



国融证券股份有限公司
GUORONG SECURITIES CO., LTD.



债券市场简介

国融证券
2021年5月



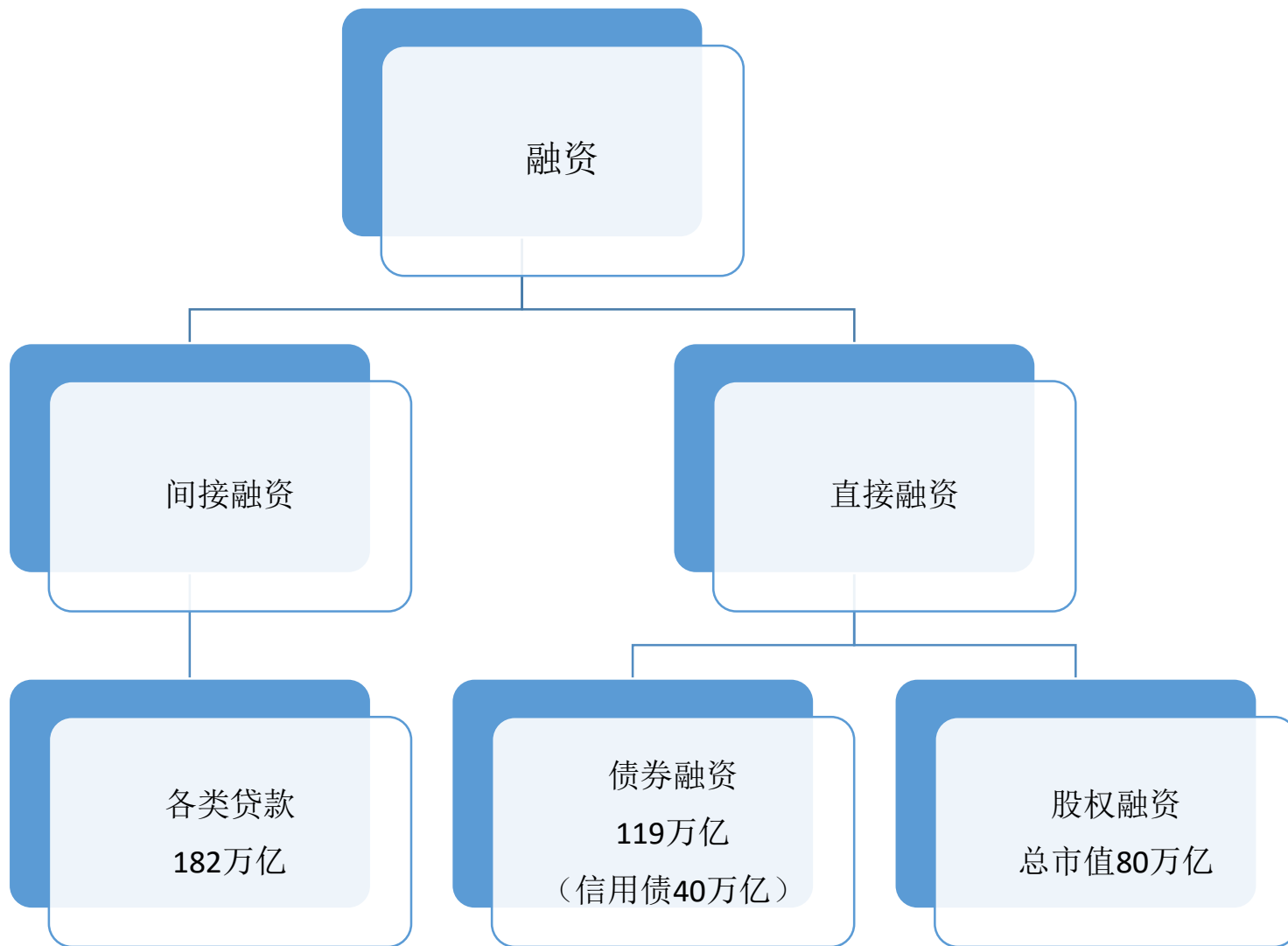
国融证券投资者教育基地
GUORONG SECURITIES INVESTOR EDUCATION CENTER

