

92
1830.9
123
2

债券概论

刘振奇 赵云彪 李长波 王发琪编著

A150/10

山东人民出版社

一九九二年·济南



249053

前 言

债券，是一个历史悠久而又充满生机的经济范畴。债券，具有筹资和投资的双重功能，在商品经济中扮演着不可缺少的重要角色。无论是英国工业革命后资本主义迅速走向成熟，还是第二次世界大战后西方国家经济急剧扩张，债券始终居于举足轻重的地位：对国家来说，它是进行宏观调控、干预经济的重要工具；对企业来说，它是筹集建设资金的主要载体；对公民投资者来说，它是倍受青睐的投资对象。在许多国家，债券是证券市场的运行主体；在国际市场上，债券更是青云直上，雄居榜首：80年代后期债券发行量已占国际资本市场资本总量的70%以上。

改革开放以来，债券在我国经济建设中也初露头角，国家、银行、企业共发行了2000多亿元债券，为实现第一步经济发展战略目标起到了不可低估的作用。随着人们金融投资意识的增强，一度受到冷落的债券，也逐步成为“热门货”。

90年代，在我国社会主义现代化建设的历史进程中是非常关键的时期，我们面临着大规模经济建设的任务，资金不足将是一个十分突出的制约因素。另一方面近10年来我国国民收入分配格局发生了很大变化，目前预算外资金近3000亿元，与预算内收入不差上下，城乡居民储蓄高达8000多亿元，相当于1980年400亿元的20多倍。巨额社会资金既是经济建设的巨大潜力，也是影响国民经济健康运行的潜在因素。

现实，呼唤着债券在我国经济社会发展中发挥更大的作用——债券作为重要的宏观调控工具，引导社会资金的合理流向；债券作为重要的筹资工具，为经济建设筹集巨额资金；债券作为重要的投资工具，为公民提供良好的投资机会。同时，债券也可以作为有效利用外资的重要途径。

三四年之前，我们就被债券的强大魅力所吸引，经过几年来的学习、思考，我们现将《债券概论》一书奉献给广大读者。本书力图债券理论与债券实务并重，以清晰的思路，精炼的语言，全面系统地论述债券的起源和发展、债券的种类、债券的发行和交易、债券的价格、债券的筹资和投资、债券的管理、债券的作用和世界主要债券概况，并结合我国债券现状，展望我国债券的前景。但愿本书能够对银行、信托投资公司、工商企业、证券机构从事债券发行、交易、管理等业务以及有志于进行债券投资或理论研究的人们有所帮助和启示。

由于债券在我国尚处于起步阶段，加之作者水平所限，书中错漏之处在所难免，敬请各位专家和读者不吝赐教。

作者

1991年10月于泉城

目 录

1

债券的沿革	1
1.1 债券的起源	1
1.2 债券的发展	6
1.3 债券的特点	11

2

债券的种类	17
2.1 债券分类的依据	17
2.2 政府债券	25
2.3 金融债券	35
2.4 企业债券	41
2.5 国际债券	48

3

债券的发行	55
3.1 债券的发行条件	56
3.2 债券的发行程序	65
3.3 债券的发行方式	78
3.4 债券的发行成本	89

4

债券的交易	94
4.1 债券交易的意义和特点	94
4.2 债券的上市	100
4.3 债券交易的形式——交易所交易	104
4.4 债券交易的形式——柜台交易	121
4.5 债券交易的操作	131

5

债券的价格（利率）	136
5.1 利息的来源和本质	136
5.2 利率的确定与变动	141
5.3 货币的时间价值	148
5.4 债券价格的确定	158

6

债券筹资	179
6.1 适度公债规模分析	179
6.2 债券资金成本分析	188
6.3 项目财务评价	194
6.4 项目国民经济评价	216
6.5 项目风险分析	224

