



特华博士后科研工作站研究成果

马 晨 [著]

国债市场与 投资研究

债



中国经济出版社
www.economyph.com



特华博士后科研工作站研究成果

国债市场与投资研究

马 晨 [著]

中 国 经 济 出 版 社

图书在版编目(CIP)数据

国债市场与投资研究/马晨著. - 北京:中国经济出版社,2002.8
ISBN 7-5017-5694-5

I. 国… II. 马… III. ①公债-资本市场-研究-中国
②公债-证券投资-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 061697 号

责任编辑:李 彪

封面设计:高书精

国债市场与投资研究

马晨 著

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街3号)

邮政编码:100037

新华书店经销

三河市欣欣印刷有限公司印刷

开本:A5 印张:8.375 字数:216千字

2002年8月第1版 2002年8月第1次印刷

印数:2000册

ISBN 7-5017-5694-5/F·4568

定价:20.00元

序 言

马晨要求我为她这本书写序言,我曾经指导过她的博士论文,因此,欣然答应。书中凝聚了她多年研究的心血,也展现了一个青年学者奋发向上、勇于探索的成长历程。

国债是政府凭借国家信用向单位和个人筹集资金的重要手段。国债作为一种特殊的金融产品,是连接货币政策和财政政策的桥梁,又是货币市场和资本市场的结合点。政府通过国债的发行来调节货币政策和财政政策,调节货币市场、资本市场的运行和市场利率的变化,促进经济增长和经济、社会的协调发展。近年来我国实行积极的财政政策的实践表明,国债对我国的经济、社会的发展发挥了积极的作用,从弥补财政赤字和筹集国家建设资金到成为人们广泛接受的金融商品和最基础的金融资产,国债已成为国家经济生活的重要内容。随着我国社会主义市场经济体制的逐步建立,国债市场成为我国金融市场的一个重要组成部分。充分认识和利用国债和国债市场的这些功能,对未来我国经济的改革、调控和发展有着极为重要的意义。

本书通过对国债市场运行机制及投资环节的系统分析,探讨我国国债市场的供求状况及影响我国国债市场发展的主要因素,为制定宏观经济政策,规范国债市场运行,引导投资方向提供依据。主要内容包括:(1)国债理论及国债政策综述。通过对西方国债理论和中国国债理论历史演变过程进行系统的总结,从宏观角度分析国债对国民经济发展的作用,提出一个国家或地区的经济发展并不取决于政府财政收支的平衡,而取决于总供给和总需求的平衡。国债政策除了弥补财政赤字外,更重要的是促进经济总量的供求平衡。

国债是货币政策和财政政策的桥梁,又是货币市场和资本市场的连接点。国债的这种特殊地位,使国债收益率有可能成为金融市场的基准利率,政府可以通过国债政策的运用达到调控宏观经济的目的。

(2)国债供求机制。通过经济体制改革,我国的国债市场已初步形成一套市场供求机制。本书主要从国债市场主体、国债规模、国债利率等方面来阐明国债供求机制的作用和原理。(3)国债的发行。国债发行是国债运行的开始,国债的种类、推销方式、期限和推销时间等共同构成国债发行的基本要素。本书分析了国债发行中存在的问题,提出了改进的建议。(4)国债的流通。国债的流通是国债运行的中间环节。书中分国债现货市场、回购市场、期货市场以及公开市场业务四个方面探讨国债流通市场的规范性、可控性和协调性。(5)国债的使用和偿还。提出加强国债资金的管理,根据国债资金的实际使用情况确定国债的发行,通过发行短期国债缓和国库资金波动。(6)国债的投资渠道及投资策略。介绍了银行间债券市场、证券交易所国债市场、四大国有商业银行柜台购买记帐式国债、在商业银行的柜台上购买凭证式国债这四个投资渠道的概况,并对各渠道的国债发行、流通、市场参与者以及规章制度等方面进行了比较,提醒投资者注意市场风险,为市场投资提出一些策略和技巧。(7)国外国债市场的发展趋势。一些市场经济发达国家的国债市场经过多年的发展,在市场形态、市场结构、市场机制以及市场管理等方面都趋于成熟,一些新兴国家的国债市场在发展的过程中积累了成功的经验和失败的教训,因此,发展我国的国债市场,要分析这些国家国债市场共同的发展规律,使我国国债市场不断完善。

本书采用的研究方法有其自身的特色。一是实证分析与规范分析相结合。通过描述我国与西方发达国家的国债现货市场、国债回购市场、国债期货市场和公开市场业务的发展过程,着重分析我国国债市场运行中存在的主要问题,提出完善我国国债流通市场的政策建议。二是定性分析和定量分析相结合。用定性方法分析税收、财

