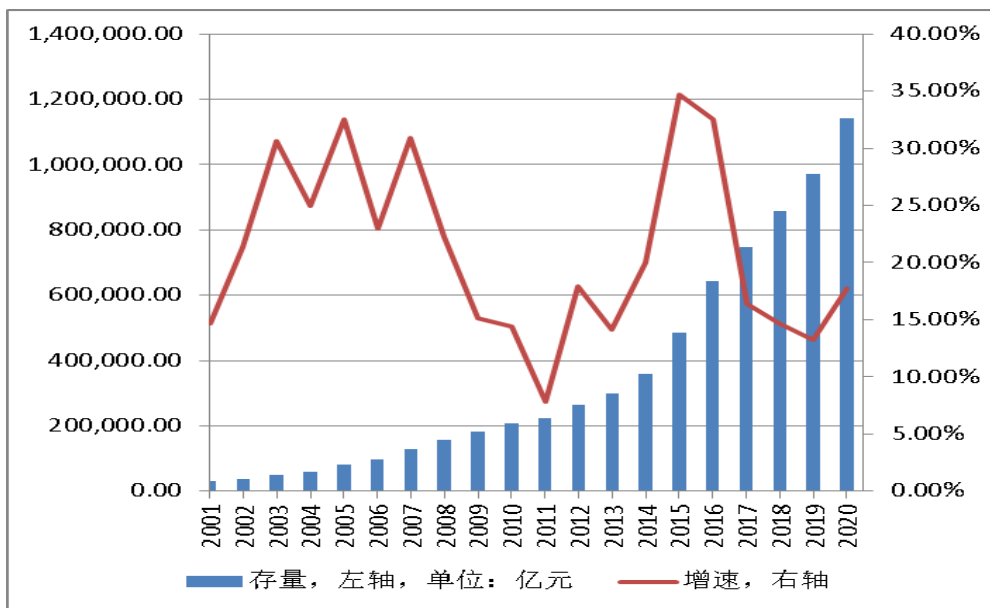
投资者教育基地



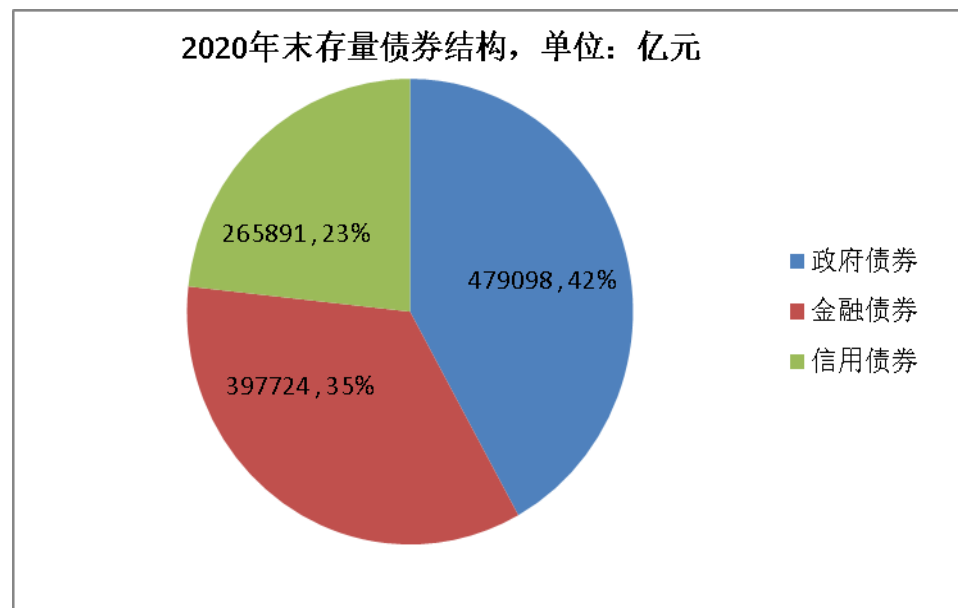
## 中国市场规模

- 根据BIS统计，我国债券市场排名已居世界第2位、亚洲第1位。美国第一，日本第三。我国债券总规模上升，利率债（政府债+金融债）占比上升，信用债占比下降。
- 截至2020年底，国内债券余额约114.27万亿元，比2019年增加17万亿元，政府债券（国债和地方债）48万亿元，抗击疫情大规模增加发行量，金融债券（包含一年期以下的同业存单）40万亿，信用债（公司债、中票）27万亿元。

### 2000-2020年我国债券余额统计



### 2020年末我国存量债券结构





中国基金业协会  
AMAC

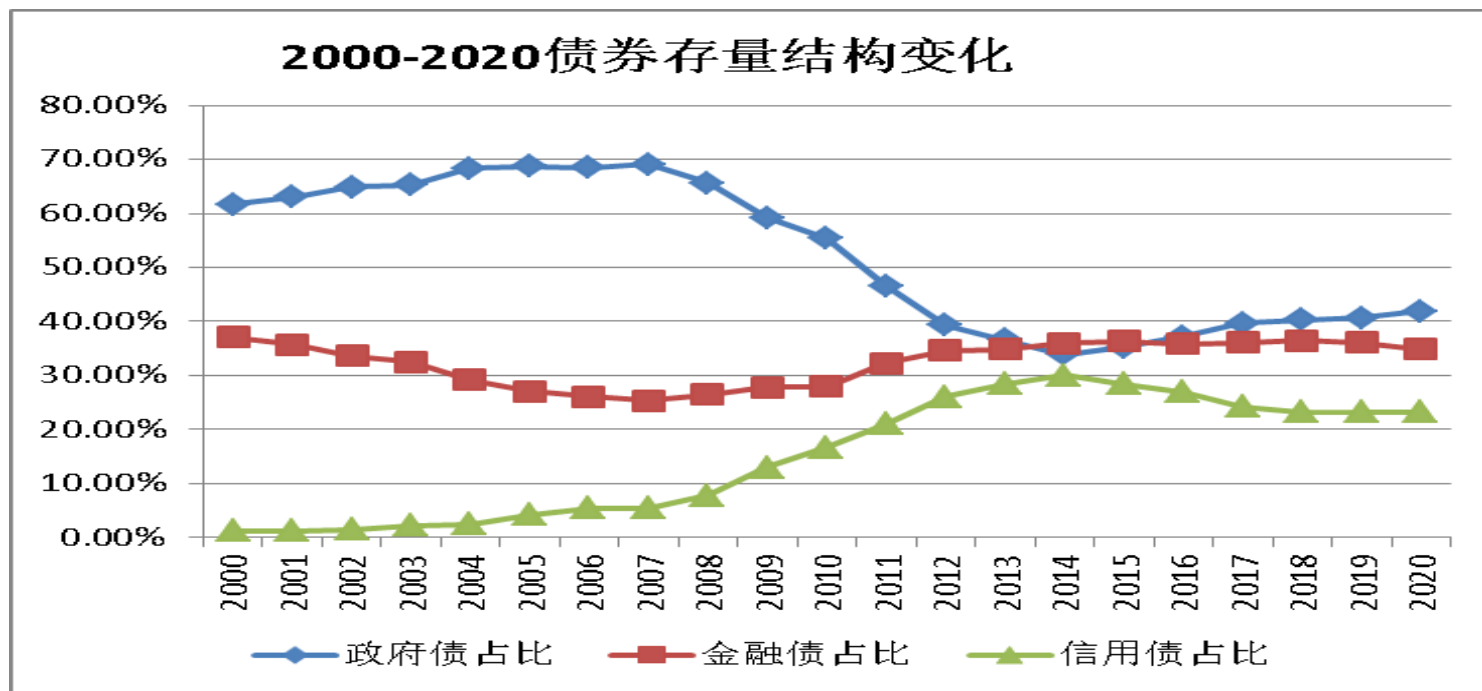
ICBC 工银瑞信

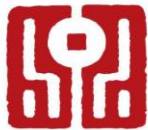
投资者教育基地



## 市场结构变化：政府债务占比下降，信用债占比提高后稳定

- 2000-2007，政府债务存量占比从60%上升至70%，金融债券从37%下降至25%，信用债券基本稳定。
- 2008-2014，政府债券占比从70%下降至34%，金融债券从26%升至36%，信用债从5%上升至30%。
- 2015-2020，政府债券从33%上升至41%，金融债券维持稳定，信用债从30%降至23%。





中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

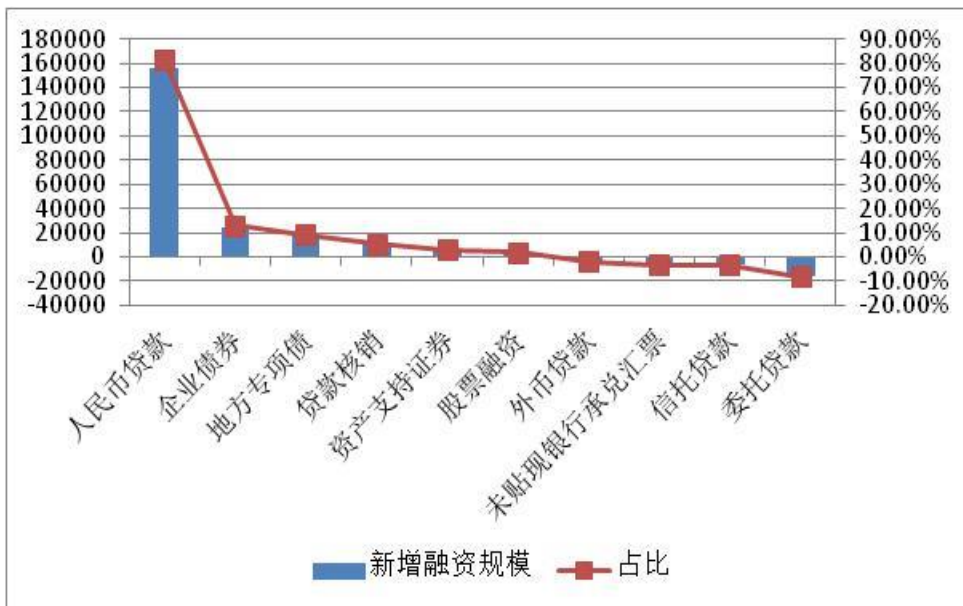
投资者教育基地



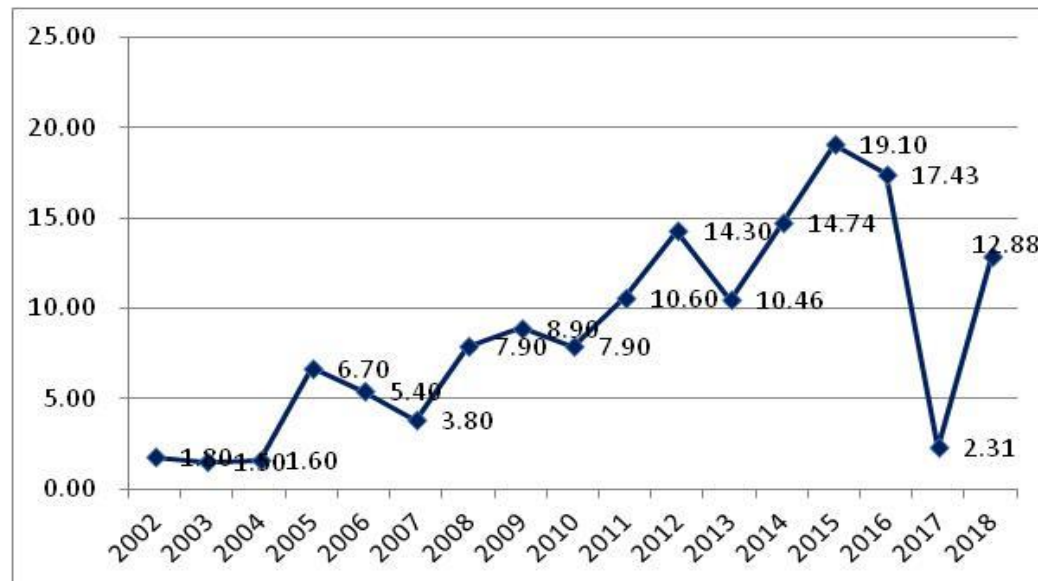
## 债券融资与社会总融资

➤2018年，加强对影子银行整治，资管新规使得信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票规模接近3万亿元，人民币贷款占新增社融比例升至82%，企业债券融资上升至13%。2010年以来，债券融资占比逐年攀升，但受制于货币收紧和债券违约事件集中爆发，2017年企业信用类债券融资占比大幅下降，2018年债券占比上升，2019-2020信用事件爆发影响企业发债。

2018年新增融资,人民币万亿



债券融资占比变化趋势



数据来源: wind资讯

## 总结:

1. 债券不同于股票，债券是一种特殊类别的债权形式。
2. 债券发行主体主要是：政府+金融机构+企业。
3. 债券有很多种类：按主体划分、地域划分、期限划分、不同权利而划分等等。
4. 中国债券的特点：政府和金融机构是发债大户，企业债占比少
5. 中国债券未来发展趋势：进一步鼓励企业直接融资，直接发行债券。



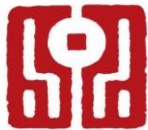
中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



# [ 2 ] 债券市场融资 产品种类 Part Two



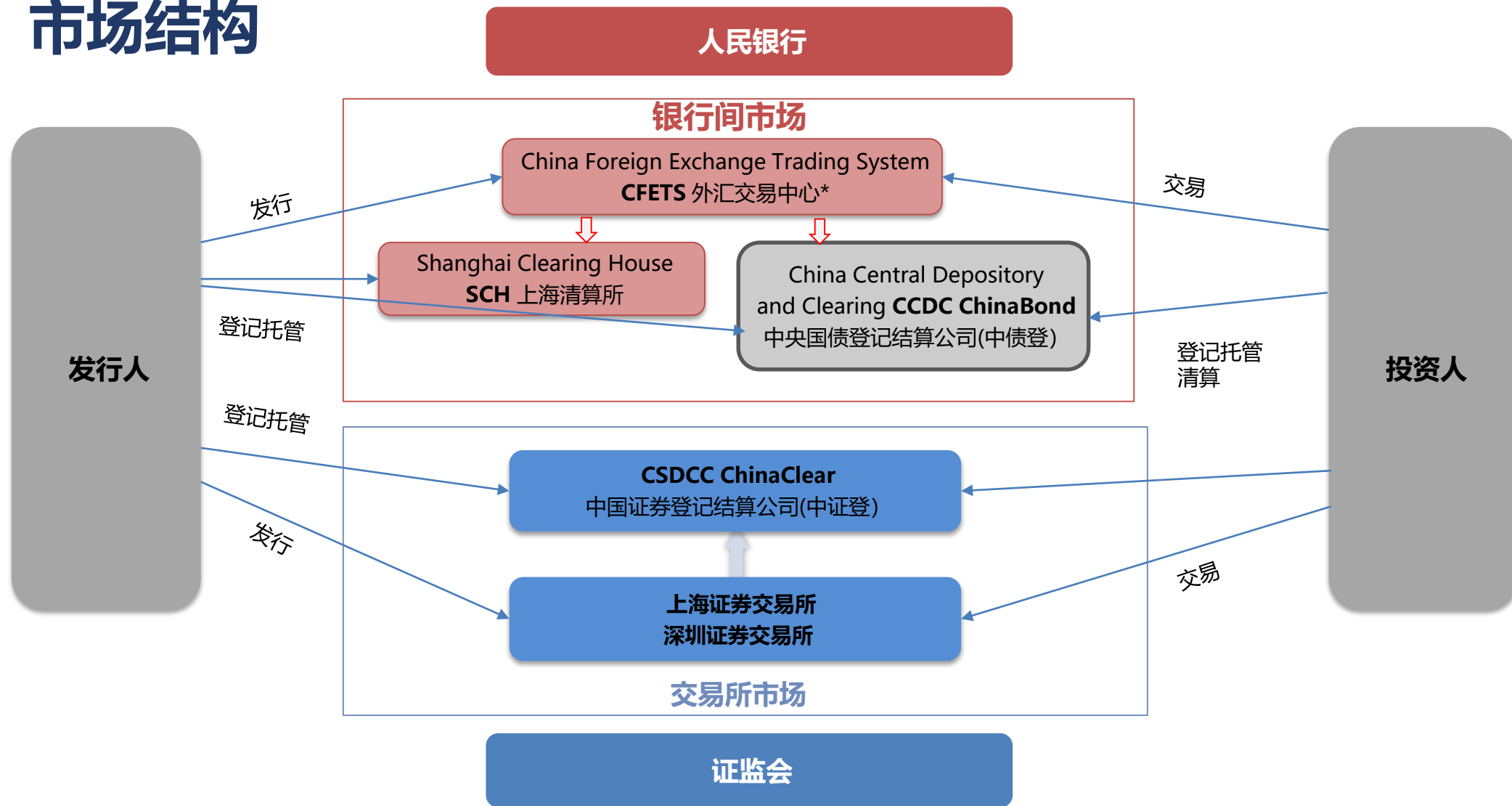
中国基金业协会  
AMAC

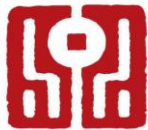
ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



# 市场结构





中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



# 交易市场

## 银行间债券市场

- 依托中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心和中央国债登记结算公司
- 是我国债券市场的主体，是所有金融债、非金融企业债务融资工具、中央银行票据以及大部分记账式国债和企业债的流通场所
- 场外市场，询价交易
- 投资者均为机构投资者
- 账户种类：甲类、乙类、丙类

## 交易所债券市场

- 沪深证券交易所和中国证券登记结算有限公司
- 集中竞价系统、固定收益证券综合电子平台、大宗交易系统
- 可交易品种少（没有金融债、央票、中票短融等）
- 缺乏流动性



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 监管机构

主管部门	债券品种	交易流通场所	
		银行间债券市场	交易所市场
财政部	国债	√	√
	地方政府债	√	√
	国际开发机构债	√	
人民银行、银监会	金融债	√	
	信贷资产支持证券	√	
银行间交易商协会	中期票据	√	
	短期融资券	√	
国家发改委	企业债	√	√
	公司债		√
证监会	可转换债券		√
	企业资产支持证券		√



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 主要类型

**国债 (特别国债1998年发2700亿元, 为国有银行注资, 2007年, 购买2000亿美元外汇, 2020年发行特别国债应对疫情)**

- 发行人为中国财政部, 记账式国债和储蓄国债。2019年11月末, 记账式国债149344亿元, 储蓄国债7997亿元, 两者比例19:1。
- 储蓄国债分为传统凭证式国债和电子凭证式国债 (2015年开始, 3个月期短期国债每周五滚动发行, 完善国债收益率曲线的定价基准, 推进人民币进入SDR)

## 地方政府债券

- 1998年, 为了应对东南亚金融危机, 财政部发行长期建设国债并转贷给地方支持中央建设项目;
- 2009年, 为了应对次贷危机, 财政部代发市政债券;
- 2013年12月30日, 审计署公布了2013年全国政府性债务审计结果。截至2013年6月末, 全口径地方政府性债务合计17.89万亿。(2015年3.2万亿地方政府债务置换, 2016年置换4.87万亿元, 2017年仍需置换6.34万亿元)

## 央行票据

- 是中央银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
- 期限从3个月至3年, 以1年期以下的短期票据



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 地方政府债：发行期限将拉长

起因：2007年9月，美国次级贷款危机导致全球性金融危机爆发，外需收到冲击，沿海出口导向型企业收缩或者破产，农民工返乡。

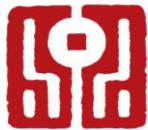
宏观经济结构： $GDP = \text{总消费} + \text{总投资} + \text{净出口}$ （三驾马车）

2009年：4万亿财政刺激方案，增加政府投资。总投资=制造业投资+房地产投资+基建投资（开始兴起），4万亿是启动资金，后续资金需要地方财政出资，全国地方政府成立接近1万家融资平台公司。2009年新增人民币贷款9万亿，2008年4.7万亿。平台贷款规模急剧增加。长期建设贷款，6年-7年，2015年开始偿还期。

2013年：17.89万亿地方政府负有偿还责任，平台公司的基建是地方政府的资产，债务应由其负担。

2015年：国有企业存在预算软约束，投资效率较低，如果不偿还将形成银行坏账。

2014年： $17.89 \text{万亿} / 80 \text{万亿} = 22.36\%$ ，2000年前4家国有银行未上市前不良率30%。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



# 人民银行资产负债表的变化：2014年由被动发钞转向主动

资产		
	国外资产（外汇储备）	储备货币（人民币）
2007年	1万亿美元	7万亿人民币
2014年	4万亿美元	28万亿人民币
2020年	3万亿美元	21万亿人民币
		$\left. \begin{array}{l} 7 \text{万亿人民币} \\ 28 \text{万亿人民币} \\ 21 \text{万亿人民币} \end{array} \right\} \text{外汇占款} = \text{基础货币}$
		$-\text{M2} = \text{基础货币} * \text{货币乘数} = -7 \text{万亿} * 4 = -28 \text{万亿}$
政府债权（购买特别国债）	金融机构债权	贷款创造存款，否则只有第一笔钱（基础存款）
<b>对冲（从3万亿增至12万亿）</b>		
（再贷款、再贴现、回购、MLF、SLF、PSL、SLO）		