01

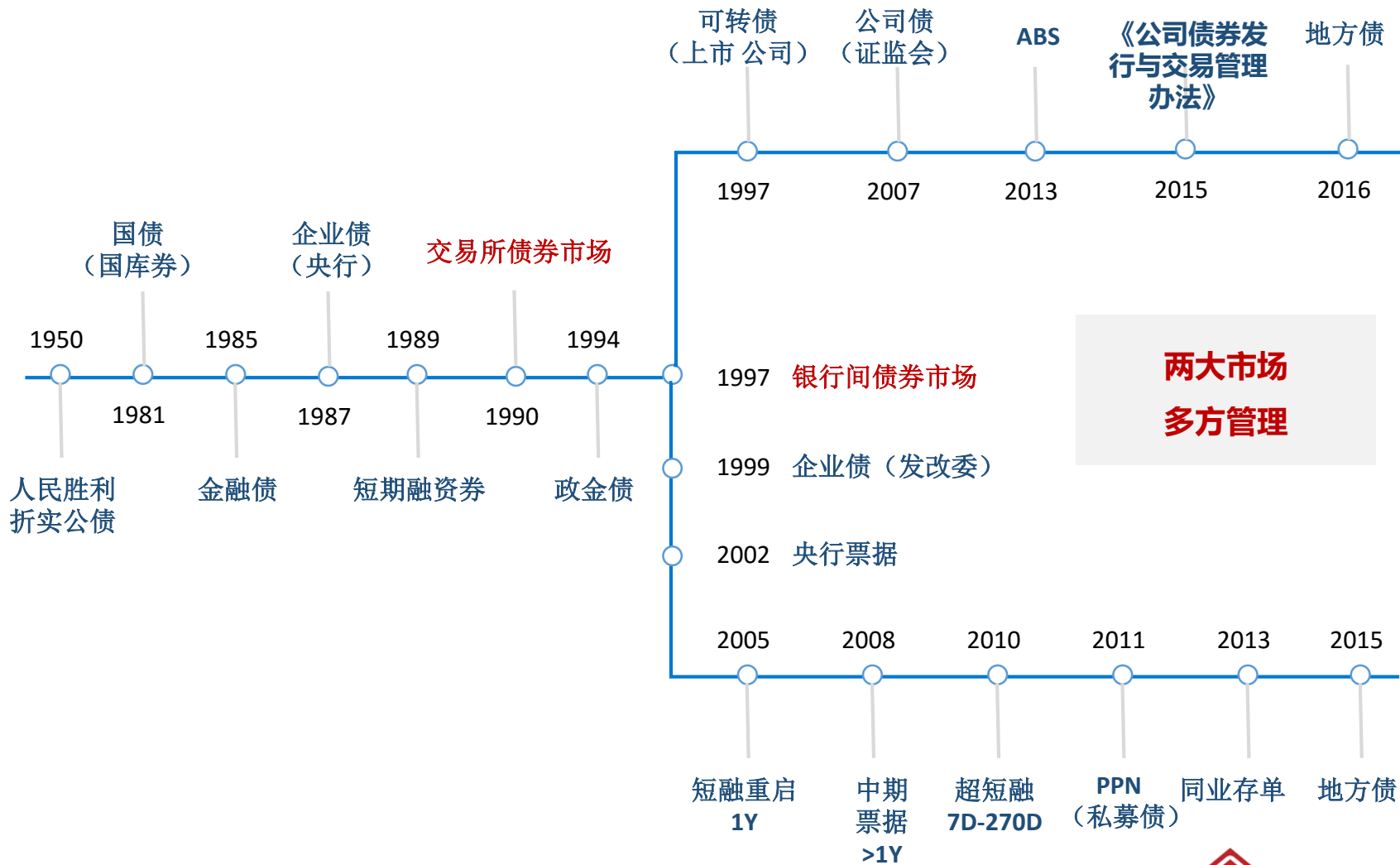
历史与现状



融资的本质与特点

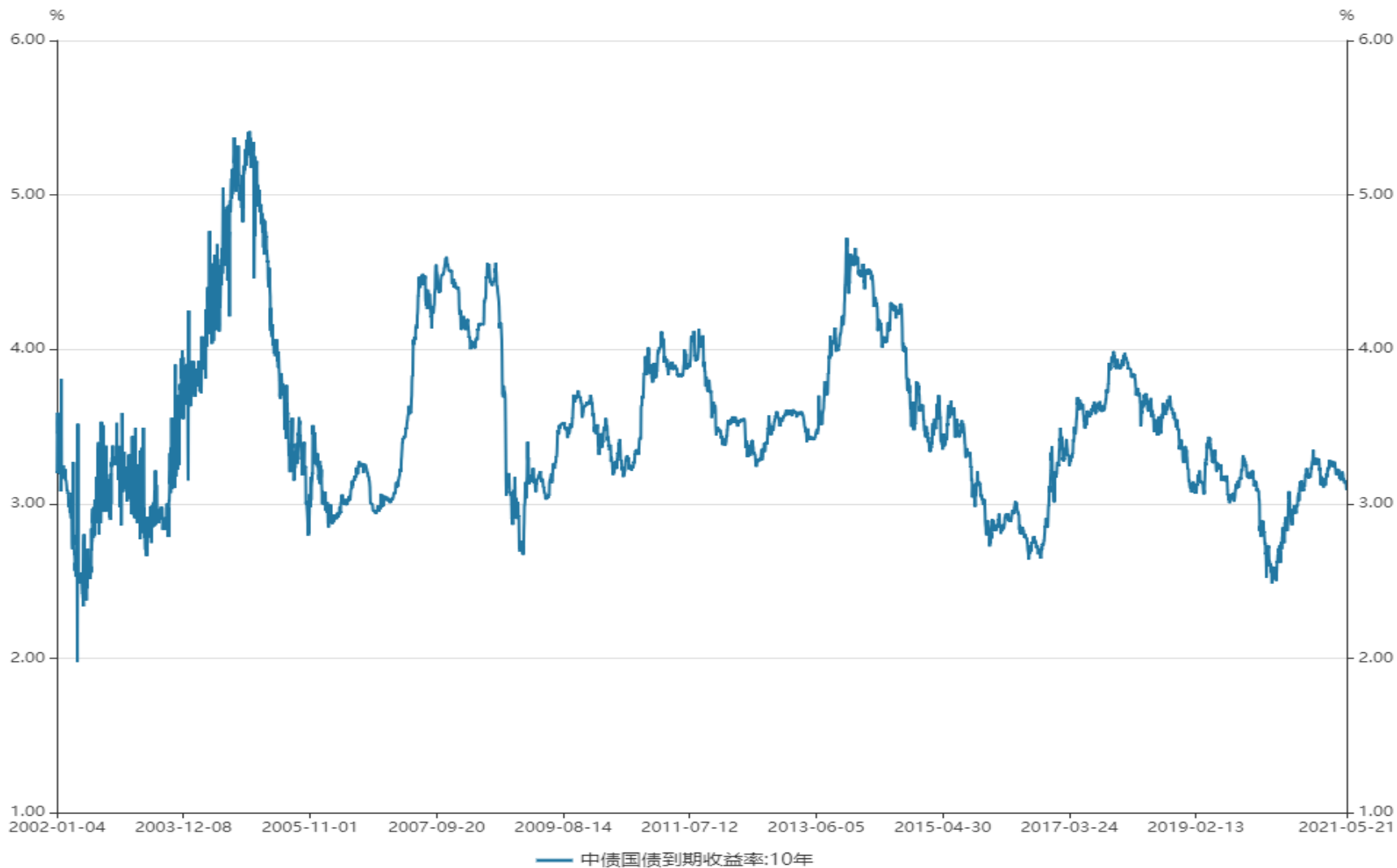


债券市场发展历程

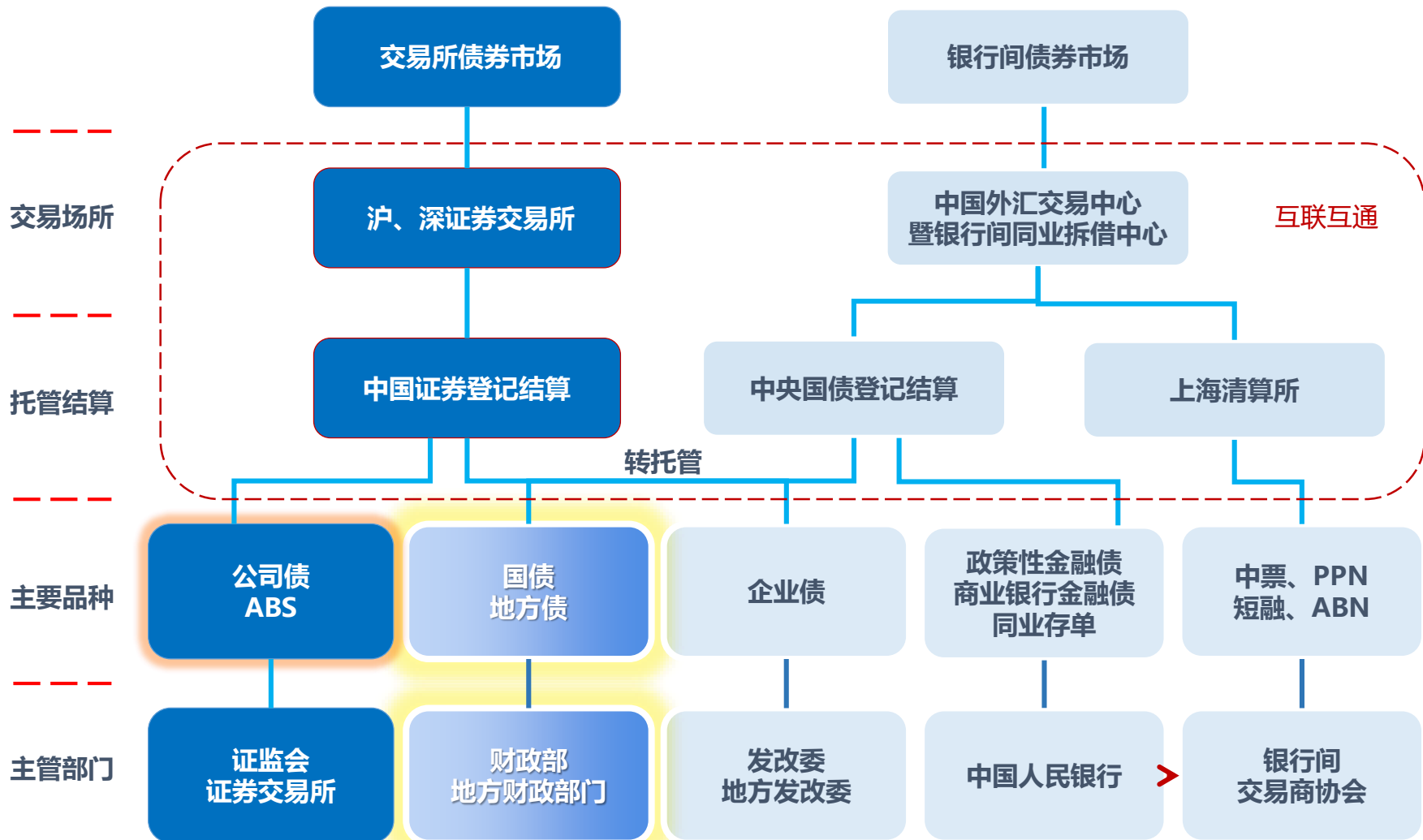




10年国债历史走势



债券市场现状架构



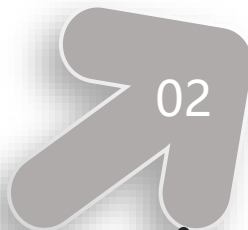


交易品种简介



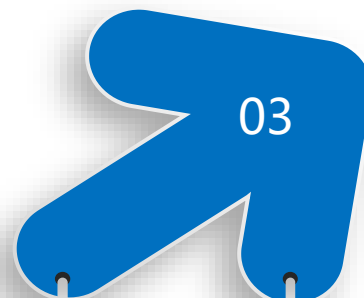
货币市场

银行间同业拆借
银行间质押式回购
(X-Repo)
银行间买断式回购
交易所质押式回购
交易所报价式回购
交易所协议式回购



债券市场

银行间现券交易
(X-Bond)
银行间债券借贷
交易所竞价交易
上交所大宗交易
上交所固收平台交易
深交所大宗交易



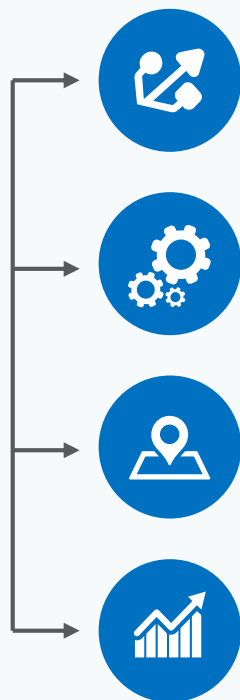
