

第1章

导 论

1.1 问题的提出

从金融发展史的角度而言，债券与债券市场是个久远的话题。20世纪中后期，各国债券市场的发展步伐大大加快，不仅规模快速扩张，结构发生较大改变，在经济发展与金融发展中的作用也日益显著。就其所发挥的功能而言，在某些程度上甚至逾越了股票市场，是资本市场上最重要的组成部分之一，同时也是金融体系中最具有活力的组成部分。债券市场不但成为解决政府、企业和金融机构融资的重要场所和渠道，也为全社会提供了低风险的投资工具，还是政府进行宏观调控的重要载体，债券交易价格所形成的收益率曲线更是社会经济中一切金融商品收益水平的基准。随着债券市场的不断发展及其功能的深度开发，债券市场已成为一国现代金融体系的基础性金融机制，其发展不仅深刻地改变了整个金融体系的结构，而且极大地促进了金融发展的深度和广度，使整个金融体系在促进经济发展方面发挥了日益重要的作用。

改革开放二十多年来，我国债券市场取得了长足的发展，市场规模不断扩大，债券品种和期限结构进一步多样化，形成了包

括交易所市场、银行间债券市场和银行柜台市场的债券流通市场体系，在整个宏观经济和金融体系中的地位与作用日益显著。随着我国经济社会的发展、改革的深入和对外开放的扩大，社会各部门通过债券市场进行直接投融资活动和金融管理的需求日益增强，但目前我国债券市场发展仍然存在不少问题：如发行主体单一，仅限于中央政府、三大政策性银行及少数大型上市公司和国有控股公司，大量有融资需要的经济主体被排斥在市场之外，债券市场的融资功能没有充分发挥；市场分割、价格不统一、市场流动性低，风险大，没有形成合理的债券价格收益率曲线，不能有效发挥债券市场的基准定价、风险管理和流动性管理功能；期限结构单一，中长期债券所占比重过高，等等，严重影响了债券市场的功能发挥，难以满足社会各界的需求。因此，发展和完善债券市场已成为我国经济、金融发展与改革的客观要求。

目前国内社会各界就加快债券市场的发展步伐方面已经基本达成共识，但是对如何发展、向何处发展则存在争议，仁者见仁，智者见智。有的学者强调要加快公司债券市场的发展；有些学者则特别强调发展地方债券市场；随着商业银行改革步伐的加快及竞争压力的加大，加快发展金融债券市场的呼声也越来越高。在我国目前的发展阶段、现行金融制度和企业制度条件下，中国的债券市场究竟应该如何发展，是以美国目前的债券市场结构为参照，还是借鉴德国债券市场的发展经验？即使我们可以选择一个国家作为参考模式，最终能否如愿？是否就能够解决我国经济和金融发展中存在的困难与问题？要回答或解决这些现实问题需要有正确的理论指导，需要对债券市场的发展进行深入的理论研究，探寻债券市场是否有自身的形成与发展规律，债券市场的发展与其依存的条件之间是否存在阶段性特征，在人为干预下，债券市场的发展能否超越一国的经济发展阶段和制度约束，如果人为或政府干预能够加快债券市场发展的话，这种超前发展能否

伴随债券市场效率的提升。解决这些问题的关键，在于阐明债券市场发展与其影响和被影响因素之间究竟是何关系：一方面，债券市场的发展客观上受哪些因素的影响与制约；另一方面，债券市场的发展又会产生哪些作用与影响？研究中发现，在债券市场发展的历史进程中，这两方面事实上存在着相互作用和互为因果的协调关系。显然，从理论上深入分析债券市场发展中的协调性问题，对于深化债券市场发展的理论、正确认识债券市场的发展规律具有重要的研究价值；对于探索我国债券市场发展的正确道路、遵循客观规律以实现债券市场协调发展具有重大的现实意义。作者试图对此进行有益的尝试。

1.2

国内外研究现状与本项研究的视角

中外学者对债券及债券市场的研究，最初是从研究国债（公债）开始的，之后随着债券市场的发展扩展到更宽的范围。相关的研究集中于几个方面：一是将债券置于宏观经济运行中，研究债券市场对经济发展的影响；二是研究债券及债券市场的自身发展规律，包括债券的定价模型、债券的期限结构和风险结构理论等；三是从最重要的微观经济主体——企业的角度，考察对债券融资选择的影响和决定因素，即资本结构理论。

