

资本运营丛书



中国国债市场

ZHONGGUOGUOZHAISHICHANG

发展、比较与前瞻

肖宇 著

学文献出版社

· 资本运营丛书 ·

中国国债市场

——发展、比较与前瞻

肖 宇 著

社会科学文献出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国国债市场：发展、比较与前瞻/肖宇著．—北京：社会科学文献出版社，1999.1

(资本运营丛书)

ISBN 7-80149-089-4

I. 中… II. 肖… III. 公债-金融市场-研究-中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (98) 第 29865 号

· 资本运营丛书 ·

中国国债市场——发展、比较与前瞻



著 者：肖 宇

责任编辑：王迎新 屠敏珠

封面设计：缪 萌

责任校对：昆 鹏 郭 妍

责任印制：窦建中

出版发行：社会科学文献出版社

(北京建国门内大街5号 电话 65139963 邮编 100732)

经 销：新华书店总店北京发行所

排 版：中国人民解放军第一二〇二工厂

印 刷：北京市人民文学印刷厂印刷

开 本：850×1168 毫米 1/32 开

印 张：11.25

字 数：285 千字

版 次：1999 年 1 月第 1 版 1999 年 1 月第 1 次印刷

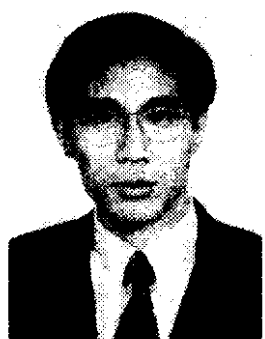
印 数：0001—5000

ISBN 7-80149-089-4/F·023

定价：19.00 元

版权所有 翻印必究

作者简介



肖宇，1964年生，
经济学博士，中国注册
会计师，现任君安证券
有限责任公司国际部副
总经理。1992年北京经济学院毕业，
获经济学硕士学位，1998年中国社会
科学院研究生院毕业，获经济学博士
学位。

……作者提出，建立一个开放的、低成本、高效率、高流动性的国债市场，是深化国债市场的改革方向。这符合我们的国策，与金融体制改革的目标相一致，与改进宏观经济调控的要求相一致，值得重视。

——王传纶

（中国人民大学财政金融学院教授）

……作者理论联系实际，对中国国债市场的完善和发展，提出了个人独到的见解……具有新意，并给人以启迪。

——陈 共

（中国人民大学财政金融学院教授）

……国债市场发展在我国“两个转变”历史过程中具有突出意义，作者……紧扣这一重大现实问题，展开从理论到实践，从过去到今天和未来，从中国到外国，从问题到对策，从框架性层面到技术性层面的系统研究……颇有新意……很有参考价值。

——贾 康

（中国财政部财政科学研究所副所长、研究员）

内 容 提 要

中国理论界对国债问题的研究已硕果累累，但真正站在市场的角度对国债市场进行探索性研究却不多见。目前学术界有一种主流观点认为，要用市场的办法和市场的力量来推动市场的发展。国债市场的完善与发展需要研究市场办法与规则。理论指导实践，需要的是有足够超前作用的理论，也正基于此，本文尽可能结合中国国债市场的最新发展情况，以建立一个开放的、低成本、高效率、高流动性的国债市场为目标，研究解决国债市场进一步发展中的重大问题与政策选择。全书共分九章，主要内容和结论如下：

——要发展国债市场首先要对国债的功能进行重新认识。弥补财政赤字、筹集建设资金是国债的筹资功能，国债的金融功能使国债成为财政政策与货币政策的结合点，作为公开市场业务的操作工具使国债在调控宏观经济运行上发挥作用。国债总量结构及偿还对货币政策有重大影响。国债与财政政策的关系主要表现在国债对财政收入与财政支出的关系上。国债市场是证券市场的重要组成部分。国债市场在国民经济、金融体系中占有重要的地位并起着其他金融产品不可替代的作用。健全的国债市场体系是发挥国债功能的基本保障。财政金融改革的目标决定着国债市场的发展方向，建立一个开放的低成本、高效率、高流动性的国债市场是中国国债市场的发展目标。全球国债市场的发展趋势——规模扩大化、投资国际化、偿还期延长化，是中国国债市场发展的国际借鉴。

