



经济观察

2009 年 3 月 17 日

Yuande Zhu

yzhu@bbvashanghai.com

中国债券市场：简述

1. 中国债券市场的最新发展

1.1 地方政府可以发行债券

国务院公布了一个 4 万亿人民币（5860 亿美元）的财政刺激方案，以应对 2009 和 2010 年全球金融危机，其中 1/3 由中央政府承担。2009 年度的政府预算中，由于政府支出超过收入，产生了 9500 亿元的财政赤字，其中 7500 亿中央财政赤字，2000 亿地方财政赤字。作为一种新的尝试，国务院允许地方政府通过财政部发行价值 2000 亿元的地方政府债券，计入省级财政预算。该债券的发行可以帮助地方政府为财政刺激方案融资。

事实上，早在十年前亚洲金融危机发生后，中国就采取了类似的措施通过中央政府发行国债，然后通过中央政府贷款的方式将资金转给地方政府。这种债券发行—转移—贷款的方法简单但对刺激经济增长效果好。直到 2003 年，经济开始过热时，这种方式被终止。现在，类似的方法又被重新启用。

1.2 可能在香港发行国债

据报道国务院已经批准在香港实行人民币跨境结算中心试点计划，并且财政部今年可能会在香港发行人民币债券。

从 2007 年，中国的金融机构开始在香港发行人民币债券。两家政策性银行，国家开发银行，中国进出口银行，以及三家商业银行，中国建设银行，中国银行，中国工商银行，已经在香港发行人民币债券，金额总计达 220 亿人民币。

1.3 债券市场政策放宽

为了保证金融系统充足的流动性，强大国内资本市场，中国货币当局正在考虑数个试行计划¹。

银监会和央行正在考虑允许在中国成立并符合条件的外资银行在大陆或者香港发行人民币债券。

十二月初，银监会和证监会推行了一个试行方案，允许国内上市银行买卖在证券交易所发行的债券。在试行期间，十四家上市银行首先必须获

¹ 亚洲债券观察 09 年第一季度

得银监会批准，才能在申请证券交易所债券交易。银监会在 1997 年禁止国内银行在证券交易所进行债券买卖，考虑到该资金可以用来购买股票，同年又建立一个单独的银行间债券交易市场（详见第 2 部分）。通过当前这一突破，银监会可能意在建立一个统一的债券交易市场，使跨市场交易得以方便进行。

今年 1 月第一个周央行发表声明，外资银行可以在银行间债券市场交易和承销企业债券。之前，外资银行只可以在国内债券市场交易政府债，央行票据，金融债，以及一些衍生品工具。

2. 中国债券市场概述

中国有两种不同的债券市场

2.1 银行间债券市场

- **银行间债券市场**，由央行负责监管。银行间债券市场是最活跃且重要的一个市场。该平台建立于中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心，总部设在上海。该中心在中国大型城市设有 18 个分部，其交易额明显大于证券交易所（见图 1）。2008 年，银行间债券市场有 94.6 万亿元债券交易，而证券交易所债券交易额只有 2.7 万亿元。
- 投资者主要为商业银行，也包括证券公司，信托公司，大型企业财务公司，保险公司和基金管理公司，非金融机构也可通过授权的结算代理商，即商业银行进行交易。
- 产品包括国债，金融债，央行票据，证券化资产，企业债及公司债，中期票据和短期融资券。国债占最大份额，金融债和央行票据次之。（见表格 1 和图 2）它们流动性都很强。

2.2 证券交易所市场

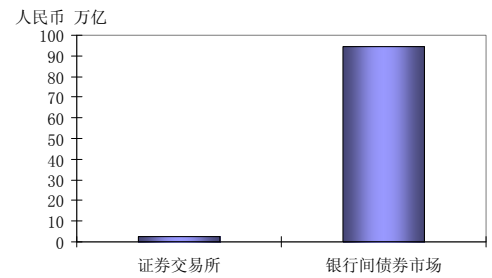
- **证券交易所**——上海证券交易所和深圳证券交易所，由证监会负责监管。市场规模与银行间证券市场相比很小，但在最近的试点计划引入上市银行到该市场后，市场规模会明显扩大。这两个市场可能会合并为一。
- 投资者主要为上市商业银行，证券公司，保险公司，基金管理公司，信托公司，大型企业财务公司和散户投资者等。（最近试点计划允许上市商业银行在交易所进行交易）
- 主要产品包括：国债，企业债及公司债，证券化资产，也包含银行间债券市场不存在的可转债。

