



中国金融 热点评析



团结出版社

本书作者

(以先后专题为序)

戴翔 李仁国 吕凡
广人 戴永喜 丁文忠
谈建军 陈筱敏 金学峰
涂晓弦

95
F832
22
2

XALP3/15

目 录

序	林日葵 (1)
国债	(3)
股票	(28)
投资基金	(49)
期货交易	(66)
利率	(82)
“炒”汇	(102)
汇率并轨	(115)
信用卡	(138)
房地产金融	(152)
保险	(167)
编后语	(182)



3 0116 5668 7



C

319615

序

林日葵

随着我国社会主义市场经济体系的建立和发展,有力地推动了我国金融制度的改革。而建立和完善社会主义市场经济体系下的金融体系,也将促进我国经济建设和金融事业的发展。由于金融业对经济发展起着重要的作用和产生的深刻影响,因此,认真研究和探索经济发展过程中出现的金融热点问题,对于加快社会主义的市场经济建设,具有很大的现实意义。

金融热点的形成和产生,从现象上来看,首先表明了它的现实性和普遍性,是当前社会生活中为众多的人们所注意和关切的问题;从本质上来看,它的产生和发展反映了一定的经济规律,是事物内在本质的集中表现,对事物能起一定的主导作用,或制约其他事物的发展。我们所说的诸多金融热点,不是凭空想象出来的,而是客观存在的。因此,我认为,现在来研究和探讨金融热点问题,至少有这样三层积极意义:第一,有助于我们自觉运用新的金融政策,通过信贷等手段,调整经济结构,革除经济积弊,促进国民经济合理有效运转。第二,有助于强化宏观调控,稳定经济秩序,完善市场机制,保证改革开放和社会主义市场经济建设的顺利进行。第三,通过分析“热点”的成因,评析“热点”的现状,有助于我们透过“热点”,研究解决的对策和展望未来的发展趋势,提高工作中的预见性。

《中国金融热点评析》一书,就是探讨当前改革开放过程中

出现的金融热点的著作。该书立足于理论联系实际，从实践出发，抓住当前的一些主要“热点”进行深入评析，对共同从事金融工作的同志和广大读者，都可以起到相互引发、探讨思索的作用。

1994年12月18日于杭州

国 债

冷落已久的国债，近来再度成了金融市场的抢手商品，成为众多投资者争购的对象。

“国债热”的再现，引起各方人士的关注。不仅身处热潮中的广大投资者急切地想了解国债的诸多有关知识，以期获得最大的投资收益；各有关方面的人士包括具体从事这行工作的实践者和理论界，在冷静地分析“国债热”产生的原因之外，更多地总结现行国债体制与运行机制方面改革的得失，全面评价国债在市场经济中的地位及作用，构思着今后国债市场的发展蓝图，以配合我国财税金融体制的改革，促进整个社会主义市场经济体制的早日建立和完善。本文试围绕着这个主题，就以下几个有关问题，作些简要的阐述和探讨。

一、国债知识的简单介绍

国债是国家公债的简称，是国家为筹措资金而向投资者发放的债务，国家承诺债务到期后还本付息。国债作为国家信用的基本形式，以国家信誉作担保，具有和货币一样坚实的信用保证，有着仅次于货币的极强的流通性和变现性。安全性高、流动性强、收益稳定是国债的三大特点。因而，在一些国家，国债又被称之为“金边债券”。

国债制度由来已久，目前世界各国都普遍发行有国债，而

且其经济功能也已由单纯地为财政筹资扩展成一种信用工具，成为国家调控经济的重要手段，成为了社会经济发展不可缺少的一部分。关于国债的一般知识，现在人们已不陌生，这里只为经济论述的必要，作点简单的介绍。

(一) 国债的种类。国债的种类繁多，划分标准也多种多样：

1. 按偿还期限来分，可分为：(1) 短期国债。期限只有一年或更短时间，又称为国库券。(2) 中期国债。偿还期在一年以上十年以内。我国发行的国债大多属此种类型。(3) 长期国债。偿还期在十年以上。

这里需要说明一点，在我国习惯于将国库券与国债视同一致，不论其期限和用途如何一律称国库券，这是不准确的。国库券仅指用于调节国家预算执行中出现临时性收支差额和用于宏观金融调控的短期债务凭证，仅是国债的一种，其外延不能涵盖整个国债。严格地说，我国直到今年才首次发行了真正意义上的国库券，(94 年半年期、一年期国债)。