保持国债适度规模扩张是国债市场发展的前提。规模扩张到了一定阶段就要进行结构调整,而只有进行国债结构调整才能使国债市场发生由量到质的飞跃。衡量国债规模的国际经验只能作为我国发展国债市场的参考,而不能绝对化。理论上只有当国债边际成本等于国债边际收益时,国债规模才是最适度的。我国国债规模在相当长一段时间内仍然会适度增长,但在增长的同时要处理好几个关系:国债余额增长率不宜大于国民经济增长率;还本付息分流,利息支出列入经常预算;国债利率不宜大于经济增长率。同时要处理好国债发行、财政平衡与经济增长的关系。

国债发行市场化是国债一级市场的发展方向。市场化发行要求优化现有的期限结构,所有权结构,品种结构,利率结构,发行周期及发行方法。借鉴发达国家国债期限结构的选择标准——预期利率变动的方向、国债的流动性与非流动性与国债期限的紧缩效应和膨胀效应,建立多样化、均衡化的国债期限结构:保持短期国债发展势头,适度发展中期国债,增加长期国债。依据持有者动机差异,调整所有权结构,允许商业银行以资产负债比例管理为原则持有国债,适度发行凭证式国债,满足个人投资者对国债的需求。招标发行只能在现有的基础上逐步推进,承销包销与柜台销售仍是目前我国国债的主要发行方式,国债利率目前仍是盯着银行存款利率。随着利率市场化的进程,国债利率应是金融市场上的基础利率。国债一级自营商制度是国债市场健康发展的组织保障。

——流动性是国债二级市场的生命力。以建立国债簿记体系为纽带统一分割的国债流通市场;实行国债净价交易以及现货的信用交易;发展国债市场外市场,建立国债做市商制度;分析影响国债收益率变化的经济因素和制度因素,绘制中国的国债收益率曲线,预测收益率的变动趋势,为管理当局对宏观经济的调控提供新的导向手段;编制国债市场指数,反映国债流通市场供求

状况，设立国债平准基金，有效调控国债流通市场。

——国债衍生工具交易是国债市场发展的高级阶段。本文以超前的研究创新国债新品种，设立通货膨胀指数国债，规避通货膨胀给国债价格走势带来的不确定性影响；借鉴发达国家的经验，建立统一的国债回购市场，构建单期投资与多期连续投资模型，对国债回购套利进行分析；吸取我国以前国债期货交易的教训，在完善法规和交易规程的前提下，开设国债期货、期权交易，为套期保值者提供对冲交易工具。衍生工具交易是高风险的交易品种，要建立一套行之有效的风险控制体系与监管制度，成立衍生工具行业公会，形成宏观、中观、微观相结合的三级监督制度。

——国债投资基金是促进国债市场发展的有效投资工具。设立国债投资基金，对于减少个人投资风险，培育机构投资者，提高国债交易市场的流通性具有重要的意义。国债基金的品种选择应以封闭式为起点，以开放式基金为发展目标，规范基金管理人、基金托管人的行为；运用马柯维茨模型，优化国债投资基金组合。

——国债市场风险管理与有效监管是健全国债市场的新课题。国债市场的质量是衡量国债市场风险的基础。国债市场的质量标准主要有：安全性、流动性、透明性、有效性和公平性。国债市场风险主要有新兴市场风险、流动性风险、信用风险与操作性风险等。建立以防范和化解风险管理和风险控制为核心的集中统一的国债市场的监管体系。提高监管效率，加大监管力度，实现有效监管。

——国债市场的国际化是国债市场走向开放的必然选择。国债市场的开放要与金融市场的开放相一致。渐进开放模式是中国国债市场国际化道路的合理选择。在开放过程中，要把握好几项原则：以国内投资为主，外资吸收为辅；国债外资不得参与央行公开市场操作业务；严格市场准入制度，实行公平竞争。

