

GUO ZHAI SHI CHANG TOU ZI

国债市场投资

GUO ZHAI

CHANG
TOU ZI

革腊发 ● 主编
沈继银

龍門書局

内 容 简 介

本书系统全面地阐述了国债与国债市场的基本理论以及影响国债市场的基本因素,深入浅出地介绍我国国债市场的运作方式与投资技巧,并对国债市场中出现(或将要出现)的新品种如国债期货、国债期权、国债投资基金等进行了细致的分析,是一本集理论性与实用性为一体的著作。

本书可供国债市场的投资者(如银行、财政、证券、企业业中的机构投资者及居民个人投资者)、从事国债及国债市场研究的理论工作者及财经类大专以上学生参考。

国 债 市 场 投 资

董腊发 沈继银 主编

高中军 荣盛元 副主编

责任编辑 王 军

龍 門 才 局 出 版

北京东黄城根北街10号
邮政编码:100717

武汉华成轻工物资有限公司印务公司印刷

新华书店北京发行所发行 各地新华书店经售

1998年9月第 1 版 开本: 850×1168 1/32
1998年9月第 1 次印刷 印张: 9
印数: 1—1000 字数: 228 000

ISBN 7-80111-488-4/F·13

定价: 18.80 元

序

众所周知,国债是政府筹措资金、宏观调控的重要手段,因此,从政府角度出发论证国债的功能和效应的文献汗牛充栋。但董腊发、沈继银主编的《国债市场投资》一书是以国债作为居民(包括自然人民和法人民)的一种投资选择的角度来撰写的,这在国内并不多见。

居民购买国债是一种投资选择,是受成本-收益的利益驱使的,通俗一点说是为了获得利益,这种利益包括赚钱、风险分散、保值、准备未来消费等多种受益。国债如果不能满足居民的利益,那么就不可能形成国债市场。居民要在国债的交易中获益,仅从政府的角度了解是不够的。本书为居民的利益判断提供理论依据。

国债既然是一种投资选择,就存在国债投资的经营问题,这有一系列的技术问题,光懂得理论是难以达到利用国债来获益的目的的。因此国债经营是一种艺术,本书提供了这方面的知识和经验。

本书系统介绍了国债投资的选择,国债交易的原则及技巧,国债风险的规避及盈利,资料新颖和翔实,结构严谨和条理清晰,文字表达准确易懂,是一部了解国债投资理论和操作技巧的好书。

吴俊培

1998年9月3日

目 录

序	(i)
第一章 国债与国债市场	(1)
第一节 国债	(1)
一、国债的基本含义	(1)
二、国债的种类	(4)
第二节 国债市场	(9)
一、中国国债市场发展的历史沿革	(9)
二、中国国债市场的基本功能	(14)
三、中国国债市场的发展趋势	(20)
第二章 国债市场的相关因素分析	(26)
第一节 影响国债市场的基本因素	(26)
一、利率和利率政策	(26)
二、国债的发行规模	(30)
三、财政政策和货币政策	(32)
第二节 国债市场与中央银行公开市场业务	(34)
一、公开市场业务的实质与特点	(35)
二、国债市场与公开市场业务的关系	(36)
三、公开市场业务的基本流程	(38)
四、公开市场业务对国债市场的影响	(39)
第三节 国债市场与通货膨胀	(40)
一、国债发行对通货膨胀的影响	(41)
二、国债二级市场对通货膨胀的影响	(42)
三、通货膨胀对国债一级市场运行与投资的影响	(43)
四、通货膨胀对国债二级市场运行的影响	(44)

