

SHANGHAI ZHENGQUANBAOWENCONG

《上海证券报》文丛

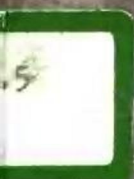
中国证券市场的内在结构——一个事关全局的问题  
金融创新与中国社会结构  
保险基金、国有银行与证券市场  
证券市场与股票市场的选择和运用  
利率市场化的概念与定位  
发展国债市场与中国现代市场体系的健全完善  
控制国债规模与促进财政  
贴现票据及其投资分析  
债券回购市场到底是什么  
国债回购交易是发展证券市场的重要机制  
从国债回购市场看我国的金融体制改革  
国债投资基金分析  
“国债基金”中的冷思考  
中国国债市场的新变化与金融体制改革的影响  
国债立法的意义分析  
利率市场化开始发挥基础性作用的标志——公开市场业务操作与国债  
市场  
国债市场与期货市场的关系分析  
国债与股票市场、货币市场  
货币市场金融创新的分析  
建立国家利率调控的国债市场

# 国债、 金融创新

## 与利率市场化

袁东 著

学林出版社



## 国债、金融创新与利率市场化

---

作 者 袁 东  
责任编辑 李 东 曹坚平  
通联编辑 周莉莎  
封面设计 周剑峰  
  
出 版 吉林出版社  
发 行 新华书店 上海发行所  
印 刷 中国纺织大学印刷厂  
版 次 1996年8月第1版第1次印刷  
规 格 850×1168 1/32  
印 张 8.75  
字 数 22 7000  
印 数 1—5000  
国际书号 ISBN7-80616-250-X/F.22  
定 价 16.00元

## 总 序

“《上海证券报》文丛”是中国证券经济报刊业的一种衍生产品。

说起衍生产品,总让人联想起创新和“反传统”;但这种定位对“信息高速公路”可能更合适。确实,90年代迅猛而来的信息电子化潮流,为传统大众传媒所始料不及。因为,当80年代人们预计未来社会将是信息独领风骚时,报业、出版界和影视界的编辑、记者、制作人欢喜莫名。可今天电脑网络以信息时代的合法载体出现在人们面前,咄咄逼人,大有舍我其谁之势。

因此,考虑“《上海证券报》文丛”乃至各种财经传媒的发展和定位时,首先要琢磨“信息高速公路”究竟在多少方面对我们这个社会空间给予了强烈的冲击。

第一,信息高速公路将在信息的密集化、即时性上大大占优,一旦普及至千家万户,它将获得垄断优势,过去的早报新闻将变成晚报花絮的说法并非夸张。第二,资料背景分析优势明显。国内外的一些人士认为,信息高速公路在信息和快捷性方面的优势并不能取代传统报刊的深度报道分析。其实,这仅仅将网

络内的资料理解为信息库了。大家都知道,各种背景分析的完成主要依靠资料的完备,这在过去,读者没有能力更没有时间去做。而目前的电脑网络就能将各类事件的发展过程和各种观点分门别类,读者只要按图索骥即可,且比过去丰富多采得多。第三,“版面”的图文并茂远胜于报刊杂志,其立体生动画面对今后习惯于漫画性思维的“新人类”极有吸引力。第四,但并非不重要,的是,电脑网络易于提取、剪切,大大方便了读者的参与感,自己动手比被动接受更有一种真实感。——这里指出的仅是“信息高速公路”可预见的部分。

电脑信息网络对传统传媒的冲击很像上个世纪末照片对绘画艺术的影响。在照相术未出现时,西方艺术一向以维妙维肖的写实自傲。但照片的精确复制技术使得前者相形见绌。于是,一时间绘画艺术将没落的声音不绝于耳。可是,现代艺术却由此诞生。因为现代艺术针对照相的形似,开始了一场“变形记”的革命。结果,虽然照片对20世纪作出了巨大的贡献,现代艺术也改变了人类的视觉经验。如电脑的三维绘画,就与超现实主义有着血缘关系。同样,其后的录像机也无法取代相机。录像是全景式的流动的真;照片是片断的凝固的美,它在时间上连接过去和未来,在空间上延续平近和高远。

