

4、资本市场 之债券市场及产品

宋芳秀

内容框架

- 债券工具简介
- 债券市场运行
- 债券的定价



资本市场

- 资本市场的主要工具
 - 权益证券
 - 固定收益证券
 - 衍生证券

资本市场交易

1. 初次发行市场 Primary market for initial sale
2. 交易市场/二级市场 (Secondary Market;
 - 场外市场/柜台交易市场 (Over the Counter, OTC)
 - 交易所交易
 - 例如, 我国的上交所和深交所, NYSE等等

1983年至2009年 美国债券和股票发行数量对比

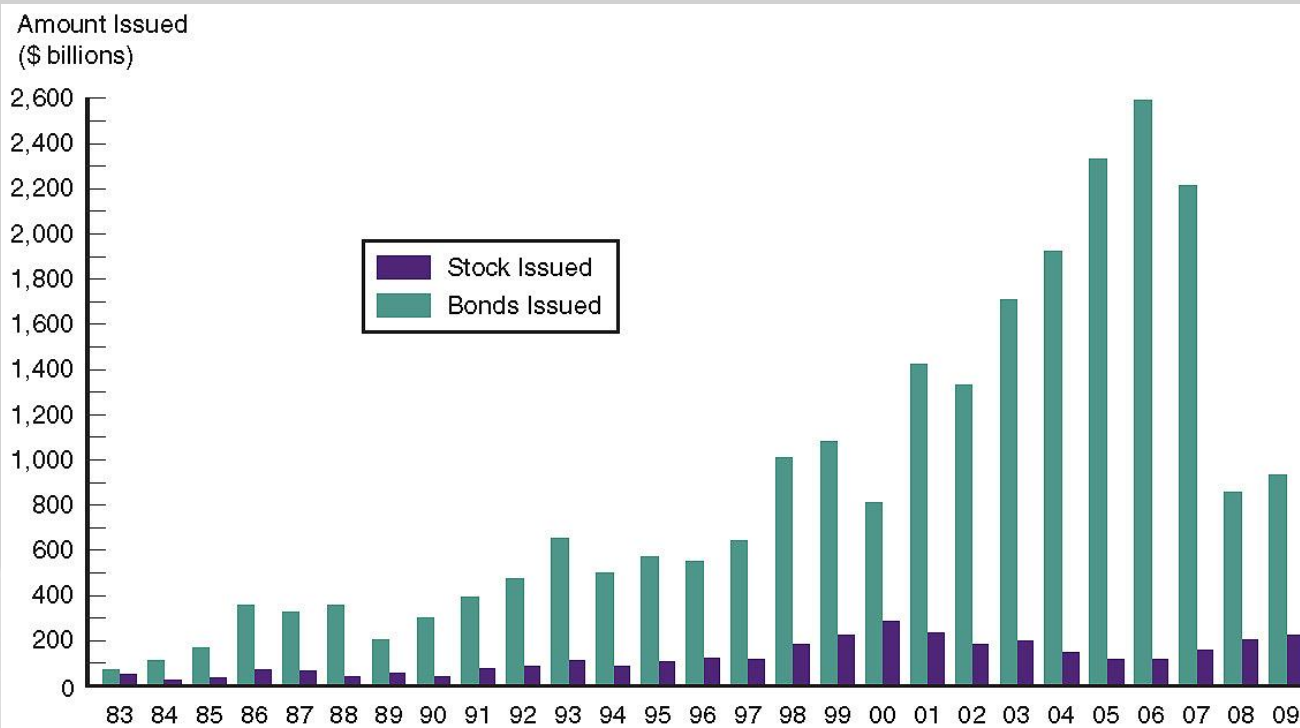


FIGURE 12.6 Bonds and Stocks Issued, 1983–2009

Source: <http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/corpsecure/current.htm> table 1.46 lines 2,8

2021年至2024年 美国债券和股票发行数量对比

New Security Issues, U.S. Corporations 1.46

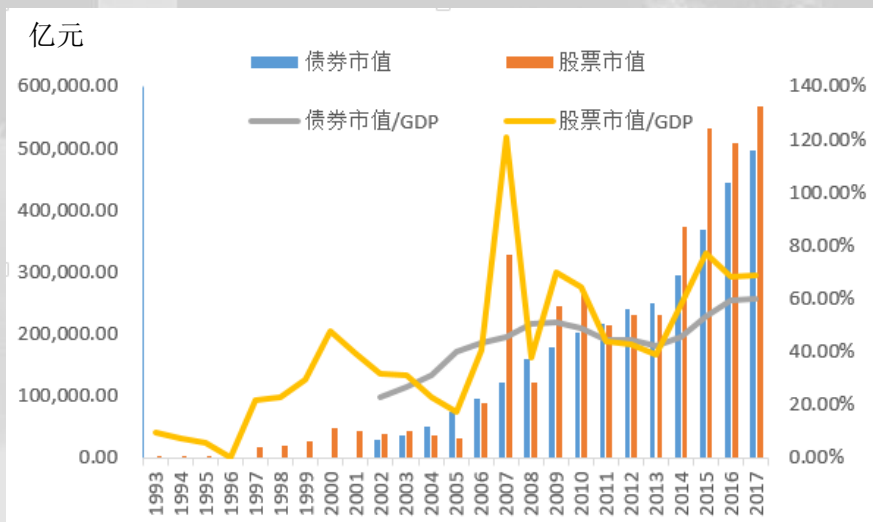
Millions of dollars

	Type of issue or issuer, or use	2021	2022	2023	Jun 2023	Jul 2023	Aug 2023	Sep 2023	Oct 2023	Nov 2023	Dec 2023	Jan 2024
1	All issues, new and refunding ¹	2,220,796	1,465,466	1,435,775	100,017	88,311	109,038	122,757	92,258	143,961	57,701	194,168
2	Bonds ²	2,148,572	1,452,018	1,382,550	94,558	83,350	104,520	116,344	89,623	137,127	55,651	185,901
	By type of offering											
3	Sold in the United States	2,104,718	1,414,387	1,361,602	93,554	82,206	104,088	113,969	89,412	133,326	53,959	184,988
4	Sold abroad	43,854	37,631	20,948	1,004	1,144	432	2,375	210	3,800	1,692	913
	MEMO											
5	Private placements, domestic	86,608	64,347	59,225	5,414	4,232	2,120	1,277	2,868	4,287	4,731	n.a.
	By industry group											
6	Nonfinancial	932,254	551,542	623,897	25,975	24,938	39,933	43,144	29,286	69,297	14,175	69,621
7	Financial	1,216,318	900,476	758,653	68,583	58,412	64,587	73,200	60,337	67,830	41,477	116,280
8	Stocks ³	419,345	71,115	64,068	5,651	5,981	5,107	6,960	2,700	6,985	2,049	8,267

中国债券和股票市值对比

- ▶ 与我国股票市场相比，时间上，债券市场起步更早；规模上，债券市值与股票市值相当，由于股市波动较大，在股市大涨的年份市值超过债券。
- ▶ 在波动上，债券市场与股市方向大多时候相反。可以看到，债券市场的存在对我国的经济发展和金融稳定有着重要意义。

债券市值与股票市值



债券指数与股票指数



债类证券

- 债类证券
 - 债券**bond**是一种金融契约，是政府、金融机构、工商企业等直接向社会筹措资金时，向投资者发行、承诺按一定利率和约定时间支付利息并按约定条件偿还本金的金融工具。
- 由各类主体发行的金融请求权
 - 公司在发债还是权益发行等方式之间进行选择
 - 各类政府机构发行各种债券
 - 国际组织
- 债券中存在着两种关系
 - 一是债权与债务关系
 - 二是融资与投资关系

