

天时金融丛书

FS

〔美〕
天时投资公司
市场研究部 编

债券市场

上海远东出版社

天时
金融
丛书

FS

〔美〕

天时投资公司
市场研究部 编

债券 市场

主编 龚慧峰

上海远东出版社

沪新登字114号

责任编辑：章 雷
封面设计：赵小卫

《天时金融丛书》

债 券 市 场

〔美〕天时投资公司市场研究部 编

主编 龚慧峰

上海远东出版社

(上海冠生园路 393 号 邮政编码 200233)

本书由上海发行所发行 上海南华印刷厂印刷

开本 850×1156 1/32 印张4.375 字数 120,000

1993年12月第1版 1993年12月第1次印刷

印数 1—20,100

ISBN 7-80514-957-7/F·134 定价：12.00元

出版说明

随着改革开放和现代化建设步伐的加快,我国与世界各国在经济、贸易、金融等方面的联系日益密切。对外经济合作的加强,进入国际市场,参与国际竞争,要求我们在管理运作上按国际惯例办事,与国际接轨;特别是国际金融领域,近年来又出现了许多新发展,这些都有待我们去了解、去学习,以便抓住机遇,迎接挑战。有鉴于此,我社在美国天时投资公司的支持下,组织出版了这套着重介绍国际金融市场基本知识和最新发展,以及投资技巧和成功经验的《天时金融丛书》。

《天时金融丛书》全套共10卷,每卷有一个主题,它们是:《股票市场》、《外汇市场》、《期货市场》、《债券市场》、《期权市场》、《货币市场》、《房地产投资》、《投资原理》、《金融投资的技术分析(1)》、《金融投资的技术分析(2)》。《丛书》的作者大部分是目前在美国从事国际金融实务和研究工作的中国专家、学者。他们熟悉当代最新金融理论,又有国际金融市场操作经验,使本丛书更具时代新意和实用价值,同时又切合中国读者的情况和需求。由于作者的经历不同,不仅文风各异,观点也不尽相同,对此我们均予保留,以便广大读者活跃思路,增广识见,而不致囿于一家之言。

本丛书的特色是,不拘泥于对基本概念作教科书式的论述,而是着眼于金融市场的主要问题,结合实际具体分析,写法上也力求深入浅出,是一套融知识性、实用性和趣味性为一体的通俗性金融读物。希望本丛书能帮助广大读者对当代国际金融市场有一个全面系统的了解,并为广大读者涉足金融市场开启方便之门。

前 言

债券市场是国际金融市场中的重要一环。当今世界许多工业国家的政府赤字连年，债台高筑，它们每年发行的大量国库券，是债券市场发展的物质基础。而金融市场的交叉化和多样化，为私人公司筹集资金提供了多种渠道，促进了债券市场的扩展。中国从80年代起逐步推出国库券和公司债券，债券市场也在逐步形成。我们选择债券市场作为《天时金融丛书》的一个专题，是希望通过对国际(主要是美国的)债券市场介绍，使中国读者对债券市场的形成、发展和运作有一个较全面的了解。

本书选择了10个专题，主要介绍债券市场的形成与发展、债券市场的参与者、债券的价格决定、债券管理的基础与策略、债券买卖的风险及风险控制、债券的国际化 and 全球债券市场等问题。这10个专题分别由不同的作者撰写。由于作者描述和分析的角度不同，对某些问题的论述略有重复之处，但最终得出的结论都是为了阐明各自的论点，对此，我们在编辑时都予以保留。

债券投资对个人的少量资金投资来说，也许就像买一张国库券那样简单，但是对于国际上流行的大的机构投资者来说，就是一种很复杂的策略和战略选择。本书作者分析的重点，是希望阐明债券及债券市场的运转规律。我们并不期待我们的读者将来或现在就是机构投资集团的决策人。但国际金融市场是一个相互联系、相互影响的市场，了解债券市场对了解整个金融市场是有帮助的。就对个人投资而言，随着中国人均收入的提高和投资选择多样化的出现，投资选择就可能成为读者越来越希望了解的课题。我们相信，通过阅读本书，读者可以从国际上的债券市场中得到一些有益的启示。

