

# 第一章 国债与国债市场

## 第一节 国债

### 一、国债的基本含义

国债，亦称中央政府公债，是一国中央政府为筹措资金向投资者出具的、承诺在一定时期内支付利息并到期归还本金的债务凭证。从定义中可以看出，国债具有下列性质：

第一 国债是一种债务。所谓债务 从法律上讲 它代表着所有权的转移，即从债权人转移至债务人手中。国债表现在资金的所有权从投资者转移至国家。

第二，国债是一国中央政府的债务。国债与普通的债务不同，其债务人是国家，是国家信用的一种形式。

第三，国债需要还本付息。投资者将资金的所有权让渡给国家，当债务期限届满时，投资者可以收回本金，并得到除本金之外的利息收益。

国债作为债券的主体，一般应具有以下几个基本要素：

第一，国债的面值。国债的面值包括面值的币种和面值的大小两个基本内容。面值的币种主要取决于发行者的需要和筹资的地点，内债的币种是本市，外债的币种一般为国债发行地的货币。面值的大小取决于筹资对象，对于个人投资者，面值不宜太大；而对于机构投资者，小额面值不利于其流通与转让。

第二，国债的利率。国债的利率是国债的利息与其面值之比，是反映其收益情况的一种相对指标。利率有固定利率和浮动利率之分。固定利率是发行时确定的一种不变利率；浮动利率则是以某个参照利率为基准，随其参照利率的变动而改变。如我国前几年发

行的保值国债，就是一种以保值贴补率为参照系的浮动利率。

第三，国债的还本期限。国债的还本期限可长可短，其变动范围很大。短则几个月，长可达数十年。

此外，国债还应载明诸如发债日期、地点、发债主体印记等其他内容。

国债也具有债券的三个一般特征：流动性、安全性和收益性。债券的流动性也就是债券的市场性，是指持有者想转让所持债券时能顺利成交的程度；安全性是指债券持有者到期能够无条件地收回本金；收益性是指持有者可以在债务期间或期满后取得本金之外的收入。国债作为一种特殊的债券，其特殊性主要表现在以下几个方面：

第一，安全性最高。国债是以国家信用为前提，以国家财政收入为保证的，国家信用与国家主权同在，国家信誉是最高的信誉，故国债的安全性是所有债券中最好的。普通债券由于发行者在信誉上的差异与经营业绩的好坏，其安全性有高低之分。一旦债券发行主体破产，其债券就毫无安全性可言，这在激烈的市场竞争中表现得尤为突出。因而，各国在进行债券信用评级时，国债就不被列入被评范围之内。

第二 流动性好 变现能力强。国债有其高度的安全性为保证，故在证券市场中享有极好的信誉 素有“金边债券”之美称 是投资者重点投资的对象。大多数国家国债的发行量一般都较大，在证券市场上都具有举足轻重的地位，国债的流通市场也很发达，国债交易十分方便并且很容易成交，因而具有较好的流动性。

第三，利息收入有保证。国债的发行是以国家信用为基础，以取得资金在一定时期的使用权，这种使用权的取得不同于税收等，而是一种市场行为。因此，必须以付给资金的让渡者利息为条件。由于国债的风险很小，其利率一般应低于其他债券。但在我国，由于历史的原因，近几年发行的国债是无风险与高收益并存，国债的利率甚至比同期银行存款利率高 1~2 个百分点。

第四，税收上享有优惠政策。几乎在所有发行国债的国家中，

国债的利息收入都是免交个人收入所得税的。其他各种资本性的收入，如股票、公司债、金融债等的收入都要缴纳个人收入所得税。除此之外，很多国家为了增强国债的流动性，降低投资者的交易成本，采取了降低国债交易税或免交国债交易税的政策，这是其他可流通性证券无法比拟的。

同时也应该指出，由于国债的债务人是国家，国家可以运用政治权力强制发行国债，或无条件地推迟还本付息期限，甚至用货币贬值、以旧债换新债的方法赖帐，特别是在非常时期更是如此。这是国债与其他信用形式的一个显著区别。

为了更好地把握国债的含义，有必要将下面几组概念区别开来：

(1) 国债与公债。这是两个既有联系又有区别的概念，国债和公债都是指政府的负债或债务。然而，公债并不等于国债。在西方国家中，地方政府也可以凭借其自身的信用发行地方政府债券，所以在这些国家中，公债包括两大部分，即中央政府公债和地方政府公债。只有中央政府公债才称为国债。但在我国，国家规定地方政府无权发行债券，只有中央政府才有发行债券的资格，所以国债和公债在内涵上实际是相同的。