关键是选择。

“《上海证券报》文丛”选择的是中和之美,中庸之道;以眼光致远,以虚怀包容。按书道的说法,中锋造势,偏锋取妍。所谓“中锋”,大而言之,也即探索中国证券市场正道,从资本市场而金融市场而国民经济,寻求它们之间的关联和互动;具体来说,就是注重当下中国市场经济制度的建立和改革,对可能的变化作出较为即时的研究,以论文集或专著的形式推出;同时,配合出版实务性的操作介绍——这就决定了它们不是照搬国外的经验,

而是结合当下中国情境和中期趋势的设计和可行性方案。所谓“偏锋”，亦即将看似玄奥的市场投资理念和理论演绎为投资人在具体境况下的直觉表现，使读者身临其境，作一回主人翁，过一把大投资家的瘾。为此，我们会邀请一些擅长“抽象的抒情”的财经专栏作家、海外经纪人和翻译家，编著一系列银行家、企业家的传记，一部分世界金融市场的“大案要案”，以及作者本人涉市的所作所为的故事。

另外，现代社会需要闲暇，高度投入的金融市场更应该让人有放松的机会。散文化的时代已经来临，唯独财经散文、随笔欠缺。我们相信，正如松散身体的家庭健身器，张弛脑力的财经散文也将放置在人们的睡榻旁。——自然，《上海证券报》文丛也会尽力填补这一供需缺口，为整日正襟危坐，修身、齐家、治国、平天下的工作者们解乏。

我们之所以提出《上海证券报》文丛是证券经济报业的衍生产品，除了希望它能在“信息高速公路”兵临城下前，寻找到介于“轻”（信息的及时性）和“重”（资料性）的落脚点；也企图在报业和图书出版业之间发现“中间偏左（报界）”的位置。因为，国内企业前几年兴盛过多样化集团发展策略，实践证明，大多是主业不振，副业的投资又无法促进主业的结构调整。其实，国外早就发现至少当企业的主业仍有潜力可挖时，业务多样化往往意味着经营状况的逆转。——业务扩大到自己没有经验和专业知识的行业。而事实上，报业和图书业的区别也比一般人的想象要来得大。

唯其如此，本套文丛将依托《上海证券报》衍生出发展来，尽可能地发挥报纸的敏感性、鲜活性和作者队伍的专业性、广泛性以及快速的节奏；配以图书读者的接受心理，把观察的火花燎原成反思的熔浆，把狼吞虎咽的快餐调制成细嚼品味的美食，把急

就章的泡沫凝固。

以上这些蜂拥而至、充满浪漫色彩的想法得到了学林出版社的热烈响应。对话与交流的结果,是使一个个想法潜入到我们的合作中,并以共同的热情和努力,使文丛能与广大的读者早早会面。

《上海证券报》文丛编委会

# 前 言

中国的证券市场经过几年艰苦努力的发展,已在国民经济政策体系和日常财经生活中成为一种不可忽视的因素。在由习惯了的传统计划经济模式向市场经济推进的发展经济环境中,通过促进证券市场的建立与发展,来敦促市场体系的培育和企业体制、金融体制、财政体制以及经济管理模式的改革,无疑是充满挑战性的,但也正因如此,才使我国证券市场成为举世瞩目的洞察国内经济政策与运行情况的重要窗口,赋予了它极其重大的历史意义。

证券市场的潮来潮往,为普通百姓的经济生活平添了几分利益得失的喜忧,亦成为街头巷议、媒介评说和文学创作的题材。这是一种社会的进步,因为这说明在我们这个历史文化悠远的国度里,已有相当一部分百姓将越来越多的精力和注意力放在了关心国家经济政策与经济生活的变化上,而不是过多无聊地闲论他人是非。只有当全民族投入到经济建设中去,关注、评价政府的经济政策,预期未来经济发展之势蔚然成风,我们的经济机体才有活力,我们的经济发展和社会进步才有无比坚实