1.2.1 有关债券市场发展的相关文献综述

1. 债券与债券市场的宏观经济效应

公债是最早出现的债券范畴，社会各界对债券与债券市场的研究也首先从关注公债的效应问题入手。早期理论界对公债的效

应问题有两种截然相反的看法：公债的负效应论和正效应论。

(1) 公债负效应论。公债负效应论认为公债是非生产性的，不利于生产资本的积累和国民经济发展，亚当·斯密（Adam Smith）、大卫·李嘉图（David Ricardo）等古典学派的经济学家大多持这种观点。

亚当·斯密在《国民财富的性质与原因的研究》一书中，分析公债发行无论是为了满足政府的奢侈浪费，还是为了筹措战争经费，都是把生产性资本抽出用于非生产性的国家财政支出，损害了产业资本的运行，导致资本积累率下降，势必影响该国的经济发展，“当国家费用由举债开支时……从前用以维持生产性劳动的若干部分年生产物，必会被转用来维持非生产性劳动……所以由公债财源提供的政府支出，其总体经济机能就是使私人的投资转换为公共消费……在较大的程度上破坏旧的资本”^①。大卫·休谟（David Hume）在1750年也明确指出，不是国家毁了公共信贷就是公共信贷毁了国家。

大卫·李嘉图从英国为应付英法战争累积发行大量公债的事实出发，指出了公债的弊端。他认为公债是将生产资本化为死亡资本，“国家债券持有人的资本不可能变为生产性的，它实际上并不是资本。即使他出售债券，并将所得到的资本用于生产上，他也只是通过使购买他的债券的人的资本离开一种生产行业的办法才能办到”，“一个国家的穷困是由于政府和人民的糜费，是由于借债”^②；不仅如此，公债的出现还掩盖了真实情况，使人民误认为境况和以前一样好而不知节俭，从而减少储蓄，不利于资

[英] 亚当·斯密：《国民财富的性质与原因的研究》下卷，商务印书馆1981年版，第489页。

[英] 大卫·李嘉图：《政治经济学与赋税原理》，商务印书馆1976年版，第210页。

本的形成。

萨伊(Jean B. Say)在其著作《经济学》中根据法国的举债教训反对政府发行公债。他认为政府的支出与私人消费在本质上是一样的，公债使国家一部分民间资本从生产性投资转向非生产性消费，造成价值的毁灭和财富的损失，会恶化资本形成。虽然萨伊认识到如果政府发行公债来兴建营利性的公共工程，把民间小额的消费基金转化为公共投资，将会有利于全社会的资本积累和资本的扩大。但他却否认这一效应，特别是遇到缺乏责任心的政府时公债的正效应与其所占有的资本量相比而言，简直微不足道。

西斯蒙第(Sismondi)不仅论述了公债作为一种破坏性支出对社会资本积累和形成具有的危害，还进一步区分了公债与私债的不同。他认为私债，即个人或企业的举债主要用于生产，会形成产业资本，转化为生产过程中的流动资本或固定资本，从而带来利润，增加社会财富，这是有益于社会发展的。而“公债只是一种空想资本，它代表着支付国债用的一部分年收入。与此相等的一笔应称为公债的公分母的资本被浪费掉了”^①。

约翰·穆勒(John Miller)同其他经济学家一样，认为政府举债将削弱资本的力量，资本从私人企业转移至政府消费总是一种损失，对经济发展是不利的。但是如果政府以公债形式举借的资金是非国内的外国资本，或者是国内存在的过剩闲置资本，那么公债不仅对本国资本及生产无害，反而会促进本国的经济增长。

随着社会从亚当·斯密生活的资本积累时期到约翰·穆勒生活的资本出现剩余时期，人们的公债负效应论断也不那么纯粹了。可见早期的公债负效应论是与特定的经济发展阶段相适应

西斯蒙第：《政治经济学新原理》，商务印书馆 1981 年版，第 402 页。

的。在自由资本主义时期，经济飞速发展，投资极为旺盛，社会上没有过多的闲置资金，政府举债必然导致资本从生产领域转移出来，而且当时政府职能单一，不干预经济运行，是纯消费性政府，公债当然是负效应的。