3. 中国债券市场的特点

3.1 债券总价值

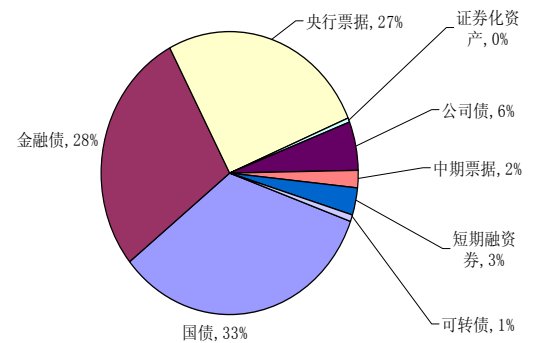
- 2008 年中国债券市场债券面值总计 13.8 万亿元，其中国债，金融债和央行票据价值最高，三者共占债券总价值的 88.1%。（见表 1，图 2 和 3）

图1：债券交易额



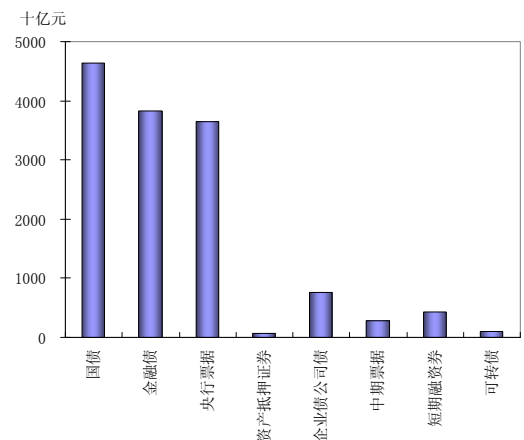
来源：万得。

图2：债券组成



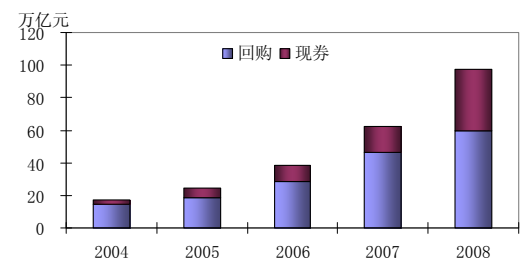
来源：万得。

图3：债券分类总价值



来源：万得。

图4：分交易方式债券交易金额

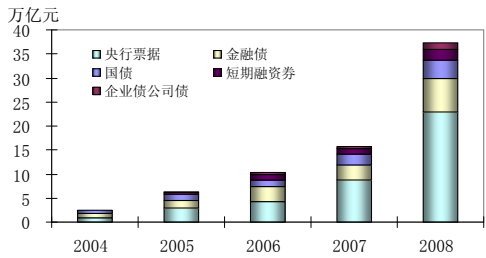


来源：万得。

图5：分类型债券交易金额

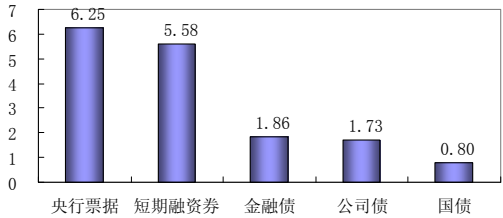
3.2 债券交易

- **交易方式:** 在债券市场投资者共使用两种交易方式。一种是现券交易, 另一种是回购交易。2008 年回购交易总金额为 60 万亿人民币, 远大于现券交易总金额 37 万亿人民币。(见图 4)
- **分债券类别交易金额:** 在 2008 年 37 万亿人民币现券交易额中, 央行票据, 金融债和国债交易最具流动性, 分别为 23 万亿, 7 万亿和 4 万亿。(见图 5)
- **流动性:** 2008 央行票据的周转率(交易金额/ 发行债券总价值) 最高, 短期融资券次之。(见图 6)



来源: Wind.