本书采取全方位、多视角的分析方式，对中国国债市场运作的理论依据、运作框架和运作过程作了深入和系统的研究，具体表现为：第一，采用了规范分析和实证分析相结合的方式。规范有理论层次，实证数据来自市场并反映市场最新动态。第二，运用纵向比较和横向比较方法，全面比较了国债发行的条件、国债市场化的手段和道路，并力图以此全面推进国债市场化的进程。第三，运用债务—收入比例模型，对国债发行、财政平衡与经济增长关系进行分析；建立单期投资与多期连续投资模型对回购套利进行分析；运用马柯维茨模型对国债投资基金组合进行讨论等。

本文对中国国债市场作了上述系统和深入的研究，具有视野宽广、立论坚实和方法新颖多样的特点。作者在借鉴前人研究成果的基础上，对中国国债市场运作的基础理论、运作构架与运作方式、风险防范与监管机制等方面提出了自己的见解，其特点与创新之处主要在于：

——研究市场，规范市场，以市场化的规则发展与完善国债市场是本文的首要特点。本文把国债这种金融商品放在金融市场中全面考察其功能；站在全球国债市场发展趋势的高度，与国家财政、金融市场发展目标相协调，全面、详细地研究中国国债市场的发展目标。在运用边际理论并借鉴国际经验分析国债适度规模的基础上，绘制、考察了中国国债适度规模指标的变化趋势，指出国债规模在适度增长的基础上，优化结构，同时要处理好与之相关的宏观经济指标之间的数量关系。

——在对发达国家国债市场进行全面比较、研究的基础上，提出国债发行市场化、优化国债结构的具体措施，长期来看，国债利率应成为金融市场的基础利率；推行国债市场化的发行方式要考察中国的应债结构；国家行业债券应转化为国债来管理。提高国债流通市场的流动性，首先要统一分割的国债流通市场，其次

要完善各种交易手段，充分反映市场供求信息并力图通过市场反映国家对国债管理政策的宗旨。

——国债衍生工具是国债市场走向成熟不可避免的新课题。本文在分析国际衍生工具交易现状和发展趋势的基础上，提出设立通胀指数国债；完善回购交易、开设国债期货、期权交易，并加强对衍生品交易的风险防范和有效监管。

——风险控制和有效监管是国债市场健康运作的有效保障。本文在考察国债市场质量的基础上，分析了国债市场的主要风险，并提出以防范风险为核心，加强监管的具体措施。

此外，与同类研究相比，本书文献资料、数据图表化表述比较新颖，具有较强的实效性；比较研究更具有特色。

国债市场内容丰富，形式多样，本人只是就其主要部分进行倾力研究，期望能对中国国债市场的发展尽微薄之力，倘能如此，了以自慰。

肖 宇

目 录

第一章 导论：国债市场运行的理论基础	1
第一节 国债的功能与作用.....	1
第二节 国债：财政、货币政策配合的结合点.....	7
第三节 国债市场与金融市场	12
第二章 中国国债市场发展历史和发展目标	20
第一节 中国国债市场发展阶段	20
第二节 中国国债市场的发展目标	25
第三节 全球国债市场的发展趋势	30
第三章 国债适度规模分析	36
第一节 国债适度规模的涵义与特征	36
第二节 财政赤字与国债适度规模	39
第三节 中国国债适度规模分析	43
第四节 与国债适度规模相关的几个关系	56
第四章 国债发行市场分析	62
第一节 国债发行市场现状与问题	62
第二节 国债的期限结构分析	65
第三节 国债的所有权结构分析	74
第四节 国债的券种结构分析	88
第五节 国债的利率结构分析	98

第六节	国债发行方式及发行周期分析·····	108
第七节	国债一级自营商制度·····	132
第五章	国债流通市场分析·····	134
第一节	构建统一的国债流通市场·····	134
第二节	国债净价交易制度分析·····	143
第三节	国债收益率变化趋势分析·····	150
第四节	中国国债收益率曲线的构建·····	155
第五节	国债现货信用交易制度分析·····	164
第六节	发展国债场外市场，建立国债做市商制度 ·····	169
第七节	国债簿记系统的构建·····	186
第八节	国债市场指数的设计·····	194
第九节	国债流通市场调控：国债平准基金分析 ·····	198
第六章	国债衍生工具分析·····	205
第一节	衍生工具市场的发展·····	205
第二节	通货膨胀指数国债分析·····	209
第三节	国债回购市场分析·····	215
第四节	国债期货市场分析·····	244
第五节	国债期权市场分析·····	264
第六节	衍生工具的风险·····	275
第七节	中国衍生工具的监管现状及制度设计 ·····	279
第七章	国债投资基金分析·····	284
第一节	国债投资基金的涵义及特点·····	284

