

# 债券、基金和货币市场

BOND, FUND AND MONEY MARKET

欧阳卫民 著

中国金融出版社

# 債券基金和貨幣市場



欧阳卫民 著

中国金融出版社

责任编辑:李 岩

责任校对:张京文

责任印制:赵元桃

### 图书在版编目(CIP)数据

债券、基金和货币市场/欧阳卫民著·-北京:中国金融出版社,1997

ISBN 7-5049-1733-8

I. 债…

II. 欧…

III. ①资本市场-概论-中国②基金-市场-概论-中国  
③利息率-研究-中国

IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 03372 号

出版 **中国金融出版社**  
发行  
社址 北京广安门外小红庙南里 3 号  
邮码 100055  
经销 新华书店  
印刷 北京印刷一厂  
开本 850 毫米×1168 毫米 1/32  
印张 6.375  
字数 150 千字  
版次 1997 年 6 月第 1 版  
印次 1997 年 6 月第 1 次印刷  
印数 1-3000  
定价 12.50 元

# 序

厉以宁

欧阳卫民同志撰写的《债券、基金和货币市场》一书所探讨的课题,正是当前中国经济中最重要、也是最有研究前景的课题之一。它之所以重要,因为这不仅涉及经济体制改革(包括企业体制改革与金融体制改革)的进展,而且涉及中国今后较长时期内的经济发展速度与经济效益变动。它之所以有研究的前景,则主要有两方面的原因:第一,国际上对债券、基金和货币市场的研究虽然比较充分,但随着金融创新及其影响的日益扩大,人们有关债券、基金和货币市场的认识也在不断深化,已有的研究成果不一定能满足金融创新以后投资者的需要,因此研究工作仍需深入开展,解释新问题,提出新观点;第二,国际上对债券、基金和货币市场的研究主要依据发达的市场经济国家的情况而进行,相对地说,有关发展中国家的这方面的研究还不多,然而,中国并不是一般的发展中国家,而是一个转型发展中国家,当前中国的债券、基金和货币市场的发展都处于从计划经济体制向市场经济体制过渡的过程中,因此,有关中国的债券、基金和货币市场的研究无疑是一个有待大力开展的工作,从事这方面的研究肯定会结出丰硕的果实。

欧阳卫民同志获得博士学位后,多次表示愿意进入北京大学的博士后流动站从事研究工作,但由于他工作繁忙,未能如愿。尽管如此,他在实际的金融管理工作之余,仍孜孜不倦地读书、研究、写作。他的这本著作凝聚了近几年工作的经验与学习的心得,切

合中国经济的实况,很有参考价值。在许多方面我都同意他的观点。

我对中国的证券市场发展一直十分关心。债券、基金也是我研究的一个领域。最近十多年来,我曾一再呼吁加速中国的股份制改革,加速推行公开市场业务,以及加速投资基金的建立与规范化。关于投资基金,我的看法是:中国的投资基金一开始就存在自发的倾向。这里所说的自发倾向,主要是指法律与行政法规建设的滞后。一个明显的证据是,在全国缺乏事先的法律准备,甚至连投资基金建立与操作的规则都不具备的情况下,投资基金完全是由地方政府与企业界自行发起建立的。等到投资基金已经建立并在群众中引起反响之后,有关管理部门才着手考虑规范化的问题。这不能不被看成是中国投资基金发展的一大特点。

由于自发倾向的存在,投资基金的投资方向以及投资基金的管理等问题不一定符合国家产业政策与证券市场管理的要求。而在广大社会投资者的心目中,投资基金券或者被视同于股票,或者被视同于债券,或者被视同于股票加债券,即一方面保本保息,另一方面又能在证券市场上随行情而起落,持券人可通过买卖而获得更多的收益。在自发倾向之下,社会投资者对投资基金券的过高的期望值是不利于投资基金的正常发展的。因此,从1995年起,投资基金热一下子就消失了。

回顾1994年与1995年,中国投资基金在运作中存在的主要问题同较长时间内宏观经济的偏紧与银行利率偏高有关。由于一段时间内宏观经济偏紧,不少企业的经济收益下降,并且在市场上前景欠佳,所以投资基金的资金投向便产生了很大困难。投资基金在这种情况下必须考虑投资风险问题。企业经营状况不好,必然使投资风险增大,于是投资基金难以运作。加之,由于银行利率偏高,广大社会投资者鉴于一段时间内投资基金券的回报率偏低,而且投资基金券本身的价格也低落不振,因此对投资基金失去信

心。投资基金管理机构则认为,既然银行利率偏高,投资回报率偏少,那还不如购买国库券保值,或者投资于非生产领域,以求获得较高的收入。这样也就不符合建立投资基金以促进产业结构调整与技术创新的最初意图。