第三章 国债市场投资的一般理论	(47)
第一节 国债市场投资概述	(47)
一、投资与投机	(47)
二、国债投资的性质	(48)
三、国债投资的基本程序	(49)
四、国债的兑付制度	(53)
第二节 国债投资的收益与风险	(56)
一、国债投资的三要素	(56)
二、国债投资的目标	(57)
三、收益与收益率	(58)
四、风险与风险的估量	(62)
第四章 国债发行市场与投资	(67)
第一节 国债发行市场概述	(67)
一、国债发行市场主体	(67)
二、国债发行原则	(68)
三、国债发行方式	(69)
四、国债的发行条件及程序	(80)
五、国债的推销技巧	(91)
第二节 国债发行市场的投资	(93)
一、国债发行市场的投资成本	(93)
二、国债发行市场的投资收益	(95)
第五章 国债现货市场与投资	(100)
第一节 国债现货市场概述	(100)
一、国债现货交易的基本含义	(100)
二、国债现货市场的组织形式	(101)
三、国债现货市场的功能与作用	(103)
第二节 国债现货市场价格分析	(105)
一、国库券的市场定价	(105)
二、国债现货市场行情分析	(118)
第三节 国债现货市场的投资	(124)

一、市场行情波动特点和现货投资选择	(124)
二、国债现货市场投资的策略	(126)
第六章 国债回购市场与投资	(128)
第一节 国债回购市场概述	(128)
一、国债回购交易的基本概念	(128)
二、国债回购交易的主要形式及特点	(130)
三、国债回购交易的主要作用	(132)
第二节 国债回购市场业务规则	(134)
一、上海证券交易所国债回购品种及业务规则	(135)
二、深圳证券交易所国债回购品种及业务规则	(136)
第三节 国债回购市场的投资	(139)
一、国债回购套利操作	(139)
二、国债回购、现券混合操作	(141)
第七章 国债期货市场与投资	(144)
第一节 国债期货市场概述	(144)
一、期货交易的产生和发展	(144)
二、中国国债期货的产生和发展	(149)
第二节 影响国债期货价格的因素	(156)
一、基本因素分析	(156)
二、技术因素分析	(156)
第三节 国债期货交易的规则和程序	(157)
一、国债期货交易的基本常识	(157)
二、国债期货交易的主要规则	(159)
三、国债期货交易的程序	(162)
第四节 国债期货投资的技巧和策略	(170)
一、国债期货市场的主要交易手段	(170)
二、不同市场走势的操盘技巧	(175)
三、国债期货投资的基本策略	(176)
第八章 国债期权市场与投资	(179)
第一节 金融期权市场概述	(179)

一、期权概述	(179)
二、期权交易的种类	(181)
三、期权交易与期货交易的关系	(183)
第二节 国债期权的交易制度	(184)
一、国债期权交易的一般原理	(184)
二、国债期权的一般交易制度	(185)
三、国债期权交易的特点	(187)
四、国债期权交易的作用	(188)
第三节 期权价格及决定因素	(189)
一、期权价格的构成	(189)
二、期权价格的决定因素	(191)
三、国债期权价格的影响因素	(192)
第四节 期权的投资策略	(193)
一、期权的套期保值	(193)
二、期权的投机交易	(198)
第九章 国债投资基金	(201)
第一节 国债投资基金概述	(201)
一、投资基金简介	(201)
二、国债投资基金的基本特点	(202)
三、设立我国国债投资基金的必然性	(205)
第二节 国债投资基金的设立和运作	(206)
一、国债投资基金的设立	(206)
二、国债投资基金的运作	(212)
第三节 国债投资基金的投资策略	(214)
一、国债投资基金风险分析	(214)
二、国债投资基金的评估	(215)
三、投资国债投资基金的策略及方法	(218)
附 录	(222)
一 中华人民共和国国库券条例(1981)	(222)
二 中华人民共和国国库券条例	(223)

三	国债期货交易管理暂行办法	(224)
四	中华人民共和国国债一级自营商管理办法 ...	(237)
五	国债一级自营商资格审查与确认实施办法 ...	(241)
六	公开市场业务暨一级交易商管理暂行规定 ...	(243)
七	银行间债券回购业务暂行规定	(248)
八	深圳证券交易所债券回购交易暂行办法	(250)
九	深圳证券交易所债券回购场外交易实施细则...	(252)
十	证券投资基金管理暂行办法	(254)
十一	中华人民共和国国债托管管理暂行办法 ...	(265)
后 记		(273)

第一章 国债与国债市场

第一节 国 债

一、国债的基本含义

国债,亦称中央政府公债,是一国中央政府为筹措资金向投资者出具的、承诺在一定时期内支付利息并到期归还本金的债务凭证。从定义中可以看出,国债具有下列性质:

第一,国债是一种债务。所谓债务,从法律上讲,它代表着所有权的转移,即从债权人转移至债务人手中。国债表现在资金的所有权从投资者转移至国家。

第二,国债是一国中央政府的债务。国债与普通的债务不同,其债务人是国家,是国家信用的一种形式。

第三,国债需要还本付息。投资者将资金的所有权让渡给国家,当债务期限届满时,投资者可以收回本金,并得到除本金之外的利息收益。

国债作为债券的主体,一般应具有以下几个基本要素:

第一,国债的面值。国债的面值包括面值的币种和面值的大小两个基本内容。面值的币种主要取决于发行者的需要和筹资的地点,内债的币种是为本币,外债的币种一般为国债发行地的货币。币值的大小取决于筹资对象,对于个人投资者,面值不宜太大;而对于机构投资者,小额面值不利于其流通与转让。

第二,国债的利率。国债的利率是国债的利息与其面值之比,是反映其收益情况的一种相对指标。利率有固定利率和浮动利率之分。固定利率是发行时确定的一种不变利率;浮动利率则是以某个参照利率为基准,随其参照利率的变动而改变。如我国前几年发

行的保值国债,就是一种以保值贴补率为参照系的浮动利率。

第三,国债的还本期限。国债的还本期限可长可短,其变动范围很大。短则几个月,长可达数十年。

此外,国债还应载明诸如发债日期、地点、发债主体印记等其他内容。

国债也具有债券的三个一般特征:流动性、安全性和收益性。债券的流动性也就是债券的市场性,是指持有者想转让所持债券时能顺利成交的程度;安全性是指债券持有者到期能够无条件地收回本金;收益性是指持有者可以在债务期间或期满后取得本金之外的收入。国债作为一种特殊的债券,其特殊性主要表现在以下几个方面:

第一,安全性最高。国债是以国家信用为前提,以国家财政收入为保证的,国家信用与国家主权同在,国家信誉是最高的信誉,故国债的安全性是所有债券中最好的。普通债券由于发行者在信誉上的差异与经营业绩的好坏,其安全性有高低之分。一旦债券发行主体破产,其债券就毫无安全性可言,这在激烈的市场竞争中表现得尤为突出。因而,各国在进行债券信用评级时,国债就不被列入被评范围之中。

第二,流动性好,变现能力强。国债有其高度的安全性为保证,故在证券市场中享有极好的信誉,素有“金边债券”之美称,是投资者重点投资的对象。大多数国家国债的发行量一般都较大,在证券市场上都具有举足轻重的地位,国债的流通市场也很发达,国债交易十分方便并且很容易成交,因而具有较好的流动性。

第三,利息收入有保证。国债的发行是以国家信用为基础,以取得资金在一定时期的使用权,这种使用权的取得不同于税收等,而是一种市场行为。因此,必须以付给资金的让渡者利息为条件。由于国债的风险很小,其利率一般应低于其他债券。但在我国,由于历史的原因,近几年发行的国债是无风险与高收益并存,国债的利率甚至比同期银行存款利率高1~2个百分点。

第四,税收上享有优惠政策。几乎在所有发行国债的国家中,

国债的利息收入都是免交个人所得税的。其他各种资本性的收入,如股票、公司债、金融债等的收入都要缴纳个人所得税。除此之外,很多国家为了增强国债的流动性,降低投资者的交易成本,采取了降低国债交易税或免交国债交易税的政策,这是其他可流通性证券无法比拟的。

同时也应该指出,由于国债的债务人是国家,国家可以运用政治权力强制发行国债,或无条件地推迟还本付息期限,甚至用货币贬值、以旧债换新债的方法赖帐,特别是在非常时期更是如此。这是国债与其他信用形式的一个显著区别。

为了更好地把握国债的含义,有必要将下面几组概念区别开来:

(1) 国债与公债。这是两个既有联系又有区别的概念,国债和公债都是指政府的负债或债务。然而,公债并不等于国债。在西方国家中,地方政府也可以凭借其自身的信用发行地方政府债券,所以在这些国家中,公债包括两大部分,即中央政府公债和地方政府公债。只有中央政府公债才称为国债。但在我国,国家规定地方政府无权发行债券,只有中央政府才有发行债券的资格,所以国债和公债在内涵上实际是相同的。

