

中国资本市场发展丛书

牛仁亮 宋光茂 主编

中国债券 市场透视

高培勇 庄毓敏 李志辉 编著

zhongguozibenshichang
fazhancongshu

財政經濟出版社

《中国资本市场发展》丛书

中国债券市场透视

高培勇 庄毓敏 李志辉 编著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国债券市场透视/高培勇等编著. —北京: 中国财政经济出版社, 1999. 10

(中国资本市场发展丛书/牛仁亮, 宋光茂主编)

ISBN 7-5005-4226-7

I. 中… II. 高… III. 债券-金融市场-研究-中国
IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 21162 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@drcc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京东城大佛寺东街 8 号 邮政编码: 100010

发行处电话: 64033095 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 7 印张 159 000 字

1999 年 11 月第 1 版 1999 年 11 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2000 定价: 15.00 元

ISBN 7-5005-4226-7/F·3835

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

《中国资本市场发展》丛书

学术顾问（按姓氏笔画排序）

于光远 刘 吉 刘国光

张卓元 周瑞金

特别学术委员（按姓氏笔画排序）

马建堂 李晓西 郭树清

曾 坤 彭 森 樊 纲

主 编 牛仁亮 宋光茂

副主编 王进才 方 舟

前 言

以 1981 年发行 48.66 亿元国库券为标志，我国资本市场正式启动。1984 年 8 月国有企业正式发行了股票，1988 年出现了证券交易市场，1990 年上海证券交易所和深圳证券交易所分别正式挂牌营业，1992 年 10 月国务院证券委和中国证监会成立，1994 年出现了法人股和国有股的转让……。这一系列的重要事件记载着我国资本市场的发展历程。但就在改革推进了近 20 年的时候，资本市场的进一步发展和完善问题被推到了改革的前沿，成为社会瞩目的焦点之一。可以说，在此之前的发展历程中，资本市场的受关注程度从来没有象今天这样高。

这种格局的形成，既是改革进程之必然，也是近几年中国经济运行的实际情况所要求的。中国改革进程的开端是农村的联产承包责任制，目标是建立起完善的社会主义市场经济体制。在从开端到目标的征程中，我们已经走过了从农村改革到城市改革，从“计划经济为主，市场调节为辅”到有计划的商品经济并进入了建立社会主义市场经济体制基本框架的历史阶段。作为改革前沿的焦点也几经转换，农村的土地大包干、企业的利改税、利税分流，价格体系和价格形成机制，企业承包制、股份制等相继占据改革前沿地位，由此所带来的体制成果是，市场经济的主体得以发育，商品市场和生产资料市场已经成型，市场在某些领域已经发挥着配置资源的基础作用。也就是说，每一次改革焦点的转换，都意味着我们朝着目标体制前进了一步。改革到现阶段，资

本市场发育的相对滞后，掣肘着体制的整体推进。正如有识之士所言，资本市场是否发展起来，已经成为社会主义市场经济体制的基本框架建成与否的重要标志。

再从我国现阶段经济运行的实际情况看，要解决当前经济生活中出现的一些困难，需要借助资本市场的力量。首先，国有企业的债务负担过重是制约企业活力的重要因素。现在，国有企业身上压着债务负担、冗员负担和办社会的负担这样“三座大山”，而又以债务负担为最重。据统计，目前我国国有企业的资产负债率在75%以上，其中80%左右为银行贷款，企业因此而沦为银行的“打工仔”。1995年全部独立核算工业企业的利息支出为2230亿元，相当于当年利润总额的1.36倍，利税总额的44.2%，1996、1997年虽先后3次下调贷款利率，但由于企业债务负担的进一步加重，利息支出仍有增无减。要减轻国有企业的债务负担，就必须改变企业过份依赖于银行贷款的融资模式，借助资本市场尤其是股票市场补充自有资本金。其次，国有经济布局不合理是影响资源配置效率的重要因素。我国现有4.99万亿的国有经营性资产，因配置不当而发挥不了应有的作用。因此，党的十五大报告明确提出要从战略的高度调整国有经济布局，使国有资产通过流动实现重组。即：一部分国有资产逐步从一般竞争性领域退出，进入关乎国家经济安全、壮大国家经济实力的领域和非国有经济主体不愿意投资也无力投资的社会公益事业中去。国有资产流动重组的结果也就表现为产业结构的变化。国有资产的流动重组，必须通过作为资本市场之重要类型的产权交易市场来实现，具体表现为企业在资本市场上进行的兼并、收购、拍卖、联合等重组行为。再次，在全社会的融资总量中，间接融资所占比重过大，银行面临着巨大的付息压力。改革开放以后，随着国民收入分配格局向个人的正常倾斜，全社会的储蓄结