本丛书面向普通读者，读者在阅读本丛书时，并不需要很强

的经济理论基础。为此，我们在选编时，对文中的计算公式一再简化，对必不可少的公式，我们也要求作者用实例说明，使读者能一目了然。

编 者
1993年4月
于美国新泽西

目 录

前 言	(1)
1. 债券的由来及其发展	汪名遐(1)
2. 美国债券市场债券的种类	王培生(12)
3. 债券市场的参与者	伍 优(25)
4. 债券价格与投资报酬	彭兰迪(40)
5. 利率与债券	李 理(52)
6. 地方政府与公司债券的经济分析	姜泽名(66)
7. 债券管理的基础	黄 瑟(78)
8. 债券管理的策略	谷 黄(88)
9. 债券投资风险与债券信用分析	彭兰迪(104)
10. 国际债券市场与债券的国际化	邹文峡(118)
后 记	(131)

1

债券的由来及其发展

汪名遐

人们对债券这个词并不陌生。许多人手里持有的国库券，就是债券的一种。人们向国家认购国库券，若干年后到期，取回本金和利息。这个过程人们耳濡目染，甚至亲自经历。然而，这只是债券中的一种，而且是十分简单的一种。事实上债券品种繁多，交易错综复杂，其中有些是个人投资存钱的方式，有些则是公司企业盈利的重要手段。让我们暂且撇开那些几十元、几百元人民币的国库券，先来看一看美国购买债券的一个截然不同的例子。

在美国内布拉斯加州有位叫沃伦·伯菲的人，他投资于可口可乐、美国捷运和威尔斯·法戈等公司，《幸福》杂志把他列为美国第8号富翁。1989年末，美国颇有影响的纳毕斯柯饼干食品公司经济不景气，公司急于借钱摆脱困境。沃伦·伯菲闻讯后，购买了44亿美元的纳毕斯柯公司的债券。事隔才两年，沃伦·伯菲就赢得了15亿美元的利润，利润实在可观。沃伦·伯菲当然还有其他许多投资。由于他投资得法，1991年美国最出名的华尔街金融机构所罗门公司丑闻披露后，他被选为新的公司总裁。

沃伦·伯菲投资的债券，与我们熟知的国库券不同，它是公司债券。我们知道，债券是一种有价证券，证明持券人（即债权人）有权按期取得固定利息，到期又可取还本金的证券。一般说来，债券可分两大类：一是国家或各级政府发行的公债券，我们上面说的国库券，就是其中之一；另一类债券是股份公司发行的公司债

券，沃伦·伯菲购买的“垃圾债券”(junk bond)，则是这一类债券中的一种。公债是指国家或各级政府举措的债务，是它们以信用方式吸收资金的一种形式。公债券在国内发行的，一般称为内债；向国外发行的，称外债。但在现代条件下，由于债券规模宏大，范围广泛，且又组织成各种基金形式，内债和外债常常交错在一起。公司债券则是指由股份公司为增加资本所发行的债券，是股份公司除了用发行股票之外的另一重要筹资手段。公司债券的持有人，可按期取得事先规定的利息，到期取回本金，但无权参加企业管理。

债券交易从无到有，从小到大，经历不过几百年时间，但其发展之迅速，是其他投资领域中少见的。到80年代，单就债券之一的共同基金(mutual funds)而言，增长可谓突飞猛进。仅仅在5年的时间中，美国一国持有者的人数增长4倍多，高达1,500万人(其中四分之一是退休帐户)。基金的数目增长3倍多，远远超过1,000个。资产增长高达5倍，超过3,000亿美元。这一增长，把债券交易推到了股票的前面。

一、发行债券是集资纾难的一种方式

无论是国家和各级政府发行的公债，还是股份公司发行的公司债券，其目的都是为了筹集资金。对于公司来说，在其经济发生困难时，或在其拓展业务时，常常需要大笔资金，除了发行股票，一些大公司常常采用发行债券的办法。这一点比较清楚，不予赘述。我们这里主要论述公债。国家发行公债以筹集资金，在美国恐怕是最典型的了。浏览一下美国政府的债务史，这个过程就十分清楚了。