图6: 债券周转比率



注: 周转比率 = 交易金额 / 发行债券总价值
该比率基于 2008 年数据计算。
来源: 万得.

表格 1: 债券市场统计数字

	债券数量				债券面值 (十亿元)				面值比重			
	合计	银行间债券市场	上交所	深交所	合计	银行间债券市场	上交所	深交所	合计	银行间债券市场	上交所	深交所
国债	108	98	80	80	4639	4435	2210	2210	33.7%	33.3%	90.9%	96.8%
金融债	326	326			3827	3827			27.8%	28.8%		
央行票据	108	108			3650	3650			26.5%	27.4%		
资产抵押债券	51	36	4	10	63	55	4	4	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%
企业债公司债	330	268	89	39	762	633	172	60	5.5%	4.8%	7.1%	2.6%
中期票据	66	66			281	281			2.0%	2.1%		
短期融资券	229	229			425	425			3.1%	3.2%		
可转载	37		29	8	106		91	14	0.8%		1.9%	0.3%
合计	1255	1131	186	134	13753	13306	2431	2282	100.0%	100%	100%	100%

来源: 万得.

3.3 债券发行

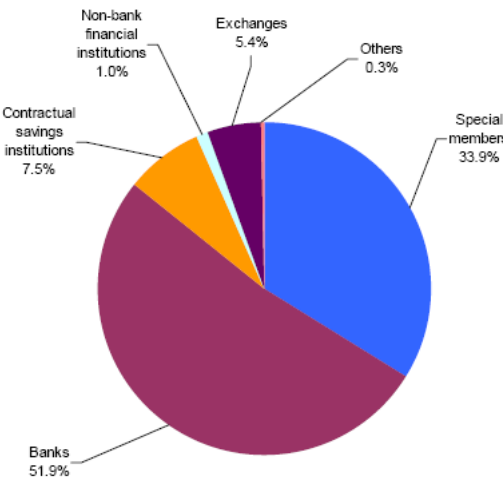
表格 2 总结了从 2000 年到 2008 年各类债券的发行金额。

3.31 政府担保债券

政府担保的债券包括国债、央行票据、和金融债。这三种债券是流动性最高的。商业银行是这些政府债券最主要的投资者, 占据了 52% 的市场。(见图 7)

- 国债是由财政部发行的, 2008 年余额为 4.6 万亿, 是所有债券中规模最大的。
- 央行票据是由中国人民银行发行的。由于需要冲销外汇储备增长所带来的流动性, 自 2003 年来央行票据迅速增长。2008 年央行票据余额为 3.7 万亿人民币, 其流动性最高。2008 年交易量为 23 万亿人民币, 是其面值的五倍多。
- 对于金融债, 三大政策银行 (国家发展银行、中国农业发展银行和中国进出口银行) 是主要的发行方。共发行了 3.77 万亿, 占金融债的 98.4%。这是由于三大政策银行无储蓄业务, 发行债券是其获得

图7: 政府担保债券投资者概览



来源: 亚洲债券观察

贷款资金的主要途径。除了三大政策银行，其他的发行方包括商业银行、证券公司和其他的金融机构。

3.32 证券化资产

证券化资产是由政策银行、商业银行和其他机构发行的。2005 年 4 月 20 日《信贷资产证券化试点管理办法》发布后，中国开始实验证券化资产。国家发展银行发行了资产支持证券，中国建设银行发行了按揭证券作为试点项目。截至目前为止，总共有 71 支资产支持证券在银行间债券市场、证券交易所市场和场外交易市场进行交易，总额达 630 亿人民币。发起人包括中国开发银行、商业银行和基础设施项目公司。

3.33 公司债和公司票据

公司债券和公司票据大部分是由大型国有企业发行，包括企业债、公司债、中期债券、短期债券、短期融资券和可转债。但这一市场仍不发达，债券总额为 15740 亿人民币，只占债券市场总额的 11.4%。

