

# 债券投资常见问题汇编

（第 1 版）

债券投资网

[www.BondInvestment.com.cn](http://www.BondInvestment.com.cn)

（2005 年 8 月）

## 前 言

2005 年对于债券市场而言是发展的一年。随着国内金融业的改革与发展，债券产品也逐渐丰富，债券投资也不再是简单意义上的国债买卖。资产证券化产品、短期融资券、次级债券、金融债券以及远期交易、买断式回购交易等不断推出，虽然广大个人投资者和中小企业投资者并不能直接接触这些产品和交易，但这些创新正在越来越深刻地不可避免地影响我们的投资生活。

债券投资网作为一个面向个人投资者和中小机构投资者的学习交流园地，希望通过对债券相关材料的搜集整理，能够给大家一份与时俱进的、针对国内债券市场现状的、对大家债券投资有实际帮助的小册子。

由于时间关系，内容中可能有错误或遗漏，请大家即时批评指正。可反馈信息于债券投资网[www.BondInvestment.com.cn](http://www.BondInvestment.com.cn)，或Email至BondInvestment@sina.com或通过MSN。

## 目 录

基础知识 .....	5
一、    什么是债券? .....	5
二、    债券市场发展历史? .....	5
三、    什么是一级市场和二级市场? .....	6
四、    什么是场内市场和场外市场? .....	7
五、    债券市场有哪些功能? .....	7
六、    债券的基本要素有哪些? .....	8
七、    债券的特征又有哪些? .....	8
八、    债券如何分类? .....	9
九、    何谓债券预发行交易? .....	9
十、    什么是垃圾债券? .....	9
十一、  什么是固定利率债券与浮动利率债券? .....	10
十二、  什么是金融债券及金融债券种类? .....	11
十三、  什么是特种金融债券? .....	12
十四、  什么是次级债? .....	12
十五、  什么是短期融资券? .....	13
十六、  什么是资产证券化产品? .....	13
十七、  什么是央行票据? .....	13
十八、  国际债券的种类又有哪些? .....	15
十九、  什么是债券信用评级? .....	15
二十、  什么是拆借和拆借利率? .....	16
二十一、  什么是货币政策工具（一）公开市场业务? .....	16
二十二、  什么是货币政策工具（二）存款准备金? .....	17
二十三、  什么是货币政策工具（三）利率工具? .....	19
二十四、  什么是利率市场化? .....	19
二十五、  什么是货币政策工具（四）利率政策? .....	21
二十六、  什么是货币政策工具（五）中央银行贷款? .....	22
二十七、  什么是货币政策的时滞? .....	22
二十八、  什么是债券远期交易? .....	22
二十九、  什么是银行间市场债券买断式回购交易? .....	23
三十、  什么是交易所国债买断式回购? .....	23
债券投资 .....	23
三十一、  债券投资需要原则和策略吗? .....	23
三十二、  什么是被动投资法? .....	24
三十三、  什么是主动投资法? .....	24
三十四、  什么是混合投资法? .....	24
三十五、  如何进行债券投资分析? .....	25
三十六、  如何使用债券收益率曲线? .....	25
三十七、  什么是免疫策略（Immunization Strategy）? .....	26
三十八、  所得税税率调整对债券收益率差异有何影响? .....	27
三十九、  为什么新债券的流动性好于老债券? .....	29
四十、  如何计算债券的久期? .....	30

四十一、	债券投资与股票投资几点不同之处 .....	30
四十二、	投资债券以规避风险 .....	30
四十三、	债券投资要注意哪 5 大风险? .....	31
国债专题 .....		33
四十四、	什么是国债? .....	33
四十五、	国债种类有哪些? .....	34
四十六、	零息、附息、贴现国债的区别? .....	36
四十七、	如何选择投资国债新券的时机? .....	37
四十八、	如何填写国债交易委托单? .....	37
四十九、	国债交易佣金、经手费如何计算? .....	37
五十、	何谓国债的全价交易与净价交易? .....	37
五十一、	国债交易“成交价”和“结算价”一样吗? .....	38
五十二、	如何计算贴现国债的利率? .....	38
五十三、	国债有涨跌限制吗? .....	38
五十四、	怎样开办一个帐户来进行国债买卖? .....	39
(一) 办理深圳、上海证券帐户卡 .....		39
(二) 证券营业部开户 .....		39
五十五、	深圳买进国债上海可以抛吗? .....	40
五十六、	买卖记账式国债银行与证券营业部有何不同? .....	40
五十七、	上证国债指数及其编制方法 .....	41
五十八、	如何看懂“交易所国债到期收益率一览”表? .....	43
五十九、	如何看国债投资成本高低? .....	43
六十、	国债可以办理转托管吗? .....	44
六十一、	凭证式国债兑取有讲究吗? .....	44
六十二、	什么是交易所国债回购交易? .....	45
六十三、	国债投资凭证式一定优于记账式吗? .....	46
六十四、	什么是国债税收规定补充? .....	48
六十五、	如果券商倒闭或被接管, 个人的国债怎么处理? .....	48
六十六、	浮息债可避加息风险吗? .....	49
企业债专题 .....		49
六十七、	什么是企业债? .....	49
六十八、	企债上市首日开盘交易深沪有何不同? .....	51
六十九、	如何买到一级市场企业债 .....	52
七十、	企业债券上市交易应关注哪些信息? .....	52
七十一、	企业债指数编制方法详细介绍 .....	53
七十二、	个人投资企业债券有无税收优惠? .....	54
可转债专题 .....		55
七十三、	什么是可转债? .....	55
七十四、	可转债基础知识 .....	55
七十五、	可转换公司债券 .....	59
七十六、	可转债如何转股? .....	60
七十七、	可转债转成股票有哪几种情况? .....	60
七十八、	如何选择可转债投资策略? .....	61

# 基础知识

## 一、什么是债券？

债券是政府、金融机构、工商企业等机构直接向社会借债筹措资金时，向投资者发行，并且承诺按规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，具有法律效力。债券购买者与发行者之间是一种债权债务关系、债券发行人即债务人，投资者（或债券持有人）即债权人。

## 二、债券市场发展历史？

债券市场作为证券市场的一个重要组成部分。是随着社会经济的发展而逐渐发展起来的。债券市场的主要部分是公债或政府债券，而且，各国的债券市场几乎无一例外都是从发行政府债券开始逐渐形成和发展起来的。马克思在《资本论》中指出："公共信用制度，即国债制度，在中世纪的热那亚和威尼斯就已产生，到工场手工业时期流行于整个欧洲。"

中世纪欧洲政府债券市场仅具有雏形。发行市场和流通市场都不很发达，17 世纪下半期，荷兰联省共和国公开发行了第一批政府债券，并在阿姆斯特丹交易所上市。后来，欧洲其他国家也纷纷将本国政府债券投放到阿姆斯特丹交易所上市，使得阿姆斯特丹很快成了欧洲最主要的债券市场。

到 18 世纪中后期，英国和法国凭借其资本主义生产和对外贸易的迅速发展，取代荷兰成为新的世界经济和金融中心。欧洲公债市场的重心向伦敦和巴黎转移，英国和法国的债券市场逐渐发展了起来。

在美国，早在独立战争期间，政府就发行了各种临时债券和中朗债券，以支付巨大的战争经费开支，1770 年，费城成立了美国第一家证券交易所--费城证券交易所，其中已有债券交易。独立战争胜利后，财政部长汉密尔顿开始着手重建国家财政，特别是解决联邦政府发行的纸币--"大陆市"的急剧贬值问题，1790 年，美国政府按面值赎回"大陆市"，同时发行了新的"债券以筹集赎买资金。此后，国债交易日渐发达。

19 世纪以后，资本主义经济进入了高速发展阶段，工商企业需要筹集大量资金以支持其长期发展，企业债券开始诞生：同"屯国家机构也日益庞大，政府开支膨胀，政府债券规模进一步扩人。在这种情况下，债券中场开始制匿化、组织化和规模化。1 肌之年 3 月，英国证券交易所开设了世界上第·家大型的专业化债券交易中心。美国在 1817 年纽约证券交易所正式成立后，债券的发行与交易也逐渐地走上了规范化的轨道。

在欧美各国债券市场迅速发展的同时，亚洲一些国家的债券市场也在酝酿、形成和发展。

日本在明治维新初期就开始发行债券、后来在修建大坂铁路时，首次发行厂公司债券。菲律宾、印度尼西亚、马来亚、新加坡、韩国等其他国家的债券市场也在 19 世纪末和 20 世纪初先后形成。第二次世界大战以后，各国债券市场发展十分迅猛，成为与股票市场相并列的资本市场两大支柱。债券品种日新月异，层出不穷，如中央政府债券、地方政府债券、政府保证债券、国库券、其他政府部门债券、普通公司债券、可转换公司债券、抵押债券、金融债券、境外债券、外国债券、欧洲债券等。债券的期限结构更加多样化，出现了各种短期、中期、长期债券。

同时，各国债券市场规模空前扩大。在发行市场方面，据经济合作与发展组织出版的《金融市场中趋势》统计，1996 年当年，美国联邦政府债券、金融机构债券、国内公司债券、外国公司债券发行总额为 12 644 亿美元，与美国当年 GDP（国内生产总值）的比率为 17%；法国债券发行总额为 4 752 亿法郎，与 GDP 的比率为 6.1 %；英国债券发行总额为 386 亿英镑，与 GDP 的比率为 5.4%。

在市场交易额方面，据国际证券交易所联合会的资料统计，1996 年，法国债券交易额达到了 115 723.96 亿美元，与法国 GDP 的比率为 752. 8%；德国为 21 727. 29 亿美元，与 GDP 的比率为 91. 8%；英国为 16 218. 70 亿美元，与 GDP 的比率为 146. 2%；美国为 58588. 5 亿美元，与 GDP 的比率为 78. 9%。

在上市债券市值方面，据国际证券交易所联合会统计，1996 年底，美国纽约证交所为 28 623. 82 亿美元，与美国 GDP 的比率为 38.5%；德国证交所为 21 823. 53 亿美元与 GDP 的比率为 92. 2%；东京证交所为 19 312. 93 亿美元，与 GDP 的比率为 41.3%；大阪证交所为 18 902. 48 亿美元，与 GDP 的比率为 40. 4%；伦敦证交所为 11 627. 96 亿美元、与 GDP 的比率为 162. 6%；巴黎证交所为 8 781. 51 亿美元，与 GDP 的比率为 57.1%。

### 三、 什么是一级市场和二级市场？

债券市场是发行和买卖债券的场所，是金融市场的一个重要组成部分。根据不同的分类标准，债券市场可分为不同的类别，根据债券的发行过程和市场的基本功能，可将债券市场分为发行市场和流通市场。

债券发行市场，又称一级市场、是发行单位初次出售新债券的市场。债券发行市场的作用是将政府、金融机构以及工商企业等为筹集资金向社会发行的债券，分散发行到投资者手中。

债券流通市场，又称二级市场，指已发行债券买卖转让的市场。债券一经认购，即确立了一定期限的债权债务关系，但通过债券流通市场，投资者可以转让债权，把债券变现。

债券发行市场和流通市场相辅相成，是互相依存的整体。发行市场是整个债券市场的源头，是债券流通市场的前提和基础。发达的流通市场是发行市场的重要支撑，流通市场的发达是发行市场扩大的必要条件。

## 四、什么是场内市场和场外市场？

根据市场组织形式，债券流通市场又可进一步分为场内交易市场和场外交易市场。

证券交易所是专门进行证券买卖的场所，如我国的上海证券交易所和深圳证券交易所。在证券交易所内买卖债券所形成的市场，就是场内交易市场，这种市场组织形式是债券流通市场的较为规范的形式，交易所作为债券交易的组织者，本身不参加债券的买卖和价格的决定，只是为债券买卖双方创造条件，提供服务，并进行监管。

场外交易市场是在证券交易所以外进行证券交易的市场，柜台市场为场外交易市场的主体。许多证券经营机构都设有专门的证券柜台，通过柜台进行债券买卖。在柜台交易市场中，证券经营机构既是交易的组织者，又是交易的参与者，此外，场外交易市场还包括银行间交易市场，以及一些机构投资者通过电话、电脑等通讯手段形成的市场等。目前，我国债券流通市场由两部分组成，即沪深证券交易所市场、银行间交易市场。

根据债券发行地点的不同，债券市场可以划分为国内债券市场和国际债券市场。国内债券市场的发行者和发行地点同属一个国家，而国际债券市场的发行者和发行地点不属于同一个国家。

## 五、债券市场有哪些功能？

纵观世界各个成熟的金融市场，无不有一个发达的债券市场。债券市场在社会经济中占有如此重要的地位，是因为它具有以下几项重要功能：

1、融资功能。债券市场作为金融市场的一个重要组成部份，具有使资金从资金剩余者流向资金需求者，为资金不足者筹集资金的功能。我国政府和企业先后发行多批债券，为弥补国家财政赤字和国家的许多重点建设项目（如能源、交通、重要原材料等重点建设项目以及城市公用设施建设）筹集了大量资金。

2、资金流动导向功能。效益好的企业发行的债券通常较受投资者欢迎，因而发行时利率低，筹资成本小；相反，效益差的企业发行的债券风险相对较大，受投资者欢迎的程度较低，筹资成本较大。因此，通过债券市场，资金得以向优势企业集中，从而有利于资源的优化配置。

3、宏观调控功能。一国中央银行作为国家货币政策的制定与实施部门，主要依\*存款准备金、公开市场业务、再贴现和利率等政策工具进行宏观经济调控。其中，公开市场业务就是中央银行通过在证券市场上买卖国债等有偿证券，从而调节货币供应量，实现宏观调控的重要手段。在经济过热、需要减少货币供应时，中央银行卖出债券、收回金融机构或公众持有的一部分货币从而抑制经济的过热运行；当经济萧条、需要增加货币供应量时，中央银行便买入债券，增加货币的投放。

## 六、 债券的基本要素有哪些？

债券的基本要素主要由以下几个方面构成：

- 1、债券的票面价值。债券要注明面值注明币种。
- 2、债务人与债权人。债务人筹措所需资金，按法定程序发行债券，取得一定时期资金的使用权及由此而带来的利益，同时又承担着举债的风险和义务，按期还本付息。债权人定期转让资金的使用权，有依法或按合同规定取得利息和到期收回本金的权利。
- 3、债券的价格。债券是一种可以买卖的有价证券，它有价格。债券的价格，从理论上讲是由面值、收益和供求决定的。
- 4、还本期限。债券的特点是要按原来的规定，期满归还本金。
- 5、债券利率。债券是按照规定的利率定期支付利息的。利率主要是双方按法规和资金市场情况进行协商确定下来，共同遵守。
- 6、信用评级。即外部公认的债券信用等级。

此外，债券还有提前赎回规定、税收待遇、拖欠的可能性、流通性等方面的规定。

## 七、 债券的特征又有哪些？

债券作为一种重要的融资手段和金融工具具有如下特征：

- 1、偿还性。债券一般都规定有偿还期限，发行人必须按约定条件偿还本金并支付利息。
- 2、流通性。债券一般都可以在流通市场上自由转让。
- 3、安全性。与股票相比，债券通常规定有固定的利率。与企业绩效没有直接联系，收益比较稳定，风险较小。此外，在企业破产时，债券持有者享有优先于股票持有者对企业剩余资产的索取权。
- 4、收益性。债券的收益性主要表现在两个方面，一是投资债券可以给投资者定期或不定期地带来利息收入；二是投资者可以利用债券价格的变动，买卖债券赚取差额。



## 八、 债券如何分类？

债券分类大致有七个方面：

- 1、按发行主体不同可划分为：国债、地方政府债券、金融债券、企业债券。
- 2、按付息方式不同可划分为：贴现债券（零息债）与附息债。
- 3、按利率是否变动可分为：固定利率债券和浮动利率债券、浮动保底或浮动封顶。

4、按偿还期限长短可划分为：长期债券、中期债券、短期债券。一般说来，偿还期在 10 年以上的为长期债券；偿还期限在 1 年以下的为短期债券；期限在 1 年或 1 年以上、10 年以下（包括 10 年）的为中期债券。我国国债的期限划分与上述标准相同。但我国企业债券的期限划分与上述标准有所不同。我国短期企业债券的偿还期限在 1 年以内，偿还期限在 1 年以上 5 年以下的为中期企业债券，偿还期限在 5 年以上的为长期企业债券。

5、按募集方式划分为：公募债券和私募债券。这里的公募和私募，可以简单地理解为公开发行为和私底下发行。公募债券的发行人一般具有较高的信誉，发行时要上市公开发售，并允许在二级市场流通转让。私募债券发行手续简单，一般不用到证券管理机关注册，不公开上市交易，不能流通转让。

- 6、按担保性质可划分为：无担保债券、有担保债券。

- 7、特殊类型的债券：可转换公司债券。

## 九、 何谓债券预发行交易？

所谓预发行交易（When-issuance trading，简称 WI）是指债券虽已被授权核准招标发行，但尚未正式招标发行，市场就对该期债券先行买卖交易的行为。由于预发行交易是在当下对未来即将招标拍卖发行之债券的远期价格在即期进行买卖交易，但资金与债券的交割则发生在未来，因此预发行交易可视为一种短期的远期交易。

## 十、 什么是垃圾债券？

垃圾债券一词译自英文 Junkbond。Junk 意指旧货、假货、废品、哄骗等，之所以将其作为债券的一项形容词，是因为这种投资利息高（一般较国债高 4 个百分点）、风险大，对投资人本金保障较弱。

垃圾债券最早起源于美国，在本世纪 20 及 30 年代就已存在。70 年代以前，垃圾债券主要是一些小型公司为开拓业务筹集资金而发行的，由于这种债券的信用受到怀疑，问津者较小，70 年代初其流行量还不到 20 亿美元。70 年代末期以后，垃圾债券逐渐成为投资合狂

热追求的投资工具，到 80 年代中期，垃圾债券市场急剧膨胀，迅速达到鼎盛时期。在整个 80 年代，美国各公司发行垃圾债券 1700 多亿美元，其中被称作“垃圾债券之王”的德崇证券公司就发行了 800 亿美元，占 47%。1988 年垃圾债券总市值高达 2000 亿美元。1983 年德崇证券收益仅 10 多亿美元，但到了 1987 年该公司就成为华尔街盈利最高的公司，收益超过 40 亿美元。有“垃圾债券之神”、“魔术师”之称的该公司负责人米尔根 1987 年的薪俸高达 5.5 亿美元，“寻找资金就要找米尔根”成为当时市面的流行语。

垃圾债券 80 年代在美国能风行一时，主要有以下几个原因：一是 80 年代初正值美国产业大规模调整与重组时期，由此引发的更新、并购所需资金单\*股市是远远不够的，加上在产业调整时期这些企业风险较大，以盈利为目的的商业银行不能完全满足其资金需求，这是垃圾债券应时而兴的重要背景。二是美国金融管制的放松，反映在证券市场上，就是放松对\*有价证券发行人的审查和管理，造成素质低下的垃圾债券纷纷出笼。三是杠杆收购的广泛运用，即小公司通过高负债方式收购较大的公司。高负债的渠道主要是向商业银行贷款和发行债券，筹到足够资金后，便将不被看好而股价较低的大公司股票大量收购而取得控制权，再进行分割整理，使公司形象改善、财务报告中反映的经营状况好转，待股价上升至一定程度后全部抛售大捞一把，还清债务后，拂袖而去。其中最著名的例子是 1988 年底，亨利·克萊斯收购雷诺烟草公司，收购价高达 250 亿美元，但克萊斯本身动用的资金仅 1500 万美元，其余 99.94% 的资金都是\*米尔根发行垃圾债券筹得的。四是 80 年代后美国经济步入复苏，经济景气使证券市场更加繁荣。在经济持续旺盛时期，人们对前景抱有美好憧憬，更多地注意到其高收益而忽略了风险，商业银行、证券承销商及众多投机者都趋之若鹜，收购者、被收购者、债券持有者和发行人、包销商都有利可获。

