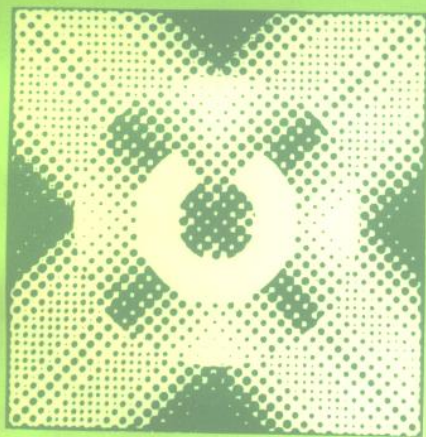


中国国债市场发展的道路

高 坚 著



中共中央党校出版社

中国国债市场发展的道路

中共中央党校出版社

· 北 京 ·

(京)新登字 100 号

图书在版编目 (C I P) 数据

中国国债市场发展的道路/高坚著. —北京: 中共中央党校出版社, 1995. 5

ISBN 7-5035-1214-8

I. 中… I. 高… III. 国库券-金融市场-中国-研究-文集 N. F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (95) 第07012号

中共中央党校出版社出版发行

(北京市海淀区大有庄100号)

四季青印刷厂印刷 新华书店经销

1995年5月第1版 1995年5月第1次印刷

开本: 787×1092毫米 1/32 印张: 7.625

字数: 171千字 印数: 1—3000 册

定价: 7.20元

前 言

中国国债市场的发展是从1988年开始的。1988年到1991年这段时间里，尽管有了国债的二级市场，但是由于没有一级市场，二级市场的发展十分缓慢。1991年国债一级市场形成后，整个市场发展的速度逐渐加快。这里所收集的文章主要是1990年我从财政部条法司调动到国债司后开始的。这些文章代表了国债市场发展的这一重要时刻，国债改革的实践在理论上的反映。

必须看到，中国国债市场的发展主要是在整个经济体制改革的前提下，特别是在金融体制改革的前提下实现的。

首先，中国的国债市场的发展是中央政府筹集建设资金的需要。80年代初期，国债发行额只有40亿元左右，80年代后半期国债发行数额逐年增加，90年代初期上升到100亿元以上，到1994年就已经达到1000亿元。另一方面，从90年代后半期，国家还本付息支出随着债务发展也逐年增加。中央政府筹集资金不仅为了经济建设，而且也为了偿还已经到期的债务。这说明，随着国民经济的发展，中央政府筹集资金的需要迅速增加。

其次，是整个证券业发展的需要。中国证券市场的发展是从国债市场开始的。在股票市场发展以前，证券中介机构就已经出现。主要是随着国债二级市场的开放而开始的。当时证券中介机构交易的金融商品主要是国债。因此证券业的发展是

60265/06

在国债业发展的基础上实现的。尽管1991年和1992年股票市场有了很大的发展,但是国债仍然在证券市场处于主导地位。国债对于整个证券市场的促进作用表现在国债的市场利率水平决定股票市场的平均收益率水平,国债市场的发展促进证券市场基础设施的发展。例如国债分销机制促进市场职能的分化和层次的形成。

第三,是宏观管理政策的需要。我国宏观经济管理的一个制约因素是中央银行调控手段落后,目前正在考虑通过世界上各国普遍采取的公开市场操作的办法调节货币供应量。但是中央银行进行公开市场操作的前提是商业银行和证券中介机构持有国债作为流动性最好的一种金融资产。因此,发展国债市场将为中央银行进行公开市场操作,改善宏观管理的手段提供一种有效的工具。

发展我国的国债市场,不仅要借鉴国际经验,而且也要考虑到中国国债市场本身的特点。中国国债市场发展的特点是:1. 国债市场的发展先于股市的发展;2. 二级市场的发展先于一级市场的发展;3. 机构投资人持有的国债远远小于个人投资人持有的国债;4. 证券法律制度不健全;5. 发达市场经济国家国债市场近十年经历了较快的发展时期,可以为我们提供很多重要的经验。

