

ZHONGGUO GUOZHAI SHICHANG

中国国债市场

徐山辉 主编



中国国债市场

徐山辉 主编

经济科学出版社

一九九五年·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国国债市场/徐山辉主编. — 北京: 经济科学出版社, 1996. 1

ISBN 7-5058-0846-X

I. 中… II. 徐… III. 公债-研究-中国 IV. F812.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (95) 第 13955 号

责任编辑: 李宪魁

责任校对: 段健瑛

封面设计: 张卫红

版式设计: 代小卫

中国国债市场

徐山辉 主编

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

北京印刷三厂印刷

*

850×1168 毫米 32 开 6.75 印张 170000 字

1996 年 1 月第一版 1996 年 1 月第一次印刷

印数: 0001—2000 册

ISBN 7-5058-0846-X/F · 661 定价: 10.50 元

前 言

国债作为公债的一个重要组成部分,是国家信用的一种形式,它是以中央政府为债务主体所形成的债权债务关系。在现代社会里,无论是资本主义国家,还是社会主义国家;无论是搞计划经济,还是市场经济;也无论是发达国家,还是发展中国家,都需要利用国债这种形式作为筹措资金、配置社会资源的宏观调控手段,以促进经济的发展。对于我国来说,自1950年首次发行“人民胜利折实公债”开始,国债发行的历史并不算长,这中间又由于“左”的错误思想影响,自1959年起中断国债发行长达22年之久,直到1981年才又重新恢复了国债的发行。至于国债的流通、转让以及国债流通市场的建立,更是近几年才有的事。随着我国改革开放的不断深入,特别是社会主义市场经济的逐步建立,国债和国债市场对于社会经济发展的作用日益为人们所认识。但与此同时,在建立与发展我国国债市场的过程中,有许多问题需要我们进行探索和研究,特别是借鉴国外的有益经验,从我国的国情出发,按照社会主义市场经济的客观要求,如何构建和完善我国的国债市场。现在奉献给读者的这本书,是财政部“中国国债市场”课题组的研究成果。我们力求从我国实际出发,按照国债市场建设与发展的客观规律和要求,以及国际惯例,从国债的发行、国债的流通与转让、国债的偿还、国债的价格与收益,以及国债的量度等方面,研究如何进一步发展和完善我国的国债市场,实现我国国债市场规范化、市场化的管理。

我们不揣冒昧,把此书奉献给从事国债市场理论研究和实际工作的朋友们,是为了抛砖引玉,以期使更多的朋友们共同研究

和探讨我国的国债市场问题，共同为建设我国的国债市场尽绵薄之力，若能如此，我们将感到莫大的欣慰。

在课题研究过程中和此书撰写过程中，得到了财政部国债司以及有关专家、学者的大力支持和帮助，在此一并表示衷心的感谢。

本书由徐山辉担任主编。参加课题研究和本书撰写的有徐山辉、李俊生、王广谦、栾华、李健、沈海育、邵霖、李月、高文武、杨大侃、刘成等同志。全书由徐山辉、李俊生修改、定稿。

由于水平所限，本书的缺点和不妥之处在所难免，请读者不吝赐教，以匡不逮。

徐 山 辉

1995 年 5 月

目 录

第一章 总 论	1
第一节 关于国债及国债市场的界定问题	1
第二节 国债市场的特点	8
第三节 本书的主题与结构	11
第二章 国债市场与经济发展	14
第一节 国债市场的产生与发展	14
第二节 国债市场与财政金融的关系	31
第三章 国债的发行	41
第一节 国债的发行条件及其市场化问题	41
第二节 国债发行方法：分类与比较	51
第三节 探索我国市场化的国债发行方法	56
第四节 国外公债的发行方法——以日本为例	62
第四章 我国国债的流通与转让	70
第一节 80年代以来我国国债流通市场的建立和发展	70
第二节 我国国债流通市场发展过程中存在的主要问题	80
第三节 进一步发展和完善我国的国债流通市场	88
第五章 国债的偿还	95
第一节 我国国债的偿还现状	95
第二节 各国国债偿还的比较分析及完善我国国债偿还的途径	103
第三节 改进我国国债偿还工作的若干思路	113
第六章 国债的价格与收益	117
第一节 国债价格与收益的市场作用	117
第二节 国债价格与收益的形成及影响因素分析	121
第三节 国债价格与收益的国际比较	133
第四节 中国国债市场的价格与收益	150

第七章	国债的量度	169
第一节	内债的量度	169
第二节	外债的量度	179
第八章	经济体制改革与国债市场的发展	188
第一节	市场经济体制与国债市场的宏观调控	188
第二节	财税金融体制改革与国债市场	193
第三节	国债市场发展的目标与模式	202