固定收益证券的债类特征和属性

- 债类工具 debt instrument
 - 按照契约规定的时间发行人/债务人/借款人对债权人/投资人还本付息
- 属性由合同条款 (bond indenture)约定
 - 约定发行人和投资人之间权利义务的法律文书
 - 通常要求借款人债务/资产比例、营运资本等维持一定水平
 - 明确贷款人是否对发行人相关资产拥有优先受偿权
- 已知现金流形态/现金流相对比较稳定
 - 假设债券不发生借款人违约，并且没有提前赎回权利
 - 投资人持有到期



债券的特征



债类证券的基本要素构成

- 发行人
 - 发行人构成、数量与债券供给数量和结构
- 期限/到期期限
 - 到期期限构成与债券的供给数量与结构
- 本金（面值）
- 票面利率
 - 票面利率构成与债券的供给数量与结构
- 其它衍生要素



债券基本概念—基本要素信息

债券信息主要包含基本资料，付息计划，行权信息，评级信息。

交易市场

债券代码

起息日

到期日

发行价格

发行总额

发行人

发行人评级

债项评级

债券类型

是否可赎回

是否可回售

计息方式

付息频率

利率类型

票面利率

营业日准则

计息基础

利息分配方式

推算方法

首次付息日

基准利率

调整系数

利差

固定收益证券类型：贴现债券 (*Pure discount bond*)

- 定义

➤ 贴现债券，又称零息票债券 (*zero-coupon bond*)，是一种以低于面值的贴现方式发行，不支付利息，到期按债券面值偿还的债券。

- 贴现债券的内在价值公式

$$V = \frac{A}{(1+y)^T} \quad (1)$$

其中， V 代表内在价值， A 代表面值， y 是该债券的预期收益率， T 是债券到期时间。

固定收益证券类型：付息债券 (*Level-coupon bond*)

- 定义

➤ 付息债券，或称固定利息债券，按照票面金额计算利息，票面上可附有作为定期支付利息凭证的息票，也可不附息票。最普遍的债券形式

- 付息债券的内在价值公式

$$V = \frac{c}{(1+y)} + \frac{c}{(1+y)^2} + \frac{c}{(1+y)^3} + \cdots + \frac{c}{(1+y)^T} + \frac{A}{(1+y)^T} \quad (2)$$

其中， c 是债券每期支付的利息。

固定收益证券类型：永续债 (*Consols*)

- 定义
 - 永续债是一种没有到期日的特殊的定息债券。最典型的永续公债是英格兰银行在18世纪发行的英国永续债 (*English Consols*)，英格兰银行保证对该公债的投资者永久期地支付固定的利息。
 - 永续债的内在价值公式

$$V = \frac{c}{(1+y)} + \frac{c}{(1+y)^2} + \frac{c}{(1+y)^3} + \cdots = \frac{c}{y} \quad (3)$$

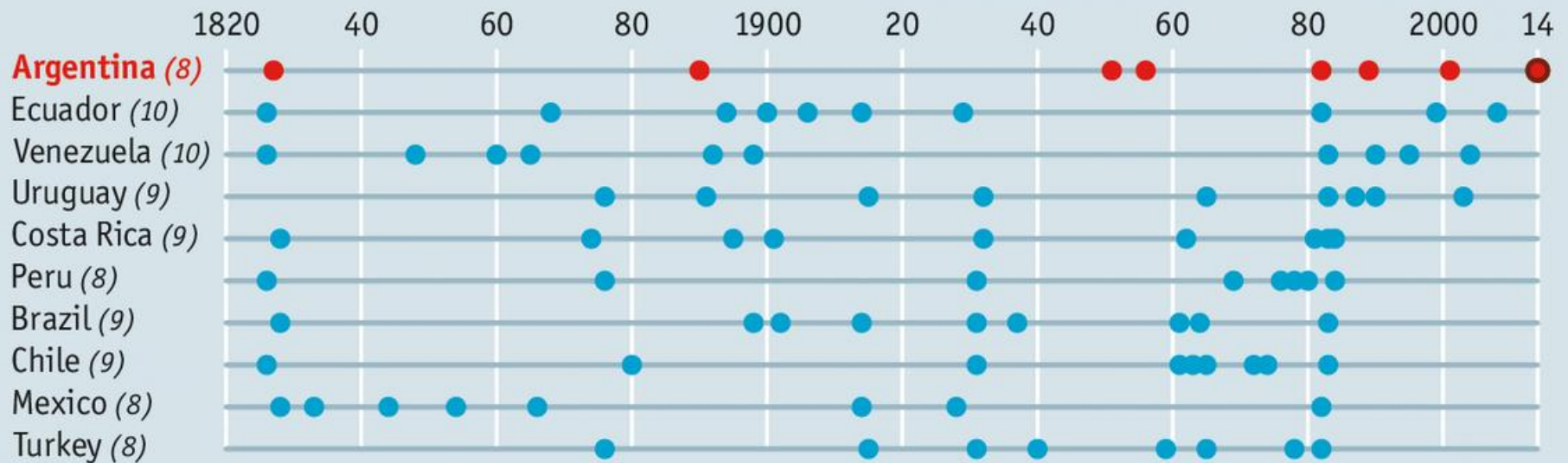
固定收益证券种类 – 发行人

- 发行人类型
 - 政府
 - 中央政府
 - 国库券 (bill)
 - 中期国债 (note)
 - 长期国债 (bond)
 - 地方：市政债券
 - 金融机构
 - 金融债券
 - 公司企业
 - 国内
 - 国际：外国债券、欧洲/离岸债券、全球债券（两国以上市场同时发行）

主权债券违约情况

Something of a reputation

Sovereign defaults, top ten countries (*no. of defaults*)



Sources: Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff; Moody's

固定收益证券特征 – 期限/到期期限

- 期限/到期期限 Term to maturity
 - 短期 – 1 年
 - 中期 – 1-10年
 - 长期 – 10 年以上
 - 可展期证券
 - 债券合同条款中可以允许发行人或投资人改变债券的到期期限
 - 永久性债券
 - consol, 英国
 - 2013年10月, 中国版”永续债 - “13 武汉地铁可续期债”发行
- 到期日 Maturity date
 - 固定收益证券归还本金的日期

阿根廷百年债

- 募资金：27.5亿美元
- 年息：7.125%
- 发行价格：90
- 年有效收益率：7.9%
- 收回成本时间（假设没有违约发生）：12年
- 到期日：2117年6月28日

固定收益证券特征 - 票面利率 coupon rate

- 债券发行者承诺的向投资人支付的利息占票面金额/本金的比率
 - 名义年利率nominal annual rate
- 利息/息票**Coupon** – 债券所有人在债券期间每年获得的利息支付
- 息票的货币数量 = 本金/票面金额 \times 票面利率
 - 半年付息债券：利息=本金 \times 票面利率/2
 - 季度付息债券？
- 影响债券价格波动的因素之一



固定收益证券特征 - 票面利率 coupon rate

影响债券票面利率的客观因素：

- ①市场利率水平。如果市场利率水平较高，则债券的利率也要相应提高，反之，则可以相应降低。
- ②债券发行主体的信用程度。一般来说，信用程度越高，利率就可以定得越低，而信用程度越低，利率就要定得越高。
- ③债券的期限长短。一般来说，期限长的债券，因为流动性差，利率就定得高一点，而期限短的债券，因为流动性好，利率可以定得低一点。

固定收益证券特征 - 票面利率

- Step-up note
 - 票面利率经过一段时间后增加。比如前2年5%，后3年 6%。
 - 单一 step-up note
 - 多级 step-up note
- 延期支付利息的债券
 - 在延期支付利息的时间里，没有利息支付。在一个事先规定的时间点一次性支付，以后定期支付。

