

国债利率管理

杨大楷 等著

G U O Z H A I L I L U G U A N L I

上海财经大学出版社

国债利率管理

GUOZHAI LILU GUANLI

杨大楷 牟忠凯 王晓岚 王 欢 范 寅 著

上海财经大学出版社

国债利率管理

GUOZHAILILUGUANLI

杨大楷 等著

上海财经大学出版社出版

上海市中山北一路 369 号

邮政编码:200083

上海印刷七厂一分厂印刷

新华书店上海发行所发行 各地新华书店经销

*

1999 年 4 月第一版 开本:850×1168 1/32

1999 年 5 月第一次印刷 印张:9.75

印数:1—3 000 字数:262 000

定价:21.00 元

前 言

本书系统地论述了国债利率及其管理——由于近十年来国内外资本市场对国债利率市场化和融资成本降低的密切关注而提出的一项重要课题。全书在紧密联系中国国债近年实践的基础上,从比较广阔的角度深入研究了国债利率管理的基本理论和改革实践,包括发行利率与管理、流通利率与管理、偿还利息与管理的理论研究和技朧分析问题。

纵览中国改革以来的国债市场:国债利率是国债的灵魂。利率水平决定着发行者的融资成本和投资者的投资收益,利率结构决定着国债品种的期限选择与投资主体的分配格局,利率的形成机制决定着国债发行方式的运用,甚至国债规模也与利率政策唇齿相依。不仅如此,国债利率的作用已经超越了国债体系范围,它的变革震撼着整个金融体系,在我国利率体系向市场化推进的整合过程中,国债利率正不断确立其基准地位,渐显王者之气。国债利率是国债市场各个方面推进的动力与主线索。当代中国国债的发展史也可以说是一部国债利率政策的演变史。

正因为如此,中国国债利率管理始终向着这样一个总目标推进,即通过运用多种利率管理的技朧手段促使建立低成本高效率的国债运行机制,进而推动整个金融体系的完善与发展。围绕这一目标,国债利率正成为金融政策和财政政策的结合点。这种结合不仅是因为国债是财政经济的一项重要内容,也不仅因为国债是信用经济的一个重要组成部分,或是因为国债对进出口的影响。这种结合通过可以获得的债务资金数量的变化以及利率和汇率的变动成为金融上的联系,并为货币政策的间接调控提供了政策工具;通过能否维持国家债务的可承受增长以促进国民经济稳定协调发展表现为宏观经济政策上的合理搭配与灵活调整。

国债利率在一国资本市场中居于主导地位。技术方法和实证方法证明：国债发行对利率水平有正相关的拉动效应。实现发行成本最低化的途径主要有三：一是灵活地运用国债期限政策充分发挥国债利率的基准作用；二是在给发行方式注入竞争性技术的同时，要注意保持发行方式的程序化和稳定化；三是进一步加快投资主体的培养步伐，扩大国债的有效需求力。

处于发展阶段的国债流通目前正呈现方兴未艾的势头，流通利率管理的重要性增加了。从财政的观点看，它在满足国债投资者流动性需要的同时，能确保发行者大量融资后在较长时间内按固定成本使用资金；由于市场比价竞争又为调低新国债发行成本提供了参照系数；由于流通价格、收益额和未偿期限共同决定的流通利率是一种受官方利率引导的市场利率，这又为国家对流通利率的跟踪和管理提供了可能。从金融的观点看，它在满足投资者调整财务结构和套期保值需要的同时，能确保中央银行顺利开展公开市场业务，实施更为有效的货币政策；支持商业银行调剂头寸余缺，改善资产负债经营，规避金融风险，推进金融的深化与创新。

国债流通利率研究的中心问题之一是国债及其衍生工具利率的确定问题。90年代初，F. Black 和 M. Scholes 运用抛物型偏微分方程推导出期权的定价公式，这在经济学界被认为是一个划时代的贡献。同时，它更启发我们对国债利率定位的深入研究。这里的研究包括：运用导数理论探讨了国债收益率曲线；采用指数理论和换算系数分析了长短期国债利率期货的定价公式；通过随机微分方程推导零息国债、附息国债、国债利率期权的定价模型。