2. 按发行用途，可分为：(1) 建设国债，专门用于国家基本建设投资。(2) 赤字国债专门用于弥补经营性预算收支差额。(3) 转换国债，专门用于转换旧债。

3. 按利息的支付方式，可分为：定期付息国债，贴息国债，附息国债。

4. 按发行主体的不同，可分为中央国债和地方国债。我国建国以来只在五、六十年代发行过地方国债，从 80 年代开始举借的国债仅限于中央政府的债务。

除了以上这些之外，还可按有无券面，可分为实物国债和非实物国债；按计量单位，可分为折实国债和货币国债，按是否与物价挂钩，可分为固定利率国债和保值国债；按可否转让，

可分为上市国债和非上市国债；按是否记名，可分为记名国债和不记名国债等等。

（二）国债的发行、买卖和流通市场

1. 国债发行的四大要素。国债虽种类繁多，但它们都包含有四个基本要素：（1）面值，即每张国债所含的本金数额。（2）利率，即国债的年利息额对面值的比率，（3）偿还期限，国债从发行日起到约定的偿还日为止这段时间叫偿还期限。（4）发行价格，国债的发行价格是其价值的表现形式，从理论上，发行价格就是它的票面金额。但在实际上，国家出于多种原因的考虑并根据市场供求关系的变化，通常总是要围绕面值来决定采用不同的发行价格的：①平价发行，即以面值发行；②折价发行，以低于面值的价格发行；③溢价发行，以高于面值的价格发行。上述国债发行的四大要素，也称国债的发行条件，任何国债的投资价值都是由这四个要素或条件决定的。

2. 国债的收益率。国债收益率是指国债购买者在投资国债中所得到的收益与投入的本金之比。通常用年收益率来表示。它是投资者进行投资决策时所考虑的首要因素。国债的收益率与票面利率是两个不同的概念。只有在购买国债的价格等于它的面值时，国债的收益率和其票面利率才是一致的。但在大多数情况下，国债的价格并不等于它的面值，因此，国债的收益率也就不等于它的票面利率。

影响国债收益率的因素很多，归纳起来主要包括：（1）国债的还本期限。还本期越长，收益率越高。反之，则越低。国为期限长意味着不可测的市场风险大。（2）国债的价格。它与收益率呈反向变动的关系。（3）票面利率。票面利率高，则收益率也较高；反之则较低。（4）市场利率。它与收益率存在着

同向变动关系。

国债收益率因为受着诸多因素的影响，对国债收益率的计算，除了票面利率外，还可用以下三种公式来表示：

①本期收益率。它用以衡量投资者购买国债后每年可带来的现金收入。如前所述，当国债的价格等于其面值时，本期收益率就等于国债的票面利率。其计算公式为：

$$\text{本期收益率} = \frac{\text{年均利息收入}}{\text{国债的价格}} \times 100\%$$

②持有期收益率。指从国债购买日起到中途卖出为止持有期间的收益率。其计算公式为：持有期收益率 = $\frac{\text{卖价} - \text{买价}}{\text{买价} \times \text{持有年数}} \times 100\%$

例如，某投资者在1992年12月28日以98元的价格买入一张面值为100元的国债，1993年12月28日以108元的价格卖出，则持有期收益率 = $\frac{108 - 98}{98 \times \frac{365}{365}} \times 100\% = 10.2\%$

③到期收益率。指到期偿还额与购买价格之比率。我国所发行的国债都是到期后一次付清所有的本息，不计复利。因而我们用单利到期收益率计算。计算公式为：

$$\text{到期收益率} = \frac{\text{到期本息和一购买价格}}{\text{购买价格} \times \text{剩余年数}} \times 100\%$$

例如，某投资者于1993年11月4日以120元的市价购入1张面值为100元，票面利率为10%，期限为3年的1991年国库券（1994年7月1日到期），则其到期收益率为

$$\begin{aligned} \text{到期收益率} &= \frac{100(1 + 10\% \times 3) - 120}{120 \times \frac{241}{365}} \times 100\% \\ &= 12.62\% \end{aligned}$$