瑞士负利率国债

- 时间： 2015年1月，瑞士政府首次发行了负利率债券。
- 债券类型： 瑞士政府短期债券（瑞士法郎计价）。
- 利率： 2015年瑞士政府发行的2年期债券，当时的收益率为-0.25%，意味着投资者在购买时会支付高于债券面值的价格，未来偿还的本金金额低于他们支付的初始金额。
- 思考：为什么买负利率国债？



固定收益证券特征 - 浮动利率

- 利息率 = 参考利率 + 贴水
- 参考利率
 - 1-month SOFR, 3-month SHIBOR, 1-year 国债到期收益率, 等等.
- 杠杆化的浮动利率债券
 - 利息率 = $b \times \text{参考利率} + \text{贴水}$

专栏：息票债券的全价与净价

- 全价(dirty price)：简单，全价是买方支付的总价！
- 净价(clean price) = 全价 - 应计利息(Accrued Interest)

$$a = 100 \times c / 2 \times n_3 / n_2$$

- n_3 是上一个付息日至交割日的天数

专栏：息票债券的全价与净价

付息日的全价与净价

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{100 \times c / 2}{(1 + y / 2)^t} + \frac{100}{(1 + y / 2)^n}$$

- $P = \text{全价} = \text{净价}$

专栏：息票债券的全价与净价

非付息日的全价与净价

- 如果交割日不是付息日，那么卖方得不到利息，因此必须调整价格
 - Treasury Notes and Treasury Bonds 执行实际/实际的规则
 - 公司债券、市政债券执行30/360的规则
 - Treasury bills 执行 实际/360的规则

专栏：息票债券的全价与净价

非付息日的全价与净价

$$P = \frac{1}{(1 + y/2)^{\frac{n_1}{n_2}}} \left(\sum_{t=0}^n \frac{100 \times c/2}{(1 + y/2)^t} + \frac{100}{(1 + y/2)^n} \right)$$

- P = 全价
- n_1 为交割日至下下一个付息日的天数
- n_2 为上一个付息日至下一个付息日的天数

专栏：息票债券的全价与净价 例

- US treasury note, 票面利率8.625%，到期日8/15/2023，交割日 9/8/2022，计算在到期收益率为3.21%时的全价与净价。

$$P_{full} = \frac{1}{(1 + 3.21\% / 2)^{\frac{160}{184}}} \left(\sum_{t=0}^1 \frac{100 \times 0.08625 / 2}{(1 + 3.21\% / 2)^t} + \frac{100}{(1 + 3.21\% / 2)^1} \right)$$
$$= 105.56$$



专栏：息票债券的全价与净价 例

$$\begin{aligned}a &= 100 \times c / 2 \times n_3 / n_2 \\&= 100 \times 0.08625 / 2 \times 24 / 184 \\&= 0.563\end{aligned}$$

- 净价=全价 - 应计利息
- $= 105.506 - 0.563 = 104.943$

固定收入证券特征：面值

- 平价交易
 - coupon rate = yield
- 折价交易
 - coupon < yield
- 溢价交易
 - coupon > yield

债券基本种类 – 债券市场发展的深度与广度

- 付息债券
- 零息债券
- 浮动利率债券
- 可赎回债券
- 可反售债券
- 可转换债券
-



按发行人划分：国债 Treasury Notes and Bonds

- 国家政府发行债券进行融资,主要用于弥补国家财政赤字以及国家重点项目的建设。
- 国债发行的增加或减少,可以起到财政的扩张和收缩作用。

TABLE 12.1 Treasury Securities

Type	Maturity
Treasury bill	Less than 1 year
Treasury note	1 to 10 years
Treasury bond	10 to 30 years

政府一般能够通过印钞支付债券, 所以没有
违约风险

所以利率通常比较低
无风险利率/基准利率
存在通货膨胀风险

国债的分类

- 根据资金用途有赤字国债、建设国债、特种国债、战争国债等种类。
 - 赤字国债是政府为弥补国家财政赤字而发行的国债。财政赤字产生以后，可以采用向中央银行透支、动用历年财政结余、增加税收以及发行国债等方法进行弥补。发行国债是政府弥补财政赤字的最通行的方法。
 - 建设国债主要是政府为了筹措资金用于全国性的重大公共事业的建设，以完善和充实社会资本。
 - 特种国债一般是指政府为了实施某种特殊政策而发行的国债。
 - 战争国债是在战争时期政府为了筹措军费而发行的国债，是一种用途非常明确的国债。



美国历史上的中期国债利率和通货膨胀率

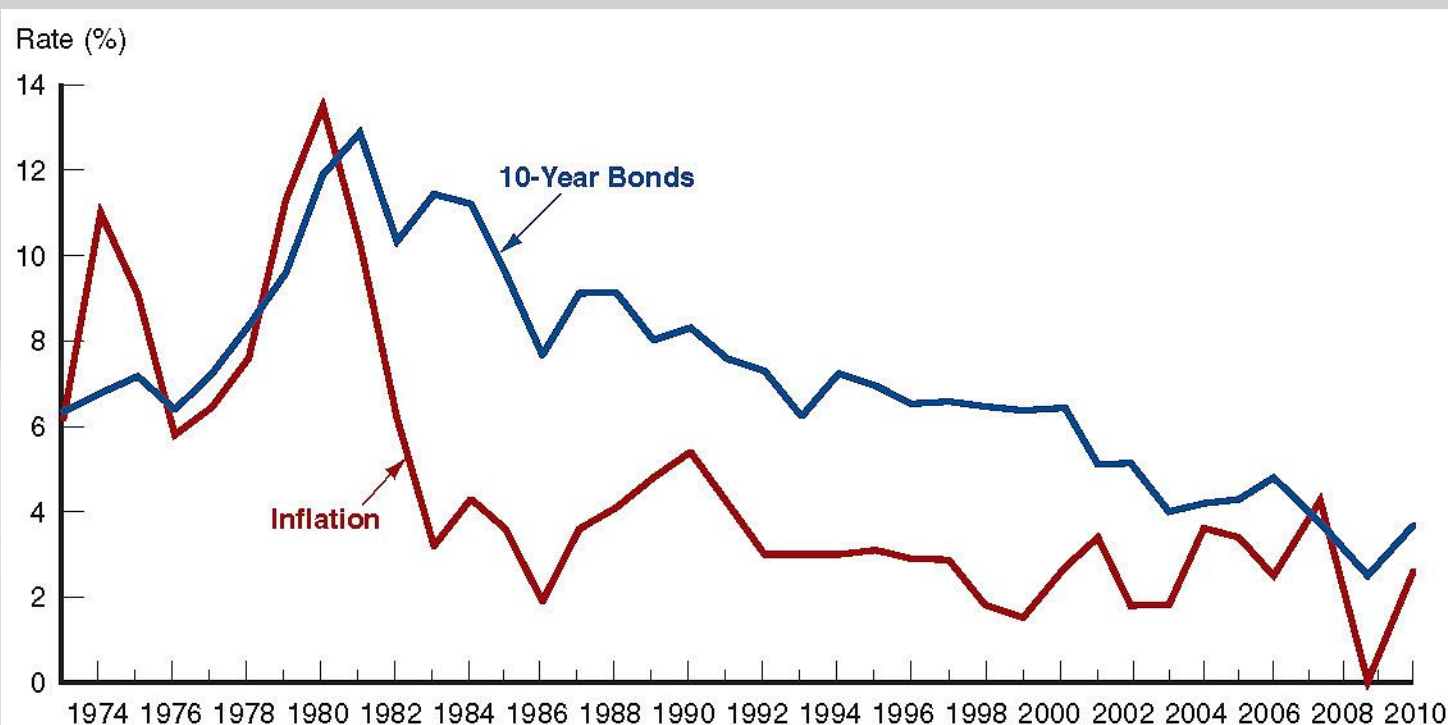


FIGURE 12.2 Interest Rate on Treasury Bonds and the Inflation Rate, 1973–2010 (January of each year)