政支出、储蓄及国债的偿还等因素对国债发行规模所产生的不同影响,测定各因素与国债发行规模的联系程度,用时间序列图和数量经济模型等定量方法研究各种因素对国债发行规模的影响,为制定国债政策提供定量化的依据。三是比较研究和归纳研究相结合。对我国国债现状进行评价需要一定的参照系,这一参照系除了来自其他国家和地区,还可从我国经济发展的历史中去寻找,而这些都离不开比较和归纳的方法。例如通过比较美国、日本和我国国债政策的实施过程,比较各国国债政策的优缺点,归纳总结出适合于我国国情的国债政策。

本书在吸收国内外国债研究成果的基础上,从研究方法、研究角度和研究成果等方面作了深入探索,形成了自己的研究特色。主要体现在以下两个方面:(1)从市场和商品的角度研究国债的运行。通常人们把国债看作是政府筹集建设资金、弥补财政赤字的手段,以及政府进行宏观经济调控、社会投资和资产管理的重要工具,往往忽略它的商品属性。本书将国债作为一种特殊的金融商品,从市场经济的角度研究国债市场的供求机制和运行机制,探讨国债市场在宏观经济中的调控作用,有利于把握国债的本质特征,揭示其运行的规律性。(2)运用计量经济学的方法,通过时间序列图和建立模型的方法来分析国债的发行规模,得出 90 年代以来影响我国国债发行规模的主要因素是财政赤字和国债还本付息额,并提出随着我国经济的发展及政府实施积极的财政政策,我国国债规模有进一步扩大的趋势。

本书提出了一些有创新意义的观点,主要是:(1)财政收支平衡要服从于经济供求总量平衡,为我国实施积极的财政政策提供了理论依据。一个国家或地区的经济发展并不取决于政府财政收支的平衡,而取决于经济总供给和总需求的平衡,国债政策也应服从这一经济规律。我国“文化大革命”时期,我国虽然没有财政赤字,也没有发行国债,经济却处于停滞状态。多年来,美国虽然存在财政赤字,通过发行国债实行经济总量的平衡,实现了经济的稳定增长。目前我

国正在由计划经济向市场经济转化,必要时可打破财政的平衡,利用国债的反经济周期操作来追求总供给和总需求的平衡。(2)提出灵活运用国债手段,确保国家金融安全,消除金融风险的政策措施。自从东南亚发生经济危机后,很多人都对金融开放持谨慎态度。因此有必要研究我国加入 WTO 对中国金融安全的影响。本文主要从银行、保险和证券三个方面来说明国债在增强金融安全方面的作用。第一,用国债补充商业银行的资本金;第二,通过发行国债解决社会保险体制改革过渡时期的资金缺口;第三,在证券业可通过设立国债投资基金吸引海外机构投资者。(3)提出国债收益率作为我国未来金融市场基准利率的政策建议。随着国债市场的发展及我国利率市场化进程的加快,国债收益率有可能成为我国市场的基准利率。加入世界贸易组织后,除了商品和服务的交换,还有资本的流动。如何对资本定价,这就需要有一个定价标准,即市场的基准利率。否则在资本市场中没有共同的衡量标准,就无法参加国际竞争和比较,甚至会出现市场混乱的局面。从国际金融市场的一般规律看,有资格成为这一利率的只能是那些信誉高、风险小、流动性强和收益稳定的金融商品的利率。目前中国金融市场上还没有能够承担基准利率的人民币利率,但从发展的角度看,我国市场上最具备这一特点的利率就是国债的收益率。

本书提出了不少值得探讨的问题,需要进一步研究。我希望作者再接再厉,取得更加优异的研究成果。

何盛明

2002 年 4 月 16 日

目 录

序言

第 1 章 国债与国债市场

- 1.1 国债概念界定 (2)
- 1.2 国债在宏观经济中的地位 (4)
- 1.3 国债市场的经济调控功能 (7)

第 2 章 国债理论及国债政策综述

- 2.1 西方国债理论的演变 (13)
- 2.2 我国国债理论述评 (20)
- 2.3 国债政策的实证研究 (27)

第 3 章 国债市场的主体

- 3.1 国债市场主体分类 (37)
- 3.2 构建合理的国债市场主体 (45)

第 4 章 国债的利率机制

- 4.1 国债发行利率的市场化 (48)
- 4.2 国债收益率是未来我国金融市场基准利率 (50)
- 4.3 我国银行间债券市场回购利率的分析 (58)