的基础。对于证券市场,切勿停留在只看到投资者仅是斤斤计较利益得失,或者所谓的投机与否的争论上;如若这样,则未免太狭隘了。我想,这应该是中国证券市场建立与发展所带来的更高层次、更广泛的社会意义所在。

更进一步讲,我们的传统文化渊源是淡利趋义的,君子之交淡如水,文人志士似唯有囊中空空才算是翩翩君子气质,以至到最后提出“越穷越革命”的口号,走向极端形而上学主义的路子,生产瘫痪、物质贫乏也就在所难免了,由此精神文明停滞不前甚至亟待加强,也就不足为怪了。因为贤达远目之士已指出“仓廩实而知礼节”。社会进步、历史发展是以物质财富的不断增长为基础的,人的行为在某种程度上主要是受物质利益趋动的。殊不知,“穷”字意味着洞穴中用力,劲没使到好处,不但白费力气,反而永不见天日,阳光灿烂是洞中人所享受不到的,至多是井底之蛙观天日;而“利”字是提刀割禾,一份耕耘一份收获,倡利乃倡导勤奋创业、辛苦劳作之精神。如果不注意物质财富的创造、积累、分配,则越是口头号召大公无私,人们的浮夸风、谋私风就越盛兴,能够吃苦耐劳、奋发敬业之人日趋减少,整个社会风气日下。然而,当改革开放的春风涌进我们古老的文化土壤中时,利益驱动机制猛一下被发掘和运用,犹如甘泉喷发,好似万马奔腾,经济显示出巨大的活力与潜力,社会风气和面貌开始焕然一新,这正反映了利益对人的行为的重要作用。君不见,穷了几千年的中国普通百姓,在90年代初看见别人炒股票一夜间暴富,就再也坐不住了,甚至天真地认为股市就是摇钱树、买了股票就能赚钱,于是蜂拥仅有几只股票的股市,待到吃了亏醒悟过来、受到经济规律的惩罚之时,又都去买报、听讲座、听广播、看电视上的经济节目,打听、搜罗各种经济信息,细阅企业财务报告,这又从另一方面反映了利益机制的作用,这难道不是一

种进步吗？所以，证券市场也许会引出一些文化意义上的东西来。不知道哲学家对此有何感受和总结。

因此，证券市场是利益机制作用的大显现，无论是发行公司债券的企业，还是发行债务的政府财政，亦或是购买证券的投资人和经营证券业务的机构，无不渗透着利益的考虑，体现着国民收入的创造、分配与不断再分配的过程。利益格局的打乱与不断重整，必然撞击着我国的经济体制、政策环境，这就不由使人们从证券市场联系到更高层的事物，比如我国的市场组织结构、企业制度建设、财政金融体制改革、市场业务的创新、法律环境的完善和管理模式的改进等多方面内容，都与证券市场有关；又由于证券市场的建立与发展而不断催促政府和民间加紧考虑这些改革、创新、建设的策略、方向、模式和进度。而且，由于政府的各项经济政策对证券市场行情变动都会产生或大或小的影响，而这又直接涉及到参与这一市场的个人和集团的利益得失，所以，人们对这些政策(尤其是货币、财政、国有资产管理、产业发展等政策)特别关注，并对其正确合理与否大加评论，使政府相比传统经济体制下制定、发布、实施政策时更要深思熟虑、瞻前顾后、慎重和认真一些，也就是社会对政府监督、评价的意识越来越高，这无疑有助于规范和提高政府管理行为与效率，这不能不说是由证券市场发展所引发的人们参政议政之效果，更不用讲股票购买者作为股东，其本身就是股份公司的拥有者并负有监督管理权了。