(2) 国债与国库券。国库券是国家财政为弥补短期财政赤字而发行的债券，是国债大家族中的一员。在和平时期，政府发行国债的目的一般有二：一是弥补财政赤字和调节季节性资金缺口；二是筹集建设资金。当国家财政收支出现逆差时，直接的银行透支会导致货币供应量的增加，从而引起物价上涨，所以大多数国家弥补财政赤字都采用发行国债这种方式。我国的国库券就是在这种情况下产生的。

(3) 内债与外债。内债是境内国债的简称，指一国政府在本国市场上发行的债券，它是国债的一部分，一般以本国投资者为发行对象。当政府在海外市场上发行债券时，就产生了境外国债，简称外债。国债包括内债和外债两种。本书所指的国债，在无特别说明之处，一般指内债。

## 二、国债的种类

国债的种类是随着市场经济的发展而不断分化形成的，现代市场经济巨大的规模、精细的分工、错综复杂的经济关系使得国债逐渐发展成为一个种类繁多、规模庞大的系统。现代国债的种类多样化和复杂化，给国债的管理增加了新的难度。为了便于正确理解，我们将国债按照不同的标准进行以下分类。

### 1. 按募集方式分类

国债按照举借方式的不同，可以分为强制国债、爱国国债和自由国债三类。

(1) 强制国债。指国家依靠政治权力强制性地向公众举借债务。这种借债方式不考虑对方是否愿意，直接根据收入的多寡强制分摊承购任务，这是国债特有的发行方式，它在国债产生的初期和战争等非常时期比较常见。作为一种有别于税收等其他形式的财政收入，这种强制性国债现已很少被采用。

(2) 爱国国债。也称“准强制公债”它是利用本国人民的爱国心发行的国债。在战争等非常时期，或在国家因某种原因处于暂时的困难时期，这是一种行之有效的发行办法。如我国在建国初期和“一五”期间发行的“人民胜利折实公债”和“国家经济建设公债”都属于这种情况。但爱国国债是以牺牲个人利益为前提的，难以维持长久。

(3) 自由国债。是政府按照信贷原则，以经济利益刺激来募集社会闲置资金而形成的债务，这是世界各国普遍采用的举债方式。用这种方式举债时，政府注意的是采用什么样的发行条件，能够以最小的成本筹集到所需数量的资金。由于债务人是政府，只要条件适当，即使利率较低也能筹到资金。

### 2. 按发行地域分类

国债按照发行地域或国别的不同可分为境内国债和境外国债（简称内债和外债）。

(1) 内债。是本国政府在国境内发行的国债，其主要发行对象

是本国投资者 如商业银行、企事业单位、居民个人等。内债的划分只以国境为标准，无论是外国投资者在本国市场上购买，还是本国投资者以外币购买，均为境内国债。

(2) 外债。是指一国政府在其国境以外的市场上发行的国债，这种国债的债权人多为外国政府、企业、个人投资者和国际金融组织。随着全球证券市场日趋一体化，境外国债的发行已成为一种发展趋势，而且规模也逐步扩大。我国发行的日元武士债券和美元债券都属此类国债。

### 3. 按购买国债的支付方式分类

政府在不同的经济环境下可选用不同的支付方式发行国债，这样就产生了货币国债、实物国债和折实国债。

(1) 货币国债。顾名思义即指认购者直接以货币支付的国债。具体地讲，货币国债又可以分为：① 本币国债，即以本国货币购买的国债；② 外币国债，即以外国货币购买的国债；③ 黄金国债，是以黄金或白银为支付手段的一种很特殊的国债。

(2) 实物国债。即指以实物为发行对象的国债。一般来讲，实物国债与自然经济是密不可分的，是市场经济不发达的表现，现在已不为各国采用。实物国债又可以根据实物对象不同细分为谷物国债、食糖国债等各种以实物名称命名的国债。

(3) 折实国债。是介于货币国债和实物国债之间的国债类型。它是政府在货币贬值严重的情况下，为了抵消币值的巨幅下降对债权人利益造成损害，而在还本付息时按特定量的实物加以折算偿还的一种国债。从根本上来讲，折实国债也是一种货币公债，因为无论是在发行时还是在还本付息时，折实国债都是以货币形式支付的。