自美国建国以来，从来就不缺借款的人，也从来不缺贷款的人。1781年，美国第一任财政部长亚历山大·汉密尔顿曾说：“一个国家的债务，如果不太过分的话，则是我们国家的幸事。”不过，他可没料到，美国政府和私人的债务总额现在已达10多万亿美

元。

汉密尔顿主张，为了促进经济发展，联邦政府必须能够经常从国外借钱。为此，联邦政府必须建立它的信誉。许多开国元勋反对政府举债，但汉密尔顿还是坚持借债。在汉密尔顿时期，美国债务总额为7,700万美元，其中三分之一是州政府债务。联邦政府归还了部分，但由于1812年对英作战和政府日常开支增加，税收所入不敷出，政府不得不重新举债，到1815年，其债务比战前翻了一番。

在国家经济有一定好转时，债务常常会相应减少。到1835年，美国还清了所有的债券本金和利息。当时的美国总统安德鲁·杰克逊并不认为国家有债务是件幸事，而当时的财政部长还宣称：“这个政府没有任何债务，这是史无前例的。”他是美国第一个没有债务的财长，恐怕也是最后一个了。

1837年萧条出现了，赤字又回来了。1846年与墨西哥的战争和1857年的经济恐慌，又导致了1860年6,500万美元的债务。南北战争爆发后，联邦政府的巨大支出和岁入需要成几何级数增长，债务迅速达到20亿美元。

南北战争之后的50年中，国家在医治战争的创伤。西部开发和工业建设，使联邦政府有了充分的盈余，把债务减少了一半。

接着是第一次世界大战，美国的代价是丢掉了不少人的性命和资本。战争刚开始时，威尔逊政府估计战争预算为300亿美元，打算举债150亿美元，但到1919年底时，国家的债务高达250亿美元。

20年代又回到了“正常状态”的幸福年代。随着和平与经济繁荣的出现，政府不但能减少支出和税收，而且还有盈余，从而又把债务压到了170亿美元。但是好景不常，欢乐很快为大萧条的阴影所笼罩。到1933年，个人和企业所得税收入为十几年中的最低点。胡佛总统发起了社会工作与福利项目，以救济失业和饥饿的人们。政府债务又回到了230亿美元。

这仅仅是开始，到了罗斯福总统时期，这些工程大为扩展。支

出的增长速度大大超过税收的增长速度。到1940财政年度末，联邦政府债务扩大了1倍多，高达510亿美元。

二次大战期间，日本袭击珍珠港后美国参战。当时，首要考虑的是战争，为达到这一目标，估计需要3,200多亿美元。尽管公司和个人所得税都大幅度增长，美国政府还是不得不举债2,110亿美元。到1946年，政府债务高达2,710亿美元。这一数字竟然远远超过了国民生产总值。

战后美国政府支出减少，军费开支紧缩，相反，公司和个人收入都在增长，尽管税率在降低，但岁入还是增加了。1947~1949财政年度，杜鲁门政府已有少许盈余，这是30年代以来的第一次。

可是，与苏联的冷战，以及朝鲜战争，又导致美国国防费用的剧增。到1953年，债务又回升到500亿美元，这是战后以来最高的一次。由于高支出和两次经济衰退（1953~1954年和1957~1958年），在整个艾森豪威尔政府年代，债务持续上爬，1960年已到2,900亿美元。

在肯尼迪和约翰逊执政时期，美国联邦政府推行了一系列社会项目。与此同时，美国在越南战争中越陷越深，导致赤字上升，通货膨胀加剧，以及一段时期的高利率。美国政府的债务到60年代末高达3,360亿美元，10年中债券增加了780亿美元。

1968年尼克松上台后，承诺结束越战。1970年债务有所减少，但随之而来的石油提价和通货膨胀，使经济压力上升。1974年，美国进入又一轮经济衰退，失业率达到新的高水平。美国政府不得不靠举债来刺激经济，到1976年，政府债务已达6,000亿美元。

