

中国国债市场

ZHONG GUO GUO ZHAI SHI CHANG

李经谋 张庆修 编著
张春峰 杨福长 赵文杰

32.5
7

西南财经大学出版社

前言

发行国债是一国政府弥补财政赤字、筹集经济建设资金的一种主要负债方式。国债市场作为金融市场的一个子市场,在吸纳闲散资金、促进资源资金合理流动、健全金融市场体系等方面正发挥着越来越重要的作用。我国从 1981 年首次发行国库券,至今已有 14 年的历史,国债发行种类由单一的国库券发展到国家重点建设债券、保值公债、财政债券、国家建设债券、特种国债等六种,发行期限、时间、方式都正在逐步同国际国债市场接轨,国债派生市场也不断涌现,例如:国债回购市场、国债远期市场、国债期货市场等,特别是国债期货市场发展异常迅猛,对扩大国债交易量、活跃国债市场发挥了重要作用。多种因素表明,今后我国国债市场规模将会不断扩大,国债市场的发展将会不断完善。为了使国债市场管理部门及社会公众对国内外国债市场有一个比较系统的了解,进一步推动我国国债市场的发展,我们编著了《中国国债市场》一书。

《中国国债市场》一书共分七章,主要内容包括:国债市场概述、国债期货市场、中国国债市场回顾、中国国债期货市场、中国国债市场展望、中国国债市场的发展与完善和世界国债市场等。此书对国债研究人员和实际从事国债工作的人员,特别是对国债期货操作者具有一定的参考价值。其特点是:语言精练、通俗易懂、全面系统、可读性强,融理论性与实务性于一体。

在编著过程中,我们参阅不少国内已出版的有关国债市场的文献资料,在此深表谢忱!由于水平有限,书中不妥之处,敬请批评指正,以便日后我们共同商榷和探讨。

作者

1994年7月

目录

1. 国债市场概述(1)

- | | |
|------|---------|
| (1) | 国债的产生 |
| (2) | 国债的基本要素 |
| (3) | 国债的特点 |
| (4) | 国债的收益率 |
| (7) | 国债的分类 |
| (13) | 国债的发行 |
| (18) | 国债的流通 |
| (22) | 国债负担 |
| (23) | 国债的作用 |

2. 国债期货市场(25)	
(25)	国债期货的产生背景
(30)	国债期货合约
(34)	国债期货交易
(40)	国债期权交易
(42)	利率互换
3. 中国国债市场回顾(46)	
(46)	解放前的国债
(50)	解放后我国发行的国债
(66)	1994 年我国国债发行情况
4. 中国国债期货市场(72)	
(72)	中国期货市场
(83)	中国国债期货市场
(84)	郑州商品交易所国债期货交易规则
(86)	国债期货交易程序
5. 中国国债市场展望(92)	
(93)	居民收入、储蓄与消费状况
(95)	金融投资工具的创新与居民国债投资的偏好
(96)	国债依存度与偿还能力

(100)	国债发行方式与流通状况
(101)	商业银行改革进程及资产结构
(102)	国家政策和宏观经济发展
6. 中国国债市场的发展与完善(106)	
(106)	创立和培育现代国债市场体系
(109)	建立和健全高效运转的国债发行市场
(113)	规范和发展我国国债流通市场
(115)	促进国债期货市场的健康发展
(119)	加快我国国债市场的配套改革
7. 世界国债市场(121)	
(124)	美国国债市场
(134)	英国国债市场
(136)	日本国债市场
附录一:上海证券交易所国债期货交易试行细则(143)	
附录二:中华人民共和国国债一级自营商管理办法(试行) (150)	
附录三:国债一级自营商资格审查与确认实施办法(试行) (155)	

1.

国债市场概述

国债又称公债,它是国家为弥补财政赤字或国库资金不足而发行的债券。国债的发行是国家以信用方式吸收资金的形式。广义的公债是国家对内外举借的各种债务。外债是国家在国外举借的债务,其基本形式是向外国借款。一般所说的公债是指狭义的公债,即国家向国内投资者发行债券所举借的债务。

一、国债的产生

国债的产生有两个基本条件,一是财政收不抵支,即财政支出的需要。二是社会闲置资金的存在,即借贷资本的存在。因为国债是有偿性的、非强制形式(强制国债例外),没有社会闲置资金,公债筹资是不可能的。

英国最早的公债是在 1877 年发行的。当时英国政府筹款因

难,财政大臣诺期克特爵士向经济学家巴佐特请教办法,巴佐特建议仿照商业的习惯做法,由政府发行债券。

美国国债的产生比美国联邦政府的正式成立还早,它起源于美国建国初期(1776年)大陆会议发行的战争公债,到1780年,美国公债的认购额按硬币计值约为1000万美元。