然而，巨额的垃圾债券像被吹胀的大气泡，终有破灭的一天。由于债券质量日趋下降，以及 1987 年股灾后潜在熊市的压力，从 1988 年开始，发行公司无法偿付高额利息的情况屡有发生，垃圾债券难以克服“高风险—>高利率—>高负担—>高拖欠—>更高风险……”的恶性循环圈，逐步走向衰退。

垃圾债券在美国风行的十年虽然对美国经济产生过积极作用，筹集了数千亿游资，也使日本等国资金大量流入，并使美国企业在强大外力压迫下刻意求新，改进管理等，但也遗留下了严重后果，包括储蓄信贷业的破产、杠杆收购的恶性发展、债券市场的严重混乱及金融犯罪增多等等。

## 十一、 什么是固定利率债券与浮动利率债券？

固定利率债券指在发行时规定利率在整个偿还期内不变的债券，与之相对的是浮动利率债券。固定利率债券不考虑市场变化因素，因而其筹资成本和投资收益可以事先预计，不确定性较小，但债券发行人和投资者仍然必须承担市场利率波动的风险，如果未来市场利率下降，发行人能以更低的利率发行新债券，则原来发行的债券成本就显得相对高昂，而投资者则获得了相对现行市场利率更高的报酬，原来发行的债券价格将上升；反之，如果未来市场利率上升，新发行债券的成本增大，则原来发行的债券成本就显得相对较低，而投资者的报酬则低于购买新债券的收益，原来发行的债券价格将下降。

浮动利率债券是与固定利率债券相对应的一种债券，它是指发行时规定债券利率随市场

利率定期浮动的债券，也就是说，债券利率在偿还期内可以进行变动和调整。浮动利率债券往往是中长期债券。浮动利率债券的利率通常根据市场基准利率加上一定的利差来确定。美国浮动利率债券的利率水平主要参照 3 个月期限的国债利率，欧洲则主要参照伦敦同业拆借利率（指设在伦敦的银行相互之间短期贷款的利率，该利率被认为是伦敦金融市场利率的基准）。浮动利率债券的种类较多，如规定有利率浮动上、下限的浮动利率债券，规定利率到达指定水平时可以自动转换成固定利率债券的浮动利率债券。附有选择权的浮动利率债券，以及在偿还期的一段时间内实行固定利率，另一段时间内实行浮动利率的混合利率债券等。

由于债券利率随市场利率浮动，采取浮动利率债券形式可以避免债券的实际收益率与市场收益率之间出现任何重大差异，使发行人的成本和投资者的收益与市场变动趋势相一致。但债券利率的这种浮动性、也使发行人的实际成本和投资者的实际收益事前带有很大的不确定性，从而导致较高的风险。

## 十二、什么是金融债券及金融债券种类？

金融债券是由银行和非银行金融机构发行的债券。在英、美等欧美国家，金融机构发行的债券归类于公司债券。在我国及日本等国家，金融机构发行的债券称为金融债券。

金融债券能够较有效地解决银行等金融机构的资金来源不足和期限不匹配的矛盾。一般来说，银行等金融机构的资金有三个来源，即吸收存款、向其他机构借款和发行债券。存款资金的特点之一，是在经济发生动荡的时候，易发生储户争相提款的现象，从而造成资金来源不稳定；向其他商业银行或中央银行借款所得的资金主要是短期资金，而金融机构往往需要进行一些期限较长的投融资，这样就出现了资金来源和资金运用在期限上的矛盾，发行金融债券比较有效地解决了这个矛盾。债券在到期之前一般不能提前兑换，只能在市场上转让，从而保证了所筹集资金的稳定性。同时，金融机构发行债券时可以灵活规定期限，比如为了一些长期项目投资，可以发行期限较长的债券。因此，发行金融债券可以使金融机构筹措到稳定且期限灵活的资金，从而有利于优化资产结构，扩大长期投资业务。由于银行等金融机构在一国经济中占有较特殊的地位，政府对它们的运营又有严格的监管，因此，金融债券的资信通常高于其他非金融机构债券，违约风险相对较小，具有较高的安全性。所以，金融债券的利率通常低于一般的企业债券，但高于风险更小的国债和银行储蓄存款利率。

按不同标准，金融债券可以划分为很多种类，最常见的分类有以下两种：

1 根据利息的支付方式，金融债券可分为付息金融债券和贴现金融债券。如果金融债券上附有多期息票，发行人定期支付利息，则称为付息金融债券；如果金融债券是以低于面值的价格贴现发行，到期按面值还本付息，利息为发行价与面值的差额，则称为贴现债券。比如票面金额为 1000 元，期限为 1 年的贴现金融债券，发行价格为 900 元，1 年到期时支付给投资者 1000 元，那么利息收入就是 100 元，而实际年利率就是  $11.11\%$ （即  $<1000-900>/900*100\%$ ）。按照国外通常的做法，贴现金融债券的利息收入要征税，并且不能在证券交易所上市交易。

2 根据发行条件，金融债券可分为普通金融债券和累进利息金融债券。普通金融债券按面值发行，到期一次还本付息，期限一般是 1 年、2 年和 3 年。普通金融债券类似于银行的定期存款，只是利率高些。累进利息金融债券的利率不固定，在不同的时间段有不同的利率，

并且一年比一年高，也就是说，债券的利率随着债券期限的增加累进，比如面值 1000 元、期限为 5 年的金融债券，第一年利率为 9%，第二年利率为 10%，第三年为 11%，第四年为 12%，第五年为 13%。投资者可在第一年至第五年之间随时去银行兑付，并获得规定的利息。

此外，金融债券也可以像企业债券一样，根据期限的长短划分为短期债券、中期债券和长期债券；根据是否记名划分为记名债券和不记名债券；根据担保情况划分为信用债券和担保债券；根据可否提前赎回划分为可提前赎回债券和不可提前赎回债券；根据债券票面利率是否变动划分为固定利率债券、浮动利率债券和累进利率债券；根据发行人是否给予投资者选择权划分为附有选择权的债券和不附有选择权的债券等。

### 十三、 什么是特种金融债券？

特种金融债券是指经中国人民银行批准，由部分金融机构发行的，所筹集的资金专门用于偿还不规范证券回购债务的有价证券。

### 十四、 什么是次级债？

所谓次级债务是指固定期限不低于 5 年（包括 5 年），除非银行倒闭或清算，不用于弥补银行日常经营损失，且该项债务的索偿权排在存款和其他负债之后的商业银行长期债务。次级债务计入资本的条件是：不得由银行或第三方提供担保，并且不得超过商业银行核心资本的 50%。商业银行应在次级定期债务到期前的 5 年内，按以下比例折算计入资产负债表中的“次级定期债务”项下：剩余期限在 4 年（含 4 年）以上的，以 100% 计；剩余期限在 3-4 年的，以 80% 计；剩余期限在 2-3 年的，以 60% 计；剩余期限在 1-2 年的，以 40% 计；剩余期限在 1 年以内的，以 20% 计。

次级债务发行的程序是，商业银行可根据自身情况，决定是否发行次级定期债务作为附属资本。商业银行发行次级定期债务，须向银监会提出申请，提交可行性分析报告、招募说明书、协议文本等规定的资料。募集方式为由银行向目标债权人定向募集。

2003 年 12 月，中国银监会发出《关于将次级定期债务计入附属资本的通知》，决定增补我国商业银行的资本构成，将符合规定条件的次级定期债务，计入银行附属资本。这使各商业银行有望通过发行次级定期债务拓宽资本筹措渠道，增加资本实力，有助于缓解我国商业银行资本先天不足、资本补充渠道单一的状况。

次级债相对于上市银行前期喜欢发的可转债来说，后者属于股权融资，而前者属于债权融资。次级债到期不会转成股票，也就是说不是通过证券市场来融资，而是向机构投资者定向募集资金，从而补充银行的资本金。对于银行来说，发行可转债没什么风险可言，到期后转成股票，不用还本，还会增加每股净资产；而次级债到期有还本付息的压力，净资产也不会增加，因此银行通过次级债融资就必须要考虑还本付息的压力，从而增强自身的盈利能力。相反，对于投资人来说，购买可转债的风险当然要比次级债大得多，次级债主要是针对机构投资者，对二级市场投资者的影响并不大。

市场人士则认为，银监会此举是近期银行业最实质性的利好，可补充银行资本不足，并缓解了银行一味向二级市场投资者伸手的现状。2003 年下半年银行股由于频频发出再融资的计划，而遭到市场的巨大抛盘。次级债准予发行，则可缓解银行与二级市场的矛盾。

## 十五、什么是短期融资券？

根据中国人民银行令〔2005〕第 2 号令《短期融资券管理办法》是指企业依照本办法规定的条件和程序在银行间债券市场发行和交易并约定在一定期限内还本付息的有价证券。它一般是期限小于一年，有评级，不一定有担保。其英文名称是 CP，Commercial Paper。

## 十六、什么是资产证券化产品？

资产证券化，是指通过在资本市场和货币市场发行证券筹资的一种直接融资方式。商业票据、有抵押债券、股票等都属于这种形式的资产证券化。通过向市场发行资产将贷款资产进行处理与交易，最终实现融资，即金融业所称的资产证券化。资产证券化作为一项金融技术，最早起源于美国。它的推出改变了银行传统的“资金出借者”的角色，使银行同时具有了“资产出售者”的职能，对商业银行的竞争发展起到了非常重要的作用。资产证券化可以使贷款成为具有流动性的证券，同时，这种证券又是具有贷款信用风险的证券，从而有利于改善资产质量，扩大资金来源，分散信用风险，缓解资本充足压力，提高金融系统的安全性。在国外金融发达国家，资产证券化已成为金融机构尤其是商业银行在竞争中取胜所应具备的技术。资产证券化同时又是储蓄者与借款者通过金融市场得以部分或全部匹配的一个过程或工具，开放的市场信誉取代了由银行或其他金融机构提供的封闭市场信誉。资产的证券化具有完善的创新计划安排，它是直接以资产为基础，通过提供两个层次的信用即资产本身信用和衍生信用来构造的。国际清算银行根据金融中介功能的类型，将金融创新进行了四种分类，即风险（价格风险和信用风险）转移创新、提高流动性创新、信用创造创新和权益增加创新。资产证券化显然具有信用风险转移创新、提高流动性创新和信用创造创新的作用。一方面，资产证券化有利于盘活金融资产。在我国传统的信用模式下，资金一旦被贷出，直到借贷人还款为止，贷款人很难将贷款转化为资金，常导致银行面临流动性困难，尤其是对大量的房地产抵押贷款，期限一般都比较长，所面临的流动性风险就更加突出，更加需要提高流动性。如果通过实施证券化措施，资金总容量可以通过参加资本市场或将传统储蓄基础中的资金转化过来而增加，有利于延长可用资金的到期日，缓解原始贷款人的流动性风险的压力。因此，资产支持证券对于促进我国房地产金融业的发展具有积极作用。另一方面，资产证券化有利于分流储蓄资金。目前我国的储蓄年增长已经达到 7000 亿元左右，这种负债所形成的银行资产规模扩张，对银行具有资本充足率、筹资成本等各方面的压力。

目前我国资产证券化正在推中，相关管理办法已经出台。建行将推出住房抵押贷款资产证券化产品（MBS），国开行将推出信贷资产证券化产品（ABS）。

## 十七、什么是央行票据？

央行票据即中央银行票据，是中央银行为了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，其实质是中央银行债券。之所以叫“中央银行票据”，是为了突出其短期性特点（从已发行的央行票据来看，期限最短的 3 个月，最长的也只有 1 年）。但央行票据与金融市场各发债主体发行的债券具有根本的区别：各发债主体发行的债券是一种筹集资金的手段，其目的是为了筹集资金，即增加可用资金；而中央银行发行的央行票据是中央银行调

节基础货币的一项货币政策工具，目的是减少商业银行可贷资金量。商业银行在支付认购央行票据的款项后，其直接结果就是可贷资金量的减少。

### 央行票据的作用

丰富公开市场业务操作工具，弥补公开市场操作的现券不足，为市场提供基准利率，由央行发行票据，在解决公开市场操作工具不足的同时，利用设置票据期限可以完善市场利率结构，形成市场基准利率。为机构投资者灵活调剂手中的头寸、减轻短期资金压力提供重要工具。

### 央行票据的发展进程

中央银行票据在我国并不是一个全新的东西。1993 年，人行就发布了《中国人民银行融资券管理暂行办法实施细则》。当年发行了两期融资券，总金额 200 亿元。1995 年，央行开始试办债券市场公开市场业务。为弥补手持国债数额过少的不足，央行也曾将融资券作为一种重要的补充性工具。

2002 年 9 月 24 日，为增加公开市场业务操作工具，扩大银行间债券市场交易品种，央行将 2002 年 6 月 25 日至 9 月 24 日进行的公开市场业务操作的 91 天、182 天、364 天的未到期正回购品种转换为相同期限的中央银行票据，转换后的中央银行票据共 19 只，总量为 1937.5 亿元。此举为央行票据的发行起始的标志。

据统计，2004 年共发行央行票据 15071.5 亿元。截至 2005 年 2 月底，今年央行已经发行了 3680 亿元央行票据，净回笼 1510 亿元资金，未到期的央行票据余额已经高达 13217.94 亿元，接近所有金融债的托管量。

### 短期内央行票据仍是主要工具

央行票据问题的根源在于中国目前亟待改革的外汇体制，央行票据的发行只是央行针对不断增长的外汇占款的一种被动性防御手段，如果外汇体制不进行改革，央行巨额发行票据的情况将持续较长时间。

### 央行票据负效应不容忽视

在央行票据积极求新求变的同时，我们也必须注意到：扩大票据发行总量和延长票据期限，无疑都直接加大了央行票据的成本支出，提高了央行的调控成本。外币占款对冲压力沉重是央行票据充分发挥效用的最大制约性因素，在这一因素没有得到明显缓解的同时，央行票据的大量到期兑付又成为其发挥效用新的制约性因素。

央行票据就本质而言是“柔性”工具，其政策影响是传导性和间接性的；央行票据的参与对象是央行公开市场的准入单位，这又决定了直接受央行票据影响的主体数量是有限的；再加上，央行票据政策效应递减已经非常明显，除了必须对央行票据的自身进行创新和变革之外，还需要其他政策，包括汇率政策、利率政策等配合与协调。

## 十八、 国际债券的种类又有哪些？

扬基债券是在美国债券市场上发行的外国债券，即美国以外的政府、金融机构、工商企业和国际组织在美国国内市场发行的、以美元为计值货币的债券。"扬基"一词英文为 "Yankee"，意为 "美国佬"。由于在美国发行和交易的外国债券都是同"美国佬"打交道，故名扬基债券。

扬基债券 具有如下几个特点：①期限长、数额大。扬基债券的期限通常为 5~7 年，一些信誉好的大机构发行的扬基债券期限甚至可达 20~25 年。近年来，扬基债券发行额平均每次都在 7500 万到 1 亿美元之间，有些大额发行甚至高达几亿美元。②美国政府对其控制较严，申请手续远比一般债券繁琐。③发行者以外国政府和国际组织为主。④投资者以人寿保险公司、储蓄银行等机构为主。

扬基债券存在的时间已经很长，但在本世纪 80 年代以前，扬基债券的发行受到美国政府十分严格的控制，发行规模不大，80 年代中期以来，美国国会顺应金融中市场改革潮流，通过了证券交易修正案，简化了扬基债券发行手续。之后，扬基债券市场有了长足的发展，1992 年扬基债券的发行量为 232 亿美元，1996 年增至 405 亿美元。

武士债券是在日本债券市场上发行的外国债券，是日本以外的政府、金融机构、工商企业和国际组织在日本国内市场发行的以日元为计值货币的债券。"武士"是日本古时的一种很受尊敬的职业，后来人们习惯将一些带有日本特性的事物同"武士"一词连用，"武士债券"也因此得名。武士债券均为无担保发行，典型期限为 3~10 年，一般在东京证券交易所交易。

第一笔武士债券是亚洲开发银行在 1970 年 12 月发行的，早期武士债券的发行者主要是国际机构，1973~1975 年由于受到世界石油价格暴涨的影响，日本国际收支恶化，武士债券的发行相应中断，80 年代以后，日本贸易出现巨额顺差，国内资金充裕，日本放宽了对外国债券发行的限制，武士债券发行量大幅度增加，1996 年发行量达到了 355 亿美元。

我国金融机构进入国际债券市场发行外国债券就是从发行武士债券开始的，1982 年 1 月，中国国际信托投资公司在日本东京发行了 100 亿日元的武士债券，1984 年 11 月，中国银行又在日本东京发行了 200 亿日元的武士债券。

龙债券是以非日元的亚洲国家或地区货币发行的外国债券。龙债券是东亚经济迅速增长的产物，从 1992 年起，龙债券得到了迅速发展。龙债券在亚洲地区（香港或新加坡）挂牌上市，其典型偿还期限为 3~8 年。龙债券对发行人的资信要求较高，一般为政府及相关机构。龙债券的投资人包括官方机构、中央银行、基金管理人及个人投资者等。

## 十九、 什么是债券信用评级？

债券信用评级进行的最重要原因，是方便投资者进行债券投资决策。投资者购买债券是要承担一定风险的。如果发行者到期不能偿还本息，投资者就会蒙受损失。发行者不能偿还本息是投资债券的最大风险，称为信用风险。债券的信用风险因发行者偿还能力不同而有所差异，对广大投资者尤其是中小投资者来说。

债券信用评级的另一个重要原因，是减少信誉高的发行人的筹资成本。一般说来，资信

等级越高的债券，越容易得到投资者的信任，能够以较低的利率出售；而资信等级低的债券，风险较大，只能以较高的利率发行。

目前国际上公认的最具权威性的信用评级机构，主要有美国标准·普尔公司和穆迪投资服务公司。上述两家公司负责评级的债券很广泛，包括地方政府债券、公司债券、外国债券等，由于它们占有详尽的资料，采用先进科学的分析技术，又有丰富的实践经验和大量专门人才，因此它们所做出的信用评级具有很高的权威性。标准·普尔公司信用等级标准从高到低可划分为：AAA 级、AA 级、A 级、BBB 级、BB 级、B 级、CCC 级、CC 级 C 级和 D 级。穆迪投资服务公司信用等级标准从高到低可划分为：Aaa 级、Aa 级、A 级、Baa 级、Ba 级 B 级 Caa 级、Ca 级和 C 级。两家机构信用等级划分大同小异。前四个级别债券信誉高，履约风险小，是“投资级债券”，第五级开始的债券信誉低，是“投机级债券”。