这样,中国国债市场的发展既需要借鉴国外经验,又不必跟在发达市场经济国家后面走。中国国债市场发展的道路可能是通过国债市场带动整个证券市场的发展。目前阶段,重点是在一二级市场协调发展的前提下,重点发展国债的一级市场。同时在发展机构投资人的过程中,通过发展国债基金和对个人发行储蓄债券的方法,促进发行方式从过去对个人为主到对证券中介机构为主。

发展国债市场必须首先认识到目前我们所面临的主要问题。目前国债市场发展的制约因素：一是没有货币市场和资本市场。二是没有银行的参与。三是没有完备的金融基础设施。这些问题都是深层次的问题，需要在理论上统一认识，并且通过长时期努力才能实现。

在这段时间，理论上的认识是随着实践的发展而发展的。从1981年到1988年，对于国债市场的认识还只是仅仅停留在方便群众和转让变现，1988年开放国债市场也主要是从这方面考虑的。1988年以后，主要是考虑改变多年来使用的行政派购的方式，采取市场的方法解决直接向个人、企业和单位分配任务的方式。承购包销在很大程度上解决了这个问题，但是1992年实行的地方承购包销的办法，在中央和地方之间仍然保持着行政分配任务的关系。因此1992年以后，考虑通过条条渠道分销代替向块块分任务。1994年分配任务的数额已经大大减少。这种条条的分销需要有分层次的市场结构，所以1993年财政部组织了一级自营商组织，向这个方面迈出了重要的一步。同时1992年起发展各种基金的热潮，在客观上促进了机构投资人的形成，这和国债分层次分销与合理界定中介机构在市场中的职能发展国债市场的思想是一致的。

1993年到1994年理论上的重大进步是认识到二级市场对于一级市场的促进作用。因此，对于国债二级市场的发展不仅仅是被动地解决市场中已经出现的问题，而是主动地培育和扶植这个市场，正是基于这一认识，财政部决定同意开放国债的期货市场。发展二级市场的必要性的理论基础是国债不仅是筹资工具，也是一种金融商品，是证券市场中必不可少的。

这段时间理论上又一重要进步是认识到国债是一种重要

的信用工具，它对于货币市场的发展是非常重要的。银行把国债做为一种抵押工具，国债回购的使用成为机构和银行间融通资金的手段。

随着中央银行改革的进展，公开市场操作已经提到议事日程上来，而公开市场操作是以国债为操作对象的。这样，银行持有国债将不象过去那样是为国家承担的一种义务，相反，把银行系统持有国债与国债二级市场的发展看成是中央银行实行公开市场操作的必要条件。

本书收集的文章都是在国债市场发展的重要时期写的，即主要是从1991年到1995年这段时间内写的。文章反映了我对国债市场认识的发展，这些思想的发展都和国债市场发展史上每次重要事件具有联系，概括了我在从事国债工作时期，关于建立和发展国债市场的一贯思想。论文的内容包括以下七个部分。

第一部分是关于对国债性质的认识。在这方面，我认为：国债不仅仅是一种筹集资金的手段，也是一种金融商品，还是一种信用工具，更为重要的，国债又是一种宏观调控手段。

第二部分是关于如何建立国债市场的问题。分析了如何建立一个高效率低成本的国债发行市场的问题。

第三部分关于发展国债二级市场的问题。这里提出了一级市场和二级市场之间的关系问题。提出了发展新的金融工具，特别是派生工具的问题。

第四部分收集了关于财政银行政策及其和国债市场之间的关系问题的文章。第一篇是《国债和财政银行改革》，分析了国债和财政银行政策的关系，提出了国债是财政银行政策的关节点的观点。

第五部分收集了论述国债的规模和结构及财源管理方面

的文章。国债的规模问题是中外学者探讨较多的一个问题，我试图说明国债的规模不仅仅从对国民经济的影响方面来看，也要从市场的需要来看，既然国债不仅仅是一种筹集资金的手段，也是一种金融商品，那么，金融商品的规模也要从市场的供求角度来考察。