日本现在累计的巨额国债比起美国国债的历史要短。只是最近20多年的产物。

二、国债的基本要素

国债的种类虽多,但它们都包括以下几个基本因素:

1、国债的面值。国债的面值包括两个基本内容:一是面值币种,二是面值大小。面值币种取决于发行者的需要和债券的种类。国内债券的面值币种自然就是本国货币。外国债券用债券发行地国家的货币作为面值货币。发行者可根椐货币市场的情况和自己的需要,选择最合适的币种。

2、国债的价格。理论上讲国债的面值就应是它的价格,事实却并非如此。由于发行者的种种考虑或国债市场上供求关系的变化,国债的市场价格常常脱离它的面值,有时高于面值,有时又低于面值。国债的面值是固定的,它的价格却是经常变化的。发行者在计息和还本时,其依据是债券的面值,而不是它的价格。

3、还本期限。国债的还本期限变化范围很大,短期国债的还本期限只有几个月,如美国的短期国库券还本期限最短的只有91天。长期债券的还本期限可达十年甚至更长。

4、利率。利率是国债的要素,它是国债的利息与国债面值的比,对发行人和购买者都很重要。对发行人来说,利率定得过高要增加筹资成本;定得过低又使国债缺乏吸引力不易销售。对购买者来说在同样条件下,利率越高越好。因为购买者的目的是使他所拥有的资本增值,所以利率越高对他越有利。当选择买哪种债券时,利率是要考虑的重要指标。

国债的利率主要受银行利率、发行人的资信和资本市场情况的影响。银行存款利率上升时,国债利率也将随着上升。如果国债利率跟不上银行存款利率的增长,人们就会把钱存在银行里,而不去购买国债。国债发行者的资信高,债券利率就可以低些。因为人们都愿意在资信高的债券上投资,虽然利息少些,但风险也小。例如,1977年美国最高等级的公司债券利率为8.25%,地方政府债券的利率为5.80%。后者之所以低,是因为人们认为政府比公司更可靠。资本市场上的资金充足时,国债的利率可低些。如果资金不充足,利率就应提高。

三、国债的特点

国债同其它债券比较,有如下特点:

1、有较高的信誉和安全性

国债的发行主体是国家,国家的信誉最好,以法律形式规定了按期偿付本息,受市场变化影响较小。因此,国债成为违约风险小,安全性高的有价证券。

2、变现能力强

国债拥有者在急需现金时,很容易到市场上变卖变现。这是因为国债信誉好,收益率确定,易于转让。

3、可给拥有者带来收益

国债到期后,国家除归还持券者本金外,还支付按规定利率计算的利息。

4、国债可允许有一定的优惠

国家对于购买国债的投资者规定了一些优惠政策,如我国国库券利率,一般高于银行储蓄存款利率;对于利息收入免征收入调节税;允许变现或作为贷款抵押品。

四、国债的收益率

国债的收益率指的是国债购买者在国债上的收益与他投入的本金之比。很明显,国债的收益和利率不是一回事。只有当国债的价格等于它的面值时,两者才是一致的。但在许多情况下国债的价格并不等于它的面值,因此,其收益率也不等于它的利率。

影响国债收益率的因素主要有:

1、国债的利率。利率提高,国债的收益率也提高;利率降低,收益率也随着降低。

2、国债的价格与其面值的差额。

3、国债的还本期限。当国债的价格与其面值不等时,还本期限越长国债的价格与其面值的差额对收益率影响越小。

国债收益率通常分为三种:面值收益率、当时收益率和期满收益率。

(1) 面值收益率：它实际上就是国债的利率。显然，只有当国债的价格等于其面值时，面值收益率才等于投资者的实际收益率。

(2) 当时收益率：它指的是国债的利息与买进国债的实际价格之比，可用下面公式计算：

$$Y_e = \frac{V_p \cdot I}{P} \times 100\%$$

式中： Y_e —当时收益年率；

V_p —债券的面值；

I —债券的年利率；

P —债券的实际价格。

例如：发行国债的面值为 1000 元，购买国债的实际价格为 1080 元，国债的年利率为 8.5%。当时收益率为：

$$Y_e = \frac{1000 \times 8.5\%}{1080} \times 100\% = 7.87\%$$

(3) 期满收益率：指的是国债持有者将国债债券保存到还本期满所能得到的实际收益率。在这种情况下，投资者不仅每年有利息收入，而且当国债到期时他还要得到按面值归还的本金。如果买国债时的价格不等于它的面值，那么，当初的投资和他所得到的还本之间存在一个差额。这个差额虽不是按年计算的，但计算国债的年收益率时，必须考虑它。其公式为：

$$Y_M = \frac{V_p \cdot I + \frac{V_p - P}{T}}{\frac{1}{2}(V_p + P)} \times 100\%$$