货币供给量M2从2014年122万亿元增加值2019年198万亿元，增加76万亿元，而非减少28万亿元。原因：1.对金融机构的债权增加9万亿元，对冲了外汇占款导致的基础货币收缩的7万亿元，还增加2万亿，使得M2不但未减少，反而增加 $2 * 4 = 8$ 万亿；2.降准从18%（中小银行）20%（大银行）降低至10.5%（小）和12.5%（大），货币创造乘数从4上升至6，增加 $2 * 30 \text{万亿} = 60 \text{万亿} \text{M2}$ 。



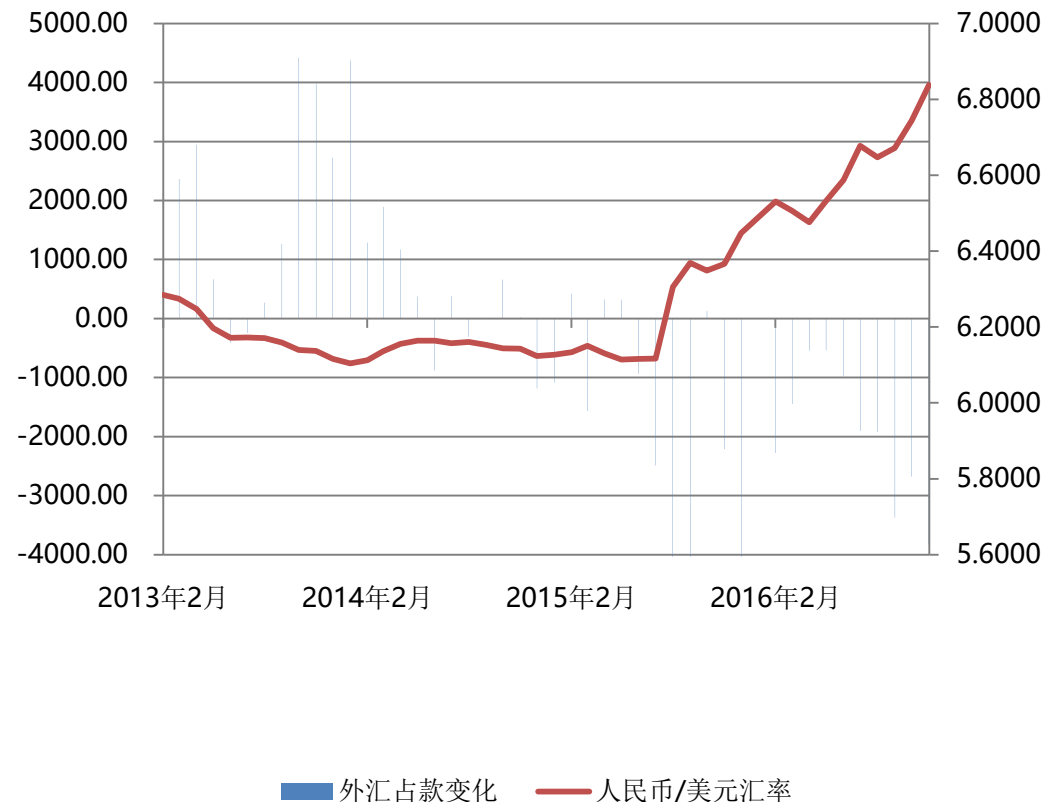
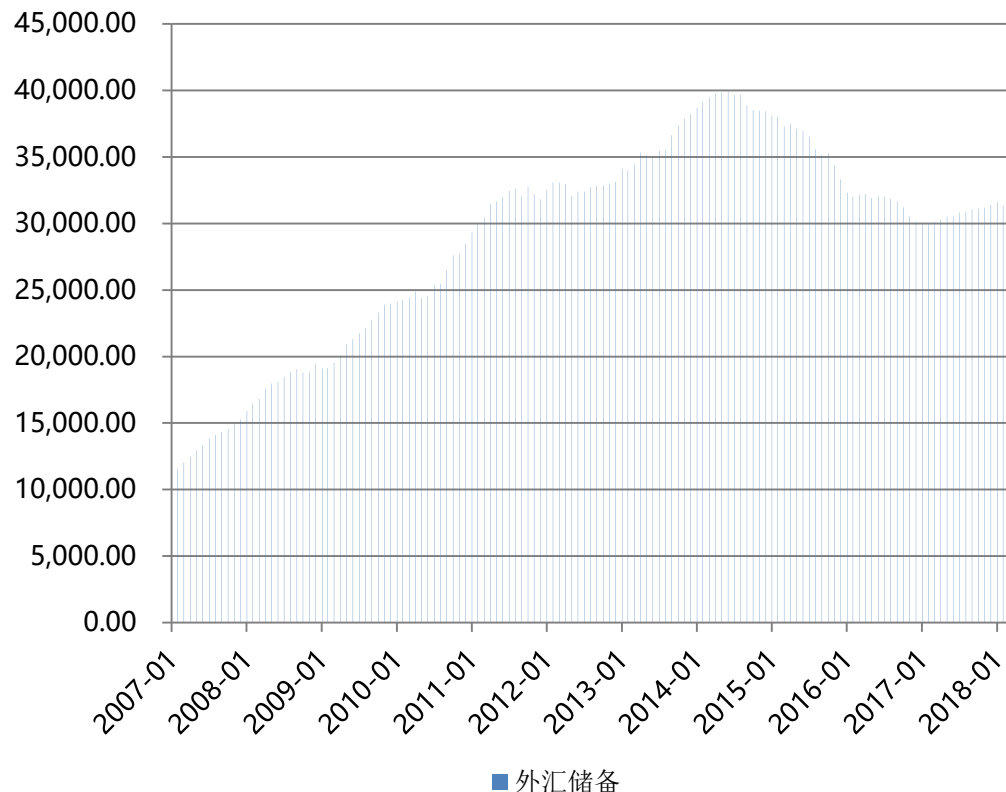
中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 2014年开始，出现资本外流，美元储备较少



2014年之前，双顺差的美元流入，央行购汇发出的人民币（外汇占款）逐年增加，被动发钞下，需要用央票回收人民币。2014年开始，人民币出现贬值预期，资本出现外流，央行为满足居民兑换美元需求，被动回收流动性，资金趋于偏紧，开始使用公开市场操作(MLF、SLF)等工具主动投放货币。央票规模逐渐萎缩。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



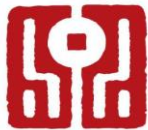
## 主要类型

### 金融债券

- 银行和非银行金融机构为筹集资金而发行的债权债务凭证
- 金融债券包括政策性金融债、商业银行债券、特种金融债券、非银行金融机构债券、证券公司债、证券公司短期融资券

### 信用债券

- 公司债，企业债，中期票据和短期融资券



中国基金业协会  
AMAC

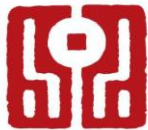
ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 债券种类

	企业债	金融债	短期融资券	中期票据	公司债	企业资产支持证券
发行主体	大型企业	银行/非银行金融机构/保险公司	大型企业及上市公司	大中型企业	上市公司	企业
监管机构	发改委主导	人民银行作为债券发行主管机构	银行间市场交易商协会	银行间市场交易商协会	证监会	证监会
	人民银行 证监会	银保监会作为行业主管机构				
债券期限	通常为5~7年	1年以上（次级债一般5年以上）	不超过1年	1年以上，10年以内	3-7年为主	无明确限制



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

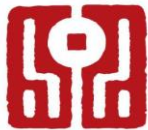
投资者教育基地



## 我国债券市场主要问题：监管

### 不同债券类别的监管

债券类别		监管机构	
政府债券		人民银行、财政部、证监会	
中央银行债		人民银行	
金融债券	政策性银行债	人民银行	
	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
	特种金融债券	人民银行	
	非银行金融机构债券	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	
短期融资券、中期票据		人民银行（交易商协会）	
资产支持证券		银监会、人民银行	
企业债		国家发改委、人民银行、证监会	
公司债/可转换债券		证监会	



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

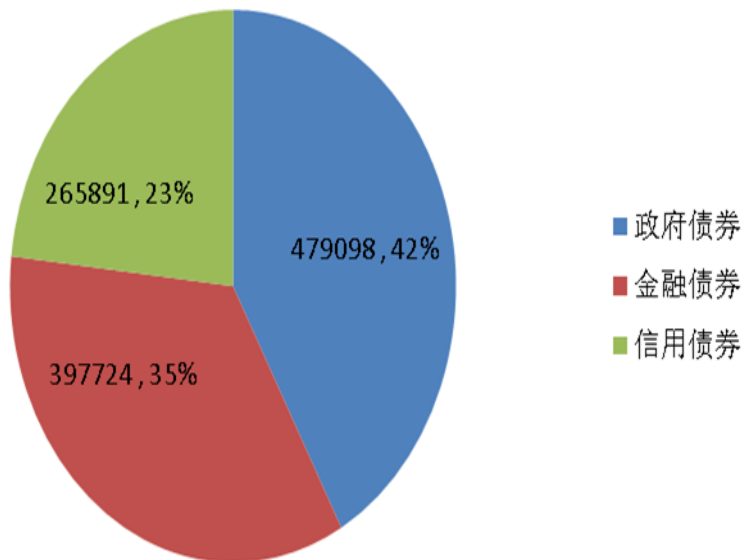
投资者教育基地



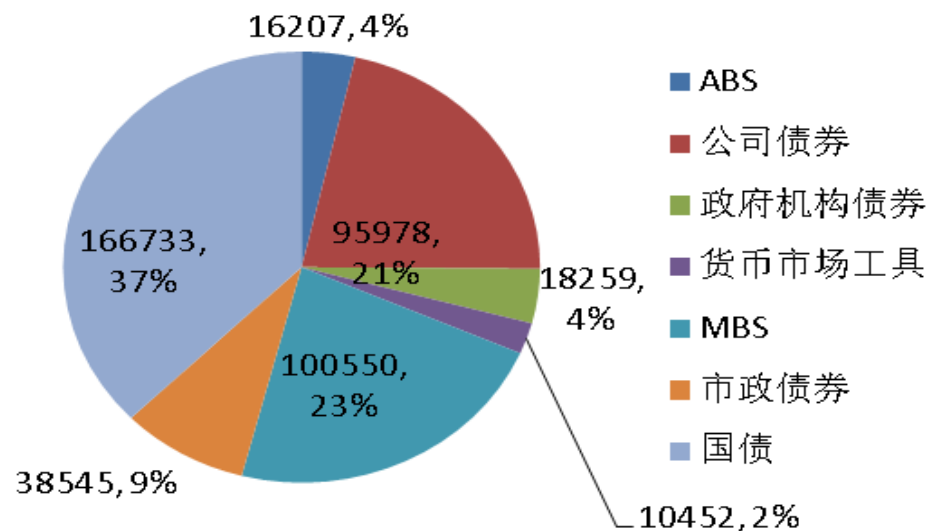
## 我国债券市场主要问题：品种

- ▶ 我国政府类债券的市场占比过大，而信用债品种规模过小。
- ▶ 在美国，公司债券、ABS、MBS和货币市场工具等直接债务融资工具占债券市场总规模一半以上。

2020年末存量债券结构，单位：亿元



2019年末美国存量债券结构，单位：亿元





中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

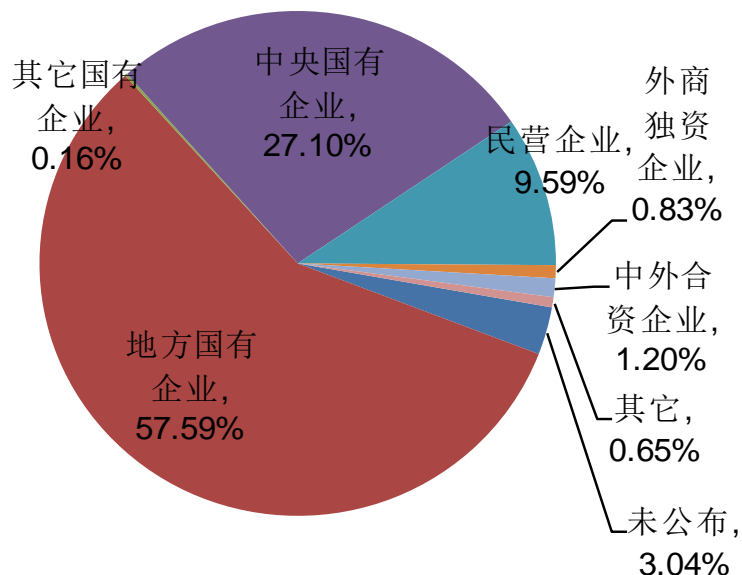
投资者教育基地



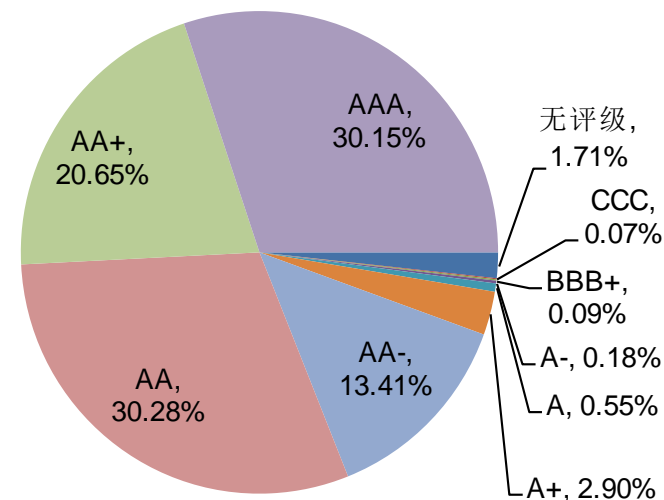
## 我国债券市场主要问题：信用债券

- ▶公开发行的信用债券主要为信用等级高的大企业服务。从发行评级来看，自2007年取消银行对企业发债提供担保以来，AAA级品种占30%，AA-级到AA+品种占64%，而以中小企业为代表的CCC到A+的低等级品种仅占5%。
- ▶从股东性质来看，中央企业和地方国有企业占比85%，民营企业比例不足10%。

### 信用类债券控股股东类型分布



### 信用类债券评级分布





中国基金业协会  
AMAC

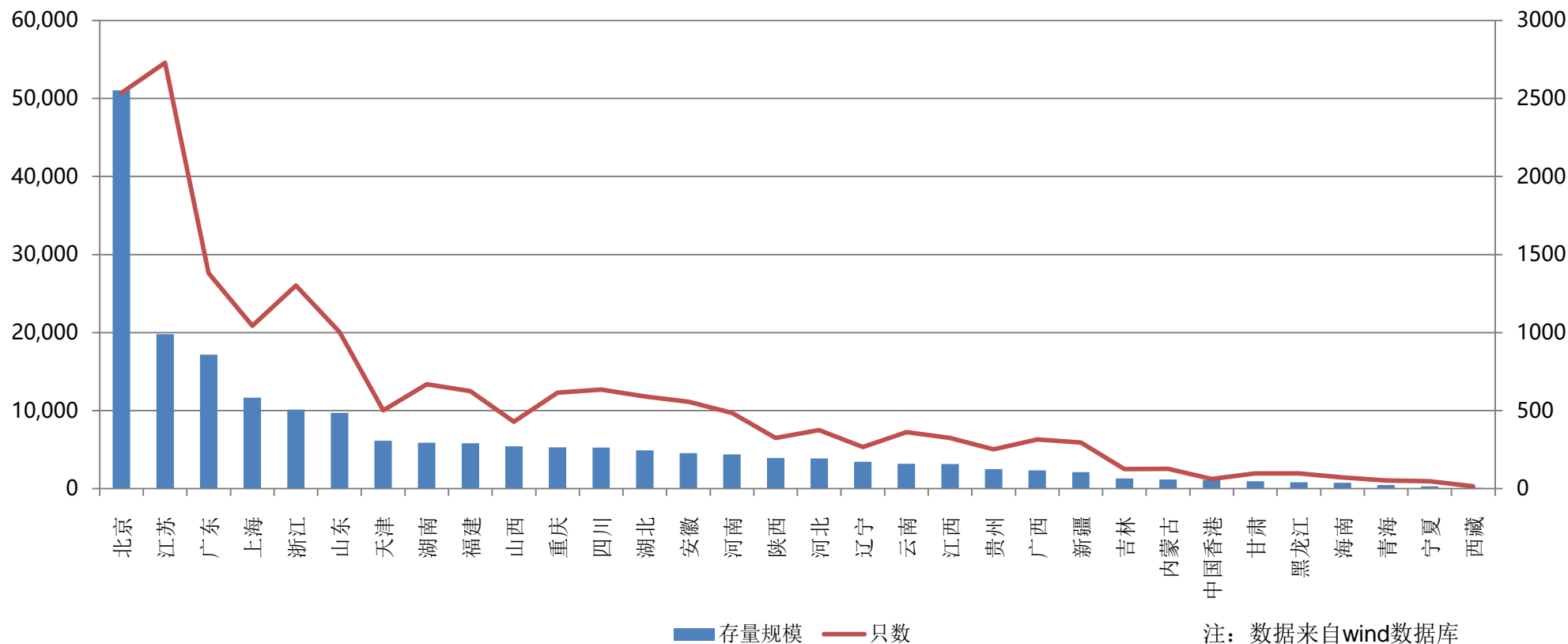
ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



# 我国债券市场主要问题：地区分布不均

2020年末，信用债存量的地区分布结构



北京企业信用债券存量超过5.1万亿元，占比超过25%，债券只数2536，西藏企业信用债券存量112亿元，债券只数14。



中国基金业协会  
AMAC

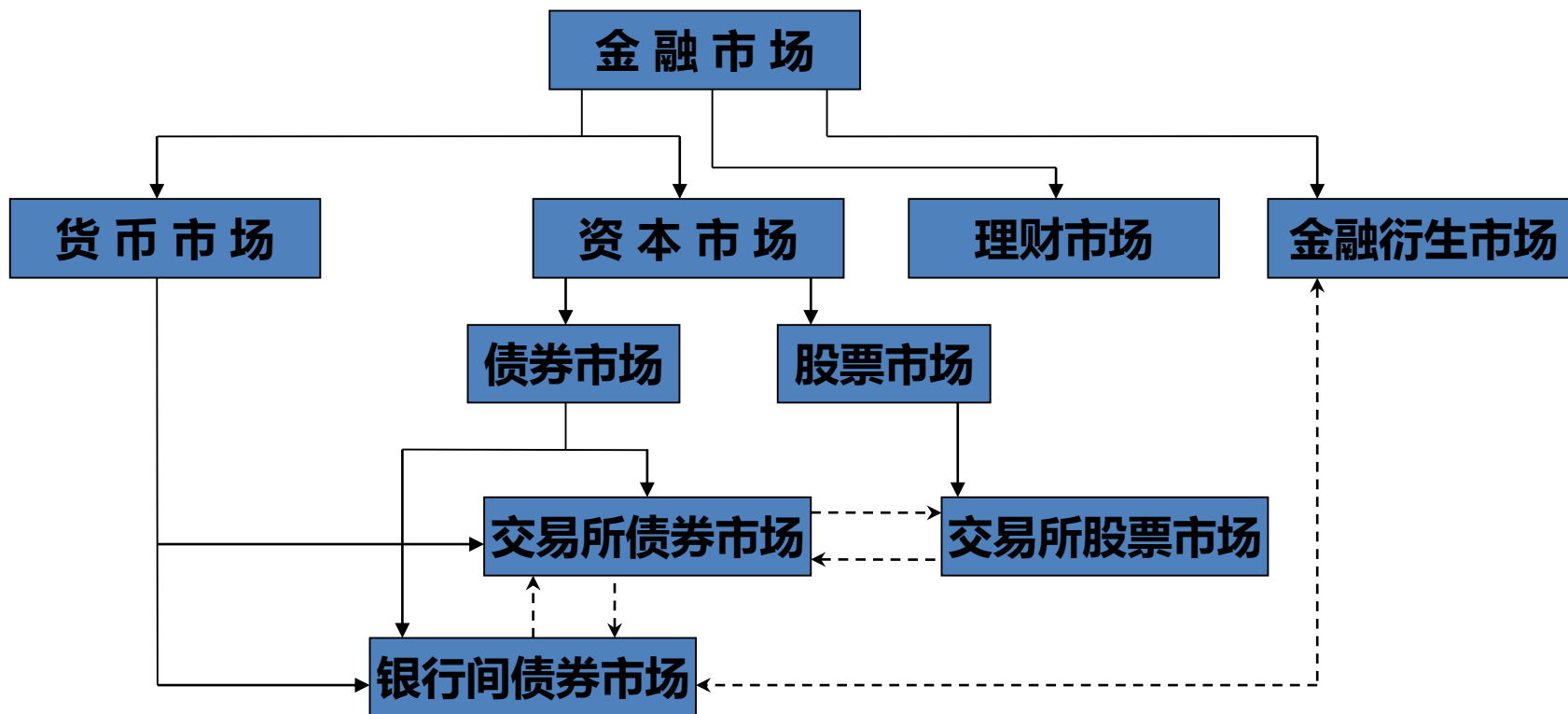
ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