构也发生了根本性的变化，表现在银行的信贷资金来源中，居民个人的存款所占比重达 50% 左右，财政存款和企业存款等其他各项存款共占 50% 左右。个人收入的增加是一件好事，但个人储蓄的猛增就不完全是好事。因为个人消费之后的剩余，没有畅通的投资渠道，对于广大的居民来说，存入银行成为唯一的一条道。在现阶段银行找不到足够的可放贷项目的情况下，在银行那里就“淤”成了较大的存差，再加上不良贷款增加，大量的储蓄存款倒成了银行的负担。为了缓解银行的压力，就要改变这种过份依赖间接融资的格局，扩大直接融资。为此，就要大力发展基金市场、股票市场、保险市场、债券市场等各种类型的资本市场。

当然，在现阶段大力发展资本市场还不仅仅是雪中送炭，也是锦上添花之举。例如，我国的宏观调控越来越成熟，使经济运行的可控性大为提高。但如果进一步开展政府的公开市场业务，可以进一步改善政府的宏观调控手段。为此，就需要进一步发展政府债券市场。

正因为资本市场在改革的历史进程和我国现阶段的经济运行中有如上重要的地位，我们从 1996 年开始筹划、编纂这套丛书。当我们初次提出该套丛书的选题时，就得到了中国财政经济出版社的大力支持，并由该社陆续出版问世。值得一提的是，这也是该出版社继《中国第二轮改革》丛书（1992 年出版）和《向市场经济体制转轨》丛书（1993 年出版，1994 年获第八届中国图书奖）之后，为我们出版的第三套丛书。第一套丛书策划组织于小平同志南巡谈话刚刚过后，我们认为南巡谈话开辟了改革的新阶段，故称第二轮改革。第二套丛书组织于党的十四大召开之前，当时我们认为十四大将把第二轮改革带入新的轨道。这三套丛书反映了我们对改革脉搏的把握，是我们跟踪改革前沿的记

录。在此向一直支持我们进行科学探讨、具有卓越眼光的中国财政经济出版社的领导与编辑们深表谢意。

在该套丛书的筹划、写作和编纂过程中，我们还得到了各位学术顾问和学术委员各种形式的支持和帮助，在此深表感谢。尤为荣幸的是，中共中央政治局委员李铁映同志支持该套丛书的出版，并欣然题写了丛书的书名。

各位作者给予了积极的合作，作为主编我们也谨表谢意。书中难免有不妥之处，我们愿意与广大读者共同探讨，为我国经济科学与经济的发展做出贡献！

牛仁亮 宋光茂

1998年4月

目 录

第一章 总论	(1)
第一节 新中国建立初期的债券市场	(1)
第二节 债券“空白”时期的出现：历史探源	(4)
第三节 经济体制改革以来的中国债券	(8)
第二章 政府债券发行市场：现状、走势、问题及 对策	(13)
第一节 中国政府债券发行市场的现状	(13)
第二节 政府债券发行市场走势分析	(20)
第三节 政府债券发行市场面临的问题及对策	(25)
第三章 政府债券发行条件分析	(31)
第一节 “金边债券”与其它融资工具：比较 优势	(31)
第二节 政府债券：利率、面值、种类、售价 的确定	(37)
第三节 中国政府债券 = “超金边债券”	(53)
第四章 政府债券转让市场运作分析	(57)
第一节 政府债券行市及其决定因素	(57)
第二节 政府债券的流通与转让	(61)
第三节 政府债券回购交易市场	(67)
第四节 怎样才能建立一个规范化的政府债券 转让市场？	(77)