稳定和深化国债流通市场需要进一步发展新的交易方式，因为它在根本上符合国债发行者和投资者的共同利益。由现货交易向利率期货、利率期权、利率互换发展虽然可取，但必须是一个分阶段推进的过程。从当前情况来看，还需要重视以专门的技术手段加强对国债收益率曲线的跟踪和预测，提高对带有远期交易性质的国债回购利率的分析水平，深入对规避回购风险的附属合约技术的研究。这些手段都可能为国家的宏观管理和微观抉择提供有

价值的方法。

国家借款的动力主要是为加速经济增长创造条件,但筹措资金所花费的成本要低,这意味着加强利息偿还管理是极其重要的。国债本金的偿还与利息支付的不同组合形成了不同的还本付息方式。这些方式的变化都会影响政府的债务负担。国债标准付息模型为不同偿还利息方式的国债提供了一个等价的可转换的比较模型,一定的加权组合方法又为衡量一国债务总体水平提供了较准确的手段。它们使多品种国债利率水平的综合比较和管理成为可能。同样需要认识的是,长短期国债利率结构的“流动性升水”,也为不同期限国债利率的比较和管理提供了既具规范又有实证意义的思路。动态的现金流量揭示出有效管理的机遇和潜在力。

本书在论述上列观点时,首先对国债利率管理作了历史的纵览(第一章),然后依据中国的实践论述了国债发行利率与管理(第二章),接着研究了国债流通利率与管理(第三章),最后探讨了国债偿还利息与管理(第四章)。

“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,杨大楷博士任课题组组长。本书为该项课题的又一个子课题。本子课题由杨大楷任组长,牟忠凯任副组长,他们主持了全书的写作大纲、初稿审阅、讨论和修改工作。这个子课题的主要成员有:上海财经大学杨大楷,辽宁华盛信托投资股份有限公司牟忠凯,上海财经大学王晓岚、王欢、范寅,他们承担了全书的撰写工作。其中,第一章由牟忠凯、范寅撰写,第二章由杨大楷、王欢撰写,第三章由杨大楷、王晓岚撰写,第四章由牟忠凯、范寅撰写。这个子课题的一般成员有:陈路、刘庆生、蒋萍、管汝平、任郑杰、杨晔、陆虹,他们承担了本书的资料搜集、信息整理、案例分析、部分誉写等基础性工作。最后由杨大楷进行总纂和定稿。

杨大楷

于上海财经大学万泰国际投资学院

1999年1月18日

目 录

前 言	(1)
第一章 导 论	(1)
第一节 我国国债利率管理政策的回顾	(2)
第二节 国债利率管理的目标	(11)
第三节 国债利率政策与经济调控	(15)
第二章 国债发行利率与管理	(25)
第一节 国债发行利率水平的制约因素	(26)
第二节 国债发行利率水平管理	(36)
第三节 国债发行利率结构管理	(66)
第四节 国债发行利率管理与二级市场	(107)
第三章 国债流通利率与管理	(110)
第一节 国债现货收益率与管理	(111)
第二节 国债回购利率与管理	(143)
第三节 国债利率期货与管理	(152)
第四节 国债利率期权与管理	(180)
第五节 国债利率互换与管理	(216)
第四章 国债偿还利息与管理	(237)
第一节 国债偿还方式与利率水平	(237)
第二节 国债偿还方式与利率结构	(262)
第三节 国债偿还利息的均衡管理	(273)
第四节 国债还本付息的综合管理	(286)
参考文献	(297)

第一章 导 论

自 1981 年我国恢复国债发行以来,我国国债的理论和实践有了重大发展。发行规模逐年扩大,发行方式、发行技术、国债品种、期限结构趋于丰富,国债交易方式和组织机构不断改进,初步建立了一套完整的国债运行制度,如果将我国的国债发展比作一个人的成长历程,正处豆蔻年华的中国国债所取得的成就足以令世界瞩目。

