

中国管理科学研究院改革与发展研究所推出
科技创新与经济发展文丛

马 晨 著

KEJICHUANGXINYU
JINGJIFAZHANWENCONG

债券市场创新

—中国经济发展的推动器

债券发行市场的创新

债券流通市场创新

债券投资的收益和风险

债券投资的策略和方法

中国债券市场的国际化



山东科学技术出版社 www.lkj.com.cn

中国管理科学研究院改革与发展研究所推出
科技创新与经济发展文丛
KEJICHUANGXINYUJINGJIFAZHANWENCONG

债券市场创新

——中国经济发展的推动器

马 晨 著

图书在版编目 (CIP) 数据

债券市场创新——中国经济发展的推动器/马晨著.
—济南: 山东科学技术出版社, 2005
(科技创新与经济发展文丛)
ISBN 7-5331-3753-1

I. 债... II. 马... III. 债券—资本市场—研究—
中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 074639 号

科技创新与经济发展文丛
债券市场创新
——中国经济发展的推动器
马晨 著

出版者: 山东科学技术出版社

地址: 济南市玉函路 16 号
邮编: 250002 电话: (0531) 2098088
网址: www.lkj.com.cn
电子邮件: sdkj@sdpress.com.cn

发行者: 山东科学技术出版社

地址: 济南市玉函路 16 号
邮编: 250002 电话: (0531) 2098071

印刷者: 山东新华印刷厂德州厂

地址: 德州市新华路 155 号
邮编: 253006 电话: (0534) 2671208

开本: 850mm × 1168mm 1/32

印张: 9.25

版次: 2005 年 5 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 7-5331-3753-1 F · 61

定价: 21.00 元

科技创新与经济发展文丛

总序

进入21世纪以来,以数字化、网络化、智能化的信息技术为基础的世界新技术革命的浪潮进一步向深度和广度蓬勃发展。当代科学孕育的一代又一代的新技术和高技术,一旦进入经济领域,就转化为巨大的生产力,推动经济社会领域的重大变革。现代科学技术创造了全新的劳动手段,使生产过程发生了根本性的变革,引起了经济社会结构的变革,也改变了人们的生活方式和思维方式。

现代科学技术的迅猛发展,成为推动经济增长和社会进步的决定性力量。科学技术的创新能力,特别是自主创新能力是国家核心竞争力的基石。在知识经济的发展条件下,技术创新成为现代企业生存和发展的前提条件和新的起点。当代高技术产业的高利润率和市场竞争风险大的特点,使一个企业既可能快速扩张发展,也可能迅速缩水破产。信息技术向经济社会领域迅速渗透和经济全球化的发展趋势,使世界各地之间的经济关系日趋密切,相互影响日益增强。某地发生的事件会迅速波及世界各地,一些不可预测的变数,会给企业经营带来巨大风

险。当今世界国家之间、地区之间科技创新能力的差距,造成经济社会发展的极大不平衡。目前美日、欧盟等发达国家控制了全球绝大多数重要科技领域的制高点,掌握着这些领域核心技术专利,几乎垄断了当今世界的技术贸易和技术转让,这对发展中国家的技术进步、经济发展和国家安全造成巨大的压力。

胡锦涛总书记最近强调指出:我们必须认清形势,居安思危,奋起直追,按照科学发展观的要求,加快发展我国的科学技术,为推进经济结构调整优化,实现经济增长方式的根本性变革,为推动经济社会全面协调可持续发展提供更加有力的科技支撑。他还进一步指出:要坚持把推动自主创新摆在全部科技工作的突出地位,大力增强科技创新能力,大力增强核心竞争力,在实践中走出一条具有中国特色的科技创新的路子。这是总书记对新形势下我国科技发展和创新战略的高度概括和总结。面对当代国际竞争格局的巨大压力和挑战,我们别无选择,只有坚定地树立和落实科学发展观,紧紧盯住当今世界科技发展的前沿,与时俱进,积极地持续不断推进包括技术创新、制度创新和管理创新在内的全面创新,用创新统领整个经济工作,实现我国经济的跨越式发展。创新已成为当今世界企业经营管理的主题。创新活动不仅要适应市场需求的变化,而且可以创造新的市场需求,引导经济发展。创新是