在里根执政的8年中，赤字更趋严重。里根在就职典礼上曾说，美国债务已达1万亿美元，“……用1,000美元的纸币堆叠起来，有67英里那么高”。里根任期内，美国财政赤字逐年狂增，超过以前的任何一届政府。到1989年布什上台时，美国的债务已高达3万亿美元了。布什执政4年，美国的国债总额又增1万多亿美元。

从上述简短的美国债务史中可以看出，公债发行是政府为解决各种财政困难、发展经济，或者应付战争需要的手段。美国政府

几度想扔掉这个包袱，近10多年来，每个新总统上台包括现任克林顿总统在内，都信誓旦旦要降低债务，但结果往往是有增无减。公债成了美国政府筹集资金不可或缺的工具了。

除了美国联邦政府发行了大量的债券，州和地方政府也是债券的一大发行者。州和地方政府经常为其资本项目发行长期债券，这些债券是以州的税收为支付担保的。同样，各县、市、镇、校区等各级行政机构也有权发行债券。

股份公司是债券的又一大发行者。与联邦、州和地方政府相比，公司债券的发行在时间上要晚一些，但它在数量上却是个“后起之秀”。到90年代初，其发行量已攀升到15,000亿美元左右，超过了州和地方政府的债券发行量。

二、购买债券是投资盈利的一种方式

手头稍有些积余的人，多半想把钱投资出去，以赢得更多的钱。投资者面临着广泛的选择。他可以去买房子，经营房地产；也可以找一家银行，把钱作为储蓄存进去；他也可以去买股票、债券，甚至于艺术品，诸如此类，不一而足。每种投资都有它的优点：根据不同的需要，你可以投资于利润高的、利润低的、可以免税的，或者可以防止通货膨胀的，等等。

可是，尽管存在着各种投资证券，在许多国家，人们似乎只看到四种投资方式：第一是买房子，第二是买人寿保险，余下一部分，或者是买股票，或者是普通储蓄，在两者之间选择，这当然取决于他们甘冒风险大小的程度了。这一选择有其优点，可以不必为投资太过于操心，但是，还有一个更吸引人的投资机会——那就是债券投资。

在美国联邦政府200余年的历史中，从第一个美国股份公司通过出售债券借钱开始，总有个人或企业“慷慨解囊”，随时准备贷出钱去。这当然是要收利息的。我们这里就以美国为主，论述债券和债券市场。

所有美国政府和公司发行的债券，一般都由私人持有。大多数债券，无论是买进、持有或卖出，都是由一些机构来代理的。这些机构五花八门，有非金融股份公司，也有像商业银行和保险公司那样的金融机构，也有非股份公司、基金会和信托机构等等。

个人投资者和投资机构一样，他们购入债券是基于两种考虑：一是期待在一定时期内，如10年，甚至更长时间内有定期的利息收入；二是期望能安全地保住本金。与个人不同的是，有些投资机构可能没有多少选择的自由。由于机构的性质或法律的规定，它们或许只能投资于债券或房屋抵押贷款，甚至某种特定的政府债券。

如果你有一笔钱，然而在几个月之后就可能动用。你希望这笔钱在动用之前的几个月中能为你提供利润，在要用的时候又能马上毫无损失地兑成现金。在这种情况下，这笔钱较好的去处是储蓄存款、定期存款，或购买美国财政部短期债券(T-Bill)，或者货币市场的共同基金。在这些类型中，本金是很安全的，同时也会有一定的利息。这后一类储蓄可以统称为短期债券。

债券的另一大类是长期债券。在这一类中，有几种情形可以决定投资期限的选择，包括期待的利息率，以及在这一段时间里可供使用的钱和设想的收益。

理论上，最长期的债券的利率也应该是最高，因为它们的风险经历相当长的时间。在大多数时候，实践与理论一致，但也有一定的时期，长短期利率倒挂，这主要是对远期通货膨胀率看跌造成的。

