

高 坚 著

ZHONGGUO ZHAIQIAN



中国债券 中国债券 中国债券 中国债券 中国债券 中国债券 中国债券

中国债券



经济科学出版社

中国债券

高 坚 著

经济科学出版社

责任编辑：裴兰英 崔新艳

责任校对：杨晓莹

版式设计：周国强

技术编辑：战淑娟 王世伟

中国债券

高坚 著

社址：北京海淀区万泉河路 66 号 邮编：100086

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@public2.east.net.cn

(版权所有 翻印必究)

出版部电话：62630591 发行部电话：62568485

北京外文印刷厂印刷

河北永清后奕装订厂装订

850×1168 32 开 15 印张 380000 字

1999 年 11 月第一版 1999 年 11 月第一次印刷

印数：0001—6000 册

ISBN 7-5058-1885-6/F·1346 定价：平：20.20 元
精：35.20 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国债券 / 高坚著 .—北京: 经济科学出版社,
1999.11

ISBN 7-5058-1885-6

I. 中… II. 高… III. 债券—简介—中国
IV. F812.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 48574 号

前 言

—

为什么要写《中国债券》这样一本书？这是因为，我认为，发展债券市场是当前我国经济体制改革中的一个重大课题。

如果说，几年前我强调发展国债市场是因为我认为国债市场不仅是为了国家筹集资金，而且也是资本市场的基本工具，特别是中央银行进行公开市场操作的基本手段，那么经过一段时间的实践，可以这样说，当前发展债券市场的迫切性和意义已经远远大于几年前我写《中国国债》的时候。一是亚洲金融危机表明，没有一个好的资本市场，一个国家迟早都会发生投资过热问题。这些国家出现的投资热是因为没有一个好的市场基准作为投资的参考价格。二是在我国以银行的间接融资为主要融资形式的时代已难以为继，融资方式从间接融资向直接融资方向过渡，必然要求建立一个强有力的债券市场。

资本金不足形成银行信贷发展的限制。银行不能扩大资产，坏账增加，风险增大。按照国际清算银行的要求，银行资本充足率必须达到8%以上，为了保持这个比率银行就不能扩大信贷规模。而由于银行吸收存款是无限制的，银行不能增加贷款时就会出现亏损，造成资金的浪费。

一方面，银行经营不好，利润下降，只能靠扩大利差维持。目前我国银行存贷款利差已经达到3%左右。银行扩大存贷款利差，使企业难以承受。另一方面，利差的扩大又掩盖了银行的经

营不善。近几年来，银行不但不能向国家上缴足够的利润，而且亏损又大量依靠国家来弥补。

以上情况说明，目前单纯依靠国家银行供给资金的间接融资体制已经不能继续下去。

同时，股票市场融资也面临着由于经济波动而存在着的不稳定的问题。股票市场的市值虽然已占 GDP 的 25%，但是 1998 年的通过股市增加的融资只占 GDP 的 1%。由于没有债券市场，股市走势失去方向。股票市场的投资主体应该也是比较富裕的个人和机构投资人。但是目前我国投资股票的主体是收入水平并不高的个人，以及具有投机性质的个人和机构投资人。由于我国个人收入总体水平并没有发达国家高，因而个人的投资风险比较大，这是影响社会稳定的一个因素。而各种具有投机性质的个人投资人使用的是所谓“热钱”。这些“热钱”是在房地产热、股票热和国债期货热时积累起来的，永远也不会用于一般的储蓄。机构投资人主要是股票基金。由于基金主要以购买股票为主，在整个股市风险较大的时候，基金不能避免整个股市的系统性风险，而只能通过资产组合管理避免非系统风险。因此，购买股票投资基金的投资人会感到像购买股票一样具有很大风险。而在多数国家中，基金主要以购买国债为基础，以各种固定收入工具，即各种债券为主，同时也购买一些风险较高的工具。这样基金分散风险的能力就会大大加强。由于缺少债券市场的工具，我国股票市场具有很大的投机性和不稳定性。同时，由于股市本身是经济的晴雨表，它随着经济周期的变化而变化。当股市处于低迷状态时，通过股市筹资股本资金就会受到影响。