3. 国债的发行方式。国债的发行方式是指采用何种方式和形式来推销国债。主要有这几种：(1) 直接由政府部门推销。这种发行方式既可免去与中介机构（如银行等金融机构）交涉的工作，又能借助政府的权威和组织系统等条件完成发行任务。但这种采用行政手段的发行方式不利于国债作为金融手段发挥它多方面的经济功能。随着经济市场化的发展，现已基本停止采用。(2) 金融集团认购。由若干家银行、证券机构或其它非银行金融机构组成承销团包销国债。发行人和承销团之间的权利义务关系，包括发行条件，划款时间和违约责任等，均用承销合约来确定。这种发行方式可保证大规模发债任务的完成，有利于广泛吸引社会资金。是一种较为成熟的发行方式，在国际上被广泛采用。我国从 1991 年开始实行试点，也已取得很多有益的经验。(3) 招标发行。招标发行是发行人在国债市场上通过公开招标的方式来决定投资者和发行条件的发行方式。这种方式在国际上称为“公募投标法”。具体形式有竞争性投标与非竞争性投标以及收益率投标等。其主要优点，是所确定的国债发行价格和利率最趋近于市场实际水平，能更好体现高效率低成本的原则。(4) 私募。指向特定的少数投资者发行债券的一种方式。我国目前发行的财政债券就属这类债券。

我国自 1981 年恢复发行国债以来，至 1994 年 7 月底已累计发行 3300 多亿元，品种已由单一的国库券发展到国库券、财政债券、国家建设债、特种国债、转换债以及国库券收款凭条等组成的国债系列。

4. 国债的流通交易市场，我国发行的国债，在 1988 年以前，是不允许转让的。国债交易，都是在黑市场进行，交易价格严重背离其价值，既损害了投资者利益，也影响了国债的声

誉，使国债卖不出去。后经国务院批准，于1988年4月，开始进行国债流通转让试点之后，才逐渐形成我国的国债流通交易市场。

目前我国国债流通市场的组织和交易形式，除了在各证券经营机构普遍设立的柜台上进行的，直接面对一般投资者的柜台交易外，在上海、深圳等许多城市，已出现只限于交易所会员进行的和一般投资人委托作为交易所会员的经纪公司或证券公司代为办理的买卖交易。另外，还有由证券经营机构共同设立的在交易所外进行的交易，我国的STAQ、NET系统及武汉、天津、沈阳证交中心进行的交易，均属这类交易。它与交易所交易合称集中性交易。

关于国债流通的方式，即具体的交易方式，包括以下几种：

(1) 现货交易。也就是现成国债的交易。它牵涉到实际国债的所有权转让。是各种方式中最基本、最普遍的方式；(2) 期货交易。这是在现货交易基础上发展起来的，以对未来交易价格变化走势预测为依据，在未来某一交易日交割的交易方式。它具有套期保值、发现价格、回避风险的功能，是一种较先进的交易方式；(3) 回购交易。是买卖双方按事先签订的协议，约定在卖出一笔债券后于未来某一时间以某一价格买回这笔债券的交易。与上述程序相反的交易，则称为逆回购。国债回购交易实际上是以国债为抵押品所进行的短期资金信贷，它作为一种短期金融市场的交易手段，越来越被广泛运用。

二、国债的经济影响

国债本是为了满足不断扩展的国家职能的需要，弥补日渐

增长的财政赤字而发行的。其初始功能如前面提到的，仅是为了筹集资金。后来随着社会经济的发展，国债运用与管理的规模越来越大，范围越来越广，其主要功能也由单纯的筹资逐渐转变为一种信用工具，再进而演变成一项重要的宏观经济调节手段，对国民经济的产生重大影响。正确认识国债的经济影响，对于我们分析当前“国债热”产生的原因和必然性，以及展望我国国债市场发展的未来都很有必要。

（一）国债在货币政策中的作用

我国的货币政策是由中国人民银行即中央银行来制订并负责实施的。中共十四届三中全会通过的《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》中明确指出：“中国人民银行作为中央银行，在国务院领导下独立执行货币政策，从主要依靠信贷规模管理，转变为运用存款准备金率，中央银行贷款利率和公开市场业务等手段，调控货币供应量，保持币值稳定。”这表明今后中央银行将通过存款准备金率等三大货币政策工具进行金融调控。其中存款准备金率的调整会对国民经济产生强烈冲击，将作为一副“猛药”，被谨慎使用；再贷款率与其说是一种实用性的工具不如说是一种姿态性工具。因为央行的再贷款额只占商业银行贷款总额的很小一部分，影响有限；公开市场业务才是中央银行进行宏观金融调控最常用和最得手的手段。而《决定》第十三条规定的“中央银行开展国债买卖”，则为央行开展公开市场业务提供条件。总起来，就是说，中央银行将通过在公开市场上买卖国债来吞吐基础货币，从而影响货币供应量，进而影响商业银行的信贷能力，达到紧缩或放松银根的目的，来保持币值稳定。其作用过程的效应是：