由此看来,及早制定有关投资基金的法律、行政法规固然非常必要,但要使得中国的投资基金市场活跃起来,并且使投资基金的运行比较顺利,应当为投资基金的运作造就一个合适的宏观经济环境。宏观经济环境差,即使制定出再好的法律、行政法规,也难以预料中国的投资基金有广阔的市场前景。

可喜的是,从1996年起,宏观经济环境已比1994—1995年有较大的改善。不仅利率两次下调,保值储蓄中止,而且随着通货膨胀率的下降,投资基金的发展已具有较好的客观条件。加之,有关投资基金的管理办法也将出台。所以我们相信,今后将是投资基金发展的良好时机。欧阳卫民同志在书中提出的中国基金市场的发展前景,我认为是有说服力的。

在研究中国的债券、基金和货币市场问题时,信托业的发展程度是一个不可忽视的问题。根据发达的市场经济国家的经验,没有发展的信托业,债券,特别是投资基金的发展都会受到限制。以中国的情况来说,正如我们所了解的,随着企业改革的深入,失业问题与退休职工的养老问题越来越突出,社会保障体制改革的重要性和紧迫性也越来越被人们所认识和理解。然而在中国,社会保障体制改革的难度却相当大。一方面,这是由于多年来人们生活于计划经济体制之下,“国家把企业包下来,企业把职工包下来”的思想在社会上有广泛影响,因此人们不习惯适应于市场经济体制的社会保障方式。另一方面,新的社会保障体制的建立主要依靠用人单位与职工以及一切参加社会保障的人的缴纳,经费的筹集与运用是一个难题。这两个问题不解决,新的社会保障体制只可能缓慢地建立。

但走向新的社会保障体制则是大势所趋。方向是确定的。现在需要着重解决的,是如何筹集与运用社会保障基金,并通过实践,使社会各界了解新的社会保障体制的好处。

信托机构完全有可能在新的社会保障机构的建立方面发挥积极的作用。信托机构作为非银行金融机构,有下列职能:一是财务的管理,二是投资与融资。

信托机构在发挥其财务管理的职能时,可以接受社会保障职能管理部门的委托,对庞大的社会保障基金进行财务的管理,并利用自己的经营能力,通过直接投资与间接投资等方式,实现社会保障基金的保值、增值,使社会保障职能管理部门处于委托人的地位而避免直接介入资金的使用与运作之中。

信托机构在发挥其投资融资的职能时,可以在社会保障职能管理部门临时需要较多的资金而无法应付保障支出时,提供相应的支持,以维护社会保障工作的正常运转。

信托机构作为受托人,社会保障职能管理部门作为委托人,二者之间的关系是一种信托契约关系,由法律、法规给以保障。至于社会保障基金的运作成本,则可以依靠上述委托与受托关系下降到尽可能低的地步。

正如欧阳卫民同志在书内所指出的,基金的运作是关系到基金能否发展的主要问题,在中国,如果能通过社会保障体制的改革,通过信托业的发展,充分发挥基金市场的功能,那么基金的运作必将顺利得多。在这方面,可以借鉴发达的市场经济国家的一些做法。例如,建立企业职工福利信托,即由企业提取利润的一部分,并按期从职工工资中扣除一部分收入,交给受托人(信托公司)进行投资管理,而参加企业职工福利的职工则在到达退休年龄或丧失劳动能力时,由受托人从信托财产中支付养老金。受托人则通过自己的合法经营,包括投资于债券、基金券或其他有价证券,以及经过批准的经营范围内的业务,获得一定的收益。这样,社会

保障、信托业与基金市场三者的发展就可以有机地结合在一起了。此外,为了推动社会公益事业的发展,公益信托业务也是大有可为的。公益信托业务尽管是非营利性的,只能收取相当于管理经营费用的报酬,但由于受托人同样需要对信托财产进行运作,所以客观上仍然会促进基金市场的成长。在中国,公益信托业务的开展远远不够,这也将是结合社会保障与慈善事业的推进而有待于发展的信托业务之一。

希望欧阳卫民同志这本著作的出版能引起关心中国社会保障体制改革与信托业发展的读者们更大的兴趣。

1997年5月26日

于北京大学光华管理学院



# 规则优于发展

谢 平

债券、基金和货币市场都是中国近年来的热门话题,然而十多年来的实际发展状况却不尽理想,而且频频出事。例如:大量企业债券到期兑付不了;国债回购市场留下的违约债务链 300 亿元,至今未清;货币市场风险大、违约多,大量资金却莫名其妙地流向股票市场和房地产市场;基金市场至今没有规则,各行其是,价格离谱。这些问题在欧阳卫民先生的《债券、基金和货币市场》一书中有较详细的描述。

