

国债研究系列



国债市场体系

杨大楷 周成跃 郭如鳌 等著

上海财经大学出版社

国债研究系列

国债市场体系

杨大楷 周成跃 郭如鳌 等著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

国债市场体系/杨大楷等著. —上海:上海财经大学出版社, 2000. 6
(国债研究系列)

ISBN 7-81049-429-5/F · 361

I. 国… II. 杨… III. 公债-资本市场-研究-中国 IV. F812.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 28198 号

责任编辑 郑 金

封面设计 周卫民

GUOZHAI SHICHANG TIXI

国债市场体系

杨大楷 周成跃 郭如鳌 等著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

<http://www.sufep.com>

全国新华书店经销

上海印刷七厂一分厂印刷装订

2000 年 6 月第 1 版 2000 年 6 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 11.75 印张 294 千字

印数:0 001—2 000 定价:25.00 元

前 言

本书系统地研究了国债市场体系建设和市场风险管理——由于近十年来国内外资本市场对国债市场化的密切关注而提出的一项重要论题。全书在紧密联系近年中国国债市场实践的基础上,从市场体系的角度,研究了资本市场中国债体系的培育和构塑,流动性建设与规范化发展、制度性创新和风险管理的基本理论和主要技术问题。

国债市场体系是资本市场建设中最根本的一个问题。现代金融已经逐步发展到了这样一个高度:由国债参与者、国债工具、国债市场,以及维护市场运作的法律基础而组成的国债市场体系构成了影响其他资本市场的主体和基础,虽然其他资本市场对国债市场也有重要的反作用,但是整个资本市场的运转开始以国债市场为中心,这是当代资本市场发展的一个不争的事实。这种中心的经济功能体现在:国家集中性借贷和有计划地组合境内外资源可以支持国家保持较高水平的投资,并使经济结构的调整进展顺利;国债提供的金融工具,联结了资本市场的各个方面,推动了金融市场的创新与改革;当国债用以弥补财政赤字、调剂国库出纳、调节货币流通、影响外汇收支、促进供求平衡时,它所发挥的作用对全球经济和一国宏观经济的全面平衡有着不可低估的意义。

中央银行是国债市场最特殊的参与者。这不只因为,国债为央行实施货币政策提供了有效的工具,推进了央行的调控手段由单一的直接控制转向多方面的间接调控,增强了调控的主动性,提

高了对宏观经济的微调能力；同时还在于，国债是货币政策和财政政策的传导器。理论研究揭示：国债既是财政经济的主要内容，又是信用经济的重要组成部分。虽然财政和金融会对国债提出差别性和选择性，但是，财政政策和货币政策以货币为载体、社会总需求为调控对象、能动性调控为基本特征的共性，都是保证国债经济全过程得以顺利实现的基本条件。实证方法表明：国债在推进财政改革融资机制的同时，改变了金融货币量的供应机制；国债利率在反映财政融资成本的同时，提供了金融利率政策的市场信号；国债的持有人在成为债权融资人的同时，又为央行的货币政策操作创造了条件；国债在成为金融机构投资品的同时，又以其高度的流动性为稳定银行系统的储备头寸提供了手段。显然，以国债为契机，深入研究财政政策和货币政策的协调问题，审慎探讨中央银行在国债市场上的基本策略，具有十分紧迫的现实意义。

商业银行是国债市场重要的参与者。无论是在一级市场上承销国债，还是在二级市场上回购国债，国债始终是商业银行改变资产结构最重要的选择；从增加资产营运方式到调整资产负债，从提高资产流动性到满足调剂头寸的需求，从提高资产质量到降低经营风险，从配合中央银行的公开市场操作到追踪金融市场国际化，都无不显示出国债对实现商业银行经营目标的重要性。研究商业银行管理剩余账户的有效技术和经验，可以发现：第一，国债收益率变化的技术特征是利率变动对国债价格的影响是不对称的。在给定市场收益率变动幅度时，随着债务期限的临近，国债价格变动的比率越来越小。第二，在工具选择上，息票率越低的国债，其市场价格对利率的变动越敏感。第三，在风险衡量上，贝塔系数可能是其中一项有益的指标。第四，在组合方式上，期限分离法、阶梯法、哑铃法，以及灵活调整法均可成为具有操作意义的手段。进一步提高国债在商业银行资产结构的比重，需要认真解决好三个问题：在经营方式上必须树立稳健谨慎的作风；在组织体制上必须在