# 我国债券市场主要问题：市场

## 中国债券市场与其他金融市场关系结构图



- 国内当前的大固定收益市场范畴的构成主要是银行间债券市场、交易所债券市场、金融衍生产品市场以及飞速发展的理财产品市场，但市场发展不协调和监管标准不统一，没有大的债券市场发展战略



中国基金业协会  
AMAC

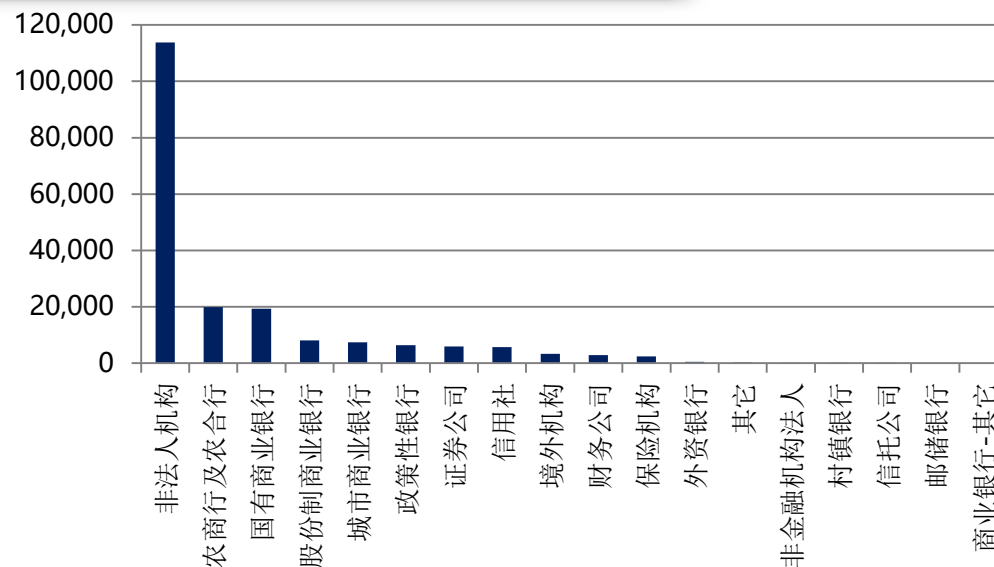
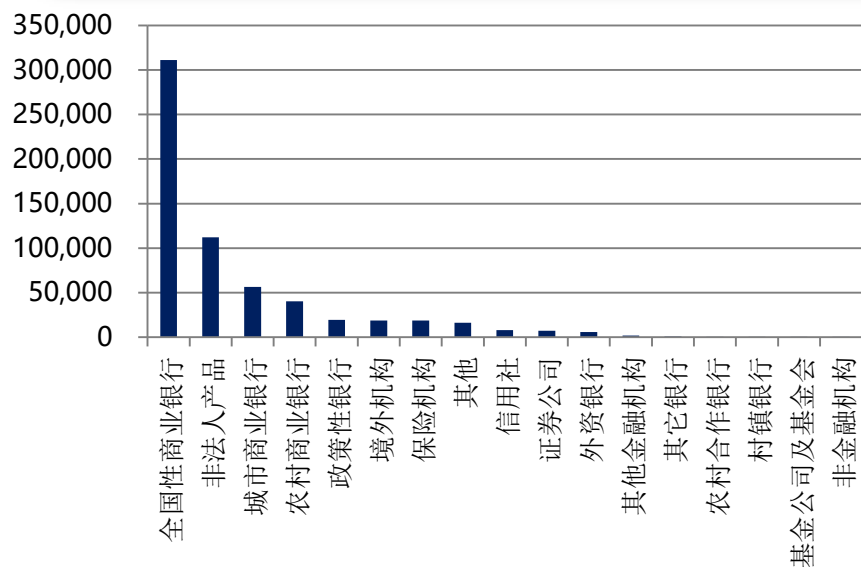
ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



# 我国债券市场主要问题：投资者

## 2020年末债券主要机构投资者（亿）



注：数据wind数据库

- 商业银行主要投资国债、地方债等利率债产品，信用债主要由资管产品（理财、债券基金、货币基金、信托计划、券商资管产品）购买。
- 理财市场以及债券基金、货币基金等的持有人实质上是债券市场的零售市场，这部分投资者的需求与风险偏好没有良好地传递到机构市场
- 债券市场整体流动性较差，超过80%债券没有交易价格，需要引入三方估值。



总结:

- 1.国内债券监管机构包括：央行、发改委、银保监会等；
- 2.国内债券的发行和流通市场：银行间交易商协会+交易所
- 3.国内债券面临一些问题：监管、品种、地域分布、投资者等方面。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



# [ 3 ] 债券一级市场 发行机制 Part Three



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 债券一级市场的主要职能

债券一级市场，又称债券发行市场，是发行人初次出售新债券的市场，其作用是通过新发债券，为政府、金融机构以及公司企业等筹集资金，也是向投资者销售/分销债券的过程

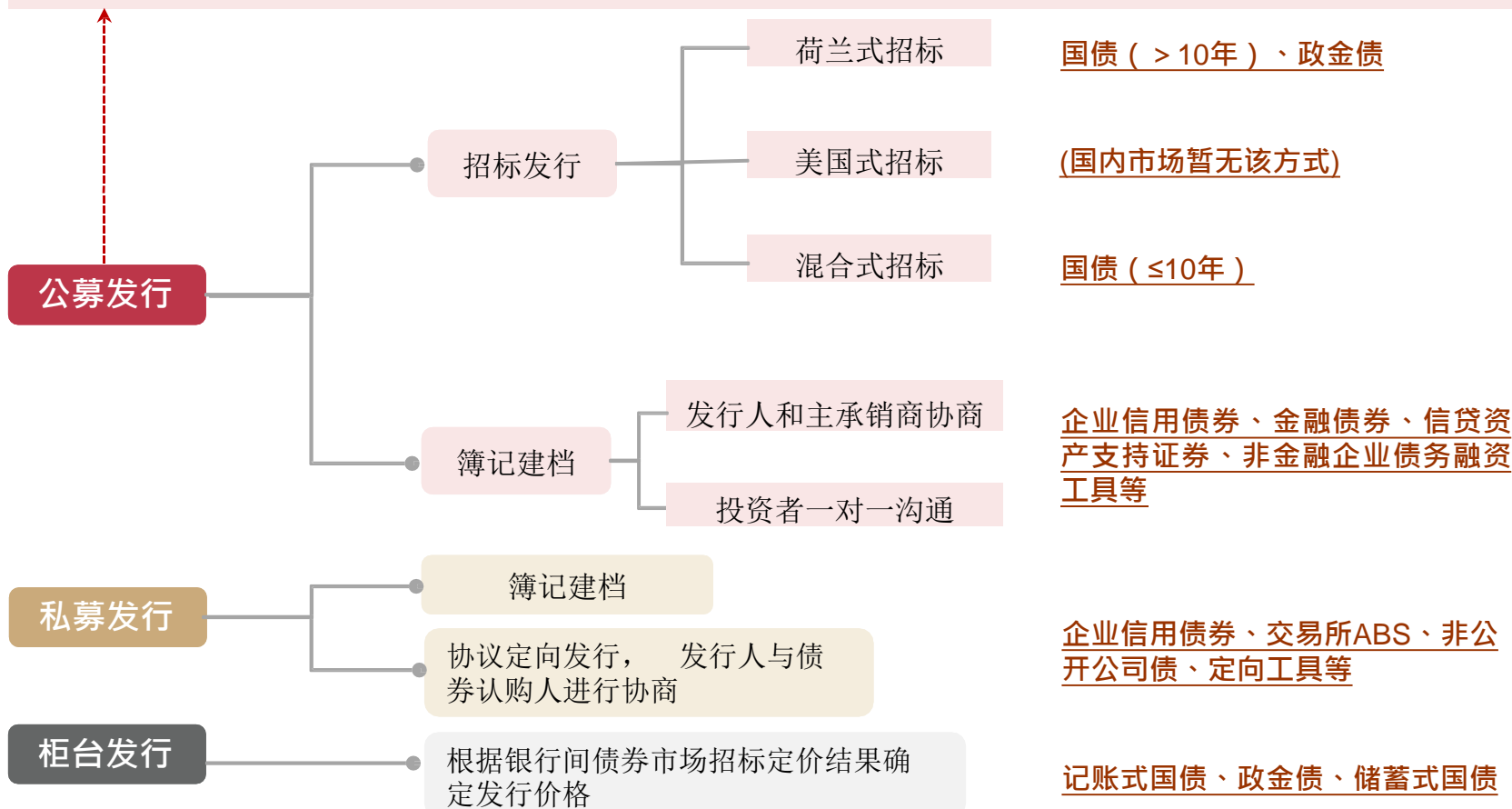


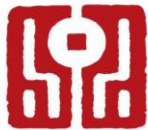
## 债券发行基本概念：发行方式

债券发行方式大致可以分为公募发行、私募发行、柜台发行。

利率债的一级发行机制与信用债有所不同，国债和政金债一级发行主要靠主承销商来进行承分销。目前财政部每三年更新一次承销团成员，政策性银行每年公布承销团成员。

在每期债券发行时，只有承销团成员才有资格进行投标。其他金融机构只能从承销团成员分销买入。





中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 债券发行基本概念：发行方式（续）

### 包销

债券包销（Firm Commitment）分为全额包销和余额包销。全额包销是由承销商向发行人支付全部债券的款项，承购发行人所发行的全部债券，然后再按市场价格向社会公众发售的承销方式。余额包销是承销期结束时，将售后剩余债券全部自行购入的承销方式

### 代销

代销（Best Efforts）是指承销商按照承销协议的约定，全力帮助发行人发行和销售债券，承销商不进行包销，由发行人自己承担发行失败的风险

### 基础发行+超额增发

超额增发是指在债券基础发行额的基础上打破规模限制，适当扩大募集规模

### 基础发行+追加发行

一般多用于企业债，在追加发行机制下，当期计划发行规模包括基础发行额与当期追加发行额两部分，其中基础发行额占核准额度的比例不得低于30%，或基础发行额不低于5亿元。当期追加发行额原则上不得超过基础发行额

### 续发

续发指的是在同样的债券编码，债券下包含同样的项目的情况下再次发行债券，与之前该编码下发行的债券实质上为一只债券，债券的利率及计息时间等信息会在官方通知中直接说明，不必等到发行

### 回拨

品种回拨：指在不同品种之间预先设定好发行数量，然后根据认购结果，按照预先公布的规则在两品种之间适当调整发行数量

发行方式回拨：指在同一次发行中采取网下配售和上网发行时，先初始设定不同发行方式下的发行数量，然后根据认购结果，按照预先公布的规则在两者之间适当调整发行数量



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 债券一级市场定价

### 影响债券定价的因素

#### 基准利率走势

无风险债券收益率是债券市场的主要基准利率，也是其他信用债券的定价基准。国债和政策性金融债都为无风险债券，但其税收地位不同。投资者投资国债可以免税，但投资政策性金融债需缴纳所得税（基金除外），因此政策性金融债的收益率高于国债，二者之间的利差体现为政策性金融债的税收劣势。

#### 信用风险补偿

信用风险是指借款人因各种原因未能及时、足额偿还债务而违约的可能性。发生违约时，投资人将因为未能得到预期的收益而承担财务上的损失。考虑到信用债的信用风险，发行人需要支付高于基准利率的溢价。

#### 流动性风险补偿

流动性风险是指因市场成交量不足或缺乏愿意交易的对手，导致未能在理想的时点完成买卖的风险。考虑到信用债的流动性风险，发行人需要支付高于基准利率的溢价。

#### 其他因素

风险权重  
创新溢价  
投资者范围限制

#### 融资功能

债券定价同时也需考虑债券的融资功能。

利率风险补偿

+

税收差异

+

信用风险补偿

+

流动性风险补偿

+

其他因素

国债收益率



政策性金融债、央票收益率



**风险补偿调整：**根据发行人所处行业、个体经营风险，对风险补偿进行调整。

信用债收益率



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



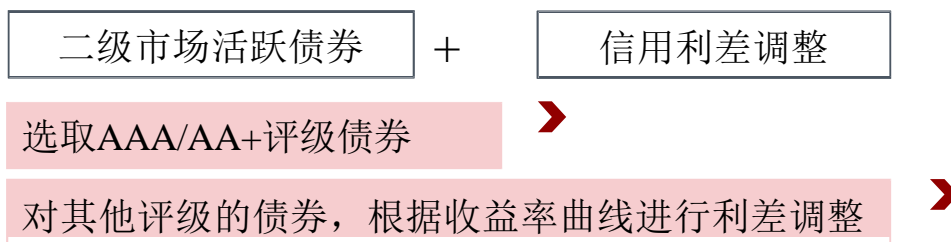
## 债券定价逻辑

### 债券定价原理

**1 可比债券与基准利率的相对利差法（历史法）** 参考近期发行的可比产品或其它市场的类似产品的发行利率进行定价。

发行日期	债券简称	债券类型	发行人	发行规模(亿)	期限(年)	票面利率(%)	主体评级	债券评级	基准利率(%)	利差(bp)
2021-04-22	21中信银行永续债	银行永续资本债	中信银行股份有限公司	400	5+N	4.20	AAA	AAA	3.28	92
2021-04-19	21民生银行永续债01	银行永续资本债	中国民生银行股份有限公司	300	5+N	4.30	AAA	AAA	3.3	100
2021-03-19	21邮储银行永续债01	银行永续资本债	中国邮政储蓄银行股份有限公司	300	5+N	4.42	AAA	AAA	3.4	102

### 2 信用利差法



### 3 存续债成交收益率/估值法

参考发行人存续期内的历史发行利差和利率水平，以及当前估值和近期二级交易水平进行定价。



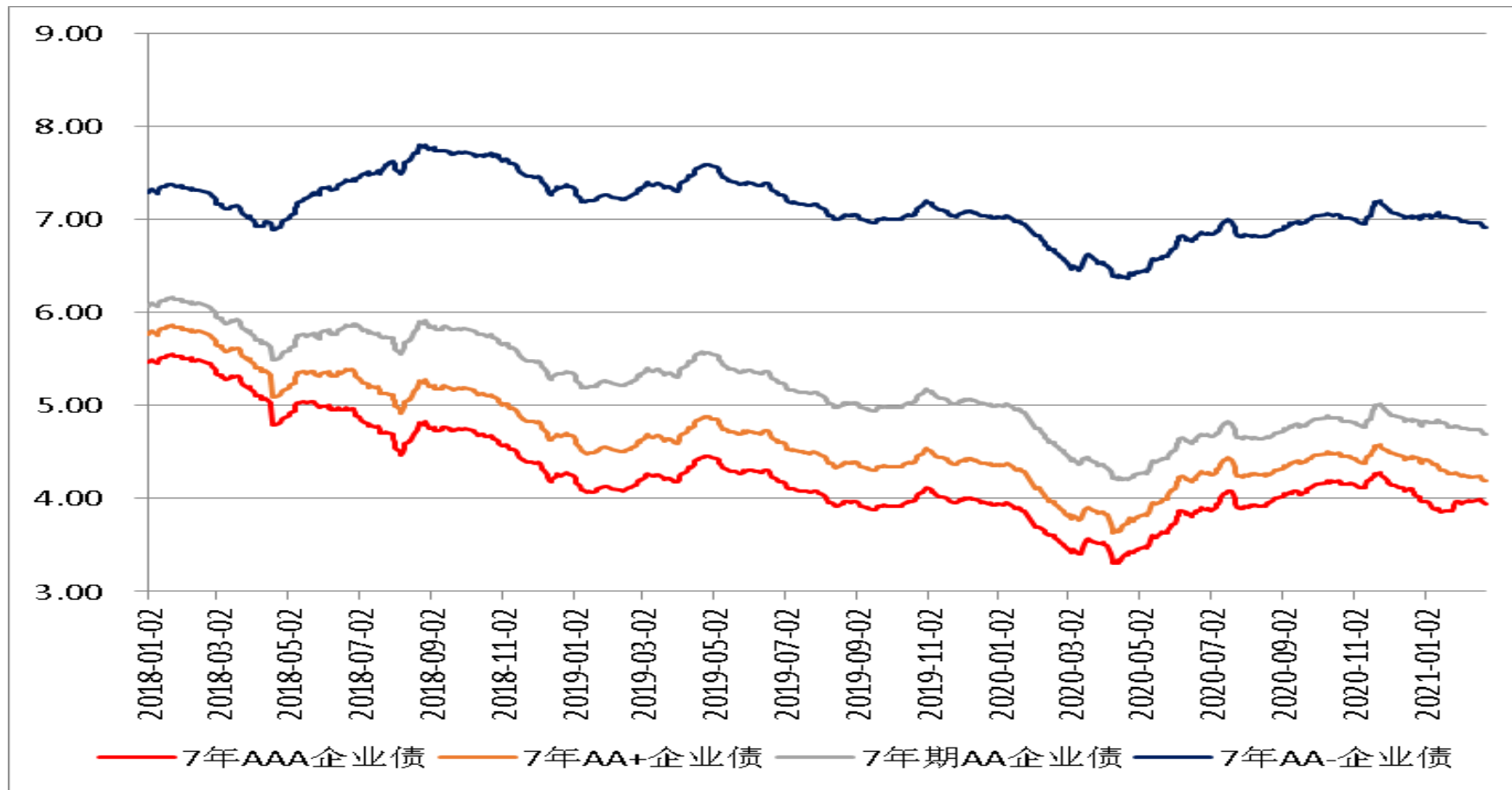
中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地