第六部分收集了有关论述国债市场今后发展战略和方向的问题。尤其是提出了关于国债的四化问题。

第七部分收集了有关介绍与借鉴西方国家国债市场发展经验的文章。共收集了五篇，主要是日本和美国的情况。因为这两个国家国债市场发展最快，情况较好，也比较具有代表性。

不可避免地，由于我对于中国国债市场的认识有一个过程，因此，文章中对于很多具体问题的看法表现了我在当时的认识水平。

目 录

第一部分 建立有中国特色的国债市场

1. 建立社会主义国债市场的必要性…………… (1)
2. 适应市场经济需要大力发展国债市场…………… (4)
3. 以十四大精神为指导努力发展社会主义国债市场…………… (7)
4. 尽快建立有中国特色的国债市场 …………… (14)
5. 发展社会主义国债市场 …………… (21)
6. 坚持国债改革的方向 …………… (34)
7. 我国国债市场发展的目标与方向 …………… (38)
8. 国债市场现状及存在的问题 …………… (41)
9. 正确分析和判断我国国债市场的发展
 历程 …………… (44)

第二部分 建立低成本高效益的国债发行市场

10. 国债一级市场发展的条件…………… (50)
11. 建立高效率低成本的国债发行市场…………… (63)
12. 努力实现通过招标方式发行国债…………… (74)
13. 有益的尝试——谈谈国债承购包销…………… (77)

14. 国债承购包销——推动国债市场良性循环的重要一步..... (79)
15. 努力创造国债发行市场化的条件..... (84)

第三部分 努力发展国债流通市场

16. 国债流通市场的意义和条件..... (87)
17. 中国国债期货市场的发展与管理 (100)
18. 建立国债市场的组织结构 (106)

第四部分 财政银行政策和国债市场

19. 国债和财政银行改革 (109)
20. 论社会主义国家信用、财政信用和
银行信用 (116)
21. 研究国债理论为社会主义建设事业服务 (142)
22. 社会主义国债资金周转的分析 (158)

第五部分 保持国债适度规模和合理结构 及财源管理问题

23. 保持适度规模，扩大国债发行 (167)
24. 我国财源发展战略的设想 (172)
25. 努力管理好国家的债务 (180)
26. 有计划地开发财源 (184)
27. 财政部在管理国外借款方面的作用 (187)

第六部分 国债市场发展战略与方向问题

- 28. 中国国债市场的发展战略问题 (191)
- 29. 中国国债市场今后发展的设想 (195)

第七部分 西方国家国债市场的发展

- 30. 日本发行国债的基本方式——辛迪
 加集团募集 (200)
- 31. 日本的经济计划和财政金融政策在
 宏观调节中的作用 (205)
- 32. 日本政府管理的财政性投资贷款 (212)
- 33. 日本的外资债券 (219)
- 34. 美国财政部方便国债投资的一些作法 (228)

第一部分

建立有中国特色的国债市场

1. 建立社会主义国债市场的必要性

证券业是商品经济发展的产物，它是信用制度长期发展的结果。我国证券业的发展反映了经济关系变化的六种趋势。一是所有权关系多样化，二是融资方式直接化，即由间接融资向直接融资发展，三是风险分散化，四是债权债务关系透明化，五是交易市场化，六是金融工具先进化。

因此，证券业的发展是一种客观必然。从世界各国金融资产发展的趋势来看，证券业占整个金融资产的比重呈增长趋势。大多数发达国家的证券业都占全部金融资产的一半以上。例如美国占67%，日本占58%。我国证券业不发达，过去筹集资金主要通过银行进行间接融资。1990年我国证券业只占全部金融资产的8%。

目前在我国，证券业的发展是以国债业为先导的。国债业的发展，特别是国债市场的建立为整个证券业的发展奠定了基础。

传统的社会主义政治经济学教科书中，把证券和证券市场当作资本主义所特有的经济范畴。在马克思主义的著作中，

没有论述社会主义证券市场建立的必要性问题。党的十一届三中全会以前，占统治地位的经济理论中，就连商品经济也在否定之列，就更谈不上证券市场了。那时多数人把证券市场视为资本主义的东西。

