



投资者入市手册（债券篇）

STEP BY STEP: A GUIDE FOR BOND MARKET



法律声明

本手册内容仅供参考，不构成任何投资建议。我们对本手册所涉及的内容力求准确和完整，但并不对其准确性和完整性做出任何保证，也不对任何因直接或间接使用本手册内容而造成的损失承担任何法律责任。

在遵守中国有关法律与本声明的前提下，任何机构或个人可基于非商业目的浏览或下载本手册的内容。未经书面许可，任何机构或个人不得以向他人出售牟利为目的，使用本手册的任何内容。

FOREWORD

前言

债券市场作为资本市场的重要组成部分，对经济的发展起着举足轻重的作用。自从上世纪八十年代以来，我国债券市场制度建设和基础设施建设不断完善，市场规模不断扩大，持续为实体经济发展注入资金的同时，也满足了投资者多元化的资产配置需求。深交所支持国家创新、协调、绿色、开放、共享发展战略为导向，积极发展债券市场，充分发挥利率债和信用债“双轮驱动”动能，服务实体经济和地方经济高质量发展。持续推动债券品种创新，推出股债结合品种等多元化融资产品，发挥标准化质押式回购优势，激发市场活力。继续大力发展和完善资产证券化业务，支持实体经济发展重点领域，以市场化方式助力中小微企业融资，服务对接国家战略落地，致力于打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的交易所债券市场。

当前，我国债券市场产品创新不断涌现，市场交易愈加活跃，对外开放程度明显提升，投资者对债券投资的关注度不断提升，但仍有相当大比例的投资者缺乏基础知识储备，对债券市场和债券品种尚不熟悉，尚未掌握基本的投资方法。因此，帮助投资者做好债券投资“入门功课”，使其在入市前了解市场、了解产品、了解规则成为当前投资者教育工作的一项重要任务。

为帮助新入市投资者和潜在投资者系统获取债券投资知识，在前期推出《投资者入市册（股票篇）》、《投资者入市册（基金篇）》的基础上，我们进一步推出《投资者入市手册（债券篇）》。本手册共分为五个部分，第一部分是“基础知识”，主要介绍债券相关基本概念、债券市场和常用债券指数；第二部分为“交易指南”，主要介绍入市开户、投资者适当性和交易规则；第三部分为“投资入门”，主要介绍债券投资策略、债券市场利率分析和信用分析；第四部分为“风险与维权”，主要介绍债券投资的风险、投资者享有的权利和维权方法；第五部分介绍了典型的债券投资风险案例。

本手册由深交所投资者教育中心策划统稿。中山证券、兴业证券、国泰君安证券、天风证券、申万宏源证券的专家

参与了手册的编写与修订。在此，谨向上述单位对我所投教工作的大力支持表示衷心感谢！同时，手册复核得到了深交所固定收益部、办公室的大力支持，在此一并表示感谢！

由于债券市场发展迅速，制度不断完善，产品不断丰富，加之编撰时间关系和水平所限，手册中难免有疏漏和不足之处。我们将密切跟踪市场发展，不断修订完善本手册，也欢迎各界人士提出宝贵意见和建议（联系人：刘然 rliu@szse.cn，陈洁 jiec@szse.cn）。

鸣谢

中山证券

首席经济学家、研究所所长 李湛
研究所债券组 王静瑶

兴业证券

资本市场业务总部 张伊依
固定收益业务总部 郑逸阳

国泰君安证券

零售客户部 郑斐斐、于天宇
债券融资部 孙妙月、吴磊
固定收益外汇商品部 朱启明

天风证券

固定收益总部 赵喆、田苏怡、毛倩君、
申艳涛

申万宏源证券

证券财富管理事业部 杨洁慧
固定收益外汇商品事业部 彭悦

CONTENTS

目录

第一章 基础知识

第一节 债券	02
第二节 债券市场	10
第三节 债券市场参与者	14
第四节 常用指数	18

第二章 交易指南

第一节 入市开户	23
第二节 投资者适当性管理	27
第三节 交易规则	37

第三章 投资入门

第一节 债券投资策略	40
第二节 债券市场利率分析	41
第三节 债券信用分析	48

第四章 风险与维权

第一节 债券投资风险	54
第二节 维权介绍	60

第五章 典型案例

案例一：付息违约和终止上市风险处置案例	68
案例二：债券回售风险及处置案例	72
案例三：公募债券违约及处置案例	74

第一章 基础知识

Basic Knowledge

第一节 债券

1 什么是债券？

债券是一种有价证券，是社会各类经济主体为筹集资金而向债券投资者出具的、承诺定期支付利息并到期偿还本金的债权债务凭证。债券的发行主体可以是政府（或政府机构）、非金融企业、金融机构，还可以是国际组织。

2 债券具有哪些特征？

偿还性：债券持有人按规定获得利息和收回本金，债券发行人按约定条件偿还本金并支付利息。

流通性：在流通市场上，债券一般都可以自由转让。

优先性：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分配权。

收益性：债券的收益性表现在两个方面：一是债券可以获得固定的利息收入；二是可以通过在证券市场上的买卖交易，获得差价收入。

3 投资债券的收益来源？

投资债券的收益来源包括利息收入和资本利得两个部分。其中利息收入是根据债券发行时的票面利率计算的持有债券

应得利息；资本利得是债券买入价与卖出价或买入价与到期偿还额之间的差额，当卖出价或偿还额大于买入价时，为资本收益，当卖出价或偿还额小于买入价时，为资本损失。

4 债券可分为哪些类型？

1. 按发行主体划分

大类	品种	发行主体	交易场所
政府债券	国债	中央政府	记账式国债在银行间市场、交易所交易，储蓄式国债通过商业银行柜台向个人投资者发行
	地方政府债券	地方政府	银行间市场、交易所
政府支持机构债券	铁道债券	中国铁路总公司	银行间市场、交易所
	中央汇金债券	中央汇金投资有限责任公司	银行间市场
金融债券	政策性金融债券	国家开发银行和政策性银行、中国进出口银行、中国农业发展银行	银行间市场、交易所
	商业银行债券	境内设立的商业银行法人	银行间市场
	非银行金融债券	境内设立的非银行金融机构法人	银行间市场、交易所
企业信用债券	企业债	境内具有法人资格的企业	银行间市场、交易所
	公司债	公司制法人（不包括地方政府融资平台公司）	交易所
	短期融资债	具有法人资格的非金融企业	银行间市场
	超短期融资债	具有法人资格的非金融企业	银行间市场
	中期票据	具有法人资格的非金融企业	银行间市场
	非公开定向债务融资工具	具有法人资格的非金融企业	银行间市场
其他	同业存单	存款类金融机构法人	银行间市场

2. 按付息方式划分

零息债券：低于面值折价发行，到期按面值一次性偿还，期限在1年以上。

贴现债券：低于面值折价发行，到期按面值一次性偿还，期限在1年以内。

固定利率付息债券：发行时标明票面利率、付息频率、付息日期等要素，按照约定利率定期支付利息，到期日偿还最后一次利息和本金。

浮动利率付息债券：以某一短期货币市场参考指标为债券基准利率并加上利差（发行主体可通过招标确定）作为票面利率，基准利率在待偿期内可能变化，但基本利差不变。

利随本清债券：发行时标明票面利率，到期兑付日前不支付利息，全部利息累计至到期兑付日和本金一同偿付。

3. 按币种划分

人民币债券：以人民币计价的债券，包括境内机构发行的人民币债券和境外机构发行的熊猫债券，占中国债券市场的绝大部分。

外币债券：以外币计价的债券。

SDR 债券：以特别提款权（SDR）计价的债券。

4. 按流通方式划分

可流通债券：可在银行间债券市场、交易所债券市场、商业银行柜台等市场中一个或多个市场交易流通的债券。

不可流通债券：不可流通转让的债券，可提前兑付、质押贷款、非交易过户等。

5 什么是利率债和信用债？

利率债主要是指国债、地方政府债券、政策性金融债和央行票据等以政府信用为依托的主体发行的债券，利率债价格主要受实际利率的影响。

信用债是指政府之外的主体发行的债券，具体包括企业债、公司债、短期融资券、中期票据、可转债等品种，信用债价格除受到实际利率影响外，还受发行主体信用状况的影响。

6 债券有哪些基本要素？

债券面值：债券的票面价格，并应注明币种。

债务人与债权人：债券的发行人是债务人，为筹集所需资金，发行人按照法定程序发行债券，从而取得一定时期内资金的使用权，但同时又承担着偿付债券的义务，需要按时还本付息。债券的购买者（或称持有者）是债权人，在约定期限内转让资金的使用权，依法或按债券募集说明书规定取得利息和到期收回本金。

债券的价格：债券是一种可以买卖的有价证券，是债券市场上的一种商品，有其价格。债券的价格是由面值、收益和供求关系共同决定的。

还本付息期限：债券发行人必须在规定的期限内偿还债券本金和利息，因此债券需约定还本付息期限。

债券利率：债券利率是计算利息的依据。它一般是根

据政府的相关法规确定，或根据资金市场供求状况确定。

7 什么是债券的价格？

债券价格分为发行价格和交易价格。债券的发行价格可能不等于债券面值。当债券发行价格高于面值时，称为溢价发行；当债券发行价格低于面值时，称为折价发行；当债券发行价格等于面值时，称为平价发行。债券的交易价格是指投资者在二级市场转让债券的成交价。有的债券成交不活跃，一些机构投资者通常用第三方估值，例如中央国债登记结算公司、中证指数公司的债券估值来计量债券价值。

8 什么是债券收益率？

债券收益率可分为当期收益率、到期收益率、持有期收益率、提前赎回收益率等。

当期收益率：当期收益率是债券的年息除以债券当前的市场价格所计算出的收益率，不考虑债券投资所获得的资本利得或是损失，只衡量债券某一期所获得的现金收入相较于债券价格的比率。

到期收益率：到期收益率是使投资购买债券获得的未来现金流现值等于债券当前市价的贴现率，相当于投资者按照当前市场价格购买并且一直持有至到期时可获得的年平均收益率。

持有期收益率：指投资者持有债券期间的利息收入加上买卖价差占债券买入价格的比率。

提前赎回收益率：债券发行人在债券规定到期日之前赎回债券时投资人所取得的收益率。

9 什么是债券的久期？

债券久期是用债券未来每一期现金流的折现值除以债券现价作为权重，分别乘以每一期现金流距现在的时间，然后相加得到的收回债券现金流的加权平均剩余期限。久期的经济学意义是用来衡量债券价格对收益率微小变动的敏感程度。久期越长，收益率微小变动导致债券价格变动幅度越大。

10 什么是信用评级？

信用评级分为主体信用评级和债券信用评级两种。主体信用评级是以企业或经济主体为对象进行的信用评级。债券信用评级是以企业或经济主体发行的有价债券为对象进行的信用评级。信用评级是对债券发行主体及其所发行债券按期还本付息的可靠程度进行评估，并标示其信用等级的等级。

