

# 财政金融学 债券市场体系

May 13, 2025

- ❶ 债券市场及其基本架构
  - 我国债券市场的规模和流动性指标
  - 债券市场对外开放的简要情况
  - 我国债券市场的特点
- ❷ 债券发行市场状况
  - 发行市场的特点
  - 债券一级市场发展的特征和问题
  - 主要发行市场
  - 各交易场所的简要历史和概况
- ❸ 交易所债券市场
  - 证监会直属的证券交易所
  - 深圳证券交易所
  - 交易所市场和银行间市场之间的融合
  - 交易所债券市场的交易方式
  - 债券市场进一步放开
  - 银行参与交易所债券市场交易的政策变化
  - 政府债券交易系统的发展
  - 交易所市场的主要债券品种
  - 交易所市场债券现货交易的操作程序
  - 交易所债券市场的托管清算
  - 交易所债券市场发展的意义
- ❹ 银行间债券市场
  - 银行间市场的架构
  - 银行间市场的特点
  - 银行间市场在债券市场中的地位
  - 银行间债券市场交易的主要品种
  - 银行间市场的服务机构
  - 银行间市场的境外投资者
  - 银行间债券市场的操作程序
- ❺ 银行间债券市场和债券交易所债券市场的比较
- ❻ 银行间债券市场存在的主要问题
- ❼ 债券市场监管体系
  - 债券市场的监督管理的现状

- 本章从市场角度说明中国债券市场的基本架构和主要交易场所的情况。
- 从 1991-1997 年国债市场化改革以后, 债券市场发展不断深化, 市场结构逐渐形成, 市场参与人和市场主体逐渐增加。
- 发行人从财政部、地方政府向公司和企业延伸; 投资人从个人投资人向机构投资人发展, 市场中介和服务机构日趋完善。
- 交易所债券市场和银行间债券市场的一级、二级市场基本衔接, 债券在银行间市场和交易所市场的跨市场托管逐步实现。
- 由于互联网和交易平台的应用, 集中交易市场和场外市场也有统一的趋势。

- 债券市场是金融市场的重要组成部分。
- 债券市场一方面是由各类市场主体,如发行人、投资人、市场中介,以及监管部门组成的组织架构;
- 另一方面适应不同发行人和投资人需要形成分层市场。
- 债券发行和债券兑付体现发行人和投资人之间的关系;
- 债券二级市场体现投资人之间以及市场中介和投资人之间的关系。
- 发行人也常常通过回购、行使提前赎回选择权等方式参与二级市场。

# 一、债券市场的类别和品种

- 债券市场有很多分类方法。
- 债券市场的品种可以按照发行主体、付息方式、募集方式划分,也可以按照发行人和投资者的选择权性质和信用等级划分。
- 按照发行主体划分的债券种类见图 4-1。

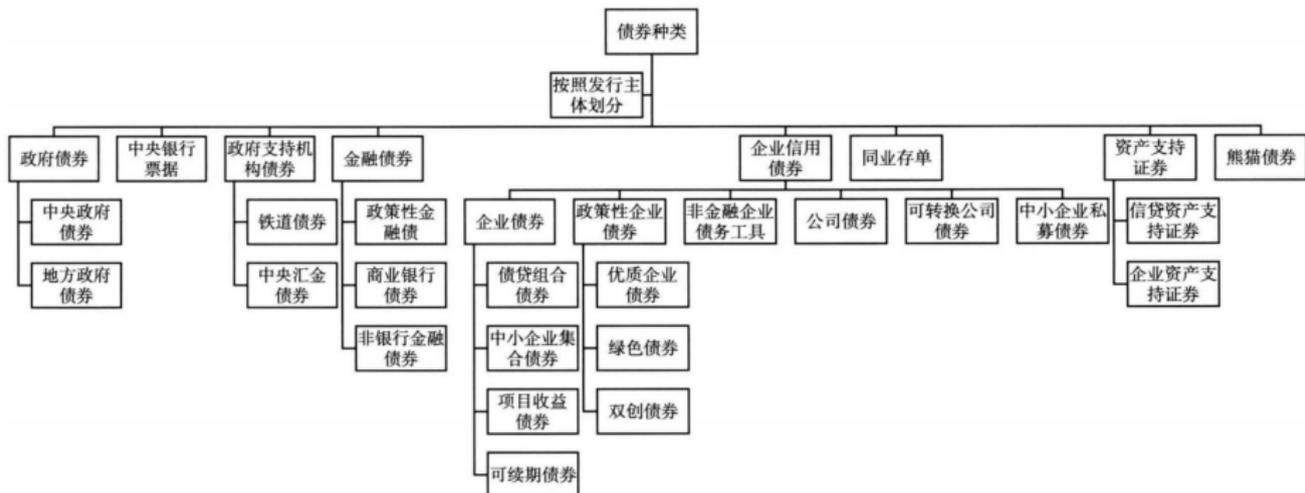


图4-1 按发行主体划分的债券种类

资料来源：笔者绘制。

## 图 4-1 按发行主体划分的债券种类

### 图示内容描述

该图展示了按发行主体划分的债券种类层级结构：

- **政府债券**: 中央政府债券 (记账式、储蓄、特种、定向、专项)、地方政府债券
- **中央银行票据**
- **政府支持机构债券**: 铁道债券、中央汇金债券
- **金融债券**:
  - 政策性金融债
  - 商业银行债券
  - 非银行金融债券
- **企业信用债券**:
  - 企业债券 (政策性企业债券、债贷组合债券、优质企业债券、中小企业集合债券、项目收益债券、永续期债券、绿色债券、双创债券)
  - 非金融企业债务工具
  - 公司债券 (可转换公司债券、中小企业私募债券)
  - 同业存单
- **资产支持证券**: 信贷资产支持证券、企业资产支持证券
- **熊猫债券**

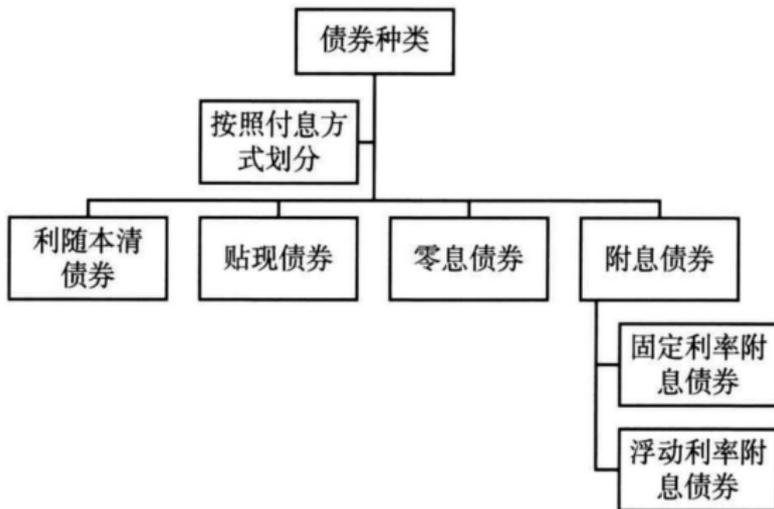


图 4-2 按付息方式划分

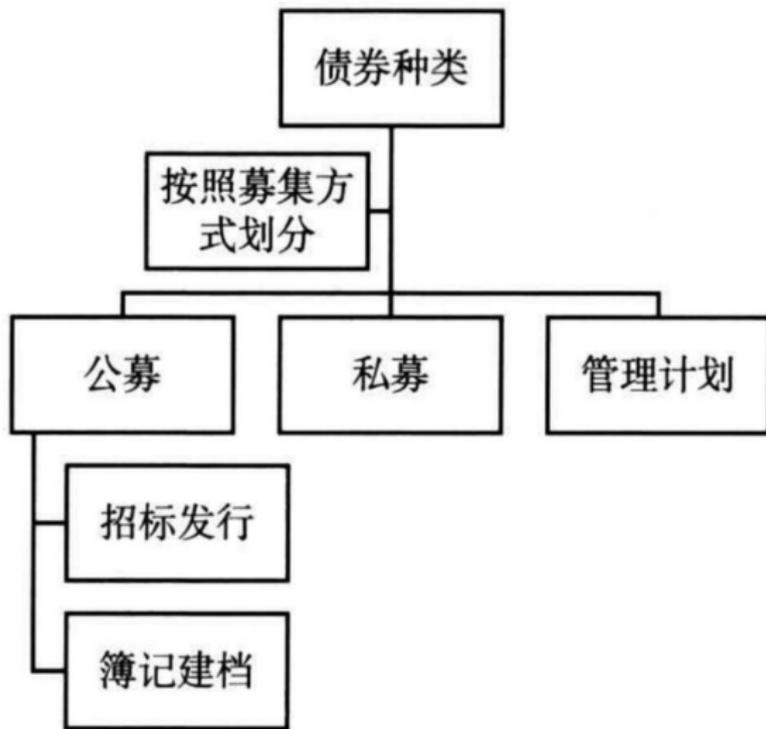


图 4-3 按募集方式划分

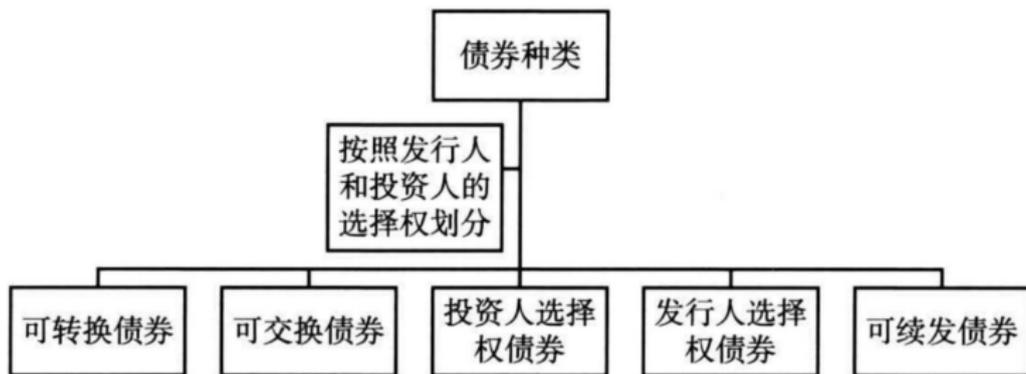


图 4-4 按发行人和投资者的选择权划分

- 按付息方式划分 (图 4-2):

- 利随本清债券
- 贴现债券
- 零息债券
- 付息债券 (固定利率、浮动利率)

- 按募集方式划分 (图 4-3):

- 公募 (招标发行、簿记建档)
- 私募
- 管理计划

- 按发行人和投资人的选择权划分 (图 4-4):

- 可转换债券
- 可交换债券
- 投资人选择权债券
- 发行人选择权债券
- 可续发债券

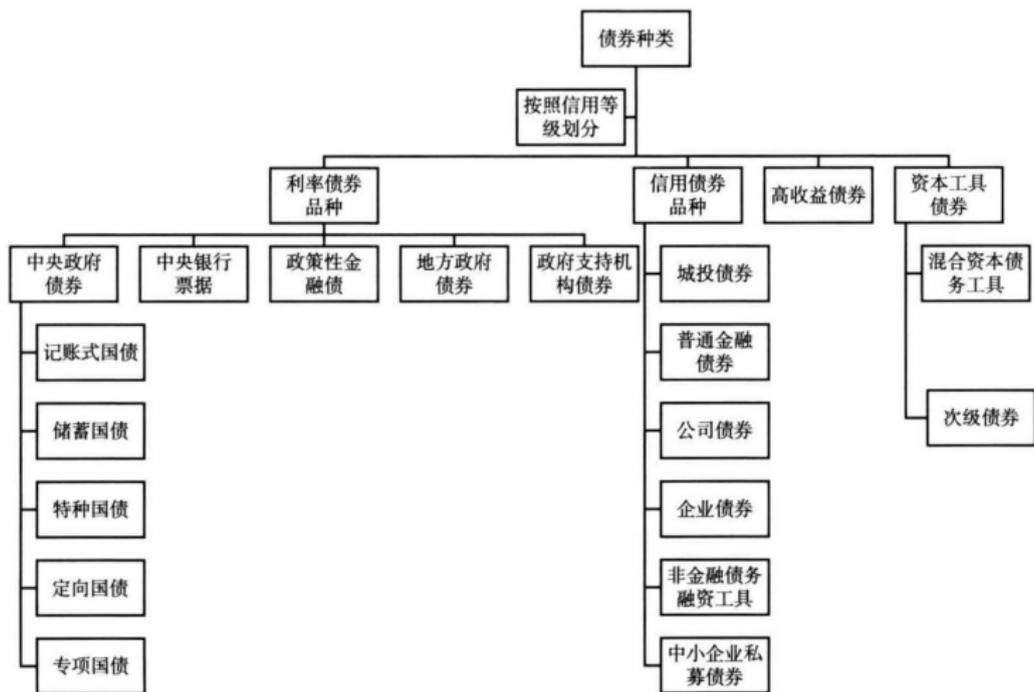


图 4-5 按信用等级划分

## 图 4-5 按信用等级划分

### 图示内容描述

该图展示了按信用等级划分的债券种类：

- **利率债券品种：**
  - 中央政府债券 (记账式、储蓄、特种、定向、专项)
  - 中央银行票据
  - 政策性金融债
  - 地方政府债券
  - 政府支持机构债券
- **信用债券品种：**
  - 城投债券
  - 普通金融债券
  - 公司债券
  - 企业债券
  - 非金融债务融资工具
  - 中小企业私募债券
- **高收益债券**
- **资本工具债券：**混合资本债务工具、次级债券

## 债券分类：按信用等级 (续)

- 根据发行主体的信用不同, 债券可分为利率债券和公司信用类债券 (早期称为企业类债券, 包括金融企业发行的金融债券和非金融企业发行的公司债等)。
- 政府债券和政策性金融债又被称为利率债, 各类企业发行的债券就是公司信用类债券。
- 相对于政府债和政策性金融债, 公司信用类债券有一定的违约风险, 所以称为信用债。
- 从中国整体债券市场来看, 占比最大的是国债即中央政府债券以及地方政府债券, 占比在 35% 左右, 其次是金融机构发行的金融债, 占比在 35% 左右, 剩下的大部分是企业类债券。也就是说政府、金融债占到 70% 左右, 剩下 30% 左右是非金融企业发行的公司信用类债券。
- 监管分类和市场分类略有不同, 根据监管机构明确的概念, 中国的公司信用类债券主要分为以下三类:
  - 一是国家发展改革委监管的企业债、证监会监管的公司债;
  - 二是银行间交易商协会监管的中期票据和短期融资券、政策性银行发行的政策性金融债、商业银行和证券公司发行的金融债。
  - 三是地方政府平台发行的城投债。
- 此外, 还有次级债和信贷资产证券化产品等。

## 二、债券市场品种

- 中华人民共和国成立以来,各个时期债券品种有其时代的特点。
- 一直到 20 世纪 90 年代末期,债券市场主要是国债市场。
- 早期债券品种主要是用于经济建设的公债。
- 多样化的市场品种主要形成于 20 世纪 90 年代的国债市场化改革时期和 2000 年以后非政府债券市场的发展时期(见表 4-1)。

表 4-1 中华人民共和国成立以来债券市场的发展 (1951-2003) I

年份	国债	央行票据	地方政府债券	金融债	企业公司债券
1951	人民胜利折实公债	—	—	—	—
1955	建设公债	—	—	—	—
1958	—	—	地方建设公债	—	—
1981	国库券	—	—	—	—
1984	—	—	—	—	企业债券
1985	—	—	—	特种贷款金融债	—
1986	—	—	—	大额可转让定期存单	—
1993	无纸化国库券	—	—	—	—
1994	储蓄债券 短期国库券	央行融资券	—	派购发行金融 债券	—
1996	10 年期付息 记账国债 贴现国债	—	—	特种金融债券	—
1998	—	—	—	市场化发行政 策性金融债券	—
2000	—	—	—	—	一年期定存基准浮动利率 企业债券
2001	—	—	—	非银行金融机 构债券	—
2002	商业银行柜台 发行的记账式 国债	央行票据	—	—	—
2003	—	—	—	境内美元债券	中小企业集合债券

# 表 4-1 中华人民共和国成立以来债券市场的发展 (2004-2016) I

年份	国债	央行票据	地方政府债券	金融债	企业公司债券
2004	凭证式国债 (电子记账)	—	—	商业银行次级债; 证券公司短期融资券; 以7天回购利率为基准 的浮动利率金融债	—
2005	—	—	—	商业银行普通债; 国际机构债(熊猫债)	信贷资产支持证券; 企业资产支持证券
2006	—	—	—	—	可转债
2007	特别国债	—	—	以Shibor为基准的 浮动利率金融债	公司债; 以Shibor为基准的浮动 利率企业债、短期融资券
2008	—	—	—	—	可交换债; 中期票据
2009	—	—	地方政府债	—	中小企业集合票据
2010	—	—	政府支持机构 债	—	企业资产支持票据
2011	—	—	—	—	非公开定向债务融资工具
2012	—	—	—	—	中小企业私募债券
2013	—	—	—	同业存单	永续期债券
2014	—	—	—	证券公司短期公司债券; 保险公司次级债; “三农”专项金融债; 商业银行柜台发行的 政策性金融债	永续中期票据; 项目收益债; 项目收益票据
2015	—	—	定向承销政府 债券	专项金融债 券、基金债券	非公开市场发行的项目 收益债券
2016	—	—	自贸区发行的 地方政府债	绿色金融债; SDR计价债券; 扶贫专项金融债	绿色企业债; 绿色资产支持证券; “双创”公司债; 项目集合企业债券

# 表 4-1 中华人民共和国成立以来债券市场的发展 (2017-2020) I

年份	国债	央行票据	地方政府债券	金融债	企业公司债券
2017	—	—	地方政府专项 债券创新品种	—	企业债券的专项债券品种； 市场化债转股专项企业债券
2018	—	—	PPP 项目专项债券	—	跨市场交易铁道债； “一带一路”债券； 优质企业债券
2019	在澳门发行的 人民币国债	—	在商业银行柜 台发行的地方 政府债	无固定期限资本债券； “债券通”绿色金融债； 以 LPR 为基准的 浮动利率金融债	以 LPR 为基准的浮动利率 超短期融资券、信贷资产 支持证券、企业资产支持 证券
2020	抗疫特别国债	—	—	“抗疫”主题金融债	“疫情防控”公司债、银行 间市场债务融资工具、 资产支持证券

- 地方政府债券市场在 2014 年后得到了快速发展。
- 地方政府债务不同于地方政府债券。前者是地方政府发生的各种债务的总和,后者则是地方政府发行的标准化债券。
- 地方政府相关债务的种类较多,有的偏于政府债务,有的偏于公司债务。有的是银行贷款形成的,有的是发行债券形成的。后者可以称为地方政府类债券。
- 地方政府类债券信用受多种因素的影响,具有较大的复杂性。

### 三、市场总体构架

- 债券交易的三大市场包括银行间债券市场、证券交易所市场和柜台交易市场。
- 其中政府债券和金融债券主要在银行间市场交易,公司债券主要在交易所市场交易。
- 债券市场可以按照交易场所、发行人和投资人的关系、发行主体、投资人的性质,或者债券产品进行分类。
- 按照发行人和投资人之间的关系,我国债券市场分为一级市场、二级市场和衍生产品市场。
- 一级市场又可以分为信用债市场和利率债市场。
  - 利率债市场包括国债、政策性金融债和地方政府债市场;
  - 信用债市场包括城投债、企业债、公司债市场等。
- 从发行种类划分,包括各类债券、可转债、资产支持证券、票据等。

## (一) 债券市场的监督管理架构 - 1. 监管简史

- 一直到 20 世纪 90 年代末期, 中国的国债市场都由财政部监管。
- 90 年代后期, 国债二级市场转由新成立的国家证券委和之后的证监会管理。
- 目前, 中央和地方政府债券一级市场仍然由财政部统一管理。
- 中国企业发债最早由国家计委管理。国家计委和后来的发改委审批项目同时提供资金配套, 企业完成项目审批到募集资金的过程就是融资过程。
- 另外, 证监会管理的公司债发行主体主要是上市公司 (2007 年开始), 2015 年新公司债将发行主体扩展到全体企业。
- 除了国家发展改革委、证监会, 还有人民银行主管的银行间交易商协会批准发行债券产品。
- 银行间交易商协会从 2005 年创设短期融资券, 2008 年开始创设中期票据, 现在基本上形成超短期融资券、短期融资券、中期票据、定向工具等完整体系。

## (一) 债券市场的监督管理架构 - 2. 监管特点

- 早期人民银行监管金融市场时, 证券市场刚刚起步。在没有债券市场时, 监管主要是对发行的审批。
- 审批者不是从风险角度, 更多是从融资角度和发行人在国家战略中的地位的角度决定是否批准。
- 如财政部负责发行国债和进行国债市场监管, 国家计委负责企业债审批, 都是从通过融资解决国家基础设施建设的角度出发的。
- 1995 年国家证监会成立, 统一监管证券市场。
- 目前三大监管体系的框架是历史上形成的。从本质上看, 这三大监管体系下的债券融资工具没有差别, 都属于利率债和信用债, 属于政府和企业直接融资工具。
- 监管逻辑没有太大差别, 只是监管主体不同。
- 但是随着市场的发展, 从融资角度审批的必要性减少。发行市场改革的方向是从审批制向备案制发展。
- 证监会主管的公司债和交易商协会主管的短期融资券和中期票据主要是面向各种类型的企业。
- 地方政府融资平台也可以通过交易所发行公司债或者通过交易商协会发行短期中期票据等, 但是证监会和交易商协会对地方政府债的审核越来越严, 所以地方政府融资平台在这两个交易所发行债券越来越少。
- 2023 年国务院机构改革将中国证监会转为国务院直属机构。新的证监会接管了原来国家发展改革委负责的债券市场监管职能, 在一定程度上实现了债券市场的统一监管。
- 由于历史原因, 债券市场的制度结构具有中国的特色。各类发行体、监管框架、交易结算、交易场所、场外市场的整个架构见图 4-6。

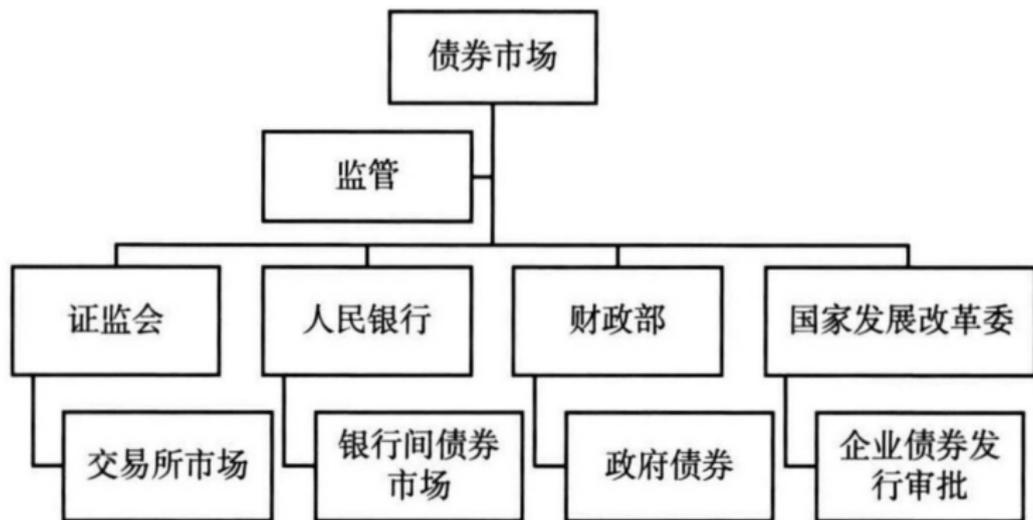


图 4-6 债券市场的制度架构

## 图 4-6 债券市场的制度架构

### 图示内容描述

该图展示了债券市场的监管制度架构：

- **监管层:** 证监会、人民银行、财政部、国家发展改革委
- **市场划分及对应监管:**
  - 交易所市场 (证监会监管)
  - 银行间债券市场 (人民银行监管)
  - 政府债券 (财政部监管)
  - 企业债券发行审批 (国家发展改革委监管, 后划归证监会)
- 债券市场监管框架的最大特点是债券审批分散在不同部门, 其中国债由财政部上报国务院批准发行。
- 国家发展改革委为企业债券的法定注册机关, 发行企业债券应当依法经国家发展改革委审批。(2023 年机构改革后, 这项职能划归中国证监会。)
- 发改委指定相关机构为企业债券的受理、审核机构。其中, 中央结算公司为受理机构; 中央结算公司、中国银行间市场交易商协会为审核机构。
- 债券市场分别由人民银行和中国证监会管理。这一情况基本上是历史上形成的。
- 目前公司信用类债券注册制改革不断深化。

## (二) 国债市场体系

- 国债和中央政府债券都是在同等意义上的表述, 但是国债是中央政府的债务, 强调的是债务的层面, 而中央政府债券侧重的是标准化的债务产品和市场工具, 强调的是市场层面。
- 1996 年国债市场化取得成功以后, 用中央政府债券表述财政部发行的国债更为准确。
- 本书把中央政府债券定义为财政部作为市场主体所发行的债券, 和前面所说的国债的内涵有很大不同。
- 在金融市场中, 国债市场具有特殊的地位 (见图 4-7)。国债市场横跨货币市场和资本市场, 是金融市场定价的基准。(高坚. 国债市场 [M]. 北京: 经济科学出版社, 1997: 9-12.)