### 4. 按国债的用途分类

国债收入的用途一般有以下几个：弥补财政赤字；弥补经济建设资金不足 替换旧债 特别用途 如突发的灾害或爆发战争。按照这些用途可将国债对应地分为四大类：

(1) 赤字国债。即指国家为弥补财政赤字发行的债券。在财务

收支状况不佳的国家赤字国债所占比重较高，如战后的美国，其联邦政府公债的发行量不断增加，其中主要部分就是赤字国债。我国建国以来发行的国库券也是赤字国债。

(2) 经济建设国债。国家在兴建大型项目或加快经济建设步伐时，需要投入大量资金，仅仅依靠国家财政收入是远远不够的，国债可以弥补建设资金的不足。如我国“一五”时期发行的“国家经济建设公债”以及改革开放后发行的“国家重点建设债券”均属此类公债。

(3) 替换国债。亦称例换国债或轮换国债，是既发国债到期时政府无力偿还，用借新债还旧债而发行的债券，有时甚至直接用新旧国债交换的办法清偿旧债。这种清偿方式使债权人到期无法收回本息，有损国债的信誉。日本有关法律规定，偿还赤字国债时不能够发行替换国债，而偿还经济建设国债时则可以用以旧换新的办法。

(4) 特别国债。在出现一些意外事件，如战争、大的自然灾害时，国家不可能短时期内筹得大笔资金，所以发行特别国债以付急需。待事件妥善处理后有能力时再偿还。

## 5. 按偿还期限分类

按照国债的偿还期限的长短不同分类，可划分为短期国债、中期国债、长期国债和无期国债。

(1) 短期国债。是指偿还期限在 1 年以内的国债。常见的期限有：3 个月、5 个月、6 个月、9 个月和 1 年。这种国债的发行目的是为弥补中央政府暂时的季节性资金不足，并可以作为中央银行公开市场操作的对象。其发行方式灵活，发行频率很高，便于随时吸纳游资。短期国债的流动性极好，是最常见券种之一。

(2) 中期国债。一般是指债券期限在 1 年以上、10 年以下的国债。中期国债与短期和长期国债相配合，有利于吸收更多不同期限的社会闲置资金，扩大国债的债源容量；有利于政府更为灵活地利用债务手段来干预宏观经济运行和更多地取得收入。我国现有的国债品种多为中期国债。

(3) 长期国债。指偿还期限在 10 年或 10 年以上的国债，它的优点是政府避免了频频进入市场，从而发行成本降低，从债务管理上讲也比较简单。另外，还本付息可从长计议，在某种程度上可以缓解政府的支出压力。但由于期限过长，对投资者吸引力不大，故其发行利率较高。

(4) 无期国债。亦称永久国债，英法等国都有这种类型的国债。这种国债在发行时并不规定偿还期限，持有者可凭券获得利息收入，但不能向政府赎回本金。当政府的财政状况宽裕时，可以随时从市场上用买入无期国债的方式加以注销。这种国债从政府来看，可以不受偿还期限的约束，不存在偿还期满因财政困难而被迫发行替换国债的弊病；从债权人角度看，持有者虽可以通过市场转让来获得资金，但偿还期限不定，甚至可能被无限期地推迟，故而利率风险较高，吸引力不大。

#### 6. 按还本付息方式分类

国债按照不同的还本付息方式可分为：贴现国债、定期偿还国债、附息国债和抽签偿还国债。

(1) 贴现国债。又称贴水国债或折扣国债。其特点是：发行时以低于票面金额出售，偿还时以票面金额收回，债务期限内不支付利息，而将票面价与发行价之差作为利息收入预付给认购者。这种国债的期限一般较短。

(2) 定期偿还国债。指债务期限届满时一次性还本付息的国债，也是零息债券的一种，中途不支付利息。我国发行的国债绝大多数为该国债，其优点是收益性稳定，缺陷在于利率风险较大，如在债务期限内出现通货膨胀或市场利率上升等情况，投资者就要蒙受利率损失。

