

「——中国国债市场问题研究」

王利华 / 著

走向市场 走向成熟



经济科学出版社

走向市场 走向成熟

——中国国债市场问题研究

王利华 著

经济科学出版社

责任编辑：阎建平
责任校对：杨晓莹
版式设计：代小卫
技术编辑：李长建

走向市场 走向成熟

——中国国债市场问题研究

王利华 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京天宇星印刷厂印刷

文成装订厂装订

880×1230 32开 10.625印张 200000字

2003年3月第一版 2003年3月第1次印刷

印数：0001—5000册

ISBN 7-5058-3390-1/F·2734 定价：20.00元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

走向市场 走向成熟：中国国债市场问题研究/王利
华著. —北京：经济科学出版社，2003. 4

ISBN 7 - 5058 - 3390 - 1

I. 走... II. 王... III. 公债—资本市场—研究—
中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 008538 号

前 言

国债市场问题是国债理论研究的一个重要课题，在国债理论中具有重要的地位，因此研究国债市场具有重要的理论意义。同时，我国国债市场还处于发展初期，问题很多，发展的路程还很遥远，因此探讨如何发展我国国债市场又具有极其重要的现实意义。

从理论意义来看，建立高效率低成本的国债市场是我国国债市场发展的目标。就国债发行而言，引进市场机制能够加速国债发行速度，提高国债发行效率，降低国债发行成本。就国债流通而言，增强国债的流动性，能够方便投资者对国债进行变现，有利于国债的顺利发行。发展国债流通市场还是国家进行宏观调控的需要。中央银行能够通过国债二级市场买卖国债或进行回购交易，调节货币供给，达到宏观调控的目的。此外，国债市场是整个证券市场的基础，国债市场的发展还能促进整个证券市场的发展。

从现实意义来看，目前国债市场存在许多问题急需解决。新中国成立后的国债史可以追溯到建国初期的人

民胜利折实公债和国家经济建设公债。1958年后我国政府停止发行国债。自我国政府1981年恢复发行国债以来，国债已成为我国经济生活中的重要内容。但是，真正意义的国债市场在我国的历史并不算长。1988年初，国家批准首先在7个城市进行国债流通转让试点，允许1985年和1986年的国库券上市，从此，我国开国债流通市场之先河。随着国债流通市场的发展，市场中介机构发展迅速，在此基础上，1991年财政部进行国债承购包销试点，当年1/4的国债通过70家证券中介机构包销，这标志着我国国债发行市场也基本建立。以后，我国国债市场又有了长足的发展。在国债发行市场建设方面，建立了国债一级自营商制度，发行了贴现国债、附息国债，国债期限逐步多样化，券种无纸化；在国债流通市场建设方面，国债进入了沪深证券交易所，建立了银行间债券市场，引进了国债回购、国债期货等衍生交易方式。

尽管如此，我国国债市场还是极不成熟，发展过程中存在的问题还很多。主要表现在以下几个方面：

1. 国债市场化程度还不高。近几年来，我国国债市场发展较快，但从总体来看，市场化程度还不高。在发行市场方面，运用市场方式发行国债的比重还不高，国债利率还带有计划性，市场化难度很大。在流通市场方面，可上市流通的国债品种少，大量对个人发行的储蓄国债（凭证式国债）不能上市流通。

2. 国债市场结构失衡。在国债期限结构方面，期限

结构单一，主要发行中期国债，长期国债和短期国债较少。在利率结构方面，国债利率不能完全反映资金市场利率变化，使国债利率失去基准利率的功能。在市场体系结构方面，一级市场与二级市场失衡，派生市场不完善；国债场内交易与场外交易失衡，交易所市场与银行间市场隔离。在投资者结构方面，个人持有国债比重偏高，中央银行没有实质性介入国债市场进行公开市场业务操作，国债市场国际化还没有起步，外国投资者不能进入中国国内的国债市场。