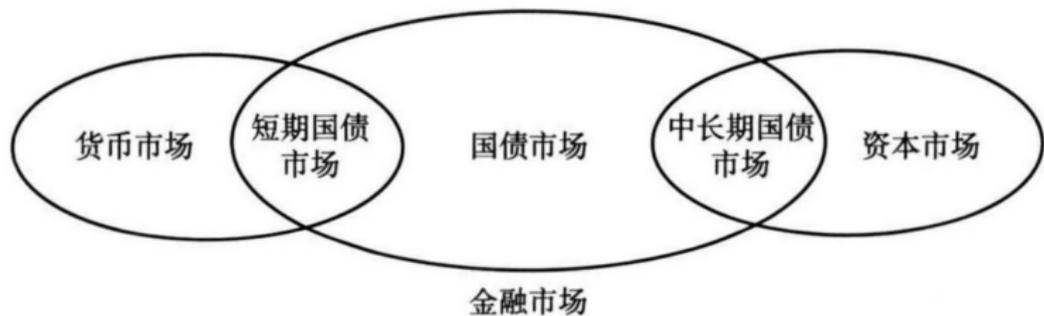


图 4-7 国债市场在金融市场中的地位

## 图 4-7 国债市场在金融市场中的地位

### 图示内容描述

该图展示了国债市场在金融市场中的位置：

- 金融市场包含国债市场。
- 国债市场横跨货币市场和资本市场。
- 货币市场包含短期国债市场。
- 资本市场包含中长期国债市场。

- 国债市场作为金融市场的核心部分,是一个完整的体系。
- 国债市场体系包括交易场所、产品、指数和市场工具,以及市场中介服务机构等。
- 国债的交易场所包括集中市场和柜台市场。
- 国债市场品种既是市场体系的基本组成部分,也是交易的对象和工具,包括国债现券、国债期货和国债回购等。
- 市场中介包括承销商、做市商、服务商等。(高坚. 中国债券资本 [M]. 北京: 经济科学出版社, 1997: 10-12.)
- 国债市场体系见图 4-8。

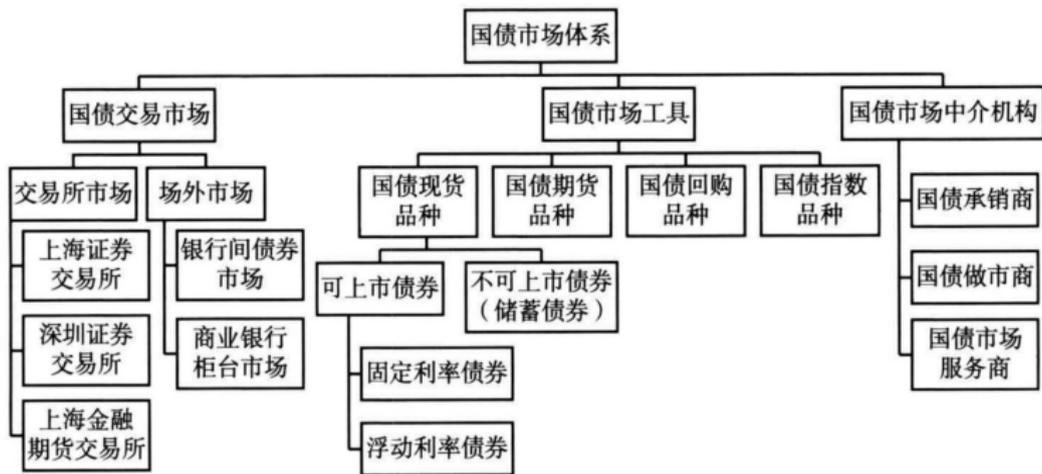


图 4-8 国债市场体系

## 图 4-8 国债市场体系

### 图示内容描述

该图展示了国债市场的体系构成：

- **国债交易市场：**
  - 交易所市场 (上海证券交易所、深圳证券交易所、上海金融期货交易所)
  - 场外市场 (银行间债券市场、商业银行柜台市场)
- **国债市场工具：**
  - 国债现货品种 (可上市债券: 固定利率、浮动利率; 不可上市债券: 储蓄债券)
  - 国债期货品种
  - 国债回购品种
  - 国债指数品种
- **国债市场中介机构：**
  - 国债承销商
  - 国债做市商
  - 国债市场服务商



### 图示内容描述

该图展示了国债市场的层级架构：

- 国债一级市场
- 国债二级市场:
  - 交易所市场
  - 柜台市场
- 国债衍生品市场:
  - 回购市场
  - 期货市场
  - 掉期市场
  - 指数市场

### (三) 债券市场的交易架构

- 从市场交易方式来看,主要分为场内市场和场外市场(见图 4-10)。
- 场内市场:
  - 以中国证券登记结算公司托管结算为基础,分为上海证券交易所和深圳证券交易所,是主要的集中撮合交易的场所。
  - 中国证监会监管的债券市场还包括私募债券市场。
  - 发行人包括财政部、上市公司、国有企业、AA 级以上的民营企业等。
  - 投资人主要是非银行机构公募基金、银行理财、资管计划等各类非法人产品账户以及个人投资者。
- 场外市场:
  - 以中央结算公司为基础,主要是银行间债券市场和商业银行柜台市场。
  - 银行间市场的交易方式是询价谈判,商业银行柜台市场的交易方式是双边报价。
  - 银行间市场的发行人主要是财政部、国家开发银行、其他政策性银行和四大商业银行等。
  - 投资人主要是各类机构投资者,其中活跃的投资机构主要是商业银行和保险公司。
- 2016 年末,国债余额只占场内市场债券余额的 8.66%。日均交易量为 40 亿元左右,只占银行间债券市场的 1% 左右。(吴晓求,中国债市须摒弃“谁审批、谁监管”的发展思路和监管原则 [N/OL]. 新京报, (2020-12-21) [2022-03-08]. <https://news.ifeng.com/c/82NoJ34fmj>. 2020-12-21.)

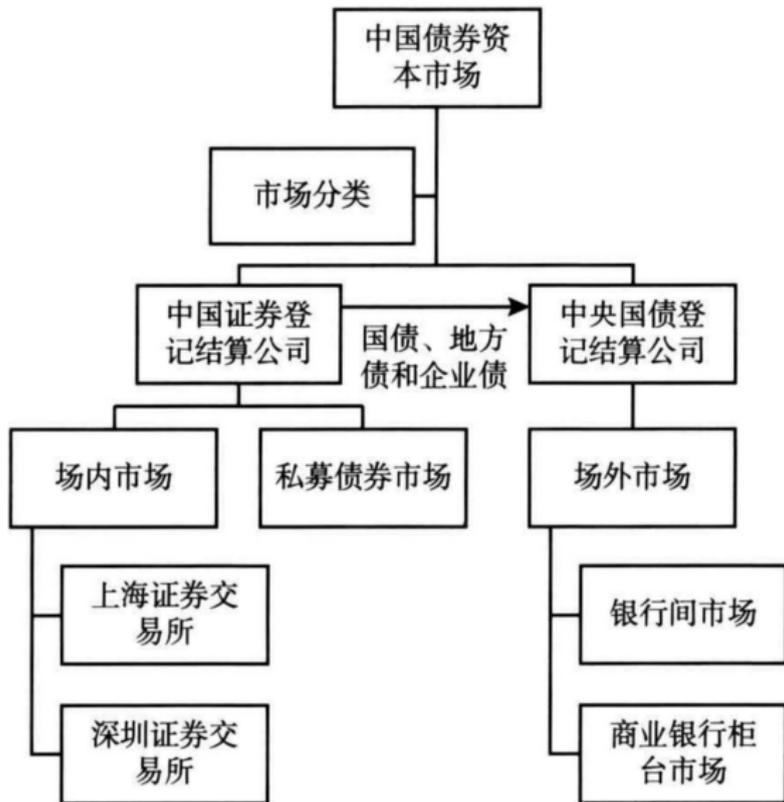


图 4-10 中国债券资本市场

### 图示内容描述

该图展示了中国债券资本市场的分类和托管结算体系：

- 市场分类：

- 场内市场 (托管结算：中国证券登记结算公司)

- 上海证券交易所
- 深圳证券交易所
- (包含私募债券市场)

- 场外市场 (托管结算：中央国债登记结算公司)

- 银行间市场
- 商业银行柜台市场

- 托管券种：国债、地方债和企业债

- 由于债券市场的投资者主要是银行、保险等机构投资人，银行间市场的债券交易数量明显大于交易所场内市场的交易量，每笔的交易额数量大，适合询价交易，不适合集中交易。
- 对于跨市场交易券种（国债、地方政府债、企业债等），中央结算公司担任总托管人，中国证券登记公司进行分托管。
- 对于每个市场的特有券种，中央结算公司和中国证券登记公司分别采取一级托管的方式。
- 不同体系交易的债券在登记、托管、结算等方面存在明显不同。

## ● 市场分割问题:

- 同类债券在不同机构、不同市场登记托管,存在同券不同号、同号不同券的现象,难以形成统一的市场。
- 不同托管结算机构账户类型设置不同,账户互不通用,形成了交叉复杂的账户结构,投资者不得不开立多个托管结算账户对接三套系统,参与不同市场。
- 托管结算体系分割导致市场主体运行成本较高,增大了跨市场交易的操作成本和操作风险,阻碍了市场要素的自由流动和市场主体的良性竞争。

## ● 发展方向:

- 建立组织统一、运行高效、风险可控的登记托管结算体制是推动债券市场高质量发展、打造国内外债券市场双循环的内在要求。
- 在现有基础上推动债券市场基础设施互联互通,需要明确中央结算公司为各类债券的总登记托管机构,并由总登记托管机构负责清分和最终结算,其他债券托管机构在总登记托管机构开户,债券市场互联互通在多级托管体系下开展。
- 为了实现市场的统一,今后应进一步推动建立统一的债券市场登记托管结算系统,由统一的后台对接多元化的前台。
- 统一整合后,保证投资者能够在统一的登记托管系统内完成债券交割,实现通过统一账户体系自由选择交易场所,参与各类债券品种的交易。(中央结算公司,2021-09-18.)
- 中国债券市场结构见图 4-11。

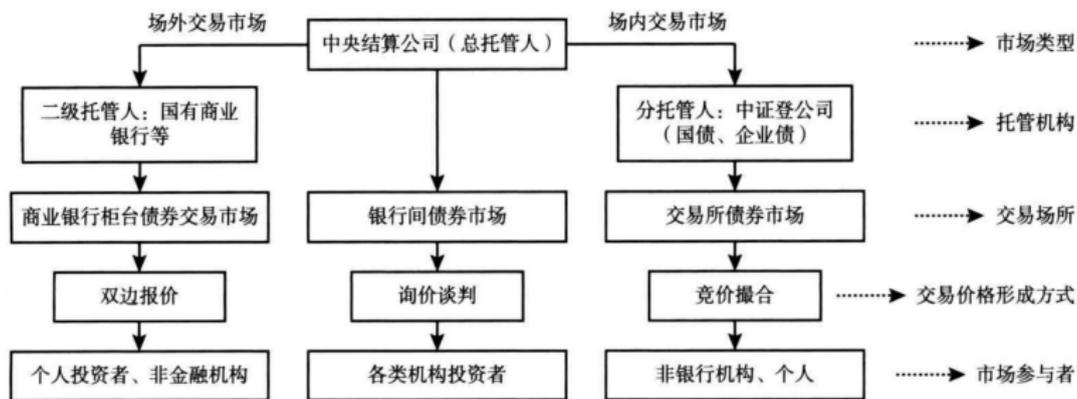


图 4-11 中国债券市场结构

## 图 4-11 中国债券市场结构

### 图示内容描述

该图展示了中国债券市场的结构、托管、交易场所及参与者：

- **市场类型:** 场外交易市场、场内交易市场
- **总托管人:** 中央结算公司
- **托管机构:**
  - 二级托管人: 国有商业银行等 (对应场外)
  - 分托管人: 中证登公司 (国债、企业债) (对应场内)
- **交易场所:**
  - 商业银行柜台债券交易市场 (场外)
  - 银行间债券市场 (场外)
  - 交易所债券市场 (场内)
- **交易价格形成方式:**
  - 双边报价 (柜台)
  - 询价谈判 (银行间)
  - 竞价撮合 (交易所)
- **市场参与者:**
  - 个人投资者、非金融机构 (柜台)
  - 各类机构投资者 (银行间)
  - 非银行机构、个人 (交易所)

## 四、目前中国债券市场品种和市场工具的发展

- 固定收益产品是从非标准化的债务合约, 通过证券化转化成可以进入市场的标准化产品。
- 根据条款内容, 一般即期合约转化为债券, 包括浮动利率和固定利率债券。
- 而跨期合约, 即远期合约, 转化为期货产品; 选择权合约转化为期权产品和可转债产品 (见图 4-12)。

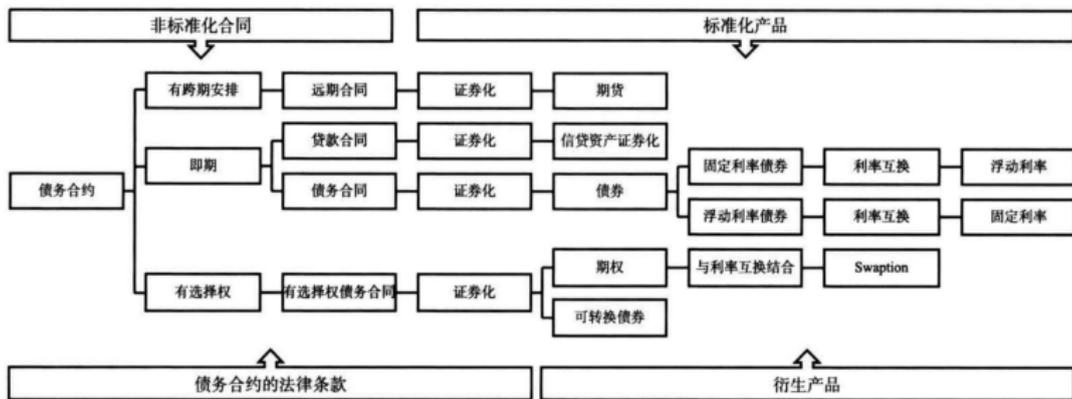


图 4-12 理解固定收益金融产品的形成

## 图 4-12 理解固定收益金融产品的形成

### 图示内容描述

该图展示了从非标准化合同到标准化及衍生产品的演化路径：

- 非标准化合同：

- 债务合约 (即期 -> 债务合同 -> 证券化 -> 债券)
- 债务合约 (有跨期安排 -> 远期合同 -> 证券化 -> 期货)
- 债务合约 (有选择权 -> 有选择权债务合同 -> 证券化 -> 可转换债券/期权)
- 贷款合同 (即期 -> 证券化 -> 信贷资产证券化)

- 标准化产品：

- 债券 (固定利率债券、浮动利率债券)
- 期货
- 可转换债券
- 信贷资产证券化

- 衍生产品：

- 利率互换 (固定 vs 浮动)
- Swaption (期权 + 互换)

- 债务合约的法律条款 -> 衍生产品

- 图 4-12 可以帮助理解固定收益产品的演化逻辑。
- 债券市场中的固定收益品种基本上是从发行人和投资人的角度进行分类的。
- 目前, 债券市场的现券成交主要集中在银行间市场, 占比 93.76%。其余的现券成交在交易所市场 (见图 4.13)

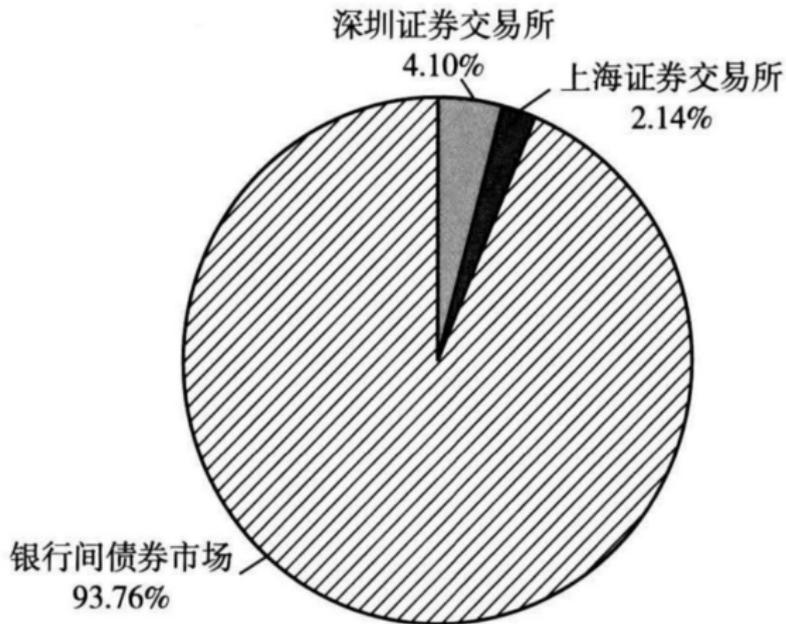


图 4-13 2020 年现券成交结构

## 图 4-13 2020 年现券成交结构

### 图示内容描述

该饼图展示了 2020 年中国债券市场现券成交额的分布结构：

- 银行间债券市场: 93.76%
- 深圳证券交易所: 4.10%
- 上海证券交易所: 2.14%

# 1. 银行间市场的交易品种

- 由于历史原因,我国并没有统一的债券市场,债券交易场所由银行间市场和交易所市场两个市场组成的。
- 目前,银行间债券市场是我国规模最大的债券市场。
- 2019年,债券市场共发行各类债券45.3万亿元,较2018年增长3.1%,增幅较上年回落3.7个百分点。
- 银行间债券市场发行债券38.0万亿元,占债券市场发行总量的83.9%,仍是我国债券主要发行场所。
- 银行间债券市场交易品种有回购和现券买卖两种。
- 在银行间市场交易的债券是经人民银行批准的记账式债券如政府债券、中央银行票据和金融债券等。
- 参与者主要是银行、证券公司、信托公司等金融机构。(中国人民银行网站.2019年金融市场运行情况[EB/OL].(2020-01-19)[2022-03-08].  
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3960639/index.html>)
- 近年来,我国债券市场的交易品种和可交易债券数量不断增加。
- 金融债券在2017年前一直是成交额最大的品种,平均占比为37%,但是2014年以来同业存单发展迅速,由2014年的0.55%大幅度攀升到2017年前11个月的35.63%,超过金融债券成为市场第一大交易品种。
- 国债成交额变动不大,稳定在12%左右。由于央行公开市场操作调整的原因,央行票据占比从2010年27%下降到零。
- 目前,在银行间市场可流通的债券包括国债、地方政府债、同业存单、金融债、中期票据、短期融资券、定向工具、国际机构债、企业债、政府支持机构债以及资产支持证券,包括信贷、ABS

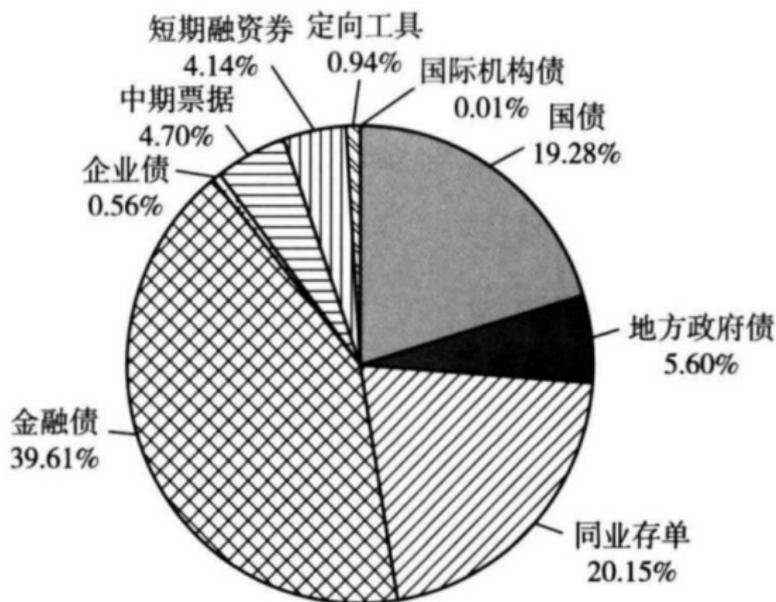


图 4-14 2020 年各品种债券成交统计

## 图 4-14 2020 年各品种债券成交统计

### 图示内容描述

该饼图展示了 2020 年银行间市场各债券品种的成交额占比：

- 金融债: 39.61%
- 同业存单: 20.15%
- 国债: 19.28%
- 地方政府债: 5.60%
- 中期票据: 4.70%
- 短期融资券: 4.14%
- 定向工具: 0.94%
- 企业债: 0.56%
- 国际机构债: 0.01%

## 2. 交易所市场交易品种

- 目前可交易品种包括国债、地方政府债券、金融债、企业债、公司债、政府机构债和 ABS (证监会主管)、可转债和可交换债券。(中国人民银行网站. 2021 年金融市场运行情况 [EB/OL]. (2022-01-30) [2022-03-08].  
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4463448/index.html>.)
- 交易所债券品种及交易情况见表 4-2、表 4-3。

# 表 4-2 各类债券的发行主体、发行方式、投资人和监管机构 I

债券品种	发行主体	发行方式	投资人	监管机构
记账式国债	中央政府	公开招标	境内法人和自然人	财政部
地方政府债	地方政府及其所属机构	招标和公开承销	境内法人和自然人	人民银行、财政部、证监会
金融债	国家开发银行(上交所)	承销/分销	银行金融机构及其他机构	人民银行
企业债	中央政府所属机构、国有独资企业、国有控股企业	承销	个人和机构投资者	证监会
公司债	有限责任公司/股份有限公司	公开与非公开发行	合格投资者	证监会
非公开发行公司债	有限责任公司/股份有限公司	非公开发行	合格投资者	证监会
可转换公司债	上市公司本身	公开发行/承销	合格的个人和机构投资者	人民银行、证监会
分离交易可转债	上市公司	公开发行/承销	合格的个人和机构投资者	人民银行、证监会

表 4-3 交易所各类债券的交易情况 (截至 2017 年 5 月 12 日) I

证券类别	数量 (只)	成交金额 (元)	成交量
<b>公募品种</b>	<b>2146</b>	<b>2477919655</b>	<b>25176447</b>
国债及地方政府债	1713	307515	3110
企业债	15	3438132	34370
公司债	410	2347640026	24045645
可转债	8	126533981	1093322
债券回购	<b>9</b>	<b>73163681000</b>	<b>731636810</b>
<b>非公募品种</b>	<b>795</b>	<b>2910650460</b>	<b>28070000</b>
私募债	689	2860341660	27570000
可交换私募债	60	50308800	500000
证券公司次级债	36	0	0
证券公司短期公司债	10	0	0
资产支持证券	496	491452550	5020000

### 3. 衍生产品市场

- 金融衍生品是基于或衍生于金融基础产品 (如货币、汇率、利率、股票指数等) 的金融工具, 它也是以传统金融品为基础衍生出来的、作为买卖对象的金融产品。
- 与其他金融工具不同的是, 金融衍生品自身并不具有价值, 其价值是从可以运用衍生品进行买卖的货币、汇率、证券等的价值中衍生出来的。
- 金融衍生品主要包括远期、期货、掉期 (互换) 和期权, 还包括具有远期、期货、掉期 (互换) 和期权中一种或多种特征的混合金融工具。(根据公开资料整理, 2019-10-29.)
- 最早的衍生产品是国债期货, 1992 年首先在上海证券交易所试运行, 1994 年扩大到更多交易场所。
- 1995 年因“国债期货”事件关闭。
- 2015 年重启国债期货时, 国债期货品种逐渐增加。

## 我国债券市场的规模和流动性指标

## (一) 发行量不断扩大

- 我国债券市场规模不断扩大,超过了银行贷款和股票市值的增长速度。
- 到 2019 年我国债券的发行量、托管量和交易量都迅速增加。
- 2020 年,债券市场共发行各类债券 57.3 万亿元,较 2019 年增长 26.5%。其中银行间债券市场发行债券 48.5 万亿元,同比增长 27.5%。
- 截至 2020 年 12 月末,债券市场托管余额为 117 万亿元,其中银行间债券市场托管余额为 100.7 万亿元。
- 2020 年,国债发行 7 万亿元,地方政府债券发行 6.4 万亿元,金融债券发行 9.3 万亿元,政府支持机构债券发行 3580 亿元,资产支持证券发行 2.3 万亿元,同业存单发行 19 万亿元,公司信用类债券发行 12.2 万亿元。
- 2019 年末外资持有中国债券突破 2 万亿元。□ (□ 中国人民银行网站. 2020 年金融市场运行情况 [EB/OL]. (2021-01-26) [2022-03-08].  
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4169040/index.html>.)

- 随着中国经济的持续发展和金融市场的深化改革，债券市场在一级发行和二级市场交易方面均保持增长态势。
- 从债券市场存量规模看, 截至 2024 年末, 全国债券市场托管余额达 177.0 万亿元, 同比增长 12.1%。[1] 其中, 银行间债券市场托管余额 155.8 万亿元, 交易所市场托管余额 21.2 万亿元。[1] (中国人民银行, 2024 年份金融市场运行情况 [EB/OL]. (2025-02-07))
- (二) 债券市场的交易量持续增长
  - 2023 年, 中国债券市场现券交易量持续增加。
  - 2023 年, 银行间债券市场现券累计成交 297.9 万亿元, 日均成交 1.2 万亿元, 同比增长 12.7%。交易所债券市场现券累计成交 40.9 万亿元, 日均成交 1682.1 亿元, 同比增长 20.1%。(数据来源: 中国人民银行 2023 年金融市场运行情况)
  - 2024 年, 银行间市场现券交易规模为 377.8 万亿元, 同比增长约 23%。[2] (中国银行间市场交易商协会, 《中国债券市场改革发展报告 (2025 年)》 [EB/OL]. (2025-04-23))
  - 2023 年, 银行间货币市场成交量共计 1817.2 万亿元, 同比增长 18.1%。其中, 质押式回购成交 1668.8 万亿元, 同比增长 21.4%; 买断式回购成交 5.4 万亿元, 同比减少 2.7%; 同业拆借成交 143.0 万亿元, 同比下降 2.6%。[3] (中国人民银行, 2023 年金融市场运行情况 [EB/OL]. (2024-01-29))

### (三) 投资者数量与结构 (截至最新数据)

- 我国债券市场投资者群体持续扩大，结构进一步多元化。
- 根据中国人民银行数据，截至 2023 年末，银行间债券市场的法人机构投资者（按管理人维度统计）数量持续增长，具体数量需查阅当年详细报告。（中国人民银行相关年度报告）
- 截至 2024 年 5 月末，通过债券通“北向通”入市的境外机构投资者达 821 家。[4]（证券日报，债券通高效运行七周年国际认可度显著提升 [N/OL]. (2024-07-03)）
- 截至 2024 年末，境外机构在中国债券市场的托管余额为 4.16 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.7%。[2]（中国银行间市场交易商协会，《中国债券市场改革发展报告（2025 年）》[EB/OL]. (2025-04-23)）
- 从银行间债券市场投资者结构看（截至 2023 年末），存款类金融机构持债占比约为 60%，资管产品占比约 27%，非银行金融机构占比约 6%，其他投资者占比约 7%。[5]（中国银行间市场交易商协会，中国债券市场改革发展报告（2024 年）[R/OL].）
- 关于公司信用类债券持有者结构，具体各类机构的最新详细占比数据，建议查阅中国人民银行发布的最新《金融市场运行情况》报告或相关专题报告。
- 2023 年主要品种债券发行量和 2023 年债券成交量（或截至最新可得数据的图表）应相应更新。

(万亿元)