(3) 附息国债。又称剪息国债，是债务期限内每半年或每一年支付一次利息，到期还本的国债。它的期限一般较长，至少是 5 年以上，甚至是无期国债。因为一次性还本付息对政府支出压力很大，而且债务期限内不支付利息不利于刺激投资者认购国债，故目前各国在中长期国债发行时大都采用附息方式。

(4) 抽签偿还国债。即指利率和期限固定，期满后分若干次还本付息，偿还的先后顺序由抽签决定。这类国债的优点是可以减轻中央财政一次性还本付息的压力，但对持有者缺乏吸引力，只能强制发行。我国 1981~1984 年对个人所发行的国库券就属于这种情况。

## 7. 按利率是否固定分类

国债利率的高低同时决定着投资者的收益率与政府筹资成本的高低，按其是否固定可分为固定利率国债和浮动利率国债。

(1) 固定利率国债。是指国债的利率在发行时一经确定，债务期限内不能随金融市场利率水平的变动而变动。一般来讲，期限较短的固定利率债券的利率风险较小；反之，期限越长，利率风险越大。我国因实行严格的利率管制，国债利率多为固定利率。

(2) 浮动利率国债。是固定利率国债的对称，其最大的特点就是利率不固定，随着金融市场利率的变化而浮动。这种国债是在市场利率波动幅度较大、预测利率趋势较为困难的情况下，为适应筹资者和投资者减少或回避利率风险的需要而设计的。浮动利率国债的历史较短，70 年代初才在西方证券市场出现。因其利率要分期调整，故不能采用贴现发行。短期国债的期限太短，没必要采用浮动利率制。长期国债期限过长，浮动利率计算很复杂，因而采用浮动利率的多为中期国债。近年来，因国际金融市场利率波动频繁，浮动利率国债迎合了筹资者和投资者的要求，其发行量增长很快。

除上述两种国债之外，在付息方式上还有一种很特殊的国债——保值国债，指在债务期内出现较为严重的货币贬值时，政府为维护国债资信按当期物价指数对其进行保值贴补的国债。因为各个时期内的保值贴补率不相同，随物价指数的变动而变动，实际上固定利率变成了浮动利率。我国分别在 1989 年和 1993 年两个通货膨胀期对国债实行过保值。

## 8. 按流通性分类

国债按流通性差异，可分为以下两类：

(1) 可转让国债。是指能够在证券市场中流通转让、未到期不能兑付本金的国债。这类国债的安全性和流动性极好，对投资者颇有吸引力。

(2) 不可转让国债。是指不能转让和买卖、但在某种条件下可以要求政府提前偿付本金的国债。其优点是安全性强，但因不能上市流通，不受市场利率变动影响，变现能力较差，不易为投资者接受。

#### 9. 按是否记名分类

国债按是否记名可分为记名国债和无记名国债。所谓记名国债，即发行时在券面上标明认购者姓名的国债，若转让必须有持有人的背书，可以挂失。无记名国债在券面上无此注明，不能挂失。

#### 10. 按是否存在国债现券分为实物券国债和无纸化国债（记帐式）

在政府债券的托管及结算现代化未实现之前，所有的国债都是以现券或收款单形式出现的。随着电子计算机技术的发展，出现了托管结算系统 国债的发行、交易、托管、结算都可以通过记帐式进行 这样就省去了现券的印刷、运送、保管、销毁等手续 大大降低了发行成本，并提高了交易效率。无纸化国债的出现是现代化高科技在证券市场中运用的结果，并随着托管登记系统的日趋完善，它将完全取代现券国债。

除了以上分类方式之外，国债还可以用其他的标准进行分类。如根据认购对象可分为单位认购国债和个人认购国债等等。

## 第二节 国债市场

### 一、中国国债市场发展的历史沿革

从 1981 年算起，我国国债恢复发行已经延续了 18 年。在这短短的十多年中，国债的年发行规模从 1981 年恢复发行时的 48.66 亿元剧增至 1997 年的 2485.96 亿元，净增了 50 多倍，年均增长 24% 远远高于我国同时期的 GDP 的增长速度。随着国债存量的逐步增加，一个以证券交易中心为主体、以柜台交易为补充的全国

性的国债市场已初步形成。统计资料显示，仅 1995 年国债年成交额高达 58 307.13 亿元，占证券市场总成交量的 92% 以上 毫无争议地坐上了证券市场的“头把交椅”。从市场的角度来考察 我国国债和国债市场的发展经历了以下几个阶段：