3. 国债市场投机“风波”的影响还未消除。本来，由于国债的债信好，风险小，国债期货市场上做多做空只是国债利率和市场利率的差额，上下波动幅度很小。但是，1994~1995年，由于一些机构无约束的投机行为，造成了国债市场的“327”、“329”等风波，致使国债期货市场不得不暂时关闭。至今，管理层不敢恢复国债期货市场，说明那场“风波”的影响仍未消除。

4. 国债市场监督管理滞后。国债市场管理法规不健全，没有统一的《国债法》。政府对国债市场多头管理，财政部、人民银行和国家证监会职能交叉。证券业协会、国债协会的行业自律有名无实，交易场所的监督管理比较薄弱，投资者自我风险控制意识淡薄。国债市场基础设施也不尽完善。

发达的国债市场是市场经济高度发展的一个重要标志。市场经济发达国家一般都具有比较成熟的国债市场。加快国债市场化的步伐，加速发展我国国债市场对发展

社会主义市场经济具有重要的意义。当前，必须着手解决我国国债市场中存在的问题，并在今后的发展过程中尽量不出问题，或少出问题。为此，必须了解国债市场，系统地研究国债市场。通过对国债市场运行机制、国债市场结构与机能以及国债市场监督管理等各个方面的系统研究，为解决我国国债市场中的问题和加速我国国债市场的成熟化提供理论依据和具体对策。这就是本书想要达到的目的。

国债市场是我国当前国债理论研究的一个薄弱环节。近几年来，我国经济理论界对国债问题研究的专著和文章不少。这些研究对我国国债理论的发展做出了贡献。但是，在现有的研究中，对国债市场进行系统的研究还比较少。对这一问题的研究只是零星地分布在一些文章或专著里，而且也只是仅仅涉及问题的某些侧面或某些角度，其研究的深度和广度极其有限。从国外对国债市场研究的情况来看，国外学者比较注重国债投资，研究投资者如何从国债市场上赚钱。因此，对国债市场进行系统研究能弥补国债理论研究在这一领域的缺陷，使国债理论更加系统、丰富和完整。

本书将以现有的研究成果为基础，以马克思主义国债理论为依据，通过中外国债市场的比较，对国债市场的运行机制、国债市场的结构与功能、我国国债市场开发及其监督管理等问题进行全面和深入的探讨。



前言	(1)
第一章 国债市场的结构与功能	(1)
第一节 国债的概念	(1)
第二节 国债市场及构成要素	(4)
第三节 国债市场的功能和作用	(10)
第四节 国债市场与金融市场	(14)
第二章 国债市场的价格与收益	(17)
第一节 国债市场价格的形成	(17)
第二节 付息国债净价交易	(31)
第三节 国债价格易变性分析	(43)
第四节 国债的收益与收益率问题	(62)
第五节 国债利率期限结构分析	(79)
第六节 国债投资的风险分析	(86)

第三章 国债发行市场	(95)
第一节 国债的规模限度分析	(96)
第二节 国债的品种设置与结构	(108)
第三节 国债的期限结构	(126)
第四节 国债持有者结构	(139)
第五节 国债发行方式的转换	(145)
第六节 国债发行利率和价格	(156)
第四章 国债流通市场	(172)
第一节 国债流通交易的方式	(173)
第二节 国债流通交易的场所	(187)
第三节 发展国债场外交易市场	(195)
第四节 国债市场与公开市场业务	(207)
第五节 我国国债回购市场分析	(221)
第六节 我国发展国债期货市场分析	(230)
第七节 发展国债投资基金	(239)
第八节 国债本息拆离	(252)
第五章 国债托管清算体系	(260)
第一节 国债市场发达国家的国债托管 清算体系	(260)
第二节 我国国债托管清算体系的现状 分析	(273)
第三节 建立和完善我国国债托管清算	

体系的设想	(281)
第六章 国债市场的监管	(292)
第一节 国债市场的监管体制	(292)
第二节 国债市场的政府监管	(300)
第三节 国债市场的行业自律	(306)
第四节 国债市场的法制建设	(314)
主要参考书目	(320)
后记	(328)