- 第一支公司债发行于 1983 年初期，只有有限数量的国有企业允许发行债券，市场增长缓慢。直到最近，也只有公司财务状况良好，信用级别高，才允许涉足市场。大多数的债券发行商的信用级别均为 AAA 级。2008 年末，403 支企业债中的 80% 拥有 AAA 信用度。这也是大多数发行公司均为大型国有企业的原因。公司债券的利率不得超过同期贷款利率的 40 %。另外，公司债利率收入应上交 20% 的利息税，而国库券和融资券则无需上交。
- 中期票据于 2008 年发行。承兑期从 1 年到 5 年不等，介于短期融资票据和公司债券之间。像公司债券一样，通常由可以涉足市场的大型国有企业发行。
- 《短期融资券管理办法》于 2005 年 5 月 23 日发布后，短期融资券开始发行。短期融资券在银行间债券市场发行，该市场由中国人民银行监管。发行所要求的信用级别没有发行公司债和中期债券要求的严格，但发行商仍大部分是信用级别良好的国有公司，期限小于 1 年。最新动态是中小公司作为试点项目也可从 2008 下半年也开始发行短期融资券。
- 第一支可转债于 1998 年出现于股票市场，但直到 2004 年才得继续发展。最近几年，可转债发展迅速，2006 年总额 100 亿，2007 年 260 亿，2008 年 710 亿。但发行方只限于上市公司，且只有 37 家公司发行过可转债(见表 2)

表 2: 分年度债券发行

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
国债	442	468	560	789	707	704	848	2345	797
央行票据				646	1516	2746	3652	4057	4296
金融债	165	263	326	453	513	713	949	1200	1180
资产抵押债券						8	16	26	30
公司债企业债	11	19	33	49	35	68	102	182	265
中期票据									174
短期融资券						145	292	335	434
可转债					10		10	26	71
合计	617	750	918	1936	2781	4384	5870	8171	7247

来源: Wind.

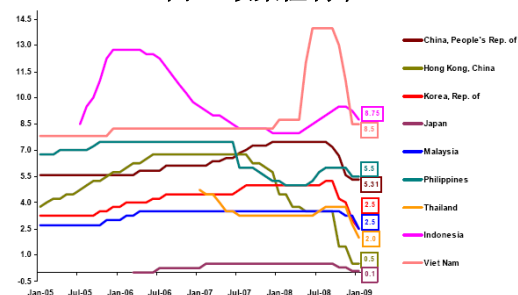
3.4 债券收益率曲线

2008 年最后一个季度，由于利率大幅降低以及亚洲国家通货膨胀放缓，债券收益率曲线向下倾斜（见图 8）。但考虑到 2009 年一些亚洲政府如中国、韩国、泰国、日本的经济刺激方案的债券发行计划，在 1 月中旬，债券收益率曲线向上翻转（见图 12）。

从 2009 年，中国的信贷业迅速扩展，银行贷款在最初两个月增长 2.7 万亿。因此，过多的流动性阻止了二月收益率的继续上涨（见图 9）。

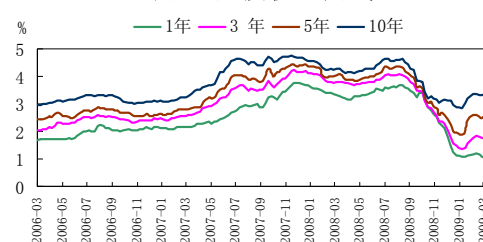
企业债的收益率跟国债有一点类似，但在一月增长较少，二月后下跌较多，因此公司债和国库券之间的收益率差正在缩减，暗示了更多的资金正流向公司债（见图 10 和 11）。