衍生品市场

国债期货
债券远期 标准债券远期
利率互换 (X-IRS)
远期利率协议
利率期权
交易所CDS
银行间信用风险缓释工具





交易品种简介



01 外汇掉期FX Swap

质押物由债券换成外汇，则交易结构一模一样

02 债券借贷

债券借贷 =
质押式回购+买断式回购

03 利率互换

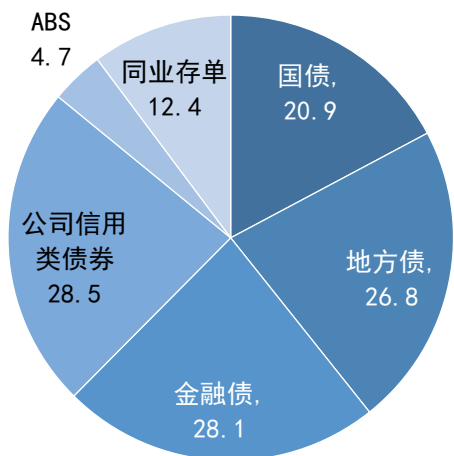
去除本金因素，抽象出每一期（ $0/n-7D-3M$ ）所需支付的资金利息，对长期限内（1Y-5Y）该资金利息求期望值

04 利率期权

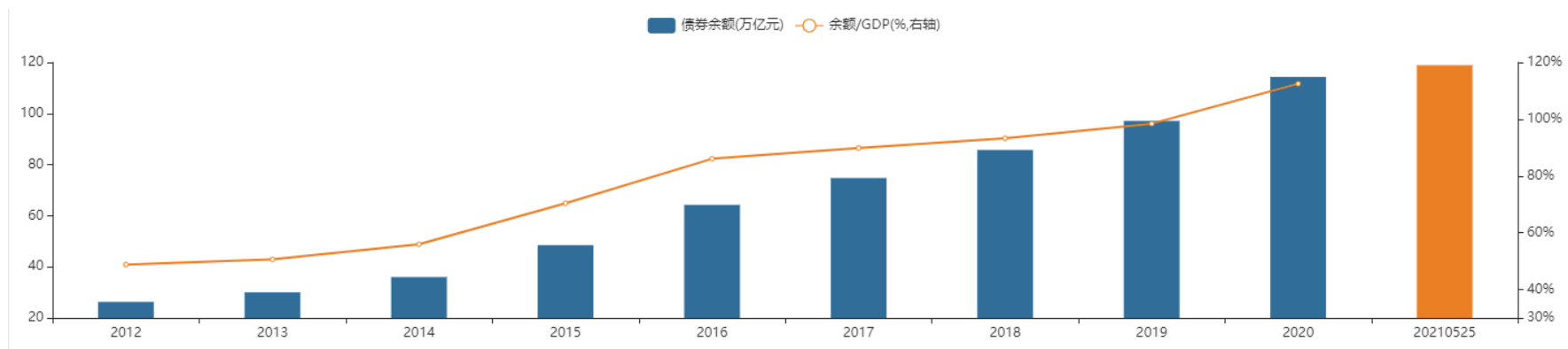
去除本金因素，对抽象出的利率互换价格在支付期权费后，约定未来执行价。



债券市场存量规模

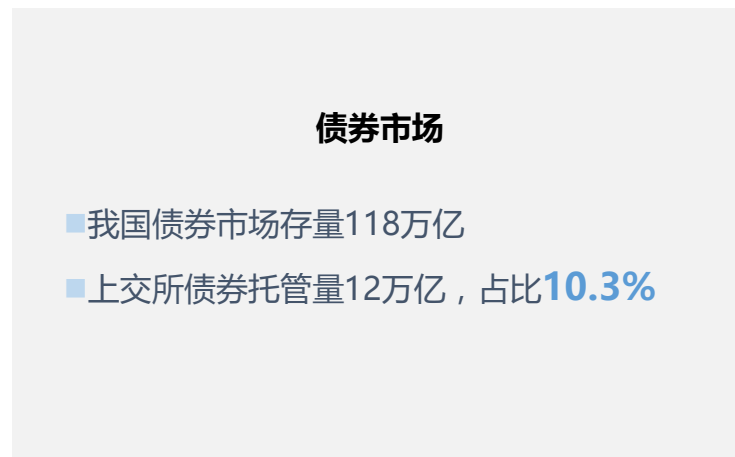
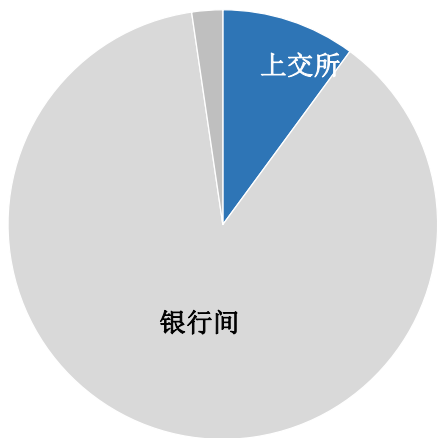