Sources: <http://www.federalreserve.gov/releases> and <ftp://ftp.bls.gov/pub/special.requests/cpi/cpiiai.txt>



美国历史上的国库券和长期国债利率对比

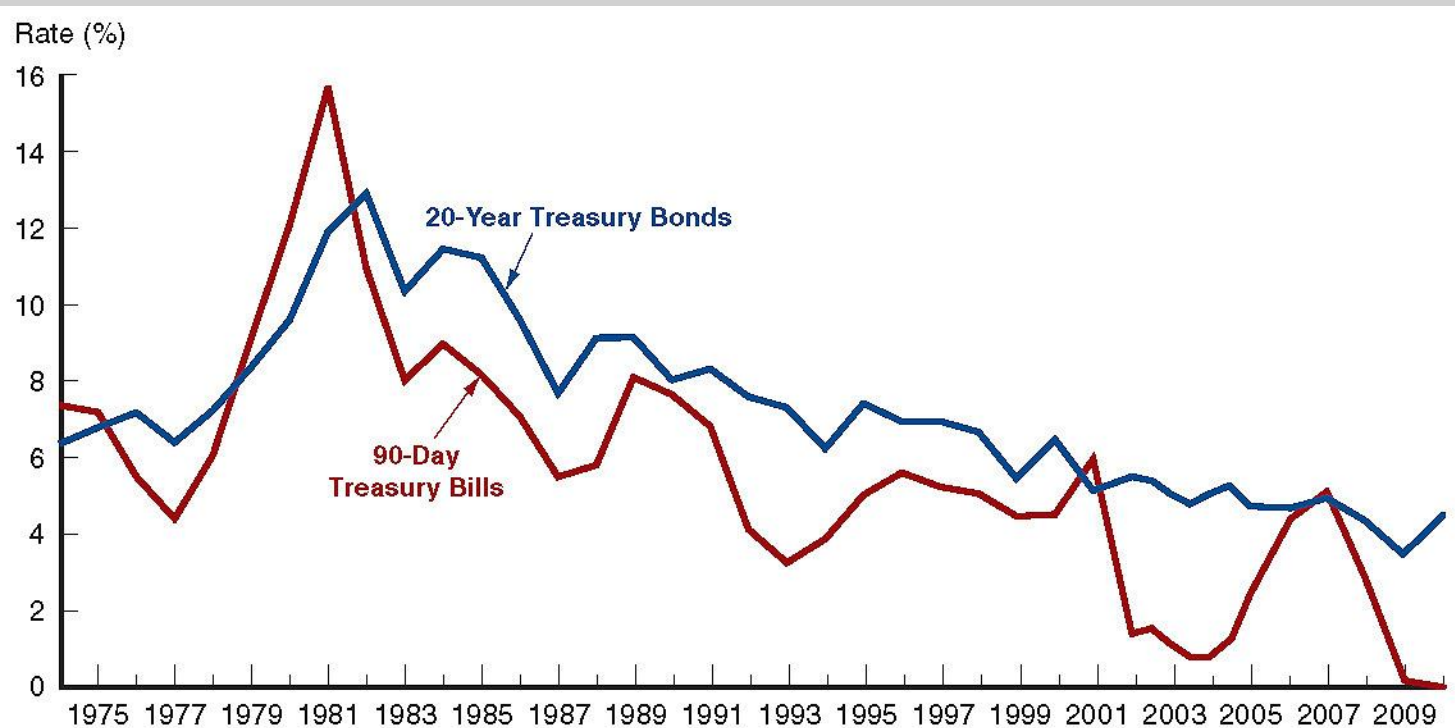


FIGURE 12.3 Interest Rate on Treasury Bills and Treasury Bonds, 1974–2010
(January of each year)

Source: <http://www.federalreserve.gov/releases>

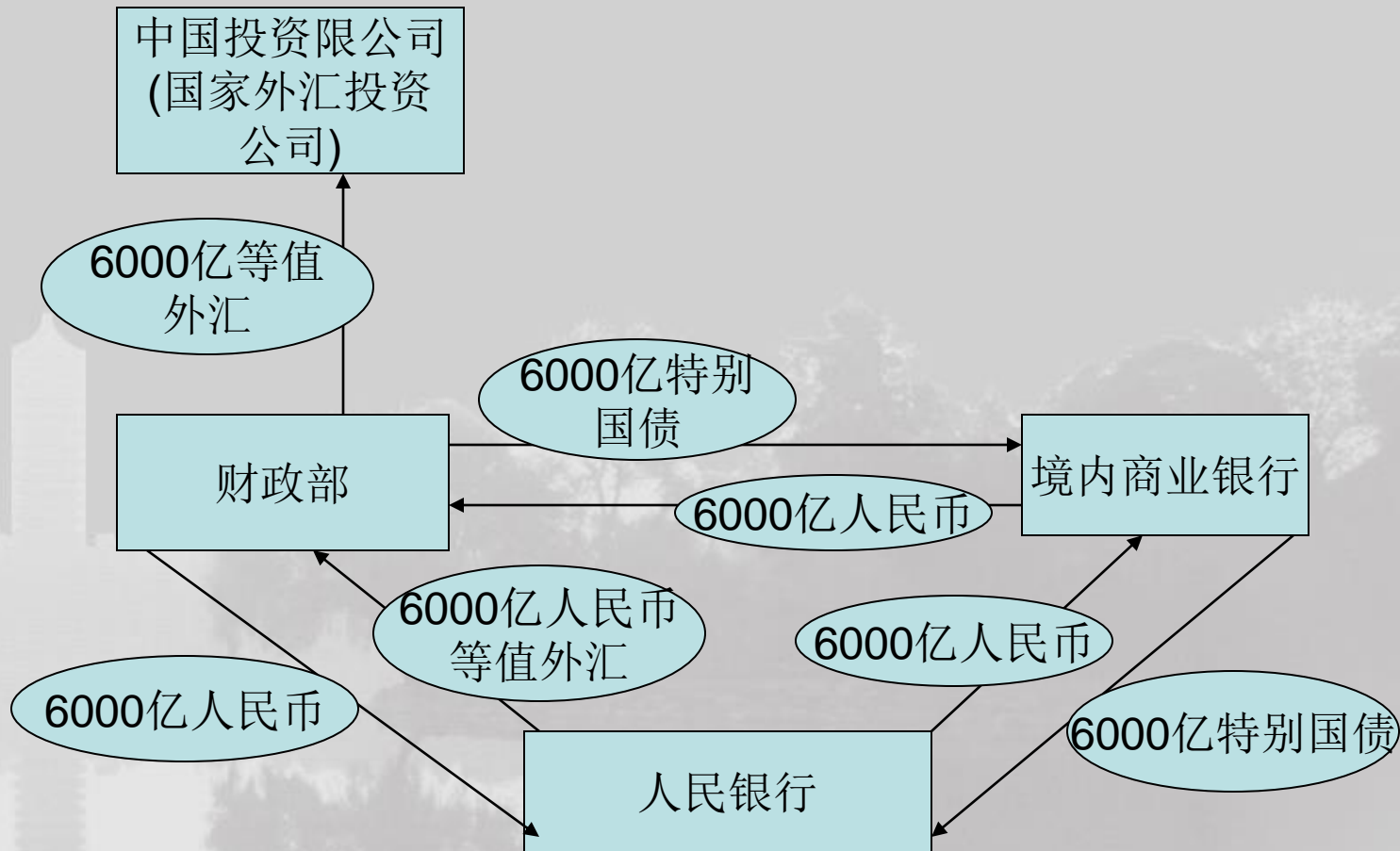
美国国债创新

- 通货膨胀指数国债 Treasury Inflation-Indexed Securities
 - 国债本金部分和当前通货膨胀率关联，以保护国债投资人资金购买力
- 本息分离国债 Treasury STRIPS
 - 国债的本金和利息都相互独立，以零息债券形式进行交易