中国能不能搞证券市场，我们应该根据马克思主义的一贯思想找出正确的答案。市场是商品经济的范畴。列宁曾经指出：“哪里有社会分工和商品生产，哪里就有‘市场’；社会分工和商品生产发展到什么程度，‘市场’就发展到什么程度。市场量和社会劳动专业化的程度有不可分割的联系。”^①

我们知道，生产力和生产关系的矛盾运动推动商品经济的发展，使商品经济向货币经济和信用经济发展。在信用阶段出现了证券市场。这是商品使用价值和价值的矛盾不断深化的结果。使用价值和价值之间的矛盾运动产生了货币。货币产生以后便成为商品价值的唯一表现形式，使商品的价值运动表现为货币运动。货币运动产生了货币信用，而股票、债券等有偿证券的发行和交易及交易场所则是货币信用的发达形式。这说明受生产力和生产关系之间矛盾的推动，商品内部使用价值和价值的矛盾运动必然在信用经济阶段产生证券交易市场。因此，证券市场和商品经济之间存在着必然联系。随着我国企业兼并、建立企业集团等必然会出现企业产权、债权的转移，势必逐步导向证券交易市场的形成，使企业资产存量流动起来，实现资源的优化配置。

从证券产生的历史看也是这样。例如，作为商业信用工具的商业票据和古代债券——当票、国家债券等早在奴隶社会就已经出现了，在封建社会又得到了进一步发展。封建社会末

^① 《列宁全集》第1卷，第79页。

期出现企业债券和股票。信用工具的发展，要求有其交易场所。实际上证券业的历史要比资本主义久远，当然现代国债主要是从资本主义产生的。

这里应该强调的是，说证券市场和商品经济相联系，归根结底是说证券是生产力发展要求的。生产力发展要求资金流动加快，这实际是使生产力要素的结合迅速、合理，因而产生新的金融工具，而新的金融工具则要求市场作为其实际和活动的场所。事实上这几年我们走过的路就是这样。例如近年来发展的国债、股票、票据推动了目前证券市场的建立。反过来也可以说，正是由于金融工具不健全，金融市场不发达导致出现了三角债，加剧了市场疲软。

国债是推迟实现的购买力。国债通过国债市场进行流通，只是改变国债的持有人，购买力仍然没有实现。因此通过国债市场进行流通转让，既方便了群众，搞活了流通，又不会发生购买力提前实现的问题。

国债市场也是中央银行和财政部协调实行财政货币政策的联结点。中央银行在公开市场活动中有计划地吞吐各种证券，这样可以控制中央银行贷款规模和货币流量。

1992年初，邓小平同志指出，“社会主义要赢得与资本主义相比较的优势，就必须大胆吸收和借鉴人类社会创造的一切文明成果，吸收和借鉴当今世界各国包括资本主义发达国家的一切反映现代化生产规律的先进经营方式、管理方法。”主张对股票证券允许看，但要坚决地试。因此，发展社会主义证券市场的方向是不容否定的。资本主义在发展证券市场的过程中，经历了几百年时间才从法律、管理、税收、财务、信息传播等方面建立起一套比较完备的机制。中国的证券市场也要经历一个实践和探索的过程。

但是，社会主义的金融市场和资本主义的金融市场具有本质的不同。社会主义资金运动，在公有制主体之间，体现的是一种纵横交错的资金融通关系，不能象资本主义那样受资本利润机制的制约，使资本从一个部门自发地转移到另一个部门，从而破坏社会主义国民经济的有序化和合理化。发展社会主义证券市场的目的是方便广大个人投资者，加速资金周转和流通，提高资金的使用效益，防止证券投机和黑市交易。证券公司和专业银行都不能把资金融通变成为“借贷资本”，把自觉运用驾驭流通规律的杠杆变成资本生息的手段。因此，必须强调，证券公司必须是国营企业，不允许私人经营证券公司。财政杠杆和信用杠杆都是宏观调控金融市场的手段，为了防止投机行为，有必要财政和银行两家共同审查批准证券公司。1990年国阅76号文件明确由财政和银行两家批准财政证券公司，正是反映了这方面的要求。今后，国家银行、证券公司和地方政府发行的债券和股票都必须报经财政部和中国人民银行审查批准。同时必须尽快制订证券交易中介机构的财务会计制度，制定证券交易规则，使一切交易活动全部纳入国家的管理。如果做不到这一点，就可能产生投机活动。