- 我国债券市场规模 118万亿元 (5月)
- 全世界第二大债券市场

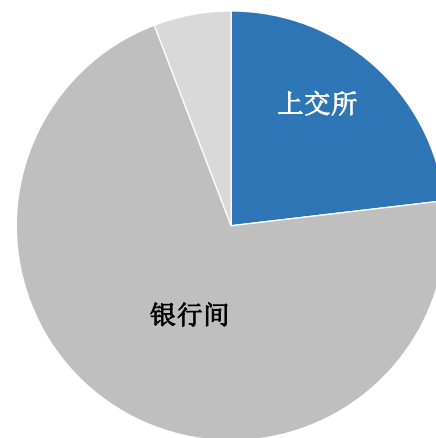




债券市场存量分布情况（更新数据）



2020年5月

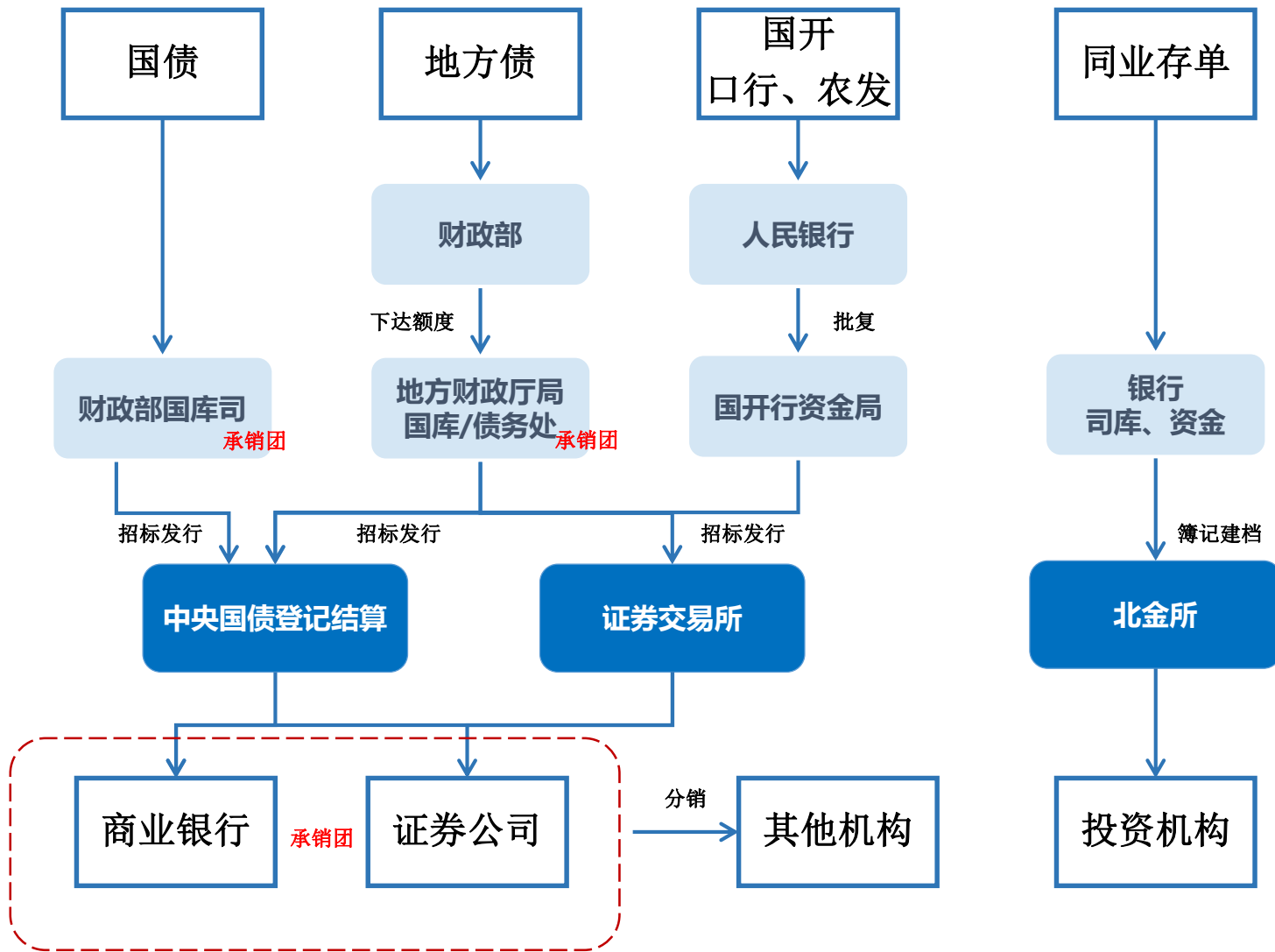


02

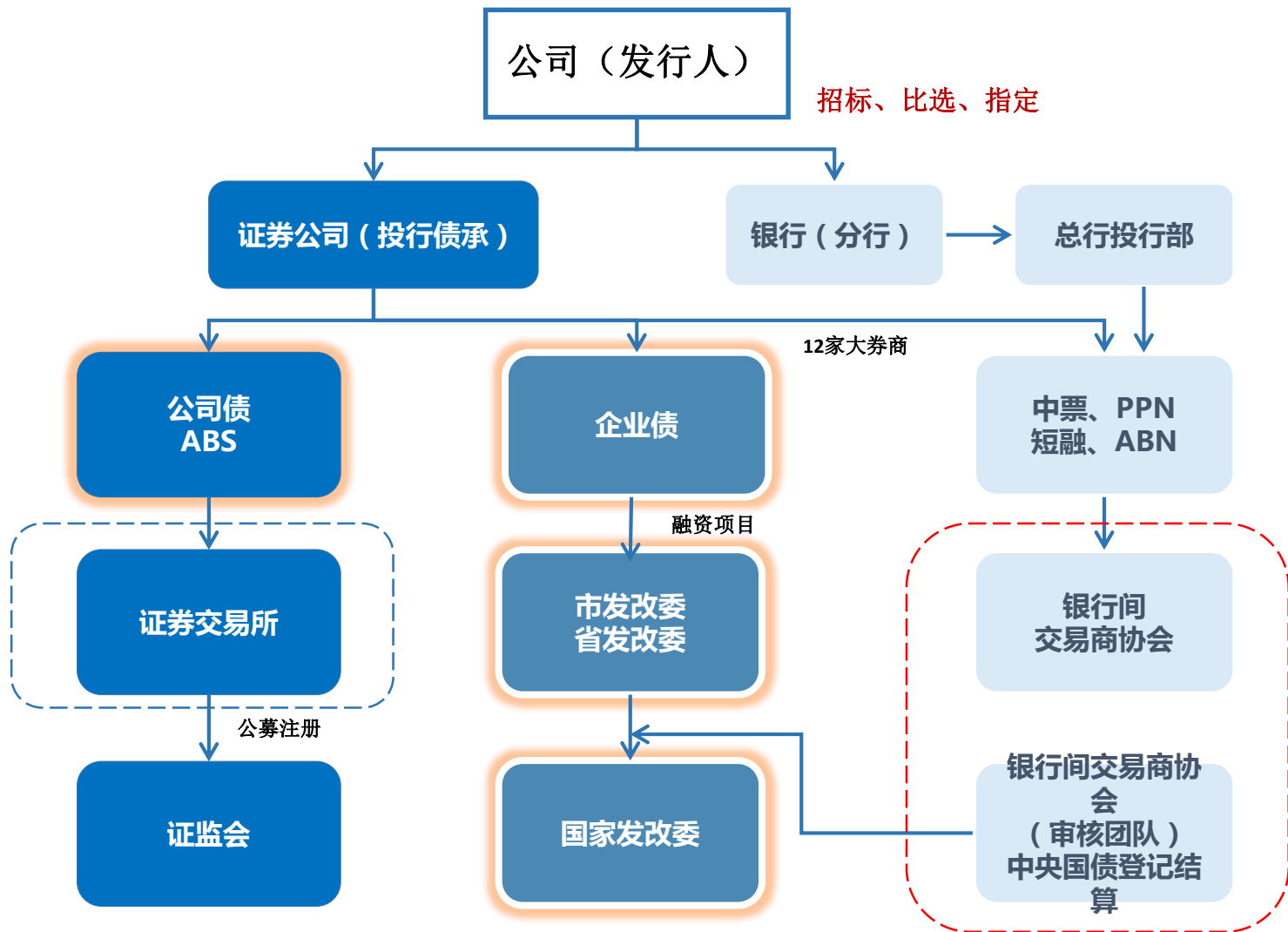
债券发行



利率债和政金债的发行、投资



公司信用类债券发行审核（核准、注册、备案）





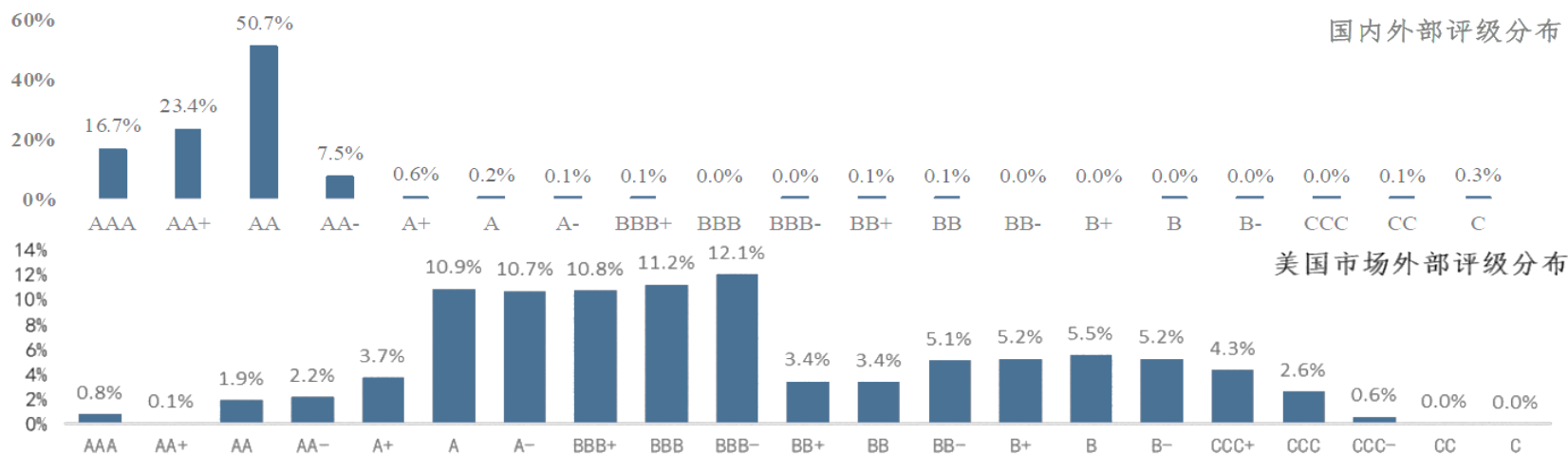
信用类债券发行条件

交易市场	发行条件	审批机构
交易所	<p>大公募（面向公众投资者）： 最近三年无债务违约或延迟支付利息 最近三个会计年度实现年均可分配利润不少于债券一年利息的1.5倍 债券信用评级达到AAA 累计发行债券余额不超过净资产40%</p> <p>小公募（面向合格投资者公开发行）： 累计发行债券余额不超过净资产40%</p> <p>私募债（面向特定投资者） 无硬性条件</p>	证监会
银行间	<p>企业债： 股份公司净资产不低于3000万，有限公司和其他类净资产不低于6000万 累计债券余额不超过企业净资产40% 最近三年平均可分配利润足以支付企业债券一年利息 用于固定资产投资，应符合资本金制度要求，包括收购股权的，累计发行额不超过项目总投资70%；用于补偿运营资金的，不超过发债总额40% 利率由市场确定，不超过国务院限定的利率水平 已发行的企业债或其他债务未处于违约或者延迟支付本息的状态 最近三年没有重大违法违规的行为 发改电【2015】353号，主体等级AA的发债主体，以资产抵押或三方担保的不受指标限制 发改办财金【2015】3127号，债项AA+以上的不受数量指标限制</p>	发改委
	<p>非金融企业债务融资工具： 一类企业和二类企业（非一类）</p>	交易商协会



中介机构-评级公司

银行间	交易所
中诚信国际	中诚信证评
上海新世纪	上海新世纪
联合资信	联合评级
大公资信	大公资信
东方金诚	东方金诚
中证鹏元	中证鹏元
标普中国	远东资信