第一章 总 论

第一节 关于国债及国债市场的界定问题

各国国债市场发展的实践都证明，健全国债市场的主要标志之一，就是国债市场要素及其市场运作必须规范化。关于究竟什么是规范化的国债市场要素及其市场运作的规范化问题，以及如何使我国国债市场规范化，是本书研究和阐述的主题之一；本章仅就其中的国债及其国债市场的界定问题谈点看法。

能否正确理解和界定国债及其国债市场，是实现国债市场规范化的一个重要前提条件。在那些市场经济发达的国家中，按照事物本来面目理解和界定国债及其国债市场似乎已经成为一件不言而喻的事情。因为在这些国家中，国债市场已经运转了数百年。而在我国，自新中国成立后，于1950年首次发行“人民胜利折实公债”，1951年开始举借外债，始有国债，但为时不久，就因“左”的错误思想指导，停止了国债发行和对外举债长达20余年之久。党的十一届三中全会以后，自从1979年首次对外借债，1981年首次对内发行国债至今，只有十几年的历史。至于真正从市场经济的角度来认识和操作国债，更是近几年的事情。因此，从时间上看，在我国，应当允许人们对国债及其国债市场有个认识过程。然而，在我国改革开放不断深入、各国经济和市场不断国际化的今天，客观上不允许我们花太多的时间去慢慢地理解和熟悉国债及其国债市场，而只能迅速地按照客观事物的本来面目去理解和界定国债及其国债市场，从而为建立健全的国债市场奠定基础。由此可见，正确理解和界定国债及其国债市场，不仅具有重

要的理论意义，而且具有十分重要的现实意义。

一、关于国债

1. 正确区分国债与公债。

国债通常是指一国中央政府举借的债务。国内许多理论工作者和政府官员认为国债也就是公债。这种认识只是在一定程度上看是对的。实际上，在现代世界许多国家中，不仅中央政府可以举债，而且地方政府也可以举债。所谓公债，是对政府举债及其以政府为债务人形成债权债务关系的一种笼统称谓。因此，可以说国债就是公债的一种，是指中央政府举借的公债。但不能反过来说，公债也就是国债，即中央政府举借的债。因为地方政府举借的债也属于公债的一个重要组成部分。

正确区分国债与公债是十分必要的。区分国债与公债的实质在于从法律上和实践上明确债务主体及其义务。如果我们认定一种债就是国债，实际上就是明确这种债的债务主体就是中央政府，即中央政府对这种债具有还本付息义务。相反，如果我们对国债与公债不予明确区分，只是笼统地将一种债视为公债，那么，可能意味着中央政府和地方政府均属于这种债的债务人，都对这种债负有还本付息的义务。

在我国 1993 年以前的财税体制下，要求明确区分国债与公债是没有什么实际意义的。因为在 1993 年及其以前的时期中，我国全国财政是统一的整体，地方预算不是一级独立的预算，任何通过中央政府举借的债务，其还本付息义务实际上都是由中央政府和地方政府共同负担的。然而，从 1994 年我国实行分税制财政体制以后，情况发生了根本性变化，按照新体制以及国家预算法规定，全部国家预算分为中央预算和地方预算，中央预算和地方预算各自分立为独立的预算，收入和支出范围明确划分，自求平衡。在这种情况下，必须明确区分国债和公债，明确区分中央公债（国债）和地方公债，谁借的债，应当由谁承担还本付息的义务。

否则，就无法按照新体制和国家预算法的要求，实现中央预算和地方预算分立。由此可见，正确区分国债与公债，其意义不仅仅在于从理论上对这两个概念进行明确区分的问题，而且更重要的还在于从法律上和实践中明确债务主体，明确究竟由哪一级政府承担还本付息义务——这一点直接关系到我国国家预算法能否真正得到贯彻施行，我国新的分税制财政体制能否顺利运转的大问题。

2. 进一步界定国债的内涵与外延。

本书的任务是探索国债市场的运作规律及进一步建立健全我国国债市场的途径。要完成这样的任务，仅仅正确区分国债与公债是不够的，还必须进一步界定国债的内涵与外延。

我们通常所讲的国债，都是指以中央政府为债务主体的公债，无论借债的形式有多大差异，无论债权人有什么不同，无论债务收入来源于何处，只要其债务主体为中央政府，均属于国债。因此，以中央政府为债务主体而形成的债权债务关系，就是国债的内涵或者一般本质。