(2) 国债与国库券。国库券是国家财政为弥补短期财政赤字而发行的债券,是国债大家族中的一员。在和平时期,政府发行国债的目的一般有二:一是弥补财政赤字和调节季节性资金缺口;二是筹集建设资金。当国家财政收支出现逆差时,直接的银行透支会导致货币供应量的增加,从而引起物价上涨,所以大多数国家弥补财政赤字都采用发行国债这种方式。我国的国库券就是在这种情况下产生的。

(3) 内债与外债。内债是境内国债的简称,指一国政府在本国市场上发行的债券,它是国债的一部分,一般以本国投资者为发行对象。当政府在海外市场上发行债券时,就产生了境外国债,简称外债。国债包括内债和外债两种。本书所指的国债,在无特别说明之处,一般指内债。

二、国债的种类

国债的种类是随着市场经济的发展而不断分化形成的,现代市场经济巨大的规模、精细的分工、错综复杂的经济关系使得国债逐渐发展成为一个种类繁多、规模庞大的系统。现代国债的种类多样化和复杂化,给国债的管理增加了新的难度。为了便于正确理解,我们将国债按照不同的标准进行以下分类。

1. 按募集方式分类

国债按照举借方式的不同,可以分为强制国债、爱国国债和自由国债三类。

(1) 强制国债。指国家依靠政治权力强制性地向公众举借债务。这种借债方式不考虑对方是否愿意,直接根据收入的多寡强制分摊承担任务,这是国债特有的发行方式,它在国债产生的初期和战争等非常时期比较常见。作为一种有别于税收等其他形式的财政收入,这种强制性国债现已很少被采用。

(2) 爱国国债。也称“准强制公债”,它是利用本国人民的爱国心发行的国债。在战争等非常时期,或在国家因某种原因处于暂时的困难时期,这是一种行之有效的发行办法。如我国在建国初期和“一五”期间发行的“人民胜利折实公债”和“国家经济建设公债”都属于这种情况。但爱国国债是以牺牲个人利益为前提的,难以维持长久。

(3) 自由国债。是政府按照信贷原则,以经济利益刺激来募集社会闲置资金而形成的债务,这是世界各国普遍采用的举债方式。用这种方式举债时,政府注意的是采用什么样的发行条件,能够以最小的成本筹集到所需数量的资金。由于债务人是政府,只要条件适当,即使利率较低也能筹到资金。

2. 按发行地域分类

国债按照发行地域或国别的不同可分为境内国债和境外国债(简称内债和外债)。

(1) 内债。是本国政府在国境内发行的国债,其主要发行对象

是本国投资者,如商业银行、企事业单位、居民个人等。内债的划分只以国境为标准,无论是外国投资者在本国市场上购买,还是本国投资者以外币购买,均为境内国债。

(2) 外债。是指一国政府在其国境以外的市场上发行的国债,这种国债的债权人多为外国政府、企业、个人投资者和国际金融组织。随着全球证券市场日趋一体化,境外国债的发行已成为一种发展趋势,而且规模也逐步扩大。我国发行的日元武士债券和美元债券都属此类国债。

3. 按购买国债的支付方式分类

政府在不同的经济环境下可选用不同的支付方式发行国债,这样就产生了货币国债、实物国债和折实国债。

(1) 货币国债。顾名思义即指认购者直接以货币支付的国债。具体地讲,货币国债又可以分为:① 本币国债,即以本国货币购买的国债;② 外币国债,即以外国货币购买的国债;③ 黄金国债,是以黄金或白银为支付手段的一种很特殊的国债。

(2) 实物国债。即指以实物为发行对象的国债。一般来讲,实物国债与自然经济是密不可分的,是市场经济不发达的表现,现在已不为各国采用。实物国债又可以根据实物对象不同细分为谷物国债、食糖国债等各种以实物名称命名的国债。