图 4 - 15 2024 年主要品种债券发行量

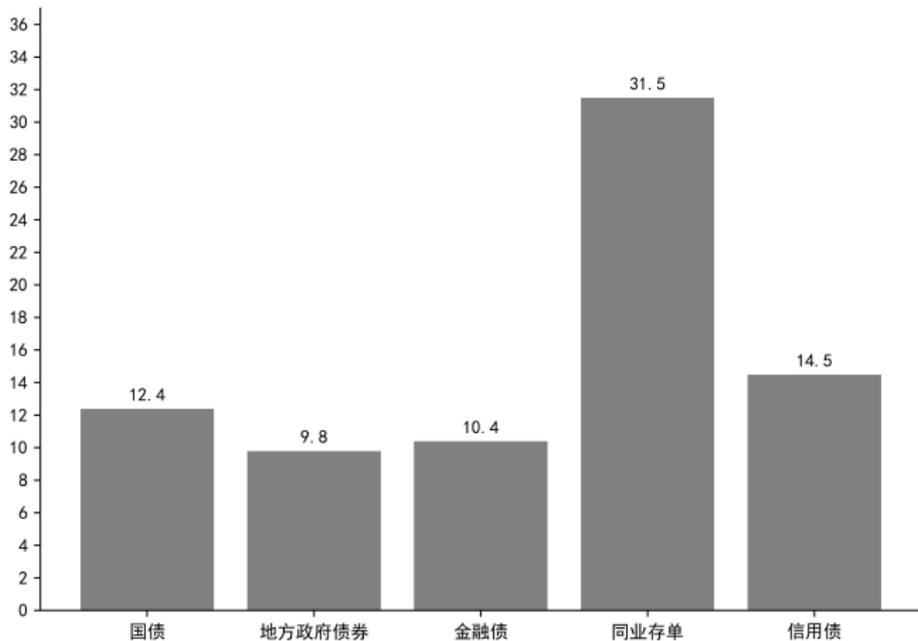
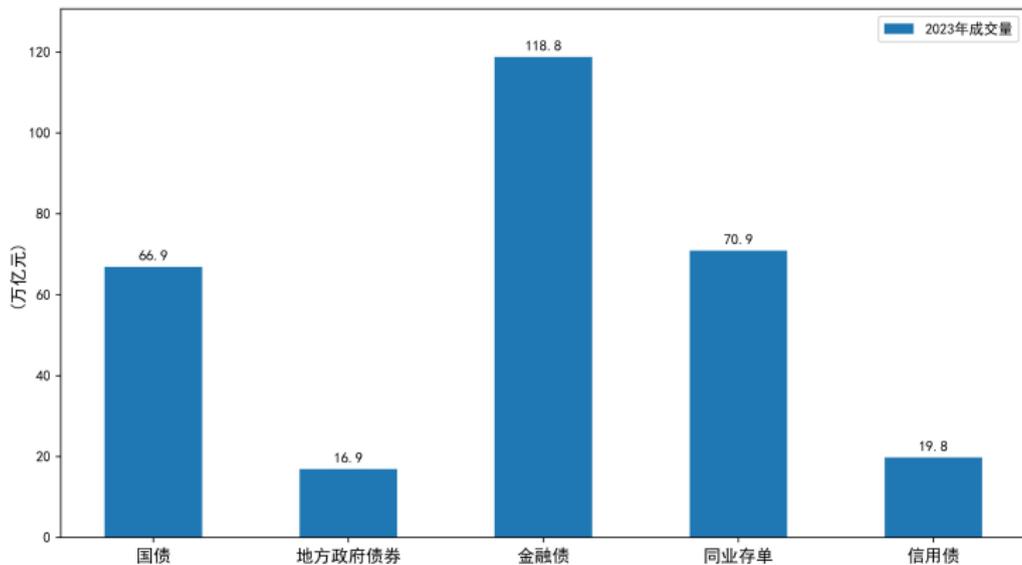


图 4-16 2023年主要品种债券成交量统计



## 图 4-16 2020 年债券成交量统计

### 图示内容描述

该柱状图展示了 2023 年中国主要债券品种的交易量（单位：万亿元，现券交易）：

- 国债: 约 67 万亿
- 地方政府债券: 约 16.9 万亿
- 金融债: 约 118.8 万亿
- 同业存单: 约 70.9 万亿
- 信用债 (含企业债、短融、中票、定向): 约 19.8 万亿

## (四) 市场行情变化

- 债券市场行情变化受到宏观和微观多种因素的影响。
- 其中利率债券和信用债券的行情变化分别受到利率水平和企业经营状况的影响。
- 而利率水平又受到宏观经济增长指标、价格指标, 以及财政货币政策的影响。
- 企业经营状况取决于经济周期和产业变化及创新程度等多种因素影响。
- 信用债券还要受到担保、还款意愿等因素影响。
- 利率债和利率水平变化密切相关, 而信用债和经济周期, 以及市场事件密切相关。
- 二级市场债券到期收益率的变化能够快速反映市场的供需变化。
- 利率债市场主要以 10 年期国债和 10 年期国开债为代表, 两者收益率变动非常同步。
- 在银行间市场交易最活跃的品种包括国债和国开债, 国开债数量仅次于国债, 但交易活跃, 在债券市场中具有特殊地位。至今国开债仍然是最好的债券收益率基准。

## (五) 债券市场的流动性分析

- 很长时间以来, 银行间市场的交易量大, 但是交易的活跃程度和日均交易量比交易所市场要小。但是近年来, 情况有了很大变化。
- 从银行间市场的流动性来看, 现券交易、质押式回购和买断式回购日均成交量稳步增长, 表现出了较好的流动性。
- 由于质押式回购同时具备融资、保值和投资功能, 交易非常活跃, 日均交易量在各类交易品种中最大。
- 2020年4月, 银行间质押式回购日均交易额达到4.8万亿元, 同比增长0.7万亿元, 其中4月7日以5.3万亿元创下历史新高。(Wind 资讯, 2020-04-30.)

## (六) 银行间市场的换手率

- 2018 年中国国债的年换手率已达到 1.5, 与美国等成熟市场差距缩小, 接近乃至超过东南亚主要发达国家国债换手率。
- 受 2015~2017 年短期限债券做市占比提高因素影响, 做市商报价平均价差明显抬升, 在对期限因素进行调整后, 市场的做市报价平均价差与 2013 年水平基本相当, 新发行 10 年期国债报价平均价差近年来也呈收窄趋势, 回落至 10 个 bp 以内, 但仍略高于 2013 年的水平。
- 从稳定性指标看, 我国债券市场与国际主要代表性国家市场的差距逐渐缩小。
- 截至 2020 年末, 我国债券市场余额达 18.6 万亿美元, 比全球债市规模排名第三的日本债券市场高出近 4 万亿美元。因此, 我国债券市场备受国际投资者关注, 债券市场对外开放已成为全球投资者的诉求。
- 与此同时, 我国债券市场对外开放频频发力, 市场基础设施和交易制度逐步完善。
- 截至 2021 年一季度末, 海外投资者持有我国债券规模达 3.65 万亿元, 较 2013 年底增长超过 9 倍。
- 中国债券市场的稳定性在 2015 年以后稳步上升, 目前位居全球第二, 仅次于日本。

## (七) 柜台市场

- 如前所述, 中国债券市场包括交易所市场、机构场外市场和商业银行柜台市场。
- 商业银行的柜台市场在国债市场化改革以前就已经存在。那时国债发行除了分配到厂矿、企事业单位, 还由银行的柜台向个人发售一部分, 也成为个人在一级市场上购买国债的一个重要渠道。
- 从 1991 年以后, 国债向机构发行, 个人开始在交易所柜台、证券公司柜台和商业银行柜台购买国债。
- 1994 年财政部发行储蓄国债, 也称为凭证式国债, 也在柜台向个人发行。凭证式国债并不在市场中交易。(高坚. 中国债券资本市场 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2007: 110.)
- 商业银行债券市场柜台交易是 2000 年以后逐渐发展起来的。为了使个人投资人也能买到当时银行间市场发行和交易的国债, 人民银行于 2002 年 4 月发布了《商业银行柜台记账式国债交易管理办法》。同年 6 月, 经国务院同意, 人民银行批准, 工商银行、农业银行、中国银行、建设银行等国有商业银行开始在北京和上海两地开展记账式国债柜台交易业务试点。(中国人民银行网站. 中国人民银行令〔2002〕第 2 号-商业银行柜台记账式国债交易管理办法 [EB/OL]. (2002-02-25) [2022-03-08]. )
- 之后, 2007 年, 财政部和人民银行为推动商业银行柜台市场的发展, 将柜台交易的记账式国债扩大到新发行的有利于建立国债收益率曲线的品种, 并进一步扩大到民生银行、北京银行、南京银行和招商银行 4 家。此后, 地方政府债券也进入商业银行柜台市场。

- 2019 年财政部发布公告, 允许浙江省和宁波市开始通过商业银行柜台市场发行地方政府债券, 个人和中小机构均可认购地方债券。
- 根据财政部公告, 这次发行的浙江债券为棚改专项债券, 期限 5 年, 招标确定的发行利率为 3.32%, 柜台销售额度 11 亿元。宁波债券为土地储备专项债券, 期限 3 年, 招标确定的发行利率为 3.04%, 柜台销售额度 3 亿元。(中国政府网. 地方债券首次推出商业银行柜台发行) 这标志着我国地方债券柜台发行成功推出。
- 公告明确, 地方债券柜台发行成功推出后, 个人和中小机构可以通过商业银行柜台网点或网上银行、手机银行等渠道认购地方债券, 起投金额 100 元。
- 投资者既可以持有到期享受稳定利息收入, 又可以在需要资金时随时向承办银行卖出或开展质押融资。
- 这一探索旨在拓宽我国地方债券发行渠道, 满足个人和中小机构投资者需求, 丰富全国银行间债券市场柜台业务品种。
- 根据新的规定, 地方政府公开发行的普通债券和专项债券均可通过商业银行柜台市场在本地区范围内 (计划单列市政府债券在本省范围内) 发行, 其中以专项债券为发行重点, 从而更好地发挥其稳投资、扩内需、补短板的作用。
- 继宁波和浙江之后, 四川、陕西、山东、北京四省市也作为首批试点地区通过商业银行柜台市场发行了地方政府债券。

## 债券市场对外开放的简要情况

## (一) 外债余额情况 I

- 我国外债规模增速放缓, 外债币种结构继续优化, 境外投资者配置境内人民币债券需求稳中略升。
- 根据国家外汇管理数据, 截至 2020 年末, 我国全口径 (含本外币) 外债余额 156650 亿元人民币 (等值 24008 亿美元, 不包括中国香港特区、中国澳门特区和中国台湾地区对外负债), 较 2020 年 9 月末增长 925 亿美元, 增幅 4%。这期间外债主要源于境外投资者增持人民币债券。(国家外汇管理局网站. 国家外汇管理局公布 2020 年末中国全口径外债数据 [EB/OL]. (2021-03-26) [2022-03-08]. <http://www.safe.gov.cn/safe/2021/0326/18623.html>.)
- 外资持有的比例目前看在 2%~4% 的水平。□ (□ 国家外汇管理局网站. “2020 年上半年外汇收支数据情况”新闻发布会文字实录 [EB/OL]. (2020-07-20) [2022-03-08]. <http://www.safe.gov.cn/xiamen/2020/0720/1537.html>.)
- 中国人民银行有关负责人表示, 随着中国债券市场被更广泛地纳入国际主流指数, 中国债券市场在全球负利率范围扩展背景下保持较高的收益水平, 外资投资空间较大。
- 2020 年中国新冠肺炎疫情防控取得成绩, 经济维持正增长, 吸引包括外债在内的国外资金注入是重要原因。
- 目前我国外债规模增速放缓, 外债币种结构持续优化, 境外投资者配置增加人民币债券需求稳中有升。
- 从外资持有占比来看, 目前我国债券市场上外资持有比重约为 2.76%, 这个水平明显低于发达国家。

## (一) 外债余额情况 II

- 2020 年交易商协会积极推动熊猫债券市场发展。境外机构在境内发行熊猫债方面,截至 6 月末,各类境外主体在银行间债券市场累计发行熊猫债超过 2100 亿元人民币。
- 目前,境外投资者可以通过多种渠道进入中国银行间债券市场。在在岸 (on shore) 市场,境外投资者可通过“全球通”和香港“债券通”两种渠道入市;在离岸 (off shore) 市场,境外投资者可通过自贸区和澳门 MOX 两种渠道入市。
- 自 2010 年三类机构获准入市以来,债券市场开放走过了十余年的发展历程。在此过程中,采取“中央确权 + 代理结算”制度体系的全球通模式得到了国际众多投资者的认可,成为境外投资者进入中国债券市场的主渠道。
- 截至 2020 年末,通过全球通模式入市的境外投资者债券托管余额为 2.19 万亿元,约占境外机构持有总规模的 76%。(李波. 以主渠道活力推动债券市场对外开放 [J]. 债券, 2021(8): 72-78.)
- 全球通模式覆盖了准入范围内的全部境外投资者类型,以境外大中型投资者为主,户均持债 20 亿元以上 (债券通模式下户均持债不到 4 亿元)。
- 截至 2020 年末,境外机构连续 25 个月增持境内债券,持有面额达到 2.88 万亿元。

## (二) 中国债券进入全球指数

- 近几年, 债券市场对外开放的标志性市场是全球三大指数均已纳入中国债券。
- **1. 彭博巴克莱全球综合指数:**
  - 2020年11月中国债券纳入彭博巴克莱全球综合指数。截至2020年10月, 中国债券权重为5.95%。
  - 高盛研究部预计, 在全面纳入后, 中国债券权重将达到6.25%左右。
  - 中国分项指数包含318只债券, 包括政府债和政策性银行金融债。□
- **2. 摩根大通全球新兴市场政府债券指数 (JPM GBI -EM):**
  - 该指数于2020年12月完成中国债券的纳入。
  - GBI - EM指数仅包含政府债, 不包含准政府债和企业债。该指数采用一项基于主观判断的流动性标准。
  - 目前指数包含13只债券, 但随着新基准的引入, 成分债券的数量预计会增加。□
- **3. 富时罗素全球政府债券指数 (WGBI):**
  - 该指数将从2021年10月开始纳入中国债券, 并于2022年9月完成。
  - 具体落实取决于富时在2021年3月评估已宣布的改革措施是否已对市场可投资性做出预期的实际改善。
  - 这些市场增强措施包括改善二级市场流动性、改善外汇市场结构, 以及完善全球结算和托管流程等工作。
  - 富时未公布中国的预期权重, 但高盛研究部预计将在5.7%左右。
  - WGBI将只纳入规模为350亿元人民币的政府债, 政策性银行金融债或企业债暂时不包括在内。

### (三) 外国投资者可以使用的市场工具

- 对冲工具可供境外投资者使用,包括债券远期、债券回购、远期利率协议、在岸利率互换、无本金交割利率互换(离岸)、在岸国债期货、离岸国债期货(正在研究,还未推出)、在岸外汇衍生品、离岸外汇衍生品。
- 但是,具体可用工具取决于外国投资者的投资渠道。

## (四) 近期债券市场国际化的新动向

- 2019 年, 债券市场对外开放继续稳步推进, 成效显著。
- 国际评级机构进入银行间债券市场开展业务取得实质性进展, 首家外资评级机构获准开展信用评级;
- 银行间债券市场持续纳入国际指数, 彭博巴克莱全球指数、摩根大通全球新兴市场政府债券指数系列陆续涵盖人民币债券, 这都将成为激活境外投资人配置中国债券需求的新契机。
- 投资人直接入市、通过债券通渠道入市规模持续扩大。截至 2019 年 11 月末, 入市的境外投资者数量已达到 2518 家, 持债总规模达到 2.20 万亿元, 占银行间市场债券市场总托管余额的 2.6%。(根据公开资料整理, 2020-01-02.)
- 国债于 2020 年初进入摩根 (JPMorgan) 的新兴市场指数。
- 2019 年在国际资本市场利率明显下降的时候, 中国财政部重返国际资本市场发行债券。(根据公开资料整理, 2021-11-11.)

## (五) 跨境债券市场规模及其增长速度

- 2019 年以来, 境外机构积极配置中国债券, 多元化程度进一步提高, 所投债券品种更加丰富, 增速相对平衡, 没有出现跨境资金大进大出、快进快出的现象。
- 截至 2020 年末, 债券市场总托管量达到 104.32 万亿元, 境外机构连续 25 个月增持境内债券, 持有面额达到 2.88 万亿元, 同比增加 1 万亿元, 增长 53.7%, 市场占比达到 2.76%。
- 主要持有券种和增持券种均为记账式国债和政策性金融债, 占其持有总量的 97.92%, 占增持总量的 98.48%。(中央结算公司. 2020 年债券市场统计分析报告 [J]. 债券, 2021(1): 86-92.)
- 从图 4-17 可以看到中国债券市场规模的增长速度。

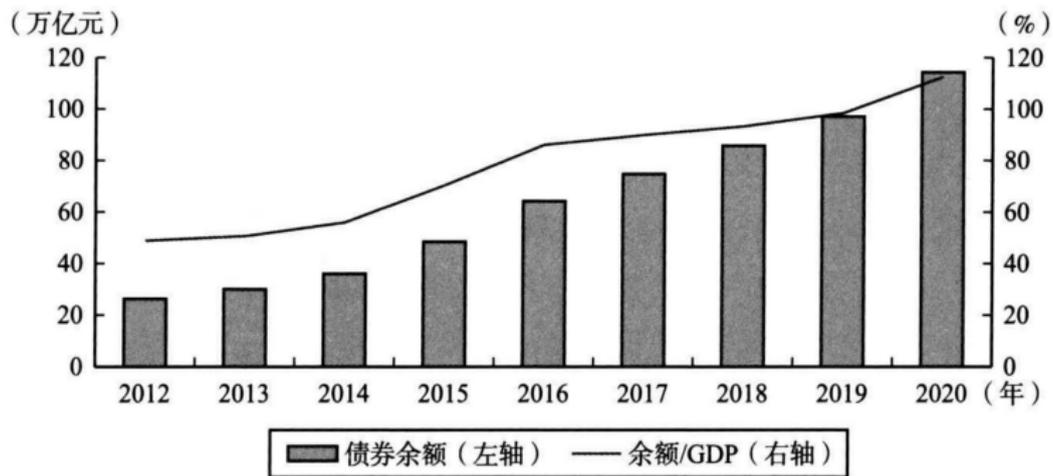


图 4-17 中国债券市场历史存量变化

## 图 4-17 中国债券市场历史存量变化

### 图示内容描述

该图展示了 2012 年至 2020 年中国债券市场余额（左轴，万亿元）和余额占 GDP 比重（右轴，%）的变化趋势：

- 债券余额（左轴）逐年显著增长，从 2012 年的约 25 万亿元增长至 2020 年的超过 110 万亿元。
- 余额/GDP（右轴）也呈现上升趋势，从 2012 年的约 45% 上升至 2020 年的约 110% 以上。

- 当前中国经济延续总体平稳、稳中有进的发展态势, 债券收益率与发达国家相比处于较为合理的区间, 且信用债券违约率整体处于较低水平, 具备收益和安全的双重吸引力。
- 近年来, 境外投资者持续增持中国债券, 充分反映了国际市场对中国经济的信心和对中国债券市场对外开放的认可。

## 我国债券市场的特点

## (一) 政府在债券市场中的主导性 I

- 债券市场的发展, 从无到有的阶段是最困难的。我国债券市场的发展是从国债开始的, 20 世纪 90 年代初期, 国债率先进行市场化改革, 其推动力主要来自国债发行当时遇到的困难。
- 国债改革初期, 银行利率是计划利率, 国债改革首先与传统的计划经济体制下的银行体系发生了冲突, 表现为国债利率与计划利率不一致。因为计划利率低于市场利率, 国债通过市场发行决定的利率就会高于银行存款利率。这样, 仅仅从成本考虑的国债市场化改革就遇到了阻力。
- 当然一部分阻力来自部门的利益, 国债改革改变了通过银行系统渠道的做法, 和传统的银行体制发生了矛盾。
- 其实最大的阻力是认识问题:
  - 一是建立国债市场, 就要有中介服务机构, 而它们的商人身份和利益驱动, 与当时理想主义与利他主义的计划经济时期的思想是格格不入的。
  - 其次, 个人是出于爱国原因去购买国债, 但市场会与个人购买国债的热情发生矛盾。
- 因此, 这个改革的艰难程度可以从市场发展的曲折历程中看出来。
- 改革开放后, 在发行国债市场的同时, 企业也尝试发行股票和债券, 但是和国债一样, 没有市场, 很快出现很多问题。由于没有监管部门, 企业的市场行为不规范, 企业债务违约的现象较为普遍。
- 到了 20 世纪 90 年代末期, 新成立的证监会主要监管股票市场, 债券市场仍然是多部门监管, 导致监管重复和监管真空。
- 而当时的国家计委批准发行的主要是重点建设债券和专项债, 用于国家重点建设, 但国家计委和后来的国家发改委并不监管债券的一级和二级市场。

## (一) 政府在债券市场中的主导性 II

- 20 世纪 90 年代末期国家开发银行开始发行金融债券, 成为市场上的主要发行体, 发行数量仅次于国债。开行通过发行债券投资国家重点建设项目, 和原有的重点建设债券的用途是一样的。
- 1999 年, 三峡、广东核电和铁道部是国家计委批准发行的主要发行体, 其债券由国家开发银行承销。
- 2000 年以后, 地方政府平台成为主要债券发行体, 从此地方政府平台债迅速增长。
- 2008 年以后, 国家允许地方政府发行债券, 各级政府成为主要发行体, 这种情况一直持续到今天。

- 政策性金融债券可以理解为国家投资债券的延伸。
- 公司债券和企业债券是银行贷款的转化。
- 与此同时,中央和地方政府债从用于经济建设转化为弥补赤字为主。
- 地方政府平台债券是投资性质的,而地方政府债券是弥补赤字的。

## (二) 银行和保险是主要投资人

- 中国的金融体系中, 银行仍然是主体。在整个金融市场中, 中国的债券市场的存量相对较小。原因是改革开放初期, 中国思想理念上对于债务的认识偏于保守。
- 目前, 虽然市场分割为交易所市场和银行间市场, 各自有自己的投资人基础, 但是由于银行和保险是主要投资人, 银行间市场的规模明显大于交易所市场。
- 国债最初在交易所市场发行, 1998 年商业银行从交易所市场撤出, 此后银行间市场建立。
- 我国商业银行仍然为主要投资人, 但是银行倾向购买持有, 限制了市场的流动性。

### (三) 公司债券规模相对较小

- 如前所述,我国公司债市场远远没有达到其应该有地位,发挥自身作用。
- 截至 2019 年 6 月 30 日,公司债发行数量为 981 只,合计发行规模达 10686.865 亿元。而 2018 年上半年的发行数量为 590 只,发行规模 5814.035 亿元。(Wind 资讯,2019-07-05.)
- 2019 年上半年,公司债无论是发行数量还是发行规模较上年同期均实现增长,但是和银行资产相比,中国公司债券规模仍然偏小。
- 虽然我国企业债券市场逐渐放开,但是我国企业债券市场规模相对小。
- 目前来看,我国城投债券的发行体主要集中在交通运输、水电、煤炭和制造业等综合实力较强的行业,公司债、城投债和企业债等公司信用类债券发行的规模小于规模庞大的国债市场和股票市场。□(□陈思遥.关于企业债券市场发展的思考[J].财经界(上旬刊),2020(7):54.)
- 按照新的分类,现在我国企业债属于公司信用类债券,和国际市场比较,在欧美和日本,公司债券是债券市场中最大的品种。

## (四) 短期国债和短期公司债市场不发达

- 中国早期短期债券市场不够活跃, 主要是当时财政部不发行短期债。
- 当年笔者在财政部工作时, 曾经在 1994 年发行过两期短期国债, 主要是为了配合中国人民银行的公开市场操作。但是当时财政部预算司认为这样增加了还本付息的频度, 因此以后很多年都没有发行。
- 当时财政部没有债券市场的概念, 也没有财政和货币政策配合的理念。
- 从体制上来看, 财政部的国库放在人民银行, 由人民银行代理国库, 导致了财政部很长时间没有国库现金管理的职能, 也没有发行短期债券的必要, 因为短期预算资金安排可以临时向以中央银行借款的形式解决。
- 中国企业发行债券都是解决长期资金的问题, 债券期限通常都是 3~5 年。企业债券发行期限过长, 如果流动性不好, 投资人也是不愿意买的。
- 企业短期流动资金通常使用银行贷款更加方便。因此企业债和公司债基本也没有短期债券。
- 事实上, 剩余期限为 1 年或 1 年以内的债券, 特别是国债的交易更为活跃。

## (五) 市场分割

- 目前, 债券市场分为银行间市场和交易所市场。对于债券市场的分割, 有观点指出, 交易所市场和银行间市场交易分割, 形成同债不同价的问题。
- 长期以来, 两个市场相互独立、分割封闭, 既不能实现跨市场发行, 又不能进行跨市场交易。
- 进入银行间市场交易受到了严格的资格限制, 除了央行、财政部和一些金融机构、基金管理公司等, 个人投资者只能在交易所债券市场交易, 不能进入银行间市场。
- 这种相互分裂的格局, 不利于统一债券市场的形成, 也不利于我国基准收益率曲线的建立。同时这种分割状态会导致为争取市场份额而放松监管标准。
- 近几年来, 这种情况有了明显改观。在监管理念和监管标准统一的前提下, 多个市场组织良性有序竞争, 有助于维持市场活力、激发市场潜能、推动市场创新。
- 在充分理顺债券市场管理分工和各部门职责定位的基础上, 债券市场深化改革的重点在于形成统一制度规则下有序竞争、市场要素自由流动的债券市场。
- 实际上, 近年来两个市场的诸多规则已经和正在逐步统一。

## (六) 监管分割

- 目前,交易所市场和银行间市场由不同部门监管。
- 由于企业(公司)发行债券时,债券品种被部门化,分割成多个券种,因此批准和监管的主体不同,被分割到不同的交易市场进行交易,形成“九龙治水”的多头监管格局。
- 这容易产生垂直管理、市场分割、监管套利、效率低下等弊端。
- 目前监管改革的目的是推动完善债券市场法制,健全分类趋同、规则统一的法律制度,在此基础上形成统一的监管理念和监管标准。
- 监管部门应在上述法律框架下按照债券市场管理分工和各自职责定位严格依法行政,防范监管套利。(中央结算公司,2021-09-18.)