系统内部给予流动性的支持；在利益导向上必须建立合理的利率结构。

同样需要认识的是，契约性金融机构是国债市场的得力参与者，是推进国债市场稳定发展的重要力量。这种“得力”，不只是因为它们的资金具有保值增值的内在要求，它们的机构在竞争中要求得到发展，而且得益于国债为它们提供了优良的投资品；这种“得力”，在很大程度上根源于它们的资金来源稳定与支出相对固定的特点。就保险类契约性金融机构而言，寿险公司的资金来源较之财产险公司具有更高的稳定性和长期性，这使二者在国债投资规模和投资结构上存在差异性；就非保险类契约性金融机构而言，养老基金与社会保障基金的财政性质和基金支出的稳定性，使其投资国债的比重更高于保险类契约性金融公司。因此，收益相对较高的不可上市国债和投机性低的贴现国债倍受契约性金融机构的青睐，而等量组合与非等量组合、买进持有与现金匹配则往往成为契约性金融机构采用的国债投资策略。

纵览历史，20世纪90年代中国投资性金融机构的实践更能说明投资性金融机构对国债市场发展所作出的贡献。一级自营商承购包销国债，提高了国债的发行效率，有利于降低筹资者的发行成本；它在二级市场上承担的做市商义务，在创造连续性市场的同时，增强了市场的流动性。投资性金融机构以信息灵敏、资信较高、技术领先的优势，以及它所采取的积极性投资策略，推进了国债市场的技术创新并使其迅速扩展。同样地，国债市场形成的价格机制为投资性金融机构的资源配置提供了引导信号，市场要素的发展推动了中介组织的建设，通过市场完成的分配和再分配为机构实现和增加了积累。充分发挥市场机制对资源配置的作用，需要进一步培育和发展投资性金融机构；通过购并重组，扩大资本规模，调整股本结构；通过扩大业务范围，增强竞争活力；通过风险管理，化解投资风险；通过技术创新，获取战略性调整的支撑。

从发展的视角看,国债基金将逐步成为国债市场的后起之秀。国债基金具有规模经营、专家运作、营运成本低的优势,有利于提高国债发行的效率,配合央行公开市场业务,实施财政货币政策。国债基金作为整体组合型的机构投资者,在更广泛吸纳个人投资者闲置资金的同时,构塑和支持着投资结构的调整。国债基金采用的资产信托经营方式,将推进资本市场的技术进步,形成面向市场的新业务开发和技术创新的机制。国债基金提供的信用流通工具,丰富了金融产品的结构,支持了固定收益与资本成本相结合,同时又进一步深化了资本市场的稳定发展。国债基金的发展过程虽然将分阶段地推进,但其方向却是明确的:加强基金法规建设,健全股东大会制度,建立投资人、管理人与托管人的制约机制,稳步发展并规范封闭式基金,同时积极开展开放式国债基金的试点,以逐步形成以开放式国债基金为主的格局。

维护国债市场规范运作的基础是法制建设。建立一个统一开放、竞争有序的国债市场在根本上符合市场参与者的共同利益。国债市场法制建设的目标是,以宪法规定为依据,遵循诚信、公开、公正、公平的原则,加快国债立法,完善相关管理方面的法律,力争21世纪初初步建立适应社会主义国债市场的法律体系,做到监管与法律建设的统一。审慎的管理迫切需要进一步完善政府管理与行业自律相结合的监管体制。在国债机构稽核的重点上,商业银行应加强债券风险的管理,契约性金融机构要控制证券投资资金运用的比例,投资性金融机构将规范资金来源与自营业务行为,国债基金则要提高资产管理的水平。在市场风险管理上,现货市场要统一政策、统一规则;期货市场要谨慎探索制定维护市场秩序的法律,严格清算支付系统管理,强化头寸限制和持仓量报告制度,提高市场风险意识和法制观念;回购市场要实行卖出净额比例控制的交易制度,严禁买空卖空、套取信用的不法行为,提高市场交易的公开程度,为国债市场发展提供法律规范。