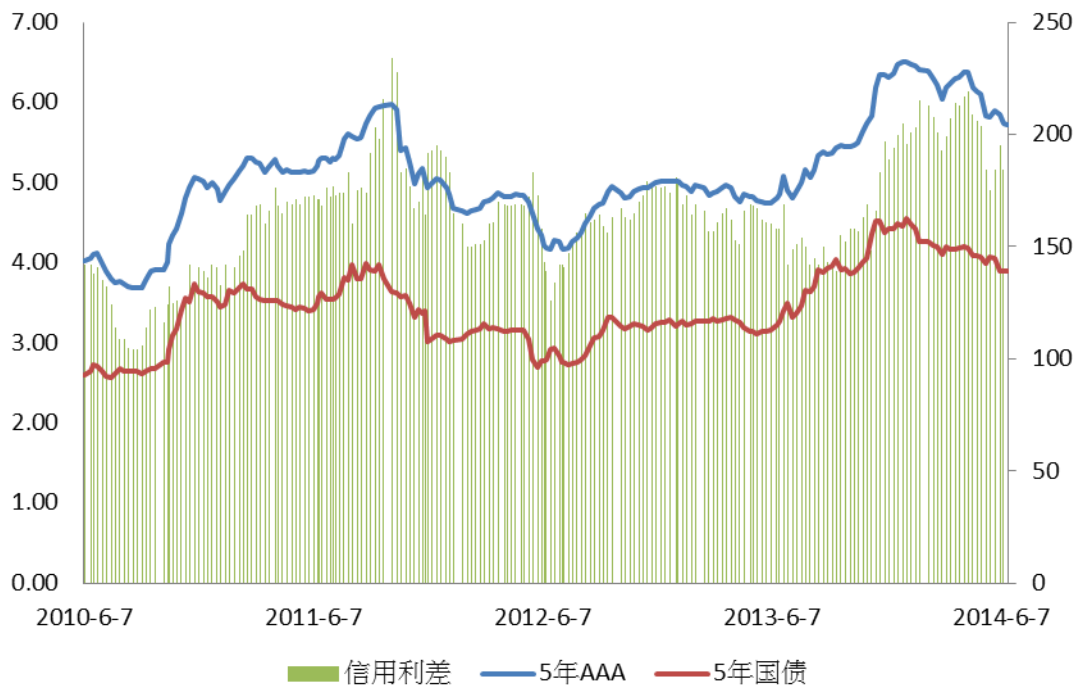


## 融资成本分析：不同评级企业债收益率曲线

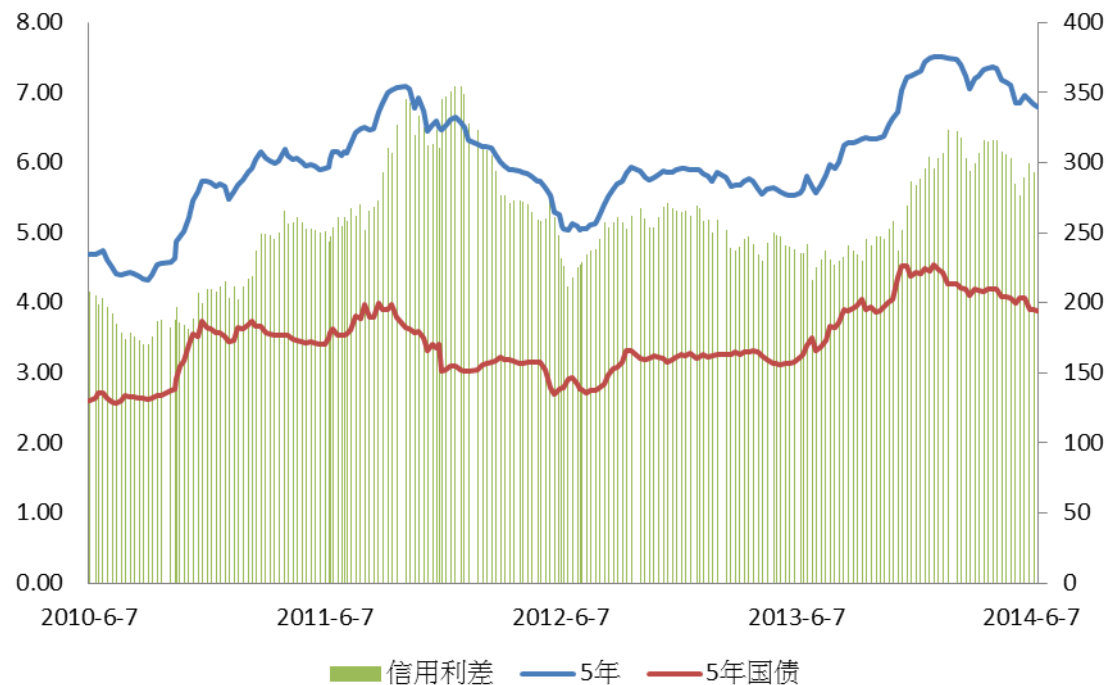


2021年2月23日，AAA级企业债收益率4%，AA-企业债到期收益率7%，较前者高出3个百分点。

# 融资成本分析:信用利差比较

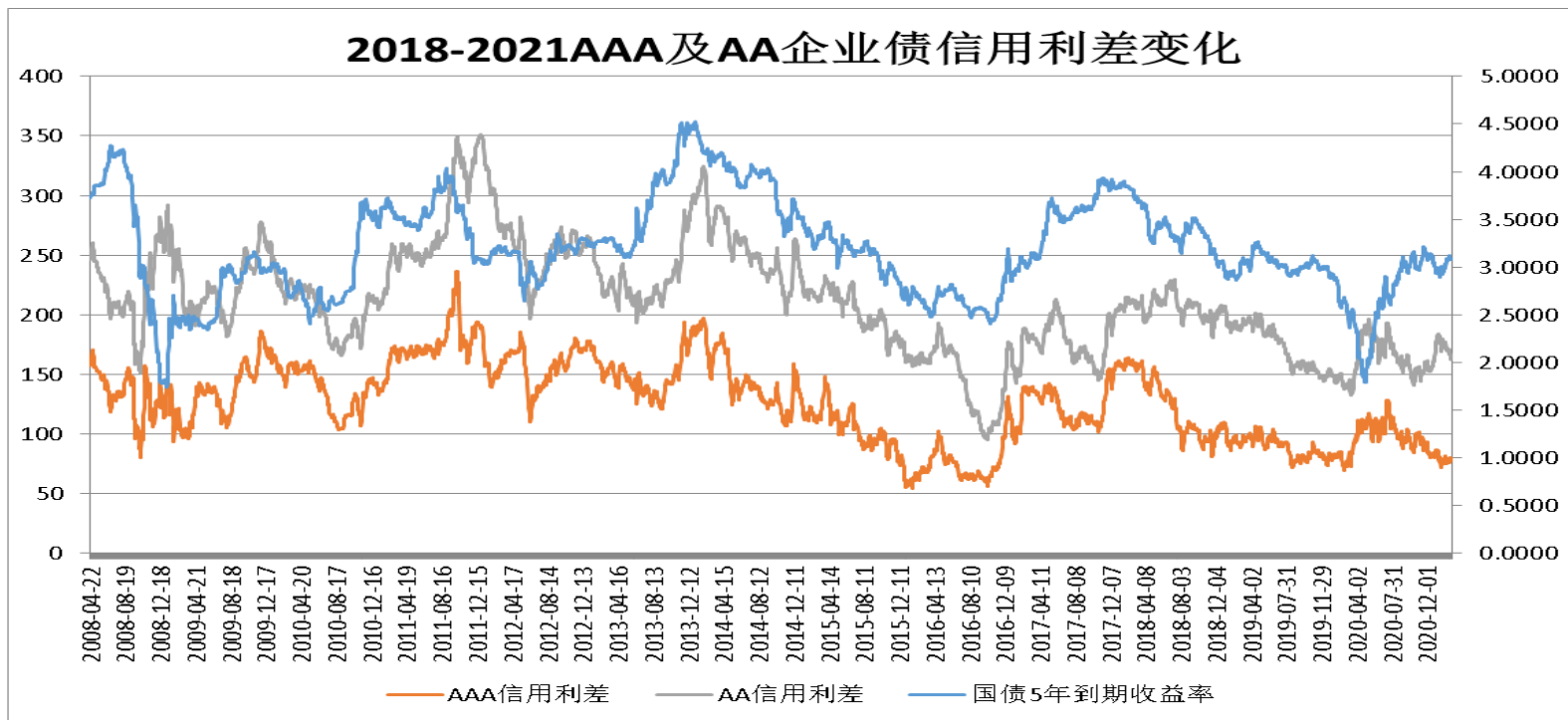


AAA公司债



AA公司债

## 信用利差变化特征



**货币政策相关：**货币宽松，信用利差下降，货币收紧，信用利差上升。反之，信用利差可以对货币政策松紧情况。2015年1月2016年末，信用利差不断下降，2016年9月至今，信用利差开始上升。

**与违约事件发生相关：**但因16年1-4月份债券违约影响，信用利差4月末回升至区间内高点，AAA债触及100BP,AA触及200BP。

高信用企业信用利差低。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



总结：

1. 债券一级市场发行过程中的职能；
2. 债券一级市场发行的方式：招投标、簿记建档、协议约定、包销和代销等。
3. 债券一级市场的定价：无风险利率+风险溢价的方式。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



# [4]

## 债券二级市场 交易机制

Part Four





中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 债券的估值

- 债券定价：发行企业（借债）， $t=0$ 是给投资者一张债券（欠条），规定了借多少（本金），和还款条件（票面利率）。请问：投资者愿意出多少钱（债券价格 $P$ ）来买这张债券。

$$P*(1+r)=100*(1+R)=105 \quad P=$$

企业：储户存钱100元到银行，利率 $R=5\%$

$t=0$

$t=1$

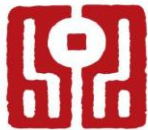
$r=R=5\%$ , 100 (平价)

$r=10\% > R=5\%$ , 92 (折价)

$r=0 < R=5\%$ , 105 (溢价)

$r < 0 < R=5\%$ ,  $P > 105$

- $100*(1+R)=105$  ( $t=0$ 时刻100元的FV)
- $PV$  ( $t=1$ 时刻105元的现值)



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 债券估值的基本原理

某支债券的息票率是9%，每年支付一次利息，在3年后按面值\$100赎回。如果投资者需要获得11%的收益率，该债券的价值是多少？

现金流量	\$	贴现系数	现值
T1	9	$\div 1.11$	8.10
T2	9	$\div 1.11^2$	7.30
T3	109	$\div 1.11^3$	79.70

在计算器上：N = 3, I/Y = 11, PMT = 9, FV = 100, cpt PV 95.10

3个步骤：（1）对现金流量进行估计，（2）确定利率，（3）贴现！



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 债券估值的基本原理

某支债券的息票率是9%，每年支付一次利息，在3年后按面值\$100赎回。如果投资者需要获得11%的收益率，该债券的价值是多少？

现金流量	\$	贴现系数	现值
T1	9	$\div 1.11$	8.10
T2	9	$\div 1.11^2$	7.30
T3	109	$\div 1.11^3$	79.70
			95.10

=NPV(11%, F72:F74)			
D	E	F	G
N=3	I/Y=11%	PMT=9	FV=100
		9	
95.11		9	
		109	



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



如果投资者需要获得7%的收益率

在计算器上:  $N = 3, I/Y = 7, PMT = 9, FV = 100$  105.24

如果投资者需要获得8%的收益率

在计算器上:  $N = 3, I/Y = 8, PMT = 9, FV = 100$  102.57

如果投资者需要获得9%的收益率

在计算器上:  $N = 3, I/Y = 9, PMT = 9, FV = 100$  100

如果投资者需要获得10%的收益率

在计算器上:  $N = 3, I/Y = 10, PMT = 9, FV = 100$  97.52

如果投资者需要获得11%的收益率

在计算器上:  $N = 3, I/Y = 11, PMT = 9, FV = 100$  95.10



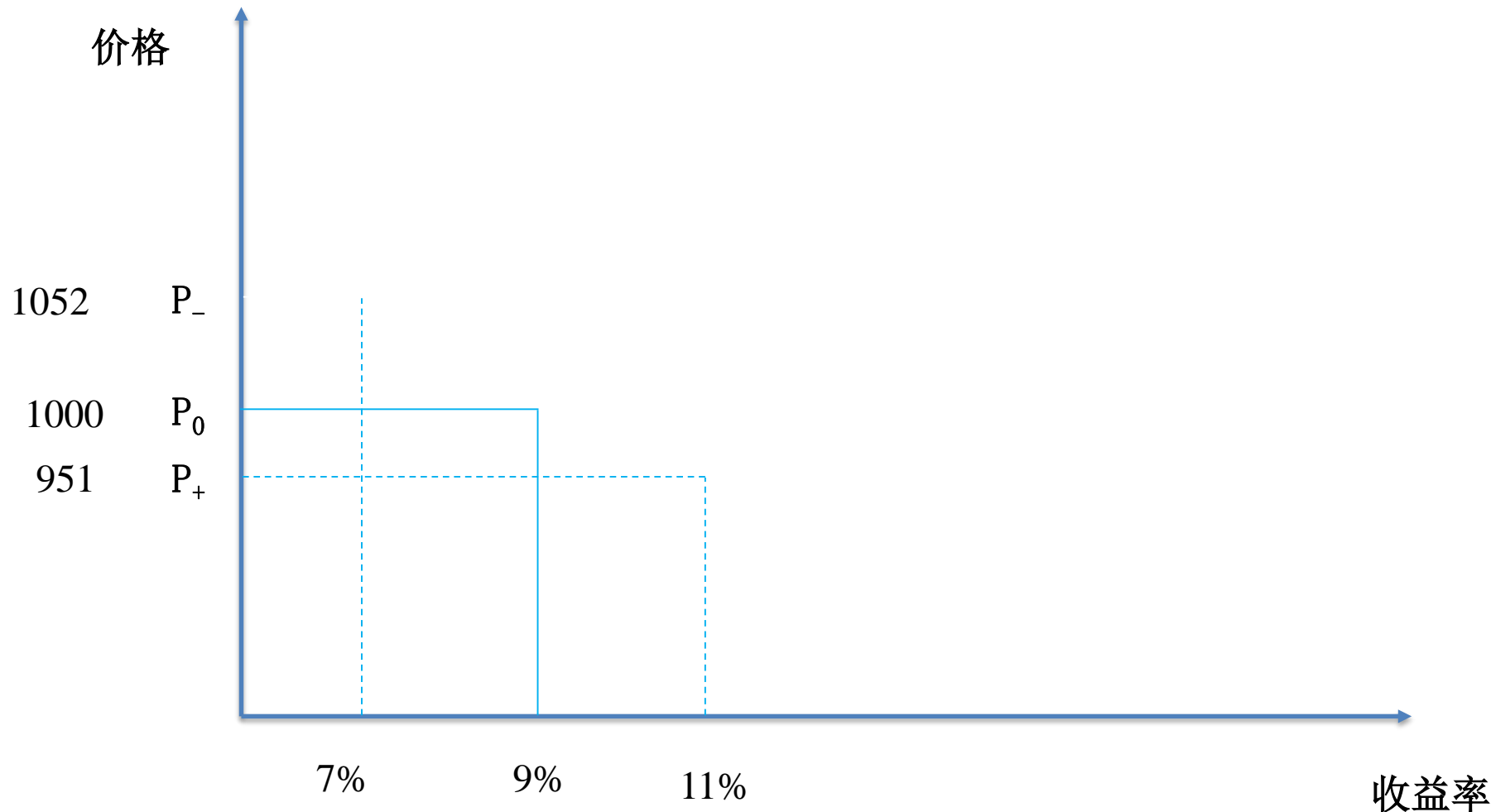
中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



# 债券估值的基本原理





中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 债券投资风险

1. 利率风险

2. 收益率曲线风险

3. 赎回和提前还款风险

4. 再投资风险

5. 信用风险

6. 流动性风险

7. 汇率风险

8. 通货膨胀风险

9. 波动率风险

10. 事件风险



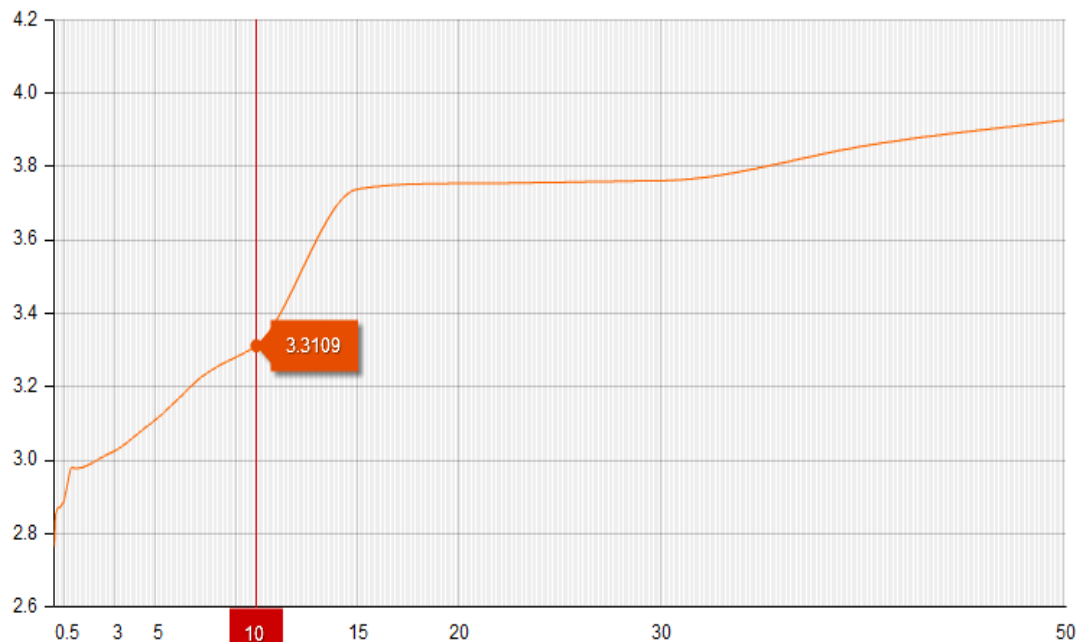
中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地

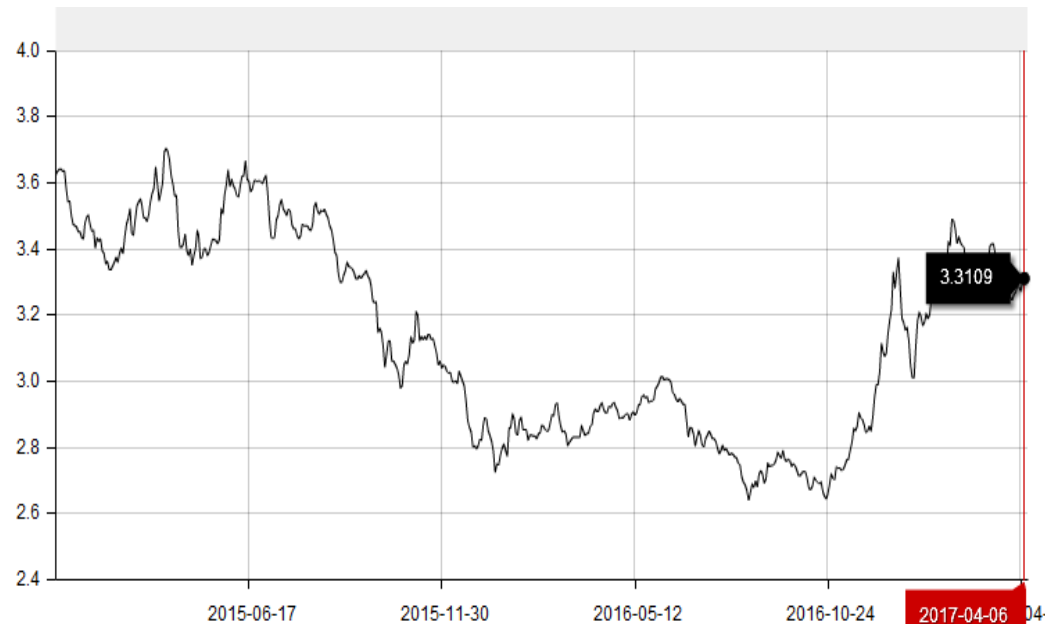


## 国债收益率曲线



颜色	曲线名称	待偿期(年)	收益率
■	中债国债收益率曲线(到期)	10.0	3.3109

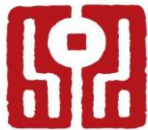
2017年4月6日各期限国债收益率的数值曲线。



颜色	曲线名称	日期	收益率
■	中债国债收益率曲线(到期)	2017-04-06	3.3109

2015年以来，10年期国债收益率从3.63%下降至2016年8月15日的2.64%，2017年4月6日上升至3.31%。

注：图来自中债信息网



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地

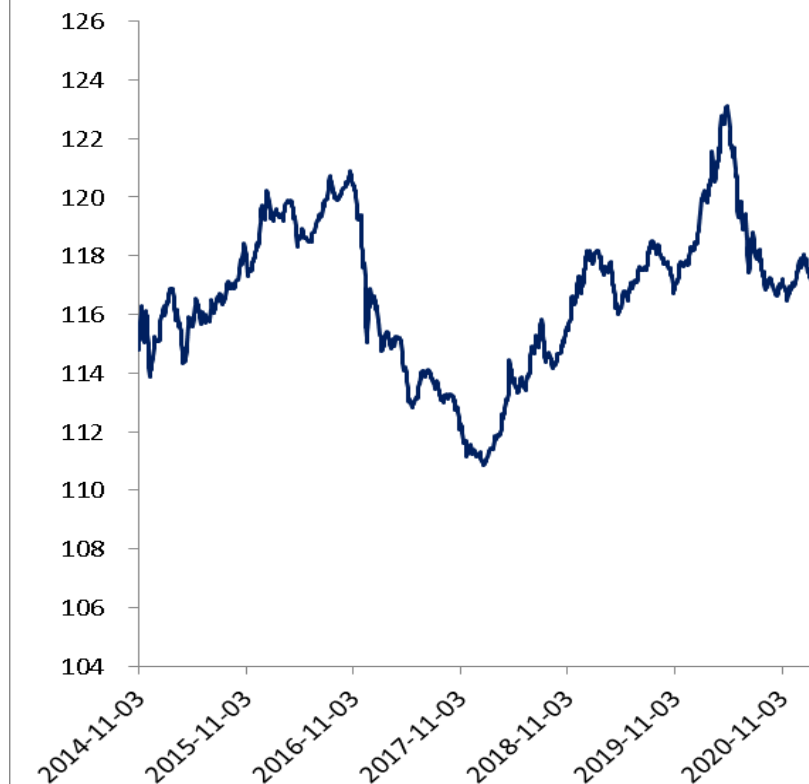


## 当前债券市场风险：央行公开操作（逆回购）、降准等货币政策。

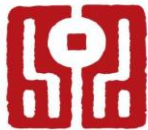
➤ **流动性风险：**宽松的货币（2014年11月至今6次降息，1年期贷款基准由5.6%将至4.35%）、股市暴跌下使得债市资金相对充裕，债券投资受机构青睐。2016年年底，受制于人民币贬值和房地产调控等因素，货币政策收紧，央行逆回购期限拉长，使得资金投放的成本上升，且受季节性因素（年末商行决算）影响，卖债变现需求增强，债券市场价格指数大跌，国债期货一度跌停。2017年初，央行提高逆回购利率，货币收紧，2017年全年，债券市场进入熊市。2018-2019年，债券价格指数上涨，债券新一轮牛市，波幅增大，整体经济形势走弱下避险需求，夹杂对央行货币政策预期的判断。2018年超过100BP。

➤ 2020年1-4月对冲疫情货币宽松，2020年5月后，货币回调，债券市场出现低迷趋势。10月，河南永煤违约，影响企业发债，11月，货币宽松。

中债201501-202101净价指数



债券净价指数：11月1日开始下跌，至12月21日最低点，跌幅3.78%。2017年继续下跌。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 当前债券市场风险

- **杠杆风险：**降息预期下，机构通过回购拆借资金，增加债市杠杆，债券价格不断被推高，出现牛市行情
- **场外杠杆：**2016年12月15日，国海证券债券代持，165亿元，证监会副主席协调，22家券商、城商行参会（萝卜章），被代持的债券亏损估计5个点，约8-9亿元。
- **外部风险：**1、股市：股市行情的好转引发债市资金流向股市（短期股市冲高的概率不大），产生股债跷跷板效应；2、美联储加息和美元升值预期下（央行干预短期内不会实现大贬值），全球范围来看，对人民币资产的抛售，但外国机构持有债券的比重较小，不足2%。近期的资本外逃，我国美元外储由4万亿将至3.14万亿美元。因此，债市系统性风险较小可控。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