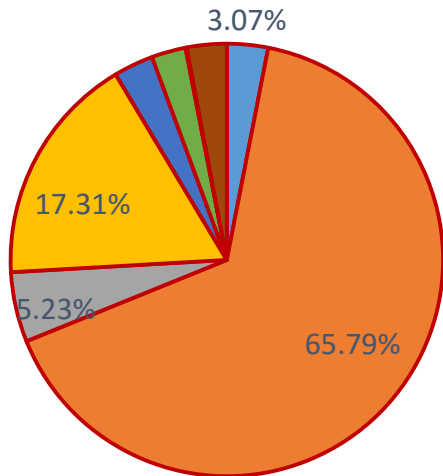




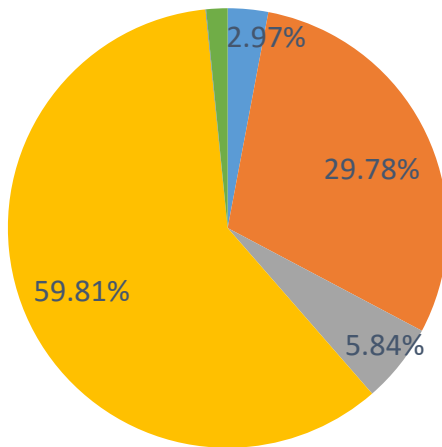
◆ 债券市场投资者结构

资产配置型、信用配置型、趋势交易型、机会交易型、量化交易型、垃圾债投资、可转债投资
 风险偏好、收益偏好、流动性偏好、久期偏好

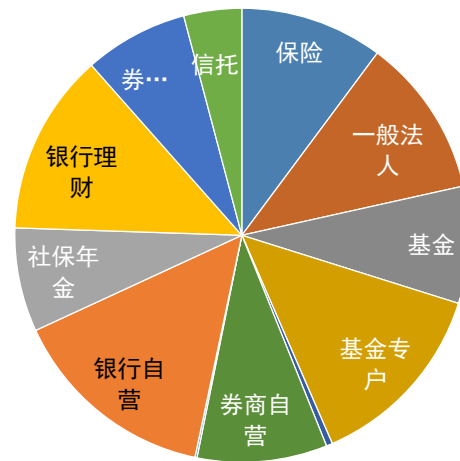
中债



上清所



上交所



- 政策性银行
- 商业银行
- 非银行金融机构
- 非法人产品



03

债券交易





◆ 债券市场投资者结构

长线投资者（投资户）：更加关注配置量，只赚取债券票息；

长线交易户（交易户）：关注利率的大趋势，判断并选择在利率高低投资；

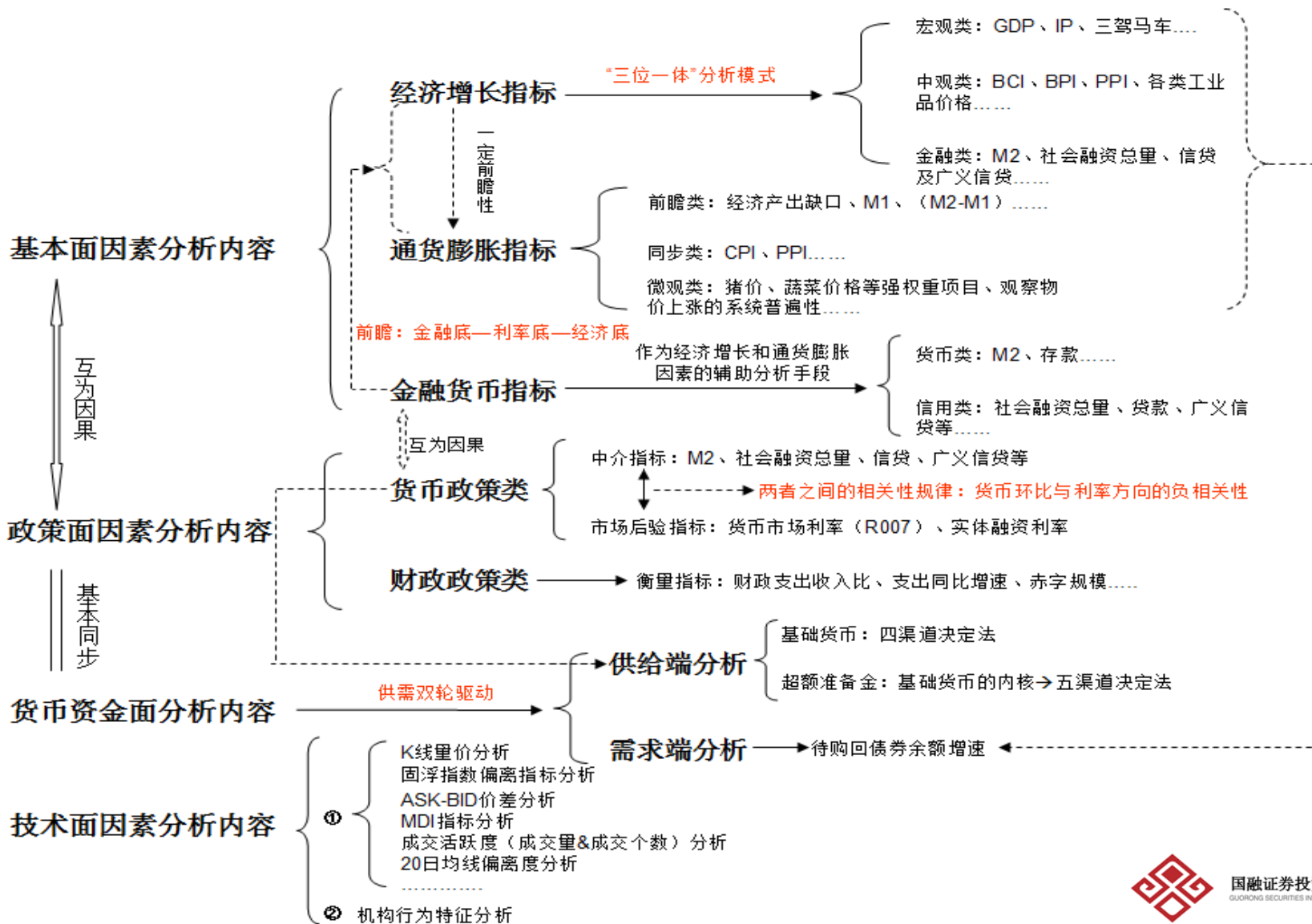
短线交易者（交易户）：关注市场波动，首要目标是赚取资本利得。

	会计科目	交易目的	交易量	交易频率	交易方式	止损限额
长线投资者	持有到期账户	长线配置	大	低	一级	不止损
长线交易者	可供出售账户	赚取票息+资本利得	适中	适中	一级+二级	限额大
短线交易者	交易性账户、 可供出售账户	资本利得	小	高	一级+二级	限额小





分析框架





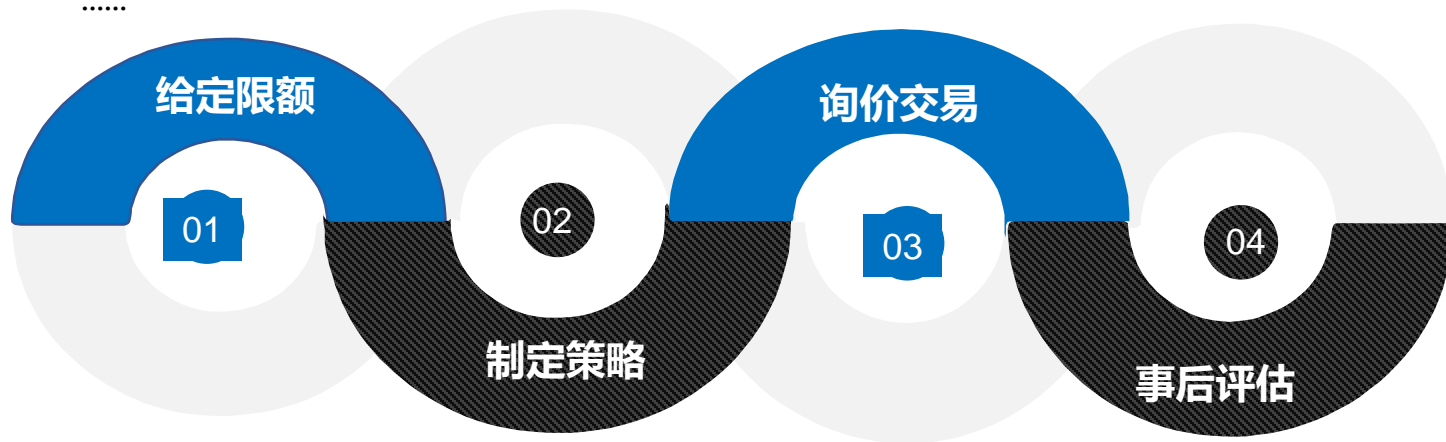
交易决策流程

财务资金限额，信用风险限额，
市场风险限额，各类监管比例。

.....

根据策略和投资指令，交易员询价并
落实交易；

系统限制合规风控参数，风控汇总前
台所有流水，核对无误开始清算。



晨会、周会、月会，总部办公会
、证券投资委员会；
建仓品种/节奏安排，调仓品种/
节奏安排.....