7

债券投资	235
7.1 债券投资的概念	235
7.2 债券投资的原则	237
7.3 债券投资的收益率	243
7.4 债券投资的方法	256

8

债券的管理	265
8.1 债券管理的必要性	265
8.2 债券的管理体制	268
8.3 债券的发行管理	275
8.4 债券的流通管理	286

9

世界主要债券概况	300
9.1 美国债券	300
9.2 日本债券	315
9.3 欧洲债券	331
9.4 加拿大债券	339

10

债券的作用	346
--------------	-----

10.1	债券与资本主义经济发展	346
10.2	债券与国际经济发展	354
10.3	债券与社会主义经济发展	357

11

我国债券概况	367
11.1 曲折的历史	367
11.2 国内债券发行现状	372
11.3 国内债券交易现状	392
11.4 外币债券概况	406

12

我国债券的前景	413
12.1 债券：我国90年代的必然抉择	413
12.2 我国债券发展的总体构想	426

1 债券的沿革

债券，从一般意义上讲是一种表明债权、债务关系的凭证，有着十分悠久的历史。

债券，从严格意义上讲是有价证券的一种，是随着商品经济的产生、发展而产生和发展的。在现代经济生活中，它既是重要的筹资工具，又是重要的投资工具，发挥着越来越重要的作用。

1.1 债券的起源

自从人类进入阶级社会，便存在着贫富差别，也就出现了借贷行为，有了债权人和债务人之分。在奴隶社会里，有些债务人因归还不了沉重的债务而沦为债权人的奴隶。在我国《汉书·晁错传》中就有“卖田宅，鬻子孙，以偿债”的记载。这是产生债券的社会经济基础和最早萌芽。

债券的直接起源是公债，它产生于古代西方社会。恩格斯曾经指出：“随着文明时代的向前进展，甚至捐税也不够用

了。国家就发行期票，借债即发行公债。”^①根据有关文献记载，在奴隶制时代，国家公债就产生了。公元前4世纪古希腊和古罗马就出现了国家向商人、高利贷者和寺院借债的情况。但是，那时国家公债出现是少量的，偶然的。到了封建社会，公债现象逐步增多了。在欧洲中古社会是以无数的大大小的封建主政权和城市共和国政权的形式而存在的。当时政权辖区往往范围狭小，领域内资源贫乏，经济水平低，而战争和天灾人祸不断，造成了封建主和城市国家的财政入不敷出，不得不举借公债。如英格兰的亨利三世（1216～1272年）就曾向英格兰城市居民以及贵族们借钱。当时的公债一般采取货币形式，有时也采取实物形式。由于封建社会商品经济很不发达，以高利贷形式进行的借贷活动也相对不发达，况且封建国家在社会经济生活中所发挥的作用远不如现代国家，这就决定了封建社会公债仍具有小规模、不经常的特点。

现代意义的公债制度是随着资本主义生产关系的产生和发展而产生、发展的。马克思指出：“公共信用制度即国债制度，在中世纪的热那亚和威尼斯就已产生，到工场手工业时期流行于整个欧洲，殖民地制度以及它的海外贸易和商业战争是公共信用制度的温床。所以，它首先在荷兰确立起来。国债，即国家的让渡，不论是在专制国家、立宪国家还是共和国，总是给资本主义时代打上了自己的烙印，。”^②这段话，深刻揭示了现代公债制度是以资本主义生产关系为产生和发展的经济条件的。12世纪末期，在当时经济最发达

^①《马克思恩格斯全集》第21卷，第195页。

^②《马克思恩格斯全集》第23卷，第822页。

的意大利城市佛罗伦萨，政府曾向金融業者募集公債，其后热那亚和威尼斯等城市相继仿效。在14世纪和15世纪期间，意大利各城市几乎都发行了公債。15世纪末16世纪初，随着美洲新大陆的发现和欧洲去往印度航路的开通，资本主义生产关系有了很大的发展，公債也发展起来了。