标准普尔公司和穆迪投资服务公司都是独立的私人企业，不受政府控制，也独立于证券交易所和证券公司。它们所做出的信用评级不具有向投资者推荐这些债券的含义，只是供投资者决策时参考，因此，它们对投资者负有道义上的义务，但并不承担任何法律上的责任。

在我国，债券评级工作在 1987 年开始出现，但发展相对缓慢。到 1998 年底我国有 50 多家评级机构，其中只有 20 多家是独立法人，它们一部分是依\*当地人民银行的，一部分是隶属专业银行的，相对独立或完全独立并经人民银行总行批准的全国性评级机构有中国诚信证券评估有限公司和大公国际资信评估有限公司。

## 二十、 什么是拆借和拆借利率？

所谓拆借，是指银行，非银行金融机构之间相互融通资金的行为，通常是短期，临时性头寸。拆借利率则是因为融通相应的资金需要支付的利息。举个例子来讲，你是 A 银行，我是 B 银行，我手头没有足够的现金储备，需要向你临时借用为期 7 天的一宗现金，那么当此业务结束之后，需要向你支付一笔利息。这笔利息就是所谓的拆借利率。同业拆借利率是拆借市场上的资金价格，其确定和变化要受制于银根松紧、中央银行的货币政策意图、货币市场其他金融工具的收益率水平、拆借期限、拆入方的资信程度等多方面因素。在国际货币市场上，比较典型的，有代表性的同业拆借利率是伦敦银行同业拆放利率 LIBOR)，就是伦敦金融市场上银行之间相互拆放英镑、欧洲美元及其他欧洲货币时的利率。

## 二十一、 什么是货币政策工具（一）公开市场业务？

在多数发达国家，公开市场操作是中央银行吞吐基础货币，调节市场流动性的主要货币政策工具，通过中央银行与指定交易商进行有价证券和外汇交易，实现货币政策调控目标。中国公开市场操作包括人民币操作和外汇操作两部分。外汇公开市场操作 1994 年 3 月启动，人民币公开市场操作 1998 年 5 月 26 日恢复交易，规模逐步扩大。1999 年以来，公开市场操作已成为中国人民银行货币政策日常操作的重要工具，对于调控货币供应量、调节商业银行流动性水平、引导货币市场利率走势发挥了积极的作用。

中国人民银行从 1998 年开始建立公开市场业务一级交易商制度，选择了一批能够承担大额债券交易的商业银行作为公开市场业务的交易对象，目前公开市场业务一级交易商共包括 40 家商业银行。这些交易商可以运用国债、政策性金融债券等作为交易工具与中国人民银行开展公开市场业务。从交易品种看，中国人民银行公开市场业务债券交易主要包括回购交易、现券交易和发行中央银行票据。其中回购交易分为正回购和逆回购两种，正回购为中国人民银行向一级交易商卖出有价证券，并约定在未来特定日期买回有价证券的交易行为，



正回购为央行从市场收回流动性的操作，正回购到期则为央行向市场投放流动性的操作；逆回购为中国人民银行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为，逆回购为央行向市场上投放流动性的操作，逆回购到期则为央行从市场收回流动性的操作。现券交易分为现券买断和现券卖断两种，前者为央行直接从二级市场买入债券，一次性地投放基础货币；后者为央行直接卖出持有债券，一次性地回笼基础货币。中央银行票据即中国人民银行发行的短期债券，央行通过发行央行票据可以回笼基础货币，央行票据到期则体现为投放基础货币。

## 二十二、 什么是货币政策工具（二）存款准备金？

存款准备金是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的资金，金融机构按规定向中央银行缴纳的存款准备金占其存款总额的比例就是存款准备金率。存款准备金制度是在中央银行体制下建立起来的，世界上美国最早以法律形式规定商业银行向中央银行缴存存款准备金。存款准备金制度的初始作用是保证存款的支付和清算，之后才逐渐演变成为货币政策工具，中央银行通过调整存款准备金率，影响金融机构的信贷资金供应能力，从而间接调控货币供应量。

### 1998 年存款准备金制度改革

经国务院同意，中国人民银行决定，从 1998 年 3 月 21 日起，对存款准备金制度进行改革，主要内容有以下七项：

（一）将原各金融机构在人民银行的“准备金存款”和“备付金存款”两个帐户合并，称为“准备金存款”帐户。

（二）法定存款准备金率从 13% 下调到 8%。准备金存款帐户超额部分的总量及分布由各金融机构自行确定。

（三）对各金融机构的法定存款准备金按法人统一考核。法定准备金的交存分以下情况：

1. 中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、中国农业发展银行、中信实业银行、中国光大银行、华夏银行、中国投资银行、中国民生银行的法定存款准备金，由各总行统一存入人民银行总行。

2. 交通银行、广东发展银行、招商银行、上海浦东发展银行、福建兴业银行、海南发展银行、烟台住房储蓄银行、蚌埠住房储蓄银行的法定存款准备金，由各总行统一存入其总行所在地的人民银行分行。

3. 各城市商业银行的法定存款准备金，由其总行统一存入当地人民银行分行。

4. 城市信用社（含县联社）的法定存款准备金，由法人存入当地人民银行分、支行。农村信用社的法定存款准备金，按现行体制存入当地人民银行分、支行。

5. 信托投资公司、财务公司、金融租赁公司等其他非银行金融机构的法定存款准备金，由法人统一存入其总部所在地的人民银行总行（或分行）。

6. 经批准，已办理人民币业务的外资银行、中外合资银行等外资金融机构，其人民币法定存款准备金，由其法人（或其一家分行）统一存入所在地人民银行分行。

（四）对各金融机构法定存款准备金按旬考核。

1. 各商业银行（不含城市商业银行）和中国农业发展银行，当旬第五日至下旬第四日每日营业终了时，各行按统一法人存入的准备金存款余额，与上旬末该行全行一般存款余额之比，不低于 8%。

2. 城市商业银行和城乡信用社、信托投资公司、财务公司、金融租赁公司等非银行金融机构法人暂按月考核，当月 8 日至下月 7 日每日营业终了时，各金融机构按统一法人存入的准备金存款余额，与上月末该机构全系统一般存款余额之比，不低于 8%。

从 1998 年 10 月起，上述金融机构统一实行按旬考核。

3. 各商业银行（不含城市商业银行）和中国农业发展银行法人按旬（旬后 5 日内）将汇总的全行旬末一般存款余额表，报送人民银行。

4. 现在执行按月考核存款准备金的城市商业银行和非银行金融机构，暂按月（月后 8 日内）将汇总的全系统旬末一般存款余额表，报送人民银行。自 10 月份起统一执行按旬（旬后 5 日内）报送一般存款余额表的制度。

5. 各金融机构按月将汇总的全系统月末日计表，报送人民银行。人民银行定期对金融机构上报的有关数据进行稽核。

6. 从 2001 年 1 月 1 日起，各金融机构法人每日应将汇总的全系统一般存款余额表和日计表，报送人民银行。

（五）金融机构按法人统一存入人民银行的准备金存款低于上旬末一般存款余额的 8%，人民银行对其不足部分按每日万分之六的利率处以罚息。金融机构分支机构在人民银行准备金存款帐户出现透支，人民银行按有关规定予以处罚。金融机构不按时报送旬末一般存款余额表和按月报送月末日计表的，依据《中华人民共和国商业银行法》第七十八条予以处罚。上述处罚可以并处。

（六）金融机构准备金存款利率由缴来一般存款利率 7.56% 和备付金存款利率 7.02%（加权平均 7.35%）统一下调到 5.22%。

（七）调整金融机构一般存款范围。将金融机构代理人民银行财政性存款中的机关团体存款、财政预算外存款，划为金融机构的一般存款。金融机构按规定比例将一般存款的一部分作为法定存款准备金存入人民银行。

## 二十三、 什么是货币政策工具（三）利率工具？

利率政策是我国货币政策的重要组成部分，也是货币政策实施的主要手段之一。中国人民银行根据货币政策实施的需要，适时的运用利率工具，对利率水平和利率结构进行调整，进而影响社会资金供求状况，实现货币政策的既定目标。

目前，中国人民银行采用的利率工具主要有：1、调整中央银行基准利率，包括：再贷款利率，指中国人民银行向金融机构发放再贷款所采用的利率；再贴现利率，指金融机构将所持有的已贴现票据向中国人民银行办理再贴现所采用的利率；存款准备金利率，指中国人民银行对金融机构交存的法定存款准备金支付的利率；超额存款准备金利率，指中央银行对金融机构交存的准备金中超过法定存款准备金水平的部分支付的利率。2、调整金融机构法定存贷款利率。3、制定金融机构存贷款利率的浮动范围。4、制定相关政策对各类利率结构和档次进行调整等。

近年来，中国人民银行加强了对利率工具的运用。利率调整逐年频繁，利率调控方式更为灵活，调控机制日趋完善。随着利率市场化改革的逐步推进，作为货币政策主要手段之一的利率政策将逐步从对利率的直接调控向间接调控转化。利率作为重要的经济杠杆，在国家宏观调控体系中将发挥更加重要的作用。

## 二十四、 什么是利率市场化？

### 一、我国利率市场化的提出

党和国家非常重视我国的利率市场化改革。1993 年，党的十四大《关于金融体制改革的决定》提出，我国利率改革的长远目标是：建立以市场资金供求为基础，以中央银行基准利率为调控核心，由市场资金供求决定各种利率水平的市场利率体系的市场利率管理体系。

党的十四届三中全会《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》中提出，中央银行按照资金供求状况及时调整基准利率，并允许商业银行存贷款利率在规定幅度内自由浮动。

2003 年，党的十六大报告提出：稳步推进利率市场化改革，优化金融资源配置。

党的第十六届三中全会《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中进一步明确“稳步推进利率市场化，建立健全由市场供求决定的利率形成机制，中央银行通过运用货币政策工具引导市场利率。”

### 二、利率市场化改革的基本思路

根据十六届三中全会精神，结合我国经济金融发展和加入世贸组织后开放金融市场的需要，人民银行将按照先外币、后本币，先贷款、后存款，存款先大额长期、后小额短期的基

本步骤，逐步建立由市场供求决定金融机构存、贷款利率水平的利率形成机制，中央银行调控和引导市场利率，使市场机制在金融资源配置中发挥主导作用。

### 三、利率市场化的改革进程

自 1996 年我国利率市场化进程正式启动以来，经过 7 年的发展，利率市场化改革稳步推进，并取得了阶段性进展。

1996 年 6 月 1 日人民银行放开了银行间同业拆借利率，1997 年 6 月放开银行间债券回购利率。1998 年 8 月，国家开发银行在银行间债券市场首次进行了市场化发债，1999 年 10 月，国债发行也开始采用市场招标形式，从而实现了银行间市场利率、国债和政策性金融债发行利率的市场化。

1998 年，人民银行改革了贴现利率生成机制，贴现利率和转贴现利率在再贴现利率的基础上加点生成，在不超过同期贷款利率（含浮动）的前提下由商业银行自定。再贴现利率成为中央银行一项独立的货币政策工具，服务于货币政策需要。

1998 年、1999 年人民银行连续三次扩大金融机构贷款利率浮动幅度。2004 年 1 月 1 日，人民银行再次扩大金融机构贷款利率浮动区间。商业银行、城市信用社贷款利率浮动区间扩大到 $[0.9, 1.7]$ ，农村信用社贷款利率浮动区间扩大到 $[0.9, 2]$ ，贷款利率浮动区间不再根据企业所有制性质、规模大小分别制定。扩大商业银行自主定价权，提高贷款利率市场化程度，企业贷款利率最高上浮幅度扩大到 70%，下浮幅度保持 10% 不变。在扩大金融机构人民币贷款利率浮动区间的同时，推出放开人民币各项贷款的计、结息方式和 5 年期以上贷款利率的上限等其他配套措施。

进行大额长期存款利率市场化尝试，1999 年 10 月，人民银行批准中资商业银行法人对中资保险公司法人试办由双方协商确定利率的大额定期存款（最低起存金额 3000 万元，期限在 5 年以上不含 5 年），进行了存款利率改革的初步尝试。2003 年 11 月，商业银行农村信用社可以开办邮政储蓄协议存款（最低起存金额 3000 万元，期限降为 3 年以上不含 3 年）。

积极推进境内外币利率市场化。2000 年 9 月，放开外币贷款利率和 300 万美元（含 300 万）以上的大额外币存款利率；300 万美元以下的小额外币存款利率仍由人民银行统一管理。2002 年 3 月，人民银行统一了中、外资金金融机构外币利率管理政策，实现中外资金金融机构在外币利率政策上的公平待遇。2003 年 7 月，放开了英镑、瑞士法郎和加拿大元的外币小额存款利率管理，由商业银行自主确定。2003 年 11 月，对美元、日元、港币、欧元小额存款利率实行上限管理，商业银行可根据国际金融市场利率变化，在不超过上限的前提下自主确定。

回顾 1996 年以来利率市场化改革的进程，中国人民银行累计放开、归并或取消的本、外币利率管理种类为 119 种，目前，人民银行尚管理的本外币利率种类有 29 种。今后，随着金融机构改革和利率市场化的稳步推进，人民银行将不断扩大金融机构的利率定价自主权，完善利率管理，并通过中央银行的间接调控，引导利率进一步发挥优化金融资源配置和调控宏观经济运行的作用。

## 二十五、 什么是货币政策工具（四）利率政策？

### 一、人民币汇率制度

1994年1月1日汇率并轨以来，我国开始实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。这一汇率制度以银行结售汇制度为基础，机构和个人卖出或购买外汇通过外汇指定银行进行。外汇指定银行又根据结售汇周转头寸管理的规定，进入银行间外汇市场，卖出多余或补充不足的外汇头寸，进而生成本国汇率。

现行人民币汇率制度具有以下特征：一是市场汇率，即银行间外汇市场上的供求状况决定人民币汇率，而非官定汇率。二是单一汇率，即境内本外币交易均使用一种汇率，不存在与市场汇率并存的官方汇率。三是有管理的浮动汇率，即人民币汇率可以在规定的区间内浮动，中央银行依法\*法律规范和市场手段，调控外汇供求关系，保持汇率基本稳定。

实践证明，这种汇率安排是与我国经济发展阶段、金融监管水平和企业承受能力相适应的，是符合我国国情的。

### 二、人民币汇率政策

我国目前实行的是以市场为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。现阶段的人民币汇率政策，有以下三个特点：

第一，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。过去10年里，人民币汇率基本稳定，促进了中国经济发展和改革开放，同时也为维护亚洲乃至世界金融和经济的稳定做出了贡献。中国经济金融稳定发展，将为周边地区 and 世界各国提供更大的市场和更多的投资机会，为全球经济注入新的活力。事实证明，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，既有利于中国经济的稳定和发展，又有利于亚洲地区和世界经济的稳定和发展。

第二，完善人民币汇率形成机制。以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度，符合我国实际，应当长期坚持。我国将保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，在深化金融改革中进一步探索和完善人民币汇率形成机制，发挥市场配置资源的基础作用，增强汇率杠杆对经济的调节作用，促进国际收支平衡，略有节余。进一步完善人民币汇率形成机制应充分考虑以下因素：一是贸易放开经营比较充分，服务贸易比较开放。二是资本项目过度管制得到消除。三是中国国有商业银行的改革迈出重大步伐，国有商业银行的竞争能力和抗风险能力明显提高。

第三，采取多种措施促进国际收支平衡。保持国际收支平衡与促进经济增长、增加就业、稳定物价是国家四大宏观调控目标。我们的方针是充分利用国际国内两个市场、两种资源，实现国际收支基本平衡，略有节余。因此，必须认真落实“引进来”和“走出去”相结合的方针，在继续扩大内需、加快结构调整的同时，加大涉外经济政策的调整力度，改善国际收支平衡，促进国民经济持续快速协调健康发展。

## 二十六、 什么是货币政策工具（五）中央银行贷款？

根据 2003 年 12 月 27 日修正后的《中华人民共和国中国人民银行法》第二十八条规定“中国人民银行根据执行货币政策的需要，可以决定对商业银行贷款的数额、期限、利率和方式，但贷款的期限不得超过一年。

## 二十七、 什么是货币政策的时滞？

在货币政策操作中，存在三种时滞：一是内部时滞，二是外部时滞，三是中间时滞。

### （1）内部时滞。

内部时滞指货币当局从根据经济形势下定调节决心，到具体政策方案出笼的过程。内部时滞由认识时滞和行政时滞构成，它们的作用需要一段时间。而且，在某些特殊情况下也不排除产生逆向效应的可能性。在中国目前情况下、由于国家银行在信贷资金供给中处于垄断地位，金融市场发育速度迟缓，因此，由货币政策工具变动到中介指标变动之间的中间时滞主要体现在各商业银行存贷款业务对货币政策调节的反应方面。国家垄断银行业，金融市场欠发达，虽然从长时期看会降低资源配置效率，但从短期宏观调节来说，这种体制条件却常常能收到扩缩随意的效果，也就是说，这种条件下的货币政策中间时滞要相对短些。

### （2）外部时滞。

外部时滞指运用货币当局选定的政策工具对货币存量进行调节进而影响总需求水平及目标变量的过程。在正常情况下，外部时滞总要长于内部时滞，因为它既包罗微观主体在新货币政策出台后的决策过程，也包罗了微观主体行为对储蓄、投资、消费、货币需求、产出和物价等重要经济变数的影响过程。外部时滞长短主要取决于两个因素：一是宏观决策者的反应能力。这在一般情况下是人的素质问题，但在决策科学化的前提下，假若货币当局有了良好的经济周期预警系统，那么，这个反应能力实际上就变成了对预警信号的识别能力了。二是由体制、组织效率、对策水平决定的调节方案出台速度。这个问题在中国目前尤其不能忽视。

### （3）中间时滞。

在市场体系完善的国家，中间时滞实际就是货币当局选定的工具变量在货币金融市场上起作用的过程，这个过程的结果表现为中间指标在不同时点的变动。中间时滞的长短主要取决于金融中间机构及其他微观金融主体的政策反应行为。如果金融资产丰富、市场条件发达，宏观经济政策的扩张或收缩无论是体现在货币供给增长速度的调整上，还是体现在短期市场利率的变动上，都要引致一连串的微观主体金融资产结构重组行为，这种行为对中介指标预期值的实现发生作用，由当时的经济条件所决定，其各自时滞也会有所不同。

## 二十八、 什么是债券远期交易？

中国人民银行发布了《全国银行间债券市场债券远期交易管理规定》。根据这一《规定》，银行间债券市场将从 05 年 6 月 15 日起推出债券远期交易。债券远期交易是指交易双方约定在未来某一日期，以约定价格和数量买卖标的债券的行为。远期交易的债券包括已在银行间债券市场进行现券交易的中央政府债券、中央银行债券、金融债券和经央行批准的其他债券券种。

《规定》对远期交易的交割期限及交易规模作了明确要求：远期交易从成交日至结算日

的期限（含成交日，不含结算日）由交易双方确定，但最长不得超过 365 天。到期应实际交割资金和债券。任何一家市场参与者单只债券的远期交易卖出与买入总余额分别不得超过该只债券流通量的 20%，远期交易卖出总余额不得超过其可用自有债券总余额的 200%。基金管理公司运用基金财产进行远期交易的规模，以单只基金计算。任何一只基金的远期交易净买入总余额不得超过其基金资产净值的 100%，任何一家外资金融机构在中国境内的分支机构的远期交易净买入总余额不得超过其人民币营运资金的 100%，其他机构的远期交易净买入总余额不得超过其实收资本金或者净资产的 100%。