市场经济的产物,又是现代企业面对市场激烈竞争的必然选择。

科技创新包括科学创新和技术创新两方面的内容。科学创新就是我们通常所说的科学研究获得的科学发现和技术发明。技术创新一般是指新技术的首次商业化的应用,是科技成果转化成为现实生产力的主要途径。其转化过程实际上是在创新不同阶段围绕过程流向,实现创新资源的重新组合,达到预定的经济目标。技术创新从新技术的投入开始,经过新产品、新工艺的研究与开发、中间试验与试生产、工程开发与批量生产、市场营销与售后服务等不同发展阶段,最终实现新技术的市场价值,获得预期的经济效益。技术创新在更大的时空范围内实现了资源的优化配置,创造出新的先进生产力,成为现代经济发展中最富于生命活力的源泉。企业的创新是综合性的,通常是指技术创新、制度创新和管理创新。制度创新是基础,管理创新是关键,技术创新是整个企业经营活动核心,是企业发展过程中最富于活力的因素。

技术创新与技术发明是既相互联系,又相互区别的两个概念。技术发明是在特定的价值目标的指导下,进行科学研究并取得技术成果的认知行为,它为技术创新提供了前提条件。技术创新是在科学方法指导下实现特定价值目标的经济行为。正如经济学诺贝尔奖获得者库茨奥兹所说

的：“先进技术是经济增长的一个允许来源，但它只是一个潜在的、必要的条件，本身不是充分条件。如果技术要得到高效和广泛的应用，而且说实在的，如果它自己的进步要受这种利用的刺激，必须作出制度和意识形态的调整，以实现正确利用人类知识中先进部分产生的创新。”技术发明可以申请专利，受知识产权法律的保护。技术创新所需要的专利技术，如果不属于创新者所有，就必须支付一定的费用。

技术创新与创新扩散也是既相互联系，又相互区别的两个概念。创新扩散是指成功的技术创新成果，包括新产品、新工艺等，通过转让、合作、并购等合法方式向其他企业转移的过程。创新扩散使生产规模扩大，促进新兴产业的成长和壮大，获得更加可观的经济效益。技术创新的上游产品，通过创新扩散向下游产品转移，形成规模效应，才能取得良好的经济效益和社会效果。

近年来随着经济全球化趋势的不断加强，为了合理配置创新资源，充分发挥创新资源的优势，合作创新的趋势进一步加强。过去那种由企业自主开发与研究、自行组织生产和销售、独立承担风险的线性式创新，正在让位于多元主体参与、全方位交流、多层次合作的网络式创新。信息的快速传播，降低了知识的使用成本，使持续不断的研究与开发，成为经济发展和增强竞争力的主要手段。从基础研究到应用开发，从产品设计

制造到市场开拓,从广告营销到售后服务,从跨国公司到战略联盟,都需要进行一系列的合作创新,以获得更大的竞争优势。现代企业的各种创新资源在创新流动过程中相互发生联系,形成网络化的组织结构,综合运用现代科技革命的最新成果,通过技术创新和创新扩散,把生产力推向更高的发展水平。

企业是技术创新的主体。当代世界创新资源的多样化,经济发展的全球化,使现代企业生存和发展面临严峻的挑战:

——随着经济的全球化、市场壁垒的弱化和市场管制的逐步取消,现代企业被无情地直接推向激烈的全球竞争。

——世界高技术的迅猛发展及其知识产权保护,对缺乏自主创新能力的企业的生存和发展空间形成巨大的压力。

——随着技术创新难度的加大、技术老化周期日益缩短和创新风险的增加,对创新体系的建设 and 创新人员的素质提出了更高的要求。

国家和地区创新体系的结构和运行状况决定着它的创新能力。创新体系的建设是一项复杂的社会系统工程。在信息化的环境下,创新资源可以跨地区和跨国界高速流动,通过有效地整合创新资源,形成自己的创新优势。企业在创新活动中需要与其他相关的企业、大学、研究所、政府部门以及金融、保险、法律、人才、信息、咨询等中

中介机构相互沟通,通过市场调研、研究与开发、生产销售、教育培训、管理决策等系统的分工与合作,对创新活动做出贡献。

企业是技术创新的主体。现代企业的创新活动,包括创新构思的形成,创新计划的拟定与评估,创新方案的组织与实施,创新成果的鉴定与推广等,需要精心筹划,精心设计,需要高素质的专业化队伍与有创新意识职工队伍相结合,甚至要依托信息网络的“虚拟公司”、“虚拟银行”、“虚拟学校”等新型技术手段的有效配合才能完成。目前我国创新体系建设的薄弱环节是,大多数企业,尤其是相当多的大中型企业未能成为真正的创新主体,企业创新的源头技术严重不足,创新的支撑体系没有建立起来,缺乏有自主知识产权的创新成果,缺乏长远的创新战略。这对于提升我国企业的竞争力是很不利的。