如果有一个债券市场，投资人的选择余地就大得多了。对于大多数个人投资人来说，投资债券更安全。而且各种基金也会有更安全的市场工具，使基金既有稳定的收益，又具有较小的风险。由于股市收益归根结底受到债券市场收益率的影响，因此，债券市场也会成为股市的一个稳定器。

最近为解决银行问题而提出的资产证券化问题，更需要有一个流动性好，具有多样化工具的资本市场，特别是债券市场。

国际经验也证明了这一点。欧洲在 80 年代末期和 90 年代初期大大向前推动了政府债券市场。欧洲货币统一又进一步推动了政府债券市场的发展。亚洲金融危机以后，各国也都把发展债券市场作为当务之急。

同时，1991 年以来，我国国债进行了很多改革的尝试。1996 年和 1997 年，国债市场发生了根本性的变化。1997 年以后，债券市场又有了新的发展。1998 年以来，政策性金融债实现了市场化的改革，特别是继续实行招标方式的发行，这段发展被普遍认为是国债改革的继续。

这些新的发展使我感到有责任重新修订我的《中国国债》一书。应该承认，两年前，从实践的角度来写债券市场，我并不是一个合适的人选，因为我只有国债工作的经验，而没有整个债券工作的经验。在我离开财政部以后的一年时间内，我从事了政策性金融债的发行，而从等级上看，政策性金融债的信用仅次于国债，从数量上看，政策性金融债仅小于国债。经过国债和政策性金融债的实践，我觉得可以写一本有关中国债券市场的书。

二

大家知道，这本书的前身是《中国国债》。为什么要改写成《中国债券》？其一，中国债券的主体是国债，国债以外的其他债券不仅品种稀、数量少，而且在中国债券市场发展中的地位也是微不足道的。其二，中国面临的是债券市场的问题，而不仅仅是国债市场的问题。

和修订本一样，本书仍然保持理论和实践相结合这样一个特点。本书有以下几个特点：

一是注重操作方面，强调运行机制。读者可以从运行机制的

变化了解国债市场在各个时期的不同特点。例如，本书对于国债招标发行的具体方法及其演变，对于国债登记托管的方法，二级市场的交易规则，回购交易的方法等都做了比较详尽的介绍。

二是注重国债和宏观经济之间的关系。强调国债作为央行公开市场操作工具的作用和国债规模变化与宏观经济之间的关系。

三是尽量反映不同时期国债理论的发展，使本书不仅仅局限于操作问题，而是从理论的高度来讨论运行机制的问题。例如国债规模问题，预算和国债之间的关系。

四是把国债的法律制度建设作为重要的一部分。例如，介绍了国债发行兑付的基本制度、保值贴补的政策和抵押制度等。

本书增加了以下内容：

第一，有关国债的税收政策。第一版和修订本都没有讲到国债的税收政策问题，这一版对其进行了简单的介绍。

第二，有关银行间市场的发展及其存在的问题。银行间市场是在1997年以后发展起来的，它是由于银行从交易所撤离后，银行间产生债券交易要求的产物。但是银行间市场是政策性金融债发行的主要场所，而且从1998年以后，记账式国债也主要在这里发行。

第三，有关政策性金融债的发行。政策性金融债是1994年政策性银行诞生以后出现的，从1998年下半年以后开始采取市场化发行。1998年国债不再采取招标方式发行，但是政策性金融债券开始采取招标方式发行。同时，政策性金融债不断进行新的探索，引进新的工具，特别是浮动利率债，成为在没有流动性的市场中发行的长期债券的基本方式。

第四，有关浮动利率债这一新的市场工具的设计和操作方法。

第五，有关主权发行体在国外发行债券的内容。我国政府从1987年进入国际资本市场以来，逐步建立了市场发行地位。这是通过债券方式筹集资金的主要形式。

本书的编写得到了财政部国债金融司和经济科学出版社的帮助和大力支持，在此一并感谢。

由于本人能力有限，书中错误在所难免，请读者见谅。

序言 发展国债市场的历史使命

一、我国国债市场的历史、现状和趋势

(一) 国债发展史上的三个里程碑

我国的国债市场是从 1986 年开始的。这一年国家批准已发行的国债分两批在 61 个城市进行流通转让的试点。这样，国债的二级市场就初步地建立起来了。尽管这时的国债市场无论从规模上，还是从形式上都还不是真正意义的国债市场，但是这个转折是具有历史意义的。这是国债市场发展史的第一个里程碑。