改革要前进、市场要发展、规则要确立、监管要加强,这些话天天说,做起来是难上难。每一项规则的制定都是多方利益的较量,要不就是互相扯皮、规则迟迟出不了台,要不就是出台的规则留许多活口,有不少漏洞。市场监管工作也是说话的人多,干实事的人少,到现场真检查的人更少。现在违规者众多,一查就抓住一大把,但经过多方干预,受处罚者不多,处罚大人物更难。如此下去,债券、基金和货币市场的发展就越来越不规范,有可能导致骗局和市场风险危机。

经常有人说,现在是改革时期,市场发展是首要的,规则可以慢慢建,所谓“先上车,后买票”。实际并非如此。改革是用新的规则替代旧规则,而不是不要规则。金融市场的发展必须要有规则制约,否则就成了一个普遍违约、到处行骗的赌场;没有规则的市场发展会引起交易成本大幅度增加,导致交易无法继续;这些都是

经济学中的基本原理。我国金融市场方面的改革已经有十几年了,取得了很大成绩,也付出了很大代价。当前我国多年聚集的金融风险逐渐暴露,正是前十几年金融市场中规则约束不强所造成的后果。现在,当我们回过头来看,不得不承认:规则优于发展。

1997年6月6日

# 目 录

序 .....	厉以宁	(1)
规则优于发展 .....	谢 平	(1)

## 债券市场

<b>第一章 我国债券市场概论</b> .....		(1)
一 我国债券市场发行与转让 .....		(1)
二 我国债券市场的主要问题与解决办法 .....		(2)
三 论我国受益债券 .....		(4)
四 论我国金融债券 .....		(6)
<b>第二章 企业债券市场生存与发展的基础</b> .....		(9)
一 企业债券到期无力兑付问题比较突出 .....		(9)
二 企业债券兑付困难的原因 .....		(10)
三 企业债券发行制度需要改革 .....		(11)
四 千方百计解决目前企业债券兑付问题 .....		(12)
<b>第三章 我国公司（企业）债券的改革思路</b> .....		(14)
一 严格发债主体，做好评级、担保工作 .....		(14)
二 积极推行债券新品种 .....		(16)

- 三 改革债券本息支付制度，建立偿债基金 ..... (21)
- 四 允许信誉好的公司债券进入证券回购市场，加强  
公司债券市场的信息披露工作 ..... (23)

#### **第四章 我国公司债券市场法制建设的成就与不足** ..... (24)

- 一 从《企业债券管理暂行条例》到《企业债券管理条例》 ..... (24)
- 二 进一步完善公司债券市场法制的必要性 ..... (26)

#### **第五章 我国公司债券法律框架的构想** ..... (30)

- 一 立法总原则 ..... (30)
- 二 公司债券的发行和销售 ..... (31)
- 三 公司债券的上市与交易 ..... (35)
- 四 公司债券的担保与兑付 ..... (37)
- 五 公司债券持有人的权利和义务 ..... (37)
- 六 公司债券评级、利率、税负 ..... (38)
- 七 公司债券的信息披露 ..... (38)
- 八 法律责任 ..... (40)

## **基金市场**

---

#### **第六章 基金在市场经济中的意义** ..... (42)

- 一 基金本身的经济意义 ..... (42)
- 二 基金是促进投资体制改善、加强宏观调控的重要  
金融工具 ..... (43)
- 三 基金日益成为证券二级市场的中流砥柱 ..... (44)

<b>第七章</b>	<b>我国基金市场的起源与发展</b> .....	(48)
一	1993 年以前 .....	(48)
二	1993 年 .....	(49)
三	1994 年 .....	(56)
四	1995 年 .....	(62)
五	中国基金市场的发展 .....	(70)
<b>第八章</b>	<b>我国基金市场若干问题的探讨</b> .....	(77)
一	我国基金的发展方向 .....	(77)
二	组建合资基金管理公司的利与弊 .....	(78)
三	受益债券改造问题 .....	(79)
四	国债组合凭证与开放式国债基金问题 .....	(80)
五	境外基金与诈骗问题 .....	(81)
六	基金上市问题 .....	(82)
七	基金纳税问题 .....	(83)
八	国债发行与投资基金 .....	(85)
九	国债基金如何设计 .....	(87)
十	基金市场三个技术问题 .....	(88)
<b>第九章</b>	<b>借鉴境外经验, 促进我国基金业规范发展</b> .....	(91)
一	主要国家和地区的基金业概况 .....	(91)
二	美国共同基金的特点 .....	(94)
三	日本基金监管之要义 .....	(96)
四	香港基金业的发展及对内地的启示 .....	(98)

<b>第十章 投资基金法律框架的构想</b> .....	(103)
一 立法总原则.....	(103)
二 基金的发起与设立.....	(103)
三 基金的募集与交易.....	(107)
四 基金托管人、管理人的职责.....	(109)
五 投资限制.....	(113)
六 持有人的权利与义务.....	(115)
七 基金财务及清盘.....	(116)
八 法律责任.....	(118)

