

中国国债

——国债的理论与实务

ZHONGGUO GUOZHAI ZHONGGUO GUOZHAI

高 坚 著



经济科学出版社

中国国债

——国债的理论与实务

高 坚 著

经济科学出版社

(京)新登字 152 号

责任编辑:吕亚亮 刁其武

封面设计:张卫红

中国国债——国债的理论与实务

高 坚 著

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

京安印刷厂印刷

*

850×1168 毫米 32 开 9.75 印张 254000 字

1995 年 5 月第一版 1995 年 5 月第一次印刷

印数:00001—10000 册

ISBN 7-5058-0806-0/F·635 定价:12.50 元

图书在版编目(CIP)数据

中国国债:国债的理论与实务/高坚著.-北京:经济科学出版社,1995.4

ISBN 7-5058-0806-0

I. 中… II. 高… III. 公债-中国-研究 IV. F812.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(95)第 04448 号

前 言

本书的指导思想 and 基本内容

我国国债发行已经有了 15 年的历史，国债市场也已经有了 8 年的历史。但是以中国国债发展的历史经验为基础的理论探讨并不多见。同时，关于国债理论问题的探讨也多数局限于国债合理规模的研究，对于国债市场问题的研究不多。我认为对于国债问题的研究有以下几个方面的不足：第一，没有深入研究国债的性质，或者对其研究仅仅局限于作为一种筹集资金的手段。第二，对于中国政府债券的管理制度的研究不够。政府债券的管理制度包括很多方面，如发行方式制度、券款运行制度、兑付制度、流通转让制度、发行公告制度、统计制度等。这些制度主要和行政管理制度有关，但也和国债的运行制度密切相关。而这些又是行政管理部门以外的市场参与人很少了解的。第三，对于国债市场，包括发行市场和流通市场的研究不够，比如，发行市场方面，世界各国的经验如何、我国的发行市场有什么特点、将来发展的趋势如何、什么是招标方式、什么是承购包销方式等；在流通市场方面对于市场的结构，派生工具等研究还不够。第四，对于国债的登记托管制度的研究仍然处于初级阶段。

另一方面，国债交易仍然只是机构投资人和中介机构的专利。个人投资人并不了解国债投资的性质和特点。比如，为什么在二级市场上不应该看票面利率，而应该看收益率。对于这些问题，应

该向广大投资人普及投资国债的知识。因此，近几年来，我一直想写一本国债理论与实务这样一本书。但是由于时间的限制，这项工作经过几年的努力才得以完成。

本文以国债市场化为基本线索，以国债的发行市场和流通市场为中心，围绕国债市场发展中的基本课题，阐述了国债市场发展的历史经验和现实问题。提出了中国国债市场发展的基本方向。全文共分十篇。第一篇介绍债券的常识，这是为了使读者对于债券的性质、定义及其和股票及银行存款的区别有一个概括的了解，以便使作为国债投资人的读者更好地认识国债作为一种债券与股票和银行存款的本质区别，以及国债和其它债券之间的区别。第二篇政府债券市场概论，主要说明国债的基本性质和特点及其和国民经济发展及经济政策，特别是财政经济政策的关系。论证了国债和财政赤字之间的关系。说明国债不仅是一种筹集资金的手段，也是一种信用工具、金融商品和宏观调控手段。并通过回顾国债发展的历史说明国债对于国民经济发展的意义。第三篇政府债券的发行市场，叙述了我国国债发行市场的历史发展、国债发行市场的现状、问题及今后发展的趋势。本篇介绍了发达市场经济国家国债发行市场的基本特点，特别是国债销售方法发展的基本趋势，强调了招标发行国债是政府债券发行市场发展的必然趋势。第四篇政府债券的流通市场，论证了国债一级和二级市场之间的关系及我国国债二级市场的历史发展，说明二级市场的发展是一级市场的基础，分析了二级市场的发展中面临的主要问题。强调了二级市场发展的重点是提高流动性和增加新的金融工具。第五篇政府债券的托管结算系统，分析了我国国债从实物券向非实物券发展的进程。介绍了发达国家，特别是美国国债实行无券记帐的体制及其对于我国实现国债无券记帐的启示，设计了我国实现国债托管的思路。第六篇国债本金利息的支付，介绍了我国国债的兑付制度。本篇把国债的兑付作为国债发行、流

通和兑付的运行整个过程中的一个不可缺少的环节。第七篇政府债券的规模和结构，从理论和实践上的结合上论证了国债合理规模和结构的理论意义及数量界限。第八篇政府的资产负债管理，阐述了政府资产负债管理的条件和目标。第九篇固定收入投资，从投资人的角度说明进行债券投资，特别是国债投资的条件、战略和技术。第十篇中央银行的公开市场操作和国债，从财政政策和货币政策的结合上说明了公开市场操作的方式和作用及如何实现国债改革配合中央银行的公开市场操作的问题。

目 录

序言 发展国债市场的历史使命·····	(1)
---------------------	-------

第一篇 债券常识

第一章 债券基础·····	(9)
第一节 什么是债券·····	(9)
第二节 债券的种类·····	(11)
第三节 债券管理和操作制度·····	(18)