随着国债二级市场的建立和发展，证券中介机构也如雨后春笋般地发展起来。这就为国债一级市场的发展奠定了组织基础。1991 年财政部进行承购包销国债的试点。这一年有四分之一的国债是通过 70 家证券中介机构包销的。这表明国债一级市场已经建立了起来。这是国债市场发展史的第二个里程碑。

1993 年，为了促进国债发行方式的改革，以便采取招标等较为先进的发行技术发行国债，财政部和证监会联合制订了“中华人民共和国关于国债一级自营商的规定”。根据这个规定批准了 19 家国债一级自营商。这些一级自营商承购包销了 1993 年第

三期国债。一级自营商组织的建立，标志着中国的国债市场在市场参与人的职能和分工上开始向深度和广度发展。并为将来发行方式的改革准备了条件。这是国债市场发展史的第三个里程碑。

经过这三个里程碑，国债市场的框架已经初步建立起来了。但是我国的国债市场和发达国家的政府债券市场相比仍然有很大的差距。总的来说，我国的国债市场仍然处于初级发展阶段。

(二) 当前国债市场面临的三个障碍

影响我国国债市场发展的制约因素很多，其中有三个基本障碍。

一是发行利率尚没有市场化。目前我国新发行国债的票面利率是参照同期银行存款利率设计的，通常比同期银行存款高1~2个百分点。目前银行的存贷款利率没有放开，仍然是计划利率，使国债二级市场的收益率与一级市场上新发行国债的票面利率形成尖锐的矛盾。一方面，当国债在二级市场上的收益率高于银行存款利率时，按照银行存款利率水平确定的新发行国债的销售遇到困难。另一方面，当反映资金供求的国债二级市场的收益率水平上升时，银行存款的增加额就可能下降。毫无疑义，国债市场的发展将促进银行存贷款利率的市场化，但是尚没有市场化的利率水平将可能成为国债市场发展的制约因素。

二是市场的组织结构尚没有职能化。国债市场是由行使不同职能的市场参与人组成的。市场参与人包括作为市场中介的做市商、经纪人、券商和作为投资人的银行、机构投资者和个人投资人等。随着市场的发展和职能的专业化，分工开始出现。市场越发达，职能分工越细化，市场的效率越高。目前我国机构投资者很不发达，做市商和经纪人的职能在市场中尚不够明确。

三是作为国债市场的基础设施的托管结算系统尚没有建立起来。我国的国债基本上采取实物国债的形式。尽管1991年以来，每年进行非实物国债的试点，大宗国债仍然没有摆脱实物

国债券的形式。近几年股票已经完全采取了非实物券的方式，这说明，国债券的非实物化，无论在技术上，还是在投资人的心理上都已不成为问题。目前的问题主要在于国债交易在不同的市场中进行，需要有一个机构能够统一不同交易市场的登记结算系统。

（三）国债发展的“六化”

国债市场的发展方向可以用“六化”加以概括。

一是利率市场化。目前我国国债的利率是参照银行存款的利率确定的，大体上比银行存款高1~2个百分点。这是根据经验数字决定的。为什么高1~2个百分点，而不是高3~5个百分点，为什么不可以低于银行存款利率，这个问题还没有解释清楚。我认为这1~2个百分点是对国债流动性不足的补偿。尽管现在国债有了市场，但是因为种种原因，国债二级市场的流动性仍然不高。交易所交易国债比较活跃，流动性相对高一些，但是柜台交易的价差较大，交易不活跃，这在很大程度上影响了国债的流动性。由于目前银行存款的提取相对容易，即使按照新储蓄条例，提前提取定期存款，也可以得到活期存款的利率。很多人投资人感到，储蓄存款的提取比国库券的变现更容易一些。因此，事实上国债高于储蓄存款的利差等于对国债流动性不好的补偿。随着国债流动性的提高，这个利差就应该逐渐变小，消失甚至成为负数。