## 二十九、 什么是银行间市场债券买断式回购交易？

根据《全国银行间债券市场债券买断式回购业务管理规定》，债券买断式回购业务是指债券持有人（正回购方）将债券卖给债券购买方（逆回购方）的同时，交易双方约定在未来某一日期，正回购方再以约定价格从逆回购方买回相等数量同种债券的交易行为。

## 三十、 什么是交易所国债买断式回购？

《上海证券交易所国债买断式回购交易实施细则》，国债买断式回购交易，是指国债持有人在将一笔国债卖出的同时，与买方约定在未来某一日期，再由卖方以约定价格从买方购回该笔国债的交易行为。通过卖出一笔国债以获得对应资金，并在约定期满后以事先商定的价格从对方购回同笔国债的为融资方（申报时为买方）；以一定数量的资金购得对应的国债，并在约定期满后以事先商定的价格向对方卖出对应国债的为融券方（申报时为卖方）。

在到期日闭市前，融资方和融券方均可就该日到期回购进行不履约申报，即主动申报不履行购回或卖出的义务。投资者申报不履约指令后，按违约处理。

# 债券投资

## 三十一、 债券投资需要原则和策略吗？

投资债券既要获得收益，又要控制风险，因此，根据债券收益性、安全性、流动性的特点，我们总结了以下债券投资的原则：

### 1、收益性原则

不同种类的债券收益大小不同，投资者应根据自己的实际情况选择。例如国债是以政府的税收作担保的，具有充分安全的偿付保证，一般认为是没有风险的投资；而企业债券则存在着能否按时偿付本息的风险，作为对这种风险的报酬，企业债券的收益性必然要比政府债券高。当然，实际收益情况还要考虑税收成本。

### 2、安全性原则

投资债券相对于其它投资工具要安全得多，但这仅仅是相对的，其安全性问题依然存在，因为经济环境有变、经营状况有变、债券发行人的资信等级也不是一成不变。因此，投资债券还应考虑不同债券投资的安全性。例如，就政府债券和企业债券而言，政府债券的安全性是绝对高的，企业债券则有时面临违约的风险，尤其企业经营不善甚至倒闭时，偿还全部本

息的可能性不大，企业债券的安全性不如政府债券。对抵押债券和无抵押债券来说，有抵押品作偿债的最后担保，其安全性就相对要高一些。

### 3、流动性原则

债券的流动性强意味着能够以较快的速度将债券兑换成货币，同时债券价值在兑换成货币后不因过高的费用而受损，否则，意味着债券的流动性差。影响债券流动性的主要因素是债券的期限，期限越长，流动性越弱，期限越短，流动性越强。另外，不同类型债券的流动性也不同。如国债、金融债，在发行后就可以上市转让，故流动性强，企业债券的流动性则相对较差。目前，我国的企业债发行后再到交易所申请上市，债券是否上市的流动性差别很大，上市前后债券的流动性差别很大，上市后债券的流动性还受到该债券发行主体资信情况的影响。

而在债券投资的具体操作中，投资者应考虑影响债券收益的各种因素，在债券种类、债券期限、债券收益率（不同券种）和投资组合方面作出适合自己的选择。

## 三十二、 什么是被动投资法？

被动投资法又叫完全消极投资（购买持有法），即投资者购买债券的目的是储蓄，获取较稳定的投资利息。这类投资者往往不是没有时间对债券投资进行分析和关注，就是对债券和市场基本没有认识，其投资方法就是购买一定的债券，并一直持有到期，获得定期支付的利息收入。适合这类投资者投资的债券有凭证式国债、记账式国债和资信较好的企业债。如果资金不是非常充裕，这类投资者购买的最好是容易变现的记账式国债和在交易所上市交易的企业债。这种投资方法风险较小，收益率波动性较小。

## 三十三、 什么是主动投资法

主动投资，即投资者投资债券的目的是获取市场波动所引起价格波动带来的收益。这类投资者对债券和市场有较深的认识，属于比较专业的投资者，对市场 and 个券走势有较强的预测能力，其投资方法是在对市场 and 个券作出判断和预测后，采取“低买高卖”的手法进行债券买卖。如预计未来债券价格（净价，下同）上涨，则买入债券等到价格上涨后卖出；如预计未来债券价格下跌，则将手中持有的该债券出售，并在价格下跌时再购入债券。这种投资方法债券投资收益较高，但也面临较高的波动性风险。

## 三十四、 什么是混合投资法？

混合投资法又称部分主动投资，即投资者购买债券的目的主要是获取利息，但同时把握价格波动的机会获取收益。这类投资者对债券和市场有一定的认识，但对债券市场关注和分析的时间有限，其投资方法就是买入债券，并在债券价格上涨时将债券卖出获取差价收入；如债券价格没有上涨，则持有到期获取利息收入。该投资方法下债券投资的风险和预期收益高于完全消极投资，但低于完全积极投资。



## 三十五、 如何进行债券投资分析？

债券投资分析不同于股票，它有自身投资的特点整理一下，供大家参考：

1、债券受外部影响因素较多，国内债券目前内在的差异性还不明显，投资主要以分析宏观经济为主，如 CPI、固定投资、进出口情况等，这些分析在几方面影响债券价格走势，如升息预期、央行的公开操作、银行等大型金融机构对债券的投资规模等。而对于债券内在的区别，如发行人等，则不必象股票一样分析其财务表现，行业景气等情况，这对于债券投资都是不必要的。另外，债券分析会较多采用数量方法，如计算久期、收益率、等指标。

2、收益与期限比较分析，即对于不同期限的债券的收益率相互比较，从而分析出哪个阶段的收益率会相对更优。这对于一些机构操作是比较实用的，如构造上升套利组合、蝶式套利组合等。其基础是对收益率曲线的形态的熟悉和分析。

3、另外，与股票操作不同，债券，特别是国债大多是以数字标记，如 05 国债 05 等，这样投资者就需要记住这个数字 010505 的基本情况，如发行期限、票息、浮动或固定、有无含权等基本信息。对于企业债也是同样。并且，还要学会债券的价格和  $n$  收益率之间的相互转换计算，并在收益率基础上进行不同债券的比较。

## 三十六、 如何使用债券收益率曲线？

债券收益率曲线是描述在某一时刻上（或某一天）一组可交易债券的收益率与其剩余到期期限之间数量关系的一条趋势曲线，即在直角坐标系中，以债券剩余到期期限为横坐标、债券收益率为纵坐标而绘制的曲线。一条合理的债券收益率曲线将反映出某一时刻上（或某一天）不同期限债券的到期收益率水平。研究债券收益率曲线具有重要的意义，对于投资者而言，可以用来作为预测债券的发行投标利率、在二级市场上选择债券投资券种和预测债券价格的分析工具；对于发行人而言，可为其发行债券、进行资产负债管理提供参考。

债券收益率曲线的形状可以反映出当时长短期利率水平之间的关系，它是市场对当前经济状况的判断及对未来经济走势预期（包括经济增长、通货膨胀、资本回报率等）的结果。债券收益率曲线通常表现为四种情况，一是正向收益率曲线，表明在某一时刻上债券的投资期限越长，收益率越高，也就意味着社会经济处于增长期阶段；二是反向收益率曲线，表明在某一时刻上债券的投资期限越长，收益率越低，也就意味着社会经济进入衰退期；三是水平收益率曲线，表明收益率的高低与投资期限的长短无关，也就意味着社会经济出现极不正常情况；四是波动收益率曲线，表明债券收益率随投资期限不同而呈现波浪变动，也就意味着社会经济未来有可能出现波动。

在一般情况下，债券收益率曲线通常是一个有一定角度的正向曲线，即长期利率应在相当程度上高于短期利率。这是由投资者的流动性偏好引起的，由于期限短的债券其流动性要好于期限长的债券，作为流动性较差的补偿，期限长的债券收益率也就要高于期限短的收益率。当然，当资金紧俏导致供需不平衡时，也可能出现短高长低的反向收益率曲线。

债券收益率曲线是静态的，随着时点的变化债券收益率曲线也随着变化。但是，通过对债券交易的历史数据的分析，找出债券收益率与到期期限之间的数量关系，形成合理有效的债券收益率曲线，从而可以用之来分析和预测当前不同期限的收益率水平。

个人投资者在进行债券投资时，可以利用某些专业机构提供的收益率曲线进行分析，作为自主投资的一个参考。如中央国债登记结算公司在中国债券信息网上提供的收益率曲线，

该曲线是根据银行间债券市场所选取的一些基准债券的收益率所形成的。该网提供的每日以基准债券的市场价格绘制成的收益率曲线,可为投资者分析在银行柜台债券市场交易的债券的价格提供参考。投资者在其收益率曲线界面上,只要输入债券的剩余到期期限,就可得到相应的收益率水平。通过该收益率水平可计算出相应债券的价格,由此可作为投资者的交易参考。

投资者还可以根据收益率曲线不同的预期变化趋势,采取相应的投资策略的管理方法。如果预期收益率曲线基本维持不变,且目前收益率曲线是向上倾斜的,则可以买入期限较长的债券;如果预期收益率曲线变陡,则可以买入短期债券,卖出长期债券;如果预期收益率曲线将变得较为平坦时,则可以买入长期债券,卖出短期债券。如果预期正确,上述投资策略可以为投资者降低风险,提高收益。

## 三十七、 什么是免疫策略 (Immunization Strategy) ?

债券投资组合的构建有积极与消极两种策略,两种策略的差异在于债券投资组合的构建是否依据一定的利率预测而行。积极投资策略是在预测收益率曲线陡峭化或平坦化的基础上调整债券组合的久期,以最大化收益或最小化投资风险,包括水平分析、债券互换、骑乘收益率曲线等,而消极投资策略则并不进行利率预测,组合管理者通常把市场交易价格视为均衡交易价格,并不试图寻找价值低估的品种,而只关注债券组合的风险控制。消极债券组合管理有两种策略,一是指数策略,力图使债券组合模拟债券指数的表现,另一种策略则是免疫策略 (Immunization Strategy), 尽可能使债券组合避免市场利率波动带来的影响。

对于债券投资者而言,如果并不试图通过利率预测来实现超额收益,而只是期望在投资期间获取某一固定的回报率  $R$ , 那么实现久期匹配的免疫策略无疑是最优的策略,但是作为一种消极策略,组合的回报率往往较低,有时甚至低于债券指数的回报率,难以达到投资者期望的收益率目标,导致免疫策略的实际使用效率较低。

本文在对免疫投资策略分析的基础上,考虑将回购放大的积极策略加入到免疫管理中,讨论在放大头寸操作的情况下,如何实现久期匹配,从而在避免利率波动的同时提高债券投资组合的收益率。

### 一、免疫的原理及实现

所谓免疫策略,是指构造这样一种投资组合,以至于任何由利率变化引起的资本损失(或利得)能被再投资的回报(或损失)所弥补。免疫之所以能够避免利率波动的影响,原理在于一只给定久期的付息债券可以精确地近似于一只久期相同的零息债券。

### 二、积极的投资策略——回购放大

尽管我们可以通过免疫组合的构建实现既定的收益率目标,但是如果投资者要求的投资回报率在 4.31% 以上,比如投资要求组合实现 5% 的回报率,上述的免疫组合就很难实现。因为 04 国债(4)到期收益率仅有 4.64%,即使全部投资 404 国债,假定市场利率不发生变动,最高的回报率也仅有 4.64%,而且需要承担利率风险。为了提高投资回报率,我们可以考虑一种积极的操作策略,利用回购杠杆放大操作头寸,在久期匹配的情况下,提高投资回报率。回购放大的基本思想是,买入现券后,将现券进行抵押再融资,融入资金继续买入现

券，如此循环。需要说明的是，在回购放大操作的同时，投资风险也在同步放大，投资者需要控制放大操作比例。

免疫投资策略从根本上来讲是一种消极投资，组合管理者并不试图通过利率预测去追求超额报酬，而只是通过组合的构建，在回避利率波动风险的前提下实现既定的收益率目标。在组合品种的设计中，除了国债可以选入组合外，部分收益率较高的企业债券及金融债券也能加入投资组合，条件是控制好匹配的久期。本文将回购放大这种积极的投资方式引入了债券组合管理中，在锁定利率风险的同时增加了投资组合的收益，从本文的推导结果来看，适量回购放大头寸是可行的，这为资金成本稳定的投资机构拓展了新的投资思路。

另一方面，免疫策略本身带有一定的假设条件，比如收益率曲线的变动不是很大，到期收益率的高低与市场利率的变化之间有一个平衡点，一旦收益率确实发生了很大的变动，则投资组合不再具有免疫作用，需要进行再免疫，或是再平衡；其次，免疫严格限定了到期支付日，对于那些支付或终止期不能确定的投资项目而言并不是最优；再次，投资组合的免疫作用仅对于即期利率的平行移动有效，对于其他变动，需要进一步拓展应用。

## 三十八、 所得税税率调整对债券收益率差异有何影响？

### 国债和金融债收益率差异及原因分析

国债和政策性金融债是我国银行间债券市场的主体，一直以来两者之间就存在较为明显的收益率差距。一般而言，剩余年限相同或相近的债券收益率主要取决于以下因素：不同发行主体的信用差异、债券的流动性差异、不同债券的税收差异等。从我国的具体情况看，由于我国的政策性银行其债务的最终承担者还是国家财政，因而国债和政策性金融债发债主体的信用差异较小。另外，从银行间二级市场看，政策性金融债（特别是国开行的金融债）交易相当活跃，流动性并不比国债差，因而国债和政策性金融债之间的收益率差距主要应该从税收方面的差异来解释。

国债收益率低于政策性金融债的原因主要在于：对国债利息免征企业所得税，而政策性金融债的利息收入必须缴纳企业所得税。而且两者之间收益率的差距随着金融行业逐步扭亏为盈将变得更加明显。根据 2002 年 3 月 18 日国税函[2002]226 号《关于试行国债净价交易后有关国债利息征免企业所得税问题的通知》，从 2001 年 7 月 1 日起，国家决定在全国银行间债券市场、上海证券交易所、深圳证券交易所逐步试行国债净价交易。自试行国债净价交易之日起，纳税人在付息日或买入国债后持有到期时取得的利息收入，免征企业所得税；在付息日或买入国债后持有到期之前取得的利息收入，按其成交后交割单列明的应计利息全额免征企业所得税。而政策性金融债并没有享受税收优惠待遇。

### 债券的修正税前收益率计算

我们假定：某金融企业的资金综合成本为 2.7%、本会计年度预计盈利且无历史亏损需要弥补、企业所得税率为 33%。

#### 1、国债修正的税前收益率的计算

按财政部的企业会计准则的规定:长期债券投资应该按期计提利息,计提的利息按票面利率及票面值计算,考虑债券投资的溢价或折价摊销后计入投资收益。

#### 1) 买入收益率低于综合成本的情况

(1) 票面利率高于买入收益率。以 000005 为例进行说明。000005 票面利率 3%, 年付息一次, 假设以 2.6% 的收益率买入。该投资的税前投资收益率为 2.6%, 即该投资的收益率等与债券的买入收益率, 但考虑到企业所得税之后情形就不一样了。该笔投资对税后收益的影响有两部分: 3% 的国债利息收入免缴企业所得税的"税盾"作用部分、负的投资收益的抵税作用。由于票面利率高于买入收益率, 而按会计准则计入投资收益的只是买入收益率。由此可以计算出该笔投资税后的实际收益率为:  $2.6\% + (2.7\% - 2.6\%) \times 33\% = 2.633\%$ 。

即投资的实际税后收益率 = 买入收益率 + (加权资金成本率 - 买入收益率) × 所得税税率

(2) 票面利率低于买入收益率。由于买入收益率高于票面利率, 因而票面利率部分全部计入了会计投资收益, 因而票面利率部分的收益可完全免税, 而且由于买入收益率低于综合资金成本, 其差额部分 (即投资亏损) 可以起到抵税作用。

可得, 税后收益率 = (加权资金成本率 - 买入收益率) × 所得税税率 + 票面利率

#### 2) 买入收益率高于综合成本的情形

由于国债投资的票面利息收入可以免缴企业所得税, 在买入收益率高于综合资金成本的情形下可以免税的部分就不仅仅是资金成本了, 而是买入收益率或票面利率部分, 因而又有必要区别计算。

##### (1) 票面利率低于买入收益率

以 030001 为例进行说明。030007 票面利率 2.66%, 年付息一次, 假设以 3.66% 的收益率买入。该投资的税前投资收益率为 3.66%, 但考虑到企业所得税之后情形就不一样了。该笔投资对税后收益的影响有三部分: 2.66% 的国债利息收入免缴企业所得税的"税盾"作用部分、票面利率低于综合资金成本率的部分 (2.66% - 2.7%)、投资利润应该缴纳的所得税。由此可以计算出该笔投资的税后实际收益率为:  $2.7\% + (3.66\% - 2.7\%) \times (1 - 33\%) = 3.34\%$ 。

即实际税后投资收益率 = 综合资金成本率 + (实际买入收益率 - 综合资金成本率) × (1 - 企业所得税税率)

##### (2) 票面利率高于买入收益率

由于计入投资收益的部分只是买入收益率部分, 因而, 可以抵税的部分只能以买入收益率为限。此种情况下, 实际税后投资收益率 = 买入收益率

#### 2、金融债的税后收益率计算

金融债的税前收益率的计算与国债的税前收益率核算方法相同, 即金融债的税前收益率

均等于买入收益率，由于金融债的利息收入不能免缴企业所得税，因而在税后收益的计算上也与国债存在差异。与国债投资相比，影响金融债税后收益率的因素主要就是该债券的投资利润。

1) 买入收益率低于综合资金成本的情况下，税后收益率=买入收益率+（综合资金成本率-买入收益率）×所得税税率。

2) 买入收益率低于综合资金成本的情况下，税后收益率=综合资金成本率+（买入收益率-综合资金成本率）×（1-所得税税率）

由此可得出结论：债券投资的税后收益率受企业的加权资金成本率、债券的买入收益率及债权的票面利率影响。买入收益率相同的国债或金融债，其税后收益率并不一定相同；相同买入收益率的债券对不同的企业而言，税后收益率也可能不同。因而，我们应该根据具体的债券品种、具体的企业加权资金成本来衡量相同期限的国债和金融债的收益率差异，更进一步地说，由于企业所得税调整导致的国债和金融债收益率差异会如何变化，也应该根据具体情况来具体分析。

在此情况下，国债和金融债的收益率差异多大才合适呢？我们以剩余期限比较接近的2003 国债第九期和 02 中信债为例，分析一下两者之间的收益率差异。我们的分析还是以上文的假设为分析基础。