(2) 公债的正效应论。公债的正效应论认为公债的存在有助于经济的稳定增长，对经济发展具有正效应。迪策尔（Heinrich Ditzel）、瓦格纳（Adolf Wagner）等人，以后包括凯恩斯学派在内的越来越多的经济学家赞同此观点。

迪策尔从国民经济总体出发，从宏观上来研究公债，认为公债具有生产性，能促进国民经济的顺利运行，促进经济发展。迪策尔反对古典学派关于公债是非生产性消费的观点，认为国民经济的运行和生产劳动的循环会经常受到外来的冲击如自然灾害、战争掠夺等，国家的作用就是通过提供公共物质资料来消除这些外来冲击，从而保证国民经济的顺利运行，因而不能认为政府的支出是非生产性的。不仅如此，政府还组织从事许多重要的基础设施建设，如修建公路、铁路等，这些都是生产性的，有助于经济的长期发展。此外，公债的发展也有利于促进信用经济的发展。信用机构的繁荣则有利于储蓄转化为投资，提高储蓄转化为投资的效率，有利于资本的积累和生产性资本的形成，间接促进国民经济的发展。

瓦格纳按照公债的资金来源将其分为三种，由国民经济中的自由资金购买的公债、外国资本购买的公债和本国生产资本购买的公债。前两种公债都会增加本国资本的积累，促进生产规模的扩大，有利于本国国民经济发展。对于吸收国内闲置资本发行的公债，他的看法是“资本浪费在投机事业时，能以公债来避免危机，在繁荣之后的停滞时期以公债吸收资本时胜过课税的手段”。因此他认为在社会存在闲置资本的萧条时期，政府通过发行公债征集资本，扩大公共品的投资与生产，刺激就业，是经济

发展的良策。至于吸收外国资本发行的公债，瓦格纳认为其对本国经济发展更为有利，实际上包括英国、美国、日本在内的发达国家，在经济发展早期都曾利用发行外债作为筹集资本的手段。

1929年发生的世界经济危机成就了凯恩斯学派的国家干预主义，自此开始社会对国债的关注不仅仅局限于其对经济的影响，而是从整个宏观经济均衡实现的角度研究国债及国债市场的作用。在凯恩斯学派看来，在经济发展到一定阶段，受边际消费倾向递减、资本边际效率递减和流动性偏好三大心理规律的影响，社会普遍出现资本和生产剩余而有效需求不足的状况。因此发行公债筹集的资金不管是投向消费领域的非生产性支出，还是投向生产领域的资本性支出，都能够引起有效需求的增加，从而带动国民经济的增长。不仅如此，因为国债兼具财政与金融的双重性质，是国家进行宏观经济调控的主要手段，因此在市场经济运行中，国债的发行与交易直接作用于社会总供求，影响社会资金结构，影响宏观经济均衡的实现。

随着商品和信用经济的发展，社会资金出现剩余，而所有国家几乎都先后出现过生产过剩的危机，社会有效需求出现不足。在这种情况下，政府利用公债政策对经济进行宏观上的调控，当然有助于经济的稳定增长，对经济发展具有正效应。可见任何一种理论都是有其经济背景的，对该理论的认识和评价不能忽视其所处的历史发展阶段。凯恩斯学派对公债政策的积极肯定更与其所处的时代相关。

(3) 国债效应理论的新进展。近年来，美国经济学家从国债所拥有的独特流动性入手论证国债的微观经济功能。赫姆斯特朗 (Bengt Holmstrom) 和特罗纳 (Jean Tirole, 1998) 认为“政府债提供了自我保险的工具”，论证了国债在经济衰退或金融危机时期所提供的经济功能，即一个相当规模的、活跃的国债市场能减缓经济衰退或金融危机时期的就业、投资和生产规模的紧