对于那些牵涉到可能不履行协议的具有较大风险的债券，利润率可能也很高，但债券评估机构(详见本书第9章)给予的定级就很低。因此，公司债券往往支付较高的利息，而政府债券的利率较低。信誉差的公司债券支付的利息要比信誉好的公司债券高得多。我们前文提到的沃伦·巴菲特购买的债券属于公司在困难时发行的“垃圾债券”，风险大，利率也就相应提高。另外还有可以免税的债券，如城市债券，定级比财政部的债券低。

有规则地支付利息，到期还本付息，这些都是债券吸引人的地方，但并不只限于此。它们还有另一个吸引人的特点：即使没有到期的债券，在必要时也可以很容易地兑换成现金。这一点是与其他证券，如：定期存款、房屋抵押款，或非金融性资产等不一样的。

如果主要目的是让资本升值，人们在通常情况下会买债券。资本收益可以去购买跨越一段时期的各种项目组合的普通股票，通过直接或间接地投资于共同基金。以资本增值为目的而购买债券，唯一的时机是在预期利率下跌时买进债券。当然，利息率的预测是十分困难的，即使是专家预测，也时常脸面蒙灰。

购买财政部债券的另一个特点是可以避免被中途兑回。这种由发行者兑回的现象在公司债券和免税债券上都有，那是在订立契约时就已经规定债券在到期前可以兑回。这可以在利率下跌、债券价格上涨的时候，通过逐渐结清(*retire*)一种债券，或者举新债还旧债(*refinance debt*)，把高息债券换成低息债券，这对债券发行者来说是很有利的。

拥有财政部债券的人也有两种主要的风险，这也是所有债券都有的两个风险：市场变化和通货膨胀。任何人如想保持债券直到债券到期的话，就别管利率的高低和债券价格的涨跌。一个人知道债券到期时的收益是怎样的，可以无视上述变化。如果在债券到期前就要取钱的话，那末，债券的价格可能会低于原先付出的代价，出售者就得承担这个损失。

至于通货膨胀，即使到期时本金全数拿回，但这些钱并不见得能买到他在最初购买债券时所能买到的东西。由于通货膨胀造成的购买力损失，不仅仅限于本金，通货膨胀同样也影响购买债券时的利率所得。

到1988年底，在美国，家庭直接拥有的政府债券、免税债券、以及公司债券和外国债券高达12万亿美元，是各类投资中最大的一种。家庭直接或通过共同基金投资于债券的资金中，最大的部分是美国政府债券，其次是免税证券。不过，家庭对公司债券的拥

有也日益增多。

其他拥有较大部分美国政府债券的，有州和地方政府、退休基金、储蓄证券、国外投资者和国际机构。投资于公司债券较多的是人寿保险公司、私人退休基金等，它们寻求可靠的公司，以求高利润。

商业银行和储蓄机构将其财产的20%投资于债券，这是由它们的经济和企业目标所决定的。贷款者给企业和顾客的金额占了其金融资产的63%。银行拥有财政部债券的多少，其中一个重要决定因素是贷款的需求，这对银行来讲是有利可图的。另一个决定因素是联邦储备系统对货币政策的执行。储蓄债券的主要目的是为储蓄和定期存款以及用于长期房屋抵押贷款。这些加起来占其总数的53%。

外国投资者对于美国来说从其建国起就很重要，并一直占相当大的一部分。到1988年底，他们在美国的1.3万亿美元投资中，44%投资于债券。

私人养老基金以及州和地方政府雇员退休基金的投资目标是很相似的。确保给退休职工支付养老金，以履行其诺言。私人基金与政府基金一样，只有一半用于债券。公众的反对、宪法修正案与其他法体的规定，限制了公共养老基金对股票的投资，但近年来公众的态度趋于缓和，公共基金的投资政策也相应起了变化。

由于有投资的安全保障要求，人寿保险公司将其财产的50%以上投资于债券，20%于房屋抵押贷款，这是因为通过长期投资易于得到预期的利润。

其他保险公司，主要是防火防灾害的保险公司，更是将其大部分资金投资于债券，比例高达65%，因为它们典型的保险政策是一年为期，甚至更短；同时也因为它们随时随地得准备着大笔支出，它们必须投资于很容易再出售的证券。它们是股票市场的大买主，因为其规则限制比保险公司少，但同时又急切想得到高的利润。