中国特种国债的案例——主权基金特别国债

- 主权基金特别国债是指我国政府通过发行特别国债来置换外汇，用于建立进行境外投资的主权基金。
- 第一批6000亿元特别国债置换外汇的过程，在07年8月29日完成，根据计划将要置换总额为2000亿美元，因此最终需要发行1万5000亿人民币的特别国债。该特别国债期限10年，票面利率4.3%。
- 财政部用特别国债置换外汇的过程以及其募集资金的用途如下页图：

财政部用特别国债置换外汇的过程以及其募集资金用途的示意图



问 题

1. 为什么要用这样迂回曲折的方式进行置换，而不是由财政部和央行直接进行置换？
2. 进行置换的政策目的是什么？

按发行人划分：机构债 Agency Debt

- 虽然理论上并不是国债，但是机构债是政府支持主体发行的government-sponsored entities
 - 例如，GNMA, FNMA, and FHLMC
- 存在政府隐性担保
 - 2008年美国政府救助就是隐性担保的典型例子

按发行人划分：市政债券 Municipal Bonds

- 各级地方政府发行债券融资
- 用于筹措具有公共利益的项目资金
- 免税的市政债券利率
 - 免税的市政债券利率 = 应税利率 \times (1 - 边际税率)

市政债券举例

- 假设公司债票面利率 9%，市政债券票面利率 6.75%，应该投资哪个债券？
- 结论：解出均衡的边际税率
$$6.75\% = 9\% \times (1 - \text{MTR}), \text{ or } \text{MTR} = 25\%$$
- 如果你的边际税率高于25%，则应该购买市政债券，提供更高的税后现金流

市政债券举例

- 反过来，假设你的边际税率是28%
- 解出等值的免税税率equivalent tax-free rate

$$\text{ETFR} = 9\% \times (1 - \text{MTR}) = 9\% \times (1 - 0.28)$$

$$\text{ETFR} = 6.48\%$$

- 如果市政债券利率超过6.48%,则选择投资市政债券

美国市政债券

- 两种类型
 - 一般责任债券 General obligation bonds
 - 收益债券 Revenue bonds
- 存在违约风险
 - 例如，1984年，美国加州橘郡政府破产
Orange County California
 - 1990年，市政债券市场违约达到14亿美元
 - 我国的市政债券？

按发行人划分：公司债 Corporate Bonds

- 美国典型的公司债面值1000美元
 - 也有面值5000美元或者1万美元
- 一年支付两次票面利息
 - Pay interest semi-annually
- 除非设置专门赎回条款/买入期权call option，否则发行人不可以随时赎回
- 即使是发行人相同，每只债券的风险程度都不同
 - 从而与风险相对应的市场要求回报率也不同