1. 买进国债→国债价格上涨→商业银行准备金增加

—→货币和信贷供给扩大—→利率下降—→总需求扩大。这时央行执行的是扩张性货币政策。

2. 卖出国债—→国债价格下跌—→商业银行准备金减少—→货币和信贷供给收缩—→利率上升—→总需求缩小。这时央行执行的是紧缩性货币政策。

这样，国债就成为中央银行运用货币政策调节经济发展的“传导器”，从而在金融调控中占有重要地位。

（二）国债在财政政策中的作用

一国的财政政策包括税收政策和预算支出政策。国家通过它们的变动来调节经济结构和社会分配，调整国民经济的运行。但是，财政政策的运用有其局限性，必须通过国债的配合运用来加以弥补。这是因为：

1. 政府在反通货膨胀时，执行的财政政策是旨在紧缩通货，抑制投资和消费，来降低通货膨胀，主要利用增加税收，缩减预算支出等手段。但增税需要一个研究过程，要考虑到增税的幅度，纳税人的承受力，会不会影响生产，会不会加剧总供求矛盾等，费时多，付作用大。至于缩减开支，主要是压缩基建投资。这既会造成经济的大幅滑坡，同时，一旦预算约束软化，马上又会出现投资膨胀，存在着再次诱发通货膨胀的隐忧。我国的经济发展一直以来就是这种情况，“一收就死，一放就乱”。如果这时配合以国债的运用情况就不一样了。由于国债是有偿发行的，因而不会象无偿的税收那样引起利益分配上的矛盾，而且能够吸收银行之外的资金，减少货币流通量，并在紧缩的情况下，保持适度的投资，实现经济的“软着陆”。

2. 当经济发展处于低潮期时，政府会执行较松的财政政策，来刺激投资和消费，促使经济回升。具体的措施一是动用

历年财政结余，提前偿还一部分国债；二是扩大政府支出或减税即实行赤字财政。此时形成的财政赤字或是向社会筹资，或是向银行借款，从而增加社会上的货币量，扩大社会总需求。这样，国债的运用就成了实行较松的财政政策的后盾。

3. 当经济处于平稳发展期时，通过发行国债，可集中社会闲置资金，把分散性投资转化为集中性投资，调整社会生产结构，促进基础产业的投入，支持“瓶颈”产业的发展，调节社会分配，促进国民经济和社会的协调发展。

由此可见，国债的运用是执行财政政策的必要条件，国债在财政调控中居重要地位。

（三）国债在现代市场经济中的地位和作用

《决定》第2条指出：“建立社会主义市场经济体制，就是要使市场在国家宏观调控下对资源配置起基础性作用。”第17条指出：“社会主义市场经济必须有健全的宏观调控体系”，要“运用货币政策与财政政策，调节社会总需求和总供给的基本平衡，并与产业政策相配合，促进国民经济和社会的协调发展。”在这三大政策中，货币政策和财政政策处于重要地位，它们是国家实现经济政策的主要内容，宏观经济调控就是二者的综合运用，实施货币政策作金融调控，实施财政政策作财政调控。这二者虽有着共同的政策目标，彼此之间有共同作用的联系机制，但它们都有各自不同的调控机制，有时会难以协调。现在通过国债的运用形成了彼此之间有共同作用的联系机制，将二者有机地结合了起来。这是因为国债具有联合财政与金融两种调节参数对社会总供给与总需求进行强效应调节的特点，它即是金融调控的中心，也是财政调控的中心，也就必然成为了整个宏观经济调控的中心。换句话说，在现代市场经济中，宏观经济

调控主要是通过国债的运用来实现的。

三、我国国债市场发展的进程、现状与问题

长期以来，我国实行计划经济体制。在“既无内债，又无外债”的思想影响下，从1959年开始在长达20多年的时间里没有发行国债。直到中共十一届三中全会以后，随着改革、开放政策的提出，经济建设步伐的加快，对资金的需求也大大增加，才于1981年正式恢复发行国债。到1994年累计发行3300多亿元，有力地推动了我国经济的发展。我国的国债市场从无到有，从小到大，冷冷热热，几起几落的发展历程，从一个侧面反映出我国经济领域所经历的深刻变革。这里我们首先根据我国经济体制的变革过程，联系回顾国债市场的发展历程，结合分析债市冷热交替的原因，进而探索我国国债市场的未来。重点在于探新，从建立市场经济体制的基点出发，通过考虑国债市场的现状和存在的问题，为改进与完善我国国债市场提供实践依据。