国债的内涵是我们确定在各种债中，哪些属于国债、哪些不属于国债的根本依据。然而，研究的进程不能到此止步。

从理论上讲，国债的内涵制约着国债的外延，明确了国债内涵的规定性，也就明确了国债外延的规定性，凡属于国债内涵所规定的债务主体特征的债，都属于国债，因而也都应当属于国债市场交易的对象。这样看来，国债的外延我们也就搞清楚了。然而，实践上的要求与理论上的要求并不完全一致。

从实践上看，作为一种规范化的国债市场，并不是任何符合国债内涵规定要求的国债都可以成为国债市场的交易对象的。因此，有必要从实际出发，进一步界定国债的外延。

从目前我国的情况看，可以被划归国债的债务种类很多，但是能够成为国债市场交易对象的只是其中的一部分。

(1) 直接由中央政府（财政部）发行的各种国债券。到目前

为止，我国中央政府对国内共发行了六种国债券，即：1987年发行的重点建设债券，1988年发行的国家建设债券，1989年发行的特种国债、保值公债，1988年以后发行的财政债券，以及历年发行的国库券。其中，国库券发行规模最大，占1981年以来中央政府发行内债总额的60%以上。这些国债券的共同特点是：由中央政府直接发行，债权债务关系比较清楚，因而可以成为国债市场、尤其是国债流通市场的交易对象。

除对内发行的各种国债券以外，我国中央政府对国外还发行了“龙债”、“武士债”等国外公债券。按照国际惯例，这些国外公债券作为中华人民共和国国家债券，均可以在发行所在国（如日本、德国）上市交易，但不进入我国国内的国债市场。

(2) 财政透支。财政透支是指在我国实行由银行代理国库制的情况下，中央政府（财政部）从国库中支取的款项超过其存款部分的差额，实际上是中央政府向中央银行（人民银行）的借款。在1994年以前，财政透支是我国中央政府弥补其财政赤字的一个主要手段。1994年以后，我国规定财政部不再向中央银行透支。财政透支实际上是以中央政府为债务主体同国有中央银行之间发生的债权债务关系，因此，按照国债内涵的规定，它也属于国债范畴。然而，财政透支不能成为国债交易市场的买卖对象。其主要原因在于：首先，在我国现行所有制和管理体制下，财政透支的直接结果是形成中央银行的财政性货币发行，从而将中央政府与归国家所有的中央银行之间的债权债务关系转化为中央银行与其发行的人民币持有者的债权债务关系，其中，中央银行为债务主体一方，货币持有者为另一方，即债权人一方。这样，就使原本不清楚的债权债务关系变得更加模糊不清了。财政透支实际上并不是一种实在的、可以通过交换变更持有者的价值凭证，因而不能作为国债市场的交易对象。其次，1994年以后，我国已经明确规定，中央政府不再向银行透支，因而，财政透支作为一种国债形式将不复存在。

(3) 中央政府向国外金融机构的借款。自从 1979 年以来，我国中央政府采取统借统还或统借自还等形式向世界银行等国外金融机构借入了大量资金用于我国经济建设。这部分借款构成了中央政府的债务，因而属于国债。但是，这种借款是以借款合同作为债权债务凭证的，其中，相当大的部分属于优惠贷款，按照国际惯例，这种国债并不进入国内外的国债流通市场。

(4) 准国债。准国债是指各种介于国债和非国债之间的债。它包括两部分：一部分是指介于国债和地方公债之间的各种债，一部分是指介于国债与公司债之间的各种债。严格说来，这两种准国债都不能进入国债市场。首先看第一部分准国债，即介于国债与地方公债之间的各种债。这种债一般是由地方政府公债转化而来的。在我国，一般是不允许地方政府发行公债的。但是，现行预算法对这一点并没有明确规定，只要求地方预算按照收支平衡的原则编制（第二十七条），因而许多地方政府往往通过各种途径发行地方公债。按照 1995 年开始实施的预算法，中央和地方预算分立，因而，地方政府公债一般是不可能成为准国债的。但是，这只是对国内公债而言的，对于国外公债来说，这条原则很难适用。对国外公债而言，在发行之初，地方政府作为地方国外公债的债务人承担还本付息义务，但一旦地方政府在债务期满无力履行其还本付息义务时，按照国际惯例，中央政府不得不承担起还本付息义务，这样，这部分地方公债便转化成为中央公债即国债。然而，即使如此，这部分由地方公债转化而来的国债也不能进入国债市场，其原因一是它在发行之初、乃至债务期满之前都是由地方政府作为债务主体的；二是这种债转为国债后，中央政府通常是按照财政体制要求以对地方政府转移支付的方式履行还本付息的实质性义务，而其名义债务主体仍然是地方政府。其次看第二部分准国债，即介于国债与公司债之间的债。这部分准国债是由国有公司（即中央政府行使国有权的公司）债务转化而来的。在我国完成现代企业制度改造以前，一部分国有企业的债务有转变