计算风险参数及交易盈亏，
回溯每日潜在风险点，
追踪每日市场机构表现，
发掘各品种之间套利机会，
汇总以上，继续调整策略。





交易员日常工作

交易员日常工作

市场的流动性，很大程度由您在这个市场认识的交易对手数量以及熟悉程度决定。

每一家投资交易机构都有自己完全不同的考核方式和投资交易理念，这决定了其交易员每天的工作要求。

即便在同一家投资交易机构中，因所涉及的产品不同，投资交易的考核方式和理念也千差万别。

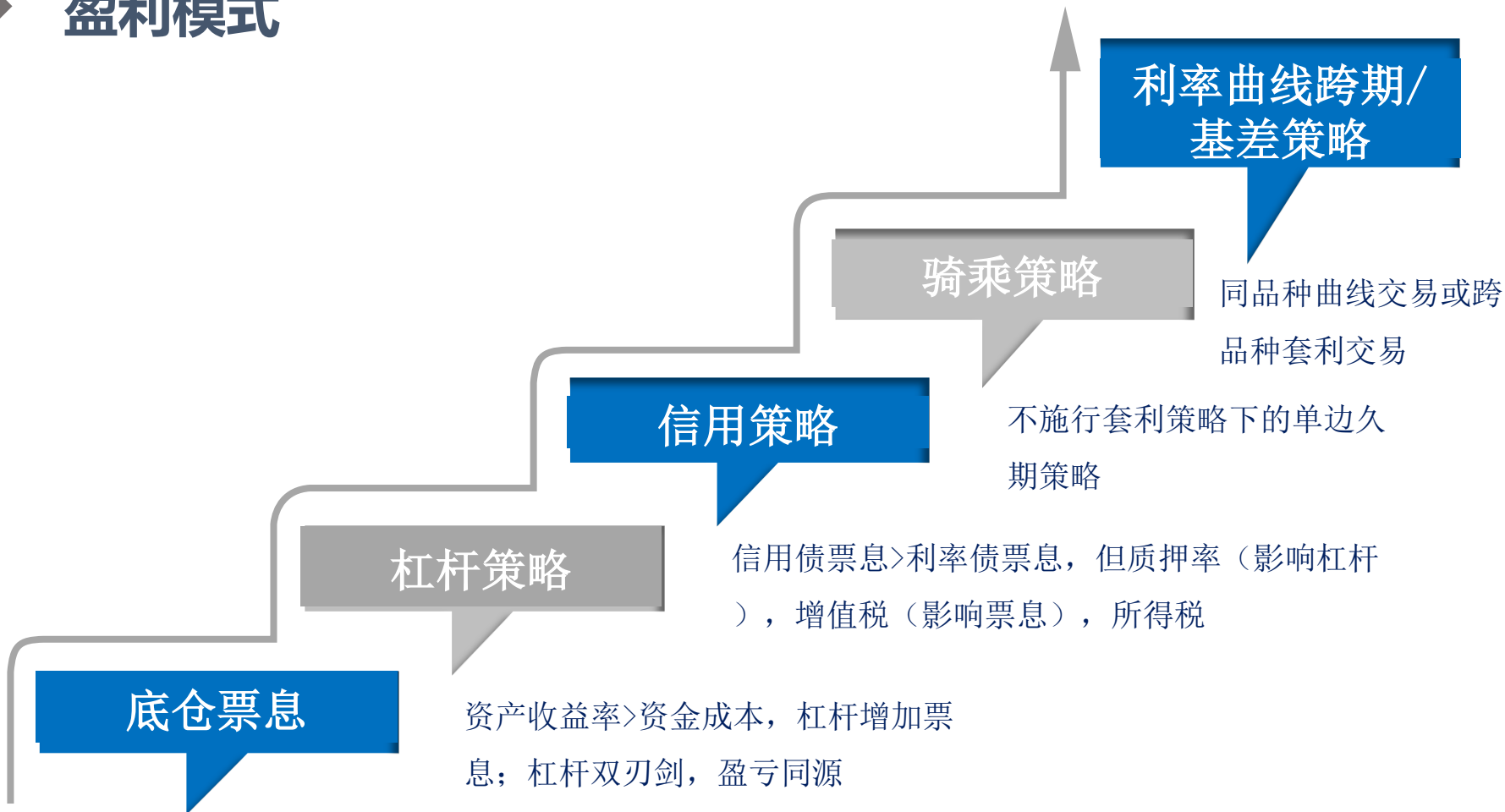


银行间市场是 场外交易市场





盈利模式



债券底仓的票息及其质押率是固收自营的起点





商业银行的盈利模式与投资特点

- * 商业银行的盈利模式是以低成本的“资金来源”做高收益的“资金运用”来赚取利差收益；
- * 表内外业务以是否承担资产损失为区别；
- * 商业银行业务条线主要包括公司条线、零售条线、资金条线和投行条线金融市场业务的职能可以几乎涵盖商业银行的所有业务；
- * 在监管上，商业银行投资债券并没有太大限制，债券投资多数放在可供出售科目，交易比例不是很大；商业银行受资本约束。

资金运用（资产=贷款+投资）	资金来源（负债）
存放央行 贷款 同业资产（买入返售） 应收账款 交易资产 可供出售（标债投资） 持有到期（标债投资）	存款（保本理财） 拆借 同业负债（卖出回购）
表外运用	表外来源
标债投资（净值类） 非标投资（融资类+衍生类）	理财资金





◆ 保险公司的盈利模式与投资偏好

* 保险公司的盈利主要是从固定的保费中获得大概率下的收入，还有一部分则是将保费收入做长期投资所得。

* 保险公司的投资偏好更倾向于长期、稳定的标的，投资范围更加广泛，甚至包括小部分贷款和针对基建债权的融资类投资。保险公司风险监管也受资本约束。

资金运用（资产=投资）	资金来源（负债）
交易资产 可供出售 持有到期 定期存款	责任准备金（财产险+人身险保费收入）





◆ 证券公司的盈利模式与投资偏好

- * 证券公司主要盈利来源于**经纪业务、投资业务和投行业务**。
- * 证券公司对投资标的的**流动性要求非常高，投资行为非常短期化**。研究力量是价值的发现者，但不能成为价值的实现者。
- * 大资管背景下，监管赋予了证券公司更多的业务空间，但贷款业务只能只由银行和信托能做。**证券公司的风险监管受到资本约束**。

资金运用（资产=保证金+投资）	资金来源（负债）
客户资金 交易资产 可供出售 持有到期	代理买卖证券款
投资1亿AA级信用债	投资1亿信托计划
商业银行资本占用=1亿*0.08=800万 证券公司资本占用=1亿*0.04=400万	商业银行资本占用=1亿*0.08=800万 证券公司资本占用=1亿*0.8=8000万



证券公司的盈利模式与投资偏好



销售交易业务

自营交易能力延伸

利用市场不同机构的考核差异和投资风格差异，为同业机构提供综合的市场交易服务，在交易中收取价差。



投资顾问业务

自营投资能力延伸

利用市场不同机构的考核差异和投资风格差异，为同业机构提供投资策略建议，收取投资顾问费用。



机构客需业务

自营综合能力延伸

了解客户的FICC风险管理需求与多品种盈利需求，出具整体解决方案。





◆ 基金公司、信托公司的盈利模式与投资特点

基金公司的盈利模式与 投资特点

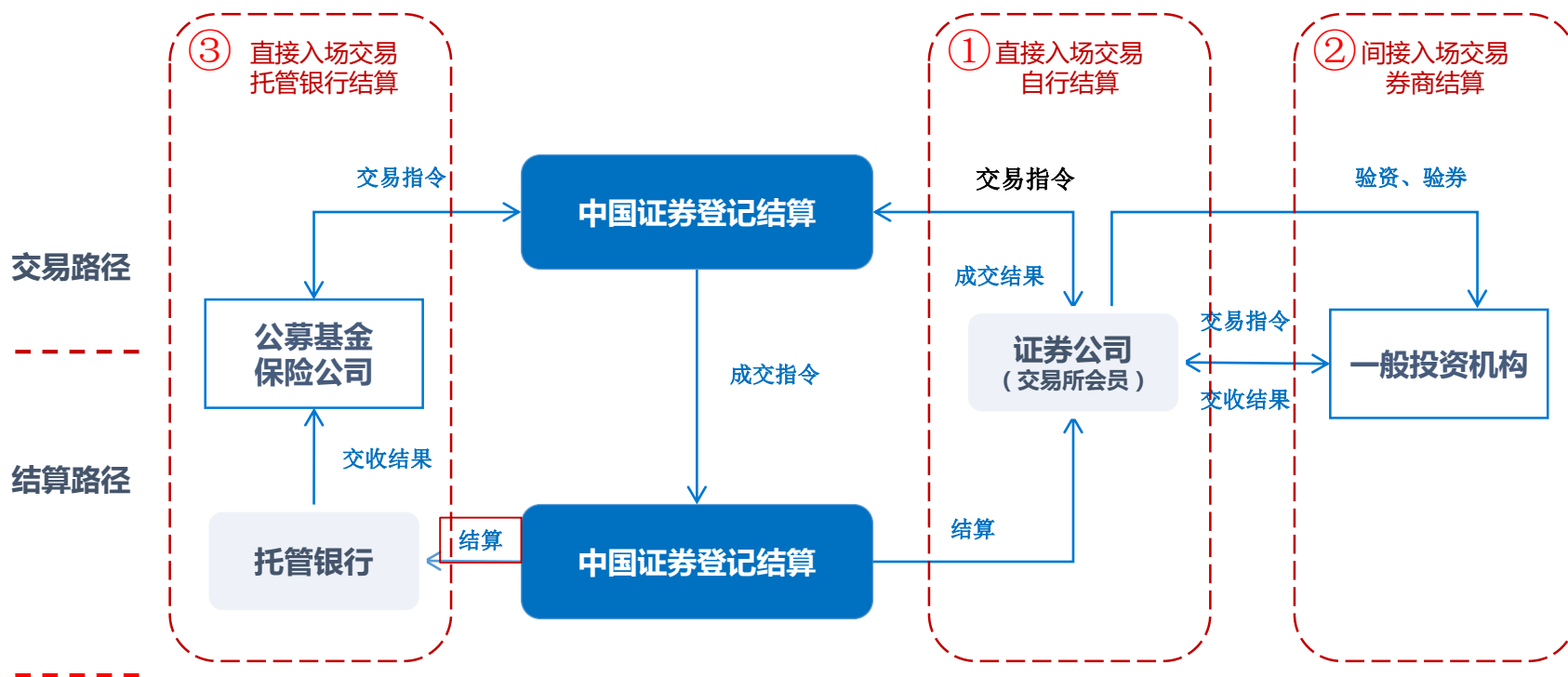
*作为基金管理人，基金公司和信托公司的盈利主要来源于中间服务费。基金公司对市场的影响可以仅次于商业银行，但基金公司更专注于相对排名，追涨杀跌对证券市场的波动影响很大。基金母公司的风险监管思路并不是资本约束。

信托公司的盈利模式与 投资特点

*信托业务范围最全面，涉及债权和股权，即能干银行的活——放贷款，又能干券商的活——投资股票债券，风险监管受资本约束。大资管时代后，基金子公司跟信托的功能相似，但资本新规的约束后，信托公司的全能化优势越来越明显。