根据央行制定的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》，分长期债券评级和短期债券评级。长期债券评级分为三等九级，从高到底分别为 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；短期债券信用等级划分为四等六级，从高到低符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

11 如何看待债券信用评级？

一般来说，在其他条件相同的情况下，信用等级越低，债券风险越大。但应注意到，信用评级只是对债券未来偿付概率的预测，信用等级会随着发债主体偿债意愿和增信措施有效性的变化而动态调整，并非是一成不变的。具体到某一只债券而言，高评级的债券也有可能发生违约，低评级的债券也有可能不违约。固然评级是标识债券风险的一把尺子，但不宜完全依赖评级来判断债券风险。

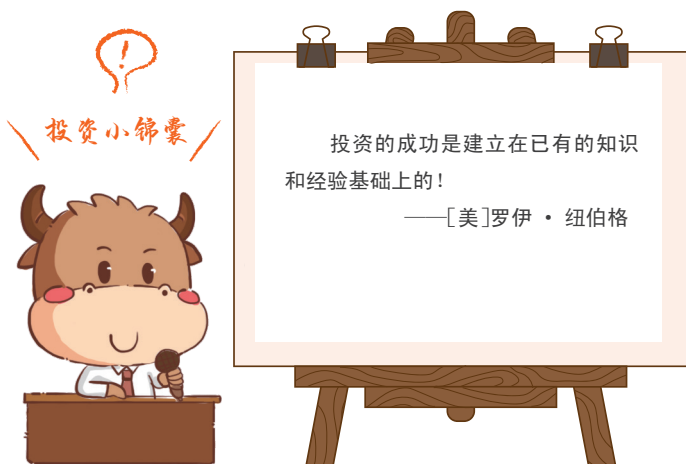
12 什么是付息债权登记日？

付息债权登记日：付息债券每次付息时需要进行债权登记，一般每次付息日的前一个交易日为债权登记日，债权登记日日终前卖出的债券持有者不享有本期利息。

13 投资债券的收益如何缴纳税收？

国债和国家发行的金融债券利息免纳个人所得税。2012

年及以后年度发行的地方政府债券利息免纳个人所得税。此外，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。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。



第二节 债券市场

1 什么是债券市场？

债券市场是债券发行和交易场所。根据功能划分，分为发行市场和流通市场。按组织形式划分，分为场内交易市场 and 场外交易市场。

2 债券市场有什么功能？

融资和投资功能：债券市场作为金融市场的重要组成部分，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。而对投资者来说，债券市场提供了丰富的债券投资标的，有利于满足其多元化资产配置需要。

资源配置功能：债券市场在宏观上还能优化资源的配置，效益好的企业发行的债券往往受投资者欢迎，发行时利率低，筹资成本较低；相反，那些效益差的企业发行的债券风险相对较大，不太受投资者欢迎，需要更高的风险溢价，相应筹资成本也较高。因此，通过债券市场定价，资金以合理的价格被分配到不同资质的需求者手中，从而有利于资源更加合理地得到配置。

宏观调控功能：作为国家货币政策的制定与实施部门，中央银行主要依靠公开市场业务、存款准备金、再贴现和

再贷款、利率政策、常备借贷便利、中期借贷便利、抵押补充贷款、定向中期借贷便利等货币政策工具进行宏观经济调控。

提供市场基准利率的功能：一般来说，在比较健全的金融市场上，只有那些信誉高、流通性强的金融产品的利率才能成为基准利率，比如国债利率就符合这点，通常被视为是无风险利率，国债流动性高、开放性强、价格发现机制成熟，可作为其他资产和衍生工具进行定价的基准。

防范金融风险的功能：一个较为完备的债券市场可有效降低该国金融系统的风险。金融债的发行极大地补充了银行的附属资本，尤其是通过次级债券的发行，银行不仅获得了稳定的资金来源，而且在股东之外还增加了债权人的约束，这样有利于银行的稳健运作。而且债券市场是一个投资者的行为高度市场化的市场，如果企业债务不偿付，会导致债权人“用脚投票”，有效地遏制了企业的无度融资，还会迅速导致公司在投资者群体中的名誉大损，这种惩罚自动扩散到整个市场和社会，给公司造成重大影响。

3 什么是场内市场和场外市场？

场内市场是指由法律规定的证券交易场所，是有组织、制度化的市场。我国债券的场内市场包括深圳证券交易所和上海证券交易所。

场外市场是在证券交易所外进行证券买卖的市场。我国债券的场外市场主要包括银行间市场和柜台市场。其中，

银行间市场主要是商业银行、农村信用联社、保险公司、证券公司、基金公司等金融机构进行债券买卖和回购的市场，目前已构成我国债券市场的主体部分。柜台市场主要是银行通过营业网点（含电子银行系统）与投资人进行债券买卖，并办理相关托管与结算等业务。

4 什么是债券的发行市场？

债券的发行市场又称为一级市场，是各主体发行债券融资的场所，投资者可以通过在一级市场上认购债券成为发行主体的债权人，享有获取债券利息收入并到期收回本金的权利。

5 什么是债券的交易市场？

债券的交易市场又称债券二级市场，是已发行债券进行买卖转让的市场。债券一经认购，即确立了一定期限的债权债务关系，在债券上市后投资者可以通过债券流通市场转让债券，实现债务债权关系的转让提前收回投资本金。

6 什么是债券回购交易？

债券回购是指交易双方在进行债券交易的同时，以契约方式约定在将来某一日期以约定的价格（本金和按约定回购利率计算的利息），由债券的“卖方”（正回购方）向“买方”（逆回购方）再次购回该笔债券的交易行为。债券回

购交易有质押式回购和买断式回购两种，买断式回购的资金出方对债券享有自由处置的权利。

7 什么是全价交易和净价交易？

全价交易是指债券价格中将应计利息包含在内的债券交易方式，其中应计利息是指从上次付息日到交易结算日债券的利息。净价交易是以不含利息的价格进行的交易，这种交易方式是将债券的报价与应计利息分解，利息按面值利率以天计算，持有人享有持有期的利息收入。



第三节 债券市场参与者

1 债券市场主要参与者有哪些？

发行人：指为筹集资金而发行债券的发行主体，包括政府、中国人民银行、金融机构以及具有法人资格的非金融机构等。

投资者：指认购债券的金融机构、非金融企业、个人和政府，是资金的提供者，在债权债务关系中通常称其为债权人。

中介机构：债券中介机构是指为债券发行提供服务，沟通债券发行者与投资者的机构，债券中介机构主要包括承销商、受托管理人、财产担保人、会计师事务所、律师事务所等。

自律性组织：包括证券交易所、交易商协会、证券业协会、证券登记结算机构、证券投资者保护基金等。

监管机构：包括中国人民银行、中国证监会、中国银保监会等。

2 证券营业部可以为投资者提供哪些服务？

证券营业部是证券公司的分支机构，证券公司往往有多个下辖的营业部。证券营业部是证券公司直接面对客户

的窗口，可以为客户提供开立股东账户和资金账户、开通业务权限、办理委托方式、联网查询等与证券账户有关的服务。

3 什么是证券服务机构？

证券服务机构是指依法设立的从事证券服务业务的法人机构，主要包括律师事务所、会计师事务所、证券投资咨询机构、资信评级机构、资产评估机构等。

4 什么是证券交易所？

证券交易所是证券买卖双方公开交易的场所，是一个高度组织化、集中进行证券交易的市场，是整个证券市场的核心。证券交易所本身并不买卖证券，也不决定证券价格，而是为证券交易提供一定的场所和设施，配备必要的管理和服务人员，为证券交易顺利进行提供一个稳定、公开、高效的市场。从世界各国的情况看，证券交易所所有公司制的营利性法人和会员制的非营利性法人，我国的证券交易所属于后一种。目前，大陆有两家证券交易所，即1990年12月1日开始营业的深圳证券交易所和1990年12月19日开业的上海证券交易所。

5 什么是证券业协会？

证券业协会是证券业的自律性组织，是社会团体法人。

中国证券业协会具有独立法人地位，采取会员制的组织形式，协会的权力机构为全体会员组成的会员大会。其自律管理体现在保护行业共同利益、促进行业共同发展方面。

6 什么是证券登记结算机构？

证券登记结算机构是为证券交易提供集中登记、存管与结算服务，不以营利为目的的法人。证券登记结算机构实行行业自律管理。我国的证券登记结算机构为中国证券登记结算有限责任公司。

7 什么是证券投资者保护基金？

证券投资者保护基金是指按照《证券投资者保护基金管理办法》筹集形成的、在防范和处置证券公司风险中用于保护证券投资者利益的资金。保护基金的主要用途是证券公司被撤销、关闭和破产或被中国证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时，按照国家有关政策规定对债权人予以偿付。

8 什么是证券监管机构？

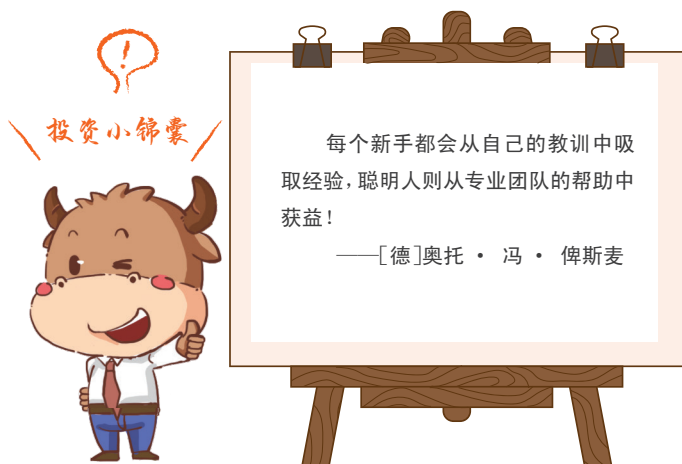
在我国，证券监管机构是指中国证监会及其派出机构。中国证监会为国务院直属正部级事业单位，依照法律、法规和国务院授权，统一监督管理全国证券期货市场，维护证券期货市场秩序，保障其合法运行。

9

投资者、证券公司、证券交易所、 登记结算公司之间是什么样的关系？

简单地说，投资者向证券公司发出买入指令，证券公司把投资者的买入指令再发送给交易所，成交后将证券放在登记结算公司投资者本人的证券账户中。卖出时，投资者把卖出指令发送给证券公司，证券公司将其卖出指令发送给交易所，成交后，登记结算公司从投资者证券账户中扣除相应的证券。

投资者入市手册（债券篇）



第四节 常用指数

1 什么是债券指数？

债券指数反映的是债券市场价格总体走势的指标体系。和股票指数一样，债券指数是一个比值，其数值反映了当前市场规定范围内的全部债券（指数样本券），按照一定的加权方法（如：市值加权平均法）所计算出来的平均价格相对于基期时刻以相同方法计算的这些债券的平均价格的位置，为依托于债券市场中的债券价格产生出的衍生产品。目前，中国的主要债券指数包括由中央国债登记结算有限责任公司（简称中央结算）编制的中债指数和由中证指数有限公司编制的中证债券指数和上证债券指数。