在这个时期，随着公債规模、范围的扩大和银行信用制度的产生、发展，国家公債的形式也趋于规范化，产生了債券的第一种形式——国家債券，在欧洲发行債券最成功的国家是意大利。早在1408年，热那亚共和国就倡议其债权人正式组成一个股份银行，即圣乔治银行。到16世纪30年代由该行经办的債稅总额超过了4000万里拉，这是以发行每张面值为100里拉的信贷券筹集而来的。1619年5月创建于威尼斯的吉罗银行，也经办威尼斯的部分国债。该行共向那些借钱给国家的人发行了价值50万达克的有息債券（约合25万里拉），政府每月转给这家银行一笔固定的款项用以支付利息和分期偿还債本。由于这种債券得到银行并通过银行得到政府的保证，因而颇受欢迎；債券可以自由流通，其实际价值甚至高于票面价值。这种成功使威尼斯扩大了債券的发行，到1630年吉罗银行代理发行国家債券总额已达262万达克（约合131万里拉），政府每月给该行8万达克用于支付利息及其它费用。在1630~1631年间，由于出现了信用危机而使该債券的流通价值只相当于面值的70%，但政府采取了适当的补救措施，偿还了大批債券，将債券余额降到100万达克，在17世纪以后的若干年内，这种債券的实际价值一直保持在高于其票面价值20%的水平上。

在欧洲大部分国家国债发行却不那么成功。西班牙国王

腓力二世于1557年6月颁布了一项作为战时应变措施的法令，将政府所有的未偿还的“流动”债务约700万达克，都转成5%偿债性年金。这是一项宣告政府债券破产的法令。1560年11日又颁布了一项破产法令，将1557年以来发给王室的所有贷款全部冻结，中止一切与之有关的偿付。但所有债权人可将其最初的贷款面值加上利息，换成新的年金证券。新年金证券的年息仍为5%，由塞维利亚的交易银行代付利息，每年支付利息总额达350万达克，由于政府无力向债券持有者支付巨额利息，很快使银行陷入困境，西班牙政府不得不多次颁布破产法令，冻结贷款，强迫债权人接受年金以取代债息收入。这种公债数额越积越多，每年应付债息由560年的350万达克上升到1667年的900万达克，相当于政府总收入的70%以上，定期支付利息完全落空，出现了严重的债务危机。

法国政府则于1555年3月宣布将大约400万利弗尔的短期债务统一成为所谓“里昂大借款”，并将这笔借款平均分成41份，用里昂、蒙彼利埃与图卢兹的王室收入偿还本息，每年偿还达130万利弗尔。但这笔借款额太大，政府负担过重，以至到1557年11月已无力偿还第8批款项了。直到1559年4月与西班牙媾和之后，才开始偿还已中断的债务，同时又将另外的300万利弗尔短期贷款转成第二笔被称为“小借款”的国债。这笔国债年息8%，总额高达1170万利弗尔，直至1568年总共才归还了180万利弗尔的债务。此后法国政府岁入往往比支出要低60%，只得靠拍卖王室与教会领地和大量借入高利贷填补财政缺口。沉重的债务包袱越背越重，到1648年11月政府宣布延期偿还一切债务，冻结一

切未偿还国债，并将应付利息的利率由15%降到6%。1715年9月法国公债总额接近30亿利弗尔；其中20亿元属于年金，其利息每年达8600万利弗尔；流动债务为9.22亿利弗尔。而此时财政部已拿不出任何钱来偿还债务，国王岁入仅有0.8亿利弗尔，但已提前将3年的岁入都让渡出去了。为挽救这种局面，采取了以下措施：一是强行将债务利率降低到4%；二是强行将流动债务统一起来；三是拒付一部分可疑的或具有高利贷性质的债务，以这种方法勾销了全部债务的1/5；四是1718年政府宣布约翰·劳的银行为皇家银行，并以银行纸币大量清偿债务，1719年至1720年投入流通的纸币超过10亿利弗尔；五是用国家垄断机构——西印度公司的股票来换政府债券。然而，到1720年春天，由于西印度公司宣布将其股息定为2%，人们开始抛售股票，很快其股票变得几乎一文不值；10月份人们得知纸币流通高达30亿利弗尔，而皇家银行实际财产只有7亿利弗尔，兴起了挤兑金银的风潮。皇家银行停止营业，国家拒绝接受贬值的纸币。而且当时市场上流通的约40亿利弗尔债券，国家只承认16.4亿利弗尔，都被强行兑换为新的国债券，年息为2%至2.5%。人们遭受了巨大的经济损失，以至于几十年后仍耿耿于怀，使法国政府财政陷入困境之中。北美战争时，法国参加反英战争又增加了20亿利弗尔债务，国库濒临破产，财政危机严重，因而促进了革命形势的形成，终于在1789年爆发了资产阶级大革命，埋葬了法国封建制度。