第 5 章 国债的发行

- 5.1 国债发行的种类 (63)
- 5.2 国债发行期限的分析 (68)

5.3 国债发行方式的选择	(80)
5.4 国债发行时间的改革	(89)
5.5 国债发行规模的确定	(91)

第6章 国债的流通

6.1 国债流通的重要性	(109)
6.2 国债现货市场	(112)
6.3 国债回购市场	(124)
6.4 国债期货市场	(129)
6.5 公开市场业务	(141)

第7章 国债的投资渠道和投资策略

7.1 银行间债券市场的特点	(155)
7.2 商业银行记帐式柜台国债交易业务的推出	(159)
7.3 证券交易所国债交易	(163)
7.4 凭证式国债的特点	(165)
7.5 国债投资策略与技巧	(167)

第8章 国债资金的使用

8.1 我国国债投资方向与效果分析	(173)
8.2 发达国家运用“库底”资金的方式	(185)

第9章 国债的偿还

9.1 国债偿还的理论	(195)
9.2 偿债资金来源的选择	(196)
9.3 我国建立偿债基金的思考	(197)

第 10 章 国债市场的监管

- 10.1 我国国债市场的监管现状…………… (201)
- 10.2 国债市场监管中存在的问题…………… (202)
- 10.3 西方国家国债市场的监管模式…………… (203)
- 10.4 我国国债市场监管模式的构建…………… (206)

第 11 章 外国国债市场的发展趋势

- 11.1 美国的国债市场…………… (210)
- 11.2 加拿大的国债市场…………… (213)
- 11.3 韩国的国债市场…………… (225)
- 11.4 意大利的国债市场…………… (229)
- 11.5 新加坡的国债市场…………… (240)
- 11.6 日本的国债市场…………… (247)
- 11.7 外国国债市场的发展对我国的启示…………… (249)

参考文献…………… (254)

第 1 章 国债与国债市场

自 1959 年以来,我国约有二十年没有发行国债,一度成为世界上少有的“既无内债,又无外债”的国家。1981 年,我国为支持减税让利的经济体制改革,重新启动国债发行。1994 年为制止当时的通货膨胀,中央财政赤字不再向银行透支,通过发行国债来弥补,从而使国债规模迅速扩大。1998 年以来为解决我国经济有效需求不足的问题,政府决定实行积极的财政政策,增发国债,刺激需求,促进经济结构的调整。多年的国债实践,逐步加深了人们对国债重要性的认识,国债问题也开始引起我国理论界的关注。国债是政府凭借国家信用向单位和个人筹集资金,用以弥补财政赤字,调控宏观经济的有效手段。当今世界各国的财政已离不开国债的支持。一个健康的、规范的国债市场是调控宏观经济、促进经济发展的重要依托。本章按照我国社会主义市场经济发展的要求,借鉴西方发达国家的经验,探讨适合我国国情的国债市场运行机制,合理规范国债市场的行为。

1.1 国债概念界定

1.1.1 国债的定义与特性

国债是政府凭借国家信用向单位和个人筹集资金,用来弥补财政赤字,筹集建设资金,实现宏观经济调控的有效手段。国债是公债的一个重要组成部分,是国家信用的一种形式。国债作为中央政府筹措资金、配置社会资源的宏观调控手段,在法律上、实践上、债务主体及其他义务等许多方面与公债有着明显的区别。公债是以政府为债务人形成的债权债务关系的总称,包括中央政府债务、中央政府机构债务和地方政府债务。它既可能表现为国内的债务,也可能表现为对国外的各种债务。本文论及的国债均指中央政府发行的国内债务。和其他形式的公债比较,国债风险性更低,流动性更强,社会信誉更高,是当前国债市场发行、交易和投资的主要对象。正确区分国债与公债,可从法律和实践上明确债务主体。国债的债务主体是中央政府,公债的债务主体可以是中央政府,也可以是地方政府。

与其他金融资产相比,国债有其重要的特征。第一,国债的风险性最小。因为它的发行者是政府,以国家信用担保,即以国家的主权和资源作为承担国债还本付息责任的基础,几乎没有不按时还本付息的。第二,国债的流动性最大。国债由政府发行,政府的情况又为每一个购债人所周知,没人担心政府会赖债不还,无论是在一级市场