第二篇 政府债券市场概论

第二章 中国国债的历史发展及其对国民经济的意义·····	(20)
第一节 中国国债发展的简要历史·····	(20)
第二节 财政赤字和国债·····	(23)
第三节 国债发行对于国民经济的影响·····	(25)
第四节 政府筹资的目标·····	(27)
第五节 建立和发展国债市场的必要性·····	(33)
第三章 中央政府的赤字和筹集资金·····	(38)
第一节 资金来源的选择·····	(38)
第二节 国债对于增加财政收入的作用·····	(40)

第三节 国债发行制度.....	(42)
-----------------	------

第三篇 政府债券的发行市场

第四章 我国的国债发行市场.....	(47)
--------------------	------

第一节 国债发行市场的现状和问题.....	(47)
-----------------------	------

第二节 中国国债发行史的基本经验.....	(63)
-----------------------	------

第三节 中国国债发行市场发展理论的形成.....	(67)
--------------------------	------

第五章 国债发行方式.....	(72)
-----------------	------

第一节 发达市场经济国家国债的销售技术.....	(72)
--------------------------	------

第二节 发达市场经济国家国债的发行方式.....	(84)
--------------------------	------

第三节 发展中国家和地区的国债的发行方式.....	(87)
---------------------------	------

第四节 世界各国国债发行的特点.....	(90)
----------------------	------

第五节 政府债券发行的制度结构.....	(93)
----------------------	------

第六节 政府债券发行的组织结构和形式.....	(98)
-------------------------	------

第七节 财政部国债管理部门和预算及现金管理部门 之间的关系.....	(99)
---------------------------------------	------

第八节 政府债券的一级自营商制度.....	(104)
-----------------------	-------

第六章 政府债务工具.....	(108)
-----------------	-------

第一节 政府短期债券.....	(108)
-----------------	-------

第二节 中期和长期可上市政府债券.....	(109)
-----------------------	-------

第三节 向个人发行的不可上市的政府债务工具.....	(117)
----------------------------	-------

第四节 关于政府债券市场的对外开放问题.....	(123)
--------------------------	-------

第五节 国债发行的券款运行机制.....	(128)
----------------------	-------

第六节 国债发行手续费.....	(131)
------------------	-------

第四篇 政府债券的流通市场

第七章 我国政府债券的流通市场.....	(134)
----------------------	-------

第一节 概 论.....	(134)
--------------	-------

第二节 政府债券一级市场和二级市场之间的关系	(139)
---------------------------------	-------

第三节 我国政府债券市场发展的历史和现状.....	(141)
---------------------------	-------

第四节 国债市场参与人.....	(146)
------------------	-------

第五节 国债基金.....	(149)
---------------	-------

第六节 国债二级市场的市场结构.....	(151)
----------------------	-------

第七节 国债期货市场.....	(153)
-----------------	-------

第八节 国债的回购.....	(172)
----------------	-------

第八章 政府债券市场的法律制度体系.....	(175)
------------------------	-------

第一节 政府债券市场的基本规则.....	(175)
----------------------	-------

第二节 世界各国政府债券的二级市场.....	(176)
------------------------	-------

第三节 关于发展政府债券二级市场的理论.....	(178)
--------------------------	-------

第五篇 政府债券的托管结算系统

第九章 政府债券的托管结算系统.....	(181)
----------------------	-------

第一节 发达国家证券结算、托管系统	(181)
-------------------------	-------

第二节 我国政府债券结算的现状.....	(189)
----------------------	-------

第六篇 国债的本金利息的支付

第十章 国债的兑付	(197)
第一节 兑付方式.....	(197)
第二节 国债兑付制度(一).....	(198)
第三节 国债兑付制度(二).....	(203)
第四节 国债兑付工作若干具体问题的处理.....	(206)
第五节 国债的保值.....	(208)
第六节 政府债券的发行成本.....	(211)

第七篇 政府债券的规模 and 结构

第十一章 政府债务的规模	(214)
第一节 政府债务规模理论的历史发展.....	(214)
第二节 我国适度国债规模的分析.....	(216)
第三节 国债规模的指标.....	(218)
第四节 国债规模的国际比较.....	(223)
第十二章 政府债券的结构	(227)
第一节 政府债券的期限结构.....	(227)
第二节 政府债券的持有人结构.....	(228)

第八篇 政府的资产负债管理

第十三章 政府的资产负债管理..... (232)

第一节 概 论..... (232)

第二节 政府债券的风险管理..... (235)

第三节 流动性和固定收入管理..... (245)

第九篇 固定收入投资

第十四章 固定收入投资的理论和实践..... (249)

第一节 债券和固定收入投资的历史发展..... (249)

第二节 债券的收益和风险..... (251)

第三节 货币时间价值的概念和购买决策..... (254)

第四节 债券行情和投资决策..... (256)

第五节 债券的投资战略的内容..... (268)

第六节 债券投资战略的运用..... (260)

第十五章 固定收入工具..... (272)

第一节 固定收入分析工具..... (272)

第二节 债券的定价..... (274)

第三节 现金流量分析..... (278)

第四节 国债投资..... (285)

第十篇 中央银行的公开市场操作和国债

第十六章 中央银行的公开市场操作和国债..... (289)

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就和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。毫无疑问，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。市场参与人包括做为市场中介的做市商、经纪人、券商和做为投资人的银行、机构投资人和个人投资人等。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。目前我国机构投资人很不发达，做市商和经纪人的职能在市场中尚不够明确。

三是做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。很多个人投资人感到，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于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，这是做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帐、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