成国债的可能性，因而被视为准国债。一旦企业实行了现代企业制度，实行有限责任制，上述转变的可能性就不存在了。相应地，国有公司债就不能成为准国债。同第一部分准国债的情形相类似，这部分准国债也不能进入国债市场。

综上所述，只有直接由中央政府（财政部）发行的各种国债债券才能进入国债市场作为市场交易的对象。

二、关于国债市场

国债市场是指发行和买卖国债的场所，它是金融市场的一个重要组成部分。

国债市场通常是由国债一级市场和国债二级市场两部分组成的。

国债一级市场是发行新债券的市场。就其组织方式来说，一级市场大体上可以分为“无形”的市场组织方式和“有形”的市场组织方式两类。当中央政府财政部直接向社会推销国债时，无特定的销售场所，它既可以在街头或其他场所推销国债，又可以直接同购买单位达成交易协议。80年代初期我国以行政手段推销国库券的组织形式，实际上也属于“无形市场”组织形式。“有形”市场则是指在柜台上或者在证券交易所内销售国债的市场组织形式。当财政部委托证券公司、银行、信托投资公司等金融中介机构承销国债时，这些金融机构多在柜台上即以店头方式向投资者推销国债。从我国国债市场发展趋势上看，有形市场组织形式越来越受到重视。

国债二级市场也称国债流通市场或国债交易市场，是对已发行的国债进行买卖、转让、流通的场所。二级市场有多种交易方式：一种是大型的、有集中组织的交易方式，这种交易是在交易所内进行，有固定交易场所，一般称之为“场内交易”；另一种是“场外交易”。在许多国家的国债市场上，有相当多的国债并不是在交易所内完成的，而是在分布广泛的证券中介机构中完成的。

许多证券中介机构设有专门的证券交易柜台，通过柜台买进持券人出售的国债券，或者卖出国债券。因此，这种场外交易也称“柜台交易”或者“店头交易”市场。场内交易一般是通过“双边拍卖”的方式进行，场外交易一般则采取“讨价还价”的方式。除以上两种主要交易方式以外，国债二级市场还有第三市场交易和第四市场交易等方式。

应当指出的是，国内关于国债一级市场和国债二级市场的概念和界限是比较清楚的。在这里，需要说明的是怎样看店头交易或柜台交易方式同国债一、二级市场的关系问题。如上所述，在国债一级市场和国债二级市场中都有店头交易这种方式。这种讲法同我国的国情是相一致的，但同国际惯例似乎有些出入。

在许多市场经济发达的国家中，店头市场交易一般属于国债二级市场上的交易形式，它实际上是在二级市场上，国债中介机构（一般也身兼国债投资者）与零散投资者之间进行的国债交易。但在我国目前情况与这些国家稍有不同。目前，我国从事店头国债交易的主要有两类机构，从性质上看，这两类机构从事的国债店头交易均应属于国债一级市场交易。一类是由各国债承销商所属机构从事的国债店头交易。我国从1991年开始试行国债承购包销发行方式，即由若干家证券金融机构组成的承购包销团与财政部签订一定金额的国债承购包销合同。合同签订后，签约一方按照合同规定金额和方式向社会推销国债。在规定期限内，如果承销商不能将合同规定的国债卖掉，那么，余下的部分必须用自有资金购进。从形式上看，由承销商通过其分支机构以店头交易方式卖出国债应当属于国债二级市场上的交易行为，但是，实质上，我国国债承销商在这个阶段上是在履行国债发行义务，它们必须按国债票面值和票面利率销售国债券，除了收取由财政部付给的手续费以外，不能从中获取其他利润。因此，国债承销商为了履行国债发行义务而从事的店头交易应当属于国债一级市场范围内的交易。另一类是由各级财政部门所属国债服务部、国债服务中

心或财政证券公司等中介机构从事的店头交易。这类财政中介机构实际上具有二重性：一方面是作为财政部门的附属机构，具有国债管理的职能，在这种情况下，它直接通过店头交易方式履行国债发行职能，理所当然地属于国债一级市场范围内的行为；另一方面是采取企业化管理方式，以获取利润为目的。从国债交易的角度看，财政中介机构的盈利目标主要是通过二级市场上买卖国债实现的。