投资者入市手册（债券篇）

2 债券指数的作用是什么？

从实际运用的角度来说，债券指数主要有以下方面的作用：

（1）债券指数反映债券市场的总体价格状况，揭示市场走势特征表现，作为衡量债券市场整体收益率的基准，也可用作宏观经济的分析参考依据，对市场进行分析研究。

（2）作为衡量债券整体市场整体收益率水平的基础，是评估投资人业绩优良的标准。投资人可选择一定的投资

评估区间，在这段时间内计算出指数的回报率，然后再与自己投资回报水平进行比较，评判出投资业绩的优劣。这也为金融机构考核债券投资相关部门的业绩提供了依据。

(3) 帮助投资人建立指数型债券投资组合。债券指数可以帮助投资人建立指数型债券投资组合，用以模拟和钉住债券市场整体收益水平，减少频繁交易操作的成本，跟踪债券市场整体收益水平。

(4) 帮助金融监管部门及时掌握债券市场的信息。债券指数作为债券市场整体的价格走势指标，可以帮助金融监管部门及时准确地掌握市场当前的情况，制定公开市场操作的策略。同时市场上离奇的价格也会在指数上清晰地反映出来，可以帮助监管部门及时地发现违规的市场行为。

(5) 帮助债券发行主体了解市场情况，确立发债计划。各类债券的发行主体可以通过债券指数了解债券市场的当前行情和历史情况，为其制定债券发行的期限和价格提供决策帮助。

3 中债指数的分类？

中债指数是旨在多角度客观反映人民币债券市场走势特征的一系列债券指数。经过不断完善和改进，中债指数已渐形成一个指标丰富、覆盖面广的指数体系。按编制方法不同，该体系分为中债总指数族、中债成份指数族、中债策略型指数族、中债投资者分类指数族、中债外币计价

指数族、中债绿色系列债券指数族、中债持仓指数族、中债定制指数族八大系列。

中央结算公司为绝大部分的中债指数提供了财富、全价、净价三组总值和 6 个按照待偿期分段的子指数，并对应分别附有久期、凸性等指数的评价指标。其中，财富指数是以债券全价计算的指数值，考虑了付息日利息再投资因素，在样本券付息时再投资计入指数之中。全价指数是以债券全价计算的指数值，债券付息后利息不再计入指数之中。净价指数则不考虑债券利息。待偿期分段子指数则是将指数中的成分券按待偿期的不同，细分为 1 年以下、1-3 年、3-5 年、5-7 年、7-10 年、10 年以上 6 个区间段，各区间段单独形成一个子指数。

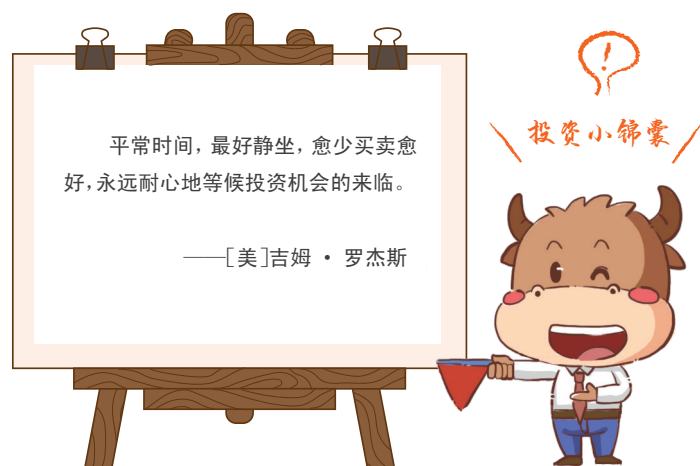
4 中证债券指数的分类？

中证债券指数包含综合、利率、信用以及可转债指数。其中中证全债指数和中证综合债券指数是两个常用的综合指数。

中证全债指数是中证指数公司编制的综合反映银行间债券市场和深沪交易所债券市场的跨市场债券指数，也是中证指数公司编制并发布的首只债券类指数。该指数的样本由银行间市场和深沪交易所市场中，信用级别投资级以上、剩余期限 1 年及以上的所有国债、金融债券及企业债券组成，采用市值加权计算，以反应全市场相应期限投资

级债券的整体表现。中证指数公司每日计算并发布中证全债的收盘指数及相应的债券属性指标，为债券投资者提供投资分析工具和业绩评价基准。

中证综合债券指数是综合反映银行间和交易所市场国债、金融债、企业债、央票及短融整体走势的跨市场债券指数，其选样是在中证全债指数样本的基础上，增加了央行票据、短期融资券以及一年期以下的国债、金融债和企业债，样本券剩余期限在 1 个月以上。该指数的推出旨在更全面地反映我国债券市场的整体价格变动趋势，为债券投资者提供更切合的市场基准。



第二章 交易指南 Trading Guide

第一节 入市开户

1 投资者如何参与交易所的债券交易？

投资者参与深沪交易所公司债券交易，目前主要是通过深圳、上海市场 A 股账户进行。符合相关资格条件的境内自然人、境内港澳台居民、获得中国永久居留权的外国人、境内法人、境内非法人机构，通过开户代理机构办理 A 股账户开立业务。具体资格条件、申请材料及办理流程参见《中国证券登记结算有限责任公司证券账户业务指南》相关规定。

2 如何办理证券账户开户业务？

您可以选择现场开户和非现场开户两种方式。具体如下：

(1) 现场开户：投资者应携带有效的身份证件，选择任意一家证券公司营业部，现场办理证券账户及资金账户的开立业务；

(2) 非现场开户：投资者可通过具有非现场开户业务资格的证券公司提供的网上开户系统，根据系统提示，自助办理开户手续；也可向该证券公司预约，通过见证方式办理开户手续。

3 境内自然人投资者应携带哪些材料办理证券账户开户业务？

境内自然人投资者申请开立证券账户时，需提交：

- (1) 《证券账户开立申请表》；
- (2) 投资者有效身份证明文件（第二代居民身份证）及复印件；
- (3) 委托他人代办的，还需提供经公证的委托代办书、代办人有效身份证明文件及复印件。

4 投资者开户交易的基本流程？

投资者入市开户交易的基本操作流程一般如下：



5

投资者提交开户申请材料后，多久可以开户成功，何时可用于申报证券交易？

投资者提交开户申请材料并审核通过后，证券公司将向中国结算统一账户平台报送开户数据，实时处理开户申请。证券账户开立后的次一交易日可用于申报证券交易及非交易业务。

6

投资者申请注销证券账户应满足什么条件？

- (1) 证券账户持有余额为零；
- (2) 不存在与该证券账户相关的未了结业务；
- (3) 中国结算规定的其他情形。

7

账户存在未了结业务的情形有哪些？

- (1) 证券账户存在对应的信用证券账户；
- (2) 证券账户已申报配股交易，尚未处理完毕；
- (3) 证券账户存在买断式回购交易、约定购回交易、质押式回购交易、证券公司自营质押、国债登记及国债期货交割、融资融券及转融通等未了结业务；
- (4) 证券账户属于冻结状态，尚未解除冻结；
- (5) 证券账户存在已参与新股、可转债、可交换债、基金申购，尚未处理的；

(6) 证券账户存在其他在途权益或具有中国结算规定的其他未交收、待交收、待处置业务等未了结业务情况。

8

投资者如何办理销户？

证券公司可根据中国结算有关规定采取临柜、见证、网络或中国结算认可的其他非现场方式为投资者办理证券账户注销业务。



第二节 投资者适当性管理

1 什么是投资者适当性？

投资者适当性核心有以下三方面内容：一是评估投资者，经营机构需要对投资者有全方面的了解，即“了解你的客户”（Know Your Customer）原则，明确投资者的风险承受能力，对投资者进行分类管理；二是评估投资产品的风险，经营机构理解其提供的产品、服务，尤其是产品、服务潜在的风险，建立完善的产品或服务分级制度；三是经营机构在对投资者及提供的产品、服务充分了解的基础上，将合适的产品、服务提供给合适的投资者。

2 什么是专业投资者和普通投资者？

交易所将债券市场投资者按照产品风险识别能力和风险承受能力，分为专业投资者和普通投资者。专业投资者包括：经有关金融监管部门批准设立的金融机构、金融机构面向投资者发行的理财产品、社会公益基金、QFII、RQFII、符合条件的法人或其他组织、符合条件的个人。机构投资者的甄别及投资者适当性管理的职责由交易所会

员单位履行。除专业投资者以外的投资者为普通投资者。

3 个人投资者认定为专业投资者需满足哪些条件？

同时符合下列条件的个人可认定为专业投资者：

- （1）申请资格认定前 20 个交易日名下金融资产日均不低于 500 万元，或者最近 3 年个人年均收入不低于 50 万元
- （2）具有 2 年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历，或者具有 2 年以上金融产品设计、投资、风险管理及相关工作经历，或者属于经有关金融监管部门批准设立的金融机构的高级管理人员、获得职业资格认证的从事金融相关业务的注册会计师和律师。

前款所称金融资产，是指银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货及其他衍生产品等。

4 机构投资者可投资的债券范围？

机构投资者可以认购及交易在交易所上市的全部债券，但下列债券仅限专业投资者中的机构投资者认购及交易：

- （1）债券信用评级在 AAA 以下（不含 AAA）的公司债券、企业债券（不包括公开发行的可转换公司债券）；
- （2）非公开发行的公司债券、企业债券；
- （3）资产支持证券；

(4) 证券交易所认可的其他仅限合格投资者中的机构投资者认购及交易的债券。

5 普通投资者可投资的债券范围？

普通投资者可以认购及交易交易所上市的下列债券：

- (1) 国债；
- (2) 地方政府债券；
- (3) 政策性银行金融债券；
- (4) 公开发行的可转换公司债券；
- (5) 符合《公司债券发行与交易管理办法》和证券交易所《公司债券上市规则》规定条件，面向公众投资者公开发行的公司债券；
- (6) 交易所认可的其他债券品种。

6 普通投资者的风险承受能力级别是如何进行评测的？

证券公司可以将普通投资者按其风险承受能力等级由低到高至少划分为五级，分别为：C1（含风险承受能力最低类别的投资者）、C2、C3、C4、C5。具体分类标准、方法以各证券公司规定为准。

7 您是否可以投资所有金融产品？

证券公司根据产品或服务的流动性、到期时限、杠杆

情况、结构复杂性、投资单位产品或者相关服务的最低金额、投资方向和投资范围、募集方式、托管情况、业绩比较基准、收益与风险的匹配情况，客户承担的主要费用及费率、发行人等相关主体的信用状况、同类产品或者服务过往业绩等因素，将产品或服务进行了风险等级划分，大部分证券公司由低至高划分为：R1、R2、R3、R4、R5 五个等级。具体划分方法和标准，以各证券公司规定为准。