缩。普林斯顿大学经济学家伍德福德（ Michael Woodford, 1991）认为，传统的国债效应理论不能完全解释国债对宏观经济的影响，希望通过构建流动性约束模型，以得出国债能增加私人投资和促进实际 GDP 增长的路径。伍德福德以金融中介的不完善为前提，提出了流动性溢价理论。因为金融中介的不完善性导致某些企业和个人会受到流动性的约束，即他们不能以未来收益为依据获得融资且当现金流波动时，流动性约束还会迫使某些企业和个人放弃效益较高的项目，最终会导致私人投资达不到最佳水平。伍德福德强调，持续的国家预算赤字可使受流动性约束的个人和企业获得高度非流动性的未来收益权（未来税收），去换取高流动性的资产（国债）。因此，无论增加国家净债务（发行国债）是否会提高实际利率水平，都有助于受流动性约束的个人和企业稳定其投资水平，从长期而言加速了 GDP 的增长。80 年代的美国经济表现证明了这一点。当然由于支付国债利息的资金来源于征税，税负过重会对经济产生不利影响。因此，必须在发行国债以减缓流动性约束的宏观收益和征税对经济产生不良影响的成本之间进行权衡^①。

后来公共选择学派的詹姆斯·布坎南（ James Buchanan ）抨击了凯恩斯学派关于国债效应的主要观点，认为只要国债发行不会从公共资产中创造出未来可预见的收入流量，那么国债的发行就势必会摧毁一个民族、一个国家或一个社会的资本或资产。他认为，只有当国债发行是为真正的资本投资筹措资金时，国债才至少不影响社会的资本价值，其效应才不是负的。供给学派也提出了不同的看法，认为公债的增加在某种程度上类似于税收的增加，具有对私人部门资源以及供给的“挤出效应”。

^① 转引自何志刚：《论国债的微观经济功能及其启示》，载于《外国经济与管理》2002 年第 11 期。

2. 债券与债券市场的定价和风险管理理论

债券市场自身的定价及风险管理机制的研究主要集中在债券定价理论（包括价格决定模型）及债券市场的风险结构和期限结构理论。

（1）债券定价原理及定价模型。1962年麦尔凯尔（Burton G. Malkiel）^①最早提出了债券定价的五项基本原则：债券的价格与收益呈反向变动关系；对于期限既定的债券，收益增加比收益减少引起的价格变化幅度小，这即是债券的凸性原理；当债券的收益率不变时，债券的到期时间与债券价格的波动幅度成正比；随着债券到期时间的临近，债券价格的波动幅度减少，并且是以递减的速度减少；对于给定的收益率变动幅度，债券的息票率与债券价格的波动幅度之间成反比关系，息票率越高，债券价格波动越小。1972年霍默（Sidney Homer）和利伯维茨（Martin L. Liebowitz）^②对麦尔凯尔的理论加以补充提出当债券以较低的初始到期收益率出售时，债券价格对收益变化更敏感。麦尔凯尔、霍默及利伯维茨关于债券定价的基本表述，确定了债券价格对利率风险的敏感性及其影响因素，当然这些因素中期限长短是主要因素。债券价格决定模型包括传统的由约翰·威廉斯（John Henry Willams）根据现值理论推导而来的国债定价模型——Willams模型和一般的债券定价模型——梅克汉姆公式^④。

（2）债券的利率风险结构理论。1938年麦考莱（Frederick

^① Burton G. Malkiel, "Expectation, Bond Prices, and Structure of Interest Rates", *Quarterly Journal of Economics* 76 (May, 1962), pp. 197 - 218.

^② Sidney Homer and Martin L. Liebowitz, *Inside the Yield Book: New Tools for Bond Market Strategy* (Englewood Cliffs, N J: Prentice Hall, 1972).