#### 第一阶段（1981~1987）：恢复国债发行

我国的国债是在 1981 年被重新启用的。当时，发行国债主要是为了弥补财政赤字。众所周知，我国的经济体制改革是从分配领域入手的，重点是改革收入分配的形式来调动微观经济主体的积极性、主动性 这在财政上具体表现为“减税让利”。在农村 随着家庭联产承包责任制的推行，国家大幅度提高了农副产品的收购价格。农副产品收购价格的提高，一方面增加了农民的收入，另一方面却减少了工业部门的利润，进而减少了财政收入。但与当时对应的财政支出并没有减少，反而因价格补贴等原因而逐年增加。随后，减税让利又向城市扩展，进一步减少了国家财政收入。奖金制度的实行，又较大幅度增加了职工的工资收入。这一系列措施，使国家原有的聚财方式受到了挑战，国家财政收入占国民收入的比重逐年下降，而财政支出又因价格补贴等因素增幅较快。1979 年和 1980 年中央财政分别出现了 170.67 亿元和 127.50 亿元的硬性赤字，连续两年的大量银行透支引起了市场物价的上涨。为确保中央财政的收支平衡和物价稳定，国家决定发行国债，把分散出去的财力重新集中回来。1981 年国家计划发行 40 亿元国债 结果在爱国热情的激励和各级政府的大力动员下，广大群众和企事业单位认购积极 实际发行 48.66 亿元。1981 年国债的成功发行为其后的国债发行打下了良好的基础，尽管当初国家在决定发行国债时并没有长期发行的打算。随着改革开放向纵深发展，居民和社会集团的应债能力进一步增强，国家决定继续向人民借钱，因而国债发行就持续下来，且发行规模越来越大，投资者手中的国库券也越来越多。到 1987 年 国家仍规定国债不能够流通转让 国债充其量只能算是一种“储蓄券”处于有债无市的状态。这样就产生了一系列的问题：国债变现能力差（不到期限基本上不能变现）影响群众

认购积极性使国债的投资风险增大，国债的发行愈来愈困难；“黑市交易”乘虚而入，非法倒卖国债活动猖獗，严重扰乱了金融市场秩序，损害了国家和人民的利益。开发国债二级市场已势在必行。

### 第二阶段（1988~1990）初步构建国债二级市场

连续 7 年的国债发行使认购者手中积累了数百亿元的国债，国债二级市场封闭的缺陷更加明显地得以暴露。1988 年我国分两批在全国 61 个城市进行国库券流通转让的试点，国债二级市场得以初显端倪。当年国债市场呈典型的“买方市场”，共成交了 3500 亿元。开放国债二级市场是我国国债市场发展史上的第一大转折点。在此之前也就是 1985 年，国家虽然也制定了国债贴现办法，但为了阻止大量贴现，贴现率定得非常高，年息 15.516%。这实际上是一个惩罚性的贴现措施，因为国库券规定持满两年后才能贴现，也就是说持有者在两年后拿 100 元国库券去贴现，只得现金 72 元，国债流通仍难以实现。进行国库券流通转让试点取得了极大的成功，到 1990 年国债市场交易品种从最初的 2 种国库券扩大到 6 种国库券和财政债券，年交易额达 100 亿元。国债二级市场已由局部市场发展成全国规模的市场。随着国债二级市场的迅速发展，国债交易价格上升，其实际收益率已渐渐接近理论收益率。而且在这个过程中，全国各地如雨后春笋般地涌现出大批证券公司、信托投资公司和国债服务公司等证券中介机构，截止 1990 年底，全国已有一千多家。这些非银行金融机构都将国债作为重点投资和交易对象，它们的出现为日后国债市场的发展奠定了良好的制度基础。从管理者角度来看，尽管 1988 年开放国债二级市场这一举措还未上升到建立国债市场的高度来考虑，只是一种权宜之计，但应当承认，从那时起就奠定了我国国债市场进一步发展的基础。

### 第三阶段（1991~1992）引入市场机制 完善国债发行方式

国债市场的第二个转折点是在 1991 年，财政部首次改革用行政分配方式发行国债，组织了“承购包销”。1991 年 4 月 20 日，财政部与承购包销团主干事中国工商银行信托投资公司签订了承销