第二节 国债投资基金是发展国债市场的内在要求	
.....	285
第三节 国债投资基金的类型选择.....	288
第四节 国债投资基金组合理论：马柯维茨模型	
.....	293
 第八章 国债市场风险与监管.....	302
第一节 国债市场的质量.....	307
第二节 国债市场的风险与管理.....	307
第三节 国债市场的监管.....	316
 第九章 国债市场的国际化.....	323
 基本结论.....	331
参考文献.....	333
后 记.....	341

第一章 导论：国债市场运行的理论基础

国债是在商品信用经济发展的基础上，由中央财政代表中央政府发行的。债务资金由中央财政掌握使用的国家公债，是中央政府以国家信用方式进行的一种融资活动，包括国内发行的国债和境外发行的外债。用发国债代替发行货币筹措资金搞建设，是当今世界通行的做法。国债不再仅仅是弥补财政赤字的原始手段，而是现代信用经济的重要工具，像日本、意大利等发达国家，其债务余额甚至占到GDP的50%以上，这一事实说明，我们需要重新认识国债的作用与功能。但是，在任何国家，大量国债的发行都必须以一个发育完善、运作正常、流通顺畅的国债市场为依托。如果没有相当发达的国债市场，特别是发达的国债二级市场，国债的大量发行也是不可能的。国债市场的发展状况，直接制约着一级市场上的国债发行。同时由于国债市场作为综合实施财政政策和金融政策的结合点而日益成为国家运用经济手段进行宏观调控的重要工具。因此，国债市场的发展状况直接关系到政府经济目标的实现和政府调控市场的成效。

第一节 国债的功能与作用

一、国债的基本功能

国债功能是国债本身客观存在的属性，是不以人的主观意志为转移的内在功能。现代西方经济学对国债的功能作用，特别是

它充当财政政策和货币政策的经济调节工具的角色有了突破性认识。但还存在两种相反的观点，一种是主张发展国债体系，认为以国债为主要形式的国家信用和银行信用是一种互相依存、互相补充的关系，发行国债是国家干预经济的手段，对政府、银行、投资者都有好处。另一种观点是反对国债的存在和发展，认为国债不仅会给予子孙后代带来负担，而且会给银行信用活动带来反面影响。因而极力否认国债的积极作用。我国当代经济学界在发展国债问题上也有着一定的分歧。一种意见认为国债的产生和发展有其客观必然性，是经济、财政、金融改革的必然产物，它有利于增强和协调财政政策和货币政策的调控功能，对于发展市场经济有重要的作用。另一种意见认为国债的产生和扩张是令人担忧的。一方面国债发行挤占了民间投资，特别是由于我国国有企业生产效率不高，导致国债收入使用的低效益；另一方面国债的发行往往还伴随着集团消费和社会总需求的膨胀。这样加重了政府的还本付息负担，增加了通货膨胀的压力。对国债功能的不同认识，会产生对国债政策的不同态度。本书认为在市场经济体制下，国债在弥补财政赤字和筹集建设资金方面有特殊的功能，国债是实现财政的资源配置、收入分配、经济稳定与发展三大职能的重要手段。

（一）弥补财政赤字：国债的原始功能

世界各国公认，发行国债是弥补财政赤字的一种较好的方法。弥补财政赤字有3种做法：增加税收，向中央银行透支或借款、政府举借国债。亚当·斯密认为：“一国在平时没有节约，到战时就只好迫而借债。……在危险临到的瞬间，就得负担一项马上就要的大费用；这费用是不能等待新税逐渐地慢慢地纳入国库来应付的。在此万分紧急的情况下，除了借债，政府再不能有其他方法