基于上述原因，我们认为，在目前情况下，店头市场交易不仅存在于我国国债二级市场，而且也存在于我国国债一级市场。因此，本书在分析我国国债一级市场和二级市场的部分中，都将论及店头交易问题。

第二节 国债市场的特点

国债市场是金融大市场中的一个特殊的市场类别。与其他金融市场相比较，除了以国债为交易对象这个特点外，国债市场还具有以下主要特点：

一、国债市场是中央政府为平衡财政收支而以信用手段筹集财政资金的主要场所

一般地说，中央政府主要是以税收手段取得财政收入的。然而，税收是按法定程序、一定标准无偿征集的，税收的增长取决于国民经济的发展水平和社会再生产附加价值的增长能力，在国民经济所创造的价值存量一定的前提下，对税收收入总量的调整是有限的，一旦财政收不抵支，仅仅靠税是无法平衡财政收支的。在这种情况下，各国中央政府往往求助于国债市场，通过国债市场，以信用手段筹集财政资金进而平衡财政收支。因为相比而言，通过发行国债取得债务收入，其收入增长主要取决于融资条件和社会应债能力。因此，当政府财政靠税收难以满足其支出需要时，

往往求助于国债市场，将通过国债市场取得的债务收入作为平衡财政收支的主要手段。

国债市场与中央政府之间的这种特殊关系在任何其他金融市场中都是不存在的。

二、国债市场是一国政府综合运用财政政策与货币政策实施宏观经济调控的主要场所

一国政府通过国债市场进行宏观经济调控的基本目的，是使社会总供给与总需求实现大体平衡。在其他许多场合下，政府或者是单独运用财政政策，或者是单独运用货币政策；而在国债市场上，则是综合运用这两种政策的。

首先，在国债市场上，政府往往通过国债发行量、国债期限结构以及国债利率、债种结构等的灵活操作，实施对资金市场需求和市场利率水平的财政影响。例如，当资本市场上长期资金需求过旺时，政府可以通过发行长期国债，吸收长期资金，进而达到社会长期投资规模，即控制社会上固定资产投资规模的目的。运用类似的方法，政府也可以实现对资金市场上短期资金供求进行调控的目的。

不仅在国债发行市场上，而且在国债流通市场上，政府也可以通过国债操作实施对资金市场供求的财政影响。例如，当整个资金市场呈现资金供过于求状态或者供不应求状态时，政府均可以通过参与国债流通市场交易，或者发布有关调控国债流通转让的政策、措施等手段，达到调节资金供求的目的。

在许多市场经济发达的国家中，国债利率在金融市场上往往具有基准利率的地位。这意味着，政府可以通过调整国债利率直接对市场利率施加影响。

其次，国债市场是中央银行进行公开市场业务操作的主要场所。所谓公开市场业务操作，是指中央银行通过公开买卖各种金融商品的行为，其目的是对资金市场上的资金供求及其利率水平

进行直接调节；而中央银行进行公开市场业务操作的主要对象，就是国债。因此，国债市场实际上是中央银行进行公开市场业务操作的主要场所。

中央银行进行公开市场操作的基本原理是：当中央银行执行紧缩政策即压缩需求时，可以向市场出售国债等债券，收回资金；反之则收购国债债券，投放资金。与其他金融市场手段和金融行政手段相比较，中央银行通过买入或卖出国债进行银根松紧操作，具有见效快，对经济冲击较小的优点，既能达到对资金流动和投资走向的信号诱导效果，又便于减少宏观调控中的行政强制色彩，因而为大多数市场经济国家所采用。

在许多市场经济发达国家中，国债构成了该国家中央银行公开市场操作的主要对象。如，自70年代中期后，日本中央银行公开市场买卖的债券，基本上是国债，1978年后保持100%的比率。与此同时，在市场经济发达国家中，国债在中央银行资产中所占比重也是相当高的，例如，美国1990年该指标为82%，日本1990年为48%，德国1992年为45%，英国1986年为72%^①。这些均表明，在这些市场经济发达的国家中，国债市场已经成为中央银行进行公开市场业务操作的主要场所。

国债市场的上述特点表明，它不仅是政府的主要信用筹资场所，而且更重要的还在于它是连接政府财政当局与货币当局的桥梁，是在金融市场体系中，唯一可以同时综合运用财政政策和货币政策对宏观经济发挥调控作用的市场渠道。因而国债市场是庞大而复杂的金融市场体系中的一个特殊的有机组成部分。

^① 项怀诚主编《中国财政体制改革》，中国财政经济出版社1994年版，第319—320页。