合同，共有 70 家证券中介机构参加，承销总额为 25 亿元，占原定总发行量的 25%。其余的 75 亿元拟用行政分配方式摊给地方政府。但这些指标分配到地方之后，地方各级政府纷纷仿效中央政府的做法组织了地方“承购包销”，地方财政部门作为代表财政部的一方，另一方便是地方证券中介机构。总的算起来，1991 年发行的国债中有 75% 是通过承购包销方式发行的。这说明，承购包销这种国际通行的发行方式在中国同样适用，而且受到了证券中介机构和个人投资者的欢迎。这对于中国国债市场的发展具有重大的历史意义，因为它将市场机制引入了国债一级市场，不仅为二级市场的进一步发展提供了有利条件，还大大简化了发行手续，降低了发行成本，并且为改善中央银行通过新的货币政策工具调节国民经济奠定了基础。对此，当时的国外舆论给予了相当高的评价，《亚洲华尔街日报》甚至将此举称为“迄今为止中国金融改革最重要的举措”。

国债承购包销的成功，大大促进了国债市场的发展。一级市场初步建立后，尽管利率远没有市场化，但由财政部和承销商之间通过协商方式确定。当时的情况是：国债利率水平比同期的银行定期存款高 1~2 个百分点，这比较符合当时的市场供求状况。所以国债发行时受到投资者的欢迎，进入二级市场后交易十分活跃，价格稳中有升，1991 年总成交量为 370 亿元，比上年增加了 2 倍多。与此同时，二级市场的迅速发展对证券中介机构提供了一个极好的机遇，促使这些证券中介机构进一步改造、分化和发展，相继建立了上海和深圳两家证券交易所，还有其他像武汉这样的区域性证券交易中心。截止 1991 年底，全国的证券中介机构已有 2 千多家，这些机构的设立和运行，进一步促进了二级市场制度结构的职能化。

#### 第四阶段（1993~1997）规范交易行为 培育市场主体

1993 年国债一级自营商制度的建立是我国国债市场发展史上的第三个里程碑。为完善我国国债发行与流通的市场机制，1993 年财政部、中国人民银行和中国证券监督管理委员会联合制订了

《中华人民共和国国债一级自营商管理暂行办法》，并根据这一规定首次审批了 19 家证券中介机构和银行成为首批国债一级自营商。后来又有 20 家获准成为一级自营商，它们在国债发行中起了重大作用。一级自营商制度的建立，标志着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。在一个健全的市场中，应有各种执行不同功能的市场参与者，发达国家的证券市场就活跃着一级自营商、经纪人、自营商、机构投资者和个人投资者。他们分别完成不同的功能，是证券市场得以顺畅运转的重要保证。而在我国证券市场，参与者单调而且未能很好地划分职能界限，各自的权利和义务都无法界定，这在很大程度上阻滞了国债市场的发展。而一级自营商制度的建立有力地推动了国债市场朝着功能化和规范化的方向发展。

此外，1993 年国债市场衍生交易工具开始出现。作为短期资金融通手段的国债回购业务开始在证券中介机构和银行之间出现。不久，上海证券交易所率先向社会推出国债期货交易，两种更高级交易工具的出现极大地活跃了国债二级市场。据统计，1994 年全年国债期货共成交 15 000 多亿元，占国债总成交量的 75%，足可证明国债期货交易之火爆。回购交易亦为证券商所青睐。全国三大国债集散地之一——武汉证券交易中心国债回购交易占主体地位，为交易总量的 60% 左右。

但是，国债市场交易火爆的背后隐藏着很多深层次的问题，这些问题在市场的运行过程中逐步暴露出来。国债期货作为主要的利率期货品种本应是套期保值和回避风险的有效工具，但由于交易制度以及市场监管等方面的原因，大量的过度投机者乃至非法投机者的参与，加之信息披露的不规范，使得期货市场剧幅震荡。1993 年实行保值贴补后，由于物价上涨、补贴率连创新高，国债期货的行情日渐看好，价格日益攀升，呈典型的单边市，多方连连得手，空方无还手之力。1995 年 2 月 23 日，国债期货市场终于爆发了“327 风波”，从而直接导致国债期货停盘。同时，国债回购市场也出现了很多问题。一方面场内回购由于没有一个全国联网的托