## (七) 市场基本信息 (表 4-4) I

项目	内容
主要交易场所	银行间债券市场、交易所债券市场、中金所国债期货市场、商业银行柜台债券市场
债券品种	政府债券、中央银行票据、地方政府债券、政府支持债券、金融债券、城投债券、公司信用债券、熊猫债券
主要投资人	政策性银行、商业银行、保险公司、公募基金/银行理财产品/资管计划/信托产品、私募基金/银行理财/资管计划/信托产品
交易方式	现券交易、回购交易、债券借贷、债券远期、债券衍生品(利率衍生品、信用衍生品)
交易时间	银行间债券市场(09:00~17:00)、交易所债券市场(09:30~11:30; 13:00~15:00)、商业银行柜台市场[柜台流通业务: 10:00~15:30; 储蓄国债(电子式)业务: 08:30~16:40]、中金所国债期货市场(非最后交易日: 09:30~11:30; 13:00~15:15; 最后交易日: 09:30~10:30)
结算机制	全额结算、净额结算(双边净额结算、多边净额结算)
结算方式	DVP(银行间债券市场)
结算周期	境内投资人: T+0, T+1、境外投资人: T+0, T+1, T+N
债券托管机构	中央国债登记结算有限责任公司(中央结算公司或中债登)、中国证券登记结算有限公司(中证登)、银行间市场清算所股份有限公司(上清所)
中央对手方	中证登、上清所、中金所
其他中介机构	货币经纪公司、结算代理人、估值机构、评级机构、会计师事务所、律师事务所、绿色债券评价认证机构
主管和监管部门	中华人民共和国财政部、中国人民银行、国家发展和改革委员会、中国证券监督管理委员会、中国银行保险监督管理委员会、中国外汇管理局
市场规模	发行量: 42 万亿元、托管量: 118 万亿元、交易量: 1711 万亿元
世界市场排名	第二

# 一、债券发行市场概况

- 我国债券市场经过 40 年的发展, 形成了符合国际惯例的发行方式和有中国特色的发行系统。

# (一) 发行方式 I

- 与世界各国一样,我国债券市场分为公募发行和定向私募发行两种方式。债券公募发行是主流发行方式。
- 1. 公募发行方式
  - (1) 招标发行:
    - 各国发行国债的通常做法,最早源自荷兰人拍卖郁金香的方法。我国最早的债券招标发行是1995年的划款期招标。
    - 招标发行的方式包括由发行人确定招标方式、中标方式等发行条件和在市场上公开竞标的办法。通常由一级自营商或承销团成员投标,按中标额度认购或承销债券。
    - 债券发行按照标的划分,有划款期、数量、价格、利率和利差等招标方式,最主要的是价格和利率招标。
    - 招标分为多种价格美国式招标和单一价格荷兰式招标。我国实行过限定价差招标、混合式招标等方式,且招标方式与中标方式有多种组合。
    - 目前,政府债券、金融债券、规模较大的公司信用类债券多采用招标发行。
  - (2) 簿记建档发行:
    - 簿记建档发行实际上是一种建立需求曲线的方式。簿记管理人发挥重要作用。
    - 发行人和主承销商协商确定利率或价格区间后,由簿记管理人(一般由主承销商担任)与投资者进行一对一的沟通协商,投资者确定在不同利率档次下的申购订单,管理人将订单汇集后按约定的定价和配售方式确定最终发行利率或价格,进行配售发行。
    - 目前,企业信用债券、金融债券、信贷资产支持证券、非金融企业债务融资工具等也较多选择这种发行方式。
- 2. 私募发行方式:
  - 私募发行方式又称不公开发行,是指面向少数特定投资人发行证券的方式。
  - 发行人根据少数特定投资人的需求,与债券认购人协商决定债券票面利率、价格、期限、付息方式、认购数量和缴款日期等发行条件,以及认购费用和认购人权利义务,并在此基础上签署债券认购协议。
  - 私募发行是债券公开发行的补充。

### ● 3. 柜台发行方式:

- 商业银行柜台债券发行通常在银行间市场招标发行时同时进行,并根据银行间债券市场招标定价结果确定发行价格。承销商成员进行分销时向个人和机构销售。
- 其中,关键期限记账式国债在银行间市场与柜台同时分销,由承销商使用银行间债券市场自营中标的额度进行柜台分销;
- 政策性金融债和地方政府债由发行人确定柜台上市债券品种,并进行柜台额度追加招标,由承销商进行柜台分销;
- 储蓄国债仅在柜台发行,由发行人单独确定发行价格。

## (二) 发行系统 I

- 中央结算公司提供一体化综合发行服务平台, 满足大规模、高频度、低成本、低风险、高效率的发行需求。
- 1. 灵活支持招标和簿记建档等多样化发行方式:
  - 发行系统可以支持多券种同时招标发行或簿记建档发行, 具有弹性招标 (弹性配售)、当期追加发行和续发行等多样化选择, 可以实现多种招标 (簿记建档) 方式和中标 (配售) 方式。
  - 还可以根据发行人个性化需求, 灵活选择投标 (申购) 指定功能, 并对标位差、价位点、投标 (申购) 量及投标 (申购) 连续性等多种招标 (簿记建档) 控制要素进行灵活组合设置, 满足债券发行的多样化需求。
- 2. 有效满足发行人的个性化发行需求:
  - 中央结算公司为各类发行人提供了定制发行系统。系统有效支持多元化发行需求, 可支持不同种类、不同付息方式、不同招投标 (簿记建档) 的发行方式。
- 3. 积极支持区域发行需求:
  - 中央结算公司建立上海总部和深圳分公司, 形成区域化的发行系统架构, 实现异地地方政府债券招标发行及企业债、金融债和资产支持证券簿记建档发行, 为债券发行参与方提供了更加便捷的服务。
- 4. 有力支持债券远程发行:
  - 中央结算公司提供的簿记建档远程发行系统可支持企业债券、金融债券和资产支持证券远程簿记建档发行。
  - 簿记建档远程发行系统能够明确角色划分, 实现权限隔离, 且具备发行应急支持相关功能, 可保障远程发行业务平稳运行, 能够满足市场成员对簿记建档场所灵活性及系统的安全性、高效性、便捷性的需求。

### (三) 跨境发行

- 根据《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，中央结算公司为国际开发机构在银行间债券市场发行金融债提供发行、登记、托管等支持。
- 自 2005 年起, 国际金融公司、亚洲开发银行、金砖国家开发银行均开始发行熊猫债。
- 国际开发机构在中国境内申请发行人民币债券, 应向财政部等窗口单位递交债券发行申请, 由窗口单位会同人民银行、发展改革委、证监会、国家外汇管理局等部门审核通过后, 报国务院批准。
- 发行人所筹集的资金通过购汇汇出境外使用须经国家外汇管理局批准。
- 发行人从境外调入人民币资金用于人民币债券还本付息应向人民银行备案; 从境外调入外汇资金用于人民币债券还本付息应经国家外汇管理局核准。

## (四) 自贸区发行

- 根据中央结算公司发布的《中国(上海)自由贸易试验区债券业务指引》，中央结算公司为自贸区债券提供发行支持，符合条件的发行人应与中央结算公司签订《债券发行、登记及代理兑付服务协议》，并在中央结算公司开立发行账户。
- 2016年12月，首单自贸区债券发行。(中央国债登记结算有限责任公司，债券市场概览(2019).)

## (一) 三种主要的发行方式

- 国债发行大体经历了三种发行方式: 行政分配、承购包销和招标发行。
- 1981 年改革开放后发行国库券, 主要采取行政分配的发行方式。
- 1991 年以后, 国债主要采取承购包销的发行方式。
- 1996 年起国债采取招标加一级自营商承购包销的发行方式。国债一级自营商制度是承销加做市相结合的制度。
- 由于国债市场不断深化, 承销团的作用逐渐淡化。
- 1998 年国家开发银行市场化发债采取和财政部同样的招标发行方式, 由中央结算公司提供发行服务技术支持。
- 1998~2003 年, 企业债券的主要承销商是国家开发银行。
- 目前承销商主要承销金融债、地方政府债和企业债。商业银行和证券公司是主要的债券承销机构。
- 2017 年前 10 位承销商中, 商业银行占 8 位。公司债和企业债主要由证券公司承销。

## (二) 利率债和信用债券

- 目前, 国债、地方政府债、政策性金融债和央行票据称为利率债。这些债券有国家或地方政府的背书, 其利率变化以国债利率的收益率曲线为基准定价。其中金融债和国债之间有微小的税收利差。
- 信用债是依靠企业的信誉发行的债券, 具体包括企业债、公司债、短期融资券、中期票据、本息分离债、资产支持证券、次级债等品种, 其利率水平以国债或开发银行金融债的收益率曲线为基准。
- 个人可以直接参与的是企业债、公司债和本息分离债。
- 利率债和信用债有以下不同:
  - 1. 发行人不同: 利率债的发行人是中央政府、地方政府或有中央政府背书的政策性银行; 而信用债的发行人是商业银行、上市公司、各类企业和城投公司等。
  - 2. 信用风险不同: 利率债的发行人主要是政府和政府的政策性机构, 有中央政府信用背书, 一般认为没有信用违约风险。而信用债的风险要高一些, 其发行主体偿债能力受企业公司治理、制度完善、股权结构、业务经营、杠杆率水平等多方面的影响。信用债及其发行主体还会受到国家政策、经济环境、行业周期等大环境导致的系统性影响, (信用债和利率债有什么区别? [EB/OL]. (2020-09-18) [2022-03-08]. [https://www.sac.net.cn/tzzyd/tzabc/nwwd/202009/t20200918\\_143972.html](https://www.sac.net.cn/tzzyd/tzabc/nwwd/202009/t20200918_143972.html).) 投资者面临发行主体不能按时足额还本付息的信用违约风险。
  - 3. 流动性风险不同: 利率债虽然信用风险为零或较低, 但是仍然存在流动性风险。由于换手率高, 一般比信用债流动性好。通常参与利率债交易的机构较多, 价格透明, 日均交易次数相对频繁, 买卖价差相对较小。而信用债通常买卖价差较大, 全天成交次数较少。不过我国的国债和政策性金融债大量为银行持有, 其流动性远低于海外成熟市场的流动性。
  - 4. 价格和收益率不同: 利率债的收益通常低于信用债, 其收益率与基准利率的利差较小; 而信用债与基准利率的利差较大。一般情况下, 信用风险越高的信用债, 收益率也就越高。在基准利率变化或者市场发生恐慌的时候, 信用债价格下降和收益率提高的幅度要比利率债大。

### (三) 债券发行的定价方式

- 我国债券发行有招标发行和簿记建档两种定价方式。
- 信用债发行基本上采取簿记建档的方式发行, 利率债券和地方政府债券及政府机构债券基本上采取招标方式发行。
- 我国国债招标主要采取多种价格的美国式招标和单一价格的荷兰式招标两种。2000年之后也采取过混合招标的方式。
- 簿记建档是一个流程, 包括前期预路演、正式路演等推介活动和后期的簿记定价配售等销售环节。簿记建档人一般是负责销售债券的主承销商。
- 前期预路演后, 簿记建档人和发行人共同确定申报价格空间; 然后进行正式路演, 并在路演时由发行人和投资人进行一对一的路演问答。
- 簿记建档人一旦接受申购订单, 公证机构同时开始验证原始凭证, 并统一编号, 确保订单有效和完整。
- 簿记建档人把各个申报价格和数量记入电子系统, 产生价格需求曲线。然后根据发行人对价格的认可范围和需求数量, 最后确定价格。
- 可以看出, 簿记建档本质上也是一个公开拍卖或招标的过程, 只不过在整个过程中存在投资人和发行人及簿记建档人的大量互动, 使投资人对发行人的情况有更多的了解, 也使发行人对市场的需求和价格偏好有更多的了解。

## 债券一级市场发展的特征和问题

- 中证交 (中央结算公司前身) 于 1993 年即率先提供中资美元债等债券的远程线上招标发行服务。
- 中央结算公司 1998 年起率先支持国债、国开债等远程线上招标发行服务。
- 目前国债、地方债、政策性银行债等远程线上招标发行服务主要由中央结算公司提供。

- 我国的债券一级市场已经在世界上名列前茅。“2021年,债券市场共发行各类债券61.9万亿元,较2020年增长8.0%。其中,银行间市场发行债券53.1万亿元,同比增长9.2%。交易所市场发行8.7万亿元,同比增长1.0%。”(徐佩. 新形势下利率债投资策略的思考 [J]. 债券, 2022(3).)
- 债券市场经过长期发展,出现了很大变化,这些变化有如下特征:

## (一) 市场融资功能显著增强

- 2020 年以来债券发行又有了新一轮的爆发式增长。市场融资功能显著增强, 服务实体经济能力持续提升。
- 债券市场是实体经济利用金融市场拓展直接融资的重要渠道。
- 截至 2019 年 11 月末, 公司信用类债券累计发行 8.8 万亿元, 同比增长 27.3%, 占直接融资规模的 21.5%。其中, 上海清算所托管的非金融企业债务融资工具累计发行 5.7 万亿元, 占公司信用类债券总发行规模的 65.4%。
- 针对各方高度关注的民营企业融资问题, 监管部门遵循市场化、法制化原则, 推动民营企业债券融资支持工具业务发展, 加大民营企业、中小企业融资支持力度。□ (□ 根据公开资料整理, 2019-12-13.)
- 针对民营企业遇到的融资问题, 2022 年 3 月, 证监会表示, 拟于近期推出一系列政策措施, 进一步拓宽民营企业债券融资渠道, 增强服务民营经济发展质效。□ (□ 中国证监会网站. 推动完善民企债券融资支持机制增强服务民营经济发展质效 [EB/OL]. (2022-03-28) [2022-03-08]. <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c2206490/content.shtml>.)
- 债券市场在解决中小企业融资问题上也不断发力。近年来, 为拓宽中小企业融资渠道, 缓解其融资难的问题, 我国债券市场开展各类积极探索, 债券品种不断创新, 推出双创专项债、小微企业贷款专项金融债券以及民营企业债券融资支持工具等。

## (二) 投资者结构进一步完善

- 投资者类型不断丰富, 市场流动性持续改善。
- 从投资者类型和数量看, 银行间市场从成立时以商业银行为投资人主体, 发展到目前涵盖境内外主权机构、商业银行、证券保险公司等各类金融机构以及各类资管产品, 投资人数量约 3 万家。
- 2019 年, 新增境内投资人 9359 户, 境外投资人 1332 户。
- 从债券持有结构看, 各类型投资者的债券持有比重日趋均衡, 非银行类投资者持有比重达到约 40%。
- 市场流动性持续改善, 2019 年 1~11 月, 债券市场交易规模达 936.32 万亿元, 同比增长 7.2%, 其中现券交易规模 191.41 万亿元, 同比增长 27%; 回购交易规模 744.91 万亿元, 同比增长 3%, 债券市场服务投融资需求的功能日益凸显。(根据公开资料整理, 2019-12-13.)

### (三) 债券市场规模占比不断增加

- 2001 年以来, 中国债券市场以债券托管量显示的未清偿余额不断上升。
- 根据 Wind 数据, 债券余额占 GDP 的比例也从 2001 年的 27.6% 上升到 2020 年的 187%, 上升约 160 个百分点。
- 从整个金融市场来看, 2022 年 1 月, 债券市场共发行各类债券 45119.1 亿元, 截至 1 月末, 债券市场托管余额为 134.8 万亿元。1 月, 银行间债券市场现券成交 20.9 万亿元, 日均成交 9945.0 亿元, 同比增加 22.9%。
- 相对而言, 1 月末, 上证指数收于 3361.4 点, 较上月末下跌 278.3 点, 跌幅为 7.6%; 深证成指收于 13328.1 点, 较上月末下跌 1529.3 点, 跌幅为 10.3%。□ (□ 中国人民银行网站. 2022 年 1 月份金融市场运行情况 [EB/OL]. (2022-02-28) [2022-03-08].  
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4488147/index.html>.)
- 从社会融资规模看, 近年来中国社会融资规模存量逐年增加, 2020 年中国社会融资规模存量达 284.83 万亿元, 较 2019 年增加了 33.42 万亿元, 同比增长 13.3%。其中, 企业债券余额为 27.62 万亿元, 同比增长 17.2%; 政府债券余额为 46.06 万亿元, 同比增长 22.1%; 非金融企业境内股票余额为 8.25 万亿元, 同比增长 12.1%。
- 从结构看, 企业债券余额占比 9.7%, 同比高 0.3 个百分点; 政府债券余额占比 16.2%, 同比高 1.2 个百分点; 非金融企业境内股票余额占比 2.9%, 与上年同期持平。
- 2015 年以后债券市场变动的情况不仅表明了债券市场在整个金融市场的比重正在不断扩大, 同时也反映了银行在货币宽松时增加的流动性, 并没有完全进入实体经济, 而是用于购买债券, 特别是利率债。□ (□ 中国人民银行: “2020 年社会融资规模存量统计数据报告”(2021-01-28).)

## (四) 债券品种不断增加

- 债券市场的交易品种丰富,目前包括国债、地方政府债、央行票据、金融债、公司债、企业债、可转换债、可交换债、短期融资券、中期票据、定向工具、国际机构债、政府机构支持债、资产支持债券、熊猫债等。
- 债券的发展不仅体现了发行主体变化、债券品种设计的变化,也体现了发行理念的变化。
- 近几年绿色债券和 ESG 债券有很大发展。

## (五) 发行主体多元化 I

- 在 20 世纪 90 年代, 债券市场由国债主导, 企业债券占有债券市场份额很少。
- 1998 年银行间债券市场开始出现, 并逐渐成为主要的债券发行和交易场所。1998 年国家开发银行开始实现市场化发债, 成为第二大发行体。以后其他政策性银行和主要商业银行也开始市场化发债。
- 之后几年, 企业债券的主要发行体是三峡、广核和铁道部。
- 2000 年以后, 我国债券市场发行主体迅速增加, 地方政府债券、公司债券、中小企业债券等成为活跃的债券品种, 票据市场也开始出现。
- 与此同时, 机构投资者也逐渐从银行、保险公司扩大到财务公司、基金公司、信托公司, 以各种债券产品和年金的方式参与。
- 2004 年, 国家开发银行首先发行次级债券补充资本金。之后商业银行和证券公司也广泛参与了次级债的发行。
- “2005 年对国际开发机构、财务公司放开, 允许发行‘熊猫债’、财务公司金融债。2009 年对金融租赁公司、汽车金融公司放开, 允许非银行金融机构发行金融债。2012 年对资产管理公司放开, 允许发行金融债券。”( 根据公开资料整理, 2017-10-23.)
- 2009 年资产管理公司也开始发行金融债券。

## (五) 发行主体多元化 II

- 2014 年以后, 中国的同业业务和资管业务蓬勃发展, 银行间市场的参与主体不断增加, 逐渐形成了从央行到国有大型商业银行, 再从国有大型商业银行到中小银行, 最后从中小银行到非银行金融机构的流动性传导层级。□ (□ 中国人民银行网站. 中国人民银行发布《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书 [EB/OL]. (2020-08-31) [2022-03-08]. <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4079810/index.html>.)
- 到 2019 年末, 银行间市场的发行主体共有九大类。目前各类财务公司、租赁公司、保险公司、证券投资基金, 社保基金, 以及非金融机构和境外机构都成为银行间债券市场的参与者。
- “从结构上看, 我国银行间债券市场从最初单一的商业银行参与, 发展成为目前以做市商、结算代理人和从事自营交易的金融机构等合格机构投资者为主, 其他结算代理交易的中小金融机构和非金融机构法人及通过商业银行柜台参与债券市场的中小企业和个人投资者等积极参与的, 分层有序的债券市场。”□ (□ 吴晓求, 等. 中国资本市场研究报告 (2018 年度) [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2018: 33-34.)
- 银行间债券市场的发展体现了中央银行的支持和推动, 中央结算公司和上清所的努力, 以及市场参与人的创新 (见图 4-18)。

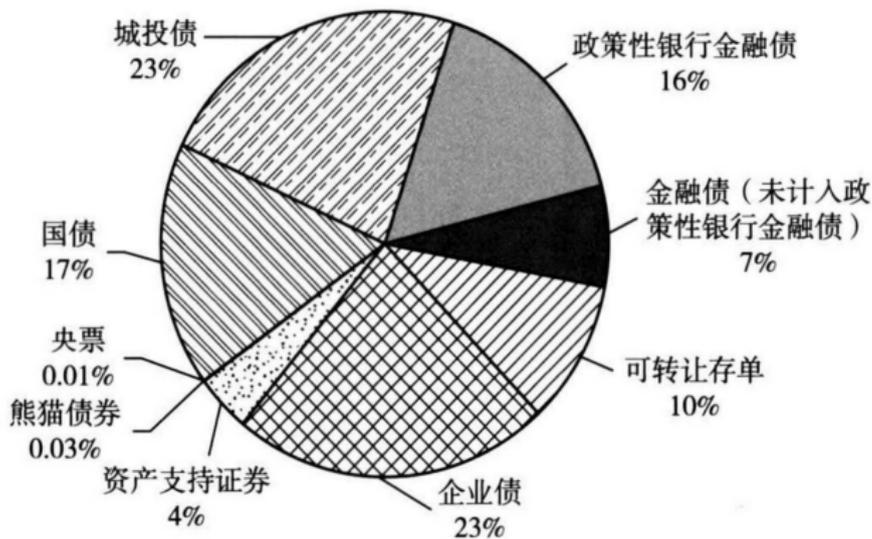


图 4-18 国债、金融债和企业债三大类别的占比

资料来源：万得、高盛研究部。中国国内债市详细构成，2020 年 9 月。

## 图 4-18 国债、金融债和企业债三大类别的占比 I

### 图示内容描述

该饼图展示了 2020 年 9 月中国国内债券市场按国债、金融债和企业债（广义，含城投、公司债等）三大类划分的存量占比：

- 国债: 17%
- 政策性银行金融债: 16%
- 金融债 (未计入政策性银行金融债): 7%
- 可转让存单: 10%
- 企业债 (含公司债): 23%
- 城投债: 23%
- 资产支持证券: 4%
- 央票: 0.01%
- 熊猫债券: 0.03%

注：图中“企业债”和“城投债”合计占比较大，体现了广义信用债的规模。

## 图 4-18 国债、金融债和企业债三大类别的占比 II

- 截至 2020 年 3 月底, 中国政府债务总量为 17 万亿元左右, 约 2.43 万亿美元, 占中国 GDP 的比重仅为 17%。即使是再加上地方政府的债务, 占比也才 41%, 远不如美国、日本。(根据公开资料整理, 2021-01-10.)
- 总体来看, 中国债市可以划分为三大类别: 政府债券、金融债券和企业债券。自 2018 年以来, 这三大类别债券的增速较为一致。

## (六) 非政府债券发行主体局限在 AA 级以上

- 从债券发行主体来看, 企业债券发行主体主要是较高评级企业 (融资方的主体评级需要在 AA 级以上, 国内最高等级 AAA)。
- 对发行企业可持续经营能力要求较高, 一般能够进入中国债券市场融资的企业都是当地比较大型、有竞争力的企业。
- 从企业所有制类型来看, 国有企业发行规模占据主导地位 (超过 2/3), 民营企业占比相对较小, 约占 1/5; 外商发行债券规模在 1/10 左右, 近几年有较大提升。
- 从债券发行市场来看, 主要集中在银行间市场, 远远高于交易所市场。

## (七) 持有人结构不断多元化

- 从债券市场投资机构来看,目前债券市场参与主体由各类机构构成,主要是商业银行、保险公司、证券公司、资管公司等金融机构、境外机构等。
- 从投资占有比例看,商业银行依然处于绝对优势,投资占比超过六成,其次才是保险公司、证券公司、资管公司和非金融机构,占比近1/3。
- 银行仍是最大的持有者,其次是基金机构。据高盛研究部测算,截至2020年9月底,商业银行持有国内债券余额的49%。银行业的持有比例过去几年显著下降,而持有比例升幅最大的是基金机构。
- 外资持有比例正在上升,但市场份额只有2.7%(见图4-19)。(根据公开资料整理,2021-01-14.)

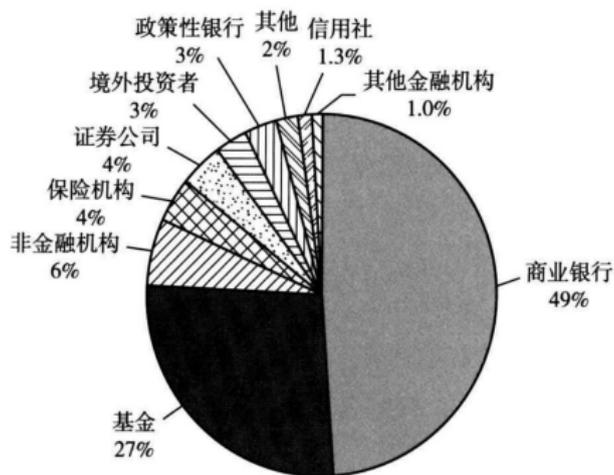


图 4-19 各类投资者持有债券的比重

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、深交所、上交所。按持有者类型细分的债券持有结构，截至 2020 年 9 月。

## 图 4-19 各类投资者持有债券的比重

### 图示内容描述

该饼图展示了截至 2020 年 9 月中国债券市场按投资者类型细分的持有结构：

- 商业银行: 49%
- 基金: 27%
- 非金融机构: 6%
- 保险机构: 4%
- 证券公司: 4%
- 境外投资者: 3%
- 政策性银行: 3%
- 其他: 2%
- 信用社: 1.3%
- 其他金融机构: 1.0%

## 主要发行市场

- 财政部发行的国债有两个含义: 从国家债务的角度, 称为国债; 从债券资本市场工具的角度称为政府债券。
- 财政部发行的国债, 因采取市场化的发行方式, 成为市场工具, 并具有市场基准作用, 也称为中央政府债券。
- 政府债券市场是政府债券发行和交易的场所, 是最基本的债券市场。

# (一) 中国政府债券发行市场 I

- 政府债券市场可以分为短期国债市场、长期国债市场及地方政府债券市场。(□市场上习惯称为国债市场的就是中央政府债券市场。)
- 1. 短期国债市场:
  - 顾名思义即短期政府公债发行和流通的市场。在英美各国,短期公债又称国库券。国库券市场是货币市场的重要组成部分。
  - 国库券的期限一般都在1年以内,尤以3个、6个、9个月为多。在一些国家如日本,国债也有2个月的。
  - 各国政府发行短期国债,主要是为满足先支后收而产生的临时性财政支出需要。
  - 由于短期国债以国家信用作担保,不存在或基本上不存在信用风险,而且期限较短,流动性较强,同时又可以获得高于同期存款的利息,因此,短期国债成为金融市场上十分抢手的投资工具。
  - 短期国债的发行多以拍卖方式进行,即由财政部公布发行数额,投资者或承销商投标,提出认购的数量和认购价格,发行人根据投标情况,按一定规则进行配售。
  - 从各国情况来看,美国的短期国债市场最为发达和典型。在美国,不仅国库券的发行数量大、发行频率高,而且从发行到流通都有完备的技术支持和管理制度。由于我国国库由央行代理,短期国债发行得并不多。
  - 20世纪90年代,新发行的国库券主要为中央银行、大型商业银行、个人投资者及证券承销商所认购。2000年以后,各类机构投资者,如商业银行、保险公司、公募基金,还有外国银行也是重要的投资者。
  - 中央银行、商业银行和证券承销商并不完全是为自己购买,它们会在二级市场上交易。中央银行认购主要是为了进行公开市场操作;商业银行购买短期国债主要是为了调节流动性资产储备,实现流动性与盈利性的协调平衡,同时也代理客户进行国库券买卖;证券承销商认购国库券,一部分属于自营性买卖,另一部分则为客户买卖作代理。
  - 国库券的发行均采用公募投标方式。投标有竞争性投标和非竞争性投标两种方法。

## (一) 中国政府债券发行市场 II

- 所谓竞争性投标,是指通过竞价的方式取得希望购买国库券的数量和价格的投标方式。由于竞标结果产生的是均衡价格,可能不同于竞标者希望的价格。这种投标通常由银行及证券经纪商以及其他机构投资者参加。竞争性投标书必须标明认购的数量和认购价格,参加该投标的机构往往会因为投标价格低于其他投标者的出价而买不到国库券。因为国库券是折价或低于面值发行的,所以投标价格总要低于票面额。
- 所谓非竞争性投标,是指国库券投资者愿意用平均水平的价格,获得希望得到的一定数量的国库券时所进行的投标。非竞争性主要是指在价格上不参与竞争,投标书只标明数量而不标明价格,成交时以财政部所接受的竞争性投标价格的平均数作为成交价格。一些小的公司和机构投资者及个人投资者多参与非竞争性投标。

## ● 2. 长期国债市场:

- 是指1年以上中央政府公债发行和流通的市场。中央政府发行长期国债,主要用于筹集长期稳定性资金,弥补中央政府财政支出的不足,为政府资助公共基础设施建设及长期经济开发项目提供资金。
- 我国的长期国债以记账式付息国债为主体。长期国债多采用公开方式发行,但不同国债公开发行的程序和销售方式有所不同。最主要的发行方式有如下三种:
  - (1) 拍卖投标发行:由财政部公布发行数量,由大的投资者和政府证券承销商向财政部投标,投标内容包括认购价格(利率)和认购数量(非竞争性投标不提出价格,只提出数量),然后根据投标价格高低和投标性质向投标人分配债券。
  - (2) 中央银行包销:即财政部所发债券由中央银行认购,然后卖给投资者。中央银行通常不会包销全部债券,因为一些有闲置资金的感兴趣的投资者在政府发债之前已经预先订购了一部分,中央银行只需包销其余下的部分。英国的政府公债基本上采取这种方式。
  - (3) 通过推销人员推销:各国国债发行基本上都是由中央银行代理发行。国债推销团多由中央银行组织,既可由银行组成,又可由证券公司组成,最常见的还是由两方面混合组成。推销人一旦与发行人就有关条件达成一致,即可着手推销国债。
- 就这种发行方式而言,债券的利率、期限、认购价格、付款时间等均由财政部在发行前决定,投资者提出认购单,标明愿意认购的数额。为了促进债券的销售,财政部可以制定较高的利率或较低的认购价格。如果认购额超过发行额,则采取按一定比例分配的方式。