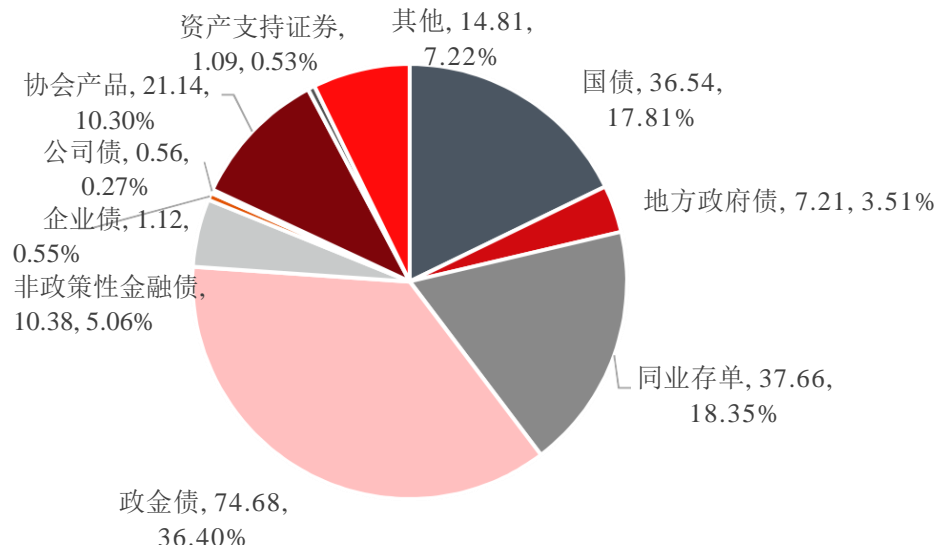
## 债券二级市场交易情况示例

目前中国债券市场形成以银行间市场为主、交易所市场为辅，柜台市场为补充的市场格局。

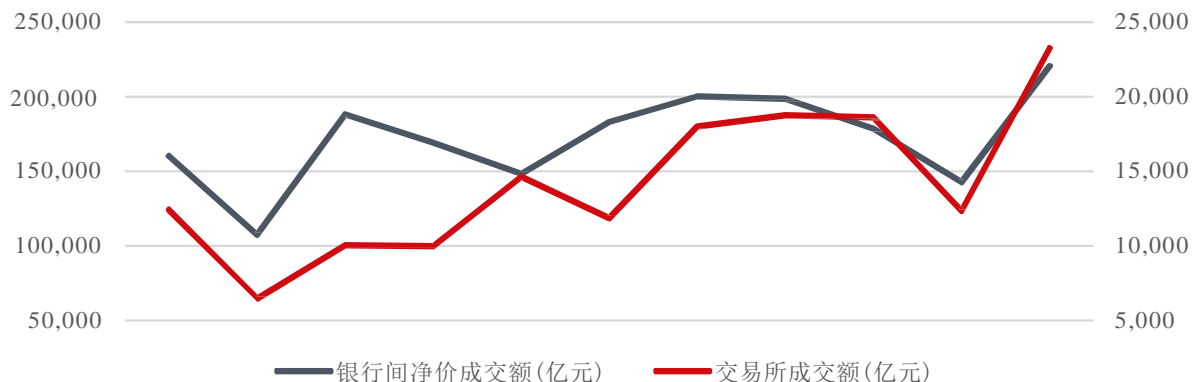
2021年1-11月，在不同市场的债券交易中，银行间市场净价成交额 1,895,422.76 亿元，占比 92.38%，交易所市场成交额 156,386.84 亿元，占比 7.62%。

2021年1-11月，从银行间和交易所债券成交类型看，政策性银行债成交金额合计 745,997.35 亿元，占比 36.40%，占比最大；同业存单成交额达 376,571.49 亿元，占比 18.35%；国债成交金额合计 361,081.57 亿元，占比 17.81%。

2021年1-11月债券成交统计（按债券类型、万亿元）



2021年1-11月二级市场债券成交额（按市场）





中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



总结：

1. 债券二级市场的定价机制；
2. 债券二级市场风险因素。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



# [ 5 ]

## 债券市场的创新 与发展

Part Five



中国基金业协会  
AMAC

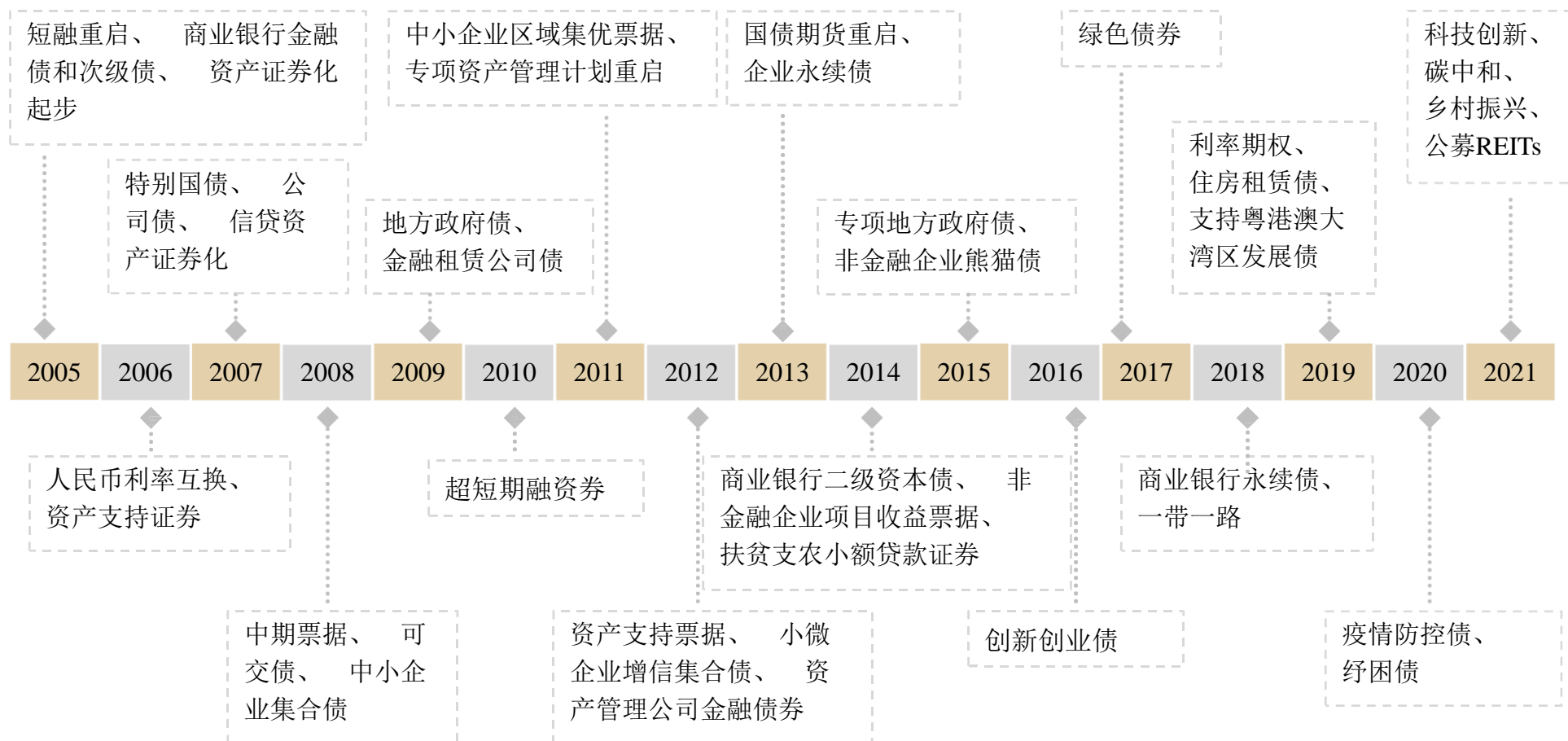
ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 债券市场创新

近年来债券市场品种创新不断，我国固定收益领域迎来了一轮高速发展。随着投资工具的多元化，产品设计、债券交易的业务机会也更多。





中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

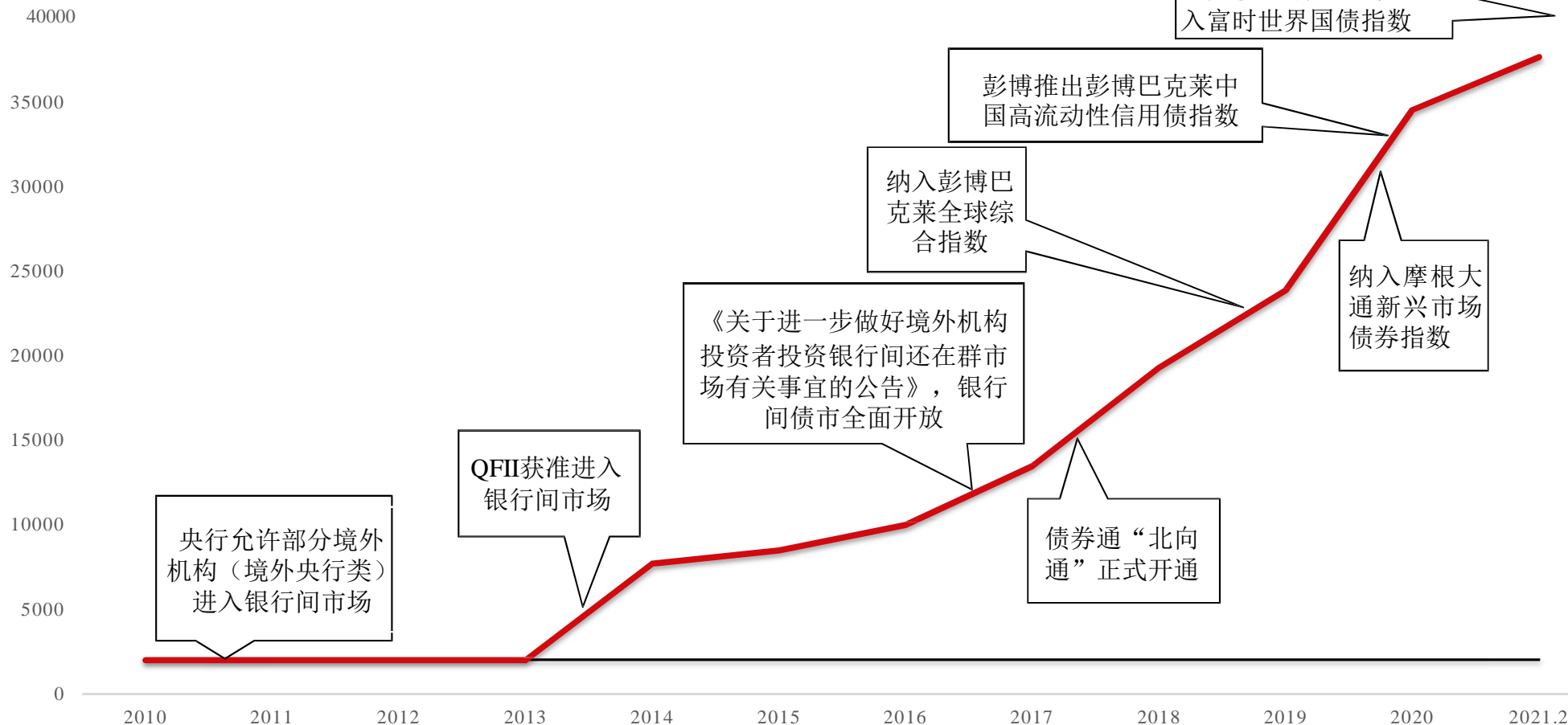
投资者教育基地



# 债券市场的对外开放

## 境外机构债券托管余额变化与中国债市对外开放进程

境外机构债券托管余额 (亿元)



资料来源: wind (因中债登数据只披露至2021年2月, 因此该数据截至2021年2月)



中国基金业协会  
AMAC

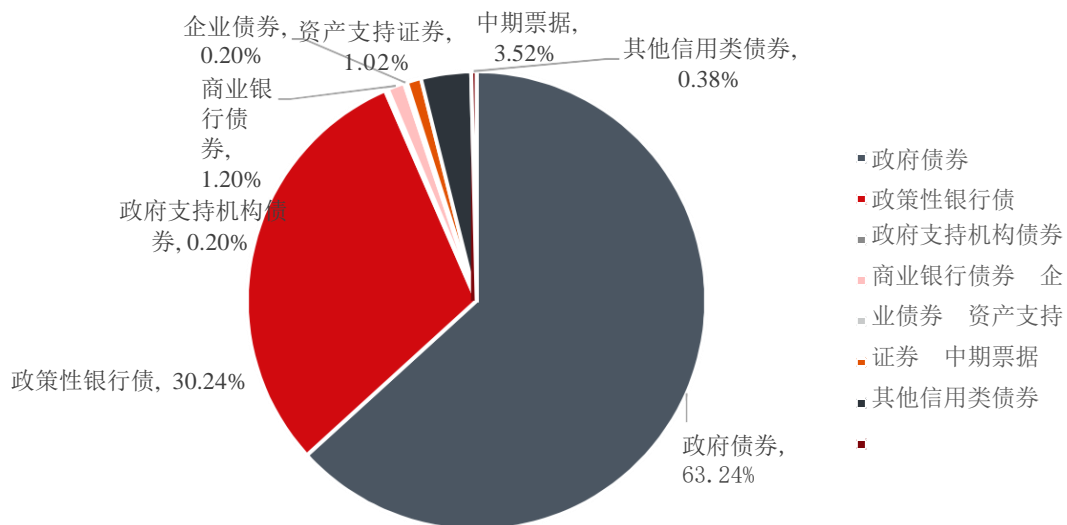
ICBC 工银瑞信

投资者教育基地

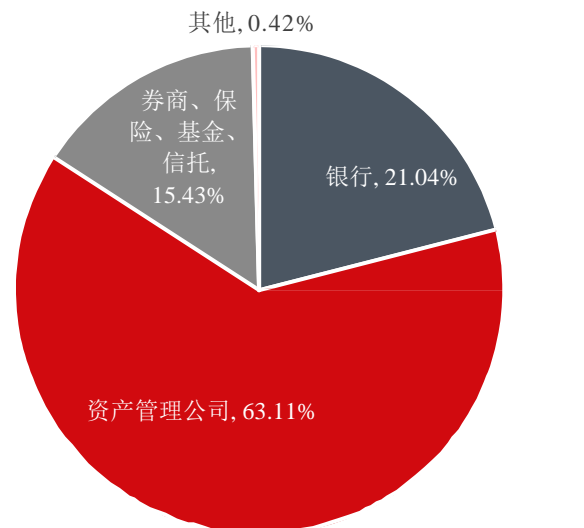


## 债券市场的对外开放-境外机构参与情况

境外机构持有境内债券类别占比情况



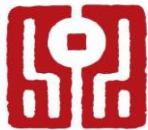
通过债券通参与银行间市场的境外机构类型分布情况



截至2021年2月底，境外机构合计持有中国境内债券32,635.60亿元。其中境外机构持有政府债券20,637.46亿元，占比63.24%，持有政策性银行债9,869.73亿，占比30.24%，持有中期票据合计1,148.94亿，占比3.52%，持有其他信用类债券123.92亿，占比0.38%。

据中国外汇交易中心发布的数据，截至2021年10月底，以法人为统计口径，499家境外机构投资者通过结算代理模式入市，较年初新增31家；713家境外机构投资者通过债券通模式入市，较年初新增87家

境外机构连续35个月增持中国债市。根据中央结算公司2021年10月债券市场分析报告，10月末境外机构在中央结算公司的托管量为3.52万亿元，同比增长31.09%，环比增持226亿元。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

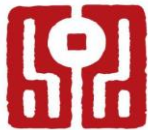
投资者教育基地



## 债券市场的对外开放-南向通&北向通

	南向通	北向通
服务目标	<ul style="list-style-type: none"> <li>为内地机构投资者提供投资香港债券市场的渠道</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>为境外投资者提供投资内地债券市场的渠道</li> </ul>
开通时间	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021年9月24日</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2017年7月3日</li> </ul>
可参与品种	<ul style="list-style-type: none"> <li>境外发行并在香港债券市场交易流通的所有券种</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>银行间债券市场交易流通的各类债券，包括利率债及信用债。</li> </ul>
交易货币	<ul style="list-style-type: none"> <li>债券发行条款中约定的币种</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>人民币</li> </ul>
交易时间	<ul style="list-style-type: none"> <li>上午9:00至12:00</li> <li>下午13:30至20:00</li> </ul>	
合格投资者	<ul style="list-style-type: none"> <li>内地一级交易商中银行类金融机构               <ul style="list-style-type: none"> <li>合格境内机构投资者 (QDII)</li> </ul> </li> <li>人民币合格境内机构投资者 (RQDII)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>境外央行或货币当局               <ul style="list-style-type: none"> <li>主权财富基金</li> <li>国际金融组织</li> </ul> </li> <li>合格境外机构投资者 (QFII)</li> <li>人民币合格境外机构投资者 (RQFII)               <ul style="list-style-type: none"> <li>境外金融机构</li> </ul> </li> </ul>
限额	<ul style="list-style-type: none"> <li>总额度5000亿元等值人民币</li> <li>每日额度200亿元等值人民币。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>总额度1500亿元人民币</li> <li>个人额度为100万元人民币。</li> </ul>

资料来源：债券通有限公司，中国人民银行



中国基金业协会  
AMAC

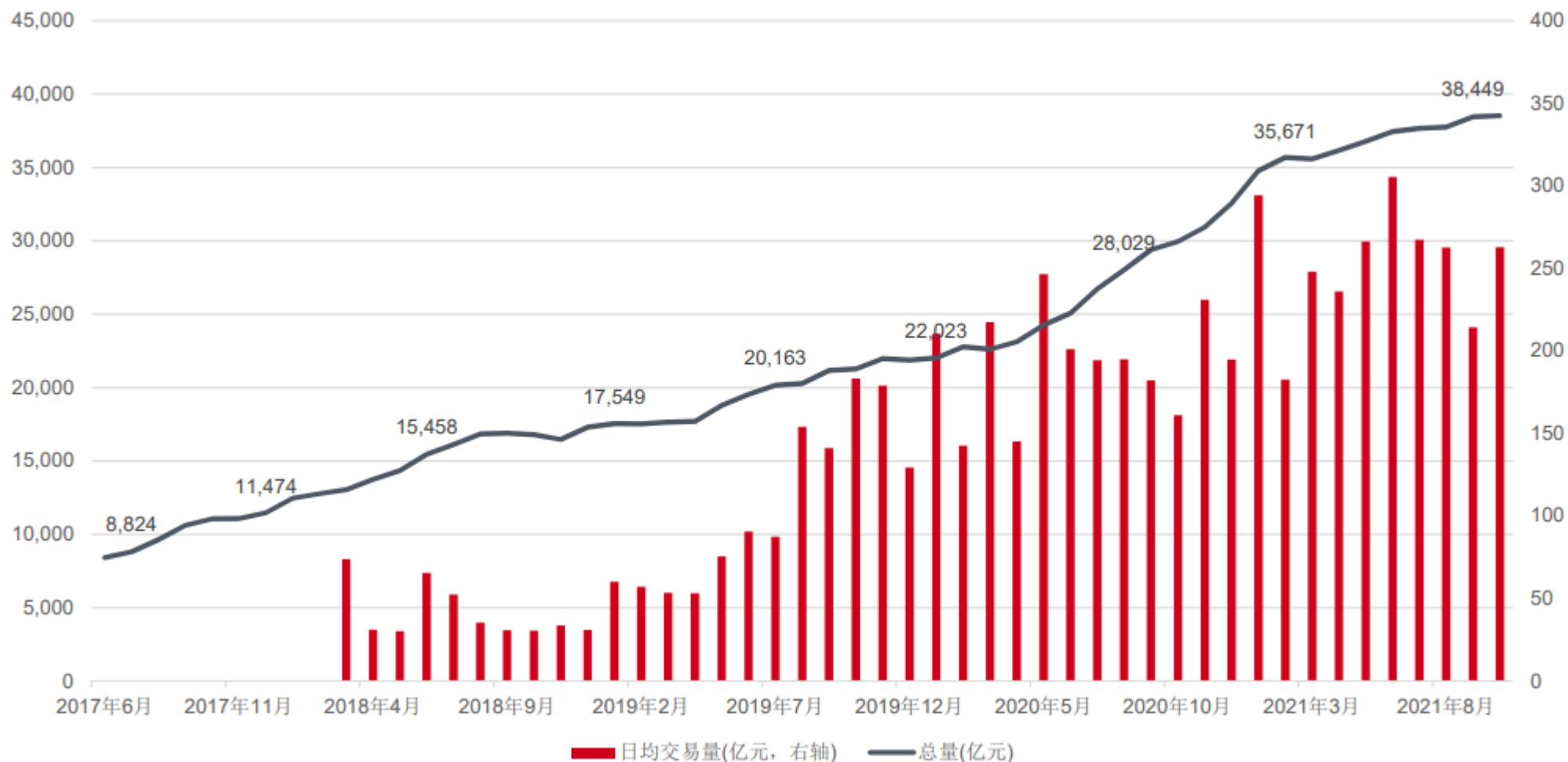
ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 债券市场的对外开放-南向通&北向通（续）