2. 适应市场经济需要大力发展国债市场

五十年代我们发行过国债，从1958年至1981年中断了22年，从1981年以后每年发行国债。我们对于国债的理解是随着国民经济的发展、银行业、证券业的发展而逐渐加深的。

一、关于国债在市场经济中的地位作用的问题

作为发行者和管理者来说，我们对于国债的理解是随着

国民经济的作用的变化而变化的。国债在市场中的地位和作用的变化要求国债发行体制、国债管理体制作出相应的改变。

从历史上来看，最早的国债概念是一种弥补财政赤字的手段，因此国债总是和赤字、滥发纸币的现象联系在一起的。特别是在谈到资本主义国家的国债时一般都是这样理解的。在社会主义国家发行国债通常都理解为一种筹集资金的手段。这种对于国债的理解显然比原来的意义有了很大的发展。

近几年来，随着我们对市场经济的认识不断加深，对于国债在市场中的作用有了进一步的深刻地理解。

基于这种理解，我认为国债不仅是一种筹资手段，也是一种金融商品。这种理解是随着市场的出现和发展而出现的。国债是金融市场的一种基本商品。说是一种基本金融商品，主要是因为数量大，流动性最强，安全性最高，因而成为各种基金、银行、证券公司和个人的投资对象。日本近年来由于赤字减少而减少了国债的发行。但投资人感到不方便，希望增加国债的发行。

同时，国债也是一种信用手段，成为银行和金融机构进行抵押的工具。

最后，也是更重要的一点，国债也是一种宏观调控的手段。中央银行通过买卖国债实现扩张的和紧缩的货币政策。财政增加减少国债的发行意味着增加和减少财政赤字，也是实行紧缩的财政政策的手段。从这个意义上说，国债是财政政策和金融政策的关节点。

二、个人投资人参与国债和投资国债的作用问题

与此相适应，对于个人参与国债的意识也有了新理解。和国债概念的理解相一致，个人对国债也要重新认识。从建国初

期，国债就开始进入人们的生活，国债对于广大人民群众来说并不生疏。在历史上，个人一直是国债的主要投资人，但过去只把国债当做一种行政分配的任务，当做应尽的义务，近年来当做一种储蓄，而今后应该把它当作一种投资工具。对于个人来说，国债是个人取得收益和保值的手段，这就是国债的价值，有了使用价值和价值，就具备了商品的特征，既然国债是一种金融商品，个人做为商品的购买人，就要了解这种商品的特点。

因此，我们设计今年国债发行方案时，考虑到了国债的这些特点。

一是配合公开市场操作，设计了短期国债，实现了债券发行和交易的无纸化。

二是考虑到了个人的需要，设计了一种累进利率债券，国外也叫做储蓄债券。这种债券的特点是不上市，因而个人投资人可以不会受到二级市场的损失。考虑到在一定时期内个人变现的困难，债券在满一年期后可以兑付。

与这种改革相适应，中央银行允许商业银行持有一定数量的国债，作为流动性最高的一种金融资产。为此银行在资产负债管理、风险管理和备付金比率方面将做出一些新的调整，允许进行抵押、回购等。财政部将在国债发行方面主要对一级自营商。

这一改革可以做到以下几点：

一是实现了国债做为一种实现宏观政策的手段。由于直接对机构发行，银行和中介机构持有一定数量的国债，中央银行可以进行公开市场操作。

二是为金融机构提供了一种支付手段。如抵押、回购国债成为一种非常有用的信用手段。