式中： Y_M —债券期满收益年率；

V_p —债券的面值；

I —债券的年利率；

P —购买债券的实际价格；

T —债券的归还期限(年)。

这个公式通常被用来计算归还期限在一年以上的国债的收益率。如国债的面值为 1000 美元,购买国债的实际价格为 970 美元,国债的年利率为 11.80%,归还期限为 10 年,可得出:

$$Y_M = \frac{1000 \times 11.80\% + \frac{1000 - 970}{10}}{\frac{1}{2}(1000 + 970)} \times 100\% = 12.28\%$$

上面介绍的是期满收益率的计算。实际上许多投资者并不一定把国债保存到还本期满。出于不同的考虑,他们常常中途转卖。中途转卖有两种情况:

(a)转卖的价格等于购买的价格:这时,投资者投入的本金和收回的本金相等,不存在面值和买价的差额问题。

(b)转卖的价格不等于购买的价格:这时,投资者投入的本金和收回的本金不相等,在计算投资者收益率时,不能不考虑投入和收回本金差额的影响。在这种情况下,原则上仍可用期满收益率公式计算投资者的实际收益率。所不同的只是收回的本金不是按面值,而是转卖时的价格。公式中的归还期限也应用投资者保存国债的期限来代替,具体计算如下:

$$Y_P = \frac{V_P \cdot I + \frac{P' - P}{T'}}{\frac{1}{2}(P' + P)} \times 100\%$$

式中: P' — 国债转卖的价格;

T' — 投资者保存国债(从买进到卖出)的时间(年)。

五、国债的分类

按不同的标准划分,国债的种类主要有:

1、按发行主体划分,可分为中央政府公债、地方政府公债和政府机构债券。

(1) 政府短期公债

一国政府为弥补财政赤字或国库收支差额而向公众发行的短期债券。期限多在 1 年以下,有的国家规定为 2 年以下。因其可流通转让,投资的灵活性强,系所有投资形式中信誉最高和收益最稳定的一种,故可吸引众多的投资者,有利于政府筹资。

在国外,短期公债的利息往往先付,即采取贴现的方式售出,购买者以低于面值的价格买入债券,到期时国家按面值清偿本金,两者之间的差额为利息。发行价格采用招标方式确定。如某投资者以 984.98 美元的价格投标 3 个月期的公债券,中标后又以 984.98 美元买入 1000 美元面值的债券,三个月后即可取得 1000 美元的现金。其投资与收益之间的差异 15.02 美元即为 3 个月的利息。

短期公债券交易在西方国家二级证券市场交易中占有重要地位,市场上每天都通过计算机网络公布不同期限、不同到期日的债券买卖牌价。政府本身也通过买卖活动调整债务、平抑价格或施行某种调节和干预政策。在某些国家,短期公债券又称国库券。在中

国,国库券的期限较长,实际上属于中长期公债。在美国,短期国库券属贴现债券,期限有3个月、6个月、9个月和1年期的共4种;3个月和6个月的每周发行一次,1年期的每月发行一次,发行时由联邦储备银行公布数量,采取招标方式发行。因期限短,交易量大,次数频繁,美国现已不再发行正式格式的国库券,而是采用电子计算机记帐,异地成交通过联邦储备银行系统划拨转帐,交易时凭临时收据办理。

(2) 政府中、长期公债

政府为筹措中长期资金而发行的债券,是国家公债的重要组成部分。一般为某种特定目的(如某项建设)而发行。期限的划分为:1~10年期债券属中期债券,10年以上的债券属长期债券。发行通常采用公开招标的办法,由大金融机构或证券集团投标,中标后即将债券全部或部分承购,再将债券转售给投资者,称为“承购包销”。有的政府公债由受委托的商业银行或国家银行代理发行。中长期公债一般采用“剪息票”或登记注册的办法向投资者分批支付利息。即发行时以票面价格出售,利息后付,到期还本。政府公债券利率一般要低于其他公债券,政府短期公债的利率又低于中、长期公债。中、长期公债券发行后大多可进入二级市场转让和交易,称为“可转让政府债券”。西方的证券交易所每天都公布各种政府债券当日的交易价格。中、长期公债到期期限的规定比较灵活,除多数规定具体到期日外,有些规定一段时间内到期,投资者可在其间任一时间兑现。政府中、长期公债有政府信誉作担保,不会发生清偿危机,投资者可以稳定地获得收益,这是其他任何一种投资形式所不具有的优越性。