国债已经从一种单一的筹资工具发展成为集融资、储蓄、投资、宏观调控功能为一体的多面手,渐渐显出“金边债券”的英雄本色。从国债的功能来看,无论从弥补财政赤字、吸引闲散资金、变储蓄为投资、调节货币流量、提供投资组合品种等各方面均不乏善可陈。国债的各个功能就像一组形态各异的璀璨明珠,而将这些明珠统一有致地串成一体的就是利率政策。

国债利率是国债的灵魂。利率的水平决定着投资者的投资收益与政府的筹资成本;利率的结构决定着国债品种的期限选择与投资主体类型的分配格局;利率的形成机制决定着国债发行方式的运用,甚至国债规模也与利率政策唇齿相依。不仅如此,国债利率已经超越了国债体系本身,国债利率体制的变革影响着整个金融体系。国债的利率效应与流动性效应日渐发挥,使国债成为宏观经济调控的重要杠杆。在我国银行管理由直接调控向间接调控的转变中,这种杠杆的功效必会脱颖而出;而在我国利率体系向市场化推进的分化组合过程中,国债利率正不断确定其基准地位渐显王者之气。利率是国债市场各个方面推进发展的动力与主线索,国债市场的发展史也可以说是一部国债利率政策的演变史。

第一节 我国国债利率管理政策的回顾

我国国债利率管理可分为四个阶段。1981~1988年是国债利率的计划管理时期,1988~1995年是国债利率市场化探索时期,1996年国债利率管理全面向市场化推进,1996年以后则进入调整阶段。

一、国债利率的计划管理时期

1981年恢复国债发行至1988年,国债发行基本上是靠政治动员和行政分配相结合的办法,而发行后国债基本上只能持有到期,很少在中间进行买卖转让。这期间国债利率的概念是最简单的,仅指国债的票面利率。国债利率的高低不是一个重要问题,因为国债持有人并不能根据利率条件决定是否购买。出于减少借贷成本的考虑,国债利率普遍低于同期银行存款利率,这期间的国债发行对保证重点建设、平衡预算收支等方面起到了非常重要的作用,但它忽视了国债的一个基本特性即自愿性,强制投资的结果是损害了投资者的积极性,使已有的资金市场价格发生扭曲,不利于已经发展起来的金融市场和证券市场的健康运行。国债管理部门很快意识到国债机制改革势在必行。

二、国债利率的市场化探索时期

1988年至1995年这段期间,国债机制经历了一场巨大变革,中国的国债运行机制由过去的计划体制向市场体制过渡。这其中虽然遇到一些困难甚至失败,但也取得过许多巨大的成功。

1. 二级市场的建立

1988年初,我国开始建立国债流通市场,当时首先在7个城市进行国债流通转让试点,允许1985年和1986年发行的国库券流通转让。同年6月,试点范围扩大到全国54个大中城市。1991年,国家进一步扩大了国债流通的开放程度,允许400个地市级以

上的城市进行流通转让。这期间国债交易主要通过柜台交易市场进行,试点地区的财政部门成立了财政证券公司或国债服务部办理持券人买卖国债的业务。后来,各专业银行、信托投资公司、证券公司以及财务公司下设的证券部也设有柜台交易国债,交易的品种也越来越多,个人投资者主要在柜台市场上买卖国债,但是柜台交易的主体仍然是金融机构。当时的交易是实物券,也较适合于柜台交易。这些柜台交易市场成为我国国债二级市场的雏形,它们不但对每年的国债发行与兑付起到了积极作用,也方便了国债的流通与转让,推动了我国国债二级市场的发展。但是从交易量和交易品种上看,柜台交易还远远不能满足国债流通的需要。