(3) 折实国债。是介于货币国债和实物国债之间的国债类型。它是政府在货币贬值严重的情况下,为了抵消币值的巨幅下降对债权人利益造成损害,而在还本付息时按特定量的实物加以折算偿还的一种国债。从根本上来讲,折实国债也是一种货币公债,因为无论是在发行时还是在还本付息时,折实国债都是以货币形式支付的。

4. 按国债的用途分类

国债收入的用途一般有以下几个:弥补财政赤字;弥补经济建设资金不足;替换旧债;特别用途,如突发的灾害或爆发战争。按照这些用途可将国债对应地分为四大类:

(1) 赤字国债。即指国家为弥补财政赤字发行的债券。在财政

收支状况不佳的国家赤字国债所占比重较高,如战后的美国,其联邦政府公债的发行量不断增加,其中主要部分就是赤字国债。我国建国以来发行的国库券也是赤字国债。

(2) 经济建设国债。国家在兴建大型项目或加快经济建设步伐时,需要投入大量资金,仅仅依靠国家财政收入是远远不够的,国债可以弥补建设资金的不足。如我国“一五”时期发行的“国家经济建设公债”以及改革开放后发行的“国家重点建设债券”均属此类公债。

(3) 替换国债。亦称例换国债或轮换国债,是既发国债到期时政府无力偿还,用借新债还旧债而发行的债券,有时甚至直接用新旧国债券交换的办法清偿旧债。这种清偿方式使债权人到期无法收回本息,有损国债的信誉。日本有关法律規定,偿还赤字国债时不能够发行替换国债,而偿还经济建设国债时则可以用以旧换新的办法。

(4) 特别国债。在出现一些意外事件,如战争、大的自然灾害时,国家不可能短时期内筹得大笔资金,所以发行特别国债以付急需,待事件妥善处理后,有能力时再偿还。

5. 按偿还期限分类

按照国债的偿还期限的长短不同分类,可划分为短期国债、中期国债、长期国债和无期国债。

(1) 短期国债。是指偿还期限在1年以内的国债。常见的期限有:3个月、5个月、6个月、9个月和1年。这种国债的发行目的是为弥补中央政府暂时的季节性资金不足,并可以作为中央银行公开市场操作的对象。其发行方式灵活,发行频率很高,便于随时吸纳游资。短期国债的流动性极好,是最常见券种之一。

(2) 中期国债。一般是指债券期限在1年以上、10年以下的国债。中期国债与短期和长期国债相配合,有利于吸收更多不同期限的社会闲置资金,扩大国债的债源容量;有利于政府更为灵活地利用债务手段来干预宏观经济运行和更多地取得收入。我国现有的国债品种多为中期国债。

(3) 长期国债。指偿还期限在 10 年或 10 年以上的国债,它的优点是政府避免了频频进入市场,从而发行成本降低,从债务管理上讲也比较简单。另外,还本付息可从长计议,在某种程度上可以缓解政府的支出压力。但由于期限过长,对投资者吸引力不大,故其发行利率较高。

(4) 无期国债。亦称永久国债,英法等国都有这种类型的国债。这种国债在发行时并不规定偿还期限,持有者可凭券获得利息收入,但不能向政府赎回本金。当政府的财政状况宽裕时,可以随时从市场上用买入无期国债的方式加以注销。这种国债从政府来看,可以不受偿还期限的约束,不存在偿还期满因财政困难而被迫发行替换国债的弊病;从债权人角度看,持有者虽可以通过市场转让来获得资金,但偿还期限不定,甚至可能被无限期地推迟,故而利率风险较高,吸引力不大。

6. 按还本付息方式分类

国债按照不同的还本付息方式可分为:贴现国债、定期偿还国债、附息国债和抽签偿还国债。

(1) 贴现国债。又称贴水国债或折扣国债。其特点是:发行时以低于票面金额出售,偿还时以票面金额收回,债务期限内不支付利息,而将票面价与发行价之差作为利息收入预付给认购者。这种国债的期限一般较短。

(2) 定期偿还国债。指债务期限届满时一次性还本付息的国债,也是零息债券的一种,中途不支付利息。我国发行的国债绝大多数为该国债,其优点是收益性稳定,缺陷在于利率风险较大,如在债务期限内出现通货膨胀或市场利率上升等情况,投资者就要蒙受利率损失。