第一章 国债市场的 结构与功能

第一节 国债的概念

研究国债市场必须从国债的概念入手。对于什么是国债，目前理论界主要有两种不同的观点。一种观点认为，国债即国家债务，是国家对内对外的负债，是国家筹措财政收入的有偿形式（即国家债务论）。另一种观点认为，国债即国家证券，是一种有价证券，是反映国家与国债持有者之间债权债务关系的凭证（即国家证券论）。

我认为，上面两种观点都有一定的道理，但也各有一定的片面性和局限性。国家债务论主要是从财政的角度来看待国债，把国债仅仅作为一个财政的范畴，作为一种财政收入的来源形式。出现这种观点与我国 20 世纪 50 年代发行的国债和 80 年代恢复发行国债时，国债发行的目的主要是筹集财政收入有关。随着国债市场的不断发展，把国债仅仅看做筹措财政收入的一种形式是不全面的，国债已成为一种重要的金融资产，也是一种有价证券，并已成为一种重要的宏观调控的工具。

国家证券论只看到国债的有价证券的属性，而忽视了国债还是财政收入的一种有偿形式，还具有信用经济的特性。因此，在政策上只强调把国债作为一种宏观调控的手段，而在财政是否需要方面考虑得较少。实际上，是否需要国债、什么时候需要国债、需要多少国债以及国债的期限如何安排等，都是取决于财政资金的需要。

因此，我认为，不能片面地看待国债。国债既是国家筹措财政收入的一种有偿形式，也是一种有价证券。应该从以下几个方面正确地理解和把握国债的概念。

第一，从形式上看，国债是一种有价证券，是反映国家与国债持有者之间债务关系的凭证。

国债凭证的形式可分为两类：借款凭证和债券凭证。借款凭证是反映国家与贷款人之间借贷行为而产生的债权债务关系的凭证，主要包括向中央银行的借款和向外国政府及国际金融机构的借款。债券凭证是反映国家与国家债券购买者之间债权债务关系的凭证，主要包括向特定机构发行的不可转让债券、向国外投资者发行的可转让债券以及向国内投资者发行的可转让债券。发达国家的国债基本上采用发行债券的方式，发展中国家的国债除发行债券外，还包括向中央银行、外国政府及国际金融机构借款。

国债一般是指债券凭证，即国家债券。作为本文研究对象的国债主要是指债券凭证，即国家债券。其中重点是向国内投资者发行的可转让国债。

第二，从内容上看，国债是中央政府发行的债券，

而不包括地方政府发行的债券。

国债是政府债券的重要内容。政府债券（也称公债）是政府为筹措资金而向投资者出具的、承诺一定时期支付利息和到期还本的债务凭证，包括中央政府债券和地方政府债券。世界各国，无论是中央政府还是地方政府，一般都用发行债券作为筹措财政资金的形式。凡是中央政府发行的债券，称为中央政府债券，它是中央政府弥补中央财政收支差额或组织中央财政收入的形式。凡是由地方政府发行的债券，称为地方政府债券，它是地方政府弥补财政收支差额或筹措地方财政收入的一种形式。中央政府债券也称国债。如美国政府债券、法国政府债券、我国财政部发行的债券等都属于国债。

国债既可以在本国境内发行，也可以到境外发行。在国内发行的国债，称为国内国债。国内国债一般用本国货币计算。在国外发行的国债，称为外国国债。外国国债一般用外国的通货、债权国的通货或第三国通货计算。如我国财政部在美国发行的以美元计价的扬基债券、在日本发行以日元计价的武士债券以及在全球美元市场发行的全球美元债券都是国债。