第五章 政府债券的兑付与政府债券市场：相关分析	
析	(83)
第一节 到期政府债券兑付方式的选择	(83)
第二节 现时的政府债券兑付方式：借新还旧	(88)
第三节 不断地借新还旧对政府债券市场有无影响？	(92)
第六章 政府债券的宏观经济调控功能	(102)
第一节 政府举债对于国民经济的传导机制	(102)
第二节 国债管理的流动性效应	(104)
第三节 国债管理的利息率效应	(107)
第四节 国债管理同财政政策、货币政策的协调配合	(110)
第五节 深层的思考：国债管理发挥作用的条件	(114)
第七章 企业债券的功能和作用机制	(118)
第一节 企业经营活动与债券的关系	(118)
第二节 企业债券的性质、特点及其分类	(121)
第三节 企业债券功能充分发挥的前提条件	(128)
第八章 企业债券供给分析	(132)
第一节 企业债券的供给原理	(132)
第二节 企业债券供给应遵循的原则	(139)
第三节 中国企业债券供给中的问题与对策	(146)
第九章 企业债券需求分析	(153)
第一节 企业债券需求机制	(153)
第二节 债券投资的风险	(157)
第三节 中国债券需求的问题与对策	(160)
第十章 企业债券制度与债券	(164)

第一节	企业负债融资方式的比较·····	(164)
第二节	中国企业债券制度·····	(170)
第三节	中国企业债券的问题与发展·····	(173)
第十一章	中国金融债券·····	(180)
第一节	金融债券概述·····	(180)
第二节	金融债券与一般企业债券的比较分析·····	(186)
第三节	中国金融债券市场的发展·····	(189)
第十二章	债券均衡分析·····	(195)
第一节	债券均衡的基本含义·····	(195)
第二节	债券市场均衡的实现机制·····	(198)
第三节	债券市场与银行借贷市场的协调发展·····	(201)
第四节	债券均衡的基础——开放债券流通市 场·····	(204)
主要参考书目	·····	(210)

第一章 总 论

第一节 新中国建立初期的债券市场

一、新中国建立初期的经济政治背景

中华人民共和国刚刚成立时，政府面对的是一幅千疮百孔的烂摊子。一方面，整个国民经济处于瘫痪和崩溃的危险境地，政府必须迅速医治战争创伤，恢复国民经济。另一方面，战争尚未结束，残余的国民党军队还盘踞在西南华南数省和台湾、海南等地，政府必须尽快肃清残敌和土匪，解放一切尚被反动派占领的土地。

由于经济极度困难，新解放区的税收尚需时间整顿，全国统一的税收制度也未建立，加之土匪骚扰商旅，致使城乡物资交流不畅又造成税源不足，政府所能取得的财政收入极为有限。1949年经过种种努力之后，政府的财政收入也只有 303 亿斤小米。

与此同时，由于战争尚在继续，军费开支庞大。解放区的扩大既需相应增设管理机构，又需包下旧的军政人员，再加上救济灾民，修复重点工矿企业，抢修公路、铁路、桥梁，恢复和建设城市、海港等等，政府所需担负的财政支出急剧膨胀。1949 年即使进行了各方面的压缩，政府的财政支出仍高达 576 亿斤小米。

为数近二分之一的财政支出，在当时的情况下除了发行货币

之外，几乎没有其它的弥补办法。货币的过量发行又引发了通货膨胀和物价的猛烈上涨。而且，1950年的财政收支概算仍是一个赤字的概算。这使得本来已经十分严峻的形势进一步加剧了。

二、新中国建立初期的举债实践

在极为严峻的政治经济形势下，新中国不得不开始了她的举债实践。1949年12月2日中央人民政府委员会第四次会议上通过了《关于发行人民胜利折实公债的决定》，并于次年11月发行了为期5年的“人民胜利折实公债”。