从银行间二级市场看，目前 030009 的到期收益率在 4.15%附近，028001 的收益率大概在 4.8%，两者收益率差异为 65bp。考虑到 030009 的基于年限要比 028001 长 0.98 年，可以将 028001 的收益率上调到 4.9%以弥补时间的差异。按 33%的所得税率，我们可以计算出 028001 的税后实际收益率=2.7%+（4.9-2.7）×（1-33%）=4.174%，而 030009 的税后收益率=买入收益率=4.15%，两者相差 2.4bp，可视为是 028001 在收益上对流动性相对较差和信用风险的补偿。如果企业所得税税率下调至 25%，由于 030009 对税率变动影响不大，收益率会保持不变，因此根据比价，028001 也会大致保持目前 4.174%的税后收益率水平不变。据此，我们可以计算出 028001 新的买入收益率：（4.174%-2.7%）/（1-25%）+2.7%=4.665%，于是我们可以得出税率调整后两者的收益率差异为 31.5bp（4.665%-10bp-4.15%）。

## 三十九、为什么新债券的流动性好于老债券？

由于国债上市时间越长，沉淀到投资者手里就越多，流动性就越差，所以对机构和大资金来讲可能宁愿损失一点收益而追求流动性，所以会有收益率倒挂的现象：新上市的长期限的国债的收益反倒不如期限短的老国债。

这里讲的流动性实际上就是交易量的大小。总体而言，上交所债券流动性远大于深交所，所以同一只国债，深市的收益率高过上市，这是典型的收益换流动性。

交易量与存量的比反映了流动性的大小。而对于个人投资者，资金量不大的，可以不主要考虑流动性，只考虑收益率即可。

另外，老债券很多已经被保险公司等大机构锁仓，市面的流通量可能小于新券。

## 四十、 如何计算债券的久期？

对于最简单的情况，即固定票面利息债券，可以用 EXCEL 中的 duration 这个财务函数计算。

债券投资网上有计算久期的示例 EXCEL 小程序：

<http://www.bondinvestment.com.cn/dispbbs.asp?boardID=4&ID=446&page=1>

## 四十一、 债券投资与股票投资几点不同之处

- 1、债券投资要考虑债券的剩余期限，而股票没有期限之说。
- 2、债券投资要考虑债券的种类、如固定利息债、浮动利息债、含权债等。而股票一般不考虑其种类
- 3、债券市场主要考虑宏观经济政策等外部因素，而股票主要考虑上市公司行业、个体的盈利状况。
- 4、债券有信用级别，而股票没有信用之说。
- 5、债券到期是回付本金，因此，利息多少是考虑关键，股票没有本金回报，因此，资本利得是关键。
- 6、债券投资一般是持有期较长，而股票操作短线操作是主要方式之一。
- 7、债券互相之间可以比较，有收益率概念，而股票没有收益率概念，一般同行业只用市盈率比较。
- 8、债券一般适合大资金运作，而股票很多是散户也可以进行。
- 9、最后，债券未来现金流固定，风险较低，股票未来现金收入不确定，风险较大。

## 四十二、 投资债券以规避风险

资本市场中有两个主要的投资工具:一个是股票，另一个则是债券。相比股票的上下波动，债券有一个地板价，即持有到期的价格，尤其是对国债等有政府担保的品种，风险小，

收益稳定，所以债券又叫固定收益券。

在国外，债券的投资比起股票市场更为有声有色，并且由于有较多的公司债品种，收益也不一定就比股票低。当然，此类公司债的风险也大。而在国内，由于债券市场仍不够大，债券品种也较少，因此，始终无法发挥其真正的功能。

目前在国内的债券市场上，主要有政府债券（国债）、金融债券及公司债券三类。其中，政府债券由政府担保发行，质量最高，风险最小，但相应地收益也较小。而金融债券主要由国家开发银行、农业发展银行等发行（不对个人出售）。公司债则由一些大型国有企业发行，80%以上由银行做不可撤销的连带担保，风险也较小。

一般投资人可到承销的银行购买凭证式国债和记账式国债（很少几只），或通过证券商买挂牌的国债。许多人对债券投资的收益，只知道可赚取固定的本金和利息，并认为债券的价格应是固定的。事实上，“债券的价格是固定的”这种说法，指的是债券的面额，也就是债券初次发行时的票面金额，如 1000 元（国内称十张）。等到债券进入二级市场流通买卖之后，债券的买卖价格就会因利率的变动、市场供需面而发生变化，出现上涨或下跌的情形，从而与面额产生一定差异。

至于债券的买卖价格为什么会因利率而变动，则是因为债券的票面利率（付息的依据）是根据发行时的市场利率水平制定的。市场利率高时，发行的债券利率就较高；利率下降时，债券的利率也会跟着调低。但这只是针对新发行的债券而言，对已经发行并且在市场上流通的旧债券（当然是指未到期的债券）来讲，如果利率上涨，那么新发行的债券所可以领取的利息就比旧债券多（假定面额都一样），所以旧债券就比新债券不值钱，如果要脱手求现，势必得降价求售，才能卖掉。相反的，若利率下降，旧债券因利息多，价格就会上扬。所以，债券的价格与利率走势正好相反。利率上扬，债券价格下跌；利率下跌，债券价格便会上涨。所以，利率和债券价格是一个反向关联的关系。

举例来说，面额同样是 1000 元的债券，利率 10% 的债券每年可收 100 元的利息，利率若降为 8%，则只能领取 80 元利息，所以旧债券若要脱手，应有 1250 元的价值。所以说，投资债券除可收息外，当市场利率变动时还可赚差价。而且国债的收入是免税的，比起存银行要交 20% 的利息税来，又胜一筹。

当然，很多投资人觉得债券虽然安全，收益又可免税，但不一定了解它什么时间发行，哪里可以买到，而且也不知道如何根据市场利率甚至供求的变化进行操作。在这种情况下，可以去了解一下债券基金，将具体的操作让那些债券专家来完成，而自己只要做好准备将资产的多少部分放入债券投资的决定就好了。

## 四十三、 債券投資要注意哪 5 大風險？

2003 年亞洲股市的上揚，對於樂於冒險又能承擔較高風險的投資者而言，的確帶來可觀的利潤。但對於一直把資本存到銀行獲取穩定利息收入的保守型投資者來說，眼看股市飛漲，既想分一杯羹、又無法承受當中的投資風險，更害怕一旦投資失誤連帶本金也不保，因

此而步步為營。

股票投資雖然報酬率較高，可是風險亦相對較高，而債券投資則是一個較穩健及安全的投資工具。債券可以分散投資風險，因此成為穩健型投資人的投資選擇之一，但是在探討債券投資能帶來什麼好處的同時，也必須留意可能的風險！

#### 5 大風險不可忽視

債券是發行人透過債券的銷售以支持公司經濟的借貸管道之一，等於投資人借錢給發行人，而債券發行商則在債券有效期內給予投資人特定的利息做為回報，並於債券到期日給予投資人本金。雖然債券投資風險比股票低，但是存在的風險也不容忽視。

#### 1.信用及償還風險

一般是指發行商不能履行支付債券本金及特定利息的可能性。如果投資對象是政府發行的債券，那信用及償還風險便不成立，但如選擇公司或其他債券，那就有機會面對這類的風險了。所以投資者在做任何投資之前，應清楚了解發債公司的穩健性以及其信用評等，因為評等是因應發行公司的信譽、經濟狀況、盈利能力、償還能力等情況做出的決定。

評級較高的公司信譽亦相對較高，但是所能提供的利息反而較一些低評級公司低，主要是因為投資人較信任高評等的公司，因為這些公司的失信機會比較低，所以低評等的公司會以較高的利率吸引投資人。當然，如果發行人無力償還本金，投資人要面對的風險亦相對提高。因此信用評等是一項不能缺少的考慮因素之一。

#### 2.市場風險

債券價格與利率往往成反比，當市場利率上升時，債券價格將下降；相反地當市場利率下降，債券價格將上升。此外，持有債券的長短對於利率反映亦截然不同，持有較長期的債券對市場利率的波動較短期的敏感。

#### 3.流通性風險

當遇上不活躍或極少量的債券交易時，往往出售的時候會遇上困難。而價格在受到打擊之下將令投資人蒙受損失。

#### 4.通貨膨脹風險

若通貨膨脹率高於債券的收益率，那債券的實際收益將會是負數，投資反而虧損。

#### 5.再投資風險



如果利率下滑，債券利息亦相對降低，投資報酬率將因此減少，也相對降低投資人從分期償還利息或本金的債券中獲取資金再做投資之用。

總的來說，債券投資雖然能分散及減低投資於其他組合的風險，但不論是債券或股票投資人在做投資決定之前，都必須了解個人風險承受能力以及搭配均衡的投資組合，切忌盲目追隨市場潮流！

## 国债专题

### 四十四、什么是国债？

国债是由国家发行的债券，由于国债的发行主体是国家，所以它具有最高的信用度，被公认为是最安全的投资工具。

发行国债大致有以下几种目的：

1、在战争时期为筹措军费而发行战争国债。在战争时期军费支出额巨大，在没有其他筹资办法的情况下，即通过发行战争国债筹集资金。发行战争国债是各国政府在战时通用的方式，也是国债的最先起源。

2、为平衡国家财政收支、弥补财政赤字而发行赤字国债。一般来讲，平衡财政收支可以采用增加税收、增发通货或发行国债的办法。以上三种办法比较，增加税收是取之于民用之于民的作法，固然是一种好办法但是增加税收有一定的限度，如果税赋过重，超过了企业和个人的承受能力，将不利于生产的发展，并会影响今后的税收。增发通货是最方便的作法，但是此种办法是最不可取的，因为用增发通货的办法弥补财政赤字，会导致严重的通货膨胀，其对经济的影响最为剧烈。在增税有困难，又不能增发通货的情况下，采用发行国债的办法弥补财政赤字，还是一项可行的措施。政府通过发行债券可以吸收单位和个人的闲置资金，帮助国家渡过财政困难时期。但是赤字国债的发行量一定要适度，否则也会造成严重的通货膨胀。

3、国家为筹集建设资金而发行建设国债。国家要进行基础设施和公共设施建设，为此需要大量的中长期资金，通过发行中长期国债，可以将一部分短期资金转化为中长期资金，用于建设国家的大型项目，以促进经济的发展。

4、为偿还到期国债而发行借换国债。在偿债的高峰期，为了解决偿债的资金来源问题，国家通过发行借换国债，用以偿还到期的旧债，“这样可以减轻和分散国家的还债负担。

国家债券具有以下特点：

安全性高。由于国债是中央政府发行的，而中央政府是一国权力的象征，所以发行者具有一国最高的信用地位，一般风险较小，投资者亦因此而放心。

流动性强，变现容易。由于政府的高度信用地位，使得国债的发行额十分庞大，发行也十分容易，由此造就了一个十分发达的二级市场，发达的二级市场客观地为国债的自由买卖

和转让带来了方便。使国债的流动性增强，变现较为容易。

可以享受许多免税待遇。大多数国家规定，购买国债的投资者与购买其它收益证券相比，可以享受更多的税收减免。

能满足不同的团体、金融机构及个人等需要。典型的表现是国债广泛地被用于抵押和保证，在许多交易发生时，国债可以作为无现金交纳的担保，此外还可以国债担保获取贷款等。还本付息由国家做保证，在所有债券中，信用度最高而投资风险最小，固其利率也较其它债券低。

是平衡市场货币量的筹码。中央银行在公开市场上买卖国债进行公开市场业务操作，可以有效地伸缩市场货币量进而实现对宏观需求的调节。

国家债券的发行一般以公募为主。有的国家债券附有息票，持券人可按期领取利息，有的国债没有息票，到期按票面金额一次还本付息。一般在国内以本市市种发行，称政府本币内债，有时也在国外以外币市种发行，称政府外币债券。政府在国外发行的外币债券与国外一般借款一起，共同构成一个国家的外债。

我国历史上第一次发行的国债是在 1898 年发行的“昭信股票”。北洋军阀时期，从 1912 年到 1936 年共发行国债 27 种。在国民党统治时期，从 1927 年到 1936 年共发行国债 45 亿元。抗日战争时期国民党政府共发行国债 90 亿元。我国新民主主义革命过程中，为了弥补财政收入的不足，各根据地人民政府发行过几十种国债。

中华人民共和国成立后，发行国债分为两个时期：50 年代为一个时期，80 年代以后为一个时期。50 年代由国家统一发行的国债共有六次。第一次是 1950 年发行的“人民胜利折实公债”，发行的目的是为了平衡财政收支，制止通货膨胀，稳定市场物价。从 1954 年起，为了筹集经济建设资金，连续 5 年发行“国家经济建设公债”。1968 年本息还清后，一直到 1981 年国家没有发行国内公债。

1981 年以后，我国每年发行国债。其中国库券发行 13 次共计发行 3130 亿元。财政债券从 1987 年起发行 5 次，期限均为 5 年，共发行 333 亿元。1987 年和 1988 年发行重点企业债券 2 次，期限均为 5 年，共发行 80 亿元。1988 年发行一次国家建设债券，期限为 2 年，计划发行 80 亿元。1988 年发行一次基本建设债券，期限为 5 年，发行 80 亿元。1989 年发行一次特种国债，期限为 5 年，发行 50 亿元。1989 年发行一次保值公债，期限为 3 年，共发行 130 亿元。

1988 年我国分两批开展国债流通转让业务试点，从而出现了国债的二级市场。1991 年在全国 400 个城市全面开放国债的二级市场。1991 年国债发行采取承购包销的方式。1993 年国债发行采取一级自营商制度，实行每年付息和净价交易方式。1994 年财政部第一次发行半年期、一年期和二年期国债，实现了国债期限品种的多样化。短期国债的出现促进了货币市场的发展，同时也为中央银行的公开市场操作奠定了基础。

## 四十五、 国债种类有哪些？

国债的种类繁多，其基本的划分方法就是以券面形式为依据，其它分类特征均与此有很大关系。依国债的券面形式可分为三大品种，即无记名式，凭证式和记账式。其中前者已不多见，而后两者则为目前的主要形式。

### 1、无记名式国债

无记名式国债是一种票面上不记载债权人姓名或单位名称的债券，通常以实物券形式出现，又称实物券或国库券。券面上印有中华人民共和国国库券字样，通常面额有 100 元、500 元、1000 元等券种，背面印有中华人民共和国财政部印章，并印有防伪识别符号。我国从建国起，50 年代发行的国债和从 1981 年起发行的国债主要是无记名式国库券。无记名式国库券的一般特点是：不记名、不挂失，可以上市流通。由于不记名、不挂失，其持有的安全性不如凭证式和记账式国库券，但购买手续简便。由于可上市转让，流通性较强。上市转让价格随二级市场的供求状况而定，当市场因素发生变动时，其价格会产生较大波动，因此具有获取较大利润的机会，同时也伴随着一定的风险。一般来说，无记名式国库券更适合金融机构和投资意识较强的购买者。

## 2、凭证式国债

凭证式国债是指国家采取不印刷实物券，而用填制国库券收款凭证的方式发行的国债。我国从 1994 年开始发行凭证式国债。凭证式国债具有类似储蓄、又优于储蓄的特点，通常被称为储蓄式国债，是以储蓄为目的的个人投资者理想的投资方式。

与储蓄相比，凭证式国债的主要特点是安全、方便、收益适中。具体说来是：

- 1) 国债发售网点多，购买和兑取方便、手续简便；
- 2) 可以记名挂失，持有的安全性较好；
- 3) 利率比银行同期存款利率高 1—2 个百分点（但低于无记名式和记账式国债），提前兑取时按持有时间采取累进利率计息；
- 4) 凭证式国债虽不能上市交易，但可提前兑取，变现灵活，地点就近，投资者如遇特殊需要，可以随时到原购买点兑取现金；
- 5) 利息风险小，提前兑取按持有期限长短、取相应档次利率计息，各档次利率均高于或等于银行同期存款利率，没有定期储蓄存款提前支取只能活期计息的风险；
- 6) 没有市场风险，凭证式国债不能上市，提前兑取时的价格（本金和利息）不随市场利率的变动而变动，可以避免市场价格风险。购买凭证式国债不失为一种既安全、又灵活、收益适中的理想的投资方式，是集国债和储蓄的优点于一体的投资品种。凭证式国债可就近到银行各储蓄网点购买。

## 3、记账式国债

记账式国债又称无纸化国债，它是指将投资者持有的国债登记于证券账户中，投资者仅取得收据或对账单以证实其所有权的一种国债。我国从 1994 年推出记账式国债这一品种。记账式国债的券面特点是国债无纸化、投资者购买时并没有得到纸券或凭证，而是在其债券账户上记上一笔。

其一般特点是：

- 1) 以无券形式发行可以防止证券的遗失、被窃与伪造，安全性好；
- 2) 可上市转让，流通性好；

- 3) 期限有长有短, 但更适合短期国债的发行;
- 4) 记账式国债通过交易所电脑网络发行, 从而可降低证券的发行成本;
- 5) 上市后价格随行就市, 有获取较大收益的可能, 但同时也伴随有一定的风险。

可见, 记账式国债具有成本低、收益好、安全性好、流通性强的特点。

无记名式、凭证式和记账式三种国债相比, 各有其特点。在收益性上, 无记名式和记账式国债要略好于凭证式国债, 通常无记名式和记账式国债的票面利率要略高于相同期限的凭证式国债。在安全性上, 凭证式国债略好于无记名式国债和记账式国债, 后两者中记账式又略好些。在流动性上, 记账式国债略好于无记名式国债, 无记名式国债又略好于凭证式国债。

## 四十六、 零息、附息、贴现国债的区别?

相信很多人对债券的“零息”, “附息”和“贴现”的概念比较陌生, 有的人认为“零息”就是没有利息, “贴现”就是国家将债券亏本卖给你, 其实不然。所谓“零息”, “附息”和“贴现”, 主要是针对国债的利息支付方式而言。

1、零息国债是指国债到期时和本金一起一次性付息, 利随本清, 也可称为到期付息债券。付息特点之一是利息一次性支付, 其二是国债到期时支付。我国发行的无记名国债一般属于零息国债。零息国债有确定的票面利率, 利息额根据面值、利率和偿还期限计算, 计算公式是:  $\text{利息} = \text{面额} \times \text{票面利率} \times \text{期限}$

2、附息国债是指票券上附有息票、按每年(或者每半年、每季度)在规定的日子剪息票分期付息的国债。无记名式附息国债附有息票, 凭剪息票每年(半年或季)领息; 记账式无纸化附息国债无息票, 可凭证券账户在分期付息的付息日期内领取利息。附息国债也有规定的票面利率, 每次的利息额(以按年取息为例)等于面值与票面利率的乘积。

$$\text{年利息} = \text{本金} \times \text{利率} \quad \text{到期利息} = \text{年利息} \times \text{期限}$$

需要指出的是, 附息国债每期利息是按年利率的单利计息方法计算, 由于分期所得利息用于再投资能获取再投资收益, 所以附息国债在全部偿还期间从性质上相当于按复利计息的债券, 因此其票面利率与相同期限的零息国债相比要低些。国外大部分中长期债券采取附息债券的形式。附息国债因分期获取的利息收入可存入银行或购买债券等进行再投资, 在国债偿还期限内看相当于复利性质的国债。附息国债满足那些依\*一定的资本定期取得收入的投资者的需求, 丰富了国债市场的品种。1996年推出10年期和7年期的记账附息国债。

3、贴现国债又称贴息发行国债, 是指券面上不含利息或不附有息票、以贴现方式发行的国债。贴现国债发行价格与票面额的差额即为所得利息。贴现国债票面上不规定利率, 其发行价低于票面额, 到期按票面额偿还。不过其利率可根据每百元面值贴现国债的发行价和贴现国债的期限计算出来, 计算公式是:  $\text{利率} = [(\text{面值} - \text{发行价}) \div (\text{发行价} \times \text{期限})] \times 100\%$