第三，从本质上看，国债是国家筹集财政资金的一种有偿形式，它反映的是国家与国债持有者之间的债权债务关系。

国债是一个财政收入的范畴。现代国家财政收入的主要来源是税收。税收是国家凭借政治权力取得无偿财政收入的一种形式。由于各国财政支出需求的不断扩大，

税收已经不能满足日益增长的财政支出的需要。国家以债务人的身份，以有偿的形式，通过国债筹措财政资金已经成为一种经常性的重要手段。主要途径是国家通过向中央银行借款，或在国内发行国债，吸收一部分国内社会资金；或在国外发行国债，或向国外借款，吸收一部分外国资金，以满足财政用款的需要。

第四，国债作为一种金融资产，是金融市场上买卖的对象，因此现代意义的国债也就成为国债商品。

国债商品是金融经济发展到一定阶段的产物。从世界各国国债发展历史可以看出，最初的国债是政府筹集资金的一种手段。随着市场经济的发展，金融机构、金融市场和信用制度得到了较大的发展，国债不仅是政府筹措资金的手段，而且成为一项重要的金融资产，是金融市场上买卖最活跃的金融工具。因此，在市场经济条件下，现代意义上的国债已经成为一种特殊的商品，即国债商品。

总之，国债是各国中央政府筹集财政资金的一种有偿形式，是反映国家与国债持有者之间债权债务关系的法律凭证，在市场经济条件下，现代意义上的国债已经成为一种特殊商品。

第二节 国债市场及构成要素

一、国债市场的含义

国债市场有广义和狭义之分。本书研究的国债市场

是指广义的国债市场。

（一）狭义的国债市场

狭义的国债市场是指国债现货市场，包括国债发行市场和国债流通市场。国债发行市场也称国债一级市场或国债初级市场，是中央政府为筹集资金而发行国债的场所。也就是说，国债发行市场是中央政府向资金供应者直接或间接筹集资金的一系列过程。一般来说，中央政府发行国债的目的是为了弥补财政赤字，扩大政府投资支出，解决暂时资金短缺问题。国债发行市场是一个抽象的市场，没有具体集中的场所，而是分散无形的市场。

国债流通市场也称国债二级市场或国债次级市场，是已经发行了的国债买卖或转让的场所。在国债流通市场上，投资者可以根据国债行情的判断，买进或卖出国债。国债流通市场有的是专门组织的，有的是自发形成的，有的是无形的，有的是有形的。

根据是否有固定的交易场所，国债流通市场包括场内交易市场和场外交易市场。场内交易市场有固定的交易场所，主要是在证券交易所内进行的。场外交易市场也称柜台交易市场，是指证券商之间或证券商与客户之间直接进行的证券买卖市场。

（二）广义的国债市场

广义的国债市场是指以国债现货及其衍生品为交易

对象的市场，包括国债现货市场、国债回购市场、国债基金市场、国债期货市场、国债期权市场、本息拆离国债收据市场等。

随着金融创新的不断深化，新的金融工具层出不穷。表现在国债这个金融产品上，除了传统的国债现货交易合约以外，国债市场还衍生出国债期货合约、国债期权合约、国债回购协议、国债投资基金、本息拆离国债收据等新的金融产品。

国债期货是指国债交易双方在债券成交以后，同意按照成交合同规定的数量和价格，在将来某一特定日期进行清算和交割的交易方式。期货交易方式，只能在证券交易所、期货交易所内进行。场外交易一般不采用期货交易方式。国债市场发达国家都存在一个发达的国债期货交易市场。我国国债期货是于1993年10月25日在上海证券交易所正式推出的。由于投机过度、监管不力，于1995年5月17日证监会予以停止。

国债回购是指卖出一种国债时，附加一定的条件，于一定期间后以预定的价格或收益率，由最初出售者再将该种国债购回的交易方式。如果作一个与上述程序相反的交易，则称为反回购交易。回购交易是世界各国国债市场普遍使用的交易方式。我国场内国债回购交易是从1993年12月13日起在上海证券交易所开始的。

国债期权是指国债交易双方为限制损失或保障利益而订约，同意在约定时间内，按协定价格买进或卖出契约中指定的国债，也可以放弃买进或卖出这种国债的交