债券交易、结算（以交易所市场为例）



清算交收方式：交易日、清算交收（结算）日 T+1 日末净额担保交收



T+0 实时全额非担保交收

04

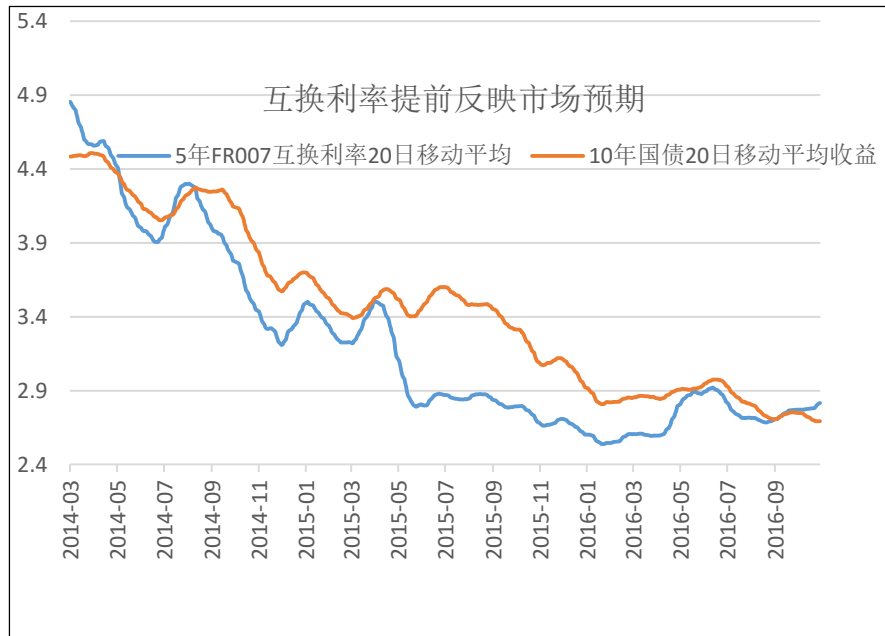
风险控制





利率风险

- 盯住央行货币政策变化动向，在衍生市场上关注市场前瞻数据，如利率互换，国债期货，资管杠杆率
- 交易工具的选择，国债期货是首选。套期会计将会出现。过去参与衍生工具，衍生工具的一部分是以公允价值变动计入损益，而新的套期会计允许企业对冲有关资产负债的利得和损失，减少利润表的波动
- 10年国债期货隐含到期收益率的快速估算， $\text{隐含到期收益率} = \frac{100 - \text{期货价格}}{\text{可交割券的期限}} + 3\%$ ，如果期货价格大于100，CTD可交割券的期限为7年；反之，为10年。
- 10年国债期货和现货的利差在2015年3月开始收敛，2016年的8月又发出警告。





利率风险

基本条款

债券代码	020005.IB	债券简称	02国债05
当前余额(亿元)	260.00	债券类型	国债
质押券代码	--	折合标准券元	--
上市日期	2002-06-05	摘牌日期	2032-05-24
交易市场	020005.IB(银行间债券)	海外评级	无
最新债项评级	--	评级机构	--
票面利率(当期)	2.9000	发行价格(元)/最新面值(元)	100.0000/100.0000
利率类型	固定利率	息票品种	付息
付息频率	每年付息2次	下一付息日	2021-05-24
利率说明	2.9%	距下一付息日(天)	2
计息基准	ACT/ACT	票息类型	付息
剩余期限(年)	11.0055	期限(年)	30
起息日期	2002-05-24	到期日期	2032-05-24





信用风险的管理

信用风险管理的前提

信用分析方法很多，但找不到任何方法能够完全规避信用风险，不做投资可以完全规避风险，要做投资需从**自身角度出发**，必须**确定自己的风险偏好**，这是信用风险管理的前提。同时，在心理上 and 所在机构的风险接受程度上应该有充足的准备。

01

信用风险管理的思路

出于标准市场和非标准化市场的风险大小差异的原因，多数金融机构对债券出现违约和信贷非标出现违约是两种风险管理的态度，完整的信用分析路径少不了**宏观、行业、个体**的分析过程。

02

信用分析的新路径

大量的发债主体通过简单的EXCEL统计越来越不能满足全面覆盖的要求，建立在大数据基础上的**IT技术**成为信用分析的必然趋势。信用风险分析的难点在于关键信息的获取，与之相关的其他**经济活动数据可以成为替代指标**，比如水电用量或者手机信号。

03





信用分析的原则

信用分析的基本原则

信用分析与股票分析的区别：

- 信用分析强调的是债权人的利益，而非股东的利益。
- 信用分析是偿债能力的评估，而不是投资报酬的保证。
- 好股票和好债券的概念不同：

- 股票分析关心的是企业利润的增长前景，倾向于预测企业将来可能会怎样，偏乐观。 -

信用分析关心的是现金流的充沛程度和稳定性，倾向于预测企业将来一定不会怎样，偏悲观。

信用分析与财务分析的区别：

- 定性分析与定量分析相结合，定性为主，定量为辅，主观色彩较强。

信用分析与审计的区别：

- 关注长期信用品质，着眼于中长期的完整经济周期，而非局限于过去的绩效表现。

信用分析的其他基本原则：

- 重视现金流分析，包括其规模、构成及其稳定性。
- 对收入、现金流和资本结构进行压力测试：合理的"不利环境假设"下的情景分析。
- 实质重于表面，透视会计数字后的深层含义
- 在保证可比性的前提下关注不同的产业及地区特性对企业经营和财务形态特征以及违约概率的影响。





信用分析的思路

宏观

去杠杆，过的不好的，都是发债的；
2018年之前，信用利差跟基准利率是同向变动的；2018年，从宏观面到违约率再到信用利差

行业

行业政策：供给侧改革（钢铁 煤炭），2+26限产（电解铝 水泥）
上下游情况：盈德气体
行业竞争格局：家电
每个行业也有好公司，但是不需要每个行业都配置：东方园林

微观

定量分析
在建折旧（丹东港）、货币资金（富贵鸟）、现金流（华业资本）、应收账款（圣牧）、存货（美邦）、商誉
定性分析
规模（房地产）、成本（华鲁vs宜化）、竞争力（隆基vs协鑫）
销售能力（三一、格力）、实控人风险（华信）、战略规划（康得新）





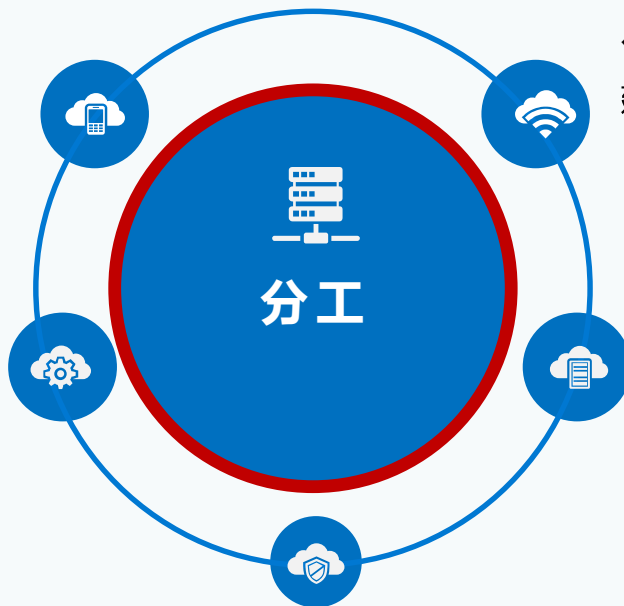
信用风险

部门信评

完成覆盖行业公司的排序
经营数据和舆情跟踪

投资经理

明确信用资质下潜到哪一档公司
信用定价



公司风控

建立公司的投决会制度

部门领导

建立部门投资会议制度

交易员

辅助一二级盯市
发行失败、异常成交



谢谢