原则上，您应根据证券公司对您的风险评测结果购买对应风险等级及以下的产品，股票属于中风险产品（大多数证券公司将中风险产品归为 R3 等级），您被评定为中高风险的客户时方可购买股票。若您的风险评测较低，但您却想购买高于自身风险等级的产品时，证券公司会给予一定的风险警示，被给予风险警示后仍坚持购买的，也可进行购买，具体流程需咨询证券公司。

8 如果购买的金融理财产品高于自己的风险承受能力，怎么办？

您在购买金融理财产品时，建议购买与自己风险承受能力相匹配的产品，若您主动要求购买风险等级高于其风险承受能力的产品或者接受相关服务的，证券公司在确认您不属于风险承受能力最低类别的投资者后，会就产品或者服务风险高于其承受能力进行特别的书面风险警示，若您仍坚持购买的，也可以向您销售相关产品或者提供相关服务。

第三节 交易规则

1 交易所债券市场的交易结算流程包括哪些步骤？

交易所债券市场的交易结算流程大致包括四个步骤

(1) 开户。债券投资者进入证券交易所参与债券交易，首先应选择一家证券经纪公司（交易所会员）办理开户手续，签订指定交易协议和证券交易委托协议，同时开立现金账户和证券账户。

(2) 委托和申报。投资者可以通过书面或电话、自助终端、互联网等自助委托方式下达委托指令，委托交易所会员买卖债券。委托指令可以是限价委托或市价委托。委托指令进行竞价交易申报，申报时间是交易日的 9:15-9:25（开盘集合竞价），及 9:30-11:30、13:00-14:57（连续竞价）、14:57-15:00（收盘集合竞价）。

(3) 交易达成。债券竞价交易按价格优先、时间优先的原则撮合成交。

(4) 清算与交收。同时采用集中竞价交易和协议大宗交易方式的债券现券及质押式回购交易采用净额担保结算，即净额清算、担保交收。证券登记结算机构对投资者等各结算参与人的应收应付债券、资金进行冲抵轧差清算，并作为中央对手方承担担保交收职责。交易日 15:00 证券

交易所收市后，证券登记结算机构根据交易所发送的成交数据进行清算，并将清算结果发送各结算参与人，T+1 日债券完成交收。

2 采用集中竞价交易方式进行债券现货交易应如何申报？

债券现货交易申报应当符合以下要求：

- (1) 申报单位：10 张或其整数倍；
- (2) 计价单位：每百元面值的价格；
- (3) 价格变动单位：0.001 元；
- (4) 每笔申报限制：最低申报限额为 10 张，最高申报限额为 100 万张；
- (5) 申报价格按照交易规则的规定执行。

3 债券现券集中竞价交易是否实施价格涨跌幅限制？

债券现券集中竞价交易不实行价格涨跌幅限制。

债券上市首日开盘集合竞价的有效竞价范围为发行价的上下 30%，连续竞价、收盘集合竞价的有效竞价范围为最近成交价的上下 10%；非上市首日开盘集合竞价的有效竞价范围为前收盘价的上下 10%，连续竞价、收盘集合竞价的有效竞价范围为最近成交价的上下 10%。

4 投资者与对手方协商好的债券协议大宗交易如何申报？

(1) 交易起点：不低于 5000 张（以人民币 100 元面额为 1 张），或者交易金额不低于 50 万元人民币（特定债券不受限制）；

(2) 成交价格：有价格涨跌幅限制证券的协议大宗交易的成交价格，在该证券当日涨跌幅限制价格范围内确定。无价格涨跌幅限制证券的协议大宗交易的成交价格，在前收盘价的上下 30% 之间确定。

(3) 申报类型：深交所接受下列类型的协议大宗交易申报：

- (一) 意向申报；
- (二) 成交申报；
- (三) 定价申报；
- (四) 其他申报。

协议大宗交易意向申报指令应当包括证券账户号码、证券代码、买卖方向和本方交易单元代码等内容。意向申报不承担成交义务，意向申报指令可以撤销。

协议大宗交易成交申报指令应当包括证券账户号码、证券代码、买卖方向、价格、数量、对手方交易单元代码、约定号等内容。成交申报要求明确指定价格和数量。成交申报可以撤销，但在对手方提交匹配的申报后不得撤销。

深交所对约定号、证券代码、买卖方向、价格、数量等各项要素均匹配的成交申报进行成交确认。

协议大宗交易定价申报指令应当包括证券账户号码、证券代码、买卖方向、价格、数量和本方交易单元代码等内容。市场所有参与者可以提交成交申报，按指定的价格与定价申报全部或部分成交，深交所按时间优先顺序进行成交确认。定价申报的未成交部分可以撤销。定价申报每笔成交的数量或交易金额，应当满足协议大宗交易最低限额的要求。

(4) 交易申报时间为：9:15-11:30、13:00-15:30。

5 投资者当日买入的债券是否可以当日卖出？

债券可以进行回转交易，即当日买入的债券可在当日卖出。

6 个人投资者是否可以做债券质押式回购？

个人投资者可通过开通的证券账户参与交易所国债逆回购交易。即通过质押式回购融出资金，到期获取一定的收益。投资者在交易所市场进行债券回购交易，必须选定一家证券经营机构并签订全面指定交易协议。深沪交易所分别根据期限不同设有 9 个期限逆回购品种。

深交所回购品种：1 国债回购(R-001 代码 131810)、2 国债回购(R-002 代码 131811)、3 国债回购(R-003 代码 131800)、4 国债回购(R-004 代码 131809)、7 国债回购(R-007 代码 131801)、14 国债回购(R-014 代码 131802)、28 国债回购(R-028 代码 131803)、91 国债回购(R-091 代码 131805)、182 国债回购(R-182 代码 131806)。

上交所回购品种：1 国债回购(GC001, 代码 204001)、2 国债回购(GC002, 代码 204002)、3 国债回购(GC003, 代码 204003)、4 国债回购(GC004, 代码 204004)、7 国债回购(GC007, 代码 204007)、14 国债回购(GC014, 代码 204014)、28 国债回购(GC028, 代码 204028)、91 国债回购(GC091, 代码 204091)、182 国债回购(GC182, 代码 204182)

7 深交所债券质押式回购市场的申报应当符合哪些规则？

投资者进行回购交易，其申报应当符合下列要求：

- (1)申报单位：10 张或其整数倍。
- (2)计价单位：资金到期年收益率(%)，报价时省略百分号(%),即“每百元资金到期年收益率”。
- (3)价格变动单位：0.001 或其整数倍。
- (4)每笔申报限制：最低申报限额为 10 张，最高申报限额为 100 万张。

(5)申报价格按照交易规则的规定执行。

8 深交所债券质押式协议回购市场的交易规则？

债券质押式协议回购交易（以下简称“协议回购”）是指回购双方自主协商约定，由资金融入方（以下简称“正回购方”）将债券出质给资金融出方（以下简称“逆回购方”）融入资金，并在未来返还资金和支付回购利息，同时解除债券质押登记的交易。

(1)专业投资者中的机构投资者可以参与债券质押式协议回购交易。

(2)投资者参与协议回购前，应当签署《深圳证券交易所债券质押式协议回购交易主协议》《风险揭示书》；

(3)协议回购申报的时间为每个交易日的 9:15 至 11:30, 13:00 至 15:30；

(4)协议回购的期限不得超过 365 天，且不得超过质押券的存续期间；

(5)协议回购的交易要素包括但不限于回购方向、回购利率、质押券名称、质押券数量、折算比例等。投资者应当依据法律、行政法规、部门规章、其他规范性文件以及交易所、登记结算机构业务规则的规定，合理商定协议回购交易要素的具体内容，不得存在误导、欺诈、市场操纵或利益输送行为。

9 深交所债券质押式三方回购市场的交易规则？

债券质押式三方回购交易(以下简称“三方回购”),是指资金融入方(以下简称“正回购方”)将债券出质给资金融出方(以下简称“逆回购方”)以融入资金,约定在未来返还资金和支付回购利息,同时解除债券质押,并由交易所、中国结算提供相关的担保品管理服务的交易。

(1)专业投资者中的机构投资者可以参与债券质押式三方回购交易,投资者参与三方回购之前,应当进行投资者适当性备案。

(2)投资者参与三方回购前,应当签署《深圳证券交易所债券质押式三方回购交易主协议》《风险揭示书》。

(3)协议回购申报的时间为每个交易日的 9:15 至 11:30,13:00 至 15:30;

(4)深交所三方回购初始交易金额应当为 50 万元人民币及其整数倍。

(5)三方回购的期限不得超过 365 天,且不得超过质押券的存续期间。

(6)三方回购的交易要素包括但不限于回购方向、回购金额、回购期限、回购利率、质押券篮子、指定质押券名称与质押券数量等。投资者应当依据法律、行政法规、部门规章、其他规范性文件以及交易所、登记结算机构业务规则的规定,合理商定三方回购交易要素的具体内容,不得存在误

导、欺诈、市场操纵或利益输送行为。

(7)交易所根据债券类型、发行方式和评级结果等将债券划分为若干个篮子。各质押券篮子的债券清单、折扣率标准由交易所确定,回购双方在三方回购申报中须指定一个或若干个质押券篮子。回购交易双方可以自行指定具体质押券,指定的质押券应在交易申报确定的质押券篮子范围内,且指定质押券到期日应不早于回购到期日。

(8)深交所三方回购的正回购方应当在交易申报前,通过深交所向中国结算申报拟出质券存放指令,拟出质券应符合深交所发布的质押券篮子要求。三方回购的正回购方可通过深交所向中国结算申报拟出质券提取指令,提取成功后可申报卖出或用于其他业务。

10 深交所特定债券转让规则？

(1)特定债券简称前冠以“H”字样,以全价方式计价。

(2)受让特定债券须签署《深圳证券交易所关于受让特定债券的风险知悉书》且必须为合格机构投资者。

(3)可以采用意向申报、定价申报、成交申报或深交所认可的其他方式进行申报。申报数量为 1 张或其整数倍,不设申报价格范围限制。



投资小锦囊

除非你真的了解自己在干什么,否则什么也别做。

——[美]吉姆·罗杰斯

第三章 投资入门

Introduction to Investment

第一节 债券投资策略

1 什么是配置型投资策略？

配置型投资策略是一种不依赖于市场变化而保持固定收益的投资方法，其做法是买入债券并持有至到期，以获得债券利息收入和到期安全收回本金。因此，配置型投资策略也常常被称作保守型投资策略。采用配置型投资策略需根据投资者资金的使用状况来选择适当期限的债券。一般情况下，期限越长的债券，其收益率也往往越高。但期限越长对投资资金锁定的要求也越高，该种策略在收益率高点择时买入并且选择没有或者很小信用风险的债券品种尤为关键，机构的选择品种多为利率债和高等级信用债。