管结算系统，交易所之间的彼此分割很容易造成回购交易中心买空卖空 违规拆借也时有发生。另一方面 还存在着一个庞大的、无法监测的场外回购市场。滥开国债代保管单、擅自提高拆借利率等，使得各业务往来单位之间的债务链达到了惊人的程度，回购市场随之进入清理整顿。因而有人称 1995 年是国债市场的多事之年。

1996 年是国债一级市场进步最快的一年。首先，发行价格采用招标方式（其中国库券还用贴现方式），进一步与国际惯例接轨，同时也突破了我国国债发行史上的利率管制，这不能不说是发行史上的一大进步。其次，国债的品种结构进一步优化。我国过去发行的国债主要以中期为主，供投资者选择的余地不大。1996 年上半年发行的 7 期共 1500 亿国债中有 3 个月、6 个月、1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年 7 种期限 所以在市场上很受欢迎 其中 3 个月的短期国债和 10 年期付息国债在我国还是首次出现。最后，发行时间选择上改集中发行为分散发行，不仅有利于投资者合理安排使用资金，而且可以缓解政府偿还债务的压力，避免偿债高峰的出现。

多样化新品种国债的出现以及市场化的发行方式给失去了国债期货的二级市场注入了新的活力。同往年相比，1996 年的国债现货市场显得成熟而规范，交易量稳中增加，也不再有以往的那种戏剧性的暴起暴落。可见，经过多年的市场磨砺，我国的投资者正在走向成熟，投资行为逐步理性化，投资者更加注重投资技巧。另一方面，国债回购市场在清理整顿之中得到了较大的发展，1996 年 1~8 月回购共成交 4560.97 亿元，占总成交量的 12.54%。

## 二、中国国债市场的基本功能

用发行国债代替增发货币来弥补财政赤字，是当今世界各国政府通行的作法。美国、法国、意大利、日本等发达国家 其债务余额占 GDP 的比重都在一半以上。国债不再仅仅只是一种政府筹资工具，而且是现代信用经济的重要形式，大量的国债发行必须以一

个发育完善、运转流畅的国债市场为依托。同时高效有序的国债市场还可以调剂社会资金，作为财政政策与货币政策的结合点而传导宏观经济政策。因此，国债市场的发展水平直接关系到政府经济目标的实现和市场宏观调控的程度。

我国国债市场应实现的基本功能有以下几种：

(1) 国债的财政功能决定了国债市场的首要功能是聚集社会资金，弥补建设资金不足，促进经济迅速发展。国债发行的最初目标就是为满足政府筹资的需要，故国债市场的运行机制应确保国债发行计划的完成。从 1978 年至今，我国的财政收支状况日趋严峻，一方面财政收入占 GDP 的比重逐年下降，国家财政能力弱化趋势明显；另一方面财政支出无论是从绝对量上还是增长速度上都大大超过了财政收入，从而直接导致了债务收入在财政收入中的比重愈来愈高，中央财政对债务收入的依存度亦越来越高（表 1-1）。可见，国债已经成为我国集中建设资金和平衡财政收支的重要手段。国家通过发行国债集中一部分财力确保重点建设项目的资金到位，是财政收入政策的一个重要方面。

表 1-1 债务收入与财政收入的关系\* (亿元)

年 份	债务收入 (1)	中央财政 收入(2)	财政总收入 (3)	比 例 (%)	
				(1)/(2)	(1)/(3)
1991	461.40	938.25	3149.48	49.18	14.65
1992	669.68	979.51	3483.37	68.37	19.23
1993	739.22	957.51	4348.95	77.20	17.00
1994	1175.25	2906.50	5218.10	40.43	22.52
1995	1549.76	3256.62	6242.20	47.59	24.83
1996	1967.42	4252.26	7366.61	46.28	26.71

\*资料来源：(1)《中国统计年鉴》1996年；(2)《经济日报》1997年3月16日第3版；(3)比例数据由作者计算所得。

实际上，筹资功能是国债市场功能的基石，是国家推动国债市场发展的原动力。如果国债的筹资功能不能实现，国家每年的国债发行计划得不到完成，国债市场将失去其存在和发展的前提。反过