美国公司债形式举例

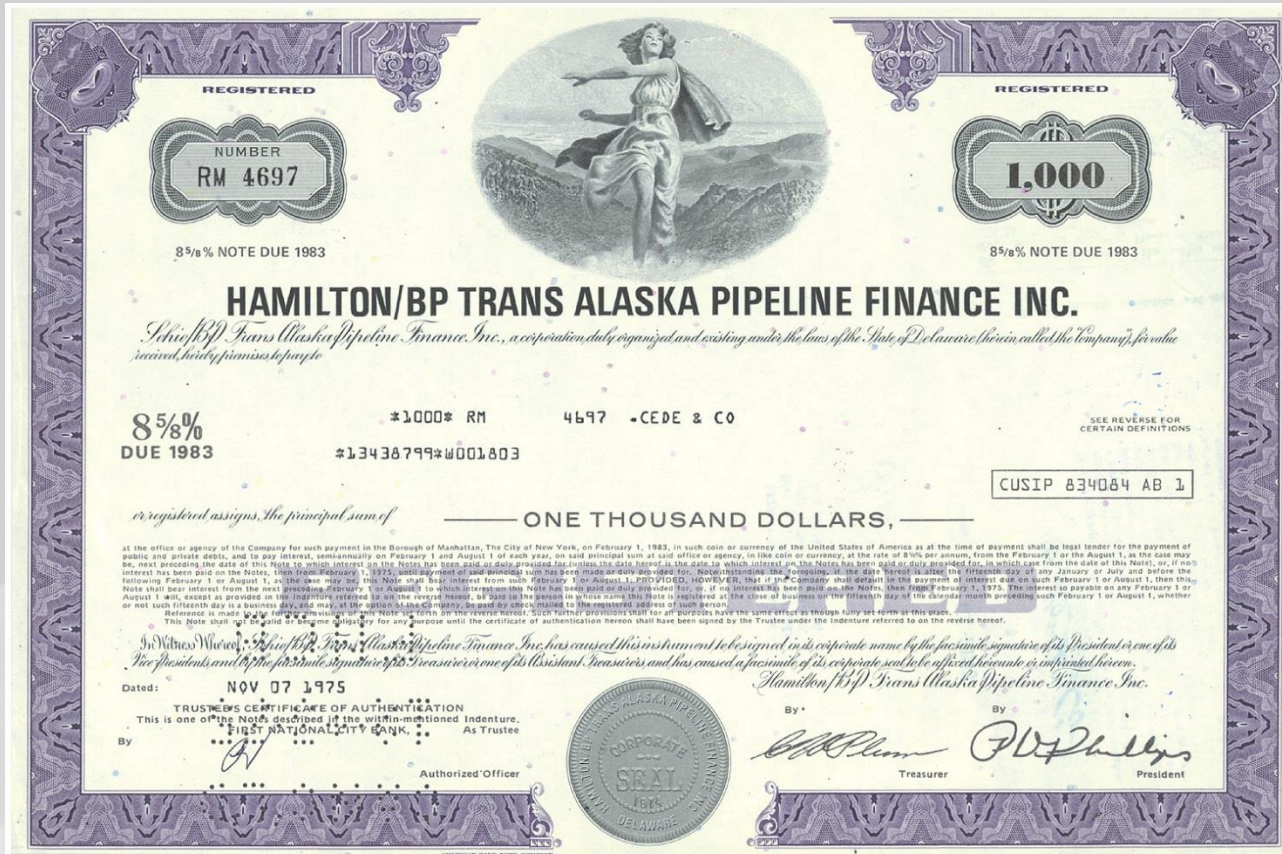


FIGURE 12.1 Hamilton/BP Corporate Bond



美国公司债券利率

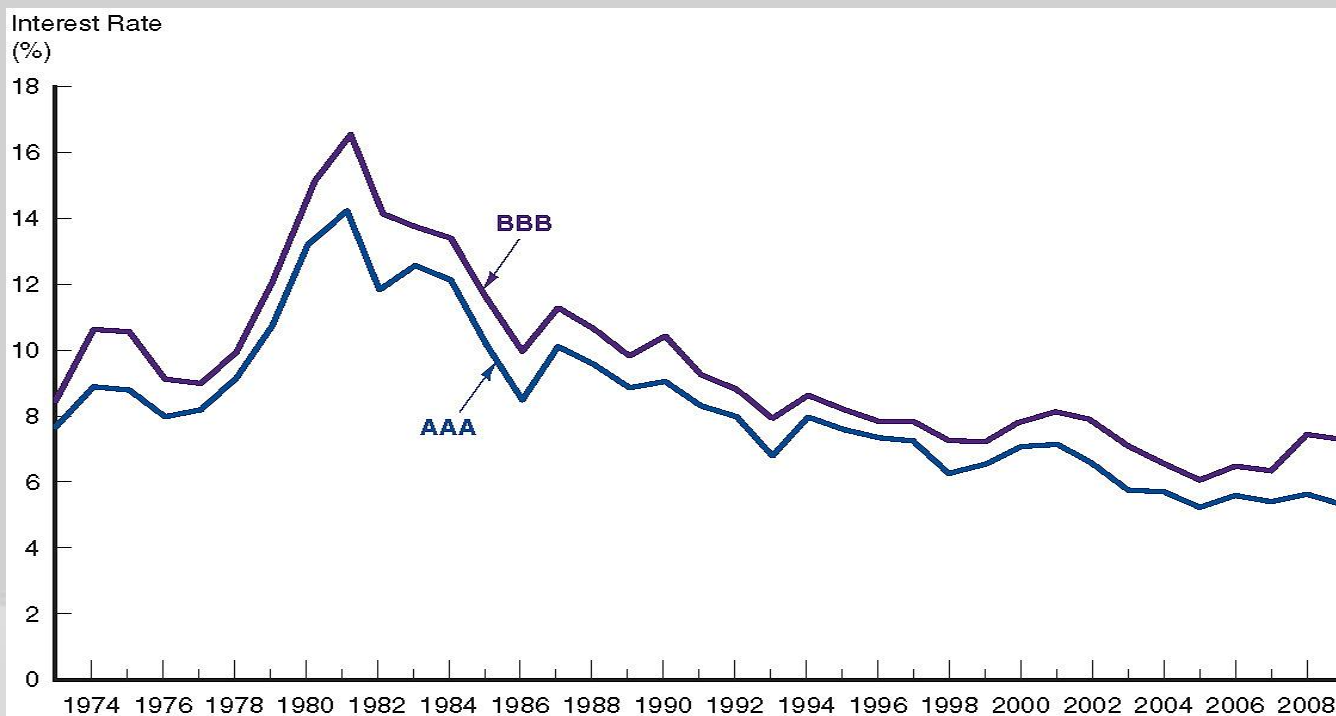


FIGURE 12.5 Corporate Bond Interest Rates, 1973–2009 (End of year)

- 风险暴露从低风险(AAA) ， 到高风险(BBB)
 - BBB以下的债券评级都属于非投资级别债券

公司债券特性

- 注册债券Registered Bonds
 - 取代了持票人债券“bearer” bonds
 - 美国国税局IRS能够跟踪利息收入
- 限制性条款
 - 保护债券投资人利益，限制分红，发行新债，限制资产负债率等
 - 限制越多，票面利率越低

公司债券特性

- 赎回条款 **Call Provisions**
 - 需要提供更高的回报率
 - 偿债基金条款 **sinking fund provision**
 - 保护股东利益
- 可转换债券 **Conversion**
 - 可转债，特定情况下债券可以转换成股票
 - 债券+股票期权
 - 发行价格一般高于不可转换债券，票面利率低
 - 一般更受限制

公司债券特性

- 有担保债券Secured Bonds
 - 住房抵押贷款债券Mortgage bonds
 - 设备信托凭证Equipment trust certificates
- 无担保债券/信用债券Unsecured Bonds
 - 信用债Debentures
 - 次级债Subordinated debentures
 - 可变利率债券Variable-rate bonds

公司债券特性

- 垃圾债券Junk Bonds
 - 债券评级BBB以下
 - 通常不允许信托公司和保险公司投资垃圾债券
 - 1980年代中期，Michael Milken推动了垃圾债券市场的发展
 - 曾被指控内幕交易罪入狱

债券的财务保证Financial Guarantees

- 债券发行人可以购买财务保证以降低债券违约风险
 - 财务担保一般由大型保险公司提供债券本金和利息的及时偿付
- 信用违约互换credit default swap (CDS)
 - 针对债券违约风险的一种保险
 - 1995年，JPMorgan创造
 - 2000年，美国国会取消了对CDS的监管
 - 2008年，CDS市场规模超过了62万亿美元
 - 当时全世界GDP大约50万亿美元
 - 2008年，住房抵押贷款违约导致CDS保险巨额偿付

中国债券分类

按债券性质划分

- 根据债券性质的单纯还是复合，分为一般债券和类固收产品。除了基本的债券，目前市场上存在一些具有（或包含）固定收益性质的产品，比如资产支持证券的优先级、可转债、分级基金的 A 类等，这些产品规模不大但发展不错，市场关注度较大，由于具有一定债券性质，因此在债券研究中也会涉及。所以，根据产品性质是一般的债券还是具有复合性质的类固收产品，进行第一层划分。

按主体信用划分

- 根据发行主体信用程度，一般债券又分为利率债和信用债。在一般债券中，根据发行主体、担保情况、付息方式、募集方式、债券形态等不同，债券的种类可以有多种划分方式，发行主体的不同对于债券的性质影响较大，为便于归类分析债券情况，这里主要采用发行主体分类。根据发行人的信用情况，发行人可以分两大类，对应的债券可以分为两大类。一类是利率债，发行人为国家或信用等级与国家相当的机构，因而债券信用风险极低，收益率中枢变动主要受到利率变动影响（流动性、税收、久期等因素也有影响，但不是划分利率债和信用债的基础），因此称为利率债；另一类是信用债，即发行人没有国家信用背书，发行人信用情况是影响债券收益率的重要因素。
- 具体地，利率债包括国债、地方政府债、央票、政策银行债等，信用债则包含企业债、公司债、短融、中票等。