2 什么是交易型投资策略？

交易型投资策略是指投资者通过主动预测债券收益率的变化，预测出债券价格的变化方向和幅度，通过在二级市场买卖债券获取差价收益。因此，交易型投资策略也常常被称作积极型投资策略。当市场利率上行时，债券的价格通常会下跌。这种方法要求投资者具有丰富的投资知识及市场操作经验，并且要支付相对较多的交易成本。如果对市场的走势预测正确，此策略下投资者除了票息收入还可以获得资本利得的回报。

第二节 债券市场利率分析

1 影响债券市场利率的主要因素有哪些？

债券收益率受到经济基本面、资金面、政策面、供需关系和市场情绪等五个方面因素的影响。

经济基本面：主要包括经济增长情况和通货膨胀指标。如果经济面临下行压力，利率下行的可能性更大，利好债市；而通货膨胀越严重，则对债市越不利。

资金面：资金面通常指银行间市场流动性的多少，与央行公开市场操作、缴税因素、节假日取现需求、月末和季末的季节性因素等密切相关。资金面松有利于债券价格上涨，资金面紧则对债市构成利空。

政策面：政策面包括货币政策、财政政策以及监管政策等。政策面通过影响资金面、经济运行和市场参与者行为来影响债券市场。一般来说，货币政策偏宽松对债市构成利好，财政政策偏积极对债市构成利空，监管政策影响需视具体情况分析。

供需关系：债券市场的供求直接影响债券价格，供给增加或需求减弱时，债券价格通常下跌，当供给减少或需求上涨时，债券价格通常上涨。债券供需关系对债券收益率产生扰动，但不影响趋势。供给端是观测的重点，短期

内发行放量可能对债市构成利空。

市场情绪：投资者情绪是利率走势的重要影响因素，在政策面、信息面等因素催化下，投资者情绪可能偏向乐观和悲观，并促使利率走势出现快速变化。债券是重要的避险资产，如果市场风险偏好下降，资金通常流出股市流向债券，因此我们常常看到“股债跷跷板”现象。

2 衡量经济基本面的指标有哪些？

1. 经济增长的衡量指标

从长期来看，名义经济增长决定资产回报，资产回报引导负债成本，如果经济面临下行压力，那么整体利率水平也会面临下行压力，从而利好债市。分析经济增长情况有助于判断债券市场利率走势，而 GDP 同比增速及 PMI 则是两个重要的经济增长衡量指标：

GDP 同比增速：指经济社会（即一个国家或地区）在一定时期内运用生产要素所生产全部最终产品（产品和服务）的市场价值，即国内生产总值。通常用 GDP 同比增速衡量经济增长的情况。

工业增加值：指工业企业在报告期内以货币形式表现的工业生产活动的最终成果；是工业企业全部生产活动的总成果扣除了在生产过程中消耗或转移的物质产品和劳务价值后的余额；是工业企业生产过程中新增加的价值。

固定资产投资额：以货币表现的建造和购置固定资产

的工作量以及与此有关的费用的总称，反映固定资产投资规模、速度和投资比例关系的综合性指标。

PMI (采购经理人指数): 反映经济状况的先行指标，具有较强的预测和预警作用。PMI 指数分综合 PMI 指数、制造业 PMI 指数和非制造业 PMI 指数，分别反映当期全行业、制造业和非制造业的运行情况。PMI 通常以 50% 作为经济强弱的分界点，PMI 高于 50% 时，反映经济总体扩张；低于 50%，则反映经济总体收缩。我国目前公布的有官方 PMI 和财新 PMI 两种，官方 PMI 主要针对全国大中型企业的 PMI 统计调查，而财新 PMI 则聚焦于中小企业的 PMI 统计调查。

2. 通货膨胀衡量指标

通货膨胀是指一段时间内物价持续而普遍地上涨现象。短期利率与通货膨胀及通货膨胀缺口成正向关系，短期利率的抬升会通过利率传导机制传导至长期利率，因此当通货膨胀率走高或超预期时，对债市往往是利空的，债券收益率也会预期走高。通货膨胀水平通常用 CPI 和 PPI 来衡量：

CPI: 即居民消费价格指数，反映一定时期内城乡居民所购买的生活消费品和服务项目价格变动趋势与程度的相对数。CPI 的同比或者环比变动可用来衡量通货膨胀的程度。

PPI: 即生产者物价指数，反映一定时期内全部工业产品出厂价格总水平的变动趋势和程度的相对数，通过该指标可观察出厂价格变动对工业总产值及增加值的影响。

3 资金面分析的关注重点是？

市场的资金面状况是影响债券收益率及市场走向的关键因素之一，货币市场利率体现了金融机构（尤其是银行）拆借资金成本，反映出当前金融体系资金供需状况，对短端债券的收益率有直接影响。货币市场利率中关注度最高的是 7 天存款类机构质押式回购拆借利率（DR007），这也是央行监测货币市场运行的核心指标。通过对货币市场量价关系、期限占比的分析可反映市场对资金面的预期。一般预期宽松且资金利率较低时，市场倾向于借短资金，当预期偏紧时，一般倾向于锁定风险以及资金成本，借长期限的资金。

4 如何进行政策面分析？

货币政策和财政政策是影响债券利率的最重要两个因素，此外金融监管政策对债券利率的影响也日益增强。

货币政策: 货币政策中央银行为实现其特定的经济目标而采用的各种控制和调节货币供应量和信用量的方针、政策和措施的总称。运用各种工具调节货币供应量来调节市场利率，通过市场利率的变化来影响民间的资本投资，影响总需求来影响宏观经济运行的各种方针政策。当央行采取宽松的货币政策时，金融市场可用资金增加、成本下降，债市收益率往往下行。调节总需求的货币政策的三大

工具为法定准备金率，公开市场业务和再贴现政策。

1. 法定准备金率：指存款货币银行按法律规定存放在中央银行的存款与其吸收存款的比率。法定存款准备金率政策的真实效用体现在它对存款货币银行的信用扩张能力、对货币乘数的调节。由于存款货币银行的信用扩张能力与中央银行投放的基础货币存在乘数关系，而乘数的大小与法定存款准备金率成反比。因此，若中央银行采取紧缩政策，中央银行提高法定存款准备金率，则限制了存款货币银行的信用扩张能力，降低了货币乘数，最终起到收缩货币供应量和信贷量的效果，反之亦然。

2. 公开市场业务：中央银行公开买卖债券等的业务活动即为中央银行的公开市场业务。公开市场业务是指中央银行通过买进或卖出有价证券，吞吐基础货币，调节货币供应量的活动。根据经济形势的发展，当中央银行认为需要采取紧缩的货币政策时，便卖出证券，相应地收回一部分基础货币，减少金融机构可用资金的数量；相反，当中央银行认为需要采取宽松的货币政策时，便买入证券，扩大基础货币供应，直接增加金融机构可用资金的数量。

3. 再贴现政策：再贴现是指存款货币银行持客户贴现的商业票据向中央银行请求贴现，以取得中央银行的信用支持。中央银行根据政策需要调整再贴现率，当中央银行提高再贴现率时，存款货币银行借入资金的成本上升，基础货币得到收缩，反之亦然。

财政政策：是政府进行宏观调控的主要手段之一，对

经济运行影响很大，分为扩张的财政政策和紧缩的财政政策。扩张的财政政策主要通过扩大财政支出（增加财政赤字）、减税等方式刺激社会总需求。一般而言，可通过看政府每年拟定的预算财政赤字和财政赤字率以探查财政支出政策，财政赤字越大、赤字率同比增长越多，说明政府计划性支出越多，经济走强的概率也就相对越大。

5 如何分析供求关系？

债市收益率受到债券供求关系的影响，债券市场供给压力往往会推高债券收益率，而市场旺盛的需求则会导致债市收益率的下行。

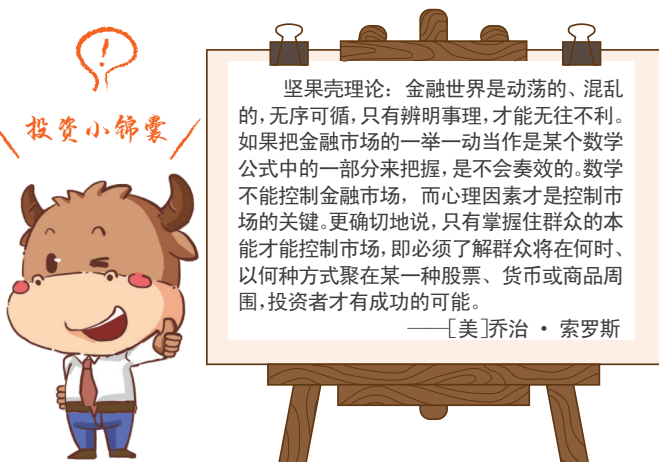
供给方面，国债、政策性金融债与地方政府债的年度净增量有额度约束，结合到期量数据可以较好地预测利率债年度总供给，发行节奏则受到市场收益率变化的影响。信用债的供给弹性相对大，发行速度受收益率变动及发行审批节奏的影响。债券收益率走高时，信用债的发行节奏往往会放缓。

需求方面，银行自营是利率债的主要投资者，广义基金（公募基金、银行理财等）更偏好信用债投资，因此债券投资需求受配置机构资金安排的影响。同时，随着债市开放政策进一步深化，境外机构投资者逐步成为中国债市的重要参与者，其行为特征也将对债市供求关系产生影响。机构规模变化，如银行委外和相应监管政策下机构的品种

投资限制，都会对不同品种的供求关系产生影响。

6 市场情绪如何影响债券价格？

投资者情绪是利率走势的重要影响因素，在政策面、信息面等因素催化下，投资者情绪可能偏向乐观或悲观，并促使利率走势出现快速变化。市场情绪通常指风险偏好，在市场没有增量信息的情况下往往会影响债市波动。当风险偏好上升时，债券价格下跌，股票价格上涨，通常称为“股债跷跷板”现象。



第三节 债券信用分析

1 什么是信用风险？

狭义的信用风险又叫违约风险，是指债券发行人未按照契约的规定支付债券的本金和利息，给债券投资者带来的损失的可能性。广义的信用风险除违约之外，还包括由发行主体信用资质的改变导致的信用债价格的变化。

2 什么是债券的信用分析？

债券的信用分析即是通过分析债务人的现金流充沛程度和稳定性，评估债务人的偿债能力，以期尽量规避由于信用风险导致的投资损失。

3 信用分析的基本框架是怎样的？

信用分析需要采用定性分析和定量分析相结合。定性分析包括宏观环境分析、行业状况分析、竞争地位分析和战略分析。定性分析包括外部宏观环境分析、行业状况分析、与信用主体的竞争地位分析和战略分析，以及股东背景、公司治理等层面的分析。定量分析包括对债务人盈利能力、现金获取能力、偿债能力和资本结构分析。