三、债券基金的勃兴

一个金融部门的一些投资公司结合在一起，发行随时可兑现的股票，并不断地出售其股份，这样，一个共同基金就形成了。美国共同基金至今有70多年的历史了。然而债券共同基金，即将资金主要或全部投资于债券的共同基金，历史并不长。

在1924年时，有一个股票基金叫做麻省投资信托基金，首次向公众提供了共同基金。到1958年已有了189个共同基金，但债券共同基金还很少。债券共同基金的迅速发展，主要基于下述几个原因。

由于共同基金在货币市场的发展，成千上万的人被卷入了共同基金。当共同基金向债券共同基金发展时，许多人也被带进了债券共同基金；许多新的投资者对共同基金组织的活动和服务显然是满意的，这些组织现在又在引导他们去长期投资于债券共同基金，而长期债券的利率又很有吸引力；政府和公司发行的债券在品种和数量上在不断增加；国内税收法的修改使得债券通过共同基金在供求上都得以增长；而金融机构之间的剧烈竞争，使共同基金在数量上、品种上、基金组织的规模等方面都在迅速发展。

债券基金和股票基金有两个特点：

第一，它们都具有投资多样化、专业化的管理，以及吸收小额投资，必要时又容易取出钱来。

第二，债券基金和股票基金在投资目标和投资政策上有所区别。债券基金的目标着眼于目前收入的增长，而股票基金则侧重于资本升值。事实上，有些股票基金完全不考虑目前的收入。

一方面，债券基金在发展，另一方面，相应的欺诈行为也时有发生。因此，债券买卖双方都要求“忠实”，联邦政府在这里起着十分重要的作用。美国政府制定各种法律条例，严格控制债券市场的运作，与此同时，又不断在税收等方面加以改革，促进债券市场

的发展。

从70年代开始,有三大因素促进了债券基金的蓬勃发展。第一,储备基金在1971年底引入货币市场共同基金。由于储蓄帐户的利率规定不得超过消费物价指数,人们就对储蓄帐户兴趣索然。于是,货币市场基金发展的时机就到来了。货币市场基金的概念是很简单的,这一基金投资于政府和高等级的公司债券,但到期时间很短,且是大宗的货币市场证券,如财政部短期债券、公司商业票据和存款单。这样,本金是稳定的,而利润和到期时间又是可以变动的。到70年代末,通货膨胀更趋严重,于是投资于货币市场共同基金者趋之若鹜。到80年代,货币市场基金竟然超过了股票和债券联合的基金。但正如货币市场基金的设计者们估计的那样,这大笔的投资很快就转入股票和债券基金。

促进债券共同基金发展的第二个因素是个人退休存款增长。这个提案是尼克松在1971年提出,1974年福特总统任内通过的。其基本设想是鼓励人们为今后退休积钱,这笔存款可以免缴个人所得税。个人退休存款的推行大获成功,其中很大一部分钱又进入了共同基金。到1982年底,个人退休存款达190万个帐户,57亿美元资金;到1988年底,高达1,570万个帐户,860亿美元的资金,其中三分之一进入了债券基金和收入基金。

促进债券基金发展的第三个因素是城市债券基金。1976年税收改革法允许共同基金组成股份公司或企业信托公司的形式,让股份拥有者从城市债券所得的利息免去联邦收入税。

80年代以来,共同基金的发展得到了各种有利的条件。它有了良好的组织程序和多种多样的投资渠道,有联邦法律的保护,再加上股份持有者的信心。80年代美国经济的增长又为共同债券基金提供了必要的经济条件。80年代头几年债券利率高达10~13%,甚至更高。同时美国联邦政府及其下属机构、各州和地方政府,以及股份公司大大增加了债券发行量,为债券基金的蓬勃发展提供了地盘。80年代债券基金发展的三个特点是:寻求担保、确定期限和走向世界。