尽管这次政府债券发行的数额并不大（实际发行额折合人民币2.6亿元，加上东北地区由前东北人民政府发行的“东北生产建设公债”共折合人民币3.02亿元）。计算单位也采用的是实物标准，并且，还带有“临时举债”的性质。但它毕竟是政府的第一次举债实践，有着不容忽视的意义。

在胜利完成了国民经济的恢复任务之后，中国从1953年起开始了第一个五年计划，进入有计划的大规模经济建设时期。当时的经济形势是：国民经济的基础十分落后和薄弱，新生的共和国面临着加速工业化的进程和在经济建设中赶超资本主义国家的严峻的历史任务。要加速工业化进程，实现赶超，就需要加速积累。因而，“一五”计划的基本任务之一，就是集中力量进行以前苏联援建的156个大型工业项目为中心的工业建设，建设我国工业化的初步基础。规模庞大的建设形成了对资金的巨大需求：仅全民所有制企业的基本建设投资就达588.47亿元，其中由财政担负的拨款为531.18亿元，占90.3%。与此同时，1953年的国家预算编制，由于缺乏经验，不适当地把上年结余列入当年预算收入，据此安排的基本建设投资支出以至整个预算支出的规模过大，结果进一步加重了财政支出规模的膨胀势头。

对财政资金的需求如此之大，对它的供给却不能以同步的速度来增长。尽管 1950 年进行了整顿旧税制、统一和建设新税制的工作，发布了《全国税政实施要则》，并实施了《关于统一国家财政经济工作的决定》等若干重要举措，但在国民经济基础依然落后和薄弱的条件下，政府可以取得的财政收入终归是有限的。

工业化进程的加速，必要的财政支出也不能不保障，但是，财力需要与可能之间的矛盾却是不能回避的。当时的政治和经济环境对于政府举债都是有利的。经过国民经济的恢复过程，国民经济开始走上了正常发展的道路。人民生活已经普遍得到改善，包括工人、店员、公教人员及部队干部在内的各方面人员的实际工资有所增加。加上当时人民群众的政治觉悟和爱国热情甚高这一因素，政府以发行债券的方式将人民群众的一部分收入和储蓄集中起来用作财政支出的需要，是完全可以做到的。正是在这种条件下，1953 年 12 月 9 日的中央人民政府第 29 次会议通过了《1954 年国家经济建设公债条例》，此后，又分别在 1954 年 12 月 26 日、1955 年 11 月 10 日、1956 年 12 月 29 日、1957 年 11 月 6 日的全国人民代表大会常务委员会上通过并颁发了《1955 年国家经济建设公债条例》、《1956 年国家经济建设公债条例》、《1957 年国家经济建设公债条例》和《1958 年国家经济建设公债条例》。即 1954—1958 年期间，中国连续 5 年发行了 5 次“国家经济建设公债”，实际发行总额达 35.45 亿元。

可以说，没有那一时期人民胜利折实公债和国家经济建设公债的发行，国民经济恢复任务和“一五”计划的胜利完成，是不可想象的。

在政府开始新中国举债历史的同时，企业债券并没有同步发展。这也恰好符合财政支出主要用途是向全民所有制企业投资的

事实。也就是说，在那一时期，企业筹集渠道主要来自于单一政府投资。

第二节 债券“空白”时期的出现： 历史探源

一、政府债券“空白”的探析

1958年以后，虽然财力需要与可能之间的矛盾依然存在，而且，在连续三年的“大跃进”和随后发生的连续三年的自然灾害的形势下，这一矛盾更加尖锐了。但是，中国政府却分别从1958年和1959年起先后停止了国外公债和国内公债的举借活动。并且，随之进入了1959年至1978年长达20年的“既无内债，又无外债”的债券市场空白时期。

理论界往往是从当时以及此后的政治和经济环境来寻求答案的。比如：

中国和前苏联的关系在1958年开始破裂，随后前苏联政府停止了对华援助，并且，撕毁合同，撤走专家。以美国为代表的西方国家政府也正在对中国进行各种各样的经济封锁。所以，那一时期的国际政治环境不允许我们举借外债。