英国17世纪30年代到80年代也一直无法摆脱债务困扰。1671年人们拥到财政部要求立即将偿债券兑换成现金，总额高达225万英镑，政府无力支付，国王只得下令将那些不应由

未来固定岁入偿付的偿债券一概冻结。这项被称为“财政府停兑”的行为，影响到大约价值130万英镑的偿债券。直到1677年国王才开始支付6%的利息，但本金仍然冻结，1685年查理二世去世之后，连利息也停止支付了。

总起来看，在前资本主义时期和资本主义早期，债券已成为国家的重要筹资工具，以应付战争等庞大开支，但它带有浓厚的强制色彩，信誉很差，难为人们接受。现代意义上的债券是随着资本主义从自由阶段向垄断时期发展而产生和发展的。

1.2 债券的发展

随着资本主义经济的发展，股份公司不满足于单靠发行股票向社会公众筹集资金，也逐渐看好债券作为筹资工具，以迅速实现资本更大规模的集中，于是公司债券应运而生。公司债券的经济发行与政府债券的强制发行形成了鲜明对比，很快与股票一样成为广大投资者颇受欢迎的投资工具。

公司债券的产生也对政府债券形成了强大冲击，如果政府债券继续强制发行就会引起公众更大的反感，无以为继。因此，政府债券也逐步走上了经济发行的轨道，现代意义的债券——既具有筹资功能，又具有投资功能，便真正步入了现代经济、金融舞台。债券这一历史性的转变和飞跃，最早是在英国通过政府债券与公司股票交融而实现的。

18世纪20年代英国政府为了改变公债的形象和减轻公债

负担，通过了南海法案，即政府债券持有者可以将公债券换成南海公司的股票，这样一来，1年之内就有80%的政府长期公债和85%的短期公债转变成了南海公司的股票。政府为这些新转变的公债付给该公司5%的利息，利益诱导致使南海股票的价格迅猛上升，7个月的时间股票价格指数上升了822点，从而促成了整个股票价格看涨，股票投机热席卷伦敦，蔓延到欧洲其它一些大城市。但是不久法国西印度公司的股票暴跌迅速波及伦敦，南海股票也狂跌不止。“南海泡沫事件”给英国政府债偿和经济产生了严重影响，南海公司负债累累，英国政府采取了一系列挽救措施使其渡过了难关。1723年6月，该公司决定将寻求投机利润的投资与只寻求稳定收入的投资分别对待，也就是将公司的资本分成两个部分：一部分用以购买由该公司管理的、利息固定的“金边”公债券，这种债券也被称作“南海年金”；另一部分仍旧留作公司的贸易资本用以盈利，它的股息多少是不定的。从此之后，政府再也不敢把公债当玩物了，按期支付所有的债务利息，逐步提高了公债信誉，得到投资者的首肯。

随着帝国主义时代的到来，世界证券市场迅速形成和扩展，债券、股票等有偿证券发行总额急剧增加。1921~1930年10年间全世界发行有偿证券6000亿法郎，约相当于1871~1900年30年间发行总额的2.5倍。从有偿证券结构看，这一时期政府债券约占发行总额的40%，企业股票和债券占60%，企业债券占全部债券的比重趋于提高，政府债券比重趋于下降。这与资本主义经济自由放任，减少政府干预经济的大背景是相吻合的。

表 1—1 1871~1930年世界有价证券发行额

单位: 亿法郎

日 期	发行金额	日 期	发 行 额
1871~1880	761	1901~1910	1978
1881~1890	645	1911~1920	3000
1891~1900	1004	1921~1930	6000

第二次世界大战后, 随着日本和西欧经济的恢复和发展, 世界证券市场也摆脱了1929年经济大危机的浓重阴影, 进入了一个新的繁荣时期。从证券结构看也发生了新的变化。由于西方国家普遍接受了凯恩斯主义, 强调国家干预经济, 国家财政占国民经济收支的比重越来越高, 政府的公共开支对国民经济的影响也越来越大, 当经常性的税收不足以应付财政支出时, 发行公债就成为必然, 因此, 政府债券 (包括中央政府和地方政府) 呈大幅度上升之势。从1950~1980年的30年中, 美国政府公债发行量增加了2.61倍, 法国