Willams模型说明了国债的价格与市场利率呈负相关关系。

债券的理论价格即债券价值是由按市场利率贴现的债券利息的收入确定。

R. Macaulay)^① 提出债券“持续期”（又译为“久期”、“久性”）概念，根据债券的每次息票利息或本金支付时间使用加权平均数的形式计算债券的平均到期时间，以解决债券多次支付产生的“期限”含混不清问题。持续期从形式上看是一个时间概念，即作为一个债券一系列未来收入的平均期限，它反映了该债券或债券组合暴露在风险中的时间。从麦考莱持续期计算公式可以看出，影响债券持续期大小的因素主要有到期时间、息票率、到期收益率。在其他因素不变的情况下，到期时间越长，或息票率越低，或到期收益率越低时，债券的持续期越长。麦考莱持续期分析仅仅考虑利率敏感性和预期期限，却忽视了有些债券具有隐含期权的存在，从而使利率风险的测量不够充分。弗兰克、法博齐（F. Fabozzi）提出有效持续期予以补充。有效持续期考虑到随利率的变化，预期现金流会随之改变，而债券的价格也会受到影响，因而可对以不同收益曲线为基础的债券价格计算出有效期。有效持续期虽比麦考莱持续期有所改进，但还不能完全正确描述债券价格对利率变动的敏感性。因而又有学者引入凸度分析（凸度能衡量曲线的弯曲程度），实现对利率风险更准确的测定。还有学者从漂移（向上或向下的非随机的变动趋势）、均值回归（逐渐返回到原有水平的变化规律）等分析角度，运用数学、统计学方法和计算机技术，使测量的准确性大大提高。在研究利率风险大小的过程中，用于防范、化解利率风险的管理工具、方法也应运而生，如利率期货和利率期货套期保值、利率互换、利率期权以及远期利率协议等。

（3）债券的利率期限结构理论。利率期限结构理论认为具

^① F. R. Macaulay, "Some Theoretic Problems Suggested by the Movement of Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the United States Since 1856", *National Bureau of Economic Research*, Columbia, New York, 1938.

有相同风险、流动性和税收优惠待遇的债券，到期利率由于离到期日的长短不同而可能不同。由于关键假设的不同，不同的研究者得出大相径庭的结论，即预期理论、分割市场理论、期限选择理论（流动性升水理论）。 a. 预期理论由费雪（Irving Fisher）于 1896 年提出，后经希克斯（J. R. Hicks）等后来者完善，认为长期债券的利率等于长期债券到期之前人们对短期债券利率预期的平均值； b. 市场分割理论，由科伯森（J. M. Culbertson）、莫迪利亚尼（Franco Modigliani）等经济学家提出，认为由于统一的金融市场中存在许多分段市场，不同的货币市场和资本市场决定不同的利率水平，不同期限的债券很难相互代替。不同期限的利率不论期限长短都由各自的供求决定，彼此之间并无交叉影响。因此不能把长期利率看做短期利率的复加平均值，长期利率的高低只决定于金融市场上对长期信贷的供求状况； c. 期限选择与流动性升水理论。希克斯在《价值与资本》一书中指出不同利率之间的相互关系不仅与对未来利率的预期有关，更与风险的回避有关。这一观点获得豪根（R. Haugen）、罗宾逊（Joan Robinson）的认同，他们进一步完善了该理论，认为在不同期限的债券之间存在一定的替代性，而投资者对不同期限的债券具有一定的偏好，故长期利率高于短期利率是用于补偿债权人放弃流动性偏好所承担的风险，因此长期债券的利率等于该种债券到期之前短期利率预期的平均值加上该种债券随供求条件的变化而变化的期限升水（流动性升水）。