了。”^① 因此，陶尔敦（H. Dalton）曾有“国债乃战争留下之纪念品”^② 的概括。用增加税收来弥补财政赤字除了时间滞后的原因外，税收还是一种强制、无偿的方式，并不是自愿的纳税人和政府的市場交易；向中央银行透支或借款会造成货币的非经济发行，对宏观经济的稳定不利；而发行国债是一种自愿、有偿、灵活的方式，国债发行只涉及资金使用权的让渡，流通中的货币总量没有改变，不会导致通货膨胀。因此，举借国债弥补财政赤字更为有效。1994 年以前，中国是采用向中央银行透支或借款的办法弥补财政赤字，借款和透支目前仍有 1580 亿元的余额^③。自 1994 年开始改为发行国债弥补财政赤字，这种做法有利于完善财政运行机制，有利于调节财政银行关系，有利于经济的稳定。

（二）筹集建设性资金：国债的建设功能

如果说发行国债弥补财政赤字是暂时性的权宜之计，那么发行国债扩大建设规模则是国债的主要目的。埃克斯坦^④ 认为西方国家政府活动的范围，应仅限于私人部门不能做的范围之内。这些活动包括提供公共物品；承担特别技术风险主要是私人公司不愿冒的风险；消除自然垄断；其他方面如政府有责任制定一般的经济政策以防止萧条和通货膨胀。由此看来，政府有义务担当起某些能增进居民福利的外部性很强的公共产品的投资，一些大型基础项目的建设，尽管费用发生在前，但这些项目所提供的服务在后，且只能供后人享受。因此，若以税收来支付这些建设费用，不符合公平负担的财政原则。通过发行国债把这些费用转嫁至未

① 亚当·斯密：《国民财富的原因的研究》（下），第 472～473 页，商务印书馆，北京，1974。

② 李厚高：《财政学》，第 237 页，三民书局印行，台湾，民国五十六年。

③ 谢平：《对我国下一步金融体制改革难点问题的理论分析》，《国际金融研究》，北京，1997. 5. 5～11。

④ 阿图·埃克斯坦：《公共财政学》，中国财政经济出版社，北京，1983。

来实际享受这些福利的人身上是合理的。

国民经济存在 3 大部门，即居民、企业和政府。居民是盈余部门，企业是短缺部门，而财政是政府实施宏观调控的手段。通过举借国债将一部分消费基金转化为积累基金，增加政府公共投资，有利于调节储蓄结构与投资结构的不对称，促进储蓄向投资转化；有利于资金和资源的优化配置；对居民和企业投资不会产生排挤效应，有利于提高社会资金的使用效益。

（三）金融商品和基础金融资产：国债的金融功能

国债作为最基础的金融资产，这是就国债在金融市场上的地位而言。国债是一种收入稳定，无风险或低险的投资工具，且数量大，流动性强，因而成为各种基金、银行、证券机构乃至个人、企业的投资对象。戈德史密斯认为：“有些政府债券尤其是短期政府债券已发展成为一种标准的流动性资产，并且被广泛用作大经济集团的资产结构中的平衡项目，从而与银行定期存款和类似的金融工具相比更具有准货币的性质”^①。近年来，国债对中国金融的影响也日益显著，在间接融资方面，1996 年国债余额占全国金融机构贷款余额的 7%，在直接融资方面，国债占全部证券余额的 90%。国际上通常使用“占非金融部门未清偿债务的比重”^②来反映非金融部门占用全社会外源融资的状况。目前中国为 8% 左右，美国 1992 年为 13%。就居民金融资产结构而言，1996 年国债占居民金融资产的 5.2%，位居第三位（储蓄存款为 75.9%，手持现金 13.5%）^③。这说明，国债在中国的金融活动中已成为一个具有相当影响力的因素。

① [美] 雷蒙德·W. 戈德史密斯：《金融结构与金融发展》，第 139 页，上海三联书店，上海人民出版社，上海，1994。

② 李扬：《中国国债市场的发展和国债管理政策》，《教学与研究》，1997 年第 8 期。

③ 彭志龙：《居民金融资产总量分析》，《证券时报》，深圳，1997.11.17 第 10 版。