中国的国债市场目前正处在一个发展的阶段。尽快建成统一开放、竞争有序的国债市场体系,促进经济稳定增长,推进经济结构顺利调整,是国债市场体系发展的总目标。这个市场将进一步体现高质量、安全性、流动性、透明性和公平性的要求。在市场主体方面,中央银行将增强执行货币政策的独立性,提高调控力度;国有银行将加快商业化的步伐;投资性金融机构将稳步拓展;契约性金融机构将进一步得到完善;个人投资者队伍将在壮大中更为成熟,从而构塑出一种多元化投资主体的格局。在市场客体方面,期限品种将呈现适度增加长短期国债、注意控制中期国债的趋势,基础国债的作用将日益明显,创新工具将更为丰富。在市场结构方面,一级市场将着眼于高效低成本,实现发行技术市场化和发行频率均衡化;二级市场着眼于流动性和功能性开发,实现交易网络扩大化和场外市场层次化。毫无疑问,加快以国债为中心的资本市场和全国性融资市场的建设步伐,逐步给市场以更多的发言权,将是市场经济条件下发展国债的主旋律,而依法加强对机构投资者和国债市场的监管,规范和维护金融秩序,有效防范和化解金融风险则是国债改革的一项重点。

本书在论述上列观点时,首先对国债市场体系作了基础性的理论探讨(第一章),然后依据中国的实践研究了中央银行与国债市场及货币政策与财政政策的传导机制,接着分析了商业银行国债投资的策略(第三章),第四章和第五章集中论述了契约性金融机构和非银行金融机构与国债市场共同成长的关系,第六章详细论证了建立国债基金的构想,而第七章则前沿性地探讨了国债市场的法律基础和市场风险管理,第八章提出了发展国债市场体系的可行性途径与改革的重点。

“国债管理与利率研究”是国家自然科学基金“九五”重大项目

课题。本书既为该项课题的第三个子课题^①；又是国家财政部“九五”重点课题。杨大楷任课题组组长，周成跃、郭如鳌任副组长，他们主持了全书的写作大纲、初稿审阅、讨论和修改工作。这个课题的核心成员有：上海财经大学杨大楷教授，国家财政部国债金融司周成跃处长，内蒙古日信投资公司郭如鳌总经理，上海财经大学国际投资学院研究生李芳芳、穆宝敏、陆虹，华东师范大学金融学院研究生杨晔，他们承担了全书的撰写工作。其中：第一章由杨大楷撰写；第二章由李芳芳、杨大楷撰写；第三章由杨晔、陆虹撰写；第四章由郭如鳌、穆宝敏、李芳芳撰写；第五章由郭如鳌、穆宝敏、杨晔撰写；第六章由周成跃、穆宝敏撰写；第七章由周成跃、李芳芳撰写；第八章由杨大楷撰写。这个课题的一般成员有：上海财经大学孔瑗、周琴、李伟、张学文、罗剑龙、郭卫峰、刘庆生、蒋萍、刘茵、连连、殷逸健、杨大力、李昆、郑卫华、高晓辉、魏巧琴、何志刚，河南财税高等专科学校任郑杰，上海市信息投资股份有限公司姜皓天，上海国际信托投资公司范寅，上海汇珠贸易发展有限公司卫漳荣，辽宁华盛信托投资股份有限公司王新权，浦东发展银行展鸣，福建兴业证券公司夏锦良，兰州信托投资公司王天有，他们承担了课题的资料搜集、信息整理、案例分析、部分誊写等基础性工作。1998年初本书形成了初稿，随后又作了进一步的修改和补充。最后，由杨大楷教授进行总纂和定稿。因此，本书是集体智慧的结晶。