技术创新是一种高投入、高风险、高效益的创造性活动,需要强有力的环境支持。促进企业、大学和研究机构的互动与合作,是决定创新效率的关键因素。要以开拓市场为目标,加强产学研的战略联盟。在组织、制度和激励机制的条件下,实现创新资源的优化配置,提升企业的核心竞争力。技术创新所需要的大型实验装置、精密测试设备、信息网络台站、创新试验中心、人才培养基地以及技术交流、信息资料、合作开发等,都需要投入大量的资金。通过国家政策的引导,建立包

括政府投资、企业筹资、金融贷款、民间集资、海外引资、资本市场融资等多渠道、多层次的创新风险投资体系，是技术创新活动必要的经济保证。

当前，国际上科技与经济领域的激烈竞争，归根结底是争夺高素质人才的竞争。胡锦涛总书记指出，要坚持把发现、培养、使用、凝聚优秀科技人才作为科技发展的重要任务，建立健全一整套有利与人才培养和使用的激励机制，促进创新人才特别是青年人才脱颖而出。我们应当坚持以人为本，紧紧抓住实施人才强国战略的机遇，培养和造就高素质的创新人才队伍。

企业家是创新活动的策划者和组织者。现代企业的创新活动，是一种高投入、高收益、高风险的社会行为，不仅培育了大量的具有很强竞争力的高新技术产品，获得高额的经济回报，而且造就了一大批具有战略眼光、知识经验丰富、善于经营管理、敢于承担风险的企业家。他们是中国现代化的精英。著名经济学家熊彼特认为，企业家的任务就是创新，即把生产要素的新的组合引入生产体系之中，而投资人是为这种新的组合提供信用的人。他认为在企业 and 市场之间存在着由于科学发展引起一系列不确定的技术发明，一些有远见的企业家意识到这种发明的潜力而甘愿冒风险组织创新。一旦创新成功，将打破市场的均衡结构，使其获得超额的垄断利润。企业家凭

着这种积极的创业精神,把握发展的机遇,决定了经济活动的进程和后果。

科技创新是一种高度创造性的工作,涉及市场、金融、财务、法律、管理、心理等诸多的社会问题,要求创新人员具备一定的专业知识和丰富的实际经验。创造力是创新人员最重要的心理素质,创造力开发是培养高素质创新人才的必由之路。创造力通常是指一个人或一个集体创立新观念、创建新事物的能力,是人类大脑思维功能和社会实践能力的综合体现。一个人的创造力同他的智力有密切的关系,然而两者是不同的概念。智力是由观察力、记忆力和理解力等要素构成的,它标志着一个人获得、存储和选择信息的能力。创造力是在智力的基础上,通过培训他们的想象、直觉、灵感及其综合的能力,从已知的领域进入未知领域的能力。一个人的智力可以是很优秀的,但是他的创造力却不一定是出色的。正确区分智力和创造力,对于培养大批优秀的技术创新人才有着极为重要的意义。

创造力不是天生的,而是在良好的心理素质和智力发展的基础上,通过实践的锻炼逐步获得的。构成创造力主要因素,一是发现和提出问题的能力,即能够从事物复杂的矛盾关系中分析和寻求主要的问题及其相互关系,敏锐而深刻地洞察事物的本质,作出正确的判断;二是设计和制定解决问题方案的能力。提出问题的解决方案,

是一种高度创造性的劳动,要借助于丰富的知识经验,运用一系列方法和手段。并通过类比、想象、直觉、灵感等创造性思维,寻求解决问题的正确思路和初步模型,经过进一步的分析论证,提出有效的解决方案;三是正确评价和准确判断事物的能力。形成评价事物的能力需要具备丰富的与创造性活动相关的知识、信息和经验,需要运用辩证综合的方法,掌握事物发展的客观规律。在创新过程的各个环节之中,通过不断评价把握创新活动与预期目标之间的相互关系,及时调整创新前进的方向,确保创新目标的实现。