由于银行存款利率目前不是市场利率，我们还没有发达的资金市场和资本市场来确定市场利率，国债的利率是根据银行存款确定的，银行存款利率的计划性决定了国债利率的计划性。

然而，由于国债已经有了二级市场，二级市场的收益率是通过市场来决定的，这样一级市场的计划利率和二级市场的市场利率就形成了尖锐的矛盾。这一矛盾导致了当国债发行时，如果资金偏紧，则二级市场的国债收益率开始升高，但是这时银行存款

的利率尚未变动，国债的票面利率定得偏低，国债发行就相对困难，出现国债供大于求的情况。而如果国债发行时，资金偏松，则二级市场的国债收益率开始下降，国债的发行就相对容易，出现需大于供的情况。这两种情况都不能实现供需平衡，前者使投资人减少购买国债的兴趣，后者使国家增加不必要的发行成本。这说明国债利率市场化的问题已经成为发展国债市场的当务之急。

二是市场中介结构化和职能化。要使市场提高效率，必须具有合理的分工。一个发达的市场首先必须有做市的职能，这通常是由一级自营商进行的。其次要有经纪人的职能，这是作为自营商和自营商之间中介的市场参与人。第三要有为投资人服务的自营商。第四还要有投资人，分为机构投资人和个人投资人。市场的结构化和职能化将大大提高市场的效率。

三是国债无纸化。所谓无纸化就是非实物化，其目的是为了提提高发行效率，降低发行成本。现在我们每年使用的实物国债的印制、运输、保管、销毁，以及兑付后的盖章、打洞等，花费大量的人力、物力、财力。债券持有人携带和保管实物国债也很不方便。国债的非实物化就是通过电子计算机网络记账、登记，并和交易的结算、清算结合起来。非实物化可以分为两个过程，一是非流动化，即冻结已经流通的债券；二是非实物化，不再印制实物券。

四是期限品种多样化。多样化的期限品种是指国债的期限形成长中短的一个完整的系列。这样既可以满足投资人对于不同期限的需要，满足发行人对于不同期限的需要，也可以满足中介机构对于不同期限的需要。这是增加市场工具，增强市场流动性的一个重要方面。

五是结算电脑化。随着货币市场发展，交易的结算已经完全实现了电脑化。技术的发展应用到证券市场中，使证券市场发生了新的革命。目前我国的联行结算系统已经实现了资金清算和结

算的电脑化，这一发展为国债结算的电脑化准备了条件。我国国债交易结算的电脑化应该和国债的无纸化结合起来，实现交易手段的彻底革命。

六是市场规范化。市场规范化是指市场组织结构有序化，市场构架制度化，交易方式法制化。今后一段时间，我国国债市场的法律制度将不断完善和健全。国债法、期货交易管理办法等一系列法规将陆续颁布，国债市场将进一步向规范化的方向发展。

发展国债市场并不仅仅是为了解决中央政府筹集资金的问题，更重要的是为了发展证券市场、金融市场，从而促进产权的合理流动，即生产要素的合理流动，促进宏观经济效益的提高。

二、发展国债市场的当务之急 是加速市场化的步伐

发展国债市场，引进市场机制是实现国债发展目标、解决当前国债问题的根本出路。国债发行为什么要引进市场机制？我们认为是一种历史的必然。国债发行要引进市场机制的必然性表现在五个方面：