1990年12月,上海证券交易所开业,同时推出国债现货场内集中交易。在开业初的一年多时间里,国债成为上交所的主要交易品种。与上交所相比,深圳证券交易所的国债交易起步较晚,直到1994年3月才开始进行国债现货交易。在1992年至1994年间,武汉证券交易中心及STAQ系统的国债集中交易也一度比较活跃。

在场内市场健康发展之时,场外市场开始出现问题,由于场外交易的品种都是实物券,债券的交易和交收需要来往搬运,风险较大,成本较高,交易不便。于是各金融机构互开代保管单,一些单位借此虚开代保管单进行融资使国债交易实际上变成了一种信用拆借。1995年8月,由于国债场外市场的大量卖空问题,国家暂停国债场外交易,绝大部分国债交易归口到交易所进行,遂使场内交易量很快占到了全国国债交易量的90%以上,这成为中国国债市场的一大特色。

2. 一级市场的改革

1991年通过承购包销发行国债,在一定范围内改变了行政认购分配的发行方法,这是我国国债一级市场向市场化迈步的标志。1988年二级市场试点取得了成功,使国债市场从买方市场转向卖方市场。在此有利环境下,1991年4月20日,财政部和承购包销团主干事中国工商银行信托投资公司签订了承购包销合同。这次

承销总额为 25 亿元,占原定发行计划的 25%。按照中央承购包销的模式,各地方财政部门也组织了 20 亿元,进行地方承购包销的试点。与此同时,各地银行系统也组织了 20 亿元的承购包销。除了组织承购包销外,财政部门还委托银行、邮政部门和一部分证券中介机构代销国库券。

承购包销突破了完全依靠行政手段发行国债的格局,无疑具有划时代的意义。但这种方式还很不成熟。首先承购包销的范围有限。其次,承销合同尚不够规范,合同的执行不够严格。第三,存在着条块分割、块块分割,中央承购包销与地方承购包销关系难以理顺。第四,作为承销合同基本条件的利率水平不完全是通过发行人和承销人之间协商确定的,而是仍由国家制定。这种承购包销只是一种向市场化发行的过渡形式。1992 年下半年起,由于投资过热,资金偏紧,利率水平上升,国家制定的发行利率水平低于二级市场利率达 6 至 8 个百分点,证券中介机构不愿接受国家制定的条件,承购包销遇到了困难。

改革的路途是艰险的,改革的进程却没有停止。1993 年我国建立了国债一级自营商制度。当时经财政部和证券监督委员会批准,有 13 家银行和非银行金融机构成为我国第一批国债一级自营商。1995 年,财政部、中国人民银行和证券监督委员会审查批准了 50 家国债一级自营商。新批准的国债一级自营商包括主要的专业银行和商业银行。国债一级自营商是一级市场上承销国债的主体,一级自营商制度推动了国债不断从零售市场向批发市场发展。

1994 年,金融领域的改革为国债市场带来新的机遇与挑战。专业银行向商业银行转变,中央银行出于执行货币政策的需要不再允许财政部向其透支和借款。这既增加了国债筹资任务的压力,又强化了向商业银行发行国债的趋势。1994 年的国债改革方案突出了银行在发行市场的进一步参与。例如,计划国债发行主要对象为银行和非银行机构;修改一级自营商制度,要求银行进入一级自营商组织;增加国债的期限品种,发行半年期和一年期的短期国债;由专业银行承销短期国债,作为中央银行进行公开市场操作的

条件等等。但由于 1994 年通胀压力较大,中央担心专业银行持有国债会增加货币供给,为此大部分国债以储蓄债券的形式销售给了个人投资者。

1995 年是相对平静的一年。这一年发行规模进一步扩大,但国债期货的关闭使可上市国债发行碰到困难,财政部为了促进发行在上海进行了第一次国债招标发行试点。这为 1996 年招标发行的全面开花打下了基础。