按照上述思路,我们编辑了《科技创新与经济发展文丛》。本辑共收编了5部著作:《挑战科技革命:科技前沿探索写实》、《产学研合作创新:高技术产业发展之路》、《企业创新文化:现代企业发展之魂》、《债券市场创新:中国经济发展的推动器》、《融合技术与经营:现代企业的战略选择》。目的是为了在新的历史条件下探索科技与经济的互动关系,促进科技与经济的协调发展,为建设我国小康社会献计献策。文丛由中国管理科学研究院改革与发展研究所组织实施,并得到山东省宣传部和山东科学技术出版社的指导和帮助,特此致谢。

马名驹
于北京大学

序

同股票市场的暴涨暴跌相比，各国债券市场均呈现出稳步发展的趋势。从1985年到2003年1月，从美国的情况来看，债市发展迅速，并呈现出稳定增长的趋势。其主要原因，一是全球低利率环境降低了债券发行的成本，促进了债券市场的发展；二是相对公司股票，公司债券属于非信息密集产品，对信息披露要求不十分严格；三是创新加快了债券市场的发展。在产业结构剧烈调整的过程中，违约、破产事件日益增多，金融结构调整又增加了市场波动，使各金融机构必须利用新的金融工具来防范风险。目前90%以上的衍生金融产品都是利率产品，债券是最主要的一种利率产品。抵押贷款证券化将银行资产负债表上的各种资产、负债用证券化方式推到市场上，大大促进了住宅金融的发展，提高了银行资产的流动性。衍生金融产品的出现增强了机构投资者的资产组合管理和风险管理的能力。

我国的金融改革，从1983年到1995年是第一个时期，金融结构以银行间接融资为主，以资本市场为辅，基本建立了我国的金融构架。从1996年到2001年是第二个时期，这一阶段的标志是中国经济从卖方市场全面转向买方市场。自此以后，

中国经济进入了一个新的发展阶段,调整经济结构成为发展的主旋律。企业改革是实现这种调整的微观基础,这就需要金融体系提供一个能够支持企业改造的平台,即资本市场。发展资本市场让更多的企业在资本市场上筹集资本金便成为必然的政策选择。以股票为主的资本市场真正发展起来是在1995、1996年以后。现在,我国股票市场已经得到相当大的发展。从2002年开始,金融改革进入第三个时期,主要任务是发展债券市场。从各个领域都可看出发展债券市场的迫切性。银行从其调整资产负债结构的迫切要求中感受到债券市场发展的必要性;债市正逐渐在货币政策传导机制中发挥重要作用;资本市场需要多品种的繁荣发展的债市,以形成对冲机制,防范风险;居民的多样化投资及工商企业流动性管理的需求也要求债市扩大规模。2001年全球金融衍生品中,利率性衍生品要占到95%,债券是最基本的利率产品,发展债市成为金融创新的重要手段。进入新世纪以来,债券市场对经济的作用逐渐增大,然而在实践中债券市场遇到很多新问题,用现有的理论难以解释,因此,需要有创新的理念和精神,融会贯通已有的各种理论,并从中找到新理论、新方法。

第一,完善国债市场。目前中国的国债市场的发展是比较令人满意的,其发行、交易、清算,以及市场基础设施等等,均已接近国际规范。国债市场的未来发展,依然要解决制度创新问题。过去,人们过多强调了国债的财政功能,而忽略了其金融功能。多数人至今还把赤字等同于国债,要用未来的税收来归还国债等比较陈旧的观念限制了国债市场的发展。例如,这种观念使我国国债制度中长期以来缺少短期品种。另

外,现有政策的限制、发长债比发短债成本低观点也限制了短期国债的发展。因此,首先,要摆脱国债与赤字的僵硬联系,考虑发行非赤字国债问题,为金融市场提供基础债券。要想理解非赤字国债,我们不妨看看美国的例子。这几年美国财政是赢余的,但是,美国财政部却并没有少发债券,而且还增加了4周的新品种。在这里,体现的是国债市场作为“核心金融市场”的地位和作用。其次,确定国债利率的基准利率地位。从理论上说,银行利率不应是基准利率,因为它既不能灵敏反映市场供求,又不能公开决定。而目前的国债市场是公开竞价和连续交易的,在这个市场上形成的利率,能够成为反映市场资金供求关系的基准利率。另外,由于存在无风险的金边国债,其他的金融衍生产品才能在其基础上构造出来。所以,证券市场中最大和最基础的部分应该是国债,并形成基准国债。所谓基准国债有以下特征:定期发行,敞口发行,谁都能买卖,连续交易,形成市场化债券。可以说,国债市场的基础设施建设和整个金融市场的基础设施建设,都集中在基准国债的建立上。这种对社会提供的人人都可拥有的金融产品,才能为社会提供基准利率。这将使利率市场化迈出决定性的一步,也只有这样才能使资本市场发挥风险管理、价值发现、资源有效配置等功能。