(3) 附息国债。又称剪息国债,是债务期限内每半年或每一年支付一次利息,到期还本的国债。它的期限一般较长,至少是 5 年以上,甚至是无期国债。因为一次性还本付息对政府支出压力很大,而且债务期限内不支付利息不利于刺激投资者认购国债,故目前各国在中长期国债发行时大都采用附息方式。

(4) 抽签偿还国债。即指利率和期限固定,期满后分若干次还本付息,偿还的先后顺序由抽签决定。这类国债的优点是可以减轻中央财政一次性还本付息的压力,但对持有者缺乏吸引力,只能强制发行。我国 1981~1984 年对个人所发行的国库券就属于这种情况。

7. 按利率是否固定分类

国债利率的高低同时决定着投资者的收益率与政府筹资成本的高低,按其是否固定可分为固定利率国债和浮动利率国债。

(1) 固定利率国债。是指国债的利率在发行时一经确定,债务期限内不能随金融市场利率水平的变动而变动。一般来讲,期限较短的固定利率债券的利率风险较小;反之,期限越长,利率风险越大。我国因实行严格的利率管制,国债利率多为固定利率。

(2) 浮动利率国债。是固定利率国债的对称,其最大的特点就是利率不固定,随着金融市场利率的变化而浮动。这种国债是在市场利率波动幅度较大、预测利率趋势较为困难的情况下,为适应筹资者和投资者减少或回避利率风险的需要而设计的。浮动利率国债的历史较短,70 年代初才在西方证券市场出现。因其利率要分期调整,故不能采用贴现发行。短期国债的期限太短,没必要采用浮动利率制。长期国债期限过长,浮动利率计算很复杂,因而采用浮动利率的多为中期国债。近年来,因国际金融市场利率波动频繁,浮动利率国债迎合了筹资者和投资者的要求,其发行量增长很快。

除上述两种国债之外,在付息方式上还有一种很特殊的国债——保值国债,指在债务期内出现较为严重的货币贬值时,政府为维护国债资信按当期物价指数对其进行保值贴补的国债。因为各个时期内的保值贴补率不相同,随物价指数的变动而变动,实际上固定利率变成了浮动利率。我国分别在 1989 年和 1993 年两个高通货膨胀期对国债实行过保值。

8. 按流通性分类

国债按流通性差异,可分为以下两类:

(1) 可转让国债。是指能够在证券市场中流通转让、未到期不能兑付本金的国债。这类国债的安全性和流动性极好,对投资者颇有吸引力。

(2) 不可转让国债。是指不能转让和买卖、但在某种条件下可以要求政府提前偿付本金的国债。其优点是安全性强,但因不能上市流通,不受市场利率变动影响,变现能力较差,不易为投资者接受。

9. 按是否记名分类

国债按是否记名可分为记名国债和无记名国债。所谓记名国债,即发行时在券面上标明认购者姓名的国债,若转让必须有持有人的背书,可以挂失。无记名国债在券面上无此注明,不能挂失。

10. 按是否存在国债现券分为实物券国债和无纸化国债(记帐式)

在政府债券的托管及结算现代化未实现之前,所有的国债都是以现券或收款单形式出现的。随着电子计算机技术的发展,出现了托管结算系统,国债的发行、交易、托管、结算都可以通过记帐式进行,这样就省去了现券的印刷、运送、保管、销毁等手续,大大降低了发行成本,并提高了交易效率。无纸化国债的出现是现代化高科技在证券市场中运用的结果,并随着托管登记系统的日趋完善,它将完全取代现券国债。

除了以上分类方式之外,国债还可以用其他的标准进行分类。如根据认购对象可分为单位认购国债和个人认购国债等等。

第二节 国债市场

一、中国国债市场发展的历史沿革

从1981年算起,我国国债恢复发行已经延续了18年。在这短短的十多年中,国债的年发行规模从1981年恢复发行时的48.66亿元剧增至1997年的2485.96亿元,净增了50多倍,年均增长24%,远远高于我国同时期的GDP的增长速度。随着国债存量的逐步增加,一个以证券交易中心为主体、以柜台交易为补充的全国