上认购国债,还是在二级市场上买卖国债,都无需审查债务人的信用情况,可以放心地进行交易,因此增大了它的流动性。第三,国债的收益最为稳定。国债的市场价格,不易变动或变动较小,这就决定了其收益率的稳定程度。由于国债风险最小,安全可靠,政府又有着高度的信誉,其市场价格发生变动的可能性相对于其他债券通常要小得多。国债市场行情相对稳定,国债的收益率也较稳定,只要国债到期,投资者一般都可能获得既定的利息收入,并且在正常情况下不会因中途转让而在收益上受到损失。由于国债具有风险最小,流动性最高和收益性最为稳定这三方面的独特之处,它就成为投资者青睐的对象,因此它在众多的投资对象中占有明显优势。

1.1.2 国债市场

国债市场是指国债交换关系的总和。通常由国债发行市场和国债流通市场两部分组成,是金融市场的重要组成部分。一个完善的国债市场是市场经济发展到高级阶段的必然产物,是中央政府为平衡财政收支以国家信用筹集资金的重要方式,也是中央政府实施宏观经济调控的重要措施。

国债发行市场是发行新国债的交换关系的总和。国债流通市场是对已发行的国债进行买卖、转让和流通等交换关系的总和。按其交易场所可分为在交易所进行的“场内交易”和在柜台进行的“场外交易”。这里需要特别说明的是,我国由承销商通过其分支机构以柜台交易方式卖出的国债应当属于国债二级市场。因为承销机构与财政部签定一定金额的国债承购包销合同后,在一定期限内,如果承购商不能将合同规定的国债卖掉,余下的部分必须用自有资金购进。完善的国债市场是发行市场和流通市场的统一。发达的发行市场是发展流通市场的基础,而发达的流通市场可扩大发行市场,增加市场容量。

1.1.3 国债市场的运行机制

国债市场的运行机制由国债发行、使用、流通和偿还四个子系统构成。从国债运行的全过程来看,国债运行的各个环节是相互联系的。国债的发行是整个运转过程的开始,同时也决定了国债偿还的期限、利率和偿还的办法,因而国债发行的同时,也是国债偿还的开始。国债的发行条件影响着国债的流通,有利于流通市场的发行,往往会增添流通市场的活力,不利于流通市场的发行,则会起到抑制流通市场的作用。国债的使用、流通和偿还也会反作用于国债的发行,主要表现在以下几方面:(1)国债的使用是国债发行的目的,科学的国债管理应是国债的使用规划在先,国债的发行在后,国债如何使用及使用方向是决定国债发行的主要因素;(2)国债流通对国债发行的作用主要表现在,国债流通市场的容量、流动性和运转状况直接影响着国债的发行状况,不健全的流通市场将会阻塞国债发行的渠道;(3)国债的偿还影响着国债的发行和再发行,良好的国债偿还记录不仅会使国债的再发行顺利进行,还会大大降低国债的发行成本,提高国债的发行效益。

1.2 国债在宏观经济中的地位

发行国债,拉动需求,刺激经济增长,是我国近年来实行的积极财政政策。1997年我国发行国债2000多亿元,1998年发行国债3000多亿元。1999年发行4015亿元,2000年计划发行4380亿元。可以看出国债市场在宏观经济调控中起着越来越重要的作用。国债市场是一种特殊的金融市场,它把财政政策和货币政策、货币市场和资本市场连接起来,决定着金融市场的基准利率,在国民经济运行中处于核心地位。深入探讨我国经济的这个热点问题,具有重要的理论意义和现实意义。