## ● 3. 地方政府债券市场:

- 地方政府为促进本地区的经济发展,加快基础设施建设和经济开发,除了税收收入外,还需要筹集大量的资金,以弥补地方财政收入的不足。筹集资金的一个重要渠道就是发行地方政府债券,从而形成地方政府债券市场。
- 地方政府债券可以分为普通债券和收益债券,普通债券以地方政府的税收作为担保,其偿还也是从地方政府的税收中支付;收益债券一般用于地方政府的特别项目,其本息偿还依赖于这些项目的收益。

- 同公司债券相比, 地方政府债券的最重要特点就是可以免税。在美国, 州和州之间可以互相免税, 以鼓励互购地方政府债券。
- 地方政府债券通常根据地方的有关法律发行。这类法律规定地方财政部门可以代表当地政府根据可预计的收入来源发行地方政府债券。地方政府债券的发行必须精确地预计未来的收入, 从而保证还款来源。在预测的基础上, 地方政府将债券的发行纳入预算, 其方案经地方议会通过, 由地方政府的行政长官批准执行后, 即可从事地方政府债券的发行。
- 地方政府债券一般采用公募的发行方式, 也可以与小的投资团体达成协议进行私募。公募债券发行通常由投资银行、商业银行及证券承销商组成承销团来包销, 有的则由证券公司等分销。包销发行可以由包销商或承销团进行包销数额和包销价格的投标, 也可以由发行者与承销商直接磋商有关包销条件。
- 与中央政府相比, 地方政府也具有相当高的信用地位, 因为它在该地区内有各种税收权力, 但即便如此, 也很难保证其不出现违约风险。所谓违约风险, 就是指地方政府对所发行的债券到期难以偿还。普通债券以地方税收收入作为担保, 收益债券以项目收益来保证偿还, 但是一旦出现地方税收收入下降, 项目收益不好的问题, 那么这些债券的保证就会打折扣, 使风险增大。尤其在经济衰退、萧条时, 这种风险就更大。
- 中央和地方政府债券的转让流通市场远不如短期国债的二级市场活跃, 也不如其发行市场发达。这是因为认购长期政府债券多是用剩余资金, 是为追求高收益而进行的长期性投资。其转让流通的主要形式及程序类似于公债券。

## 4. 政府债券市场的层次

- 证券市场是有价证券交易的场所。政府通过证券市场发行和买卖公债,意味着公债进入了交易过程,而在证券市场中的公债交易的场所即为政府债券(公债)市场。
- 毫无疑问,政府债券市场是证券市场的构成部分,同时又对证券市场具有一定的“挤出”作用。
- 政府债券市场按照交易的层次或阶段可分为两个部分:一是政府债券的一级市场,二是政府债券的二级市场。
- **(1) 政府债券的一级市场:** 即政府债券的发行市场,是以发行债券的方式筹集资金的场所。在这个市场上,具体决定政府债券的发行时间、发行金额和发行条件,并引导投资者认购及办理认购手续、缴纳款项等。政府债券的发行市场没有集中的具体场所,是无形的观念性市场。政府债券市场由筹资人(通常是代表政府的财政部)、投资人和中介人构成。政府债券可以直接发行,即由政府自行办理债券的发行手续,也可以间接发行,即由政府委托中介机构办理债券的发行手续。政府债券发行市场的中介主要有投资银行、承销公司和受托公司等证券中介机构。它们代表政府的投资人处理一切有关债券发行的实际业务和事务性工作。
- **(2) 政府债券的二级市场:** 即政府债券的交易市场,也可称为流通市场或转让市场。它是买卖已发行的政府债券的场所,为政府债券所有权的转移创造条件和提供方便。交易市场一般是有形市场,具有明确的交易场所。在这个市场上,投资人可以根据对政府债券行情的判断,随时买进或卖出债券。债券的买卖方式包括场外交易、交易所交易和柜台交易。债券交易市场的中介有交易商和经纪商。

- 政府债券的一级市场与二级市场是紧密联系、互相依存、互为条件的。
- 一方面,一级市场是二级市场的基础和前提,只有具备了一定规模和质量的一级发行市场,二级市场的交易才有可能进行;而且,一级市场上债券的发行条件、发行方式等对二级市场上债券的价格及流动性都有着重要影响。
- 另一方面,二级市场的交易又能促进一级市场的发展,二级市场为一级市场所发行的债券提供了变现的场所,使债券的流动性有了实现的可能,从而增加了投资者的投资兴趣,有利于新债券的发行;二级市场上形成的债券价格以及流动性,是决定一级市场上新发债券的发行规模、条件、期限等的重要因素。

## (二) 金融债券市场

- 金融债券主要是由金融机构发行的债券。我国最早发行金融债券的是国家开发银行。
- 目前,各个政策性银行都发行金融债券,而金融债券主要在银行间市场发行并交易。
- 1994 年国家开发银行开始发行政策性金融债,当时以派购的形式向商业银行发行,利率和派购额度由央行确定,大约 6%。
- 1998 年开行进行市场化发行改革,按照国债的发行方式,在银行间市场进行招标发行。此后,开行成为金融债券的最大发行体和债券的第二大发行体,发行总量仅次于国债。
- 2004 年以后中国人民银行开始允许商业银行发行金融债券补充次级资本等。
- 金融债券分为政策性金融债券和普通金融债券,政策性金融债券是金融债券的主体,由政策性银行发行。其他商业银行发行的普通金融债券、次级债券和混合资本债券品种通常具有特殊用途,发行总量较小。
- 近些年来金融债券的发行主体有了很大变化。除了银行、保险发行金融债券以外,证券公司、信托公司和基金也开始发行金融债券。国外金融机构发行的债券都属于公司债。

## 各交易场所的简要历史和概况

## (一) 各交易场所的简要历史 I

- 中国债券市场集中的交易场所包括交易所市场、银行间市场、商业银行柜台市场和自贸区市场。
- 基本交易场所是银行间市场和交易所市场。这两个市场具有不同的投资人基础、市场主体、服务机构、市场基础设施和监管部门。(中央结算公司, 2022-10-28.)
- 我国最早的债券市场是交易所市场, 包括上海证券交易所、深圳证券交易所、商品交易所和一些地方交易中心。交易所市场是集中的标准化交易的场内市场, 通过证券交易所固定收益证券综合电子平台进行交易, 有利于提供大笔集中交易。交易所市场在 20 世纪 90 年代取得了较快的发展。□
- 交易所市场起步较早, 但由于前期监管还不完善, 特别是托管结算方面的问题, 产生了很多风险苗头。1997 年, 我国股票市场出现较多泡沫, 许多资金疯狂涌入股市。商业银行也通过在交易所债券市场进行回购交易, 向证券公司融出了大量炒股所需要的资金, 使股市泡沫进一步放大。为此, 国务院决定商业银行退出证券交易所市场。
- 后来, 人民银行相继发布《关于各商业银行停止在证券交易所证券回购和现券交易的通知》和《关于开办银行间国债现券交易的通知》, 要求商业银行撤出交易所, 停止在交易所市场的回购交易。为了保证银行持有的债券能够继续交易, 人民银行决定建立银行间债券市场, 由商业银行办理国债现券交易的债券托管与结算, 统一通过中央结算公司进行。
- 此后, 人民银行以中央结算公司为中心, 以金融基础设施建设为突破点, 进而推动银行间债券市场的快速发展, 使我国债券市场发展进入了快车道。

## (一) 各交易场所的简要历史 II

- 从市场组建之初, 中央结算公司就借鉴国外成熟市场经验, 实现了债券无纸化和集中登记托管, 促进了安全性和效率的提高, 实现了一级托管和代理结算模式, 初步奠定了中国债券市场发展的基础。
- 此后我国债券市场迎来了爆发式的增长, 债券市场的规模和容量不断扩大。2000 年以后债券市场参与主体多元化发展、活跃度增加, 除政府债券外, 金融债券、企业债券等券种相继推出, 各类券种期限持续丰富, 发行方式不断创新, 新的交易机制及交易方式加速涌现。与此同时, 二级市场流动性有所提高, 市场互联互通加强。
- 银行间债券市场的建立对于整个债券市场的发展具有重大影响。此后, 银行间市场逐步发展成为国债发行和交易的最大场所, 形成了银行间债券市场为主, 交易所债券市场为辅的市场格局。
- 从国际经验来看, 债券市场的交易场所也主要以场外市场为主, 这也证明了我国债券市场交易场所的格局演变是符合市场发展规律的。□

## (二) 各交易场所托管情况

- 截至 2021 年末,我国债券市场总托管量达到 117.8 万亿元 □ (见图 4-20), (□ 截至 2021 年末的债券托管规模,不包括同业存单。)银行间子市场和交易所子市场分别占 87% 和 13%。
- 银行间子市场占主导地位,其债券托管余额为 102.28 万亿元,由中央结算公司和上海清算所两家托管机构服务不同券种。其中,中央结算公司服务券种包括国债、地方政府债、政策性金融债、商业银行金融债、企业债、资产支持证券、国际机构债,托管量为 87.20 万亿元,占主导地位。上海清算所托管债券以短融、超短融为主,托管规模为 15.08 万亿元。
- 2021 年末交易所子市场托管量为 15.52 万亿元,由中国结算公司提供托管服务,服务券种包括交易所债券市场特有券种(公司债、中小企业私募债、可转债、可交换债等),跨市场交易券种(国债、地方政府债、企业债等)。
- 跨市场交易券种由中央结算公司担任总托管人,中国证券结算公司进行分托管。(中央结算公司, 2022-10-28.)

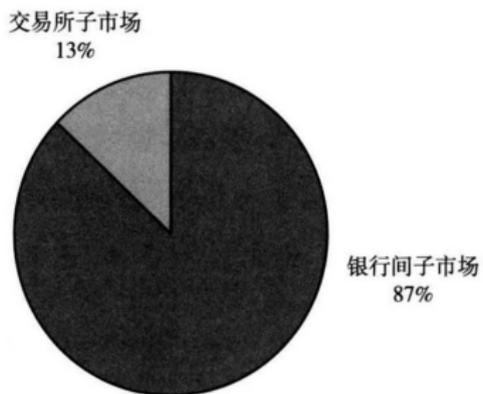


图 4-20 中国债券市场托管量

资料来源：中国债券信息网，截至 2021 年 12 月末，托管量不包括同业存单。中央结算公司（2022 - 10 - 28）提供。

## 图 4-20 中国债券市场托管量

### 图示内容描述

该饼图展示了截至 2021 年 12 月末中国债券市场按托管场所划分的托管量占比：

- 银行间子市场: 87%
- 交易所子市场: 13%

注：托管量不包括同业存单。

# 中国债券市场构成与托管量概览 (2021 年末)

- 银行间子市场和交易所子市场分别占 87% 和 13%。
- 银行间子市场占主导地位，债券托管余额为 102.28 万亿元。
- 托管机构：
  - 中央结算公司 (CCDC)：服务国债、地方政府债、政策性金融债、商业银行金融债、企业债、ABS、国际机构债等，托管量 87.20 万亿元。
  - 上海清算所 (SHCH)：主要托管短融、超短融等，托管规模 15.08 万亿元。
- 交易所子市场托管量为 15.52 万亿元。
- 托管机构：中国证券登记结算公司 (CSDC)。
- 服务券种：
  - 交易所特有：公司债、中小企业私募债、可转债、可交换债等。
  - 跨市场交易：国债、地方政府债、企业债等 (由 CCDC 总托管，CSDC 分托管)。

数据来源：中国债券信息网，截至 2021 年 12 月末，托管量不包括同业存单。中央结算公司 (2022-10-28) 提供。

- 在债券资本市场中，主要服务于非金融企业、上市公司等。
- 对于创新经济发展具有不可替代的作用。
- 近年来，各交易所努力提高国际竞争力，展现了广阔的发展前景。

## 证监会直属的证券交易所

- 我国最早的债券市场是交易所市场（上海证券交易所和深圳证券交易所建立于1990年）。
- 财政部于1991年开始实施国债发行的市场化改革。
- 20世纪90年代交易场所：上交所、深交所、商品交易所、地方交易中心。
- 交易所市场特点：
  - 集中的标准化交易的场内市场。
  - 通过固定收益证券综合电子平台交易。
  - 有利于大笔集中交易，适合交易频繁的投资。
- 市场体系要素：参与主体、交易客体、交易平台、交易方式、交易制度。

- 国债一、二级市场托管主要依托交易所市场，推动业务发展。
- 1998 年以后：
  - 参与主体：主要由非金融机构和各类社会投资者参与。
  - 交易制度：主要采取竞价交易机制和做市商制度。
  - 交易结算：机构和个人投资者通过券商进行。
  - 发行审核：中国证监会负责。
  - 托管机构：中证登上海分公司和深圳分公司。
  - 市场参与者：证券公司、基金公司、保险公司、企业、符合标准的商业银行、个人投资者等。
- 商业银行柜台市场和自贸区市场是银行间市场的延伸（场外市场）。
- 融合趋势：交易所增加场外交易方式，银行间市场增加集中交易方式，场内场外有融合趋势。

# 交易所债券市场的简要历史 (1)

- 起源：上交所和深交所最早是股票交易所。
- 90年代初期：
  - 国债二级市场建立，国债开始在交易所交易。
  - 上交所成为主要的国债和债券二级市场交易场所。
  - 上所在国债无纸化交易方面发挥重要作用（最早进行有纸国库券登记、托管、记账）。
  - 随着无纸化进程加快，国债交易量逐年增加。
- 深交所发展：受上交所带动，国债交易发展，1996年国债招标发行在深交所举行。

## 交易所债券市场的简要历史 (2)

- 1991年后：主要从事国债二级市场无纸化交易。上交所托管部分有纸国债，交易所债券市场诞生。
- 1993年：部分无纸化国债直接在上交所交易，交易所直接参与国债市场。
- 1996年：
  - 国债实现市场化和无纸化，二级市场产品全部进入交易所交易。
  - 国债在深沪两所发行挂牌，交易所成为国债发行和交易的重要场所。
- 1997年：交易所债券回购数量增加，引发风险。
- 1998年：银行间市场建立，金融机构转入银行间市场，交易所市场资金来源受影响，国债市场萎缩。央行推动银行间市场发展，国债开始跨市场发行。

## 交易所债券市场的简要历史 (3): 规则完善与创新 (1999-2002)

- 1999-2007 年：交易规则不断完善。
- 2002 年：交易所对债券交易方式进行改革。
- 21 世纪初期：
  - 交易所主动推动债券交易业务，推出新品种、新工具，放宽市场门槛。
  - 2002 年 3 月 25 日：上交所对国债试行净价交易。
  - 2002 年 10 月 21 日：上交所推出新的国债回购品种。
  - 2002 年 7 月 12 日：上交所开发完成“国债远程招标系统”。
  - 2002 年 8 月 15 日：200 亿元 2002 年记账式 (10 期) 国债首次通过新系统以非现场方式完成招标。

## 交易所债券市场的简要历史 (4): 国债回购制度改革 (2003)

- 2003 年：交易所进一步完善国债回购制度，奠定健康发展基础。
- 国债回购：上交所 1993 年 12 月开办，以国债现券折算标准券为标的，成为证券公司重要融资渠道。
- 风险暴露 (2003 年以来):
  - 部分证券公司违规挪用客户国债进行回购融资。
  - 侵犯客户权利，形成较大市场风险 (涉及德隆系、武汉证券、甘肃证券、大鹏证券、科技证券等)。
- 制度漏洞：国债回购制度设计存在漏洞，致使违规行为有可乘之机。
- 改革措施 (证监会组织):
  - 建立质押库及按账户申报交易制度，切断挪券通道。
  - 交易系统前端检查，技术限制挪用行为。
  - 推出投资者债券查询系统，加强外部监督和制约。
- 改革意义：保障国债回购市场健康发展，促进“新老交替”目标实现，为交易所债券市场平稳发展夯实基础。

## 交易所债券市场的简要历史 (5): 市场调整与规范 (2004)

- 2004 年前: 发债主体少 (国债、企业债), 交易工具少 (现券、质押式回购), 2004 年才推出买断式回购。
- 2003-2004 年: 金融机构 (如保险公司) 进一步撤离交易所市场, 市场变为个人投资人和企业债市场。
- 风险控制措施 (2004 年):
  - 4 月 27 日: 中证登发布《关于加强债券回购业务结算风险管理的通知》, 明确处理处罚程序。
  - 5 月 8 日: 证券业协会、上交所、中证登发布相关指引和细则。
  - 8 月 30 日: 证监会发布《关于对证券公司结算备付金账户进行分户管理的通知》, 加强客户资金管理。
  - 10 月 18 日: 证监会发布新修订《证券公司债券管理暂行办法》, 规定定向发债担保要求。
  - 11 月 4 日: 五部委联合发布《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》, 明确对“问题金融机构”个人债权收购标准 (本金 10 万元以下全额)。

## 交易所债券市场的简要历史 (6): 大宗交易调整与后续发展 (2005-)

- 2005 年 4 月 28 日：交易所调整债券大宗交易规定。
- 主要调整：
  - 降低门槛：单笔数量 1 万手 (含) 以上或金额 1000 万元 (含) 以上。
  - 取消价格限制：成交价由买卖双方协商确定 (区别于股票市场)。
  - 取消公布营业部名称：利于机构隐身操作。
- 意义：提高大宗交易活跃度和效率，具备银行间市场一对一谈判定价优势，增强交易所市场流动性和地位。
- 标准券折算率改革：2005 年 1 月 1 日起实施《标准券折算率管理办法》。
- 2005 年后：沪深交易所发展各自特色债券业务。
- 里程碑：
  - 2005 年：首个企业 ABS “联通收益计划”上市交易。
  - 2006 年：推出可转债，后推出公司债券。
  - 2008 年修订《上交所债券交易实施细则》：交易品种包括国债、公司债、企业债、可转债；交易方式包括现货和质押式回购。

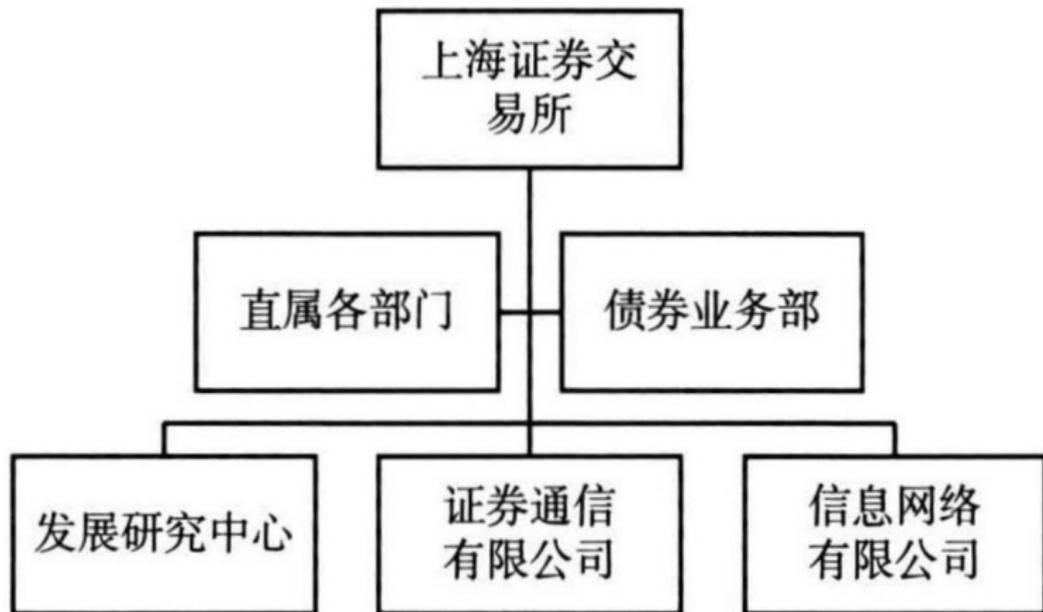


图 4-21 上海证券交易所架构

- 组织架构 (根据网站资料):

- 23 个部门。
- 3 个下属机构:
  - 上海证券交易所发展研究中心
  - 上海证券通信有限责任公司
  - 上证所信息网络有限公司
- 通过合理分工和协调运作, 担当市场组织者角色。
- (图 4-21 上海证券交易所架构)

- 发展战略与主要职能:

- 致力于创造规范、透明、开放、有活力、有韧性的市场环境。
- 提供证券集中交易场所、设施和服务。
- 制定和修改业务规则。
- 审核证券公开发行上市申请 (按规定)。
- 审核、安排证券上市交易, 决定终止和重新上市。
- 提供非公开发行证券转让服务。
- 组织和监督证券交易。
- 组织实施交易品种和方式创新。
- 对会员进行监管。

## ● 主要职能 (续):

- 对上市公司及相关信息披露义务人进行监管。
- 提供网站供信息披露义务人发布信息。
- 对证券服务机构行为进行监管。
- 设立或参与设立证券登记结算机构。
- 管理和公布市场信息。
- 开展投资者教育和保护。
- 法律、行政法规规定及证监会许可、授权或委托的其他职能。

## ● 发展成就 (截至 2021 年末):

- 沪市上市公司 2037 家, 总市值 52 万亿元。
- 2021 年股票成交额 114 万亿元 (日均 4691 亿元), 筹资总额 8336 亿元。
- 债券市场挂牌 24058 只, 托管量 15.2 万亿元, 现货成交 16.9 万亿元。
- 基金市场上市 538 只, 成交 15.3 万亿元。
- 衍生品市场成交 8233 亿元。
- 沪市投资者开户数 3.1 亿户。

## ● 全球地位 (截至 2021 年底):

- 全球第三大证券交易所。
- 全球最活跃的证券交易所之一。
- IPO 数量及融资金额全球第三, 总融资额全球第二。
- 股票成交额全球第四。

# 上海证券交易所债券市场业务(1): 业务类型

根据 2022 年 SSE 债券市场指南

- 交易类业务：
  - 债券现券交易
  - 债券预发行交易
- 融资类业务：
  - 债券通用质押式回购 (通用回购)
  - 债券质押式协议回购 (协议回购)
  - 债券质押式三方回购 (三方回购)
  - 债券借贷业务
- 风险管理类业务：
  - 信用保护工具等
- 主要交易系统：
  - 新债券交易系统债券集中竞价交易平台
  - 固定收益证券综合电子平台 (固收平台)
- 交易主体与投资者群体：相对多元化 (证券公司、保险、银行、财务公司、银行理财、公募基金、基金专户、企业年金、券商资管、信托、保险资管、私募基金、社保基金、期货资管、一般法人/组织、QFII、RQFII、个人等)。

- 交易方式:

- 匹配成交
- 点击成交
- 询价成交
- 竞买成交
- 协商成交

- 结算方式:

- 多边净额结算
- 逐笔全额结算

- 债券现券交易:

- 定义: 交易双方以一定价格转让债券现券产品所有权的交易行为。
- 品种: 国债、地方政府债、政策性金融债、政府支持机构债、公司债、可交换公司债、非上市公司非公开发行可转债、企业债、ABS 等。

- 债券预发行交易:

- 定义: 债券发行前特定期间进行交易, 发行完成后进行交收。
- 国债预发行: 关键期限 (1、3、5、7、10 年) 记账式国债招标日前特定期间交易, 招标完成后交收。

- 非交易服务:

- 包括: 债券分期偿还、回售及其转售、转股、换股、转托管、质押券出入库等。
- 主要平台: 上交所综合业务平台和固收平台。

### ● 通用回购交易:

- 定义: 资金融入方将符合要求的债券申报质押, 按折算率计算质押价值作为融资额度进行质押融资, 双方约定到期返还资金、解除质押。
- 特点: 登记结算机构进行质押债券集中管理, 作为中央对手方组织集中清算交收。

### ● 协议回购交易:

- 定义: 双方自主协商约定, 资金融入方将债券出质给资金融出方融入资金, 约定未来返还资金、支付利息、解除质押。

### ● 三方回购交易:

- 定义: 资金融入方将债券出质给资金融出方融入资金, 约定未来返还资金、支付利息、解除质押, 并由上交所、中证登等提供担保品管理服务。

### ● 债券借贷业务:

- 定义: 双方自主协商约定, 债券借入方以一定数量债券为质物, 从债券借出方借入标的债券, 约定未来归还标的债券、支付费用的交易。

- 信用保护工具:

- 定义: 信用保护卖方和买方达成的, 约定在未来一定期限内, 买方按约定标准和方式向卖方支付信用保护费用, 卖方就约定的一个或多个参考实体或其特定债务向买方提供信用风险保护的金融工具。

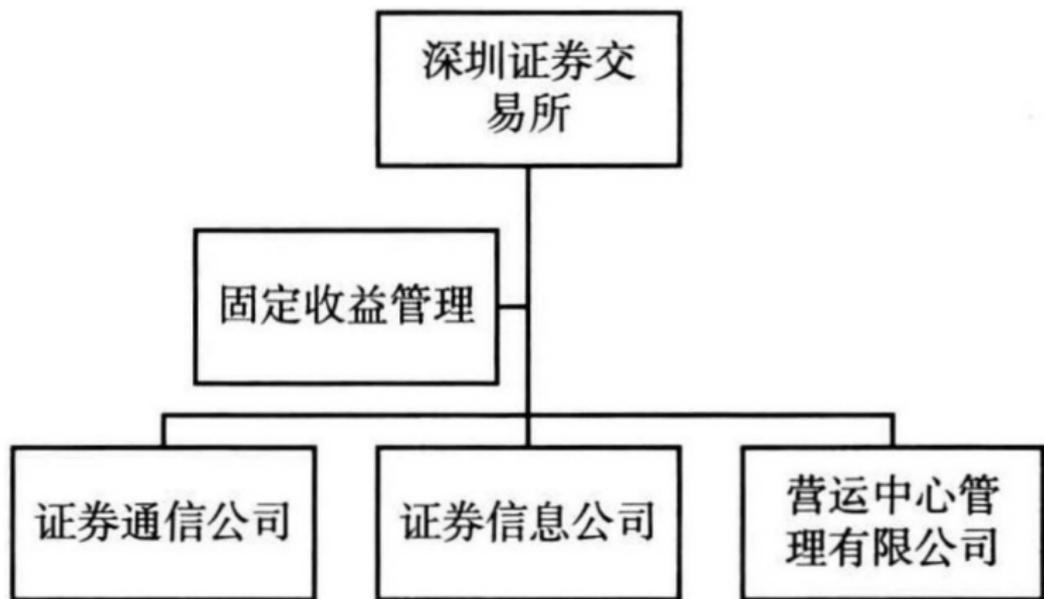


图 4-22 深圳证券交易所架构

- 历史：较早从事国债发行和交易。1996 年国债第一次电子系统招标发行在深交所进行。
- 债券交易部门：主要在固定收益部进行。
- 交易品种：公司债券、各种债券类基金产品。
- 发展新目标：
  - 全面提升多层次资本市场包容力。
  - 对接实体经济重点领域和薄弱环节，服务不同成长阶段企业。
  - 拓宽多层次资本市场覆盖面，发挥支持、引导、带动作用，优化资源配置。
  - 服务国家长远发展战略。
  - 对接社会多样化财富管理需求，服务不同类型市场参与主体。
  - 完善风险管理工具和产品交易平台。
  - 发挥交易所市场组织和创新服务功能，提升资本市场深度和质量。
- (图 4-22 深圳证券交易所架构)