杨大楷
于上海财经大学国际投资学院
2000年3月20日

^① 该项目前两个子课题分别是：(1)利率结构与国债发行，科学出版社1997年8月版；(2)国债利率管理，上海财经大学出版社1999年5月版。

目 录

前 言	(1)
第一章 国债市场体系概论	(1)
第一节 国债市场体系及构成	(1)
第二节 国债市场体系的功能	(31)
第二章 中央银行	(43)
第一节 中央银行与国债市场	(43)
第二节 货币政策与财政政策的传导机制	(57)
第三节 中央银行的基本策略	(72)
第三章 商业银行	(92)
第一节 商业银行证券投资业务	(92)
第二节 商业银行国债投资	(100)
第三节 商业银行与国债市场	(104)
第四节 商业银行的基本策略	(110)
第四章 契约性金融机构	(124)
第一节 契约性金融机构与国债市场	(124)
第二节 契约性金融机构的基本策略	(141)

第五章 投资性金融机构	(156)
第一节 投资性金融机构与国债市场.....	(157)
第二节 投资性金融机构的基本策略.....	(180)
第六章 国债基金	(202)
第一节 国债基金与国债市场.....	(202)
第二节 建立国债基金的构想.....	(219)
第七章 国债市场体系的基础	(234)
第一节 国债市场的法律基础.....	(235)
第二节 对国债机构的谨慎管理.....	(244)
第三节 对国债市场风险的管理.....	(264)
第八章 国债市场的发展	(271)
第一节 国债市场的发展目标.....	(272)
第二节 发展国债机构.....	(276)
第三节 发展个人投资.....	(288)
第四节 发展一级市场.....	(310)
第五节 发展二级市场.....	(327)
第六节 国债工具改革与发展.....	(333)
第七节 改革的重点——国债利率与利率市场化.....	(347)
参考文献	(358)

第一章 国债市场体系概论

建立一个适合我国国债发展的市场体系,探索加强市场风险管理的有效方法,首先要了解国债市场体系的构成以及各个部分的功能。本章拟从阐述国债市场体系的构成入手,进而揭示这一经济范畴所具有的多方面的作用。

第一节 国债市场体系及构成

一、国债市场体系

国债市场体系是由国债市场的参与者、国债工具和市场以及维护市场运作的法律基础组成的。国债市场的参与者是指参与国债市场活动并发挥其作用的有关机构和个人。国债工具包括各种国债现券到富有创新特色的国债衍生工具。国债市场既可以是发行市场和流通市场,又可以是场内市场和场外市场。国债的法律基础则是与整个国债市场活动相关的法规与制度。从1981年起,中国的国债市场已经有了近20年的历史。发行国债已从最初的临时措施成为一种与我国经济发展长期伴随的经济现象,国债市场体系发生了重大的飞跃。

1. 国债的发行规模

由1981年间的每年40余亿元,相继增加到60亿元、160亿元、250亿元、275亿元、380亿元。进入1994年,国债的发行规模

又跃上了1 028.6亿元的台阶,1998年的发行规模为2 808.8亿元。如果按1994~1998年的国债发行速度推算,并结合后几年的债务还本付息水平、赤字状况和必要的财政建设开支等因素,“九五”期间的发行总规模可达到12 000亿元。国债将在我国财政与货币政策中发挥越来越重要的作用。

2. 国债制度经历了三次重要的转折

1988年,国库券开始在全国61个城市分两批试行流通和转让,国债有了二级市场。这是国债制度的第一个转折点。1991年,财政部组织了国债的承购包销,这是国债制度的第二个转折点。当年,有70家证券机构参加了承销团,包销了四分之一的国债,总值约25亿元,并将市场机制引进了国债的一级市场;同时,又促进了二级市场的发展。1993年推出了国债一级自营商制度以规范自营商的行为,有50家金融机构取得了国债一级自营商资格,该制度的建立是国债市场发展的第三个转折点。经过这三个重大转折到1994年,国债市场体系已基本朝着市场化的方向稳定发展。