图8: 政策性利率



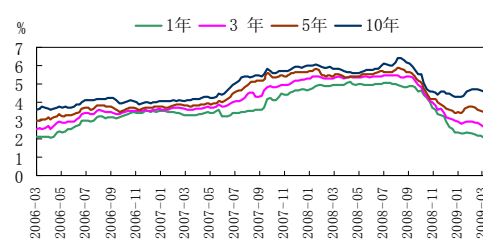
来源: 亚洲债券观察

图9: 国债收益曲线



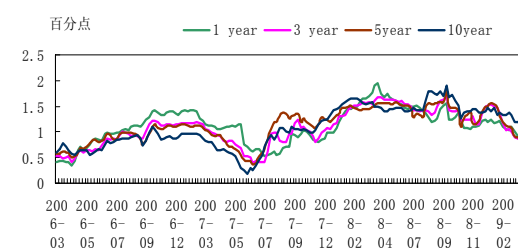
来源: 万得。

图10: 企业债收益曲线



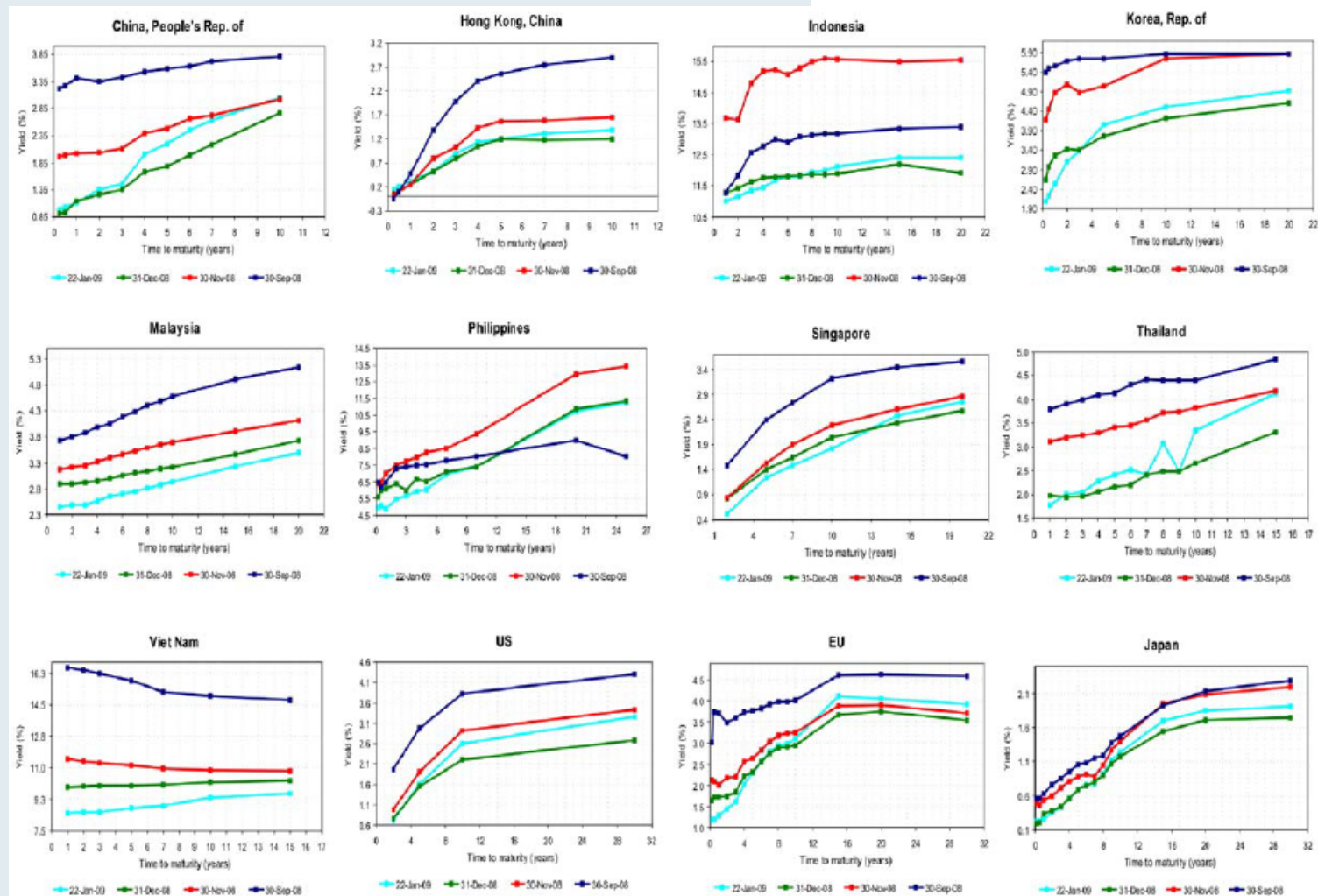
来源: 万得。

图11: 公司债和国债收益率差



来源: 万得。

图 12: 基准利率曲线



来源: 亚洲债券观察