- 提升竞争力：建设全球最具特色的交易所。
- 技术核心：立足核心系统自主研发，提高技术发展和管理水平，建设高可用、高扩展、高性能容量的新一代交易系统。
- 服务平台：建设安全、高效、自主、可靠的综合性技术支持服务平台。
- 治理与管理：立足长远发展战略，提高自身治理和管理水平，适应新时期改革开放和经济社会发展要求。
- 特色与核心竞争力：建设以自身鲜明特色为基础、在全球范围内拥有核心竞争力的证券交易所。
- 监管与透明度：完善市场交易监管，提高市场运行透明度，实现交易信息、监管规则、监管措施有效公开。
- 市场秩序与责任：促进市场良序运作、参与者归位尽责，让市场风险定价与配置效率得到长足提升。
- 信息披露与公司治理：完善信息披露监管机制，提高上市公司透明度，构建以诚信约束为核心的差异化监管体系。
- 投资者保护：建立健全投资者服务与保护工作机制，让市场自身的约束性力量得到充分发挥。

- 债券市场定位：服务实体经济的新平台。
- 支持中小企业：
  - 截至 2014 年 4 月底：上市债券 442 只，托管总面值 2159 亿元。
  - 2012 年：推出中小企业私募债券试点，拓宽未上市中小微企业融资渠道。
  - 试点成果：200 只通过备案，金额 270 亿元；119 家企业完成 131 只私募债发行，募集资金 151 亿元。
  - 作用：服务促进中小企业规范发展功能逐步显现。
- 基金特色创新：
  - 定位：顺应财富管理需求、壮大机构投资者的重要创新领域。
  - 上市基金特色：深交所基金产品创新的特色。
  - 2013 年：首个小额贷款类 ABS 产品“阿里小贷 1 号和 2 号”挂牌转让，募集资金 10 亿元，是小贷资产证券化的首次尝试，对落实小微企业金融支持有重要示范意义。
- 资产证券化 (ABS)：
  - 作用：有助于服务实体经济，盘活各类社会存量资产。
  - 截至 2014 年 4 月底：深交所主板上市公司 480 家，总股本 4443 亿股。
- 公司债改革与创新 (2015 年后)：
  - 推出：创新创业公司债、创新创业公司私募可转债等。
  - 支持民营科技企业：直接或间接融资约 250 亿元。
- 知识产权 ABS：
  - 大力推动可复制、规模化发展，实现融资近 130 亿元。
  - 实现专利、商标和版权全覆盖。

- 助力打通民营科技企业知识产权创造过程中的“融资、交易、运营”业务链条。
- 缓解民营企业融资难：
  - 拓展运用第三方增信、供应链核心企业信用等方式。
  - 截至 2022 年年初：累计发行具增信措施的民营企业债券超 3100 亿元；发行核心企业供应链应付账款 ABS 超 6900 亿元，帮助多行业、数万家供应链上游中小企业提前回款，实现低成本融资。

## ● 服务内容:

- 信息披露、上市公司公告、法律规则、市场数据、总价交易公开信息、定期报告、投资教育等。
- 互动平台“互动易”: 官方推出, 供投资者与上市公司直接沟通, 一站式汇集公司资讯 (互动问答、投资者关系信息、公司声音、公告、股东信息、财务与融资等)。
- 官方刊物:《证券市场导报》(1991 年起发行)。

## ● 债券市场新动向 (2021 年 3 月 13 日):

- 背景: 根据证监会统一部署。
- 发布通知: 修订《< 深圳证券交易所债券交易实施细则 > 债券分期偿还相关条款》及《关于挂牌期间非公开发行公司债券分期偿还业务的通知》。
- 主要变化: 将债券分期偿还业务减记方式由“减少持仓”调整为“减少面值”。
- 明确: 业务触发时相应债券面值、除权参考价计算方法及信息披露要求等。
- 实施效果: 采用减少面值方式处理后, 投资者账户中债券持仓数量不变, 一张债券对应的面值相应减少。应计利息以调整后的面值为依据计算。
- 目的: 确保调整后业务顺利开展, 联合中证登梳理业务, 明确风险点, 做好技术安排, 组织市场机构协同推进, 确保新老业务安全平稳衔接。
- 意义: 有利于统一跨市场债券品种二级市场估值, 提升转托管效率, 促进债券市场发展互联互通和协调统一。

- 现状：上海和深圳证券交易所作为重要金融产品交易场所，作用越来越大。
- 历史：银行间市场出现前，商业银行参与债券发行交易主要通过交易所市场。
- 银行退出交易所：最早追溯到 1997 年。
- 1997 年：央行（当时兼具银行监管职能）发布《关于各商业银行停止在证券交易所证券回购及现券交易的通知》，要求银行停止在交易所的回购和现券交易。
- 银行间市场产生：是银行从交易所市场退出的产物。
- 1998 年起：银行撤出交易所，市场分割为银行间市场和交易所市场。
- 分割后的格局：
  - 银行间市场：资金充裕，逐步发展为机构投资债券市场。
  - 交易所市场：资金来源萎缩，发展相对较慢。
- 分割原因：发行主体/条件、投资人群体、登记托管系统、评级机构资格认定、交易场所、监管部门均不同，限制市场一体化发展。
- 融合呼吁：市场参与人呼吁完善法制，健全趋同、统一的法律安排，形成统一监管理念和标准，按职责分工依法行政，防范监管套利。

## 市场融合的进程 (1)

- 交易所重视：债券市场重要性重新得到交易所重视。
- 证监会意愿 (2009 年开始)：希望打造自有债券固收平台，希望商业银行重返交易所市场。
- 达成共识：最终证监会和央行达成共识，允许上市商业银行参与交易所市场债券交易。
- 限制：仅限于现券交易，不能参与回购。
- 交易所措施：为银行自营资金直接参与交易提供专用席位。
- 障碍：
  - 一直禁止商业银行从事回购交易。
  - 参与主体限制在上市商业银行范畴。
  - 少数未上市商业银行通过“擦边球”或公募基金专户投资。
- 2018 年起：
  - 统一评级机构准入方面基本做到互认。
  - 债券执法方面开始联合。
- 交易所诉求：全面放开商业银行在交易所开户直接投资债券。
- 法规障碍：此前法规层面仍存障碍。

## 市场融合的进程 (2): 政策突破与互联互通

- 2019年8月：人民银行、银保监会、证监会发布《关于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》。
- 扩大银行范围：扩大在交易所市场参与现券交易的银行范围。
- 变化：
  - 交易所投资范围扩大到所有银行自有资金（农商行除外），不局限于上市商业银行。
  - 交易范围局限于现券交易，不包括回购。
- 操作层面问题：未具体落实交易席位、交易单元、结算参与人资格等问题，银行操作仍困难。
- 监管套利空间：由于监管机构、规章制度、交易制度、投资者基础、发行人准入、结算登记托管等方面差异，两市场相对割裂，存在监管套利空间。
- 2020年起：监管政策有统一融合趋势。
- 目标：允许更多银行根据自身需要在交易所市场参与债券投资，打通两市场资金端和资产端，服务金融市场和实体经济，推动整个债券市场发展。
- 2020年7月19日：人民银行、证监会联合发布《中国人民银行中国证券监督管理委员会公告》（〔2020〕第7号）。
- 同意：银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。

- 场所：交易所市场是各类投资者（机构和个人）进行债券买卖的场所，是场内市场。
- 流程：投资者将买卖指令输入交易所电子系统，由系统集中撮合完成交易。
- 分类（按交易方式）：现券交易、回购交易、债券借贷、债券衍生品交易。
- 主要方式：现券交易和回购交易。

- 传统竞价撮合：
  - 方式：与股市交易方式一致，采用竞价方式。
  - 原则：时间优先、价格优先。
  - 流程：交易系统对买卖指令进行匹配，达成交易。
- 场外交易模式引入：
  - 背景：沪深交易所近年在相应平台引入场外交易方式。

- 定位：定位于机构投资者，为大额现券交易提供服务。
- 市场层次：
  - 交易商之间市场：采用报价制和询价制。
  - 交易商与普通投资者之间市场：采用协议交易模式，通过成交申报进行交易。
- 可操作类型：现券交易、买断式回购操作、质押券申报和转回。
- 不可操作类型：质押式回购操作。

- 竞价与询价系统间交易：
  - 可以进行交易。
  - 结算模式：系统内债券 T+0 交易，跨系统 T+1 交易模式。
  - 示例：当日通过竞价系统买入的债券，可当日通过该系统卖出；但要于次一交易日才能通过固定收益综合电子平台卖出。
- 交易的清算和结算：
  - 系统：通过交易所交易系统和中证登后台结算系统完成。
  - 资金清算：由清算银行完成。
  - 参与者：机构投资者和个人通过券商进行交易结算。
  - 结算机制：主要采取中央对手方 (CCP) 的净额结算机制。
  - 负责机构：中证登负责清算、结算，并作为共同对手方提供交收担保。
  - 市场：沪深两所。
  - 投资者：实行会员制，主要包括证券公司、基金公司、保险公司、企业和个人等。
  - 上市品种：国债、企业债券、可转换债券等。
  - 交易原则：价格优先、时间优先，采用公开竞价方式。
  - 结算数据：成交数据、清算数据、交收数据、持仓数据 (逐步加工形成最终账户持仓)。
  - 券商角色：代理客户买卖债券，赚取佣金或手续费。

- 流程概述：

- ① 投资者通过证券商向交易所申报“回购登记”。
- ② 交易所及中证登根据申报，将投资者账户下债券当日交易结束后的实际余额，按比例折合成“标准券”。
- ③ 标准券记入证券商回购结算主席位的标准债券账户。
- ④ 当日投资者可通过证券商回购结算主席位将该债券用于回购业务。

- 交易流程详解：

- ① 交易系统前端检查：交易日，系统比较融资回购申报数量与该证券账户实时最大可融资额度，超额则为无效委托。
- ② 交易撮合：交易所主机将有效融资、融券申报撮合配对，达成交易，实时扣减相应账户最大融资额度。
- ③ 成交数据发送：交易所实时将成交数据发给结算公司。
- ④ 标准券核算和清算：结算公司进行标准券核算和清算。

- 近年来，各交易所采取多项措施：
  - 放开市场资格准入。
  - 增加市场交易品种。

# 债券交易参与人和结算参与人 (1)

- 法律制度：对资格有明确规定。
- 上交所规定：
  - 关于债券交易参与人：
    - 条件：近1个会计年度末净资产 > 100 亿元、债券交易较活跃、符合相关经验技术要求的银行。
    - 权限：可申请成为债券交易参与人，直接参与债券交易。
  - 关于结算参与人：
    - 条件：近3个会计年度末净资产 > 200 亿元、近3个会计年度连续盈利、符合相关风险评价和经验技术要求的银行。
    - 权限：可申请成为结算参与人，直接办理债券交易结算业务。
- 意义：上交所彻底放开交易所两个最重大的资格准入（结算参与人、债券交易席位），这两项资格已很久未向金融机构放开。同时落实了监管部门放开除农商行外非上市银行进入交易所交易的要求。
- 资质影响：
  - 获得两项资质的银行：可直接开户参与交易，并自行结算。
  - 只获交易席位、未获结算资格：可通过甲类结算参与人（都是券商）结算。
  - 两项资格均未获：只能委托证券公司参与交易（走券商经纪业务）。

- 中证登结算参与人分类：
  - 证券公司类结算参与人(甲类、乙类)
  - 银行类结算参与人
  - 其他类结算参与人
- 商业银行：结算参与人意义重大，不仅可直接参与结算无需甲类代理，实际上托管行的托管资质也与结算参与人挂钩。
- 证券公司类结算参与人：
  - 甲类：可接受其他结算参与人或直接参与交易但无结算资格机构的委托，办理委托结算业务。
  - 乙类：不可接受委托办理结算业务。

## ● 银行类结算参与人：

- 定义：经监管部门批准取得相关托管人资格的商业银行。
- 范围：按规定可参与证券交易所债券交易的商业银行等。
- 主要包括：托管银行、QFII 托管银行、上市商业银行。
- 作用：商业银行做交易所托管资质，首先必须成为交易所结算参与人，否则无法帮助客户做托管人结算。

## ● 2020 年沪深交易所新规（《关于银行参与交易所债券交易结算有关事项的通知》）：

- 投资范围：相关认可银行可参与债券、ABS 及以其为标的的基金交易（未明确可否回购）。
- 适用银行（第一条）：政策性银行、国有大行、股份制行、城商行、在华外资行及境内上市的其他银行。
- 可参与交易品种：
  - 债券和 ABS 现券的竞价交易（含国债、地方债、金融债、企业债、公司债（含可转债/可交债）等）。
  - 以债券和 ABS 为投资标的的基金认购、申购、赎回与交易。
  - 上交所认可的其他品种交易。
- 准入规定：对交易参与人和结算参与人准入有详细规定（后者更严苛）。
- 银行身份与操作：
  - 成为交易和结算参与人：可直接参与交易并自行结算。
  - 成为交易参与人但非结算参与人：可直接参与交易，委托经中证登认可的结算参与人结算。
  - 不具两项资格：应委托证券公司参与交易，通过券商经纪模式结算。

## ● 其他类结算参与人：

- 定义：中证登核准的其他合格机构。
- 主要包括：保险公司、财务公司、清算中心、信托公司等。

- 1990年：沪深交易所成立，开辟交易所债券市场，成为银行及金融机构交易债券的主要场所。此阶段交易所市场占主导地位。
- 1997年：
  - 背景：大量银行信贷资金通过交易所国债回购违规入市，加剧炒作和泡沫。
  - 政策：央行出台《关于各商业银行停止在证券交易所证券回购及现券交易的通知》，要求商业银行退出交易所债券市场。
  - 后果：同年全国银行间债券市场成立。
- 2010年：证监会、央行、银监会联合发布《关于上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》。
- 允许：上市商业银行参与交易所市场的现券和回购交易。
- 效果：交易所市场和银行间市场的相同债券得以实现跨市场交易。
- 2019年：证监会、央行、银保监会联合发布《关于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》。
- 扩大范围：除未上市农商行、农信社外，绝大部分商业银行获准进入交易所市场参与现券交易。

- 2019 年：沪深交易所联合中国结算公司发布《关于银行参与交易所债券交易结算有关事项的通知》。
- 规定：政策性银行和商业银行（非上市农商行除外）可进入交易所参与两大类品种交易（落实此前 81 号文精神）。
- 交易类型：
  - 直接参加债券交易：如债券和 ABS 现券的竞价交易（品种包括但不限于国债、地方债、金融债、企业债、公司债（含可转/可交债）等），不包括回购。
  - 参与债券基金：如以债券和 ABS 为投资标的的基金认购、申购、赎回与交易。

# 国债的交易和结算 (传统与场外)

- 历史：直到 1998 年以前，国债主要在交易所市场交易。
- 系统发展：交易所国债交易系统随业务发展、科技进步不断完善。
- 记名国债：
  - 交易结算：与股票类似，交易后损益登记在持有人证券账户。
- 不记名国债：
  - 交易前：必须托管。
  - 交易后：通过交易系统完成。
  - 提取：买方有权从托管的证券中介机构处提取纸质债券。
- 传统模式：
  - 方式：与股票交易相同，竞价撮合。
- 场外模式引入：
  - 后来也引进了场外交易模式。
  - 固定收益电子平台：主要方便机构投资者，包括两层市场 (交易商之间 - 报价/询价；交易商与普通投资者 - 协议交易/成交申报)。
  - 平台功能：现券交易、买断式回购、质押券申报/转回 (不能质押式回购)。

# 国债的交易规则、存托与兑付

- 现货交易申购单位：“手”，1手 = 1000 元面值。
- 申购量限制：单次不超过 10000 手，变动幅度 100 手，委托买入量须为 1 手或其整数倍。
- 结算机制：
  - 上交所：系统内 T+0，跨系统 T+1。
  - 投资者与中介机构：交易后 1 天（遇节假日顺延）结算。
- 存托与兑付：
  - 法定存托单位：中央结算公司 (CCDC) 的建立标志我国国债托管系统正式启用。
  - 交易原则：先托管后交易，交易前须托管在 CCDC 的深交所或上交所托管账户中。
  - 到期兑付：
    - 依据：财政部公布的到期兑付公告。
    - 流程：投资者到指定证券自营商处办理 -> 交易所于兑付前一工作日摘牌 -> 对债权登记日登记在册投资者支付本息。
    - 资金划转：交易所收到财政部兑付资金后 -> 根据债权登记日各自营商国债账户余额 -> 将本息划入投资者现金账户 -> 投资者在托管券商处领取。
    - (图 4-23 国债兑付流程：本金兑付通知 -> 债权登记 -> 资金结算 -> 获得本金支付)

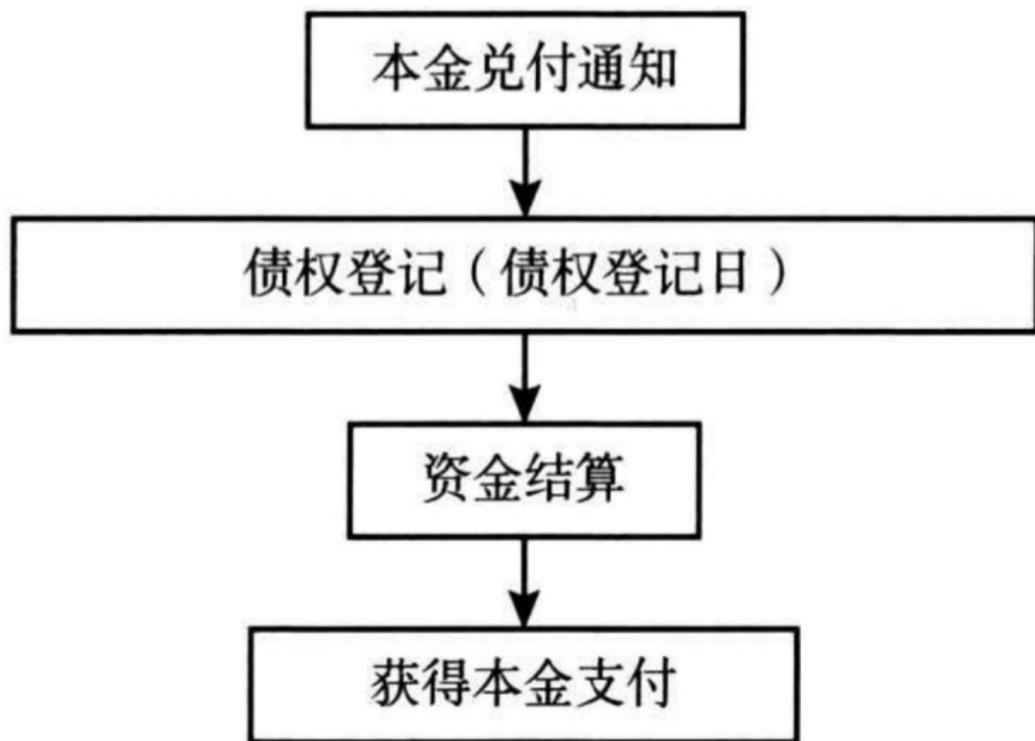


图 4-23 国债兑付流程

- 深交所交易费用：
  - 投资者佣金：委托证券公司交易时支付，须低于交易价值的 1%。
  - 中介机构佣金：证券中介机构向深交所支付，额度占交易价值的 0.05%。
- 上交所交易费用：
  - 投资者佣金：证券公司作为代理人，投资者须支付佣金。
  - 佣金标准：上海本地 1 元；异地 3 元。直接从投资者账户扣除。
  - 佣金上限：须低于交易价值的 1%。
  - 中介机构佣金：证券中介机构向上交所支付，额度占交易价值的 0.1%。

- 历史：20世纪90年代，银行间市场建立前，主要品种是国债。
- 1998年后：国债发行进入银行间市场，但财政部仍在交易所发行国债，越来越多国债开始在银行间市场发行。
- 当前沪深交易所交易品种：
  - 国债
  - 地方政府债
  - 金融债
  - 企业债
  - 中小企业私募债
  - 公开发行人公司债
  - 非公开发行人公司债
  - 可转债
  - 可交换债
  - 分离债
  - 资产支持证券 (ABS) 等
- 交易方式：现货交易、质押式回购交易、协议回购交易。
- 主要品种：非政府债券主要是公司债券。

# 上海证券交易所 2020 年债券交易情况一览表 (表 4-5) I

类型	成交笔数	成交金额 (万元)	加权平均价格
金融债	153879	9346162.93	102.206
企业债	110815	47642905.59	74.526
中小企业私募债	112300	303409670.2	99.729
公开发行公司债	416118	402234089	99.047
非公开发行公司债	10872	26623477.11	97.116
可转债	153799361	260722003.8	131.251
可交换债	572026	14250328.15	106.532
企业资产支持证券	11486	44815775.33	95.511
质押式回购	128672098	25282350170	2.425
报价回购	33077221	410113365.9	2.897
协议回购	164767	212626164.8	5.617

注：加权平均价格是以交易量为权重的平均价格。资料来源：上海证券交易所。

# 深圳证券交易所 2020 年债券交易情况一览表 (表 4-6) I

证券类别	成交金额 (万元)	成交量 (万张)
国债	122095.08	1256.65
地方政府债	308390.15	3056.82
政策性金融债	6426123.93	63944.45
政府支持债券	43993.97	440.00
企业债	1601735.26	15971.66
公司债	71929135.58	721118.05
可交换公司债	524394.73	4820.23
可转债	714539964.65	4066575.53
非公开发行公司债券	46666673.57	455095.14
非公开发行可交换公司债券	3307847.05	17627.70
证券公司次级债	5135495.12	50315.66
证券公司短期债	56804.58	560.00
债券回购	2781891043.53	27856573.87
质押式回购	2770783441.40	27707834.41
质押式协议回购	11107602.13	148739.46
ABS	22173367.30	223020.01
企业资产支持证券	19785284.93	199549.89
不动产投资信托	2388082.36	23470.12

# 深圳证券交易所 2020 年债券交易情况一览表 (表 4-6) II

资料来源：深圳证券交易所。

- 前提：建立健全国统一的债券二级市场，需要标准化的结算和清算系统。
- 国债管理人目标：建立有效批发市场，为积极参与者构建完善交易框架，推动衍生品市场发展。
- 效果：有助于市场自动交易系统的开发和使用。
- 历史：国债市场曾以个人投资者为主，采用手工操作。
- 转变：从零售市场转变为机构投资者为主的批发市场。
- 技术应用：电子传输系统开始应用，极大提高交易效率。
- 操作程序：在电子交易框架下，国债二级市场具体操作程序如下。

- 要求：通过上交所或深交所购买或交易记账式国债的投资者，必须到证券公司营业部或清算公司证券登记机构开立证券账户。
- 机构身份：上述证券公司和清算公司都是交易所的会员。

- 个人投资者：
  - 办理地点：所在地证券营业部或证券登记机构。
  - 所需材料：本人有效身份证及复印件。
  - 代办：需提供代办人身份证及复印件。
- 法人：
  - 定义：任何组织实体（公司、国有企业等），依法独立享有民事权利和承担民事义务。
  - 所需材料：营业执照（及复印件）、法人委托书、法人代表证明书、经办人身份证。
- 证券投资基金、保险公司：
  - 办理地点：需到深圳证券交易所直接办理。
- 开户费用：个人 50 元/户，机构 500 元/户。

- 个人投资者：
  - 办理地点：上海证券中央登记结算公司在各地的开户代理机构。
  - 所需材料：有效身份证件和复印件。
- 法人：
  - 所需材料：法人营业执照副本原件或复印件，或民政部门、其他主管部门颁发的法人注册登记证书原件和复印件；法定代表人授权委托书；经办人有效身份证明及其复印件。
  - 代办：需提供代办人身份证明及其复印件，以及委托人的授权委托书。
- 开户费用：
  - 个人纸卡：40 元/户。
  - 个人磁卡本地（上海）：40 元/户。
  - 个人磁卡异地（上海之外）：70 元/户。
  - 机构：500 元/户。

- 发行方式 (据国债发行公告):
  - 不记名国债 (暂停发行) 和记名国债可通过交易所交易系统电子主机公开发行业。
- 发行期间认购:
  - 投资者到指定证券自营商处办理委托手续, 通过交易所交易系统直接购买。
  - 投资者也可从指定证券自营商处直接购买。
- 上市国债发行认购办法: 不同于股票。
- (图 4-24 国债发行流程: 国债 -> 承销人包销或委托销售 -> 上市 -> 投资者认购)

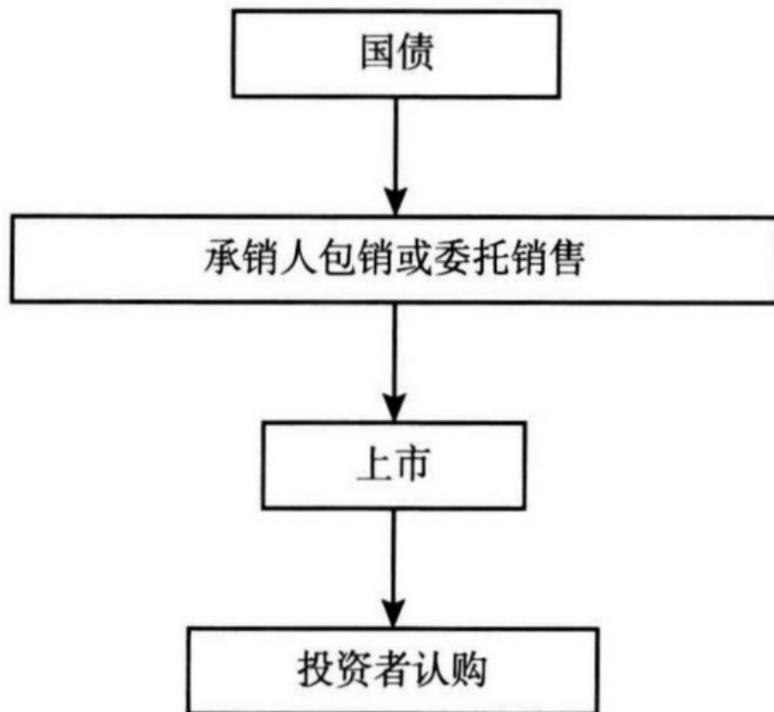


图 4-24 国债发行流程

## 国债申购规则 (表 4-7) I

项目	规则
发行模式	国债发行可采用挂牌分销和合同分销。“挂牌分销”指承销商在交易所市场挂牌销售国债，各会员单位自营或代理投资者通过交易席位申报认购。“合同分销”指国债承销商同其他机构或个人投资者签订分销协议进行分销认购。
申购账户	深交所账户、上交所账户或基金账户。
申购代码	深交所：1016xx 或 1017xx (6 位数字，前 4 位固定，后 2 位依具体国债不同，1-9)。上交所：751xxx (6 位数字，前 3 位固定，后 3 位依具体国债不同，1-9)。每种上市国债有专门申购代码。
申购价格	挂牌认购价格为 100 元。
申购单位	以“张”为单位 (人民币 100 元面额为一张)。债券卖出最小申报数量单位 1 张，买入最小申报数量单位、回购买卖最小申报数量单位 10 张。
申购费用	无须交纳任何费用。