3. 衍生产品的发展

如火如荼的发行市场与现券二级市场使现货交易的衍生产品回购交易和国债期货应运而生。

国债回购业务始于 1988 年。1991 年上半年,STAQ 系统制定了证券代保管制度,7 月宣布试行回购业务,9 月 14 日,在 STAQ 和上交所两家系统成员之间完成了第一笔回购交易。随后,武汉、天津证券交易中心也相继开展了国债回购业务。1993 年下半年,上交所开设国债回购品种,回购市场规模开始急剧膨胀。1994 年,全国国债回购交易总量达 3 000 亿元,1995 年更突破 4 000 亿元大关。与此同时,回购交易方式出现了场内交易和场外交易两种。场内交易在证券交易中心和交易所内会员单位之间进行,场外交易是金融机构、非金融机构和个人在有形市场之外进行。回购资金的基本流向开始从银行系统流入非银行系统。国债回购在非银行金融机构融通资金、调剂头寸、套期保值和加强资产管理,商业银行保持资产流动性,提高整个国债市场流通性方面都起到了积极的作用,尽管交易组织形式的不完善、监管手段的缺乏也潜伏了一定的隐患,但无论如何,国债回购市场开始成为二级市场不可或缺的有机组成部分,并向着规范、效率的方向发展。

与国债回购相比,此期间国债期货无疑具有更大的探索性。1992 年 12 月,上海证券交易所率先推出了我国标准化的国债期货合约,这标志着我国金融期货交易的开端。最初设计了 12 个品种。第一批获准参加国债期货交易的上海证券交易所会员有 20 家,未对个人投资者开放。1993 年 10 月,上海证券交易所重新设

计了国债期货合约品种、交易机制,正式向社会全面开放。时隔不久,北京商品交易所也推出了国债期货。1994年6月,武汉证券交易中心推出了18个品种的国债期货,9月,深圳证券交易所开设了国债期货业务。与此同时,许多地方的商品交易所也开设了一些国债期货交易。

随着国债期货交易网点的拓展,国债期货交易量迅猛增加。1993年上海证券交易所国债期货成交金额为25.72亿元,1994年激增至19 054.18亿元,占当年全国国债业务的76.22%。1995年第一季度全国国债期货的交易额突破了28 000亿元,超过了1994年全年的同口径数据25 000亿元。高涨的局面背后隐藏的是危机。建立国债期货市场的初衷是提供规避利率风险的手段,但实际上风险规避机制并没有成为国债期货市场的主旋律。许多交易所规章制度不健全,品种设置不合理,忽视风险控制和严格管理,放纵过度投机和市场操纵行为。1994年国债314品种无法正常交收而通过协议强制平仓已鸣起警钟;1995年2月的“3.27”事件使国债期货市场元气大伤。以后,财政部和证监会下发了《国债期货交易管理暂行办法》,各交易所也陆续采取了涨跌停板制度和提高保证金比例等办法,但市场上投机气氛仍然十分严重,透支、超限额持仓和恶性造市行为仍时有发生。1995年5月“3.19”事件给国债期货市场以致命一击,使中国证券监督管理委员会痛下决心在全国范围内暂停国债期货交易的试点。这给国债期货探索划上了第一乐章的休止符,但其中的经验教训也并非不是一种财富。

三、国债利率管理市场化推进时期

1996年是中国国债取得重要发展的一年。把有中国国债年之称的1996单独作为一个里程也许并不过分。

1. 一级市场的飞跃发展

招标发行是目前世界上采用的市场化程度最高的国债发行方式。中国国债发行采用招标方式标志着国债一级市场质的飞跃。

经过几年的发展,国债市场取得喜人进展。一级自营商制度逐

渐成熟；市场参与人增加，市场向纵深拓展，参与人的金融意识不断提高；二级市场较为发达，市场流动性较好；计算机系统在交易中运用大大提高了交易的效率和准确性。一切的有利条件使财政部考虑引入招标发行。在1995年招标发行试点取得成功后，这一先进的发行方式获得全面推行。1996年发行的2 231.21亿元的国债全部采用了招标方式并进一步获得成功。对贴现国债采取价格招标，对附息国债采取收益率招标，对已经确定利率和发行条件的无记名国债采取划款期招标；同时根据市场供求状况和发行数量，分别采取荷兰式和美国式招标，并创造了“基数承购，区间投标，差额招标，余额分销”及“自由投标，变动价位，二次加权，金额招标”的具有中国特色的招标方式。招标发行极大提高了发行效率，促进了国债市场由零售向批发转变。