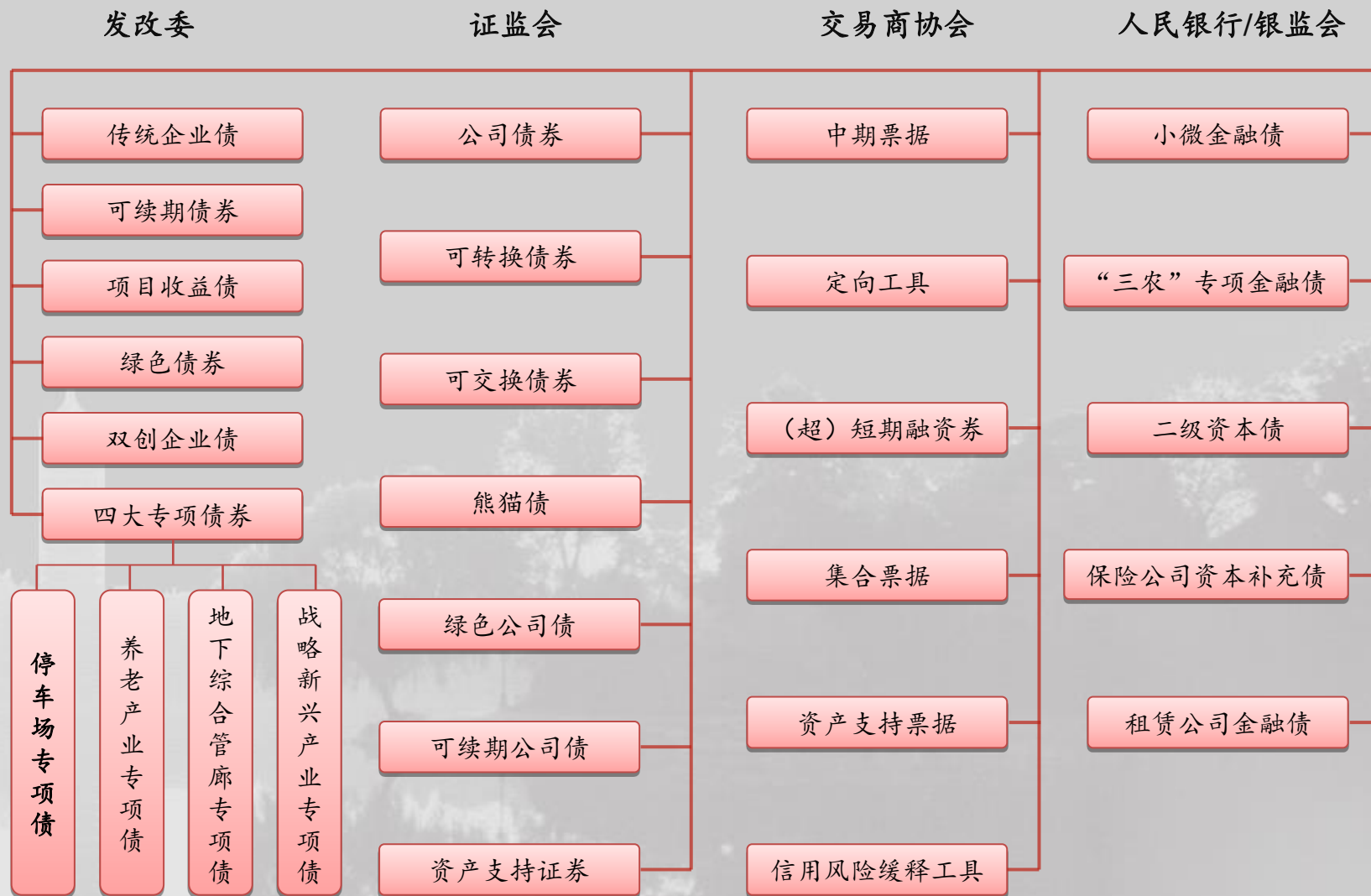
利率债

- 利率债主要包括国债、地方政府债、政策性银行债、央行票据和同业存单几个品种，是一类风险较低的债券。其中国债和地方政府债由财政部监管，而政策性银行债、央行票据和同业存单由中国人民银行监管。

要素	国债	地方政府债	政策性银行债	央行票据	同业存单
发行主体	财政部	省（市）政府	政策性银行	中国人民银行	银行存款类金融机构
审核机关	财政部	财政部	中国人民银行	中国人民银行	中国人民银行
首次发行	1981年	2009年	1994年	2002年	2012年
概要	<p>国债是中央政府为筹集财政资金而发行的一种政府债券。国债以国家信用为基础发行，风险较小，因此也被称为“金边债券”。发行国债筹集的资金，一般用于平衡财政收支、进行公共基础设施建设等，此外，国债也是货币政策的工具之一</p>	<p>地方政府债，是地方政府发行的债券，发行债券的资金一般用于地方性公共基础设施的建设。我国地方政府债经历了禁止发行、代发代还、自发代还和自发自还几个阶段</p>	<p>政策性银行债，也称政策性金融债，是我国政策性银行（国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行）为筹集信贷资金而发行的债券。在政策性银行债的发行说明书中，也会提到“出现头寸短缺时，人民银行将通过再贷款等方式提供资金支持”，说明政策性银行债具有央行信用支撑，同样是风险极低的债券</p>	<p>央行票据是中国人民银行在银行间市场发行的短期债券，期限为3个月到3年。其发行目的是调节商业银行的超额准备金，主要针对外汇储备增加而导致的货币增长过快，是中国人民银行调节基础货币的货币政策工具之一</p>	<p>同业存单是由银行业存款类金融机构法人发行的记账式定期存款凭证，相当于可交易的同业存款，其投资者以金融机构为主，其中绝大多数为商业银行，期限以3个月和6个月为主。虽然同业存单不属于一般意义上的利率债，但由于其风险收益和流动性方面的特性与利率债接近，因此在这里也放在利率债分类中</p>

信用债

2023年的新变化



公司债券评级

TABLE 12.2 Debt Ratings

Standard and Poor's	Moody's	Average Default Rate (%)*	Definition
AAA	Aaa	0.00	Best quality and highest rating. Capacity to pay interest and repay principal is extremely strong. Smallest degree of investment risk.
AA	Aa	0.02	High quality. Very strong capacity to pay interest and repay principal and differs from AAA/Aaa in a small degree.
A	A	0.10	Strong capacity to pay interest and repay principal. Possess many favorable investment attributes and are considered upper-medium-grade obligations. Somewhat more susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions.
BBB	Baa	0.15	Medium-grade obligations. Neither highly protected nor poorly secured. Adequate capacity to pay interest and repay principal. May lack long-term reliability and protective elements to secure interest and principal payments.
BB	Ba	1.21	Moderate ability to pay interest and repay principal. Have speculative elements and future cannot be considered well assured. Adverse business, economic, and financial conditions could lead to inability to meet financial obligations.
B	B	6.53	Lack characteristics of desirable investment. Assurance of interest and principal payments over long period of time may be small. Adverse conditions likely to impair ability to meet financial obligations.

公司债券评级

CCC	Caa	24.73	Poor standing. Identifiable vulnerability to default and dependent on favorable business, economic, and financial conditions to meet timely payment of interest and repayment of principal.
CC	Ca	24.73	Represent obligations that are speculative to a high degree. Issues often default and have other marked shortcomings.
C	C	24.73	Lowest-rated class of bonds. Have extremely poor prospects of attaining any real investment standard. May be used to cover a situation where bankruptcy petition has been filed, but debt service payments are continued.
CI			Reserved for income bonds on which no interest is being paid.
D			Payment default.
NR			No public rating has been requested.
(+) or (-)			Ratings from AA to CCC may be modified by the addition of a plus or minus sign to show relative standing within the major rating categories.

*Average default rates are for data Moody's computed for defaults within one year of having given the rating for the period 1970–2001.

Source: Federal Reserve Bulletin.

中国债券评级

评级分类-长短期

- 我国债券评级等级由央行制定，根据《中国人民银行信用评级管理指导意见》规定，长期债券与短期债券的等级体系不同。
- 长期债券评级分为三等九级，分别为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。
- 短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

长期债券	短期债券
三等九级	四等六级
AAA、AA、A	A-1、A-2、A-3
BBB、BB、B	B
CCC、CC、C	C
	D
除AAA、CCC以下等级外，每个等级都可以用“+”“-”符号微调	不可微调