第二,大力发展公司债券。十六届三中全会明确提出要“扩大公司债券发行规模”。从严格意义上讲,中国到目前为止,只有企业债券,而没有公司债券。阻碍公司债券发展的主要因素为:首先是法律障碍。《企业债券管理暂行条例》和《公司法》是目前规范债券发行的仅有的法律法规,而这两项法律和法规都是在计划经济时期出台的,已经基本不适应市场

经济的需要。从发债主体的规定上看,实际上都是便利国有企业发行债券的法规;从发债目的上看,都是为筹集建设资金而设计的。目前公司债券的管理归属国家计委,而计委是管投资的。所以我国公司债券的设计并没有从完善企业治理结构和降低企业筹资成本的角度去考虑,这就从根本上制约了我国公司债券市场的发展。其次是公司治理结构不完善,使债券功能和作用的发挥受到限制。从理论上讲,股份公司在发展时期需要筹集资金时,发行债券与发行股票相比,发行债券的成本应该更低些。但是,在我国,几乎所有的企业都认为发行股票比发行债券好。从根本上说,造成企业不倾向发行债券的原因来自制度缺陷。目前,无论是非上市公司还是上市公司,无论是国有公司还是家族性公司,“一股独大”都是其产权结构的特点。在这种情况下,掌握绝对控制权的大股东,事实上可以不受限制地侵吞中小股东的权益,可以同公司管理层达成默契来抵御任何因股权变动可能给他们带来的约束。这都与中国特有的体制有关。因此,制度改革与上市公司治理结构的完善是改变现状的根本出路。第三是社会诚信的普遍缺失。作为一种金融产品,债券在中国的出现早于股票。但由于缺乏诚信,使债券失去了发展机会。例如,很多发债公司因为还不了款,发生挤兑现象,并且这股力量倒流对银行、证券公司等代理发债机构产生了压力,甚至对中央银行产生了压力。从理论上说,债券与贷款相比,其优势应该是流动性较高,利率接近市场化,且能够分散风险,但是,由于缺乏诚信,缺乏对发债公司的资信评估和有效约束,中国的债券实际上增加了投资者风险和社会风险。鉴于存在上述三方面的问题,我们认为,我国公司债券的发展需要公

司治理结构的完善。大致说来,在未来的发展中,那些有良好信誉的大中型企业和上市公司可能成为率先发行债券的主体。

第三,要积极发展抵押贷款及其证券化市场。我们可以先看一看美国的资本市场结构,这能给我们一些启发。2001年,就资本化价值而言,美国资本市场的股票和债券各占一半。在债券中,如果按未清偿额排序,首先是国债,第二是抵押贷款债券,第三是资产债券,第四是公司债券,第五是短期债券,第六是其他债券。可见,包括抵押贷款和资产在内的证券化资产,在美国债券市场上占据统治地位。这种状况值得我们关注,这说明,在我国,证券化债券可能成为除国债外的第二大债券品种。抵押债券要想发展起来,必须在一级市场上有较大发展,即抵押贷款余额要足够大。我国目前有7千亿元不动产贷款,其中个人住房抵押贷款近4千亿元,开发商贷款是3千多亿元。个人住房抵押贷款仅占全国总的贷款余额的近3%,规模不算太大。因此,从总体上说,目前我们还没有全面实行抵押贷款证券化的压力。但是,有些地区,如经济高度发达的上海、深圳等地都具有发展抵押贷款债券的基本条件和要求,因为在这两个地区银行现有的长期抵押贷款已经占其贷款的相当份额,例如,深圳超过15%,上海有9%多,这两个地区的金融机构都有了流动性的压力,而将抵押贷款证券化,则是解决流动性的主要手段和渠道。另外,发展抵押贷款需要有专门的机构进行管理。有两个可借鉴的例子,一个是美国,美国有联邦全国抵押贷款公司等3个公司专门进行抵押贷款管理,这些都属于政策性银行;另外一个香港,香港完全模仿美国的模式建立起抵押贷款管理机构,其做法是比