“左”的错误思想1958年后逐步处于支配地位，社会主义制度的优越性亦被加上了“既无内债，又无外债”这一条，政府举债被视为是有损于社会主义国家形象的事情。所以，那一时期的国内政治环境也不存在举借国债的可能性。

在第一个五年计划胜利完成的刺激下，人们对国民经济的发展前景看好，甚至以为过不了许久就可以赶上西方发达国家，并据此对“二五”时期及其后的财政收入做了较高的预期，因而认

为政府举债已无必要。后来，虽随着三年自然灾害的发生和经济困难的加剧，财政收入连续两年出现了负增长，对财政收入的预期已经有所调整，但那时的困难局面之严重，又使得发行国债提不上议事日程了。

凡此种种，确实都是出现债券市场空白时期的原因所在。但是，有一个更为重要的原因可能被人们疏漏了。

这就是，“一五”时期，伴随着对农业、手工业和私人资本主义工商业的社会主义改造的进程，在中国，已经逐步形成了一种特殊的财政收入机制：1953年政务院发布《关于实行粮食的计划收购和计划供应的命令》，确定在全国实行粮食统购统销制度。随后，又将统购统销的范围逐步扩大到植物油料和棉花，从而实现了对主要农副产品的统购统销。尽管这一制度涉及的内容较多，但最主要的是规定农民要按国家制定的价格标准将剩余农副产品统一卖给国家，并由国家按计划统一供应给城市工业部门和城市居民消费。农副产品统购统销制度使得政府可以通过农副产品的低价统购从农业中集中起来大批资源，并以低价统销形式提供给城市工业部门和城市居民消费。来自农业的低价的原材料降低了工业的原材料投入成本，低价的农副产品也使城市居民获得实物福利并降低了工业的劳务投入成本。在低成本的基础上，工业部门获得了高的利润。

1956年全国第二次工资制度改革时颁发了《国营企业、事业和机关工资等级制度》。这一制度涉及的内容也很多，但其核心就是把工作划分为若干类别，由国家统一规定国营企业、事业和机关单位的工资标准，统一组织这些单位工作人员的升级，并监督其年度工资基金计划的编制、实施。1960年又实行了对包括国营和集体所有制企事业单位以及国家机关、人民团体在内的几乎所有城镇单位的工资基金监督制度。将这些单位的工资支付

及带有工资性质的货币支付纳入国家劳动工资计划，并授权银行加以监督。上述两个制度使得政府可以通过压低工资标准、减少升级频率来直接或间接地降低工业的劳务投入成本。在低成本的基础上，工业部门又获得了高的利润。

在自建国初期就已实施下来，且几十年基本未变的财政统收统支管理体制下，企业创造的纯收入，基本上都交财政集中分配，企业能够自主支配的财力是极其有限的。这又使得政府可以通过财政上的统收，将工业的高利润集中在国家手中，再通过财政上的统支用于政府所需安排的财政支出。

不难看出，通过这一特殊的财政收入形成机制，政府完全有可能达到“人为”增加财政收入，进而缓和或解决财力需要与可能之间的矛盾之目的。而这一任务，在正常条件下，是应当且可以通过发行债券来完成的。

事实恰恰在于，在为期长达 20 多年的时间里，中国财政的职能，在很大程度上正是凭借着这样的一种财政收入机制所提供的“超正常”水平的财政收入，才得以正常履行的。

资料表明，通过农副产品低价统购这一形式，20 多年间农民承担了总额约 6000 亿元的这种“价格暗税”，为 1953—1980 年全民所有制各行业基本建设新增固定资产总数 5129 亿元的 117%；^① 在此期间，中国所实行的低工资制度的格局基本未变。更有甚者，在 1956 年以后，职工经常性的升级制度便被中止。从 1957—1977 年的 20 年中间，只有 1959 年、1963 年和 1971 年进行了小范围、小幅度的工资升级工作。城市职工收入水平，从 1952 年至 1978 年的 26 年间，年平均工资只增加了 170 元。年均增长率为 1.3%，而且，其中有 13 年还是较上年下降的。

① 农业部财务司：《中国农业资金问题研究》，中国人民大学出版社 1991 年版。