中国债券评级

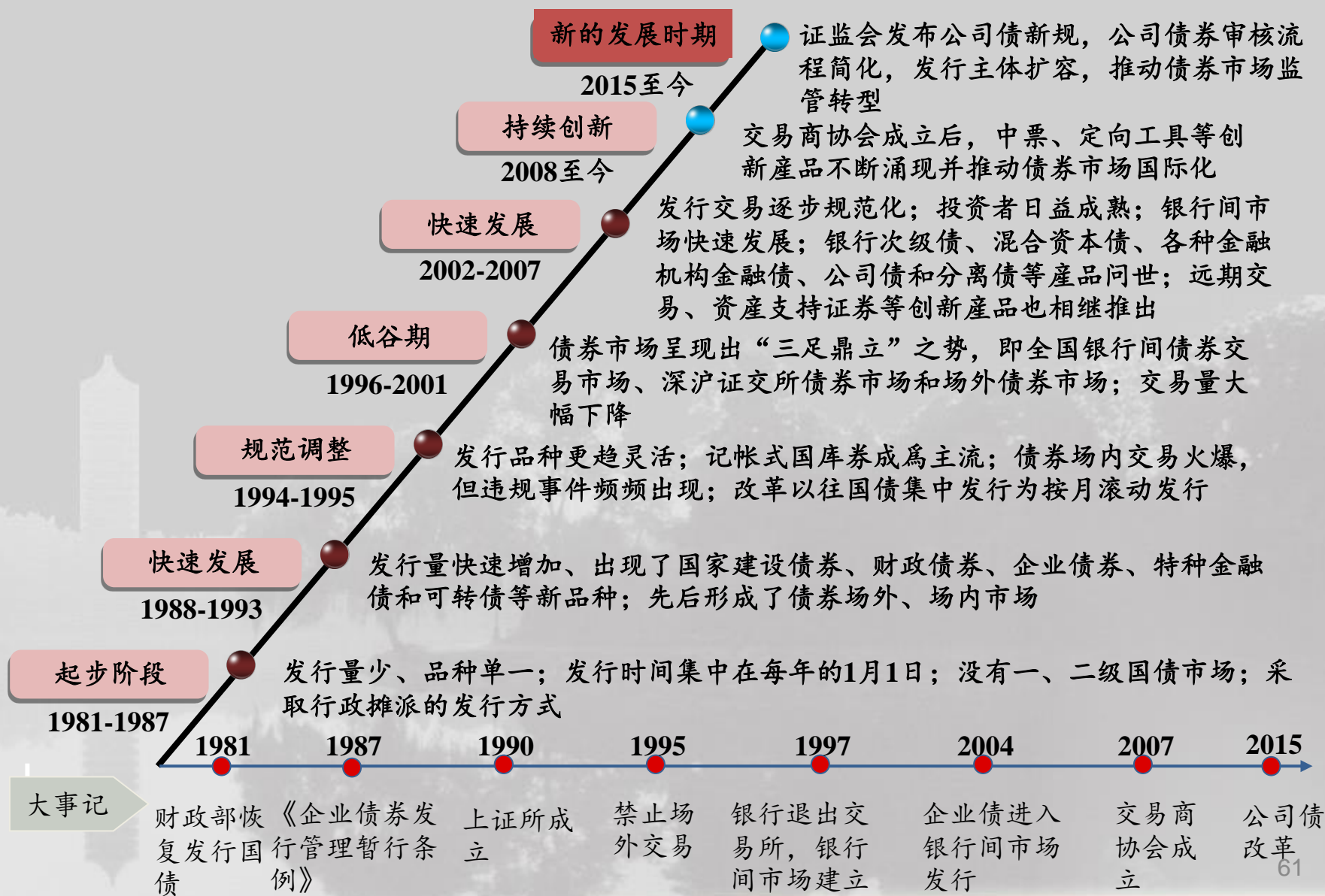
长期债券评级分类-主体、债项

- 主体评级是针对债券发行人主体的评级报告，债项评级报告是针对单一债券出具的评级报告；
- 主体评级较为稳定，债项评级可能因为不同债券的担保情况、抵质押物情况而有所不同；
- 在不可撤销连带责任担保情况下，债项评级基本以担保人主体评级为准。

评级符号	等级含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，难以保证偿还债务
C	基本不能偿还债务



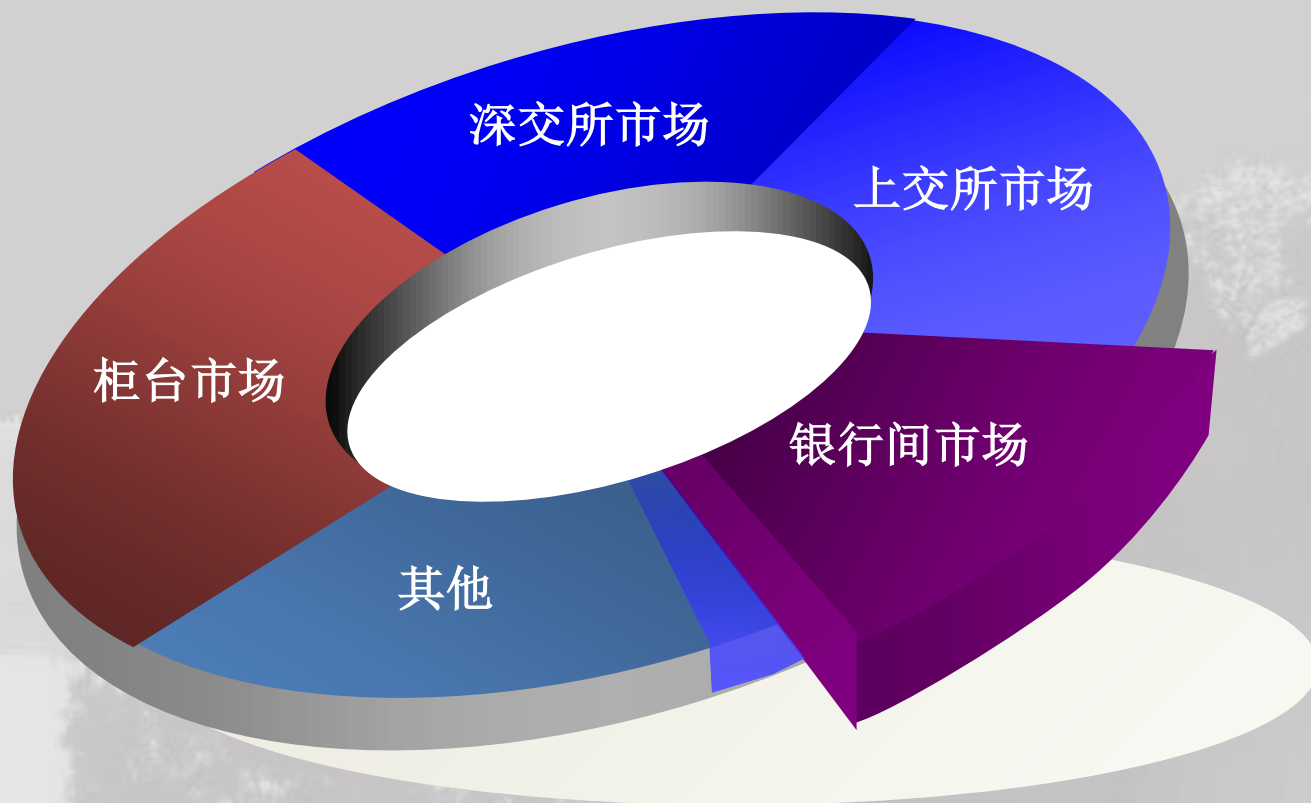
中国债券市场发展历程





中国债券交易市场

- ✓ 债券交易市场主要由银行间市场、上交所市场、深交所市场、柜台市场、其他五部分组成。
- ✓ 场内市场：上交所市场、深交所市场。
- ✓ 场外市场：银行间市场、柜台市场、其他。



债券市场呈双交易市场（2022改革）和多头监管格局（2023改革）

	银行间市场			交易所市场	
	人民银行	交易商协会	发改委	中国证监会	
主导监管机构	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 银行间市场债券发行和交易的主管机构 ✓ 金融机构债券产品的发行和上市审批 <ul style="list-style-type: none"> • 金融债 • 次级债 • 混合资本债 • 熊猫债 • 信贷资产证券化 ✓ 会签企业债券利率 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 人民银行下属的市场自律机构，负责部分市场规则制定 ✓ 主管非金融企业债务融资工具的审批 <ul style="list-style-type: none"> • 短融和超短融 • 中期票据 • 集合票据 • 定向工具（私募） • 资产支持票据 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 牵头负责企业债券的审批 ✓ 对交易所市场发行的一般可转债和分离交易可转债的募投项目出具意见 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 主管交易所市场债券产品的审批 <ul style="list-style-type: none"> • 公司债 • 一般可转债 • 分离交易可转债 • 企业资产证券化 ✓ 会签企业债承销团资格 	
交易结算披露	同业拆借中心 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 债券交易 ✓ Shibor的报价计算和信息发布 ✓ www.chinamoney.com.cn 	银行间市场清算所 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 登记/托管/结算 ✓ www.shclearing.com 	中央国债公司 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 登记/托管/结算 ✓ 企业债券上市审批 ✓ www.chinabond.com.cn 	中证登 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 登记/托管/结算 	交易所 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 小公募公司债券预审 ✓ 债券交易 ✓ 上市审批
辅助监管机构	中国银保监会	国务院国资委	财政部	国土资源部	环保部