表 1—2 各国政府公债发行额

单位: 亿本国货币

年份	1950	1955	1960	1965	1970	1976	1979	1980
国别								
美国	2574	—	2909	3231	3896	5772	8457	9306
英国	238	251	257	286	331	566	869	—
法国	284	473	717	801	989	1387	2333	2798
西德	61	107	166	546	473	1284	2026	2318
日本	—	4410	4600	4330	48450	210430	577720	—

增加8.85倍，联邦德国猛增了37倍。大量发行债券，筹集巨额建设资金，对西方国家经济发展起到了巨大推动作用。

在当代社会化大生产和科学技术的推动下，特别是新技术革命的阳光，使金融业充满生机和活力，债券也以崭新的面貌在世界经济舞台上扮演着愈来愈重要的角色：

一、债券种类和融资技术多样化

为了在激烈的竞争中求生存，在革新中求发展，西方国家债券的种类和融资技术日新月异，不断创新。债券作为一大类金融商品，品种繁多，吸引着众多的投资者：有可以定期调整利率的“浮动利率债券”；有可以自由换成股票的“可换股债券”；有可以在规定时期以固定价格购买一定普通股的“附认股证债券”；有债券认购者可以分期付款的“分期债券”；有借款人按浮动利率发行而投资者可变其为固定利息的“可变息债券”；有借款人按浮动利率发行债券，一旦市场利率超过预计水平，债券则按事先商定的利率自动变为固定利息债券的“自变息债券”；发行时按票面价格打折扣售给投资者，到期时发行人按票面价格赎回的“零息债券”。近年来，在美国证券市场上还出现了证券收益与期限相分离的“复合证券”，名义上是一种特殊优先股票，实质上是一种债券与股票混合物。其特点是实行浮动利率，定期进行调节，出售价格按票面价格成交。

另外，债券融资技术也日臻完善。尤其是“调换业务”的出现，引人注目。所谓“调换业务”，可分为货币调换、利率调换和复合调换。“货币调换”就是不同公司把各自筹措到的不同货币的债券调换使用；“利率调换”是把浮动利率的债券与固定利率的债券相互调换；“复合调换”是把上

述两种调换业务合而为一，既有货币调换又有利率调换。此外，期权交易日益盛行，增强了投资的吸引力，加速了债券市场的发展。

二、债券买卖国际化

生产的国际化推动了资本国际化，债券买卖越来越趋向全球性交易，国际债券在世界资本市场上的地位也日益突出和重要。电子技术的飞跃发展，使证券交易人可以通过设在本国的电子计算机系统与世界主要证券市场进行昼夜24小时连续不断的业务联系，如上千万元乃至几亿元的巨款可以在1/8秒内从东京拨往纽约或芝加哥。一些大公司，甚至中型公司纷纷到世界主要金融市场买卖债券和其它有价证券。

80年代以来，国际债券发行量剧增，市场活跃，成为国际资本市场的一大新特点。早在70年代初期，国际资本市场结构以银行中长期贷款为主，国际债券发行比重较小。但80年代以来国际债券发行直线上升。1981年国际债券发行528亿美元，相当于银团贷款946亿美元的55.8%；1982年国际债券发行715亿美元，相当于银团贷款982亿美元的72.8%；1983年国际债券发行771亿美元，而银团贷款下降为672亿美元；1984年国际债券发行量猛增到1600亿美元，而银团贷款继续下滑到620亿美元；1985年国际债券的发行总额约为银团贷款的3倍。短短几年时间，国际债券与银团贷款形成十分鲜明的反差。80年代初期，国际债券发行量约占国际资本市场资金总额的30%，80年代中期，国际债券发行额约占国际资本市场资金总额的50%，80年代后期这一比例则上升到70%左右，国际资本市场结构的上述变化表明，国际债券市场已占居国际资本市场的主导地位，国际债券发行成为国际