2017年6月-2020年10月北向通交易总量及日均交易量情况





中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 债券市场的对外开放-熊猫债

### 自2005年以来熊猫债券一级市场发行发展历程

2005年，国际开发金融机构—国际金融公司和亚洲开发银行首次获批在中国境内债券市场发行人民币计价的熊猫债券

2009和2010年，汇丰银行（中国）、东亚银行（中国）和东京三菱日联银行（中国）成为首批发行人民币债券的外资银行境内法人

2011年，亚洲非金融企业在华全资子公司金光纸业（中国）投资有限公司和正大（中国）投资有限公司成功在银行间市场发行中期票据

招商局集团（香港）有限公司于2015年10月23日获得中国银行间市场交易商协会30亿元短期融资券注册通知书，并于2015年10月30日完成首期发行，这是境外非金融企业在银行间债券市场公开发行的首只熊猫债券

2017年，匈牙利在中国银行间债券市场成功发行3年期人民币债券10亿元，此单债券成为首单通过“债券通”渠道面向境内外投资者完成簿记发行的外国主权政府人民币债券

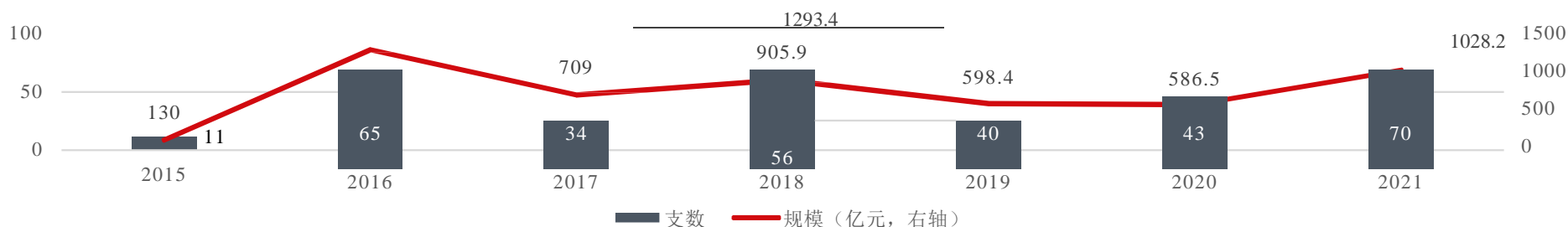
2018年9月以来，熊猫债券相关监管规定趋于完善，但人民币融资需求较大的境外低资质主体仍面临监管审批门槛

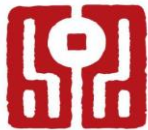
2019年，葡萄牙共和国在银行间市场的首只主权熊猫债完成发行，成为首个发行熊猫债券的欧元区国家，募集资金用途将包括支持“一带一路”相关倡议

2020年，熊猫债资金支持疫情防控，亚洲基础设施投资银行、新开发银行、恒安国际、小米集团和中国燃气等注册发行疫情防控专项债

2021年11月份，中国银行间市场交易商协会推出社会责任债券和可持续发展债券，针对境外发行人开展业务试点，创新熊猫债品种。

2015-2021年全口径熊猫债发行情况





中国基金业协会  
AMAC

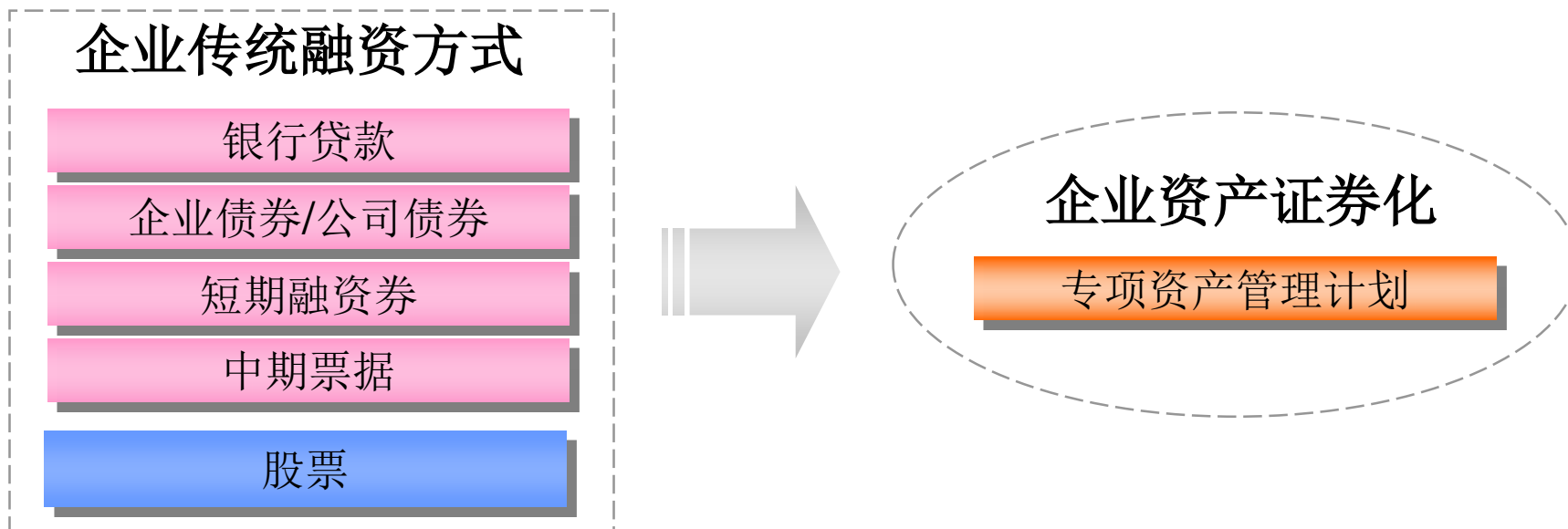
ICBC 工银瑞信

投资者教育基地

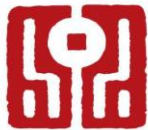


## 债券市场创新品种1：资产证券化业务

资产证券化是对企业传统融资方式的突破，依托企业资产产生的现金流而非自身信用来满足企业对资金的需求，帮助企业盘活存量资产，提高融资效率，并拓宽融资渠道



资产证券化促成企业融资方式的创新：自身信用向资产信用的转变



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 资产证券化基本原理

### 真实出售

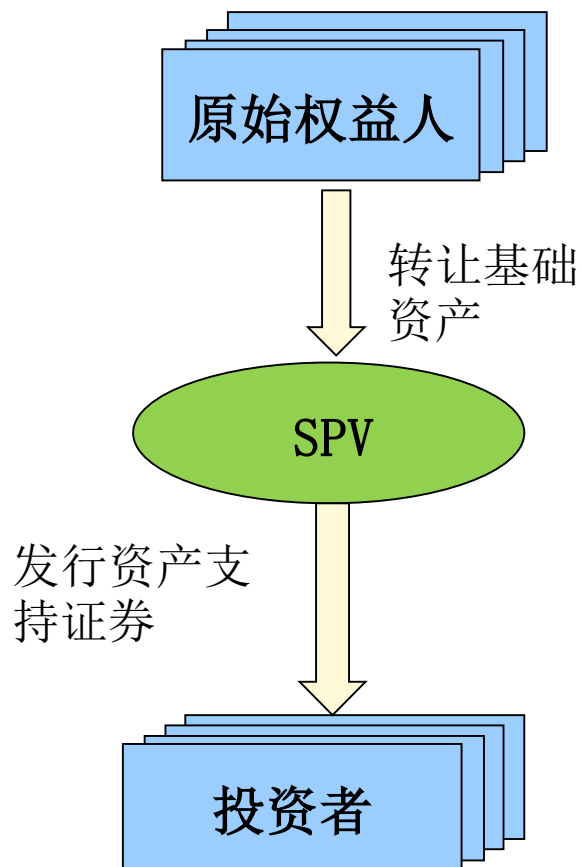
原始权益人将资产的风险和收益转移给投资者

### 破产隔离

通过法律及合同对SPV的权利义务进行约定，保证其不易破产，独立于发行人、管理人

### 信用增级

可通过各种信用增级方式（内部和外部），提升信用等级





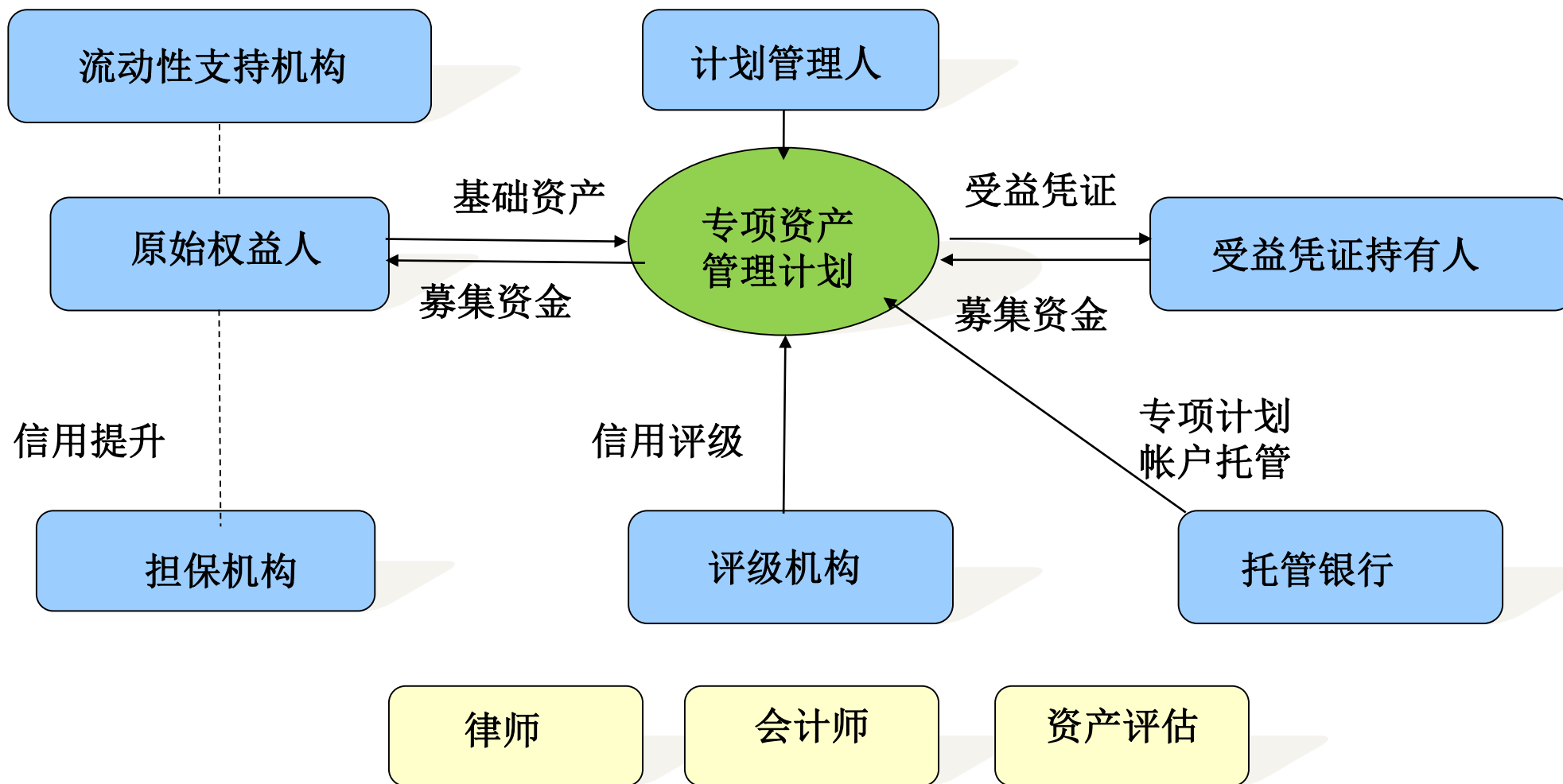
中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



# 资产证券化的交易结构





中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 业务环节中重点关注的问题

### ➤ 基础资产（底层资产多元化）

- ✓ 财产和财产权利在法律上能够准确、清晰地予以界定
- ✓ 权属明确，法律要件具备，能够合法、有效地转让
- ✓ 能产生独立、稳定、可评估预测的现金流
- ✓ 是否附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制

根据原始权益人的特点和融资需求，对基础资产进行准确表述

### 以收益权作为基础资产

- 收益权的来源符合法律、法规规定；
- 收益权应当独立、真实、稳定的现金流量历史记录
- 未来现金流量保持稳定或稳定增长
- 未来现金流量能够合理预测和评估
- 收益权的转让在法律上实现真实出售、最大限度实现破产隔离

### 以债权作为基础资产

- 相关的交易行为应当真实、合法；
- 预期收益金额能够基本确定
- 债权转让应当实现真实销售、破产隔离



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



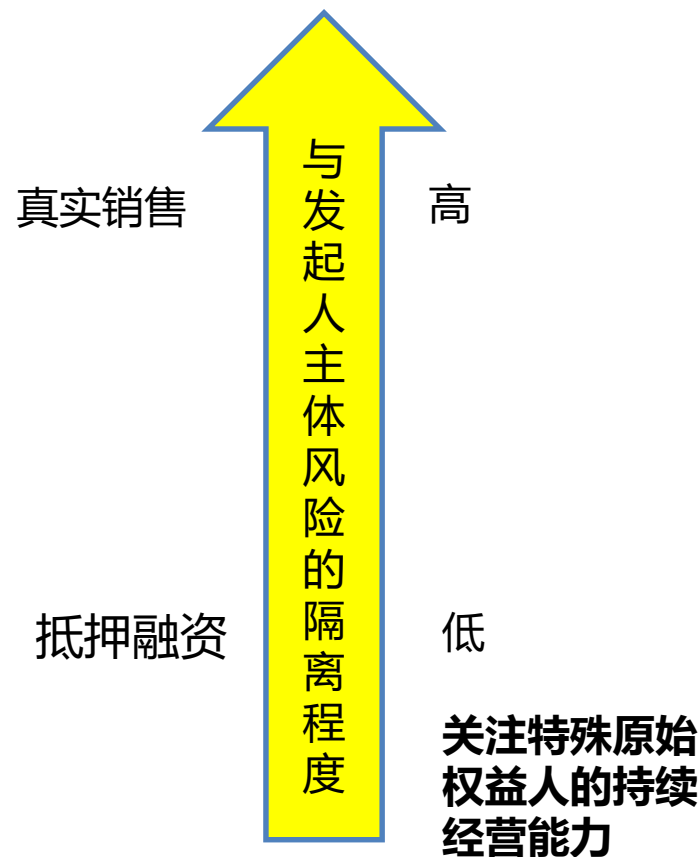
## 业务环节中重点关注的问题

### ➤ 基础资产的转让

- ✓ 资产权属是否相应转让给专项计划
- ✓ 在资产权属不转让给专项计划的情况下，作为基础资产的财产权利转让是否可办理变更登记手续，或通过其他公示及特定化手段使基础资产转让行为对抗第三人

### ➤ 真实出售和破产隔离

- ✓ 风险和收益的完全转移
- ✓ 原始权益人可附带部分权利或连带责任
- ✓ 原始权益人出现破产时，基础资产不被列入破产资产





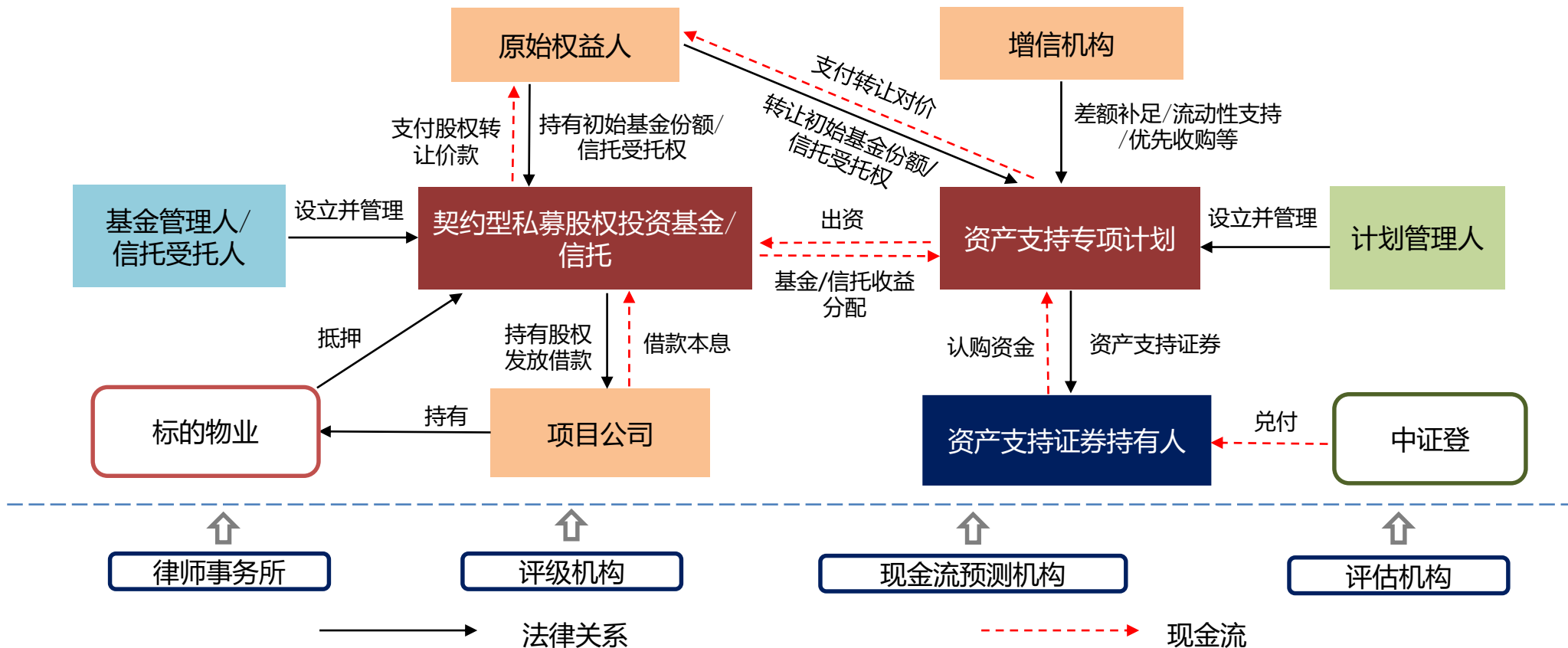
中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 债券市场创新品种2：类REITs与公募REITs





中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 公募REITs是不动产证券化，是基础设施“IPO”