4 如何进行信用分析中的定性分析？

对债券投资主体的信用状况进行定性分析包括宏观环境分析、行业状况分析、竞争地位分析、股东背景分析、公司治理分析和战略管理分析等六个部分。

宏观环境：关注宏观经济状况和经济增长速度、当前所处的经济周期、宏观经济政策和法律制度。宏观经济周期与债券市场违约率存在很强的负相关关系，在经济下行时，企业的信用状况会恶化，企业所发债券的违约率会上升。

行业状况：关注发行主体所处行业的景气度与发展趋势，关注行业周期、产品生命周期和行业在产业链中的地位。如果一个行业出现产能显著过剩等趋势性恶化且短期内难以扭转，则即使行业内最好的企业信用状况也存在恶化的可能。

竞争地位：关注企业在市场中的地位、企业的关键竞争优势、市场占有率等。企业在行业中越处于相对有利的竞争地位时，公司经营的稳健性往往越能得以保障。

股东背景：根据控股股东背景，可以将信用主体划分为中央国有企业、地方国有企业以及民营企业等。中央国有企业、地方国有企业的股东实力往往比较雄厚，抗风险能力更强，发生信用风险的概率相对较低；民营企业的信用风险相对较大。

公司治理：公司治理主要涉及到企业各相关利益主体

之间的责、权、利的划分与相互的制衡。公司治理风险主要包括股权之争、大股东掏空、管理层激进等方面：

(1) 实际控制权之争，侵害债权人和中小股东利益的同时，也会加剧信用风险。

(2) 控股股东利用绝对控股地位，采用不合法手段，转移下属公司资源，侵占中小股东及债权人利益。融资主体被大股东掏空后往往会成为空壳，债权人的利益难以保障，极有可能引发债务违约。

(3) 公司管理层风格过于激进，极有可能导致企业无法承担陡增的债务负担，导致基本面恶化，并最终引发违约。

管理战略：对公司的经营目标、管理风格、财务政策和融资战略等进行分析。稳健的经营管理战略有助于增强公司的稳定性。

5 如何进行信用分析中的定量分析？

对债券投资的主体的信用状况进行定量分析包括盈利能力分析、现金获取能力分析、偿债能力和资本结构分析等四个部分。

盈利能力：雄厚的获利能力是现金产生能力的基础，也是企业偿还债务的保障。衡量公司盈利能力的指标包括

- 1) 主营业务收入及增长率
- 2) 主营业务利润率
- 3) 总资产收益率(ROA)= 净利润 / 平均总资产

4)净资产收益率(ROE)= 净利润 / 平均净资产

5)营业利润率

6)净利率及增长率等。

现金获取能力：由于企业必须用现金而不是账面盈利来偿还债务，因此现金流分析是信用分析的基础，需考察现金流规模、构成、变化及其稳定性。考察企业现金获取能力的指标包括

1)经营活动现金流及增长率

2)投资活动现金流

3)自由现金流、筹资现金流

4)现金收入比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

5)应收账款周转率 = 主营业务收入 / 平均应收账款余额

6)存货周转率 = 主营业务成本 / 平均存货余额等。

偿债能力：衡量企业偿债能力的核心是衡量企业可支配资金与需偿付债务的对比关系。衡量企业偿债能力的指标包括

1)经营活动现金流 / 总债务

2)到期债务偿付比率 = 经营活动现金流 / (现金利息支出 + 本期到期的本金)

3)利率覆盖倍数 = EBITDA(或经营现金流) / 利息支出

4)货币资金 / 短期债务

5)流动比率 = 流动资产 / 流动负债

6)速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债。

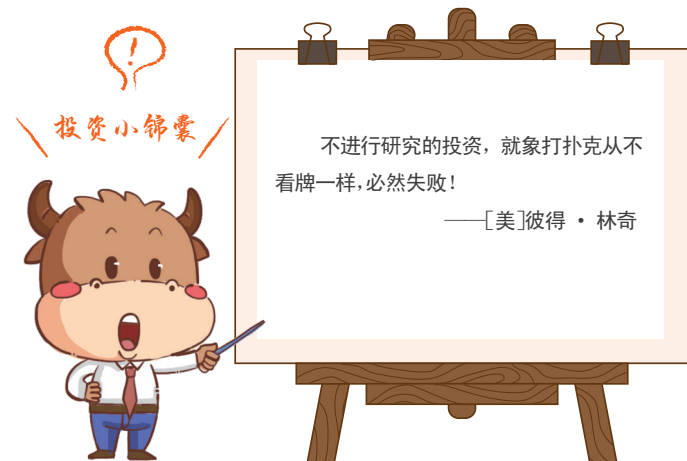
资本结构：资本结构衡量的是公司的财务杠杆和举债程度，公司的财务杠杆越高，则面临的偿债压力越大。衡量公司资本结构的指标有

1)资产负债率 = 总负债 / 总资产

2)短期债务比率 = 短期债务 / 总负债

3)总债务资本比 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益)

4)长期债务资本比 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益)。



第四章 风险与维权

Risks and Rights Protection

第一节 债券投资风险

1 投资者投资债券需注意哪些事项？

（1）充分知晓金融市场法规知识

投资者投资金融市场时，应充分知晓并遵守国家有关法律法规、监管政策、业务规则及证券公司的业务制度和业务流程。如委托他人代理开立客户账户，代理人也应了解并遵守国家有关法律法规、监管政策、业务规则及证券公司的业务制度和业务流程。

（2）审慎选择合法的证券公司及其分支机构

当投资者进行证券投资时，请与合法的证券公司签订客户账户开户协议以及证券交易委托代理协议，有关合法证券公司和证券从业人员的信息可通过中国证券业协会网站（www.sac.net.cn）查询。

（3）选择适当的投资品种与熟悉的委托方式

证券市场提供了多种投资交易品种，其投资特点和交易规则也不尽相同，投资者应充分了解自己的风险承受能力，选择与自己风险承受能力相匹配的证券交易品种进行投资。在投资之前，投资者务必详细了解该证券品种的特点、潜在风险和交易规则。

通常证券公司为投资者提供的委托交易方式有柜台委

托、自助委托、电话委托、网上委托和手机委托等，投资者应详细了解各委托交易方式的具体操作步骤，尽量选择自己相对熟悉的委托方式。同时，建议投资者开通两种以上委托方式。

(4) 审慎授权代理人，切勿全权委托

投资者在选择代理人时，应充分了解，审慎授权。代理人在代理权限内以投资者的名义进行的行为即视为投资者自己的行为，代理人向投资者负责，而投资者将对代理人在代理权限内的代理行为承担一切责任和后果。为保护自身合法权益，建议投资者除依法开展的客户资产管理业务外，不要与任何机构或个人签订全权委托投资协议，或将账户全权委托证券公司工作人员操作，否则由此引发的一切后果将由投资者本人自行承担。在参与依法开展的客户资产管理业务时，请投资者务必详细了解客户资产管理业务的法律法规和业务规则，核实所参与的资产管理产品的合法性。

(5) 严格遵守账户实名制规定，妥善保管身份信息、账户信息和账户密码

投资者开立证券账户时，应出示本人有效身份证明文件，使用实名，保证开户资料信息真实、准确、完整、有效，保证资金来源合法，自行设置账户密码并妥善保管身份信息、账户信息和账户密码等，不得将相关信息告知或提供给他人使用（包括证券公司工作人员），由于投资者管理不当或使用不当造成的后果和损失，由投资者自行承担。

特别提醒，当投资者的个人信息发生变更时，应及时与所委托的证券公司联系进行变更。

(6) 了解证券市场的风险

市场行情不可能只涨不跌，高投资收益的同时必然伴随着高投资风险，投资者应当在开户前对自身的经济承受能力和心理承受能力做出客观判断，对于自己投资证券市场的资金数额和资金来源作出谨慎决定。当投资者准备用自己的养老钱、看病钱、子女教育资金甚至是自住房屋抵押贷款或其他借款投资之前，一定要充分知晓“投资有风险，入市须谨慎”。

2 债券投资的主要风险有哪些？

利率风险：指利率变动引起债券价格波动的风险。债券的价格与利率呈反向变动关系：利率上升时，债券价格下降。例如，十年前你购买了一种面值 1000 元，年息 10% 利率的债券，到现在，如果其他债券都支付 12% 的年利率，你就不可能再以 1000 元的面值将这种债券卖给别人，你的售价肯定会低于面值，使得其实际收益率达到 12% 的水平。这种由于未来利率变化不确定性，而导致债券贬值的风险，便是债券的利率风险。

通货膨胀风险：在现实生活中，每个人都会遇到这样的问题，由于物价的上涨，同样金额的资金，未必能买到过去同样的商品。这种物价的变化导致了资金实际购买力

的不确定性，称为购买力风险，或通货膨胀风险。同样在债券市场上，由于投资债券的回报是以货币的形式来支付的，在通货膨胀时期，货币的购买力下降，也就是投资的实际收益下降，也存在给投资者带来损失的可能。值得注意的是，债券的利率风险和通货膨胀风险不是割裂的，通货膨胀率会影响市场的利率水平。

信用风险：指因交易对手未能履行合同义务而造成经济损失的风险，债券的信用风险包括违约风险和市场价格风险（价差风险）。债券发行者因各种原因不能按时兑付债券契约规定的利息和本金而发生违约，由此带给债券投资者的风险叫做违约风险。价差风险指由于债务人信用评级下降而导致价格下降的风险。

流动性风险：债券的流动性衡量的是债券投资者将手中的债券变现的能力。债券投资的流动性风险是指目前交易所有些债券的交投非常不活跃，投资者在短期内无法以合理价格出售债券。但若准备持有到期，则不需要考虑流动性风险。

提前赎回风险：指对于含有提前赎回条款的公司债，发行公司可能在市场利率大幅下降时行使提前赎回权在到期日前赎回债券，从而使投资者因提前赎回导致的利息损失和降低再投资回报的风险。

3 什么是系统性风险与非系统性风险？

债券投资的风险根据是否可通过分散化投资消除分为

系统性风险和非系统性风险。系统性风险与非系统性风险并不是相互独立的，而是相互作用和相互影响的。其中，系统性风险是由于某种全局性因素导致的风险，是不可分散风险，债券投资的系统性风险包括利率风险和通胀风险。非系统性风险是由于被投资主体的个体因素导致的风险，是可通过多样化投资分散的风险，债券投资的非系统性风险包括信用风险、流动性风险和提前赎回风险。

4 如何正确理解收益与风险的关系？

债券投资风险与收益的基本关系是：收益与风险相对应。也就是说，风险较大的债券，其要求的收益率相对较高；反之，收益率较低的投资对象，风险相对较小。但是，绝不能因为收益与风险有着这样的基本关系，就盲目地认为风险越大，收益就一定越高。收益与风险相对应的原理只是揭示收益与风险的这种内在本质关系：收益与风险共生共存，承担风险是获取收益的前提；收益是风险的成本和报酬。