3. 国债的发行种类逐步增多

在名称种类上,由单一的国库券,逐步增设了国家重点建设债券、财政债券、国家建设债券、特种国债、保值公债和转换债;在期限种类上,由单一的10年期,逐步增设了5年期、3年期、2年期、1年期和半年期;除此之外,还从1992年起发行了无纸化国库券。

4. 国债的认购主体经历了由单位为主逐步转向以个人为主,又转向以单位为主的过程

1981年的国库券,基本上是由企事业单位、机关团体、农村富裕社队等认购的。但从1982年起,居民便逐步成为国债的主要认购主体。1985年个人的认购额开始超过单位的认购额。在此之后,这一以居民为主要认购主体的国债认购者格局便一直维持下来。近几年,机构投资者认识到国债的优越性,纷纷持有国债,而

国家财政、金融由直接调控向间接调控过渡也要求机构持有一定的国债,所以机构投资者持有国债的比重又呈上升趋势。

总之,经过近 20 年的发展,国债市场取得了很大的成绩,市场框架基本形成,国债交易越来越活跃。但由于起步晚以及种种客观原因,国债市场体系在许多方面仍存在许多不足之处,暴露出许多问题。进入 1999 年,无论是从完善中央银行宏观调控机制的角度来看,还是从理顺和改善中央财政收支关系的角度来看,我国国债市场体系都需要进一步规范和发展。朝什么方向发展,如何规范都需要我们进一步研究和探讨。

二、国债市场参与人

国债市场参与人是指参与国债市场活动并发挥其作用的机构和个人。政府(财政部)、中央银行、商业银行、机构投资人、个人投资者以及以一级自营商为主体的证券中介机构是国债市场的主要参与人。各个市场参与人在不同的市场中有明确的职能。一级市场的参与人分为:发行人、中介人和投资人。发行人即财政部,有时中央银行作为财政部的代理人参与国债发行;中介人主要为银行、非银行金融机构;投资人范围广泛,主要为银行机构投资人、个人投资者。二级市场的参与人分为市场操作人、做市商和投资者。市场操作人为政府和中央银行。政府一般不再直接参与市场活动,但有时以债务管理人的身份参与市场操作;中央银行以公开市场操作的形式参与市场活动。做市商为一级自营商,投资者仍主要为银行、机构投资人和个人投资者。市场参与人结构如图 1-1 所示。

1. 发行人

财政部代表国家发行国债,具体由债务管理部门即财政部国债金融司负责。作为发行人,财政部的主要职能有:

(1)综合运用国债政策,配合财税、金融改革,为宏观调控创造

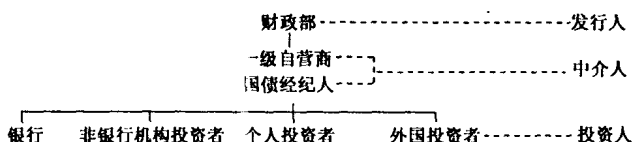


图 1-1 国债市场参与人结构

条件。

(2)建立起高效率、低成本、运作有序的国债发行市场,实现年内均衡、滚动发行,带动国债二级市场使之活跃。

(3)适应社会不同的资金性质,形成合理的国债期限、品种结构,有效地吸收社会闲散资金。

(4)加强市场要素的培育和锻炼,强化国债一级自营商的组织建设,促使其在国债发行和二级市场交易中发挥作用。

(5)提高市场参与者的金融意识和投资风险意识,为国债市场的健康、稳定发展打下良好基础。在二级市场上,财政部一般不直接参与市场活动,但可以以债务管理人的身份参加市场操作。

中央银行通常作为国债发行人的代理从事国债发行,并与国债发行人共同监督和管理国债市场,包括国债一级自营商的资格审定及监督;国债流通市场管理,并与财政部一起共同制定国债管理法规。中央银行在国债市场上的另一项重要职能是以公开市场操作的形式参与市场活动,从而成为市场的操作人。

2. 中介人

中介人是国债市场的主要参与人。他们在分散的国债供给者和需求者之间提供咨询,提供场所,撮合买卖,极大地提高了金融市场的运转效率。1988年,国债允许在全国61个城市分两批试行流通和转让,国债二级市场开放,各种各样的证券中介机构如雨后春笋般发展起来。经过几年的努力,初步形成了以一级自营商为主体,以自营商和经纪人为基础的市场中介体系。