随着我国证券市场在近几年的发展，人们越来越注重对证券市场内在结构体系及其各个构成部分作潜心琢磨与研究。国债市场作为证券市场体系的重要组成部分、一种较为特殊的有价证券交易关系，是新中国最早开始启用的直接信用机制，即指1981年国债恢复发行和1988年国债在社会上的公开流通交易。

进入90年代,政府与民间组织在共同加紧对这一市场的建设过程中,顺应我国市场经济体制改革的要求,尽可能努力推进一些改革工作的进展,使国债市场从仅仅为弥补财政赤字、为政府筹措资金的狭隘视野中走出来,走向更广阔的天地,这包括发行机制改进、运作与购买方式的变动、交易组织网络的扩展、交易方式的丰富等,使国债市场为宏观经济调控和微观资产运营发挥出越来越显著的作用。于是,人们切实感觉到,国债市场不仅仅是一张张债券的问题,而是由此可以促进、倡导某些金融创新业务,促使财经体制改革的进一步深化,尤其是国债作为一种特殊金融资产,在促进国债本身日益市场化、由其价格决定机制和波动折射经济运行状况的进程中,也在对中国半管制状态的利率体系提出市场化的挑战,并施加具有积极意义的促动力。

阿基米德曾经兴奋而又自信地宣称:“给我一个支点,我能把地球撬起。”由此使我想到,在中国经济体制改革已走到关键时刻的今天,谁是撬起这个庞大而又潜力无比的经济机体的杠杆呢?利率市场化可能会担当此任。或者说,什么时候市场化的利率机制能够形成,并能够对国民经济各个实体行为产生应有的影响,就表明中国企业体制乃至整个经济体制改革步入了一个新的境界,真正的市场经济体制才算建立起来。实际上,传统经济体制下的东西,就只有利率市场化还是一个亟待努力的课题,因为我国的企业微观经营机制、物质资源配置制度均已作了相当大的改革,低工资、低汇率、低物价等扭曲性的运行机制已被矫正到合理决定区间,唯有利率仍是被管制的。可以说,没有利率市场化,就不可能有真正的国债市场、证券市场,也不可能有真正的货币市场和资本市场的建立与发展。国债运行机制的一些改革和出现的问题,都从正反两方提出了利率市场化的必要性和可供选择的途径。

基于以上这些认识,结合我个人从事国债市场开发与管理  
的本职工作,考虑本着国债——金融创新——利率市场化这样  
一种由小到大的思路,从一个更大的视野范围内分析目前一些  
经济现象,撰写成读者朋友面前的这本书。实际上,我倒信奉问  
题导向型的经济学研究方法,即在学习、掌握了一定量经济理论  
的基础上,从分析具体的小问题开始,逐步积累、延伸、过渡到探  
求相关问题的缘由、规律上,也许更能检验自己所学知识的运用  
能力,培养提高经济学研究的兴趣,对经济现象的分析会更加实  
事求是和深刻。这体现在我对国债这个事物的思考与分析上,  
就是由对国债市场本身的具体现象和问题分析入手,逐步扩延  
到对国债市场与通货膨胀、货币政策、其它金融市场组成部分乃  
至整个国民经济运行的关系进行分析,然后由此对整个证券市  
场的某些问题予以探讨,力求寻找证券金融市场发展的内在规  
律。

本书在撰写过程中,采取问题集中论述分析的方法,力求对  
每个问题全面阐述作者的见解。尽管没有严格按章节分列全书  
内容,但其中还是有内在逻辑关系的。首先,在市场组织变革与  
中国证券期货市场的大命题范围内,就一些全面性的市场体系  
培育、证券市场结构、金融创新和利率市场化问题进行分析探  
讨;其次,就政府地证券市场中的几个集中性或有争议的问题进  
行实证或规范性分析;最后,结合作者本人近几年出国考察学习  
期间掌握的情况,进行总结介绍,重点从他人的实践做法中分析  
对我国市场发展与管理的启示,从中开拓我们自己的思路。