1996年的辉煌还体现在国债期限品种的丰富上。当年发行的国债品种有三个月、六个月、一年、三年、五年、七年和十年等7个品种，其中三个月、七年和十年期限品种是首次亮相的国债。期限品种丰富的意义之一在于改善了以往单一的中期结构，使长、中、短期国债品种的搭配趋于合理，形成完整的国债收益率曲线。而更具历史意义的是短期国债的发行积极配合了1996年4月中央银行公开市场操作。

2. 二级市场的发展

“得之东隅，失之桑榆。”也许是1996年国债二级市场的写照。

这是一个具有历史意义的日子。1996年4月9日，中国人民银行首次向14家商业银行总行买进2.9亿元的国债，标志着利用国债市场进行的公开市场业务操作正式启动。公开市场业务启动的背景是随着国内金融机构大量增加，金融工具日益多样化，中央银行通过贷款规模控制调节货币供应量的能力减弱；市场的发展同时要求央行减少依赖直接控制对商业银行的再贷款和信贷规模的计划手段而逐步引入间接调控手段，这为公开市场业务启动提出了必要性。1996年第一季度，获取国债一级自营商资格的14家商业银行共认购各种记帐式短期国债197亿元，又为公开市场业

务的实施提供了可能性。在首次公开市场业务操作中,央行公开市场业务操作室与各个商业银行总行的联机网以回购的形式逐笔交易,回购形式分 7 天、14 天、21 天三个期限档次。操作的具体形式是“利率招标方式”,即央行首先向商业银行公布买卖国债的券种、回购期限和数量总额,由商业银行根据其资金头寸需求,自主申报买卖国债的数额和利率,中央银行根据商业银行的利率出价排序,确定中价结果。至于公开市场业务中的债券登记、托管、结算等事宜则由财政部和中国人民银行共同组建的中央国债登记结算公司负责。此次公开市场业务操作起到了传递市场信号的作用,获得了成功。

1996 年的国债二级市场传递的并不全是好消息。问题主要出现在回购市场。有些机构借回购之名大量进行国债卖空,进行所谓的“比例抵押”,集中托管尚不足交易额的 30%;有的机构甚至利用开具空头代保管单的形式大量卖空,致使回购扭曲为一种纯信用形式的资金拆借;银行的信贷资金缺乏有效控制,大量信贷资金用于回购市场,直接增加了货币供应量,造成通货膨胀压力。1996 年由于取消了保值储蓄,并分别于 5 月 1 日和 8 月 23 日两次调低银行存贷款利率,在此背景下,巨额银行资金进入证券市场寻觅盈利机会。大批资金向资本市场尤其是股票市场的转移对证券市场又造成了巨大冲击。某些交易场所对会员机构把关不严,监督不够,使投机和金融诈骗分子有机可乘,某些不具备雄厚资本实力和良好信用的机构也进入回购市场,将回购市场变成其倒腾资金的场所,形成回购市场一系列错综复杂的债务链,无形中加大了市场风险,破坏了国债市场,干扰了金融秩序。

无论如何,1996 年是辉煌的一年。

四、国债利率管理的调整时期

宜将剩勇追穷寇。1997 年却并没有挟 1996 年的余勇“乘胜追击”。

1997 年在年初推出 200 亿记帐式国债采用了美国式招标后,

财政部旋即推出1 230亿元凭证式国债,后又增发了400亿元凭证式国债,使1997年凭证式国债的总额达1 630亿元占全年发行总量的一半以上。1998年第1号国债为1 250亿元凭证式国债,也许这为当年的国债发行也定下了基调。凭证式国债是一种储蓄债券,不能上市流通,主要向个人发售,采取柜台零售方式。出台这种方式可能是市场判断个人投资者仍是资金的主要供给方,而凭证式国债是我国居民乐于接受的形式;同时我国国债市场的机构投资者还并不十分成熟,且类型单一,也制约了向市场化发行进一步的推进。1996年发行市场“火”了一把后,1997年归于平淡是我国国债市场状况的客观制约下的正常调整。