3. 债券与资本结构理论

从最主要的微观经济主体——企业角度关注债券与债券市场，则属于资本结构理论的范畴。资本结构理论认为债券融资作

更为详尽的阐释见第 5 章。

为组成企业资本的主要组成部分，其与股票融资的相对比例，不仅影响企业的资本构成和企业总价值，而且影响企业的治理结构和经理行为。在资本结构理论中影响最大的是莫迪利亚尼和米勒（Merton H. Miller）在 1958 年提出的 MM 定理。该定理认为在完善的市场条件下，企业的均衡价值与它的债务权益比是无关的。如果是在有所得税的完善市场条件下，企业需要缴纳所得税且借款的利息可在税前作为费用支付，企业价值与企业举债量呈线性关系，公司价值会随着负债的持续增加而上升。随后斯蒂格利茨（J. Stiglitz）、罗伯特（Robert C. Merton）等人证明了在存在风险成本条件下 MM 定理仍然成立。20 世纪 70 年代后期，詹森（Michael C. Jensen）、麦克林（William H. Meckling）、梅耶斯（Stewart C. Myers）、马基卢夫（Nicholas S. Majluf）等借助信息不对称理论，从企业内部因素中分析资本结构的决定，得出控制权理论（相对于其他融资方式来说，对于规模足够大、可以发行债券的公司来说，举债带来的控制权损失最小）、融资有序理论（企业代理人首先选择的是内部融资，其次是无风险或低风险举债融资，最后考虑发行股票融资）、代理成本理论（使所有者承担代理成本最小的债券与股权比例就是最优资本结构）、信号模型（探讨不对称信息下，企业通过选择普通债券、股票还是可转换债券这三种不同的融资方式向市场传递有关企业价值的信号，以此来影响投资者的决策）。

随着我国债券市场规模的扩大及其在经济运行中地位的提高，国内关于债券市场的研究文献也越来越多。目前国内对债券市场的研究集中在以下几个方面：（1）国债市场的规模、结构及宏观效应问题。袁东（2000）分析了公债在经济增长中的历史贡献与作用；刘华（2000）则认为公债的使用投向决定了其对经济增长影响的不同；马拴友（2003）认为在公共投资占财政收支份额较大或非生产性支出比重较小时，发行国债进行基础

设施建设投资可以提高经济稳态增长效率，实证研究结果也表明，在国内需求不足条件下，适当扩大国债发行规模，用于基础设施投资、技术改造和结构调整目的，对我国经济没有坏影响，相反可以拉动经济增长^①；（2）发展市政债券的必要性问题。何德旭（2000，2003）对中国地方债券市场的理论框架、模式选择及制度设计等问题进行了全面、综合、透彻的考察与分析，强调中国目前发展地方债券市场的重要性与现实可行性；（3）强调企业债券的重要性及发展的迫切性。王国刚（2002）强调，目前在我国发展公司债券融资是一举多得的良好举措，公司债券市场的发展不仅有助于解决目前许多企业普遍存在的融资困难，还有助于企业公司治理结构的建立，更有助于建立信用制度，主张大力发展公司债券市场。李扬（2002，2003）则强调，全面发展债券市场，增加债券品种，适时推出资产支持债券、抵押担保债券和次级债券等，加大短期国债发行规模，提高市场流动性；扩大市场规模，尤其是企业债券的发行规模等等。另外有些学者还对我国债券市场的流动性、收益率曲线、利率的风险结构和期限结构等问题阐明了自己的观点。

综上，目前关于债券市场的研究文献数不胜数，但多分散于各个领域，如对债券市场宏观经济效应的研究多属于宏观经济学和财政学范畴，债券的定价及风险管理机制则属于金融市场或金融工程领域的研究范畴；资本结构理论主要从微观角度研究企业选择债券融资的前因后果。而从历史发展的角度集中研究债券市场的形成与发展的一般轨迹，从总体上把握影响其形成与发展的经济与制度条件，归纳债券市场发展规模及结构变化的规律性特征，从宏观层面系统研究债券市场发展与其影响和被影响因素之间协调关系的文献并不多见。本项研究拟在这一方面尝试展开。

1.2.2 本项研究的视角

因债券市场发展的影响与被影响因素众多，为了提纲挈领地说明问题，需要从众多因素中抽出与债券市场发展关系最为密切的主要关系进行研究，因此，本书主要从债券市场与经济发展、银行中介和企业制度及其融资方式三个方面展开分析。同时，要阐明债券市场与其影响和被影响因素间的协调发展关系，使用“存在的考察法”有很大的局限性，故研究主要采用历史考察和现实分析相结合、理论阐释与实证研究相结合的方法进行研究。这样，研究将沿着债券市场形成发展的历史脉络，考察分析随着经济发展进程的深入、金融体系的演进及企业制度的变迁，债券市场发展和结构变革的规律性特征，并进一步研究处于不同阶段、具有不同规模和结构的债券市场对经济发展、金融运行及企业运转的影响。在此基础上探讨我国债券市场发展的正确道路与理想模式。为此，以债券市场协调发展为研究主线，借鉴社会学中的协调与协调发展理论，总结、归纳各国债券市场发展变迁的一般规律，并以美国、德国、日本三国债券市场发展与结构变迁作为重点考察对象，探讨债券市场与经济发展之间的协调关系，深入研究如何实现债券市场与银行中介、企业制度之间的相互依存、相互影响、相互促进、共同发展的良性循环态势。