借本书与读者朋友见面之际,我特别感谢张志雄先生和有  
关同仁的热心关照,正是由于他们的辛勤努力,这本书才得以出  
版,我也才有更多的机会与读者朋友就这一领域的问题进行广  
泛交流。另外,我也特别感谢我的妻子王晓悦女士的鼎力帮助,

正是由于她的理解和支持,我才能在日常工作之余安心写作,潜心对有关问题进行分析。

本书是我关于证券金融市场问题的第三本著作。我总是尽自己最大努力,力求分析论述得全面、合理以及语言表达的顺畅和逻辑上有条理,但我也深知,愿望与效果毕竟总是有所出入的,所以,真诚希望读者朋友能够对书中不妥之处给予指正。

袁 东

1996年5月5日凌晨于北京

# 目 录

|                                        |     |
|----------------------------------------|-----|
| 总 序                                    | 1   |
| 前 言                                    | 1   |
| <b>第一篇    市场组织变革与中国证券、金融市场</b>         |     |
| 一、中国证券市场的内在结构:一个事关全局的问题                | 3   |
| 二、金融创新与中国的社会经济                         | 18  |
| 三、保险基金、国有银行与证券市场                       | 27  |
| 四、市场经济、国债与财政信用                         | 34  |
| 五、债券市场与股票市场的选择和运用                      | 47  |
| 六、利率市场化的概念与途径                          | 55  |
| <b>第二篇    政府证券市场的大视野</b>               |     |
| 七、发展国债市场与中国现代市场体系的健全完善                 | 69  |
| 八、控制国债规模与重建财政                          | 77  |
| 九、贴现国债及其投资分析                           | 85  |
| 十、债券回购市场到底是什么                          | 92  |
| 十一、国债回购交易是发展证券市场的必要机制                  | 100 |
| 十二、从国债回购市场看我国的金融体制改革                   | 112 |
| 十三、国债投资基金辨析                            | 118 |
| 十四、“国债热”中的冷思考                          | 134 |
| 十五、中国国债市场的新变化对金融经济体制改革的影响              | 143 |
| 十六、国债立法的独立性分析                          | 155 |
| 十七、利率杠杆开始发挥革命性作用的标志<br>——公开市场业务操作与国债市场 | 162 |
| 十八、国债市场与期货市场关系的实证分析                    | 179 |
| 十九、国债与货币市场、资本市场                        | 187 |

### 第三篇 借鉴与启示

|                                |     |
|--------------------------------|-----|
| 二十、资本市场全球化趋势分析                 | 195 |
| 二十一、东亚国家和地区的债券市场               | 202 |
| 二十二、国债与利率市场化                   |     |
| ——从日本利率自由化进程看国债市场的作用           | 229 |
| 二十三、美国国债的拍卖过程及其启示              | 236 |
| 二十四、日本中期国债投资基金分析与启示            | 244 |
| 二十五、美国政府债券市场的法律基础和监管体制及其<br>启示 | 255 |

---

# 第一篇

## 市场组织变革与 中国证券、金融市场



## 一、中国证券市场的内在结构： 一个事关全局的问题

分析这个问题主要是基于目前社会对整个证券市场结构的布局、衡量证券市场发展的标准存在多种议论、看法不一的状况，特别是企业对公司债券与股票融资如何配置有一些不是很正确的看法，政府的某些政策意向也有待改进。于是，有感而发，从一个大的视野探讨中国证券市场的内部结构问题。

中国证券市场的发展至多才算刚刚起步，在一些技术性运作机制方面更多的是借鉴世界各国的做法，因为证券市场在西方已有几百年的历史，形成了一套成熟机制，并可超越社会经济制度而具有国际性。然而，中国与发达国家的经济和所处的阶段毕竟不同，况且证券市场作为产业资本发展到一定阶段出现的金融机制必须为产业资本再生产服务，即必须以服务于企业生产经营和国民经济增长作为最终目标，所以，并非目前西方国家的一切做法都适合中国，应当根据中国的现有经济条件，认真