从利息支付方式来看，贴现国债以低于面额的价格发行，可以看作是利息预付。因而又可称为利息预付债券。贴现国债一般期限较短，我国 1996 年推出贴现国债品种。根据财政部 1997 年规定，期限在一年以内（不含一年）以贴现方式发行的国债归入贴现国债类别，期限在一年以上以贴现方式发行的国债归入零息国债的类别。

## 四十七、 如何选择投资国债新券的时机？

国债以及允许上市的企业债券等其他债券，可以转让，而且转让价格不变。投资者可以利用这一点，抓住新券发行的时机，把未到期的债券提前卖出，连本带利买入新发行的债券。所得利息比到期才兑付的利息还要多。

从国债转让价格行情观察，只要银行同期利率不调高，发行国债后头一两年的利率一般高于后一两年的利率。提前卖出国债可多得息，利用这个利率差，把未到期的利息提前变成本金，息变本，本又生息，如此循环下去。

但投资过程中应注意两点：一是卖出时间应选择新国债发行时，以便卖出后买进新券，二是提前卖出时，前一段的利率应比后一段高，或者后一段的利率与新发行国库券的利率相同甚至还要低。

## 四十八、 如何填写国债交易委托单？

根据实行净价交易新规则规定，国债交易实行净价申报和净价撮合成交，国债行情报价系统同时显示国债全价、净价及应计利息额，因此，在填写委托单时，您应选择“净价”填写申报。

## 四十九、 国债交易佣金、经手费如何计算？

实行净价交易的国债，其交易佣金、经手费等均以结算金额（结算价×成交量）为基数进行计算。其中的结算价是成交净价和每百元国债应计利息额之和。

## 五十、 何谓国债的全价交易与净价交易？

全价交易是指债券价格中把应计利息包含在债券报价中的债券交易，其中应计利息：

1. 付息式国债指本付息起息日至交割日所含利息金额；
2. 零息式国债指发行起息日至交割日所含利息金额。

净价交易指在现券买卖时，以不含有自然增长应计利息的价格报价并成交的交易方式，即将债券的报价与应计利息分解，价格只反应本金市值的变化，利息按票面利率以天计算，债券持有人享有持有期的利息收入。

关系等式为：净价=全价-应计利息

我国自 1981 年恢复国债的发行以来，绝大部分债券的购买和转让方式是以全价交易方式进行的。深、沪证券交易所上市国债现货交易原来也是全价交易。

根据财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会财库 [2001]12 号文通知，深、沪证券交易所拟于 2002 年适当时机起试行国债净价交易。

## 五十一、 国债交易“成交价”和“结算价”一样吗？

“成交价”和“结算价”不一样。因为实行净价交易后，买卖双方都以国债的净价进行申报，交易后产生的“成交价”以净价表示。但结算价仍是全价，即净价加上应计利息才是实际的结算价。通常投资者的交割单上会分别列明结算价、成交净价及应计利息额。

## 五十二、 如何计算贴现国债的利率？

贴现国债，指国债券面上不附有息票，发行时按规定的折扣率，以低于债券面值的价格发行，到期按面值支付本息的国债。贴现国债的发行价格与其面值的差额即为债券的利息。比如说，你以 70 元的发行价格认购了面值为 100 元的 5 年期的贴息债券，那么，在 5 年到期后，你可兑付到 100 元的现金，其中 30 元的差价即为债券的利息。

贴现国债利率可根据每百元面值贴现国债的发行价和贴现国债的期限计算出来，计算公式是：

$$\text{利率} = [(\text{面值} - \text{发行价}) / (\text{发行价} \times \text{期限})] \times 100\%$$

如投资者以 70 元的发行价格认购了面值为 100 元的 5 年期国债，那么，在 5 年到期后，投资者可兑付到 100 元的现金，其中 30 元的差价即为国债的利息，年息平均为 8.57%，即： $[(100-70) \div (70 \times 5)] \times 100\% = 8.57\%$ 。

## 五十三、 国债有涨跌限制吗？

国债不设涨跌限制。

## 五十四、 怎样开办一个帐户来进行国债买卖？

目前投资者可以通过在深、沪证券交易所各地证券登记机构开设的“证券帐户”或“基金帐户”，进行上市国债的认购、交易和兑付，并指定一个证券商办理委托买卖手续。

开立“证券帐户”或“基金帐户”，可向证券登记结算公司深、沪分公司及其在各地的代理机构及证券商办理。

办理证券帐户手续为：

### （一）办理深圳、上海证券帐户卡

#### 深圳证券帐户卡

投资者：可以通过所在地的证券营业部或证券登记机构办理，需提供本人有效身份证及复印件，委托他人代办的，还需提供代办人身份证及复印件。

法人：持营业执照（及复印件）、法人委托书、法人代表证明书和经办人身份证办理。

证券投资基金、保险公司：开设帐户卡则需到深圳证券交易所直接办理。

开户费用：个人 50 元/每个帐户；机构 500 元/每个帐户。

#### 上海证券帐户卡

投资者：可以到证券中央登记结算公司上海分公司在各地的开户代理机构处，办理有关申请开立证券帐户手续，带齐有效身份证件和复印件。

法人：需提供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以及经办人的有效身份证明及其复印件。

委托他人代办：须提供代办人身份证明及其复印件，和委托人的授权委托书。

开户费用：个人纸卡 40 元，个人磁卡本地 40 元/每个帐户，异地 70 元/每个帐户；机构 400 元/每个帐户。

### （二）证券营业部开户

投资者办理深、沪证券帐户卡后，到证券营业部买卖证券前，需首先在证券营业部开户，开户主要在证券公司营业部营业柜台或指定银行代开户网点，然后才可以买卖证券。

#### 证券营业部开户程序

(1) 个人开户需提供身份证原件及复印件，深、沪证券帐户卡原件及复印件。若是代理人，还需与委托人同时临柜签署《授权委托书》并提供代理人的身份证原件和复印件。

法人机构开户：应提供法人营业执照及复印件；法定代表人证明书；证券帐户卡原件及复印件；法人授权委托书和被授权人身份证原件及复印件；单位预留印鉴。

(2) 填写开户资料并与证券营业部签订《证券买卖委托合同》(或《证券委托交易协议书》)，同时签订有关沪市的《指定交易协议书》。

(3) 证券营业部为投资者开设资金帐户

(4) 需开通证券营业部银证转帐业务功能的投资者，注意查阅证券营业部有关此类业务功能的使用说明。

## 五十五、 深圳买进国债上海可以抛吗？

不能，因为同一只债券两个市场的代码不一样，对于交易所的撮合系统而言，视其为两只不同的证券。

## 五十六、 买卖记账式国债银行与证券营业部有何不同？

央行宣布，我国商业银行可正式开办柜台记账式国债交易，投资人在银行柜台可以随时买卖国债。那么，到银行买卖记账式国债与实行已久的在证券营业部买卖记账式国债有什么不同，作为一个工薪族，你该如何选择呢？

交易形式的创新在准备上两者有相似之处。目前通行已久的在证券营业部买卖记账式国债，大家普遍感到已很成熟。同样，从 2000 年第四季度开始，央行和财政部就开始组织四家国有独资商业银行和中央国债登记结算公司进行记账式国债柜台交易试点的准备工作，包括开发和完善国债柜台交易系统，制定国债柜台交易的管理办法和培训专业人员，以保障个人投资者的合法利益和权益。所以，到银行买卖记账式国债同样可以享受到规范、优质的服务。

交易方式和手段上两者有共同点。与在证券营业部买卖记账式国债相同，投资者在银行买进记账式国债后，也可随时抛出兑现，同样采取净价交易，即实际交割价格是交易价格加上该债券持有期中的利息收入，且买入和卖出价格之间存在差价。在证券营业部买卖记账式国债，可以采取到营业部当面下单委托或通过电话、网上委托方式，而银行也可通过柜台交易或电话银行、网上银行、信用卡交易手段完成记账式国债的交易过程，两者在方便快捷上有异曲同工之妙。

开户手续与费用两者不同。到银行买卖记账式国债，只需缴纳 10 元左右开户费，对投资者以后的频繁交易，各银行将不再收取手续费；而到证券营业部买卖记账式国债则要开设



证券账户，开户费大于 10 元，且今后“跑进跑出”的交易要缴纳一定的手续费，交易成本相对较高。

交易价格的形成和变化情况两者不同。银行记账式国债交易采用的是“做市商”制度，有别于目前证券营业部记账式国债交易通过集合竞价形成当日开盘价格。柜台交易的价格由商业银行根据市场情况制定，每天公告的价格较为固定，通常一天一价；而证券营业部记账式国债行情一天之内变化频繁，风险较大但获利机遇亦大。

网点设置两者不同。由于商业银行网点众多，遍布全国城乡各个角落，从繁华的都市到偏远的乡镇，几乎都有银行的营业网点；而证券营业部大部分分布在大中城市，在东南沿海的地区拥有量较多，在中西部地区或落寞的县乡就显得屈指可数，或者难见其踪影。对于普通老百姓或农村投资者而言，到银行买卖记账式国债就显得方便且不再是可望而不可及。

## 五十七、 上证国债指数及其编制方法

上证国债指数是以上海证券交易所上市的所有固定利率国债为样本，按照国债发行量加权而成。自 2003 年 1 月 2 日起对外发布，基日为 2002 年 12 月 31 日，基点为 100 点，代码为 000012。

上证国债指数是上证指数系列的第一只债券指数，它的推出使我国证券市场股票、债券、基金三位一体的指数体系基本形成。上证国债指数的目的是反映我们债券市场整体变动状况，是我们债券市场价格变动的“指示器”。上证国债指数既为投资者提供了精确的投资尺度，也为金融产品创新夯实了基础。

### 编制方法

#### 一、选样

国债种类：在上海证券交易所上市的国债。

发行量：目前暂不考虑发行量限制。

国债剩余期限：国债的剩余期限在一年以上。

付息方式：固定利率付息和一次还本付息。

#### 二、指数计算

##### （一）基期指数

基期指数为 100 点；采用 100 为初值可以直观的看出指数值的百分比变动，而且国际

上主要指数也是以 100 为初值。

## （二） 计算公式

采用派许加权综合价格指数公式计算。以样本国债的发行量为权数进行加权，计算公式为：

报告期指数=[（报告期成份国债的总市值 + 报告期国债利息及再投资收益）/基期]×基期指数

其中，总市值 =  $\Sigma$ （全价×发行量）

全价=净价+应计利息

报告期国债利息及再投资收益表示将当月样本国债利息收入再投资于债券指数本身所得收益

## 三、指数修正

### （一） 修正公式

采用“除数修正法”修正。

当成份国债的市值出现非交易因素的变动时，采用“除数修正法”修正原固定除数，以保证指数的连续性。修正公式为：

$$\frac{\text{修正前的市值}}{\text{原 除 数}} = \frac{\text{修正后的市值}}{\text{新除数}}$$

其中，修正后的市值 = 修正前的市值 + 新增（减）市值；

由此公式得出新除数（即修正后的除数，又称新基期），并据此计算以后的指数。

### （二） 需要修正的几种情况

1、国债新上市—新上市合格国债自第二个交易日起计入指数。

2、暂停交易 —当某一成份国债暂停交易时，不作调整，用该国债暂停交易的前一交易日收盘价计算指数。

3、发行量变动 —凡有成份国债发生发行量变动，在成份国债的发行量变动日前修正指数。

4、月末最后一个交易日—将当月样本国债利息及再投资收益从指数中去除。

#### 四、指数调整

每月最后一个交易日，将剩余期限不到一年的国债剔除。

### 五十八、 如何看懂“交易所国债到期收益率一览”表？

全价就是包含了利息的（国债的成交价=报价+到当天为止的应付利息），而净价就是你的报价。

开盘全价： 开盘实价加 应计利息

收盘全价： 收盘实价加 应计利息

涨跌值：与上个交易日对比变化值

收盘净价：收盘实价

应计利息：到当天为止的应付利息

收盘收益率：以收盘价计算的到期收益率（年息）。

剩余年限：距离到期日的时间

修正久期和凸性：两个债券流动性和风险的相关指标，计算比较复杂（要用导数和微积分），一般投资者可以不去管它。

### 五十九、 如何看国债投资成本高低？

目前，居民进行国债投资的主要渠道包括三条：1、买卖交易所市场国债；2、购买凭证式国债；3、在银行柜台买卖记账式国债。三种投资渠道各有其特点，个人投资者可以根据自身的情况及风险承受能力进行投资选择。

#### 一、买卖交易所国债

操作方式和流程同股票投资一样。成本：买卖交易所国债，个人投资者需要向证券公司支付交易佣金。每笔佣金起点 5 元，最多不超过成交金额的 0.2%。目前，在券商佣金改革以后，国债的交易佣金维持在 0.098% 至 0.20% 之间。假设投资国债 10000 元，则需支付单向交易佣金 9.8 至 20 元。风险：交易所债券价格受利率上升以及股市波动影响较大。在到期之前卖出债券，如果遇到市场利率上升，将承受价格损失的风险。

#### 二、购买凭证式国债

成本：目前主要是通过银行的储蓄网点发售，投资几乎没成本。但提前支取，银行将收取 0.1% 的手续费。风险：凭证式国债提前兑付收益是提前预知的，无市场风险。

#### 三、买卖银行柜台记账式国债

成本：在银行柜台买卖记账式国债，投资成本包括 10 元的投资账户开户费 and 商业银行

买卖报价的价差。根据有关规定，商业银行的买卖价差不得高于 1%。在买卖记账式国债时，商业银行的买入价格低于商业银行的卖出价格。因此，居民在投资记账式国债时，需要承担价差成本。收益：由于记账式国债的利息是每年支付，利率下调时，投资记账式国债可获得增值收益。风险：银行柜台的记账式国债的价格，随银行间债券市场的价格波动而出现波动。当利率上升时，提前变现债券将可能面临价格损失的风险。

## 六十、 国债可以办理转托管吗？

国债是否可以转托管，根据不同的国债有不同的处理情况，具体情况请咨询开户的证券公司。记账式国债是按证券账户登记的，深市投资者可以办理转托管手续，而实物券是按证券公司席位进行登记的，不设投资者的明细账，因此无法进行转托管，投资者可以根据券商所开立的代保管单，到期后在托管券商处兑付。

## 六十一、 凭证式国债兑取有讲究吗？

凭证式国债可以到期时一次还本付息，也可以提前兑取，办理兑取时只能到原购买点办理，不能通兑。

### （1）到期兑取

投资者持发行期内购买的凭证式国债到期兑取时，可在兑付期内到原购买点办理。凭证式国债没有统一规定的到期日，投资者在发行期内的购买日期（哪月哪日）即为到期日期，从购买日起按债券期限（几年）对月对日计算。投资者可在从到期日起的兑付期内到原购买点办理兑付。故投资者应留意凭证式国债的购买日期。到期时利息按规定利率计算，逾期不加计利息。

投资者持发行期结束后购买的凭证式国债，到期兑取时可在兑付期内到原购买点办理。利息按实际持有天数和相应档次利率计算，利息最长计算到兑付期的最后一日。如果投资者在兑付期内没有办理兑取事宜，可在原购买点问清延期兑付的地点和办法。延期兑取需付少量手续费。

### （2）提前兑取

投资者购买凭证式国债后如需变现，可随时到原购买点全额提前兑取，不能部分提前兑取。提前兑取除偿还本金外，利息按实际持有天数和相应的利率档次分档计息。投资者应清楚各个档次的利率，和掌握提前兑取的利息计算方法。投资者要求提前兑取，可持“凭证式国债收款凭单”和证明本人身份的有效证件办理兑付手续。

凭证式国债到期或提前兑取的手续和银行定期储蓄存款的兑取类似。只是在提前和逾期利息的计算上有较大差别。

## 六十二、 什么是交易所国债回购交易？

所谓国债回购交易，是指资金需求方以所持有的国债现券作为抵押，通过证券交易所向资金供应方借入资金并按期还本付息的融资方式

### 一、国债回购的参与主体

国债回购交易的主体由融资方和融券方两个交易主体构成。

融资方是指放弃一定时间内的国债抵押券，获得相同时间内对应数量的资金使用权，期满后，以购回国债抵押权的方式归还借入的资金，并按照交易时的市场利率支付利息。在交易时做“买入”申报。融券方是指放弃一定时间内的资金使用权，获得相同时间内对应数量的国债抵押权，期满后，以卖出国债抵押权的方式收回借出的资金，并按照成交时的市场利率获取利息收入。在交易时做“卖出”申报。

一笔国债回购交易包括了成交日和到期日的两次交易，并通过“两次清算”的方式将回购的两次交易合并，投资者只需在成交日进行正向交易即可。

### 二、交易所国债回购的申报规定

1. 申报方向：融资方申报“买入”；融券方申报“卖出”；
2. 申报账号：回购交易按席位号进行交易清算，交易申报时可不输入证券账号或基金账号；
3. 报价方法：按回购国债每百元资金应收（付）的年收益率报价。报价时，可以省略百分号（%）；
4. 最小报价变动：0.005 或其整数倍；
5. 申报单位：以“手”为申报交易单位，1 手等于 1000 元面值；
6. 最小交易单位：以面值 10 万元（即 100 手）的标准为最小交易单位；
7. 每笔申报限量：最大不得超过 1 万手。

### 三、交易所国债回购品种

目前上海证券交易所国债回购交易品种共有 9 种：1 天、2 天、3 天、4 天、7 天、14 天、28 天、91 天和 182 天等品种。

### 四、国债回购标准券和抵押券的规定

凡是在交易所挂牌交易的国债现券，均可用作国债回购的抵押券，国债回购一般实行百

分之百足额抵押制度，有效控制风险。并且，为方便投资者，实行了“标准券”抵押制度。所谓标准券，是指交易所对回购交易抵押的国债现券，实行标准化管理，即不分券种，统一按照面值及其折算率进行计算成员单位国债回购结算主席位持有的现券量可作为抵押券，也称为“标准券”。

当前为了维护国债回购参与者的利益，体现市场的公正性，交易所维持百分之百足额券抵押的原则下，又实行了按照季度调整上市国债现券折算成回购标准券比率的做法，折算后记入回购标准券的比率与该券在上一季度的平均值接近，但低于市值。

在回购融资成交后，因托管数量小于融资数量，后者因卖券行为导致库存减少，或者因为记账式国债未经“回购登记”即用作回购抵押，或因国债现券折算后比例下调，等等原因均会造成回购抵押标准券不足。产生这种情况后，交易所登记结算公司依其清算制度，以“卖空”国债现货的规定对融资方进行处罚。

第一，扣留“卖空”部分资金；第二，责令三天之内补充实物券；第三，从卖空发生后的第四个交易日起进行强行平仓，由此引起的损失由券商承担；第四，登记公司视情节轻重予以罚款、通报批评等处罚。

## 六十三、 国债投资凭证式一定优于记账式吗？

一直以来，在投资者的个人资产组合篮子中，国债都占有一定的比重。不仅因为国债的收益率通常比银行的存款收益率高，而且收益所得无需缴纳利息税。更重要的是国债的发行者为国家，安全性上有保障，更符合投资者要