REITs：1960年起源于美国，**核心功能是不动产证券化**，将规模大、流动性低的不动产转化为便于**公众投资者参与**的金融产品

### 国内路径

- 国内试点以基础设施为切入点
- 试点项目聚焦六大区域、七大行业
- 采用**公募基金+ABS交易结构**

### 基金特征

- 高分红、可上市交易的**封闭式公募基金**
- 80%以上资产投资于ABS[100%持有]
- 分红比例超过可分配的**90%**，每年至少1次

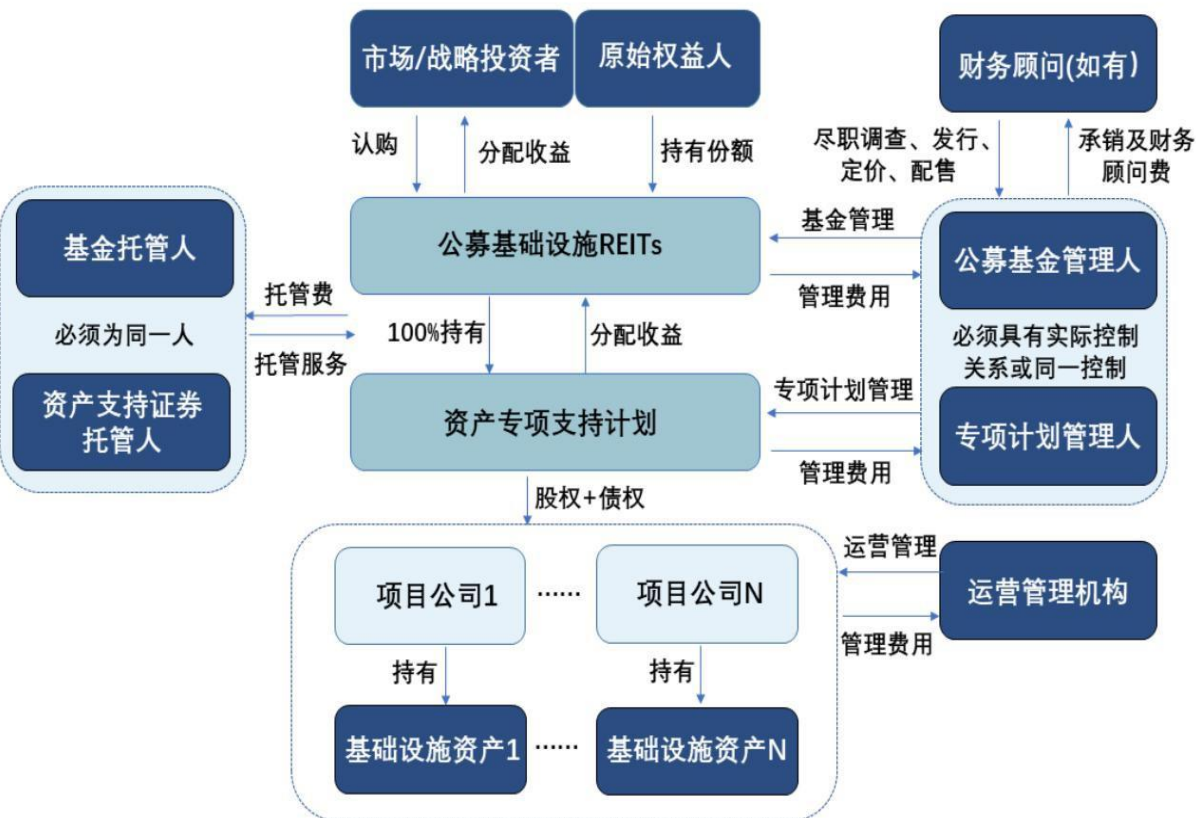
### 交易实质

- 基础资产项目的整体打包上市，相较于IPO更**清晰**
- 公募基金最终持有基础设施权益，兼具股性、债性，是独立于股票、债券的新一类金融资产

01

02

03





中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



# 债券市场创新产品3：可转换债券

## 什么是可转债？

可转换债券，即可转债，是在一定期限内，按照约定的条件将对发行人的“债权”转换成发行人的“普通股票”的债券。

### 可转债

债券

看涨期权

### 发行人

#### 债权融资：

由于内嵌期权，票面利率一般低于普通公司债和同期银行贷款利率，发行人可实现低成本融资。

#### 转股抵债：

与直接股权融资相比，转债一般在半年后进入转股期，发行时不会增加股票数量，可推迟股权稀释。

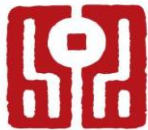
### 投资人

#### 债性：

持有人可以选择持有债券到期，获取公司还本付息。

#### 股性：

持有人可选择在约定的时间内转换成股票，享受股利分配或资本增值。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 可转债的特点

转债特性：下有债底，上不封顶

债券



看涨期权

- | 一般债券特征，具有面值、利率、期限等一系列要素；
- | 看涨期权特征，可以在一定时间内按一定价格转换成股票；
- | 赎回权条款、回售条款、下修条款等权利；
- | 牛市转换价值带动转债价格上行，熊市债底支撑转债价格；
- | 可转债价值=债券价值+股票看涨期权价值+其他条款期权价值。

转债

=

债底

+

转股权

+

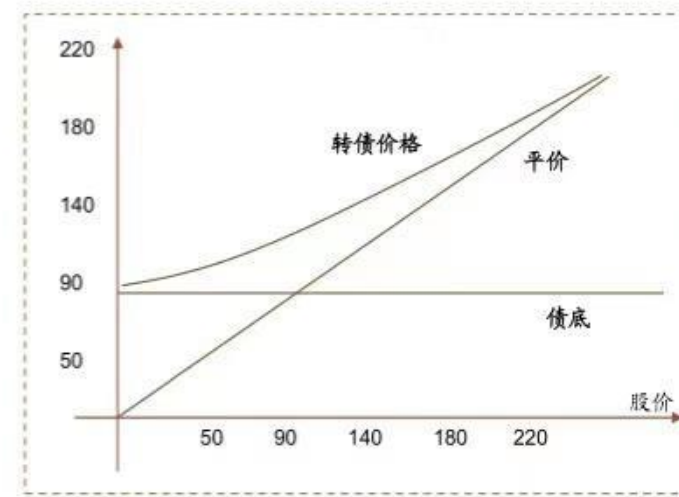
赎回条款

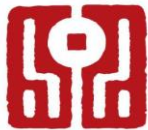
+

回售条款

+

下修条款





中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 股票 VS 可转债 VS 债券

	收益预期	流动性	价格波动	主体信用风险	说明
股票	高	高	高	中	<ul style="list-style-type: none"> <li>分化严重，好公司信用强。仍有很多资金紧张、长期亏损的弱信用上市公司</li> </ul>
可转债	中	高	中	低	<ul style="list-style-type: none"> <li>具备下修条款和转股条款</li> <li>抵押物充足（相当于有股票质押）</li> <li>历史上尚无主体实质违约事件发生</li> </ul>
企业信用债	低	低	低	中低	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内信用评级失真现象严重 偶发爆雷始终存在</li> <li>2020年信用债已出现“信仰危机”</li> </ul>



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 债券市场创新产品4：可交换债券

### 可交换债券是一种混合证券

- 可交换债券是指持有上市公司股份的股东，经保荐机构保荐，依法发行的在一定期限内依据约定的条件可以交换成该股东所持有上市公司股份的公司债券
- 可交换债券的发行适用于证监会发布的《公司债券发行试点管理办法》（证监会令第49号）、《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》、《关于规范上市公司国有股东发行可交换公司债券及国有控股上市公司发行证券有关事项的通知》

### 可交换债券作用

#### 融资渠道：

由于可交换债券的发行人可以是非上市公司，所以该融资工具是非上市集团公司筹集资金的一种有效手段；因嵌入转股期权，债券的融资成本较低

#### 股票减持：

可以用来有序地减持上市公司股票，发行人通过发行债券获取现金的同时也可避免相关股票因大量集中抛售导致股价受到冲击

可交换  
债券作用



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 可交换债券与可转换债券的差异

- 可交换债券、中小企业可交换私募债券虽然与可转换债券在称呼上比较接近，但两者是差异性较大的两种不同的债券，主要体现在发行主体、质押担保、转股方式等各个方面。

	可交换债券	可交换私募债券	可转换债券
<b>融资主体</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 持有上市公司股份的有限责任公司或股份有限公司</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 符合工信部《关于印发中小企业划型标准规定的通知》规定的，未上市的中小微企业，暂不包括房地产企业和金融企业</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 上市公司</li> </ul>
<b>担保条款</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 以其持有的上市公司股票作为质押标的</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 以其持有的上市公司股票作为质押标的</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公开发行应当担保（净资产不低于15亿除外）</li> </ul>
<b>未来转股</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 转换为已经质押的上市公司存量股票</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 转换为已经质押的上市公司存量股票</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 转换为上市公司新增发行的股票</li> </ul>
<b>换股/转股影响</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 若投资者转股则将导致该股东的表决权摊薄</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 若投资者转股则将导致该股东的表决权摊薄</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 若投资者转股上市公司股本得以增加</li> </ul>
<b>换股/转股价格</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 换股价应当不低于公告募集说明书日前20个交易日公司股票均价和前一个交易日均价</li> <li>■ 国有股东发行的可交换债券的换股价应不低于募集说明书公告日前1个交易日、前20个交易日、前30个交易日该上市公司股票均价中的最高者</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 换股价格应当不低于发行日前一个交易日可交换股票收盘价的90%以及前20个交易日收盘价的均价的90%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 转股价不低于募集说明书公告日前20个交易日该公司股票交易均价和前1个交易日均价</li> </ul>



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

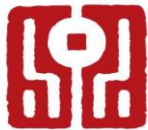
投资者教育基地



# [6]

## 国外债券市场经验

### Part Six



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地

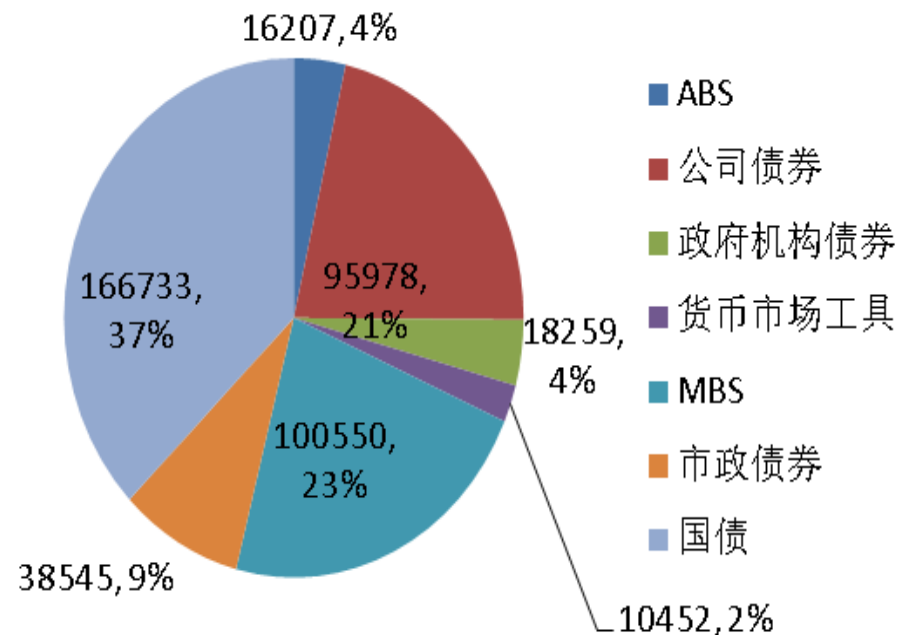


# 美国债券市场分类

美国证券业和银行业协会 (Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA) 对美国债券市场统计分类为:

- 国债 (Treasury)
- 机构债券 (Federal Agency) 包括: Fannie Mae, Freddie Mac, Farmer Mac, FHLB, the Farm Credit System和 Federal Budget Agencies
- 市政债券 (Municipal)
- 公司债券 (Corporate Debt)
- 房地产抵押证券 (Mortgage related) 包括: GNMA, FNMA和FHLMC MBS/CMOs; 以及私有 (private-label) 房地产抵押证券 (MBS) 和商业地产抵押证券 (CMOs)
- 资产支持证券 (Asset Backed Security) 包括: 汽车、信用卡、住宅权益 (Home Equity)、制造业 (Manufacturing)、学生贷款等, 亦包括资产支持证券组成的担保债务凭证 (CDOs of ABS)
- 货币市场 (Money market) 包括: 商业票据 (commercial paper), 银行承兑汇票 (bankers acceptances) 和大额存单 (Large time deposit)

2019年末美国存量债券结构, 单位: 亿元



数据来源: SIFMA



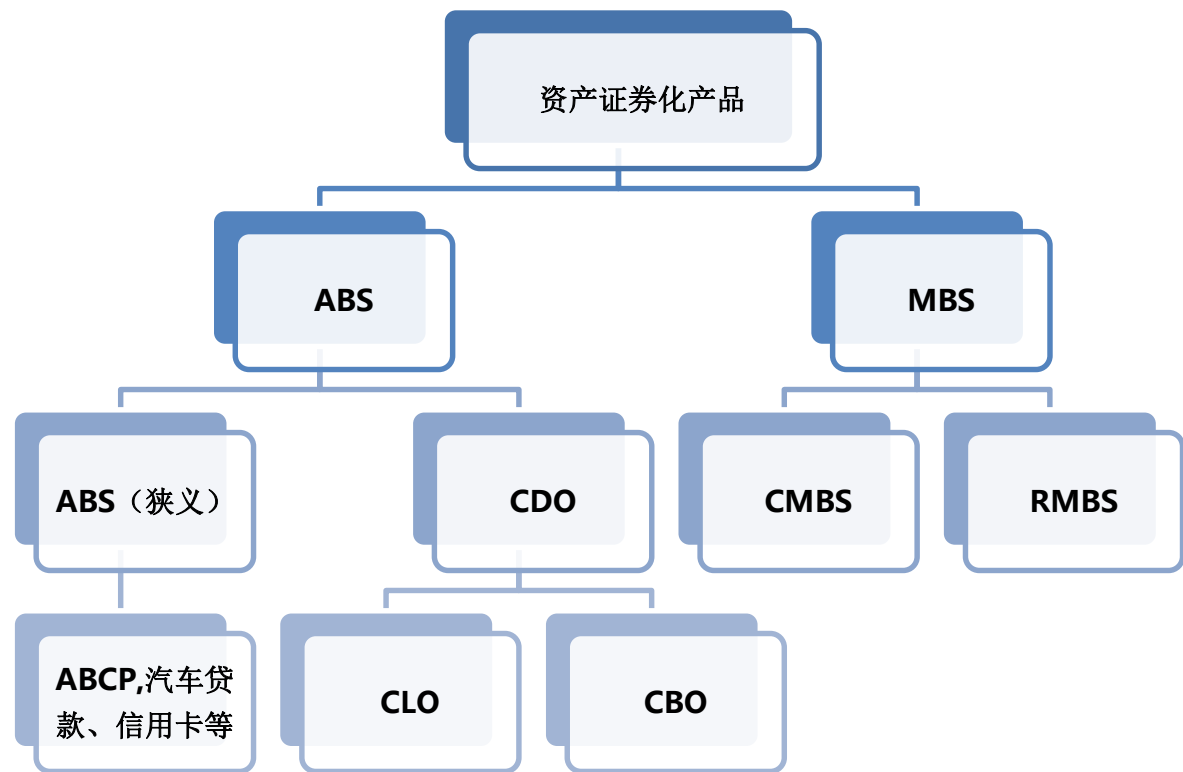
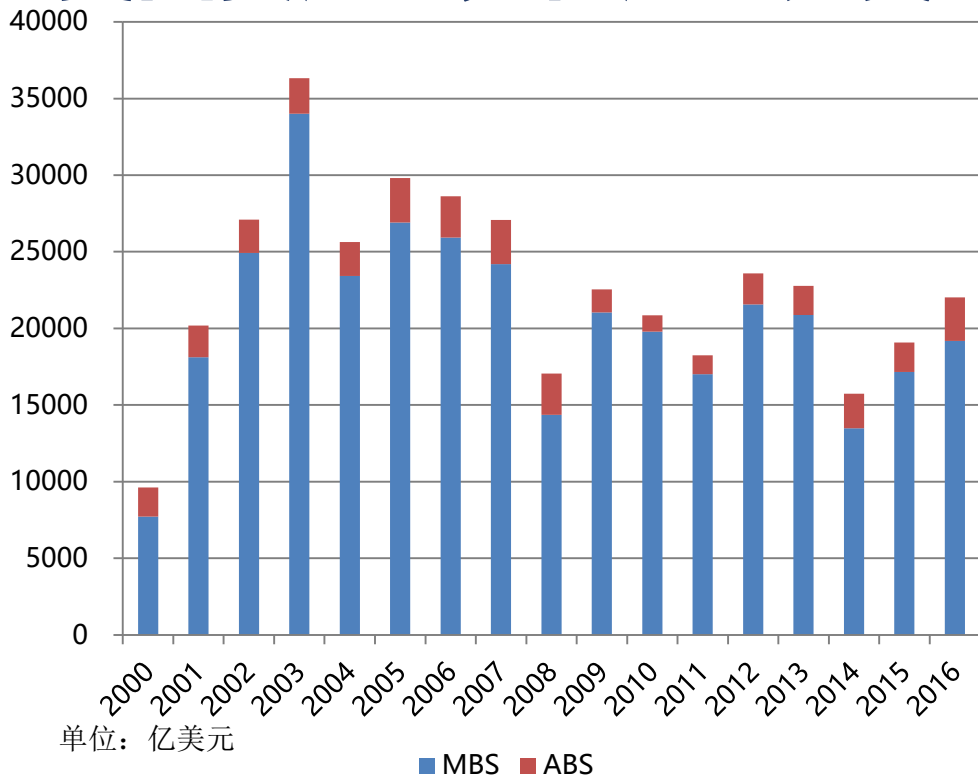
中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



# 美国资产证券化产品分类



名词解释: ABS: Asset backed Security; CDO: Collateralized Debt Obligation(担保债务凭证);CLO: Collateralized Loan Obligation (贷款抵押证券); CBO: Collateralized Bond Obligation (债券抵押证券); MBS: Mortgage Backed Security (按揭贷款证券); CMBS: Commercial MBS(商业房按揭证券) RMBS: Residential MBS



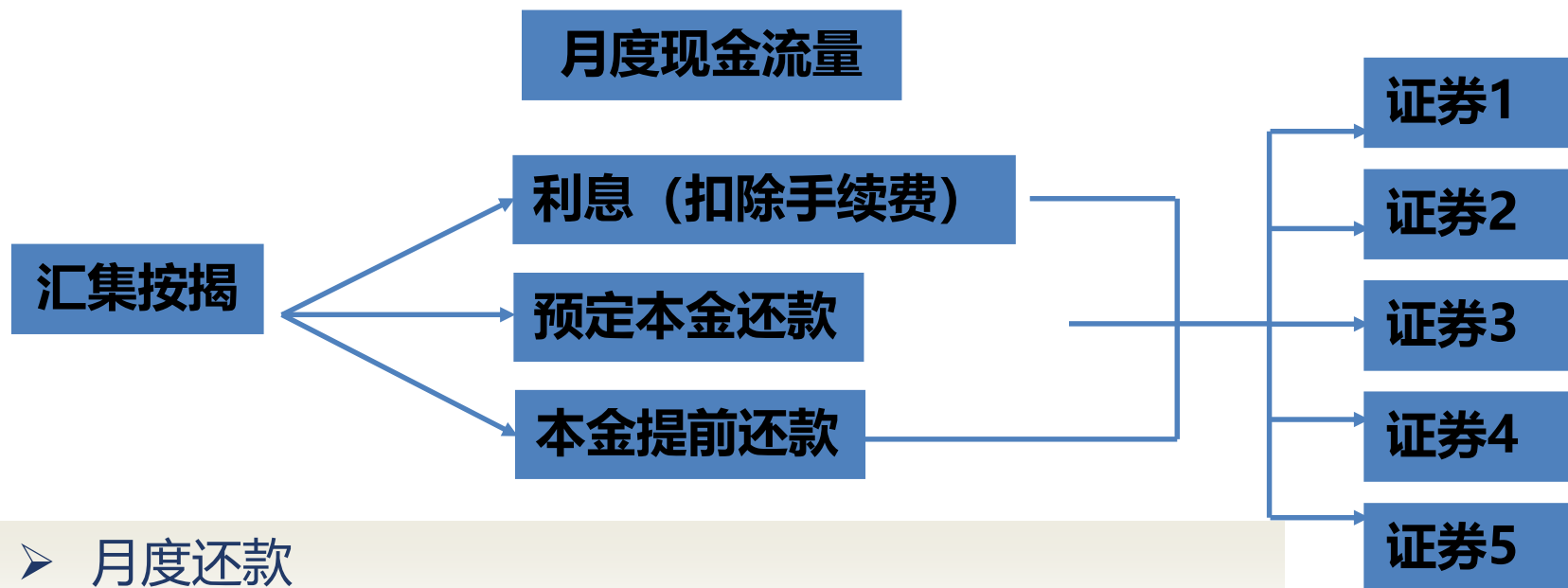
中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 按揭支持证券 (MBS)



- 月度还款
- 提前还款时间导致现金流量具有不确定性
- 显著的提前还款风险，尤其是在收益率降低的情况下
- 由Ginnie Mae、Fannie Mae和Freddie Mac发行

### 联邦政府机构：

- 政府全国按揭协会 (Ginnie Mae)
- 联邦全国按揭协会 (Fannie Mae)
- 联邦住房贷款按揭公司 (Freddie Mac)



中国基金业协会  
AMAC

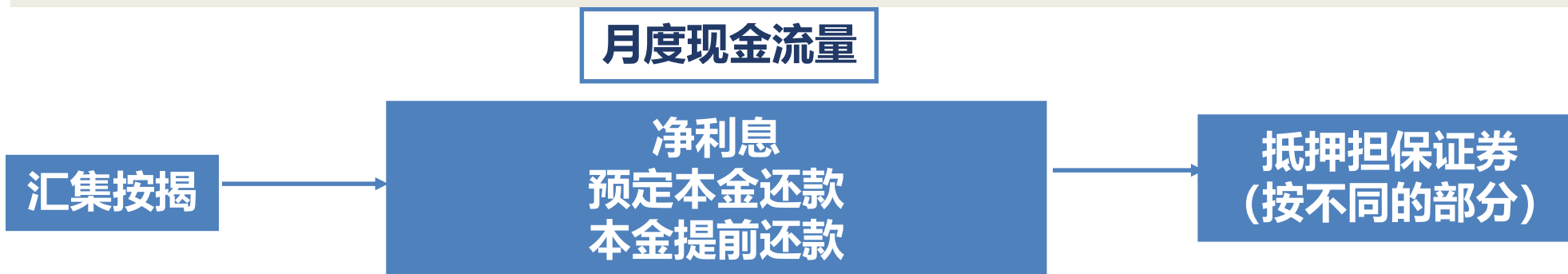
ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 抵押担保证券 (CMO)

构建抵押担保证券 (CMO) 的动机：把提前还款风险（通常是均匀地）分布在不同类别的债券中。



部分	净利息	本金
A	根据未偿面额每月支付	收到所有的月度本金还款，直至完全偿清
B	根据未偿面额每月支付	在部分A偿清之后，收到所有的月度本金还款
C	根据未偿面额每月支付	在部分B偿清之后，收到所有的月度本金还款