（一）我国国债市场发展的进程和现状

自1981年我国恢复发行国债以来，我国的国债市场大致经历了以下几个发展阶段。

1. 1981年——1988年4月，特点是：国债名声不好，黑市交易盛行，国债价格严重背离其价值。当时我国正处社会主义计划经济体制向有计划的商品经济过渡的转型期，国家工作重心在农村和企业改革，建立金融市场的问题尚未引起重视，国债仅是为筹资而发行，只重发行，忽视流通，忽视市场建设。在这种体制背景下，规定国债不许出卖，持有者买入国债后，一

直要等到期满后才能拿回本息。国债既然不能出卖，也就根本不存在买卖国债的二级市场。但是，国债作为一种金融商品，流通变现是其内在要求之一，人为地抹杀这个本质是不可能的。加上八十年代中期出现的高通货膨胀，拿着国债必定吃亏的预期心理日益加大，全国各地因而出现了国债黑市交易。有人因急待用钱只好去黑市出售国债；有人抱着拿回多少是多少的心态在黑市上抛售，造成了黑市交易活跃，但价格偏低的情况。那时一般国债黑市价格只有其面值的七、八折，甚至五折，这种情况严重挫伤了广大公众购买国债的积极性，造成了国债卖不出去的必然结果。怎么办？政府采用了行政手段，给各地区、各部门下达任务，职工从每月工资中按一定比例扣，农民则按粮食产量折算成收入确定认购数，并要求党员、干部带头完成规定的任务。这样一来，国债的发行任务算是完成了，但既给一些收入低、家庭负担重的人带来了很大困难，更损害了国债的声誉，加大了推销国债的困难。

2. 1988年4月——1989年底。特点是：市场超卖，行情不振。在这阶段里，随着我国商品经济的发展，金融在国民经济中的地位显得日益重要、国家开始关注金融市场，开办了国债转让市场的试点。但受当时各种条件的制约，出于各种考虑：迈出的步子还很小，对建立国债市场，还处于积累经验为主的试验阶段，而且对于市场的发展趋势存在着许多不同意见，市场因此也就未获得较大的发展，并经历了一次给人记忆忧新的起落。当转让试点分两批于1988年4月和6月开办之后，初期从4月21日至6月15日不到两个月的时间里，首批试点的沈阳、上海、重庆、武汉、深圳、广州、哈尔滨市七市国债成交额，曾达3.99亿元，交投比较活跃。但进入8月后，由于受近20%

的通胀和银行保值储蓄业务出台的双重影响，市场出现抛售风潮，各营业点的买入量大大高于卖出量，有些交易机构因无资金收购不得不停止交易，市场趋于萧条。如武汉，刚开办时的十几个转让点仅剩两家，也是门庭冷落，其本上名存实亡。这个起落变化，除了受当时的通胀和银行出台保值储蓄业务的影响，从国债自身看，还有这样两层原因：一是国债买卖和转让受到严格限制，开放转让的城市少，允许转让的品种只限于1985年和1986年向个人发行的国债；尤其是转让价格严格限定卖出价和买入价基本相同，这实际上是把转让者的大部分利息转移给购买者，严重损害了卖出者的利益。这一切使得国债转让出现了开办时活跃一阵，随即便趋于冷落。二是国债作为金融商品和投资工具的优越性依旧没有得到体现，未能通过转让唤醒人们的金融投资意识，老百姓仍视购买国债为负担。因而一旦国债允许转让，便大举抛售，使市场难以承受。

3. 1990年——1992年上半年，特点是价格上扬，市场活跃，出现第一次“国债热”。在这段时间里，我国的经济体制改革，从八十年代的“利润留成”到“利改税”再到“承包经营”，效果始终不理想。一些专家、学者提出试行股份制，进行企业制度创新，并进一步提出社会主义商品经济就是社会主义市场经济的观点，并经过争论占据了主导地位，引起国家的高度重视和权威人士的确认。由此，金融、证券市场的建设问题进入了最高决策层的议事过程，并紧锣密鼓地开始行动。1990年末至1991年中上海、深圳证券交易所相继建立，这是我国金融市场建设取得重大进展的标志，国债市场也从此开始进入到一个新的发展阶段。1990年5月，国家允许对个人发行的1982、83、84、87、89年国债上市流通转让，9月又允许保值公债上市。上