第一，这是由国债的性质和特点所决定的。国债不仅是一种筹集资金的手段，也是一种金融商品，商品的特点是要在市场中体现的。

第二，引进市场机制是提高发行效率，减少发行成本的需要。只有引进市场机制，通过招标和承购包销的手段，才能促进竞争，加快发行速度，减少发行成本。

第三，是实现国债作为宏观调控手段的需要。中央银行在市场中买卖商业银行手中持有的国债，可以增加和减少货币供给，从而达到宏观调控的目的。

第四，引进市场机制可以促进整个证券市场的发展。国债市场是整个证券市场的基础，国债市场发展了，证券市场就可以跟

着发展起来。国债市场的收益率水平可以确定整个证券市场的收益率水平。发达的国债市场可以促进证券市场的稳定发展。

第五，国债市场的发展可以增强国债二级市场的流动性，从而方便投资人的变现。

建立国债的市场机制是一个长期过程，需要经过很长时间的努力。首先，要加速金融市场和整个证券市场的改革，为国债市场机制的建立创造一个有利的外部环境。其次，要培育市场要素，如改变行政推销国债的做法，使国债的利率条件的设计和二级市场结合起来。第三，增加新的金融工具，发展国债的派生市场。第四，努力建立国债市场的基础设施，如国债登记托管系统等，方便投资人，提高市场的效率。第五，创造有利于市场发展的市场组织结构，发展国债一级自营商组织，重新划分市场的中介职能。第六，规范国债市场，加速国债市场的法制化进程。

三、深刻认识国债投资的特点

国债投资具有自己的特点。讲到国债投资有什么特点，需要先了解国债的特性。首先，国债具有债券的基本特点，如安全性、流动性和收益性。安全性是指，购买国债本息的偿还比其他有价证券有保证，因为国债是国家发行的，特别是由中央政府发行的，安全性最高，国家保证按照票面利率偿还本息。流动性是指变现容易。债券通常具有发行数量大、容易变现的特点，而国债的发行数量远远大于其他债券，因而其流动性最好。收益性是指债券具有比较稳定的收益，由于债券会随着时间的推移而增加其价值，因此，其收益较为稳定。

此外，国债还有其他几个特点，如群众性、投资性和商品性。群众性是指国债是城乡居民群众的一个理想的投资工具，不像股票，只有专业户和中介机构才能够参与。投资性是指国债并不是储蓄，储蓄的特点是存款以后，一直到期满提取，其主要目

的在于保存其价值，而投资的目的在于不仅保值，而且还要升值，要和其他的投资一样，取得平均的回报。投资风险相对大一些，而储蓄风险较小。商品性是指国债可以在市场上买卖，和实物商品一样。

由于国债具有上述性质，国债投资也具有许多特点。第一，国债投资有风险，但是这种风险不是在偿还上，而是在于二级市场的波动，为此，国家设计了储蓄债券，这也是世界上许多国家的普遍做法。储蓄债券具有无市场风险的优点，但是由于不能上市，其流动性较差。因此，对于仅仅把购买国债当作一种储蓄的城乡居民应该主要购买储蓄债券。第二，居民购买国债，在发行期的时间内，按照票面利率确定收益水平，而在发行期结束后，一旦进入二级市场，就不应该再看票面利率，而应该看收益率。第三，如果不是急需用钱，不应该在价格低的时候卖债券，而应在价格高的时候卖债券。这是因为国债是一种金融商品，它也服从贱买贵卖的原则。第四，不仅要看到期收益率的水平，而且也要看剩余期限的长短。

前 言

《中国国债》一书出版，正值 1996 年国债市场获得巨大发展的一年。国债之年，大家都希望了解国债，因此，这本书很快销售完了。理论界和证券界的广大读者给予积极的评价，希望加印，我感到意外地欣慰。我认为，1996 年是国债发展史上最重要的一年，如果不反映这一年的情况，这本书的价值就会大大降低，因而决定再版，而不是加印。

再版的《中国国债》在指导思想，我希望做到以下几点：

一是全面性。希望本书全面反映国债理论、国债政策、国债管理、国债历史、国债运行机制和国债操作实务等六个方面的内容。

二是在国债理论方面有所提高。尽管近年来我国的国债理论已经有了很大发展，但是总体来说，对于国债基本问题的认识仍然是肤浅的。我认为，没有深刻的国债理论，就没有正确的国债政策，国债发展的实践必然迷失方向。能够反映改革开放时代的国债理论是在总结历史经验的基础上产生的，因此对于国债历史的研究，特别是对于近 10 年国债发展历史的研究和总结，对于我们是非常重要的。

三是重点突出国债管理的务实性。国债管理是政府债务部门的基本职责，本书提出了国债管理的基本手段和方法。应该看到，符合社会主义市场经济的国债运行机制和实务操作也同样是