5 个人投资者应该采取什么样的投资策略或方式以防范风险？

债券市场主要是机构投资者参与的市场，个人投资者参与债券市场，在信息处理、交易成本、风险承受力等方面处于劣势，因此要审慎投资，采取合适的方式或策略进

行投资。具体而言，有以下几点参考意见：

一是通过债券型基金、理财产品、资管产品等间接参与债券市场。相对于股票，债券是非标准化的产品，具体到个券条款和要素时情况千差万别，这增加了个人信息处理的难度；另外，个人资金量相对有限，而债券市场主要是批发市场，单笔成交量一般较大，在这种情况下，通过集合类投资计划间接参与，可以较好地利用专业机构的管理能力，同时获取规模经济和资产分散配置带来的效益。

二是不可仅认准票面利率或收益率高就买。一些债券票面利率高或是收益率高，通常表明市场认为其偿债风险相对较高，要求较高的风险溢价，因此，投资者认购债券时，不能仅考虑收益而不考虑风险。对于个人投资者而言，由于风险认知和处理能力相对有限，购买利率债、高等级信用债可能是较合适的选择。

三是不可超过自己能力运用杠杆。通过杠杆操作固然能放大收益，但遇到不利情况时也会承受更大损失。投资者不宜因贪图过高的收益而超过自身投资能力和承受能力盲目放大杠杆。



投资小锦囊

我从来不在我不懂的事情上投入大量的金钱。

——[美]彼得·林奇

第二节 维权介绍

1 债券持有人享有哪些权利？

债券持有人主要拥有利息支付请求权、偿还本金请求权等；债券持有人可依照法律、公司章程的规定获得有关信息，类似于股票投资者拥有的知情权；债券持有人参加债券持有人会议时，还拥有提议权、召集权、表决权等；如果发行主体破产，债券持有人还拥有剩余资产的优先分配权；对于持有可转债的持有人来说，可以根据约定条件将所持有的可转债转换为公司股份，也可以依照法律、行政法规及公司章程的规定转让、赠与或质押其所持有的可转债。

2 什么是受托管理人制度？

债券受托管理人是根据债务托管协议而设立的维护债券持有人利益的机构。债券受托管理人与债券持有人的关系为委托代理关系。债券受托管理人应当为债券持有人的最大利益行事，不得与债券持有人存在利益冲突。受托管理人由债券发行的承销机构或其他经中国证监会认可的机构担任，并且还应是中国证券业协会的会员。

3 投资者如何通过受托管理人行使债权人权利？

基于受托管理人制度，投资者可以及时通过受托管理人信息披露、召集的债券持有人会议等途径获悉发行人及债券相关要素在存续期内的变化情况，理性分析投资风险。同时，为提高集体行使权利的效率，投资者宜积极支持受托管理人履职，为其组织召开债券持有人会议、与发行人谈判协商、采取诉讼手段等给予支持和合理授权。

4 债券持有人会议制度中投资者享有哪些权利？

投资者通过认购、购买或其他合法方式取得并持有债券的，视作同意该期债券的《受托管理协议》与《债券持有人会议规则》。因此，在投资者风险识别与预估时，须充分关注并理解上述协议及规则的相关约定，并在债券存续期内，充分重视自身作为债券持有人的提议权、召集权、表决权等权利，及时按照会议规则规定的程序行使权利，表达意见，真正使债券持有人会议制度为投资者所用。

5 在债券契约或募集说明书中可以设置哪些特殊保护性条款，以进一步保护债券投资者的权益？

发行人和投资者经过协商，在债券契约或募集说明书

中，可以设置一些特殊性条款以保护投资者权益，例如：

(1) 交叉违约条款。交叉违约是指发行人或其合并范围内子公司在出现其他债务违约，且达到一定金额或超过净资产一定比重的情况下，本次债券也视同违约。适用该条款后，债券持有人有权在发行人出现其他债务违约时，及时启动投资者保护机制，通过召开债券持有人会议，要求发行人提供适当担保、协商变更本次债券相关约定并承担相应违约责任、宣布债券加速到期、提起仲裁或诉讼等，避免本次债券的偿付严重劣后于其他债务而对投资者造成难以挽回的损失。

(2) 财务指标承诺条款。财务指标承诺是指发行人在募集说明书中对债券存续期内的某一项或几项财务指标做出承诺，如最高资产负债率、最低净利润率、最高对外出借资金规模等。如相应阈值突破或未按期披露，则视同本次债券违约，债券持有人有权启动投资者保护机制，按照协议约定要求发行人回购债券或者提前偿付债券本息等。该条款应根据发行人的不同特点而选择适用，如：对于报告期内债务负担较重的发行人，可以要求设置最高资产负债率、最大对外担保比例条款等，对于盈利能力较差且现金流压力较大的发行人，可以要求设置最低净利润率、最高对外出借资金规模条款等。另外，在使用财务指标承诺条款时，还应要求在《债券受托管理人协议》中明确受托管理人有义务检查发行人上述承诺的履行情况并督促其按时履行信息披露义务。

(3) 事先约束条款。事先约束是指发行人及其控股股东、实际控制人和高级管理人员自愿对债券存续期间重大经营行为进行约束，如：发生向股东分红、改变主营业务、大额投资与主营业务不相关的高风险行业等特定情形时，需事先经债券持有人会议通过后方可实施。如发行人违反前述承诺，则视同本次债券违约，债券持有人有权启动投资者保护机制，按照协议约定要求发行人回购债券或者提前偿付债券本息等。同时，债券持有人可以要求发行人在募集说明书及《债券受托管理协议》中承诺在债券存续期间配合受托管理人对相关事先约束条款的履行进行监督。

6 债券违约后投资者有哪些救济方法？

债券违约后，投资者可视情况采用下列救济方法：

一是自主协商。如果预期债务人企业的经营状况只是暂时出现问题，而且诉诸司法成本相对较高，债权人可以考虑选择自主协商方式，与债务人就后续的偿债安排协商达成一致，包括展期或者制定具体的债务重组方案等。

通过诉讼方式进行求偿，往往费时费力。首先，诉讼费、律师费等费用支出必不可少。其次，《民事诉讼法》规定的一审审理期限为六个月，但法官审理管辖权异议及所花费时间并不计算在其中，且经过法院内部程序，法官还可申请延长审限。一审判决后，发行人还可以通过提出上诉等手段，拖延判决的生效。而通过谈判协商解决追求的更

多的是双方共赢。协商适度延期，目标在于减少处置成本以及提高处置效率。

由于法律诉讼时间较长，程序复杂，协商是一个较为实用的措施，通过适度延期，能够减少处置成本以及提高处置效率。但谈判的弊端也是显而易见，谈判达成协议是否能够履行需依靠发行人的自觉并受限于其届时的偿债能力。若发行人反悔或届时其偿债能力进一步恶化，不履行或无能力履行协议，此时再进行起诉很可能意味着债券持有人耽误起诉时机，甚至会为此丧失保全机会，导致债务人有效资产被其他人债权人通过法定程序查封冻结，进而丧失获得偿付的可能性。此外，即使谈判后达成的协议被履行了，若债务人被宣告破产了，则该协议项下的清偿还可能被认定是个别清偿而被撤销。

二是仲裁。一般而言，仲裁与诉讼方式相比，时效上较快，但仲裁委收取的费用高于法院收取的诉讼费。实践中有私募债持有人采用该方式解决纠纷。

三是违约求偿诉讼。债权人预期债务人企业的经营状况已经出现恶化并有持续的趋势，但债务到期时，债务人还有一定的偿付能力，投资人可以提起违约求偿诉讼，要求债务人在限期内偿付本息、支付逾期利息等。

四是破产诉讼。如果债务人已经出现资不抵债情况，债券持有人可以申请破产重整、破产和解或破产清算。向法院或仲裁机构申请司法处置的同时，为避免财产遭受进一步损失，债权人可依法申请法定机关采取财产保全措施。

实践中，破产诉讼应注意如下要点：1、未到期债务于破产申请受理时视为到期。2、破产申请受理后，财产保全措施应解除，执行程序应中止。3、破产申请受理后，未决诉讼应中止，待管理人接管债务人财产后继续。4、破产申请受理后，个别清偿原则上无效。5、破产财产分配顺序：破产人所欠职工的工资等各种费用 - 税费 - 普通债权 - 次级债权 - 股权。6、有担保债权有一定优势，可先通过谈判获取一定担保保障。

7 主要维权机构的联系方式

(1) 中国证监会

网站：<http://www.csrc.gov.cn/>

投诉电话：12386

地址：中国北京西城区金融大街19号富凯大厦中国证监会

邮编：100033

(2) 证券交易所

深圳证券交易所

网站：<http://www.szse.cn/>

服务热线：400-808-9999

电子邮箱：cis@szse.cn

地址：深圳市福田区深南大道2012号

邮编：518038

上海证券交易所

网站：<http://www.sse.com.cn/>

服务热线：400-8888-400

地址：上海市浦东南路528号证券大厦

邮编：200120

(3) 中国证券业协会

网站：<http://www.sac.net.cn/>

地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座2层

邮编：100032

(4) 中证中小投资者服务中心

网站：<http://www.isc.com.cn/>

电话：021-50496532

地址：上海市迎春路555号

(5) 深圳证券期货业纠纷调解中心

网址：<http://www.sfdrc.cn/>

电话：0755-25918321

邮箱：sfdrcsz@163.com

地址：深圳市深南东路2045号深业中心2楼西侧

投资小锦囊



风险来自你不知道自己正在做什么！

——[美]沃伦·巴菲特



第五章 典型案例

Classic Case

1 案例一： 付息违约和终止上市风险处置案例

案例回顾：C 公司主营业务为生产和销售单晶硅和多晶硅太阳能电池组件，注册地为 S 市，实际控制人为 N。公司于 2010 年 11 月 X 日在交易所上市。2012 年 3 月，公司发行了 10 亿元存续期为 5 年、附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权的公司债（以下简称“11C 债”），发行利率为 8.98%，每年的 3 月 X 日为债券付息日。2014 年 3 月 X 日，公司发布公告，无法按期全额支付第二期债券利息已构成实质性违约，引发国内外市场、媒体的高度关注，打破了刚性兑付的预期。

风险事件成因：

1、全球光伏行业景气度下滑，国内光伏企业内忧外患

2011 年下半年至 2013 年，全球光伏行业均步入急速下行的状态，作为两头在外（设备、原料和市场在外）的中国光伏企业更是内忧外患，从曾经的辉煌跌入低谷。从外因来看，美国市场的“双反”已对中国光伏业形成巨大的冲击，欧洲市场此前的“双反”调查及萎靡经济下薄弱的需求更是给中国光伏业沉重打击。从内因来看，国内光伏产业盲目扩张、产能过剩也是一个重要问题。