来，国债市场的发展，也为国债筹资功能的实现创造了良好条件。

(2) 国债市场是财政政策与货币政策的结合点，是二者协调配合实施并顺畅传导的保证。财政政策与货币政策作为政府宏观调控的两大工具，其实施方式是不相同的。财政政策主要通过支出、收入手段对国民经济进行调节，选取的中间目标有税率、支出规模等；货币政策则通过存款准备金率、再贴现政策、公开市场业务等工具来间接控制社会信用规模，其中介目标有：利率，货币供应量，存款准备金率，再贴现率等，可见二者在中介目标选择和传导途径上都有较大的差异。而国债市场正好充当了财政政策与货币政策传导的媒介：一方面，国债作为财政收入的重要组成部分，是国家制定财政政策的重要内容，国家可以通过债务收入手段聚集闲置的社会资金并决定其流向，从而达到影响经济运行的目的；另一方面，国债是中央银行公开市场业务的主要操作对象，中央银行是通过吞吐国债来影响货币供应量的，发展国债市场是中央银行实现市场化货币政策的前提，国债市场又成了联结财政政策与货币政策的桥梁，它们的联系可用下面的图示表明（图 1-1）。

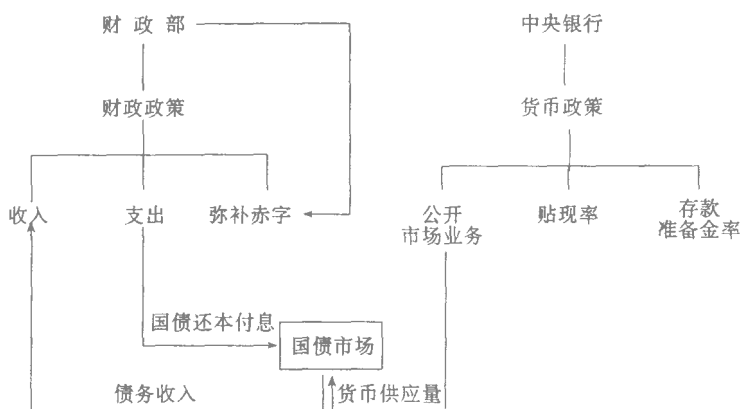


图 1-1 国债市场与财政政策、货币政策的关系

(3) 国债市场是商业银行融通资金，实现其资产的安全性、流

动性与收益性组合的重要渠道。首先，商业银行可以通过参与国债市场调剂头寸余缺。商业银行在资金运营过程中可能因资产小于负债而出现资金存差，也有可能因资产大于负债而出现资金贷差，利益的驱动性客观上要求存差资金得到有效的运用，风险有效控制原则又使得贷差的缺口要得到很好弥补，从而保持商业银行资产、负债运营的平衡。国债市场为商业银行之间的头寸调剂架起了桥梁：存差银行可以通过国债反回购将手中的富余头寸拆出以获收益，同时也保证了资产的安全性；贷差银行则可以通过国债回购的形式在国债市场中融资，期满时再赎回自己想持有的国债，既维护了存贷平衡，又解决了商业银行不急于将手中的国债中途变现的矛盾。因此，国债市场是商业银行间开展同业拆借的最佳场所，通过国债回购与反回购交易，一方面调剂了商业银行间资金的头寸余缺，另一方面也避免了信用拆借的呆帐损失风险，这种资金融通行为也进一步活跃了国债市场。其次，商业银行可以直接投资国债以保持其资产的优化组合。商业银行可以将国债作为储备资产的一个组成部分，这就可以使这部分经营资金在利润最大化的前提下，保证经营资产的安全性与持续性。在西方国家中，商业银行在国债市场中的投资一般都占较大的份额。例如，德国商业银行持有国债份额的 41% 日本的商业银行持有 28.6% 美国的商业银行也持有 10.4%。商业银行所持有的这部分国债，作为一种储备资产，其地位与现钞、贵金属和在中央银行的存款准备金一样重要，这一点也是由国债的特性所决定的。国债在商业银行的资产组合中所起的作用大小，与这些银行所持有国债的份额是成正比的。商业银行所持有的国债数量越多，在二级市场上的影响就越大。

(4) 国债市场可以拓宽证券中介机构的经营范围，为其资金融通提供便利，同时也为生产经营单位实现现金流量管理提供了可能。我国的证券中介机构在很大程度上是依靠国债市场的建立而发展起来的因此 证券经营机构对国债市场情有独钟。首先 证券中介机构可以作为国债一级市场的主要承销商，从国债的发行中获得可观的收入。每年的国债发行，规模巨大，由于国债已具有