求“保本”的心理。

据银行人士介绍，2005 年凭证式（三期）国债正在热卖中。尽管处于加息周期中，3 月 1 日、5 月 1 日起发行的 2005 年凭证式（一期）国债正式上柜后不久就被抢购一空；不过，与凭证式国债热销形成鲜明对比的是，3 月 11 日、3 月 15 日起正式发售的二期 2005 年记账式国债却没有得到太多关注，人气相对不高。

为什么投资者青睐凭证式国债而冷落记账式国债呢？凭证式一定优于记账式吗？

业内人士介绍，凭证式国债是一种“储蓄性国债”，是政府为筹集国家建设资金而面向社会公众发行的一种中央政府债券，其前身是国库券。凭证式国债使用纸质记账凭证，主要依赖银行和邮政储蓄渠道销售，购买和兑付非常方便。记账式国债是以记账形式记录债权，主要通过证券交易所交易系统发行和交易，可以记名、挂失的一种国债，该种交易方式不需持有债券凭证，电脑记账，无纸化发行，目前也有部分记账式国债通过银行柜台交易。

两者的主要差别是，凭证式国债收益固定并超越同期定期存款利率，且具有高度保障，而记账式国债可能价格上波动比较大，这是造成投资者对两者态度迥然不同的原因。

不过，记账式国债更诱人的地方在于其实际收益率有可能超过其票面利率，正是交易所挂牌交易带来的价格波动带来这种额外收益。据介绍，凭证式国债的发行利率，是财政部参照同期银行存款利率及市场供求关系等因素确定的；记账式国债的发行利率，是由国债承销团成员投标确定的，一般均高于凭证式国债。

例如，有投资者以 10 万元投资于某期记账式国债，假设其购入此国债买入价为每单位 100 元面值，票面利率为 2.93%，8 个月后全部卖出。按照卖出时银行挂牌公布的柜台债券交易价格，买入全价为 103.52 元（100 元为单位），这时投资者将 10 万元卖出，将可以获得 3520 元的收益，折合成年收益率为 5.37%，也就是说，投资者持有该国债 8 个月就可以获得 5.37% 的年收益率。

目前所有的凭证式国债基本都是按照票面利率到期还本付息，并不在中途支付利息。一旦提前兑取，要按兑取本金的 0.1% 支付手续费，并按实际持有时间及相应的分档利率计付利息，投资者将会面临损失部分利息收入的风险。

而且，记账式国债计算的是复利收益，而凭证式国债为单利计息，因此二者的实际收益差别应该更大。

此外，记账式国债流动性较强。记账式国债由于在交易所上市，参与的投资者较多，因而具有很强的流通性。而且只要证券交易所开市，投资者随时可以委托买卖，还可通过电话委托、网上交易等手段进行买卖。凭证式国债在流动性方面相对处于劣势。由于凭证式国债没有二级市场，不能上市流通，因此投资者如需要变现，则需要到原购买网点提前兑现。而且，通常兑取后的国债往往无法再买回，对于同一位投资者而言，出售国债的行为一般只能发生一次。

因此有专家建议，若投资者不打算长期持有某一债券到期兑取本息，则以投资记账式国债为好，可保证在卖出时能顺利脱手。

但要注意的是，由于记账式国债可以像股票一样进行买卖，如果投资者为了赚取国债价格波动所形成的差价，也有可能遭受损失。记账式国债价格随时都在波动，到期前卖出，应保证持有期的应计利息不低于净价交易价格的下跌值，否则，初期的投资本金就发生了亏损。最近，物价上涨过快导致市场对人民币升息的预期增强，加上其他一些利空因素的影响，记账式国债交易使投资者亏损风险大了很多。

不过，记账式国债是国债的一种，有国家信用的保证，其到期还本付息是毋庸置疑的。如果投资者以投资的方式买入，并持有到期，其安全性与在银行购买凭证式国债没有区别。从这一点出发，记账式国债的安全性和凭证式国债是一致的。

可以说，凭证式国债和记账式国债特点各异，投资者可结合自身情况进行取舍。比如老年投资者可考虑购买凭证式国债，因其对于信息化产品不是十分熟悉；而年轻的投资者，对信息化及市场变动敏感的投资者可考虑买入记账式国债。相对于凭证式国债，记账式国债更适合于作为 3 年以内的投资产品，其收益与流动性都好于凭证式国债。

国债：“闲资”的避风港

一般来说，选择投资国债，特别是投资流通性相对较差的凭证式国债，表明投资者已做好了长期投资的思想准备。就这一点而言，投资凭证式国债者大多数为目前有“闲资”的普通个人投资者。

目前社会“闲资”有多少，暂未得到有关方面的精确统计，不过，可根据以下数据一窥端倪：据中国人民银行广州分行近日公布的4月份广东金融运行情况显示，居民储蓄存款的大幅增长。在人民币存款中，居民储蓄存款比上月增加196.92亿元，同比多增39.04亿元，新增存款中定期存款占66.2%，同比高43个百分点。

储蓄存款的大幅增加，国债销售的火爆，在说明普通居民收入大幅增加、社会闲资规模大的同时，还表明普通投资者远离高风险投资工具的投资意向。因此，国债作为“金边债券”，在低收益时代魅力正益日显露。

## 六十四、什么是国债税收规定补充？

1、根据财税[2002]48号文“关于试行国债净价交易后有关国债利息征免企业所得税问题的通知”的精神，纳税人在付息日或买入国债后持有到期时取得的利息收入，免征企业所得税；在付息日或持有国债到期之前交易取得的利息收入，按其成交后交割单列明的应计利息额免征企业所得税。纳税人在申报免税适宜时，应向主管税务机关提供国债净价交易成交后的交割单。

2、根据沪国税所一[2002]203号文“关于2002年度本市内资企业所得税汇算清缴有关问题的通知”的精神：

- 1) 国债利息收入免征企业所得税按财政部实际兑付时确认（收付实现制原则）；
- 2) 免税的国债利息收入不大于企业当年的投资收益总额；
- 3) 免税的国债利息收入应扣除国债交易费用。

根据上述政策，国债利息收入免税应该理解为：国债溢价摊销部分可以减少部分所得税，但减少的额度有一定的上限，即按政策规定免税的国债利息收入不大于企业的投资收益总额。

## 六十五、如果券商倒闭或被接管，个人的国债怎么处理？

从目前交易所的债券托管模式来看，个人债券在证券公司营业部确实存在被挪用的可能。但目前证券公司整体的风险控制强化了（公司层面的挪用例外），一般正回购均属于监控范围。

如果券商倒闭或托管，其帐下的资金证券等会先被用来还散户，然后是机构，一般是从小额开始。不足部分谁托管谁补，即国家会补。但对于一些大户，如果资金来历有问题或手续有问题，可能自己都不会来认领了。



## 六十六、 浮息债可避加息风险吗？

如果央行再次加息，记账式国债价格还会下跌，那现在购买的记账式国债的收益率不是低了吗？

记账式国债的走势确实与利率的变化相关，如果再度加息，记账式国债实际收益率再度提升将不可避免。但从目前情况来看，3 年期和 5 年期凭证式国债遭到了投资者的“疯抢”，表明投资者对目前凭证式国债的收益率是接受的。而对于长期投资的朋友来说，在期限相同、都有国家信用保证的基础上，收益更高的记账式国债明显更具优势。另一方面，目前记账式国债还有短期品种和浮动利率债券，这两类国债都是规避利率变化较佳的品种。也可以供短期投资的朋友选择。

国债的收益主要由哪些部分构成？

记账式国债有面值（100 元）发行和贴现（低于 100 元）发行两种，不管以哪种方式发行的记账式国债，到期之后兑付都是按照面值 100 元进行的。贴现发行国债没有票面利率，其发行价和 100 元的差额就是实际的收益，目前市场贴现发行的国债仅有 010401 券和 010405 券两只；而按照 100 元面值发行的国债，由于规定了票面利率，因此投资者除了每年能够获得固定的收益之外，买入价格与 100 元的差价也是投资收益的一部分。

如何选择记账式国债？

选择记账式国债，最重要的指标只有两个，一个是剩余期限，另一个是实际收益率。目前共有 26 只记账式国债，而剩余期限各不相同，实际收益率也大相径庭，投资者选择记账式国债时，可以先考虑自己资金的投资期限，再选择同期限中实际收益率更高的品种进行投资，这样到期后能够获得的利息相对多一些。

# 企业债专题

## 六十七、 什么是企业债？

企业债券是我国资本市场重要的组成部分之一，本讲将从定义、分类、基本要素和融资特征四个方面对其进行简单的阐述。

### 一、企业债券的定义

企业债券为中华人民共和国国内具有法人资格的企业为筹集生产与建设资金，依照法定

程序发行，约定在一定期限内还本付息的债务凭证。在中国，企业债券泛指各种所有制企业发行的债券。在西方国家，由于只有股份公司才能发行企业债券，企业债券即公司债券，它包括的范围较广，如可转换债券和资产支持证券等。

在我国资本市场也发行了小量的可转换债券，如燕京转债、水运转债、万科转债等。可转换债券是一种被赋予了股票转换权的公司债券，发行公司事先规定债权人可以选择有利时机，按发行时规定的条件将其债券转换成发行公司的等值股票（普通股票）。可转换公司债是一种混合型的债券形式，当投资者不太清楚发行公司的发展潜力及前景时，可先投资于这种债券，待发行公司经营实绩显著、经营前景乐观，其股票行市看涨时，则可将债券转换为股票。可转换债券对于投资者来说，是多了一种投资选择机会，可转换债券价格与股票价格的波动紧密相关。鉴于股民学校网上报告会择机对其做专门介绍，在此不做过多讨论。

## 二、企业债券的基本分类

### 1、按发行主体

企业债券可分为中央企业债券、地方企业债券、国家投资债券、国家投资公司债券、地方投资公司债券、住房建设债券、内部债券等。后 5 种债券品种从 1994 年开始取消，目前也不再进行中央企业债券和地方企业债券品种的划分。

### 2、按付息方式

企业债券可分为零息债券（到期一次还本付息）、付息债券（按年付息，到期一次还本）和贴现债券（利息在发行前扣除）三种。1998 年以前发行的债券基本上都是零息债券，在此以后发行的且期限在 5 年以上的债券基本都是付息债券。

### 3、按利率设置方式

企业债券可分为固定利率债券、浮动利率债券两种。浮动利率债券是以某一经济参考指标为债券的基准利率并加上利差（发行主体通过招标或事先确定），确定出各次付息利率的付息债券。该债券基准利率在债券待偿期内可能不同，具有不确定性和经济周期性。固定利率债券的票面利率固定。

### 4、按期限长短

企业债券可分为长期债券、中期债券、短期债券三种。目前我国发行企业债券最短期限为 1 年，最长期限为 15 年。1 亿元以下的发行金额一般都在 3 年以内，5 亿元以下的企业债券一般都是 3 至 5 年，5 亿元以上大都在 5 年以上。

### 5、按券面形式

企业债券分为无记名实物券、实名制记帐式两种。一般小额的债券基本上都采用无记名实物券形式，大额的债券基本上都采取实名制记帐式形式。

## 三、企业债券的基本要素

企业债券的基本要素一般为：发行金额、期限、票面利率和付息方式。

#### 四、企业债券的融资特点

##### 1、与银行贷款比较

目前债券融资的成本低于间接融资。当前 1 年期银行贷款利率为 5.31%，3 年期银行贷款利率为 5.49%，5 年期以上贷款利率为 5.76%。与之相比，即使加上约一个百分点的发行费用，发债成本通常还要比贷款利率低出不少。以 2002 年 4 月 28 日发行的 10 亿元 10 年期金茂债券为例，金茂债券年利率仅为 4.22%，比同档次银行贷款利率（5 年期以上贷款利率为 5.76%）低 1.54 个百分点，即使加上一个百分点的发行费用，比同档次贷款利率仍低 0.6 个百分点左右。

##### 2、与股票融资比较

企业债券的发行费用一般也低于股票发行，因此企业发行债券所需负担的融资成本是明显要低于股票的。其次，债券具有显著财务杠杆的作用。如果企业纳税付息前的利润率高于利息率，企业通过举债可以增加税后利润，从而使股东收益增加。再次，债券可以防止企业控制权的分散。由于债券的持有者仅享受债券的利息所得，不参与企业的经营管理，因此不会对企业的控制权造成威胁。最后，在发行普通股时，新股东可以分享公司发行新股前所积累的盈余，某种程度上会降低每股的净收益。

## 六十八、 企债上市首日开盘交易深沪有何不同？

沪市企业债券上市首日开盘采用集合竞价方式，然后再进入连续竞价交易；第二天起开盘不再采用集合竞价方式，直接采用连续竞价交易。当日行情显示该债券汉字简称前冠以“N”以示提醒。

深市无上述规定，企业债券采用的竞价方式与深市 A 股相同，上市首日及其后都按照先集合竞价后连续竞价的方式，只是对上市首日及上市后有效竞价范围、有效申报委托做了规定，即：

1、上市首日集合竞价申报价格的有效范围为前收盘价（发行价）上下各 150 元（即 15000 个价格升降单位），进入连续竞价后申报价格的有效范围为最后成交价上下各 15 元（即 1500 个价格升降单位）。

2、上市首日后，每次买卖竞价申报价格的有效范围为最近成交价上下各 5 元（即 500 个价格升降单位）。

深市的上述规定又是沪市所没有的。

## 六十九、 如何买到一级市场企业债

购买企业债券的方法有很多，普通投资者最方便的购买方式就是通过证券营业部。近日发行的几只企业债券都可以通过这种方式购买到。长城证券有限责任公司是当下正在发行的中国华能企业债券的主承销商。

长城证券北京知春路营业部的工作人员告诉记者，券商是按照面值将企业债销售给投资者，同时这种债券的票面利率也要明显高于同期限国债的票面利率，但是在每年付息时，都要被扣除掉 20% 的利息税。

投资者若要购买一级市场企业债券并不难。据了解，以华能企债为例，投资者只需要携带本人身份证和工商银行的存折在证券市场的交易时间——周一至周五，上午 9:30——11:30，下午 1:00——3:00，进行购买。

一级市场企债投资者将可以得到一张凭证，以表明自己的债权身份，长城证券的工作人员表示，企债销售出去之后，所有的债券并不是托管在证券营业部，而是托管于中央国债登记公司。只是每年付息时，由券商将钱款划转至投资人的资金账户中。

企业债券能在交易所上市，对于个人投资者来说，将是件最好的事情，这意味者手中持有的十年，甚至十五年的企债不必持有到期，在自己需要用钱的时候，可以在证券交易所如同卖股票那样轻松卖掉企债。

当然，如果企债在交易所上市，投资者还需要办理一个小手续。

投资者要回到当初销售给自己企债的券商处，提供出自己深圳或是上海的股东账号。如果此前投资者已使用自己的股东账户卡在其他券商那里开设了账户，那么上海账户还要在原券商处撤销指定交易，深圳账户还要转托管。

## 七十、 企业债券上市交易应关注哪些信息？

企业债券上市交易前通常会在指定信息披露的报刊上刊登上市公告、通知，详细刊登企业债券的简介、上市交易规则等内容，投资者应通过详细阅读这些内容确定投资，具体应关注的内容有：

1.企业债券的 简介：包括企业债券的上市总额、期限、年利率、付息方式、付息起始日、还本付息时间，企业债券的信用等级等。

2.企业债券的交易竞价规则：深、沪市上市的企业债券交易竞价规则在证券代码编制、上市首日规定上略有不同，具体包括：上市时间、证券简称、证券代码、交易数量单位规定、上市首日及日后交易竞价规定、托管方式、交易清算等。

## 七十一、 企业债指数编制方法详细介绍

企业债指数（简称企债指数）是上海证券交易所编制的反映中国证券市场企业债整体走势和收益状况的指数。企业债指数以 2002 年 12 月 31 日为基日，基点 100 点，2003 年 6 月 9 日正式发布。

### 一、选样

企业债种类：在沪深证券交易所上市的非股权连接类企业债。

剩余期限：企业债的剩余期限在一年以上。

付息方式：固定利率付息和一次还本付息。

发行量：暂不考虑发行量限制。

信用评级：投资级（BBB）以上。

### 二、指数计算

#### （一）基期指数

以 2002 年 12 月 31 日为基日，基期指数为 100 点。

#### （二） 计算公式

采用派许加权综合价格指数公式计算。以样本企业债的发行量为权数进行加权，计算公式为：

报告期指数 =  $[(\text{报告期成份企业债的总市值} + \text{报告期企业债利息及再投资收益}) / \text{基期}] \times \text{基期指数}$

其中，总市值 =  $\sum (\text{全价} \times \text{发行量})$ ，报告期企业债利息及再投资收益表示将当月样本企业债利息收入再投资于债券指数本身所得收益。

### 三、指数修正

#### （一） 修正公式

采用“除数修正法”修正。

当成份企业债的市值出现非交易因素的变动时，采用“除数修正法”修正原除数，以保证指数的连续性。修正公式为：

$$\frac{\text{修正前的市值}}{\text{原 除 数}} = \frac{\text{修正后的市值}}{\text{新除数}}$$

其中，修正后的市值 = 修正前的市值 + 新增（减）市值；

由此公式得出新除数（即修正后的除数，又称新基期），并据此计算以后的指数。

## （二） 需要修正的几种情况

1、企业债新上市—新上市合格企业债自第二个交易日起计入指数。

2、暂停交易 —当某一成份企业债暂停交易时，不作调整，用该企业债暂停交易的前一交易日收盘价计算指数。

3、发行量变动 —凡有成份企业债发生发行量变动，在成份企业债的发行量变动日前修正指数。

4、月末最后一个交易日—将当月样本企业债利息及再投资收益从指数中去除。

## 四、指数调整

1、每月最后一个交易日，将剩余期限不到一年的企业债剔除。

2、月末最后一个交易日， 加入投资等级满足最低信用评级要求的企业债，剔除不满足最低信用评级要求的企业债。

# 七十二、 个人投资企业债券有无税收优惠？

近期不断有投资者询问中铁债券、中信债券等企业债券利息是否应缴纳个人所得税，为此，记者采访了国家税务总局有关方面负责人。这位负责人明确表示，个人投资企业债券没有税收优惠。

他说，根据我国个人所得税法的有关规定，从 1980 年 9 月 10 日征收个人所得税以来，个人取得企业债券利息收入，一直作为“利息、股息、红利所得”应税项目，按 20% 的比例税率缴纳个人所得税。个人投资者无论是在一级发行市场还是在二级市场购买企业债券，持有到期后取得的利息收入均应缴纳 20% 的个人所得税，税款由兑付利息的机构负责代扣代缴。此外，个人投资者持有的企业债券在债券到期前转让的，根据个人所得税法的有关规定，转让产生的价差收入，应按“财产转让所得”应税项目缴纳 20% 的个人所得税。

这位负责人指出，任何单位和个人都不能以企业债券发行公告中是否告示应缴税而确定

是否需要纳税。广大债券投资者在购买债券时要提前了解所购买债券的类型，同时充分考虑二级市场各种风险，据此计算投资收益并决定是否投资，以免造成个人不必要的经济损失。

## 可转债专题

### 七十三、 什么是可转债？

可转债全称为可转换公司债券。在目前国内市场，就是指在一定条件下可以被转换成公司股票的债券。可转债具有债权和期权的双重属性，其持有人可以选择持有债券到期，获取公司还本付息；也可以选择约定的时间内转换成股票，享受股利分配或资本增值。所以投资界一般戏称，可转债对投资者而言是保证本金的股票。