(3) 政府机构债券

由政府机构发行的债券。具有政府债券的特点,其信誉靠政府的支持和资助得以实现,但不能靠发纸币来清偿公众的债券,故信誉水平也低于政府公债,其发行人均为政府下属的各种专门性机构,如美国发行此类债券的有国防部的住房及房主援助计划财产和住宅协会、政府国民抵押会、联邦住宅局、田纳西流域管理局、美国进出口银行、邮政局、联邦土地银行、联邦中介信贷银行等。他们有的是政府所属机构,有的是政府主持或资助的、具有相对独立性的机构。在日本,发行政府机构债券的主要是同政府及其机构有关的各种公社、社团,以及政府出资的特殊法人,如国营铁道、电信电话部门、农村协会和保险公司等。政府机构债券由不同性质和职能的专门机构发行,所筹资金也主要用于各有关行业。如美国的房地产机构和住宅信贷银行发行债券所筹资金,主要用于发展房地产业和不动产抵押;进出口银行发债主要用于支持和鼓励进出口贸易;农业方面的机构发债主要用于发展农村建设;日本的铁道、电信电话债券的发程序与政府公债相似,一般委托银行或证券公司代理发行,有些政府机构本身就是信贷机构,也可以自办发行。多为中长期债券,利率与政府公债相当。因其有政府信誉担保,对投资者有一定吸引力。

(4) 政府保证债券

由政府对还本付息给予担保的债券。此类债券由国有企业或政府机关发行。利率一般略低于地方政府债券。如日本发行的高速公路债券、住宅债券、北海道东北开发债券、地区振兴准备债券、石油开发债券等都属政府担保债券。美国联邦政府主办的进出口

银行、田纳西流域管理局、联邦中期信贷银行等也发行由联邦政府担保的政府保证债券。

(5) 地方政府债券

地方政府为筹集建设资金而发行的债券。因所筹资金常用于市政建设,又称市政债券。具有政府公债券的性质,是西方国家政府地方建设的重要筹资渠道。此类债券信誉高,收益稳定,风险小,有些国家还规定投资者可获得免税待遇,对投资者较具吸引力。

它除用于各种城市建设工程、公共工程项目和福利设施外,还用于到期债券的还本付息,即发新债还旧债。地方政府用于清偿本息的资金主要有两部分:一是地方政府的财政收入,包括税收和发债收入。用这种收入还本付息的债券可称为“一般责任债券”。此债券不能明确体现债券的投资方向。二是用有关公共事业或工程所得偿还,这种债券可称为“收入债券”,其期限一般也与项目周期吻合。因发行时即有特定用途,债券数量不可能太大,期限也不太长,故不具有活跃的二级市场。

2、按偿还期限划分,可划分为短期、中期和长期政府债券。各国划分长、中、短期的标准不一。美国把1年以内的称为短期,1—10年的为中期债券,10年以上的为长期债券。日本的界限为2年以下,2—6年,6—15年,15年以上的为超长期债券。

3、按还本付息形式划分,可分为定期公债、贴息公债、附息票公债、抽签还本公债和永久性公债。

定期公债是指期限和利率固定、到期一定偿还本息的公债。

贴息公债是指发行时不规定利息率,也不附息票,只是按一定折扣出售的公债,购买者只需付出相当于票面额一定比例的现款

就可以买到债券,这相当于投资者在投资时就已获得债息收入。

附息票公债是指在债券上附有各期息票的中、长期政府公债。息票通常以每六个月为一期,息票到期时,从债券上剪下,凭以领取本期的利息。

抽签还本公债是指以抽签形式偿还本息的政府公债。这种公债通常定期(每半年或一年)抽签一次,中签公债即由政府支付本息,并自中签日起停止付息。

永久公债又称不还本公债、利息公债,是指政府发行的不规定还本日期,仅按期支付利息的公债。英国的统一公债、法国的年金公债和德国的国债是永久性公债。

4、按发行用途划分,可分为建设公债、特种公债、赤字公债以及战争公债。

建设公债是指为筹集建设资金而发行的公债,所筹资金用于国家主要建设项目和公共设施等的建设。我国财政部发行的国家建设债券、基本建设债券、重点建设债券等均属此列。

特种公债是指在国家政治或经济处于特殊情况下(如大地震、大规模战争之后等)发行的公债。如我国于1950年发行的人民胜利折实公债就属此类。

赤字公债是指为弥补财政赤字而发行的公债。在以美国为首的大多数国家中,国家通过发行公债得到债务收入不归入国家正常财政收入,而是作为弥补财政赤字的主要手段,因此这些国家的国家公债大多是赤字公债。在我国,国家通过发行公债的财政收入被当作财政收入的一部分,在此基础上再发生的财政赤字只能通过向中央银行借款或透支来弥补,因此从严格意义上说,我国的政