2、公司转型过于激进，未充分考虑流动性风险

在面临着产品价格不断下跌、毛利被大幅压缩的行业大

背景,在经营业绩的压力下,2011年下半年,C公司开始率先尝试全面向电站投资建设转型:一方面自身大量进行电站项目投资,另一方面,组件销售也全面直接面向电站投资商。该转型虽然可能提高公司的组件获利水平,但也将公司的资金周转风险推向了极致。一般来说,电站项目投资需要在项目上网协议约定的时间内完成上网,方能取得约定的补贴,故电站项目建设的时效性非常强。另外,境外光伏电站投资采取自有资金20%、银行贷款80%的方案,故在电站投资建设过程中,银行的资金支持非常重要,如果未及时获得银行贷款,在电站建设的时效性要求下,公司必将大量投入自有资金,公司资金周转将被推入深渊。

3、欧债危机使公司资金陷入全面困境

C公司未预测到欧债危机以及欧洲经济衰退导致当地银行对电站建设贷款收紧银根,贷款比例缩减、放款速度拖延。于是,本应通过银行贷款融资支付的组件款和EPC商费用(两项大约各占电站总投资的60%-70%)只能通过自有资金解决,待电站建成并网发电三个月后才能够申请银行贷款融资。2011年下半年开始,由于已完成大规模的电站前期投资,因此C公司只能不断的向所投资电站销售自产组件,且短期内无法收回应收款。过于冒进的投资策略,导致C公司资金紧张。C公司外售组件的客户基本均锁定为光伏电站投资商(相对来说毛利较高)。这些客户同样需依赖银行贷款融资以支付组件款,在欧洲银行不断

紧缩银根的趋势下,客户付款周期一拖再拖,进一步加剧了C公司资金链的紧张情况。

4、融资渠道受限导致资金链断裂

光伏行业陷入困境后,国内银行将光伏列入重点关注行业,公司融资渠道受到了较大限制。截至2012年三季度末,C公司已到期未成功办理续贷的银行贷款大约5亿元,但其余到期的银行贷款仍办理了续贷。到了10月份,银行对C公司的信贷紧缩进一步加剧。11月初开始,C公司到期银行贷款在偿还后,难以续贷,当月金额达3.8亿元,C公司资金链基本断裂。

风险事件应对及处置:

1、流动性风险化解方案执行情况不佳

为了应对流动性风险,C公司制定了化解流动性风险的方案,包括加速应收账款的催收工作、出让已具备变现条件的海外电站、尽快处置境内非核心资产、自主生产和代工模式相结合等措施。由于行业尚未摆脱低谷期,加之C公司内部运作紊乱,流动性风险化解方案未能得到有效执行,C公司未能摆脱流动性危机、资金高度紧张。经各方通力协调下,“11C债”第一期利息在2013年3月X日如期支付。

2、公司债第二期利息未能如期足额偿付,公司债终止上市

“11C债”第一期利息如期支付,但C公司2011年和2012年连续两年亏损,“11C债”也因此于2013年7月X日起暂停上市。尽管采取多种措施,公司的经营情况并未好

转，偿债能力持续弱化，违约风险并未化解。2014年3月，“11C债”第二期8980万利息仅按期支付400万元，构成实质性违约。2014年5月X日，因公司连续三年亏损，“11C债”终止上市。

3、破产重整化解风险

2014年4月X日，债权人以C公司不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务、明显缺乏清偿能力为由，向S市第一中级人民法院提出关于对C公司进行破产重整的申请。2014年6月X日，法院受理债权人对C公司的重整申请，并指定专业机构担任C公司的管理人，管理人梳理公司债权债务、招标重组方、筹备债权人会议。2014年10月X日，C公司披露了重整计划，并开始执行包含清偿“11C债”债务的重整计划。2014年12月X日，公司披露《关于重整计划执行进展的公告》，“11C债”的本金、利息、复利、罚息等均已兑付完毕。至此，“11C债”本息偿付完成，违约风险化解。

案例启示：一是C公司危机的爆发离不开行业景气度下滑原因，投资者在项目投资过程中应对行业的发展趋势进行预判，采取正确投资决策规避风险。二是该案例大多数个人投资者认购公司债时并未对风险有充分的判断，错误认为公司债作为债权类产品等价于银行存款保本保息，从而在该债券存在偿付风险时作出不当决策。“11C债”违约事件打破了刚性兑付的预期，揭示了债券投资天然信用风险的属性。

2 案例二：债券回售风险及处置案例

案例回顾：D公司（以下简称“发行人”）2016年面向合格投资者公开发行公司债券（以下简称“16D债”）于2016年1月完成发行，发行规模10亿元。因发行人2015年亏损4.77亿元，导致“16D债”发行完成后不符合上市条件，并触发了投资者回售条款。经多方努力协作，发行人于2016年6月完成“16D债”本金10亿元和期间利息的全额回售，有效保护了投资者的合法权益。

案例概述：

1、“16D债”发行阶段情况

发行人控股股东为Z公司，实际控制人为G省国资委，主要从事G省省内重点电力项目投资和电力生产。经中国证监会核准，本期债券于2016年1月完成发行，发行规模10亿元，7年期，票面利率3.5%。本期债券由Z公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。主体信用等级为AA+，债项信用等级为AAA。主承销商和受托管理人为C证券股份有限公司。债券持有人为10家机构投资者，不涉及个人投资者。

“16D债”发行阶段的报告期间为2012年-2015年6月，2012年-2014年发行人归属于母公司所有者净利润（以下简称“净利润”）分别为14,143.85万元、12,822.54万元和6,271.51万元，平均可分配利润为11,079.30万元，不少于

“16D 债”一年的利息，满足发行条件。

2、发行后不符合上市条件

2016 年 5 月，受托管理人向交易所提交“16D 债”的上市申请，更新报告期间为 2013 年-2015 年，2013 年-2015 年发行人净利润分别为 12,822.54 万元、7,476.08 万元（2015 年审计时对 2014 年净利润进行追溯调整导致与发行阶段不符）和 -47,664.08 万元，平均可分配利润为 -9,121.82 万元。

由于受经济大环境影响，发行人火电项目限电严重，开工率不足，以及受发行人 2015 年投资收益大幅减少的影响，2015 年发行人净利润为亏损 -47,664.08 万元。

根据《证券法》第五十七条规定，申请公司债券上市交易条件之一为“公司申请债券上市时仍符合法定的公司债券发行条件”；《证券法》第十六条规定，公开发行公司债券条件之一为“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”。由于发行人最近三年平均可分配利润为 -9,121.82 万元，无法覆盖本期债券一年的利息，“16D”已不符合《证券法》规定的上市条件。

3、“16D 债”回售情况

因“16D 债”不符合《证券法》规定的上市条件，触发募集说明书约定的回售选择权。2016 年 6 月，发行人披露了《D 公司关于“16D 债”投资者回售实施办法的公告》，本期债券采取场外回售的方式。投资者于 6 月 X 日、6 月 X 日进行回售选择申报，6 月 X 日，发行人通过其募集资金账户，

原路退回全部 10 家投资者共计 25 笔回售资金，本息合计 1,013,005,464.45 元，并于 6 月 X 日晚披露《D 公司关于“16D 债”投资者回售结果的公告》。至此，回售工作顺利完成，“16D 债”风险得到有效化解。

案例风险启示：“16D 债”发行后不满足上市条件，究其原因，是发行人所处的火力发电行业受宏观经济和政策影响较大，加之发行人所在地区上网电价较低，用电需求有限，导致 2015 年经营业绩出现了巨额亏损。该案例具有一定的代表性，在经济新常态下，公司经营面临的不确定性因素增多，经营业绩受市场环境影响较大，投资者应提高识别行业风险的能力，投资受宏观经济影响较大的周期性行业项目时应经过充分研判分析，尽可能降低投资风险。

3 案例三：公募债券违约及处置案例

案例回顾：E 公司 2012 年 4 月发行了 4.8 亿元的公司债（以下简称“12E 债”），存续期为 5 年、附第 3 年末投资者回售选择权，发行利率为 6.78%，每年的 4 月 X 日为债券付息日。2015 年 4 月，因公司无法按时、足额筹集资金用于偿付“12E 债”本期债券应付利息及回售款项，构成对本期债券的实质违约。

发行人及债券基本情况：E 公司于 2009 年 11 月在交易所上市，实际控制人为 M。公司原主营业务为高档餐饮业，是国内第一家在 A 股上市的民营餐饮企业，后经多次转型，

主营业务涉及餐饮服务与管理、环保科技、网络新媒体及大数据处理。

2012年4月，公司发行了4.8亿元存续期为5年、附第3年（2015年4月）末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权的公司债，发行利率为6.78%，每年的4月X日为债券付息日。

风险暴露过程：公司2013年全年亏损5.64亿元，2014年上半年亏损659万元，经营风险增大，业务转型困难，并存在业绩真实性等质疑。

2014年10月，P资信公司披露对“12E债”的不定期跟踪评级报告，将其主体及债项评级均由A下调至BBB，触发交易所风险警示条件。交易所于10月X日对债券进行停牌处理，并于复牌后实行风险警示处理，债券更名为“STE债”。

2015年4月，因公司无法按时、足额筹集资金用于偿付“12E债”本期债券应付利息及回售款项，构成对本期债券的实质违约。

因公司2013年、2014年净利润分别为-5.6亿元、-6.8亿元，连续两年亏损，“STE债”于2015年6月暂停上市。

违约风险事件处置情况：“12E债”违约处置难度大。从经营角度看，一是传统餐饮业务业绩继续亏损，且公司转型的新业务发展停滞；二是公司前期形成的大额应收及预付款项约1.5亿元无法收回；三是因涉及房屋合同纠纷等情况，公司7个银行帐号被冻结，日常经营无法正常进行。从重组角度看，一是公司市值约为60亿元，估值较高，

增加了借壳重组的难度；二是公司被证监会立案调查未有明确结论，重组存在障碍；三是实际控制人2014年国庆期间出国后迄今未归，更为重组增添难度。

鉴于上述原因，公司于2015年6月启动债务重组有关事项。因涉及相关利益方较多，涉及相关法律法规复杂，公司需同相关各方多次沟通协调。通过2015年下半年公司重大资产出售和债务重组，公司完成“12E债”债券兑付资金的筹集工作，2016年3月X日，偿债资金划入证券登记结算机构的指定银行账户，证券登记结算机构于2016年3月X日完成派发工作。其中，本金为2.92亿元，利息为353万元，违约金为1,722.95万元，合计3.13亿元。至此，“12E债”违约事件处置完毕。

案例启示：一是“12E债”的违约风险爆发离不开上市公司主营业务经营环境的巨大变化以及转型新业务未达预期，投资者在项目投资过程中应对行业的发展趋势进行预判，采取正确投资决策规避风险。二是“12E债”违约事件为我国资本市场首例公募债券本金违约案例，是“11C债”违约事件后的又一案例，再次打破了刚性兑付的预期，揭示了债券投资天然信用风险的属性。

投资小锦囊



好的时候不要看得太好，坏的时候不要看得太坏。最重要的是要有远见，杀鸡取卵的方式是短视的行为。

——李嘉诚