二级市场也经历了一场重大的调整。1996年二级市场的异常延续到1997年。股市短期内狂飙,市场投机气氛浓烈,这其中银行的信贷资金通过各种渠道注入股市责不可卸。国家为了切断银行资金流入股市的渠道,于1997年上半年作出了商业银行从证券交易所的债券交易撤出的决定。为了满足商业银行运用国债的需要,同时成立了银行间债券市场。6月16日,随着中国建设银行与民生银行、中国工商银行与中国银行作成第一笔现券及回购交易,全国银行间债券市场正式启动。至此,国债市场形成了场内市场、场外市场同时发展的格局。场内市场以沪、深交易所为主体,参与者为非银行金融机构、企业与个人投资者;场外市场以银行间债券交易为主,包括商业银行参与的场外现券及回购交易,公开市场操作也是这部分市场的组成部分。这样做,事实上是将二级市场人为分割开来。由于商业银行是原先国债现券市场和回购市场的主要参与者,是回购市场的资金主要拆出方,商业银行撤出场内市场造成了交易所国债交易量的急剧萎缩。1997年6月沪市国债现券交易量较上半年月均成交量下降约3%,6月份回购交易量较上半年月均成交量下降达50%。另一方面在银行间债券市场上,由于各商业银行在资金普遍富余的情况下难以形成双向需求,交投清淡;由于各银行本还可以通过同业拆借市场来调剂资金余缺,国债市场交投一度冷却。1997年8月银行间现券交易仅成交4.22亿元,回

购交易量也只有 4.2 亿元。成交量的大幅萎缩降低了国债的流通性,也降低了国债市场的效率。

五、简短的小结

国债市场的发展历程贯穿了前进与反复,喜悦与痛楚,飞跃与调整的辩证主题。回首当初行政分配时期国债利率管理的有名无实,如今的国债利率管理已经是一个关联密切、运行有序的系统工程了。能取得如此成就,关键在于将市场机制引入了国债系统。

市场机制将会是我国经济的主导机制,在资源的配置中起基础作用。市场机制的核心实质就是价格机制。价格机制适用于商品市场,同样适用于资本市场与货币市场。利率是资本或货币的价格,利率机制就是价格机制在资本市场或货币市场的具体表现。在国债市场万花筒般纷繁复杂的变化中,利率机制始终处于中枢地位。国债市场改革千头万绪,抓住利率这条主线就会纲举而目张。

国债利率管理在一级市场就是形成高效的利率水平决定机制与合理的利率期限结构安排,达到国债发行的各项管理目标;在二级市场就是保持国债的流动性,为一级市场营造有利的市场条件,同时达到其他金融市场功能。由此产生了国债市场建设的许多焦点问题。国债发行的利率效应如何;如何选择不同的国债发行方式;在利率波动的市场环境中如何相机运用国债发行技术;如何使利率水平的决定反映合理的供需状况;如何设计国债品种,在利率与期限上达到灵活性;如何保持一级市场与二级市场的衔接;如何加强二级市场的流动性;如何协调场内交易与场外交易的关系;如何建立国债一级自营商制度;如何培养国债市场的投资主体;如何监控国债市场的违规行为;如何加强国债市场发展的技术支持……这些问题触及了国债利率管理的各个层面。

国债利率是一个利率体系,它包括国债发行利率、二级市场现券收益率、国债回购利率、银行间债券市场利率,也一度包括国债期货利率。各个利率互相贯通,彼此参照才能反映资本或货币的真实价值。建设国债利率机制无疑是要形成国债利率体系内部因素