## 货币市场

<b>第十一章 从 1996 年两次降息看最适利率问题</b> .....	(120)
一 1996 年 5 月 1 日第一次降息 .....	(120)
二 1996 年 8 月 23 日第二次降息 .....	(124)
<b>第十二章 规范证券回购市场的必要性</b> .....	(128)
一 规范化的证券回购市场是怎么回事.....	(128)
二 我国证券回购业务开办情况.....	(129)
三 应该纠正的两个错误观点.....	(131)
四 上海国债回购市场资金运作情况.....	(132)
五 关闭上海证券交易所证券回购市场.....	(135)
<b>第十三章 建立全国统一的同业拆借市场</b> .....	(137)
一 过去我国同业拆借市场的弊端.....	(137)

二	改革的目标、原则和重点·····	(139)
三	全国银行同业拆借网络系统·····	(142)
四	全国同业拆借市场交易情况及进一步完善市场的措施·····	(144)
<b>第十四章</b>	<b>发展票据市场</b> ·····	(146)
一	票据的概念及发展票据市场的积极意义·····	(146)
二	我国票据市场存在的主要问题——以武汉为例 ·····	(149)
三	我国票据市场的建设·····	(150)
<b>第十五章</b>	<b>外汇业务和我国银行间外汇市场</b> ·····	(154)
一	外汇业务及其监管·····	(154)
二	我国银行间外汇市场·····	(156)
<b>附录</b>	·····	(159)
一	1981~1996年我国国债发行统计	
二	历年全国企业债券发行兑付统计表	
三	历年全国企业短期融资券发行兑付统计表	
四	逾期未兑付企业债券统计表	
五	国际货币与利率	
六	我国现行利率表	
七	1996年全国场内同业拆借、上海国债回购及A股成交额、上海综合指数一览表及图	
八	1996年全国银行间拆借市场拆借额与CHIBOR表	

# 第一章 我国债券市场概论

## 一 我国债券市场发行与转让

自从 1981 年我国恢复国债发行以来，债券市场在我国得到了飞速发展：发行市场扩大，债券品种纷呈；转让市场活跃，并初步形成了全国性债券交易中心；管理水平和操作水平明显提高，法制日臻完善。总之，债券市场已成为我国金融市场的重要组成部分，为我国经济建设和投资体制改革做出了突出贡献。

### (一) 发行市场

1981 年，我国恢复了国库券发行。1985 年，恢复金融债券发行。1986 年，恢复地方企业债券发行。1987 年，恢复国家重点建设债券、国家投资公司债券等品种发行。1988 年恢复财政债券、国家建设债券、基本建设债券、短期融资券等发行。1989 年恢复特种国债、保值公债发行。1991 年恢复国家投资债券发行。1992 年发行中央企业债券、住宅建设债券和地方投资公司债券。

我国债券发行市场有两个明显特点：(1) 债券品种多样化。1981 年，我国债券发行市场上，只有财政部发行的国库券一种，此后的十余年间，财政部、银行、企业等单位共发行了五大类 16 个品种的债券。债券品种的迅速增加，极大地丰富了我国债券发行市场，满足了不同筹资者和投资者的需求。(2) 发行机制市场化。最明显的是国债发行。整个 80 年代，国债销售基本上都采取行政手段和计划分配方式。1991 年 4 月，开始试行承购



包销方式，发行国库券占当年 100 亿元总任务的 65 亿元。1992 年进一步巩固、扩大和发展了承购包销方式，充分体现了发债主体与承销商之间平等、互利的关系。由于直接向财政部承销国库券的商人越来越多，有关承销商资格、权利和义务没有明确规定，某些承销商行为不规范，1993 年我国又及时建立了国债一级自营商制度，19 家资信良好的金融机构获准成为我国首批国债一级自营商。

## **(二) 转让市场**

1987 年，我国金融机构开办了金融债券和地方企业债券转让业务。1988 年又开办国债转让业务。目前，全国已初步形成以上海、深圳等证券交易场所为点、大量柜台交易为面的点面结合的债券转让网络。

为促进我国债券转让市场的发展，活跃债券发行市场，我国证券界进行了一系列的金融创新。如 1992 年 12 月 28 日，上海证券交易所首次在我国开办国债期货交易业务。1993 年，为了改进国债交易机制，又对当年第三期国库券(非实物券)采用净价交易方式，并开始探索利用国债投资基金，进一步改善国债二级市场。

## **二 我国债券市场的主要问题与解决办法**

### **(一) 主要问题**

1. 如果物价继续上涨或银行存款利率上调，或某些更优惠的券种出现，债券发行市场的拓展可能面临困难。
2. 目前除国库券有一些交易外，企业债和金融债几乎都有行无市。
3. 由于企业经济效益差，或者短债长用，企业债券到期偿还率较低，债券信誉比较差。