(1)一级自营商。在国债市场中介体系中,一级自营商处于最

高的层次。它在一级市场中直接承销或投标财政部发行的国债，是国债发行人和投资人之间的第一个环节。在承购包销国债以后，通过各自的市场销售网络，积极开展国债的分销和零销业务。在二级市场中起到做市商的作用，并有义务双向报出买价和卖价，维护国债二级市场的流动性，积极开展国债交易的代理和自营业务。

(2) 自营商。自营商不办理公众委托的国债买卖，而是从事旨在牟取利润的自营证券买卖业务，促进国债二级市场资本的流动，进一步推动一级市场的发展。

(3) 经纪人。经纪人是自营商与自营商之间或证券中介机构和各种投资人之间的中间人。它在国债市场中介体系中具有相当重要的地位。它接受委托在证券交易所进行交易，获取佣金，也可以在场外从事场外交易。

(4) 证券交易所。在国债市场中介体系中，证券交易所处于一个非常特殊的地位，它本身并不参与国债交易，但却是各个市场中介发挥其职能必不可少的条件之一。证券交易所提供国债集中交易的场所；管理上市国债的现货买卖；办理证券交易所内国债交易的清算和交割；提供国债交易过户和国债集中保管服务；提供国债市场信息与咨询服务。

一个正常的市场，应当有各种各样的执行不同功能的参与者。在市场经济发达的国家，市场上活跃着一级自营商、自营商、经纪人等中介人，他们分别执行不同的职能。在过去的一段时期内，我国市场上只有证券公司和交易所等中介机构，它们之间没有层次，也未能很好地划分职能，这就限制了国债市场的发展。推行一级自营商制度，将推动我国的国债市场朝着功能化的方向发展。大宗国债的发行通过承购包销方式或招标方式，只对一级自营商发行；然后，从自营商到经纪人，再从经纪人到最终投资者，如此形成一个连续的不间断的环节，不断传递下去，就可以大大提高市场效

率,也有利于债务收入尽快入库。1991年我国国债发行采用了承购包销方式,1993年由财政部和证券监督管理委员会共同审核批准了19家一级自营商,1996年发展到50家。国债一级自营商几年来在提高国债发行效率、维护国债信誉、活跃国债交易等方面起到了积极的作用。

3. 投资人

商业银行、机构投资人、个人投资者以及外国投资人是国债市场的主要参与者。

(1) 商业银行。我国国有银行过去一直为专业银行,中央银行对它们购买国债有较多限制,所以长期以来我国的专业银行很少承购国债。但在市场经济发达的国家,商业银行是国债的主要持有者,美国的商业银行持有10.4%的国债,日本的商业银行持有20.6%的国债,德国的商业银行持有41%的国债,这是符合商业银行资产负债管理要求的。众所周知,《巴塞尔协议》规定:银行的一级资本比率即核心资本占风险资本的比率不得低于4%,总风险资本比率应在8%以上。由于银行核心资本比例一般不高,只能加大附属资本持有量,银行为了应付顾客提存,满足中央银行法定准备金率的要求,通常将其吸收的存款中的相当部分按法定比例交存中央银行或作为提留现金的准备。由于这类资产不生息,属于非盈利资产,商业银行一般都尽力压低其数额。同时在银行经营过程中,由于偶然性的顾客大量提存、准备率变动等原因,难免出现高于这一数额的流动性要求,因而银行必须在第一准备金之外持有一些高流动性资产,能随时变现,以应不虞之需。而短期国债作为一种流动性最高的金融资产,既能为银行保持流动性,满足提款与贷款的需要;又能使银行利用存款利率与国债利率差赚取盈利。进一步看,银行持有短期国债为中央银行的公开市场业务操作提供了前提条件。银行有时也根据负债结构持有一定比例的中长期国债赚取盈利。虽然银行自有资金有限,但是它可以吸