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 抵押债务支持证券 (CDO)

资产支持证券产品为多样化产品汇集提供担保，比如：

- 美国公司债券（投资等级 + 垃圾等级）
- 新兴市场债券
- 美国国内银行贷款
- 外国银行贷款
- 其它贷款和债务，其中包括ABS、MBS、CMBS和其它抵押债务

抵押债务支持证券的部分类似于抵押担保证券，每一个部分都有一个信用评级。

**套利交易**

动机 = 获得收到的收益和支付的收益之间的价差

**资产负债表交易**

动机 = 把债务移出发起人的资产负债表



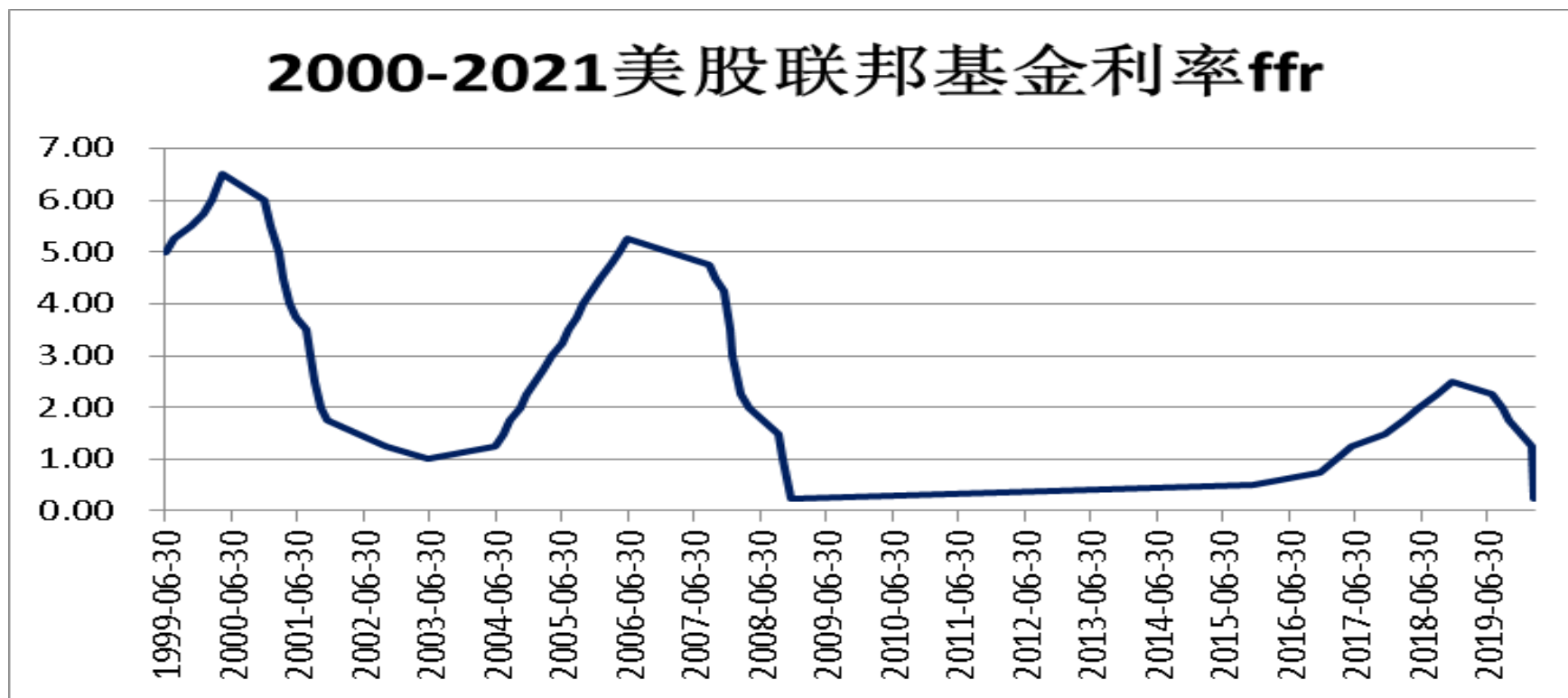
中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 美国金融危机：流动性泛滥+放松金融监管+证券化



2000年后联邦基金利率的变化分为四个阶段：**第一阶段**，2000年5月至2003年6月，联储主席格林斯潘为应对互联网泡沫破灭带来的经济萧条，连续14次降息，FFR由6.5%将至1%；**第二阶段**，为平抑经济过热，2003年6月至2006年6月，连续18次加息，FFR由1%升至5.25%；**第三阶段**，2007年9月至2008年12月，降息至0.25%，维持至2015年；**第四阶段**，2015年12月开始，进入加息周期。从0.25%累计加息6次（2015、2016年各1次，2017年3次，2018年4次），目前至2.5%。2020年，**第五阶段**：疫情降至0-0.25%。**美股泡沫&房地产**



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

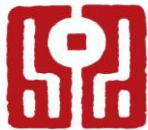
投资者教育基地



## 房价永远上涨的信仰



Ben Bernanke可是研究大萧条的专家，站在最高宏观管理者的位置，理应窥全豹而察风险，但他对市场上正在发生的事情，比如抵押贷款公司利益驱动下的贷款滥放、民众的激进地加杠杆、华尔街投行疯狂的打包交易、评级机构的睁眼闭眼，了解的仍然不够多，最终出现了误判。



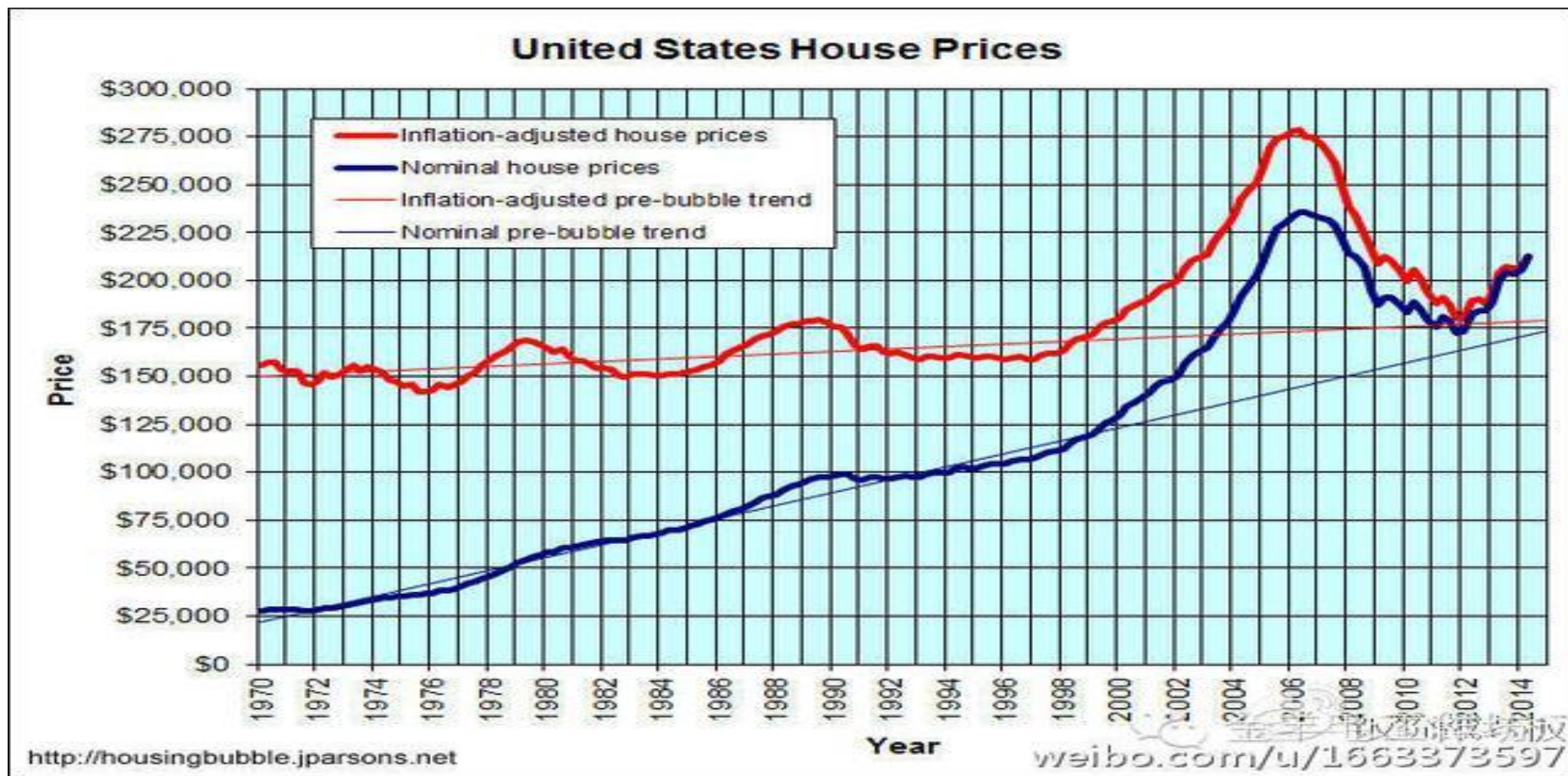
中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 美国政策1970年至今房价走势



在1975年到2000年，剔除通胀之后，房价年度增长只有1.4%，但在接下来的五年，每年的涨幅却在7%，如果重新回到趋势线，房价可能的调整幅度最大可以到40%。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## Movie (大空头-The big short)



讲述2007-2008美国次贷危机期间，投资者看空美国次级贷款支持证券MBS，并使用CDS(信用违约互换)从中对赌盈利的故事，根据真人真事改编，是第一部反映美国次贷危机的电影。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



# 境外债务融资市场



美国债券市场



欧洲债券市场



日本债券市场



亚洲债券市场



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地

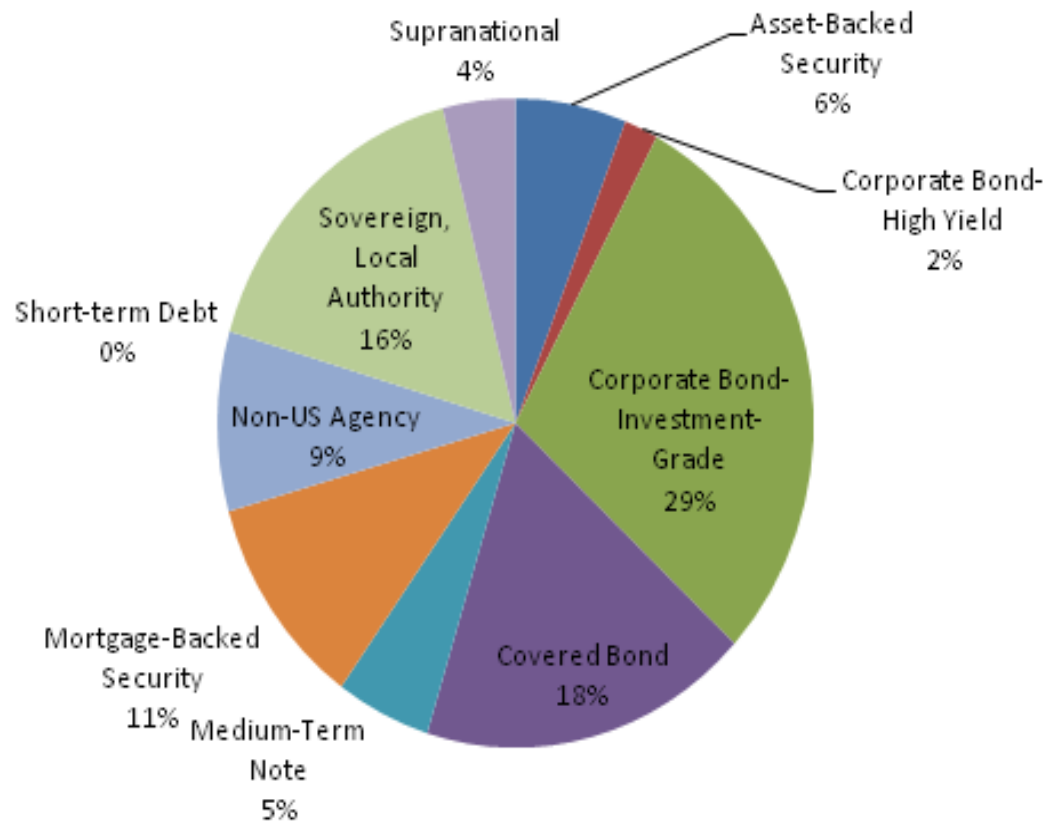


## 欧洲债券市场分类

### Dealogic 分类

- 国债和地方政府债券 (Sovereign, Local Authority)
- 超主权债券 (Supranational)
- 企业债券-高评 (Corporate Bond-Investment Grade)
- 企业债券-高收益 (Corporate Bond-High yield)
- 中期票据 (Medium-Term Note)
- 全覆盖债券 (Covered bond)
- 资产支持证券 (Asset-Backed Security)
- 房地产支持证券 (Mortgage-Backed Security)
- 短期债券 (Short-term Debt)

### 欧洲债券市场





中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



# 境外债务融资市场

美国债券市场

欧洲债券市场

日本债券市场

亚洲债券市场



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

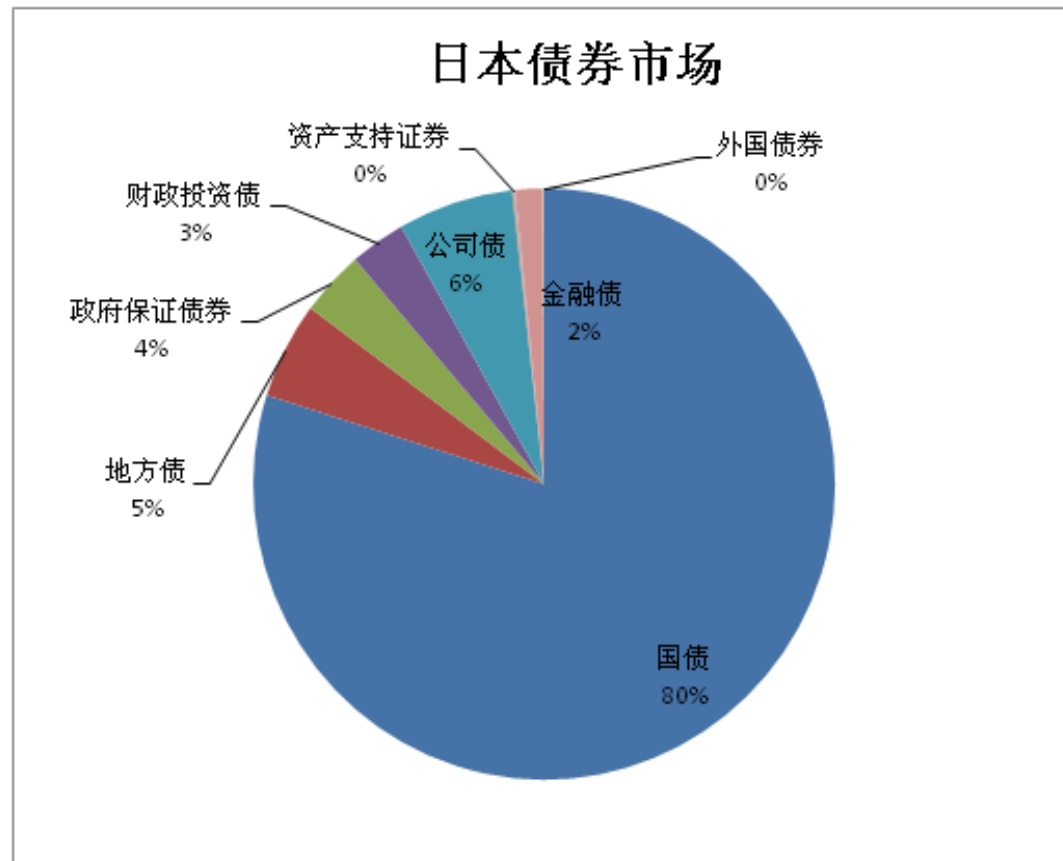
投资者教育基地



## 日本债券市场分类

日本证券业协会 (Japan Securities Dealers Association)

- 国债
- 地方债
- 政府保证债券
- 财政投资债券 (Fiscal investment and loan program bonds, FILP) 和机构债券
- 公司债
- 资产支持证券
- 可转债
- 银行债
- 日元计价外国债券





中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 欧洲和日本债券市场：名义负利率债券

**欧洲和日本：**这两个经济区出现通缩，执行量化宽松的的货币政策，打破了凯恩斯流动性陷阱的零利率下限，欧央行和日本央行分别宣布负利率货币政策。

**欧洲：**2016年6月3日，欧央行宣布维持主要再融资利率0%不变；维持隔夜存款利率-0.4%不变；维持隔夜贷款利率0.25%不变，符合市场预期。

**日本：**将商业银行在央行的超额准备金利率降至负值，2016年2月-0.1%。

全球的负利率债券规模：截至5月底，全球负利率国债发行量达到10.4万亿美元，债务中有7.3万亿美元是长期债务，3.1万亿美元是短期债务。日本发行量为最高，达到5.29万亿美元。

**最新数据显示：**德国2年期国债收益率为-0.52%；法国2年期国债收益率为-0.441%；意大利3年期国债收益率为-0.016%；日本10年期国债收益率为-0.095%。（流动性泛滥，且实体投资风险高，资金避险情绪下的超买造成）

5月：惠誉曾发布统计称，全球所有政府发行的负利率国债已经让投资者一年损失了240亿美元左右。



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



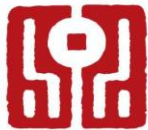
# 境外债券市场介绍

美国债券市场

欧洲债券市场

日本债券市场

亚洲债券市场



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



## 亚洲债券市场

### 债券分类：按发行人和投资人所在地，计价货币

- 本币债券(Local Currency Bond), 是在一国债券市场的体系下, 由本国发行人发行、承销和交易的以该国货币计价的债券
- 外国债券(Foreign Bond), 是在一国债券市场的体系下, 由外国发行人发行的, 并主要面向该国投资人的债券 (熊猫债、武士债、扬基债)
- 欧洲债券(Eurobond), 是由一个国际承销团承销, 并在任何外国市场交易的债券: Eurodollar Euroyen.
- 全球债券(Global Bond), 是同时在美国扬基债券(Yankee Bond)市场和欧洲债券市场发行交易的债券



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



# 亚洲债券市场参与者

## 发行人

- 亚洲地区和世界其他地区的政府、政府机构和企业
- 国际机构 (supranational)

## 投资人

- 中央银行，商业银行，保险公司，养老金，共同基金等机构投资者
- 近年来，全球主权基金和私人银行的高端客户(High Net-worth)日趋活跃

## 中间人

- 投资银行，交易机构
- 评级机构
- 行业协会



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

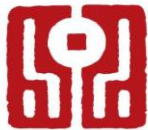
投资者教育基地



## 稳健的信用评级

	Rating S&P/Moody's		Outlook
	Local Currency	Foreign Currency	
China	A+/A1	A+/A1	Stable/Positive
HK	AA+/Aa2	AA+/Aa2	Stable/Positive
India	BBB/Baa1	BBB-/Baa2	Stable/Stable
Indonesia	BB+/Ba1	BB/Ba2	Positive/Positive
Korea	A+/A1	A/A1	Stable/Stable
Malaysia	A+/A2	A-/A3	Stable/Stable
Philippines	BB/Ba2	BB-/Ba3	Stable/Stable
Singapore	AAA/Aaa	AAA/Aaa	Stable/Stable
Taiwan	AA-/Aa3	AA-/Aa3	Stable/Stable
Thailand	A/Baa1	BBB+/Baa1	Negative/Negative
Vietnam	BB+/Ba3	BB/Ba3	Stable/Stable

- 多数国家获得稳定或积极的评级展望
- 没有任何亚洲政府债券在97/98亚洲金融危机和08/09全球金融危机中发生不能偿付的情况，信用记录良好



中国基金业协会  
AMAC

ICBC 工银瑞信

投资者教育基地



## 新兴的亚洲伊斯兰债券市场

伊斯兰债券市场 (Islamic Bond Market) 在最近的5年中也获得了迅速的发展。

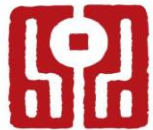
- 每年的筹资额都在100亿美元，2007年更达到了250亿的顶峰
- 受到这个市场吸引的，已不仅仅局限于希望获得符合伊斯兰教义的债券 (Sukuk Bond) 发行者和投资者，伊斯兰债券享有投资资产收益的所有权，而非通过债权获得现金流，欧美的投资者业已通过购买伊斯兰债券来获得对中东的资产配置
- 中东市场资金雄厚，资源丰富，将会成为未来亚洲债券市场的重要组成部分和发展动力



# 技术支持



公司金融国际金融认证执行委员会秘书处（中国）  
The Secretariat of The Corporate Finance Executive Committee(China)



中国基金业协会  
AMAC

ICBC  工银瑞信

投资者教育基地



# 谢谢!