财政政策和货币政策是政府干预经济的最主要的手段,而国债市场又是财政政策与货币政策的结合点。如图 1-1 所示。

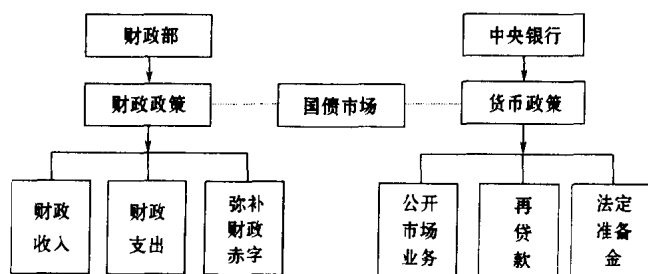


图 1-1 国债与财政政策和货币政策的关系

财政政策一般包括财政收入政策、财政支出政策和弥补财政赤字政策。发行国债是财政收入的重要组成部分。一般来说,中央政府主要以税收手段取得财政收入,税收是按法定程序无偿征集的,税收的增长取决于国民经济的发展水平。一旦财政收不抵支,仅靠税收是无法平衡财政收支的。这时,中央政府往往通过国债市场以信用手段筹集财政资金进而平衡财政收支。债务收入的增长主要取决于融资条件和社会应债能力,国债的信用最高,因此可以成为平衡财政收支的主要手段。如果将财政均衡作为目的,平衡财政收支就是国债的基本功能。如果将整个宏观经济的均衡作为目的,财政收支的平衡有可能被打破,这时需要借助国债市场的手段调节经济走向均衡。当社会总需求大于总供给而出现总需求膨胀时,政府可以实行增加税收、缩减支出的财政政策,适当缩小国债规模,把一部分可用于安排财政支出、形成需求的收入重新转化为储蓄存款,减少社会总需求;当总需求小于总供给而出现有效需求严重不足时,政府可以实行减少税收、扩大支出规模的财政政策,发行国债,增加社会总需求。发行国债还可以将分散性投资转化为集中性投资,调整社会经济结构,增加基础产业的投入,支持“瓶颈”产业的发展,调节社会分配,促

进国民经济和社会的协调发展。

货币政策主要指中央银行运用公开市场业务、再贷款和改变法定准备金率等“三大工具”来影响市场利率的形成,调节货币供给量。作为货币政策最有力工具的公开市场业务,其操作的主要对象就是政府债券。中央银行在公开市场以吞吐国债来影响货币流通量,国债业务的操作已成为调整货币供给量的主要手段。当中央银行执行扩张性货币政策时,它在公开市场上买进政府债券,向流通领域注入货币;当中央银行实施紧缩性货币政策时,它向金融市场抛售政府债券,从流通领域回笼货币。显然,中央银行利用吞吐政府债券来调节货币供应量,是以较大规模的政府债券存在为前提的。在这个意义上,国债政策是中央银行货币政策调节经济的“传导器”。^① 在许多市场经济发达的国家,国债已构成了中央银行公开市场主要操作的对象。1978年日本中央银行在公开市场操作的工具中,国债占100%,美国1990年该指标是82%,日本1990年是48%,德国1992年为45%,英国1986年为72%。^② 这些数字表明,发达国家中的国债市场已成为中央银行进行公开市场业务操作的主要场所。

国债作为一种特殊的金融商品,是国债市场连接货币市场和资本市场的桥梁,如图1-2所示。在国债市场中,短期国债属于货币市场的工具,中长期国债属于资本市场的工具。在国债市场上政府通过对国债发行量、国债期限结构及国债利率、债种结构等的灵活操作,对资金市场需求和市场利率水平施加财政影响。例如,当资本市场上长期资金需求过旺时,政府可以通过发行长期国债,吸收长期资金,以达到控制长期资本规模的目的。运用类似的方法,政府也可以实现对资金市场上短期资金供求进行调控。

① 范瑗媛:我国国债的宏观经济新定位,《中国财政》,1999年1月。

② 项怀诚:《中国财政体制改革》,中国财政经济出版社,1994年。

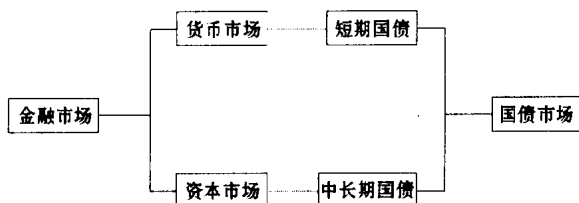


图 1-2 国债市场在金融市场中的地位

从以上分析可以看出,国债是货币政策和财政政策的桥梁,又是货币市场和资本市场的连接点。由于国债的特殊地位,国债的收益率有可能成为金融市场的基准利率,政府可以通过国债来调节货币政策、财政政策、货币市场、资本市场和市场利率,进而达到调控宏观经济的目的。为了使国家对宏观经济能够有效地进行调控,必须要有一个健全完善的国债市场运行机制。

目前欧美发达国家对国债问题的研究是相当深入的。我国国债市场发展水平还不高,国债还没有发挥其应有的作用,国债理论和国债市场的研究起步较晚,多年来国债还停留在单纯筹资的水平上。1998年,我国国债政策在宏观经济调控方面取得了突破性进展。当前对国债市场宏观调控理论的研究,显得十分迫切。摸清我国国债市场的现实运行状况,分析制约其发展的主要因素,提出不断完善我国国债市场的政策建议,对保证我国国债市场的顺利运行,发挥国债的宏观调控作用,是我国金融学术研究的一项重大任务。

1.3 国债市场的经济调控功能

我国1981年恢复发行国债的实践证明,国债已成为人们广泛接受的金融商品和最基础的金融资产。国债市场作为财政政策和货币政策协调运作的结合点,在实现宏观经济调控方面发挥着极其重要