资料来源：

笔者根据有关资料整理。

- 托管方式：

- 负责机构：中国证券登记结算有限责任公司（中证登）。
- 上交所债券：托管和结算由中证登上海分公司负责。
- 深交所债券：托管和结算由中证登深圳分公司负责。
- 结算制度：采取集中登记、二级托管和集中净额结算制度。
- 角色：中证登作为交易双方共同的交收对手方，对债券交收负有担保责任。
- 竞价交易：中证登分别与各结算参与人进行结算，资金清算基本通过交易所与结算参与人指定的清算银行实施。
- 固定收益平台交易：中证登提供两种清算模式。
  - 交易商间交易：中证登作为中央担保者，根据交易所成交结果与交易商进行净额结算。
  - 交易商与客户交易：实行纯券交割的结算模式。

- 交易所债券市场的中介服务机构：

- 组成：债券交易组织机构、债券托管结算机构、债券业务服务机构。
- 流程：通过交易所交易系统和中证登后台结算系统完成债券交易和结算。

- 意义：完整性更高的证券市场可满足不同市场环境下的投资需求。
- 示例：
  - 通胀环境：股票可能比债券更吸引人。
  - 经济放缓：债券投资更具吸引力。
- 跷跷板效应：股票与债券之间存在跷跷板作用。
- 交易所优势：同时从事股债交易的交易所可“两条腿走路”，避免收入剧烈波动。
- 案例：2002-2003 年股市低迷期，交易所股票交易量大降，但债券市场交易活跃。上交所债券品种成交额占总成交额 64.9% (2002) 和 74.3% (2003)，成为稳定交易所收入的主力。
- 因素：由于投资人偏好不同，上交所债券业务通常大于深交所。

- 背景：近年来，发达国家金融混业管制放松，“一站式”服务成全球金融服务业趋势。
- 交易所转型：各国交易所摒弃“精品店”定位，转向“金融超市”目标，提供多元化产品。
- 债券优势：筹资成本低、收益稳定、风险较小，深受融资者和投资者欢迎。
- 交易所策略：积极发展债券市场，推出更多债券产品，满足不同投融资者需求，成为各国交易所争夺重点。

- 上市公司融资：通过公司债市场融资。
- 权责关系：与债券投资者权利义务关系明确。
- 硬约束：还本付息的硬约束有助于改善公司治理机制和上市公司质量。
- 交易所角度：
  - 资源共享：可实现场地、设施、客户、人才、信息等要素和资源共享。
  - 降低成本：有效降低自身运作成本。
  - 规模经济与范围经济：获取规模经济和范围经济好处。
  - 提升竞争力：提高自身竞争能力。

- 债券市场机构投资者：如保险公司、财务公司等，现金充裕，是回购市场主要资金提供方，可通过回购市场有效安排短期资金。
- 股票市场投资者：如证券公司，可通过回购方式融得资金，投资股票，实现资产流动性、收益性和安全性的统一。
- 发展交易所债券回购市场的作用：
  - 充分合理利用社会金融资源。
  - 有效发挥股票市场“资金蓄水池”和“稳压器”作用。
  - 大大提高证券市场整体效率。

- 定义：指银行间同业交易的市场。包括银行间外汇市场 (interbank foreign exchange market) 和银行间货币市场 (interbank money market)，即拆放市场。

# 市场定位与主要发行体

- 基本市场：银行间债券市场和交易所债券市场是中国两个基本债券市场。
- 银行间市场定位：目前被央行定位为机构投资者进行大宗交易的场外市场。
- 主要发行体 (90 年代末期)：主要是国债和政策性金融债券。
- 国债：
  - 发行主体：中央政府。
  - 特点：信用度高，被誉为“金边债券”。
- 政策性金融债：
  - 发行主体：我国政策性银行 (国开行、进出口行、农发行)。
  - 目的：筹集信贷资金来源。
  - 批准：经国务院、央行批准。
  - 发行方式：市场化发行。
  - 发行对象：中资商业银行、商业保险公司、城商行、农信社联社、邮储局等金融机构。
  - 发行人资格：国务院审批。
  - 发行额度：央行根据融资需求和货币政策需要确定。
  - 主要发行方法：公开招标。
- 国家开发银行 (CDB)：
  - 市场地位：市场最主要参与人之一，政策性金融债主要发行人。
  - 创新 (自 1998 年首次市场化发债至今)：推出基准债、含权债、浮息债、柜台债、绿色金融债、战“疫”和脱贫攻坚等系列创新产品。
  - 机制创新：建立滚动续发模式、预发行交易、置换招标、弹性招标、做市支持等。
  - 成果：成为境内债市最活跃发行体之一。
  - 规模 (到 2020 年)：累计发行金融债 20 万亿元，存量近 10 万亿元，占中国债券市场存量 9.2%。
- 发行主体扩大：随银行间市场发展，发行主体迅速扩大。
- 参与主体增长：截至 2021 年末，非金融企业债各融资工具持有户共计 1885 家

- 特点：银行间市场本身就是机构市场，投资者全部为机构投资者。
- 主要投资人 (到 2021 年)：商业银行是国债和政策性金融债券的主要投资人。
- 参与者：包括商业银行、农信联社、保险公司、基金公司等银行和非银行金融机构。
- (图 4-25 银行间债券市场债券持有人结构)
- (图 4-26 2021 年银行间债券市场的投资者金融债券持有结构)

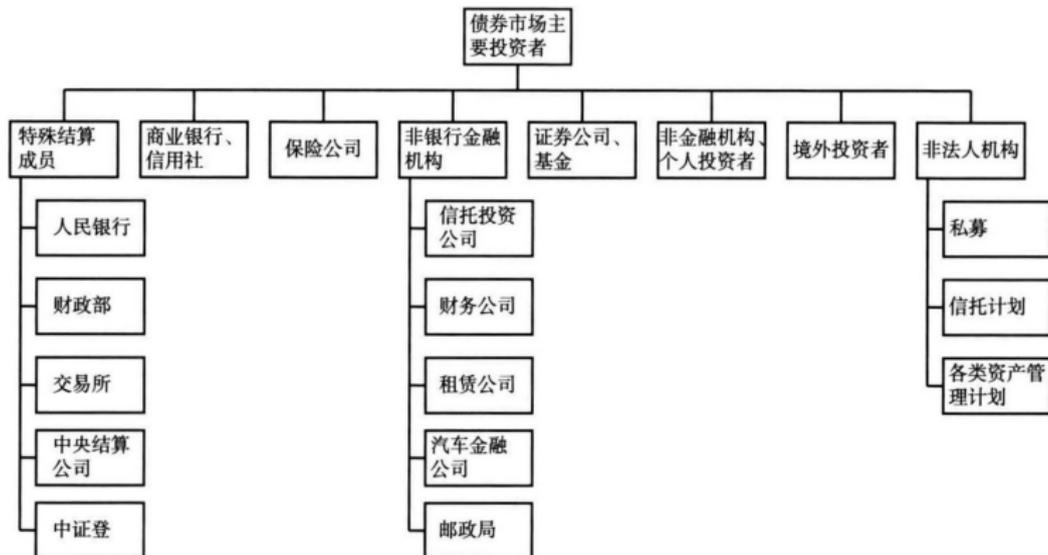


图 4-25 银行间债券市场债券持有人结构

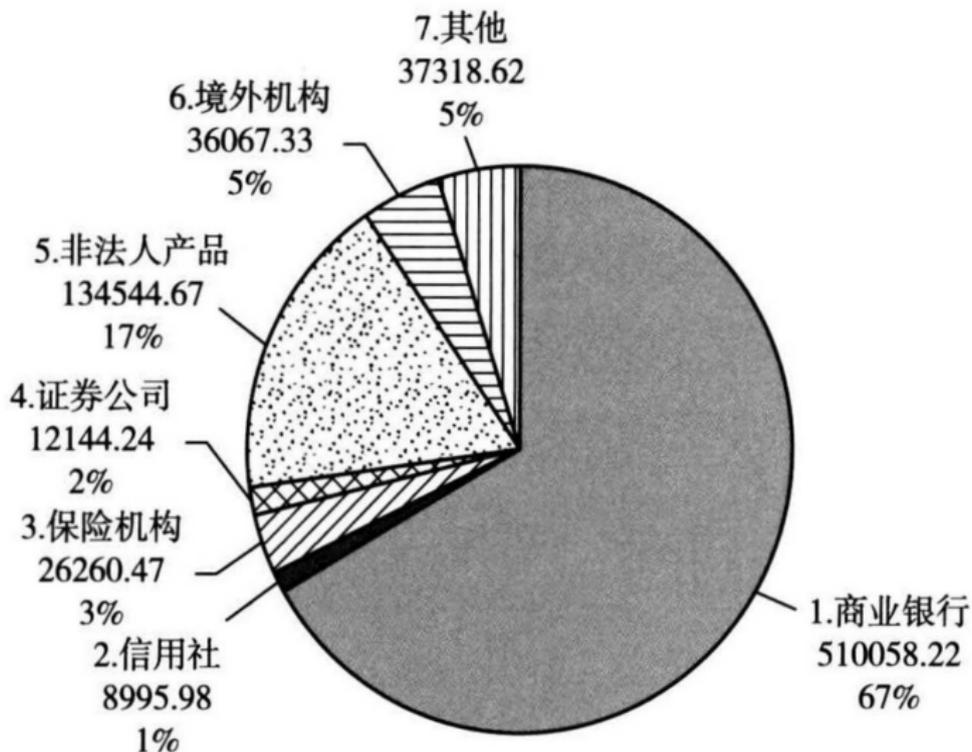


图 4-26 2021 年银行间债券市场的投资者金融债券持有结构

# 2021 年银行间债券市场的投资者金融债券持有结构 (表 4-8) I

	银行间债券市场	国债	地方政府债	政策性银行债券	商业银行债券
	合计	209029.50	292959.59	196607.87	66792.57
	1. 商业银行	134655.81	253331.83	104598.50	17472.09
	2. 信用社	1997.46	1518.19	5268.73	211.60
	3. 保险机构	5916.40	10229.78	5818.43	4295.86
	4. 证券公司	5933.28	3060.34	2079.12	1071.51
	5. 非法人产品	15315.75	11029.25	66331.61	41868.06
	6. 境外机构	24532.08	115.40	10849.31	570.53

单位：亿元

资料来源：央行结算公司。

- 主要投资人：银行、保险公司、投资基金。
- 金融中介：主要是各证券公司。
- 银行角色特殊性 (中国):
  - 一般是投资人，不做金融中介。
  - 中国情况：四大国有商业银行持有大量债券，同时证券公司规模较小，难用自有资金承担中介任务。
  - 结果：四大行也常扮演金融中介角色。
  - 央行意愿：作为主管部门，希望由四大行担任金融中介，发挥引导作用。
- 投资者统计 (截至 2020 年末):
  - 各类参与主体共计 27958 家 (年增 3911 家)。
  - 境内法人主体 3123 家 (年增 41 家)。
  - 境内非法人主体 23930 家 (年增 3734 家)。
  - 境外机构投资者 905 家 (年增 136 家)。
- (图 4-27 2021 年银行间债券市场的投资者托管面额结构)

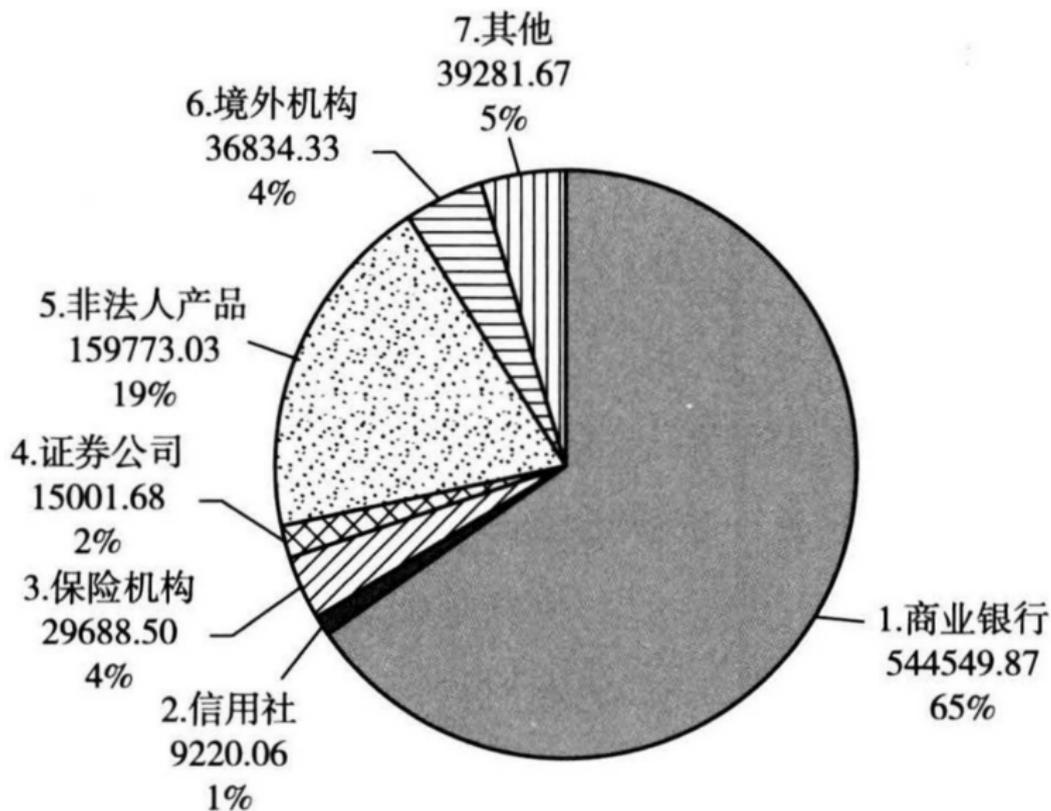


图 4-27 2021 年银行间债券市场的投资者托管面额结构

# 银行间市场特点 (1): 投资者与定价

- 机构投资人市场:

- 与国际主要市场一样, 参与人以机构为主 (政府、银行、保险、证券、非法人产品、境外机构等)。
- 定价方式: 招标、询价、谈判等。
- 价格确定: 二级市场价格主要通过谈判确定。
- 辅助平台: 全国银行业同业拆借中心是法定交易成交机构和辅助平台。
- 托管结算: 中央托管结算机构以中央结算公司 (CCDC) 为主。

## 银行间市场特点 (2): 创新与多元化

- 创新市场:

- 国开行作为最主要市场参与者之一，发起多项金融创新。
- 创新品种：浮动利率债、零息债、超长期固息债、发行人/投资人选择权债、本息分离债 (STRIP)、远期债、附选择权利率互换债、挂钩回购利率浮息债等。

- 多元化市场:

- 是多元化、多层次的场外机构市场。
- 金融机构属性：最初是金融机构市场，无企业和个人投资者，后扩大到非金融机构。主要参与者仍是银行、保险、证券、非法人产品、境外机构等。
- 多层次性：
  - 第一层：做市商和结算代理人 (从事自营、承销、结算代理)。
  - 第二层：可从事自营交易的金融机构 (直接参与，不代理)。
  - 第三层：通过结算代理进行交易的中小企业金融机构和非金融机构法人 (只能间接参与)。
- 核心层级：第一层和第二层，其定价能力和风险识别能力较强。
- 第三层作用：连接大型与中小金融机构、金融与非金融机构，是银行间市场资金与社会资金交换层面，对扩大市场功能有重要意义。

- 资金量大，交易频率小：
  - 投资人主要是银行和保险公司等。
  - 与交易所市场相比，银行间市场具有资金量大、交易频率小的特点。

- 债券市场主板地位基本确立：
  - 规模急剧扩张，份额和影响力不断扩大。
  - 1997 年底：托管量仅 725 亿元。
  - 2020 年底：托管量达 73.89 万亿元。
  - 2020 年二级市场交易量：现券 253 万亿元（同比增 16.5%）；信用拆借、回购总成交 1106.9 万亿元（同比增 14%）。
  - 细分：同业拆借 147.1 万亿元（降 3%）；质押式回购 952.7 万亿元（增 17.6%）；买断式回购 7 万亿元（降 26.3%）。
  - 结论：银行间市场已逐步确立其在我国债券市场中的主板地位。
- 市场功能逐步显现，兼具投资和流动性管理功能：
  - 为商业银行提供资金运作平台，提高资金运作效率。
  - 1997 年至 2012 年（3 月）：商业银行债券资产总额从 0.35 万亿元升至 11.7 万亿元，占总托管量 57%。
  - 形成商业银行庞大二级储备，使其逐步减少超额准备金水平。
  - 提高资金运作收益，显著增强资产流动性。
  - 成为央行公开市场操作平台：1998 年央行开始通过银行间市场进行现券买卖和回购调控基础货币；2003 年起发行央票对冲外汇占款（截至 2012 年底余额 1.9 万亿元）。
  - 2014-2020 年：我国债券市场存量一直呈增长趋势。

- 创新引入：从 21 世纪初期开始，国内引进了各种债券创新品种（见图 4-28）。
- 上市地点：这些债券都在银行间市场挂牌上市。
- 存在品种：目前银行间市场存在丰富的债券发行和交易品种。
- 按付息方式划分：
  - 零息债券：合约未规定利息支付，通常以低于面值价格发行，投资者通过折扣价买入获利。
  - 附息债券：本意指券面附有息票，按票面载明利率及方式支付利息（目前一律采用记账方式）。
  - 到期一次还本付息债券：多数在国债市场建立前发行，也称息票累积债券，规定票面利率，但到期才一次性获得本息。
- 按利率固定浮动性质分：
  - 固定利率债券：具固定利息率和固定偿还期，较传统。在利率稳定时流行，利率剧变时风险大。
  - 浮动利率债券：利率根据市场利率定期调整的中长期债券。利率按标准利率（同业拆放利率或银行优惠利率）加减一定基点确定。有利于投资人防范利率风险。
- (图 4-28 银行间市场债券品种：按付息方式 - 零息/附息/累积附息；按利率固定浮动 - 固定/浮动；按选择权和交换权 - 发行人选择权/投资人选择权/可转换/可交换)

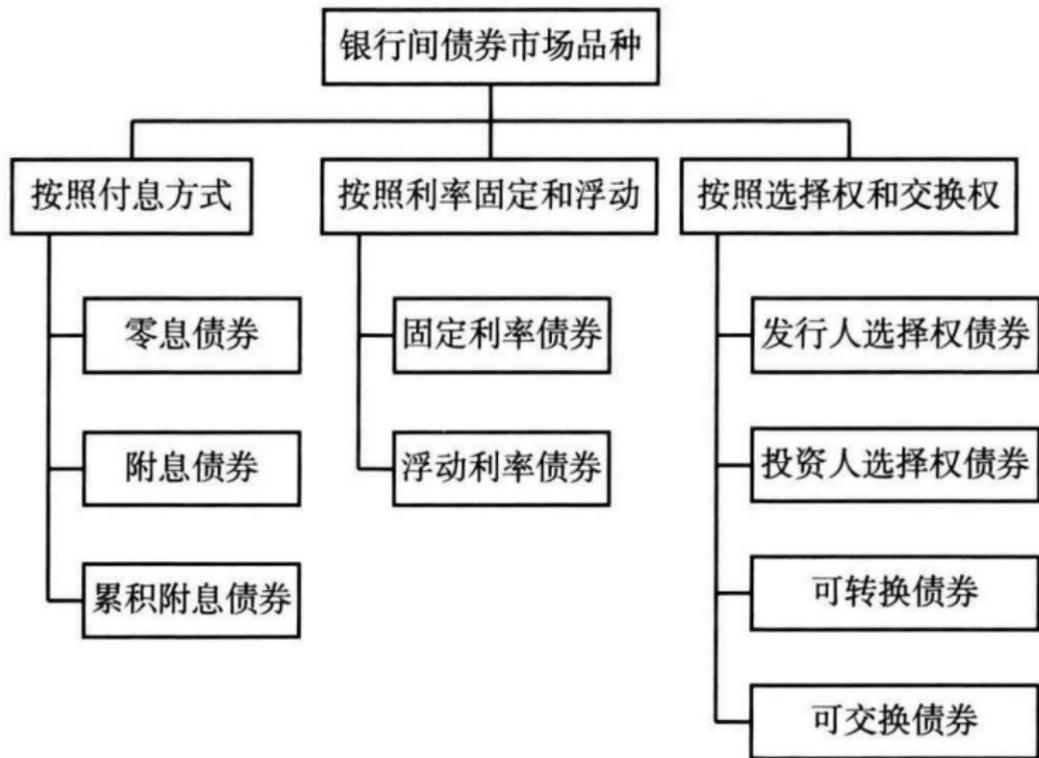


图 4-28 银行间市场债券品种

- 中央国债登记结算有限责任公司 (CCDC):

- 职能：为市场参与者提供债券托管、结算和信息服务。
- 成立时间：1996 年 12 月。
- 定位：中国债券市场核心运行平台。
- 服务内容：提供债券发行、登记托管、交易结算、付息兑付、估值、担保品管理、信息披露等一条龙全生命周期服务。

- 全国银行间同业拆借中心 (NIFC):

- 职能：为市场参与者的报价、交易提供中介及信息服务。经央行授权，可披露市场有关信息。
- 成立时间：1997 年 6 月 6 日。
- 主要职责：提供银行间外汇交易、人民币同业拆借、债券交易系统并组织市场交易；提供外汇市场、债券市场和货币市场的信息服务等。

# 境外投资者资格和额度演变

- 背景：我国债券市场改革发展取得显著成效，已成世界第二大债市，具多元化投资者结构和多样化产品序列。人民币跨境使用范围扩大，债市对外开放步伐加快。
- 开放历程：
  - 2010年以来：央行先后允许符合条件的境外央行/货币当局、主权财富基金、国际金融组织、人民币境外清算行/参加行、境外保险机构参与银行间债市。
  - 2015年7月：央行对境外央行类机构（境外央行/货币当局、国际金融组织、主权财富基金）入市投资推出更便利政策。
- 2016年新政：央行发布方便境外投资者新政策。
  - 目的：推动银行间债市对外开放，便利境外机构投资者投资。
  - 措施：便利更多类型境外机构投资者依法合规投资；引入更多符合条件的境外机构投资者；取消投资额度限制；简化管理流程。
- QFII/RQFII 改革：经国务院批准，央行和外汇局已取消 RQFII 试点国家和地区限制，以及 QFII/RQFII 额度限制。
- 2020年5月新规：央行、外汇局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》。
  - 意义：正式取消 QFII/RQFII 额度限制，拓宽投资渠道，是继“沪港通/深港通”、“债券通”及系列开放新政后又一重要利好。
  - 效果：我国债市对外开放走上新台阶。

- 结算代理人信息：

- 查询途径：符合条件的境外机构投资者可通过央行上海总部、交易商协会、同业拆借中心、中央结算公司、上海清算所等中介机构官网查询具备结算代理资质的名单。
- 现状：自 2010 年以来，已有多家结算代理人受托为境外机构投资者提供代理交易和结算服务。
- 案例：2020 年，汇丰中国成功协助境外客户完成全市场首单基于集中清算模式的人民币利率互换交易，满足了境外投资者风险管理需求。

- 投资收益汇出和参与银行间外汇市场：

- 汇入本金：可以是人民币，也可以是外币。
- 资金汇出：可直接人民币汇出，也可在境内兑换为外币后汇出。
- 币种结构：资金汇出入及购结汇应遵守央行和外汇局规定，资金币种结构应保持与汇入时本外币比例基本一致。

- 参与银行间外汇市场 (据 2015 年央行公告 31 号):
  - 境外央行类机构: 可通过央行代理、通过银行间外汇市场会员代理、直接成为境外会员三种方式之一或多种, 进入银行间外汇市场。
  - 可开展交易: 包括即期、远期、掉期和期权在内的各品种外汇交易。
  - 其他机构: 境外人民币业务清算行和符合条件的参加行也可进入银行间外汇市场, 参与挂牌的各品种外汇交易。
  - 限制: 目前其他境外机构投资者暂不能直接进入银行间外汇市场。
  - 未来: 央行将继续研究推动外汇市场对外开放, 循序渐进扩大进入范围, 更好满足市场参与者需要。
- 参与的各类债券交易:
  - 现阶段: 各类境外机构投资者均可在银行间债市开展现券交易。
  - 基于套保需求: 可开展债券借贷、债券远期、远期利率协议及利率互换等交易。
  - 回购交易: 境外人民币业务清算行和参加行还可在银行间债市开展债券回购交易。
  - 未来: 央行将根据市场发展情况, 适时允许其他境外机构投资者开展债券回购交易。

# 开立人民币专用存款账户与操作流程

## ● 开立人民币专用存款账户：

- 意义：债市对外开放重要举措。
- 依据：《人民币银行结算账户管理办法》、《境外机构人民币银行结算账户管理办法》、《中国人民银行关于境外机构人民币银行结算账户开立和使用有关问题的通知》等规定。
- 账户类型：符合条件的境外机构投资者可在境内银行开立人民币特殊账户，纳入人民币专用存款账户管理。
- 用途：专门用于债券交易资金结算。
- 限制：每家境外机构只能开立一个人民币特殊账户。
- 开户要求：应出具央行上海总部备案回执，无须出具基本存款账户开户许可证。
- 报备：由开户银行报央行当地分支机构核准。

## ● 操作流程：

- 备案：符合条件的境外机构投资者根据央行上海总部发布的备案实施细则，填写投资备案表，通过银行间市场结算代理人提交至央行上海总部。
- 开户联网：备案完成后，结算代理人即可按规定办理相关开户、联网手续。
- 已入市机构：不需重新备案，原获批额度自动过渡为拟投资规模。
- 信息变更：为保证信息完整性，如需变更相关信息，需及时向央行上海总部提交相应材料。

- 规范备案管理：若境外机构投资者自备案完成之日 9 个月内汇入投资本金不足其备案拟投资规模的 50%，需重新报送拟投资规模等信息。
- 明确资金汇兑管理：要求境外机构投资者根据相关规定办理外汇登记，资金汇出入不设限制，但汇出资金币种结构应与汇入时本外币比例基本一致，上下波动不超过 10%。
- 加强事中事后监测：加强对境外机构投资者投资行为和跨境人民币资金大额异常流动的日常监测，督促结算代理人认真履行真实性审核和信息报送义务。

- 本质：场外市场，属于机构投资者参与的批发市场。
- 特点：交易不需实体场所，不需经纪人和自营商。
- 交易主体：在各家银行、保险公司、证券公司等银行间市场成员中进行。
- 交易达成：由参与交易的银行协商议定。
- 成立背景：1997年6月，央行要求商业银行撤出交易所市场，所持债券由中央登记结算公司负责登记托管结算，银行间债市自此成立。
- 创立之初：只有16家商业银行总行参与。
- 成员扩展：目前已涵盖境内商业银行、政策性及开发性金融机构、信托公司、各类基金、财务公司、金融租赁公司等金融机构，境外央行和商业性金融机构，以及工商企业等非金融机构各类企事业单位。
- 非法人机构参与：理财产品、信托计划、保险产品、基金等非法人机构也参与投资。
- 柜台业务：2016年2月14日，央行《银行间债券市场柜台业务管理办法》规定，具备相关资质的企业和个人投资者也可通过柜台业务参与银行间债市投资。

- 做市商制度：20 世纪 90 年代初期，财政部国债司为推动国债市场化率先推出的旨在活跃国债二级市场的一项制度。
- 价格形成制度：银行间市场采用做市商的双边报价制度。
- 双边报价：指金融机构根据自身情况，对全国银行间债市可进行现券交易的债券，在一定买卖差价范围内，连续报出买入和卖出价格，以维持市场流动性，满足市场需求。