基本收益：

当可转债失去转换意义，就作为一种低息债券，它依然有固定的利息收入。如果实现转换，投资者则会获得出售普通股的收入或获得股息收入。

最大优点：

可转债具备了股票和债券两者的属性，结合了股票的长期增长潜力和债券所具有的安全和收益固定的优势。此外，可转债比股票还有优先偿还的要求权。

投资风险：

投资者在投资可转债时，要充分注意以下风险：

一、 可转债的投资者要承担股价波动的风险。二、利息损失风险。当股价下跌到转换价格以下时，可转债投资者被迫转为债券投资者。因可转债利率一般低于同等级的普通债券利率，所以会给投资者带来利息损失。第三、提前赎回的风险。许多可转债都规定了发行者可以在发行一段时间之后，以某一价格赎回债券。提前赎回限定了投资者的最高收益率。最后，强制转换了风险。

### 七十四、 可转债债券基础知识

一、可转换债券开户及申购流程

所谓可转换公司债券是指由公司发行的，投资者在一定时期内可选择一定条件转换成公司股票的公司债券，通常称作可转换债券或可转债。这种债券兼具债权和股权双重属性。

可转换公司债是一种混合型的债券形式。对个人投资者而言，可转换债券是一种兼顾收益和风险的理想的投资工具。当投资者不太清楚发行公司的发展潜力及前景时，可先投资于这种债券。待发行公司经营实绩显著，经营前景乐观，其股票行市看涨时，则可将债券转换为股票，以受益于公司的发展。可转换债券对于投资者来说，是多了一种投资选择机会。可转换债券具有债权与股权双重特性，对机构投资者来说，也是极为合适的投资品种。

曾在深、沪证券交易所上市交易的可转换公司债券有 5 只，分别是丝绸转债、南化转债、机场转债、鞍钢转债和茂炼转债。

其中丝绸转债和南化转债先公司股票发行上市，即转债先上市，公司股票后上市；而机场转债、鞍钢转债和茂炼转债则后公司股票发行上市，为上市公司发行可转换债券。因此，这两类公司发行可转换债券方式及投资者申购方式上略有区别。

## 开 户

可转换公司债券申购、上市后的交易均利用深、沪证券交易所股票交易系统进行，投资者申购、交易上市的可转换公司债券只须凭本人深、沪证券帐户即可办理。办理开户与 A 股同。

## 申 购

目前在深、沪证券交易所已发行上市的可转换公司债券的发行方式有两种情况，一是对社会公众发行，采用在交易所上网定价发行的方式，例如丝绸转债（125301）、南化转债（125302）等；另一种是上市公司采用向截止股权登记日登记在册的股东配售与对社会公众发行相结合的发行方式。例如鞍钢转债（125989）、虹桥转债（100009）。

### （一） 上网定价发行

可转换公司债券的发行方式目前主要参照 A 股的上网定价发行办法，即通过证券交易所的证券交易系统上网按面值平价发行。

投资者应当在详细阅读可转换公司债券募集说明书和发行公告的基础上按照发行公告的提示进行申购。

## 申购程序

1. 申购当日（T 日），投资者凭证券帐户卡申请认购可转换公司债券（每个帐户的申购不少于 1000 元面值，超过 1000 元面值的必须是 1000 元的整数倍，每个帐户的认购上限为公开发行总额的 1%）。并由交易所反馈认购情况；

2. T+1 日，由交易所结算公司将申购资金冻结在申购专户中；

3. T+2 日，由主承销商和有从事证券业务资格的会计师事务所对申购资金进行验资，并由会计师事务所出具验资报告；交易所进行申购配号工作。

4. T+3 日，由主承销商负责组织摇号抽签，并于当日公布中签结果；



5.T+4 日，对未中签的申购款予以解冻。

#### 申购规则

1.转债申购单位为“手”，每 10 张为 1 手。每个帐户申购可转换公司债券不少于 1000 元面值，超过 1000 元面值的，必须是 1000 元面值的整数倍，每个帐户认购上限为不超过公开发行的可转换公司债券总额的 1%。

2.每个股票帐户只能申购一次，委托一经办理不得撤单。多次申购的（包括在不同的证券交易网点进行申购），视第一次申购为有效申购。

3.投资者申购可转换公司债券不收取任何手续费。

4.深市可转换公司债券发行申购代码为 125\*\*\*，如鞍钢转债（125898）；沪市可转换债券发行申购代码为 733\*\*\*，如机场发债（733009）。

#### （二）配售与上网定价结合

上市公司发行可转换债券对股权登记日股东（亦即老股东）优先配售的方式，与配股和增发新股一样，是上市公司在融资方式的一种，与配股缴款、增发新股的操作有相类似的地方。此外，还可同时向证券投资基金定向发售和上网定价发行。

例如鞍钢转债采用向鞍钢新轧 A 股股东优先配售、向证券投资基金定向发售和上网定价发行方式。

上市公司发行可转换债券，投资者申购操作应以公司发布公告为准。

本篇以上市公司鞍钢新轧发行的“鞍钢转债”（125898）为例，可转换债券的发行基本程序分三步，如下：

1. 向老股东配售余额
2. 向证券基金配售余额
3. 上网定价发行

注：一些公司并不向证券投资基金配售，而是经向老股东配售后余额直接上网定价向社会公众发行，例如的沪市的机场转债（100009）。

#### 配售流程

- 1.配售权登记日（T 日）：确定可以享有本次可转债配售的股东；
- 2.配售缴款日（T+1 日）：配售缴款期仅为 1 天，一般在股权登记日后的第二个交易日。

## 配售规则

配售对象：配售权登记日登记在册的股东。

配售价格：人民币 100 元

配售单位：认购单位为 1 手（即 10 张，每张面值 100 元）。

配售比例：以截止配售权登记日收市后登记持有的股份数，按每股 A 股股票配售\*元可转债的比例进行配售。

优先配售采取取整的办法，实际配售量以 1000 元为单位，凡按照配售比例计算出配售量不足仟元的部分，视为投资者放弃。（如鞍钢转债）

按每 100 股可认购\*\*张的比例计算，以四舍五入原则取整为 1 手的整数倍。（如机场转债）

社会公众股股东可配售的转债手数计算公式为：

可配售可转债手数=股权登记日收市后持有股数×\*\*/1000（四舍五入取整）

配售申报：每个股票帐户的认购数量不得低于 1 手（10 张），超过 1 手的必须为 1 手（10 张）的整数倍。

缴款时间：配售缴款期仅为 1 天，一般在配售权登记日后的第二个交易日。

缴款地点：具有配售权的社会公众股股东在规定的缴款期间，办理认购缴款手续。

认购办法：投资者认购转债时，可根据自己的意愿决定认购可配售转债的全部或部分，但每个帐户中认购额不得超过规定的限额。

配售名称与代码：

深市： 名称为 “\*\*配债”，代码为 128\*\*\*（如鞍钢配债 128898）

沪市： 名称为 “\*\*配债”，代码为 7\*\*\*\*\*（如机场配债 700009）

## 二、转债交易规则

1. 每个帐户申购可转换公司债券不少于 1000 元面值，超过 1000 元面值的，必须是 1000 元面值的整数倍，每个帐户认购上限为不超过公开发行的可转换公司债券总额的 1%。

2. 可转换公司债券实行 T+1 交易。可转换公司债券实行 T+1 交收，交易清算参照 A 股的现行清算办法办理

3.可转换公司债券以面值 100 元为一报价单位，价格升降单位为 0.01 元。以面值 1000 元为 1 手，以 1 手或其整数倍进行申报，单笔申报最大数量应当低于 1 万手（含 1 万手）。结算单位为张（即 100 元面值）。（例：如：若购买 1 手=10 张=1000 元雅戈尔的初次发行转债，在任何一种委托方式下，键入价格：100 元，数量：10，代码：733177）

4. 可转换公司债券交易的集中开市时间同 A 股。

5. 可转债买卖双方须向所委托的证券商交纳佣金，佣金按成交金额的 1%计取，不足 5 元按 5 元收取。

6. 本部为你提供柜台委托、电话委托、自助终端委托及网上委托服务。

### 三、交易费用

#### （一）深市

投资者应向券商交纳佣金，标准为总成交金额的 2%，佣金不足 5 元的，按 5 元收取。

#### （二）沪市

投资者委托券商买卖可转换公司债券须交纳手续费，上海每笔人民币 1 元，异地每笔 3 元。成交后在办理交割时，投资者应向券商交纳佣金，标准为总成交金额的 2%，佣金不足 5 元的，按 5 元收取。

### 四、可转债的本息兑付程序

1、到期一次性还本付息的可转换公司债券，交易所于转换期结束时自动终止交易后二个交易日内，将交易结束时的债券数据通知发行人，发行人于到期日前将相应本息款划入交易所指定的资金帐户。

2、交易所于到期日后第三个交易日将本息款划入券商清算头寸帐户，各券商于到期日后第五个交易日将本息款划入投资者开设的资金或保证金帐户。

3、设置强制性转股条款的可转换公司债券，每年兑付利息期间，债券交易不停市，付息办法参照 A 股派息程序执行。

## 七十五、可转换公司债券

可转换公司债券是一种被赋予了股票转换权的公司债券。也称可转换债券。发行公司事先规定债权人可以选择有利时机，按发行时规定的条件把其债券转换成发行公司的等值股票（普通股票）。可转换公司债是一种混合型的债券形式。当投资者不太清楚发行公司的发展潜力及前景时，可先投资于这种债券。待发行公司经营业绩显著，经营前景乐观，其股票行情看涨时，则可将债券转换为股票，以受益于公司的发展。可转换债券对于投资者来说，是多了一种投资选择机会。因此，即使可转换债券的收益比一般债券收益低些，但在投资机会

选择的权衡中，这种债券仍然受到投资者的欢迎。可转换公司债券在国外债券市场上颇为盛行。这种公司债券最早出现在英国，目前美国公司也多发行这种公司债。日本于 1938 年“商法”改正后一些公司开始发行这种债券。由于可转换债券具有可转换成股票这一优越条件，因而其发行利率较之普通债券为低。可转换公司债券在发行时预先规定有三个基本转换条件，这三个转换条件是：（1）转换价格或转换比率；（2）转换时发行的股票内容；（3）请求转换期间。可转换债券持有人行使转换权利时，须按这三个基本转换条件进行。

## 七十六、 可转债如何转股？

各转债的转股条件不同，首先要看转股说明书（债券公司的电脑 F10 里有）为了解释你的问题，我们以“招行转债”为例子进行说明：

1) 可转债上市的起止日期：2004 年 11 月 29 日至 2009 年 11 月 10 日；

转股时间为自招行转债发行之日起 6 个月起至可转债到期日止，即 2005 年 5 月 10 日(含当日)至 2009 年 11 月 10 日（含当日）。

初始转股价格为 9.34 元/股。

（上面这段文字来自于电脑 F10 资料）。

假设，2005 年 7 月 5 日上午一开盘，上交所会出现一个品种叫做“招行转股”代码应该是“190036”。你就可以在自己的帐户上进行“买入”“190036”X 手，和现在的市值配售的操作差不多，T+1 日，你的股票就会到帐，而转债就会消失，其中如果涉及到零股，不足一股的做放弃处理。

目前进入转股期的有不少转债，你可以通过拼音找一下，“转股”，来熟悉一下。

我还要说的是：转债的投资者一般不需要转股，因为转股会产生零股损失，转股后股票的交易费用也大大高于转债，如果一个转债的转股价值很高，那么起转债的价格也一定会得到相应的体现。转债投资者最难说的就是“转”，因为如果是赚钱，直接抛转债是一样的，真正要转的时候，一定是很被动了。

## 七十七、 可转债转成股票有哪几种情况？

### 一、自愿转股：

假设某投资者持有丝绸转债 1 手，即 1000 元面值。在该转债限定的转股期限内，此人将其持有的丝绸转债全部申请转股，当时的转股价（R）假定为 5.38 元。交易所交易系统接到这一申请，并核对确认此 1000 元有效后，会自动地将这 1000 元转债（P）进行转股。转股后，该投资者的股东帐户上将减少 1000 元的丝绸转债，增加 S 数量（ $S=P/R$  的取整=1000/5.38 的取整=185），即 185 股吴江丝绸股份公司的股票。而未除尽的零债部分，交易系统自动地以现金的方式予以返还，即该投资者的资金帐户上增加 C 数量（ $C=P-S \times R=1000-185 \times 5.38=4.7$  元），即 4.7 元的现金。

### 二、有条件强制性转股：

如某可转债设有条件，强制性转股条款为：“当本公司正股价连续 30 个交易日高于当时

生效的转股价达到 120% 时，本公司将于 10 个交易日内公告三次，并于第 12 个交易日进行强制性转股，强制转股比例为所持可转债的 35%，强制转股价为当时生效的转股价的 102%。”假设某日因该强制转股条件生效而进行强制转股时，某投资者拥有面值为 1000 元的可转债，而当时生效的转股价为 4.38 元，则该投资者被强制转股所得股票数量为 S， $S=P'/R'$  的取整部分， $P'$  为被进行强制转股的可转债数量=（1000×35%）四舍五入后所得的整数倍=400， $R'$  为强制转股价=4.38×102%≈4.47， $S=400/4.47$  的取整部分=89（股），不够转成一股的零债部分以现金方式返还，返还数量  $C=P'-S\times R'=400-89\times 4.46=3.06$  元。

最终，这次有条件强制转股结束后，该投资者股东帐户上该种可转债和股票的增减数量为：减 400 元面值的可转债，增 89 股相应的股票；现金帐户上增加 3.06 元。

### 三、到期无条件强制性转股：

以丝绸转债为例，该可转债设有到期无条件强制性转股条款，为：“在可转债到期日（即 2003 年 8 月 27 日）前未转换为股票的可转债，将于到期日强制转换为本公司股票，若 2003 年 8 月 27 日并非深圳证券交易所的交易日，则于该日之下一个交易日强制转换为本公司股票。在此之前 10 个交易日，本公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露报刊上刊登公告 3 次提醒可转债持有人。可转债持有人无权要求本公司以现金清偿可转债的本金，但转股时不足一股的剩余可转债，本公司将兑付剩余的票面金额。”

该可转债最后一年利率为 1.80%，假设其到期强制转股价格为 4.08 元，如某投资者在 2003 年 8 月 27 日仍持有丝绸转债 1000 元，则该投资者所持有的 1000 元转债将被全部进行强制转股。其转股所得股数为  $S=1000/4.08$  的取整部分=245，转股后的剩余零债则予以返还本金和最后一年利息，本息计算公式： $C=(1000-245\times 4.08)\times (1+1.80\%)=0.41$ （元）。

这样，该可转债持有人的股东帐户上将没有丝绸转债，而增加吴江丝绸股票 245 股，其现金帐户上将增加 0.41 元现金，该持有人也由债权人完全转为吴江丝绸公司的股东。

## 七十八、 如何选择可转债投资策略？

### 一、可转债具有的独特投资价值

正是由于可转换公司债券具有股票和债券的双重属性，对投资者来说是“有保证本金的股票”。一般而言，在二级市场上，上市公司可转债的价格波动特征表现为：

在强市市场中，转债价格随正股价格同步上扬，例如 2000 年 5 月至 8 月，鞍钢转债(5898) 从 95 元攀升至 145 元，涨幅超过 50%，给投资者带来了丰厚的回报。

在弱市市场中，转债价格在面值附近有一定的刚性，例如 2001 年 8 月，上海机场(600009) 几度跌破 9 元大关，而机场转债（转股比例为 10：1）在 98 元以上即获得较强支撑，可见持有转债能更好地规避市场系统性风险。

### 二、可转债的投资风险

虽然与股票相比，可转换债券风险要小得多，但在 1998 年东南亚金融危机中，亚洲可转换债券的投资者还是蒙受了重大损失，在我国宝安转债也是一个失败的案例。投资者应该对可转换债券的投资风险要有清醒的认识。这些风险包括。

1、股票波动风险。当股价高于转换价格时，可转换债券价格随股价的上涨而上涨，另一方面也会随股价的下跌而下跌，可转换债券的持有者要承担股价波动的风险。

2、利息损失风险。当股价下跌到转换价格以下时，可转换债券持有者被迫转为债券投资者，因为转股会带来更大的损失。因为可转换债券利率一般低于同等级的普通债券利率，所以会给投资者带来利息损失。

3、提前赎回的风险。许多可转换债券都规定发行者可以在发行一段时间之后，以某一价格赎回债券。提前赎回一方面限制了投资者的最高收益率，另一方面也给投资者带来再投资风险。

4、强制转换的风险。债券存续期内的有条件强制转换，同提前赎回一样，限制了投资者的最高收益率，只不过此时收益率一般会高于提前赎回的收益率。而到期的无条件强制转换，将使投资者无权收回本金，只能承担股票下跌的无限风险。

### 三、和投资时机

可转换债券提供了股票和债券最好的属性，结合了股票的长期增长潜力和债券的安全和收入优势，投资者可依据自身情况选择合适的投资策略和投资时机。

上市公司可转债的转换价格确定一般以基础股票的市场价格为参考，在基础股票价格之上有一溢价；溢价越高，转股的可能性越差，投资者承担的风险越大。因此市场处于平衡市时，到一级市场申购可转债未必是最佳的投资策略。事实上，可转债在上市之初即跌破发行价亦是证券市场中的常态，例如鞍钢转债和机场转债在发行上市之后不久都曾跌至 96 元附近，使原始持有者短线被套，但这时也正是理性投资者可以考虑介入的较佳时机。

转债价格跌破发行价大幅贴水为投资者提供了较好的短线投资机会，而基础股票价格与转债价格之间存在套利空间则为套利投资者提供了极佳的投资品种。例如，2000 年 4 月 17 日上市的鞍钢转债（5898），发行价 100 元，转股价为 3.3 元。从走势上看，鞍钢转债开盘 101 元，随后即大幅贴水，最低下探至 4 月 27 日的 95.01 元，至 5 月 24 日收盘价为 99.08 元，同日 0898 鞍钢新轧收于 4.29 元，其转债的理论比价为：

鞍钢新轧当天收盘 4.29 元/转股价 3.3 元  $\times$  100 元 = 130 元，这意味着鞍钢新轧的长线投资者如果抛出股票而买入转债的话，可以有 30% 的套利空间。此时稳健型的长线买家在面值下方介入鞍钢转债，既可分享股市长期走牛之成果，又无在高位追涨深幅被套之虞。

### 四、可转债转换为股票的策略选择

对于投资者，可转换债券提供了多一个投资品种的选择，也多了一条规避风险的渠道：

当股市向好，可转换债券随市上升超出其原有成本价时，持有者可以卖出转债，直接获

取收益；

当股市由弱转强，或发行可转换债券的公司业绩转好，其股票价格预计有较大提高时，投资者可选择将债券按照发行公司规定的转换价格转换为股票，以享受公司较好的业绩分红或公司股票攀升的利益；

当股市低迷，可转换债券和其发行公司的股票价格双双下跌，卖出可转换债券及将转债转换为股票都不合适时，持券者可选择保留转债，作为债券获取到期的固定利息。