## ● 询价制度：

- 交易流程：一对一交易询价 -> 达成意向后实质谈判 -> 交易要素匹配 -> 前台交易指令确认 -> 后台清算结算。
- 场外交易特点：每笔成交都是自主报价、自选对手、自行结算、信用交易。
- 交易确认：交易员确认要素和前台指令后，进入实质性交割步骤。
- 要素匹配：双方通过一对一询价谈判，对标的债券价格、数量、结算方式、清算时间等进行确认匹配。
- 交割划转：确认后，交易指令直接传输到 CCDC 或 SHCH 进行实质性交割登记和资金清算划转（通常不可逆）。
- 券款清算：需按匹配确认的交易指令计算债券交割数量和资金支付金额。

## ● 登记、托管、结算：

- 核心基础业务。
- 一级托管机构：CCDC 为一级托管机构，为各类机构投资者开设债券交易账户。
- 托管体系：CCDC 和 SHCH 负责对银行间市场全部债券进行托管和簿记。
- 结算组织作用：中央登记托管结算机构在结算中发挥重要组织作用，包括向资金支付系统发起支付报文，通过自身维护的证券结算系统办理持有人变更登记，实现券款同步交收（DVP）。
- 结算类型：按是否轧差，分为全额结算与净额结算。
- 全额结算：适用于金额大、笔数少的批发性市场。
- 净额结算：适用于交易频繁活跃的市场（尤其交易所撮合模式）。
- 现状：债券市场以场外为主，大宗交易占主要份额，故国内外实践中，债券全额结算占比普遍高于净额结算。

- 全额结算:

- 特点: 不涉轧差, 结算机构获取、确认、匹配前台交易信息, 依据结算合同完成交收。
- 流程: 交易双方一一对应, 现金流与支付义务匹配, 合约支付义务清晰, 利于交易稳定和结算及时, 降低结算本金风险。

- 净额结算:

- 特点: 结算机构对交易主体间权利义务轧差计算, 按轧差后应收应付券款数额交收。
- 流程: 结算机构获取、确认、匹配前台交易指令, 对确认后指令轧差计算, 依据结果完成交收。
- 要求: 需指定时间段内所有结算顺利进行, 若有参与者无法结算, 可能影响其他参与者, 甚至引发系统性风险。

- 结算方式 (按券款制约形式): 券款对付 (DVP)、见券付款 (PAD)、见款付券 (DAP)、纯券过户 (FOP)。

- 主流方式: 目前除个别业务 (主要是境内美元债交易结算) 外, 银行间债市交易均采用 DVP 结算。

- 结算货币: 目前结算参与成员使用自身在支付系统清算账户或通过 CCDC 特许清算账户进行资金结算, 均使用中央银行货币。

- 结算周期: 我国领先于很多发达国家, 银行间债市早就实现 T+0 或 T+1 (T 为交易达成日)。实践中, 境内机构以 T+0 为主, “全球通”以 T+0、T+1 为主; 相比, 香港“债券通”结算周期较长、中间成本较高, 以 T+2 以上为主。

## 银行间市场的价格形成：双边报价

- 双边报价业务：现代证券市场旨在维持流动性的一项重要制度。
- 制度要求：有规定资质的金融机构必须对全国银行间债市现券交易的债券，在一定买卖差价范围内，连续报出买入和卖出价格，以满足市场需求。
- 市场性质：银行间债市属机构投资者参与的批发市场。
- 价格形成制度：采用做市商的双边报价。
- 历史推动：2000年以来，央行大力推动银行间市场双边报价业务。
- 2001年3月：央行发布《关于规范和支持银行间债券市场双边报价业务有关问题的通知》，规定申请成为双边报价商资格条件、应遵守规范及相应便利。

- 机构身份：开展双边报价业务的机构是做市商。
- 央行规定：
  - 权利：
    - 经央行同意、债券发行人同意，享有一级市场购买便利。
    - 央行通过公开市场业务支持其融资需要。
    - 央行根据货币政策需要和其报价交易情况，通过公开市场进行现券交易和融资业务。
    - 可获同业拆借中心双边报价系统技术支持。
  - 义务：
    - 参与公开市场活动。
    - 央行通过公开市场业务支持双边报价。

# 券款对付 (DVP) 的结算机制

- 定义：交易达成后，在双方指定结算日，债券和资金同步进行相对交收并互为约束条件的一种结算方式。
- 特点：结算双方交割风险对等，是高效率、低风险的结算方式。
- 需求：一般需要债券结算系统和资金划拨清算系统对接，同步办理券和款交割。
- 国际实践：国际债券结算行业提倡且较为安全高效，发达债市最普遍使用。
- 优点：使相互不熟悉或信用水平相差大的交易双方安全迅速完成交易结算。
- 国际原则：支付和市场基础设施委员会 (CPMI) 与 IOSCO 联合发布的《金融市场基础设施原则》(PFMI) 明确指出，为减小风险，应采用 DVP 结算，并建议一、二级市场都应实现 DVP。
- 中国规定：央行公告〔2013〕第 12 号文件明确规定“全国银行间债券市场参与者进行债券交易，应当采用券款对付结算方式办理债券结算和资金结算，中国人民银行另有规定的除外”。
- 历史：2004 年以前，正式 DVP 条件不完全具备，主要采取以下方式：
  - 纯券过户 (FOP)：不管资金收付，只根据付券方指令向其对方划付债券。
  - 见券付款 (PAD)：一方确认收到对方应付债券后，再向对方划付资金。
  - 见款付券 (DAP)：一方确认收到对方应付款项后，再向对方划付债券。
- 问题：PAD/DAP 功能相互独立，债券交割 (CCDC 负责) 与资金清算 (央行进行) 分离，存在结算本金风险和效率不高等问题。
- 2004 年：通过债券托管结算体系和央行支付体系对接，实现实时券款对付结算 (RTS+DVP)。

# DVP 结算机制的发展与现状

- DVP 推广：央行指导 CCDC 多次开发升级系统，积极推动 DVP 结算机制，全面覆盖银行间市场所有参与主体。
- 2004 年：CCDC 中央债券综合业务系统与大额支付系统 (HVPS) 实现联网运行，建成使用央行货币的全额实时券款同步交割 (DVP) 结算机制，根除债券交易中结算本金风险，是中国金融基础设施达国际先进水平主要标志之一。
- 2008 年：实现非银行机构 DVP 结算。
- 2013 年：根据监管要求，银行间市场参与者债券交易全面采用 DVP 结算。
- 2017 年：CCDC 对原中债综合业务平台重构升级，自主打造功能更完善、架构更合理、技术更先进的“中债新一代综合业务平台”。
- 2020 年 10 月：新平台正式上线，推动我国金融基础设施现代化水平全面提升，以及安全高效数字化金融系统生态加快形成。
- 现状：目前除个别业务 (主要是境内美元债交易结算) 外，我国银行间债市交易均采用 DVP 结算。
- 政策要求：采取 DVP 结算的双方必须为全国银行间债券结算成员。
- 结算成员：须为支付系统直接参与者。其他间接参与者必须与直接参与者建立代理关系，并与 CCDC 签订相关业务协议。
- (图 4-29 银行间市场债券结算流程)

- 上海清算所 (SHCH):

- 成立时间: 2009 年 11 月 28 日。
- 资质: 央行认定的合格 CCP, 获美国 CFTC 许可, 可向美国清算会员自营交易提供清算服务。
- 业务: 我国大额存单和公司信用类债券的登记托管结算中心。
- 定位: 专业的独立清算机构。
- 服务范围: 主要为银行间市场的债券交易、外汇交易、利率和汇率衍生品交易等提供全面的、以 CCP 为主的集中清算服务。

- 债券净额清算业务:

- 推出时间: SHCH 于 2015 年 3 月 30 日正式推出。
- 涵盖范围: 债券现券、质押式回购、买断式回购交易的 CCP 清算业务。
- 核心机制: CCP 清算, 即 SHCH 作为 CCP 介入合约交易对手方之间, 通过合约替代, 成为所有买方的卖方和卖方的买方, 并提供担保交收。
- 特点: 对所有债券交易统一轧差, 任何情况下 CCP 必须保证合约正常进行 (即使一方违约, CCP 须先对守约方履约, 再向违约方追责)。
- 优势: 提高资金和债券使用效率, 降低成本。对交易频繁机构及现券与回购套做机构, 净额清算可有效提升效率。
- 对比传统双边全额逐笔清算: 净额清算仅需日终批次轧差, 可降低后台操作风险和操作量, 提升结算安全和效率。

# 中央结算公司 (CCDC) 的债券系统

- 功能：提供中央债券簿记业务、债券发行业务、公开市场操作业务、债券柜台业务中心相关业务、债券信息统计业务以及客户查询业务。
- 连接性：系统与大额支付系统、跨境人民币支付系统 (CIPS)、外汇交易中心交易系统相连。
- 中央债券簿记业务：包括债券发行、登记、托管、结算及清算业务。
- 发行流程：发行人与主承销商协商确定利率/价格区间 -> 簿记管理人 (通常为主承销商) 与投资者一对一沟通协商 -> 投资者确定不同档位申购订单 -> 管理人汇集订单按约定定价配售方式确定最终利率/价格 -> 进行配售发行。
- 适用范围：目前企业信用债、金融债、信贷 ABS、非金融企业债务融资工具等多选择此发行方式。
- 托管与结算规模 (截至 2021 年底):
  - 系统托管债券总量 87.2 万亿元。
  - 2021 年全年通过系统发行债券 22.84 万亿元。
  - 全年系统结算额 1043.47 万亿元。
- 公开市场操作 (OMO) 业务：包括办理现券交易和回购交易，提供每日在线报告、统计和国债代理人现金管理操作等服务。自 2003 年起，通过 OMO 系统完成的所有交易都实现 DVP 结算。
- 债券柜台业务：提供与柜台交易相关的服务。实行两级托管制，CCDC 为一级托管人 (负责交易账户和代理人账户)，经批准的商业银行为二级托管人。

- 记账式政府债券：自 1998 年起，银行间市场所有可交易政府债券都是记账式，可直接进入 CCDC 系统。
- 企业债与凭证式债：
  - 2003 年起：中央企业债券开始在 CCDC 系统登记，采用无纸化记账形式。
  - 2004 年起：凭证式储蓄债券也通过 CCDC 系统进行登记。
- 支持金融创新：CCDC 先进的业务系统支持金融创新产品直接进入系统交易。
  - 本息分离债券 (STRIPs)：系统中登记的债券本金和利息可分开交易。
  - 2002 年：推出可回售债券。
  - 2004 年：推出次级债、企业债、短期票据等。
  - 资产支持证券 (ABS) 和国际机构发行的人民币债券 (熊猫债)：现在也可通过 CCDC 系统登记结算。
  - 2005 年：系统服务范围扩展，负责远期债券交易结算。
- 系统连接：CCDC 结算系统与全国和国际支付系统间逐渐实现连接。
  - 2004 年 11 月 8 日：CCDC 债券系统与全国支付系统 (HVPS) 连接，使 DVP 结算成为可能。
  - 现状：目前已有 100 家机构通过 CCDC 系统参与 DVP 交易。
- PFMI 评估：2014 年央行和证监会联合发布《关于开展金融市场基础设施评估工作的通知》，明确国内金融市场基础设施的准入门槛。国际清算组织 (BIS) 对金融市场基础设施专设委员会 (CPMI)，制定的基本准则《金融市场基础设施原则》(PFMI) 是目前央行和证监会认可的标准。

- 银行间市场交易类型：债券现货交易、债券回购交易。
- 债券回购分类：质押式回购、买断式回购。
- 质押式回购：
  - 定义：融资方（正回购方/卖出回购方/资金融入方）将债券质押给融券方（逆回购方/买入反售方/资金融出方）融入资金，双方约定未来某日，由融资方按约定利率计算资金额返还资金，融券方返还原质押债券。
- 买断式回购：
  - 定义：（亦称“开放式回购”）债券持有人（正回购方）将一笔债券卖给购买方（逆回购方）的同时，双方约定在未来某日，再由卖方（正回购方）以约定价格从买方（逆回购方）购回相等数量同种债券。
  - 适用债券（据《全国银行间债券市场债券交易管理办法》）：经央行批准可在银行间市场交易的政府债券、央行债券、金融债券等记账式债券。
- 交易方式对比：
  - 银行间市场：参与者以询价方式与自选对手逐笔达成交易。
  - 交易所市场：与股票交易一样，由众多投资者共同竞价并经结算机构配合磋商成交。

- 银行间市场：
  - 参与主体：以政府和金融机构为主。
  - 主要发行体：财政部、地方政府、政策性银行、商业银行、保险公司以及非金融企业等。
- 交易所市场：
  - 参与主体：主要是企业和上市公司。
- 近年趋势：两个市场都进一步放开。
  - 银行间市场：向企业债放开。
  - 交易所市场：向银行和其他金融机构放开。
- 参与者范围：
  - 交易所场内交易：参与者较广泛，适合不同发行主体和投资者（保险、基金、财务公司、企业、个人），只要开户即可参与。
  - 银行间市场交易：顾名思义，主要是一些银行类金融机构交易的场所。
  - 现状：已放开一些准金融机构资管产品等进入，但个人投资者不能进入，一般企业只能通过代理机构参与。

- 交易金额：银行间市场单项金额较大。
- 交易方式：不同。交易所通过系统撮合，自动完成交割清算，双方不清楚对手方（类似股票买卖）。
- 收益率差异：财政部和国开行在银行间市场发行交易的债券，收益率略有差别。
  - 2020 年末：财政部银行间 10 年期国债收益率 3.27%。
  - 同期：国开行银行间 10 年期国开债收益率 3.70%。
- 波动性：交易所政府债券收益率比起银行间市场波动更大。
- 活跃度：两市场交易活动存在显著不同，银行间市场交易更为活跃。
- 投资人结构差异：导致投资偏好不同。
- 粗略估计：交易所市场机构：个人  $\approx$  6:1。交易所注册个人投资者数量少，但交易非常活跃。
- 总量对比：银行间市场成交额远大于交易所成交额。
- (图 4-30 2020 年银行间与交易所市场成交额比较)

- 主要不同点。
- 银行间市场：金融机构（银行、证券、基金、保险等）进行买卖和回购的市场。
- 交易所市场：所谓的二级市场，面向所有投资者（包括上述机构和个人）开放。
- 中国现状：前者占绝大部分。个人投资者只能依托机构投资者进行交易和投资。
- 商业银行角色：在机构投资者中，商业银行是名副其实的主力。
- 投资偏好（商业银行）：
  - 利率债占比最大。原因：
    - ① 利息免税效应，增加净利润。
    - ② 央票、国债、政金债风险资本占用为零，适合资本紧缺中小银行。
    - ③ 利率债交易活跃，流动性高，可提高抗风险能力。
    - ④ 通过与基金管理人合作，可在 NCD 投资、基础客户 ABS 发行、债券投标、资产托管、零售代销等方面扩大合作。
  - 资金来源：银行既有储蓄存款，又有央行注入流动性，是储蓄资金主要来源。
  - 投资特点（中小银行）：投资利率债，收益稳定，比贷款风险小。

## 两大市场基本交易要素对比 (表 4-9) I

市场要素	银行间市场	交易所市场
市场投资人	机构投资者 (包括可直接参与的金融机构和委托参与的非金融机构)	除存款类金融机构外的机构投资者
托管人	中央结算公司	中国证券登记公司
市场成员	各类银行、非银行金融机构、个人 (柜台)、企事业单位委托代理	非银行金融机构、非金融机构和个人
发行主体/交易方式	询价交易, 自主完成结算和清算	撮合交易, 自动完成交割和资金清算
投资特点	安全性较好, 收益性一般, 流动性较差	安全性一般, 收益性较好, 流动性较好
登记结算机构	CCDC, 银行间市场清算所股份有限公司 (SHCH)	中国证券登记结算有限公司
结算方式	实时全额逐笔结算, T 日或 T+1 日完成资金交收	多边净额结算制度, 担保交收, T 日清算并过户, T+1 日完成资金交收

# 三大市场交易要素的比较 (表 4-10) I

市场要素	银行间债券市场	交易所债券市场	银行柜台债券市场
市场性质	场外交易	场内交易	场外交易
发行和交易券种	国债、金融债、央票、短融、中票、企业债、资产证券化产品	国债、企业债、公司债、资产收益凭证	国债
衍生交易工具	远期利率协议、利率互换等	可分离交易可转债、普通可转债	
投资者类型	各类机构投资者	所有投资者 (一部分商业银行除外)	个人和企业投资者
交易类型	现券交易、质押式回购、买断式回购、远期交易	现券交易、质押式回购	现券交易
交易方式	一对一询价交易	一对一询价交易和自动撮合	银行柜台报价
结算体制	逐笔全额结算	日终净额结算	逐笔全额结算
结算时间	T+0 或 T+1	T+0	T+0
债券托管机构	中债登	中证登	商业银行

- 背景：经过近年快速发展，银行间债市在规模上有了质的飞跃。
- 问题：但在市场结构、制度建设等方面仍存在明显制约因素，影响市场流动性和运作效率的进一步提高。

## 问题一：债券审批没有放开

- 历史：2008 年以前，企业债发行采取额度控制、行政审批方式。
- 90 年代末期：每年额度不大，仅 40 亿元。2003 年后迅速增加。
- 审批改革：近年来有新进步，经历从行政审批 -> 核准制 -> 注册制、备案制的过程。
- 2008 年 1 月后：发改委将企业债发行简化为核准程序。
- 同期：央行也将企业短融、中票改为在交易商协会注册 (审批制 -> 注册制)。
- 近期：公司债和可转债均已实行注册制。
- 趋势：目前监管趋势是审批制向备案制发展。
- 现状：但审批并未完全放开。

## 问题二：市场分割

- 现状：目前不同品种债券在不同市场上交易。
- 背景：1998 年银行间债市建立以来，形成交易所和银行间两个不同市场体系。
- 原因：不同债券品种由于监管和审批原因，只能在不同市场交易。
- 特例：国债、地方政府债、政策性金融债和企业债可在两个市场同时发行和交易。

### 问题三：托管结算体系共存

- 现状：CCDC 和中证登分别负责银行间和交易所市场的登记、结算和托管。
- 监管机构：CCDC 受央行、银保监会、财政部、发改委监管；中证登受证监会监管。
- 差异：两大体系在制度上和技术上都有很大差别。
- 跨市场交易限制：对非银行金融机构和 2009 年后商业银行来说，虽无跨市场交易限制，但若在两市场投资交易，必须在中债登和中证登同时开户。
- 后果：存在不同登记、结算、托管体系，使跨市场交易受客观限制。这种监管体系分割不仅导致监管竞争，也给市场套利提供机会，不利于债市长期发展。

## 问题四：参与人行为对市场效率的影响

- 行为结构：金融市场的行为结构影响投资人对金融产品未来供求的预期。
- 价值决定：金融市场交易不是由工具当前收益决定，而是由其在未来某个时点预期收益的现在价值所决定。
- 非理性繁荣：若参与者预期未来需求上升，即使价格高，当前需求也可能上升。经济学家称此为“非理性繁荣”，导致资产定价过高，与经济表现不符，意味泡沫破裂时会缺可用资本。
- 投机性本质：我们认为金融市场行为本质是投机性，若不考虑道德因素，其指对预期结果具前瞻性，基于期望和承诺而非当前价值。
- 中国债市特点：主要以银行和保险公司为主，奉行长期持有策略，交易少，流动性差，不利于价格发现。
- 非理性预期：可能源于群体情绪影响，或金融知识不够，但更多是急功近利投机心理。
- 套利心理：我国较盛行的投资套利心理，在专业个人投资者和某些公募基金中普遍存在。专业个人、私募、部分公募具较大投机性。
- 结论：实践证明，市场参与人行为对市场效率和健康发展有极为重要作用。

## 问题五：监管理念需要提升

- 监管理念：是金融理论进步和实践发展的产物。
- 中国监管历史：较短，理论研究不够，经验相对不足，需认真总结国内外经验教训。
- 市场自律：监管功能不过是市场派生物，发达市场力量本身就有互相制约和自我约束功能。
- 观点 (刘纪鹏)：交易所应是市场主体，通过竞争实现自律管理，不应是有政府级别的行政组织。
- 观点 (多数学者)：现在监管部门主要职责不是管理而是监督。
- 观点 (郑志刚)：资本市场管理要突出法治和市场力量。
  - 未来监管当局要做：也许只是通过降低集体诉讼门槛，让小股东发起的集体诉讼这一法制力量成为打击财务造假等资本市场制度建设的主导力量。
  - 引入机制：通过引入和培育做空机构、股东投票代理机构，让这些主观唯利是图的市场机构客观上在做监督财务造假和完善公司治理的行为。
  - 规则与竞争：通过制定共同执行的交易规则，引导主要交易所在提供高质量交易服务上开展有序竞争，不断推动资本市场服务水平提升。
- “一刀切”监管问题：会导致历史上“一管就死，一活就乱”的监管实践出现恶性循环。
- 新挑战：金融和市场发展面对传统问题反思，也必须迎接社会、经济、市场和科技发展的新挑战。
- 观点 (刘元春)：对当前金融创新和科技挑战，一个系统的稳定只有在顺畅运动中才有意义，金融业快速发展会让监管与创新形成系统性矛盾，这种辩证矛盾是发展中的必然。
- 后现代视角：需从后现代性角度对现代性反思，解构人、机构和组织行为，如何通过新市场和规则提升效率，管理控制风险，是金融发展和监管理念在理论实践结合上必须直面的课题。

## 问题六：市场流动性仍然较低

- 现状：虽然银行间债市交易量大幅增长，但在很大程度上源于债券存量增长，总体流动性仍较差。
- 指标：可用换手率判断。2018 年国债换手率 1.5 左右，发达国家一般在 10 左右。
- 反映：我国债市虽总量快速扩张，但市场微观结构和运行效率仍有待改进。
- 后果：现券市场流动性不足，使债市作为流动性管理工具的效果大打折扣，也影响价格发现功能，降低市场运作效率。

## 问题七：缺乏适当的市场分层

- 成熟市场：债券二级市场一般分两个层次：交易商间市场 (inter-dealer market) 和交易商与客户间市场 (dealer to customer market)。
- 交易商角色：在客户间市场为客户提供报价维持流动性，然后通过交易商间市场调整头寸、管理存货。交易商作为流动性中心有效联系两个市场，在市场组织上发挥核心作用。
- 我国银行间市场：这种合理分层结构尚未形成。
- 问题：无论是否具备做市商资格都可提供报价，挫伤做市商提供流动性积极性，也导致市场价格信号混乱。
- 缺乏专业经纪商：至 2011 年，银行间市场缺乏专业经纪商，特别是做市商之间的经纪商。
- 后果：做市商难以实现匿名交易，影响做市商对外报价信心。

## 问题八：没有突出商业信用的地位

- 现状：目前银行间债市中以商业信用为基础的债券发展还相当滞后。
- 数据 (截至 2005 年 12 月底):
  - 银行间债市存量 72172 亿元。
  - 国债、政金债、央票为 68966 亿元。
  - 商业银行次级债、证券公司债、企业债、融资券等以商业信用为基础的债券仅 3206 多亿元，占总量不到 5%。
- 影响：这种状况对银行间债市发展乃至金融结构发展都不利，也不利于企业融资渠道畅通，影响资源配置效率。
- 投资者培育：在当前银行主导金融体系下，我国迫切需要加快发展以商业信用为基础的债市，满足企业融资需求，分散银行风险。缺少商业信用市场也不利于投资者培育。
- 风险意识：如果债市只是政府债和准政府债，投资者会误以为是零信用风险市场，风险意识和防范能力得不到培养提高，也难以建立对发行者的有效监督约束机制。

## 问题九：缺少多样化的市场工具

- 现状：目前可供投资人选择的投资工具还有限。
- 替代品：公司债券的替代投资工具除了政府债券就是股票。
- 股市衰退期 (2001-2005 年)：个人投资者纷纷撤资，出于安全考虑将投资转向政府债券，导致政府债券投资额迅速上涨，收益率应声而落。
- 投资人偏好：希望投资于更多元化市场工具，非政府债券市场发展对这部分投资人非常有利。
- 公司债定位：风险回报介于政府债和股票之间，能吸引包括保险公司和投资基金在内的投资人。
- 风险偏好：这部分投资人为更高收益率，愿意承担一定风险。
- 资本市场构成：由股票市场和债券市场组成。
- 基础关系：股票市场股利收益率应以债券市场收益率为基础。
- 必要性：中国有必要开发更全面债券品种，为发现股票公平价值、追踪股票市场变动提供有用参考。
- 需求满足：目前市场不能满足各类投资者调整投资组合需要。机构投资者需要不同风险收益债券资产满足其组合需要，以商业信用为基础的债券需要占相当比重。
- 合作探索：深圳市与 CCDC 正在合作探索科创公司信用类债券融资试点项目，对完善多层次债券市场具有重要意义。

## 问题十：做市商制度尚没有真正发挥作用

- 作用：做市商通过做市活跃市场。
- 我国现状：做市商制度作用有所欠缺。
- 表现：
  - ❶ 做市权利义务不平等，做市商缺乏做市内在动力。在不享受任何政策优惠情况下承担真实连续报价义务，不可避免影响积极性与主动性。
  - ❷ 做市商价格发现功能不够显著。从境外成熟市场看，做市商报价能有效提高价格透明性，市场其他成员进行相关券种交易时主要参考做市商报价。目前我国做市商报价往往价差过大，多是被动报价，未能显示价格形成机制。
  - ❸ 现有做市商机构类型难以满足市场要求。目前银行间债市做市商主要为商业银行。近年由于存款快速增长，商业银行需配置大量债券资产，主要采用“买入—持有”策略，没有发挥中介职能。做市商功能发挥需引入更广泛机构类型。

## 问题十一：缺乏利率风险管理工具

- 背景：随着债市快速发展，规模急剧扩大，债券资产在各市场参与者资产结构中比重不断上升，隐藏巨大利率风险。
- 成熟市场：参与者可通过利率期货、期权、互换等衍生品种规避和管理利率风险。
- 我国现状：目前尚缺乏足够的利率风险管理工具。
- 后果：一旦市场利率上升，债券价格将大幅下跌，投资者将被迫承担利率风险。
- 对做市商影响：利率风险管理工具缺乏也影响做市商积极性，因其存货风险都是敞口，导致其必然压缩存货规模，影响为市场提供流动性的能力。

## 问题十二：会计制度隐藏系统风险及其他

- 会计制度问题：银行间市场长期基本采用成本法计价。
  - 后果：投资者账面资产可不受市场价格波动影响，市场参与者也因此缺乏二级市场交易动力。
  - 风险：这种会计处理方式隐藏较大系统风险，使得金融机构债券账面价值与实际价值可能存在较大偏差，是一个行业性和系统性风险。
- 国际准则：根据国际会计准则 (IAS)，金融资产全部应按公允价值估值。IASB 将公允价值定义为“交易双方在公平交易中可接受的资产或债权价值”。
- 接轨影响：一旦我国会计制度与国际接轨，金融机构持有的大量债券需重新估值，可能对市场参与者资产负债表形成很大冲击。
- 其他问题：
  - 刚性兑付和抵押要求使债市更像贷款市场。
  - 国债基准作用有待提高。
  - 缺少垃圾债券市场等。

- 债券市场是我国金融市场的重要组成部分。
- 债券的发行、交易等环节均受到监督管理。
- (后续内容将在下一节详细展开)