以债券市场协调发展作为研究的主要切入点，主要是因为债券市场影响因素与效率指标之间存在循环论证关系。最初的主要研究目的有两个：一是总结债券市场形成与发展的影响因素；二是寻找衡量债券市场发展和结构变化效率的指标。但是随着研究的深入，发现债券市场的主要影响因素指标和效率衡量指标存在着明显的循环论证关系，经常会陷入类似于“鸡生蛋还是蛋生鸡”的无休止循环中，难以得出有说服力的结论。而运用社会

学的协调和协调发展理论则可以较好地解决这个问题。协调和协调发展理论将整个人类社会看做一个大系统，将人口、经济、政治、科技、环境和资源看做组成这个大系统的子系统，认为大系统与子系统、子系统之间以及子系统内部存在相互依存、相互适应、相互促进、共同发展的状态和过程，并最终会实现社会全面发展。由于经济发展、银行中介及企业制度都是决定和影响债券市场形成与发展的重要因素，而债券市场又可以促进或推动经济发展、银行中介的稳健经营和企业制度的发展。既然债券市场与经济发展、银行中介及企业制度之间确实存在着相互依存、相互适应、相互促进、共同发展的关系，那么借鉴协调发展理论及其研究方法就是符合逻辑的。

选择美国、德国、日本三国作为重点考察对象则主要基于两个理由：首先，美、德、日三国都是借助跨越式经济发展道路走人发达国家行列的，债券市场在其经济发展中究竟如何发挥作用，对选择了同样发展道路的中国具有较强的借鉴意义；其次，美、德、日三国的金融体系有较大差别。在这种差别较大的金融体系中，债券市场发展的共性更具有说服力。美国和德国的金融体系可视为两个极端（见图 1-1），美国为市场主导国家，商业银行与投资银行一直是分离的，金融市场在资源配置中发挥重要作用；德国是银行主导国家，实行全能银行制和主办银行制（或称为开户银行制，Housebank），配置资源的重任主要由银行承担。日本则处于两个极端之间，虽然有较为成熟的金融市场，但在过去的大多数年份里，集中性的银行系统直接控制了资源的配置，属于银行主导金融体系，但其银行主导方式与德国又有差异，实行主银行制。因此，这三个国家的金融体系非常具有典型

这里要特别感谢北京大学社会学系的韩明谟教授，正是他的认可与鼓励，才使我坚定了运用协调理论论证债券市场发展的信心与决心。

意义，在不可能将研究对象扩展到绝大多数国家获得一般规律的情况下，考察这三个国家也会得出有说服力的结论。

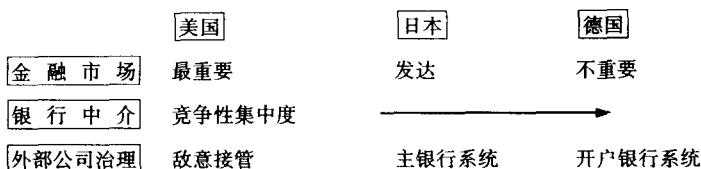


图 1-1 美国、日本、德国金融体系概况

1.3 基本研究范畴界定

债券、债券市场、债券市场结构与债券市场协调发展是本研究涉及的主要范畴，为方便研究的开展，将对上述范畴予以界定，以便作为研究的逻辑起点。

1.3.1 债券、债券市场与债券市场结构

债券 债券是作为一种融资手段而产生并发展起来的，是现代经济中的主要信用形式之一，也是各国经济发展和金融发展不可缺少的融资工具。关于债券的定义有很多解释，《简明不列颠百科全书》中的债券定义是“地方、州郡、国家政府和私人公司签发的有偿还义务的借款契约”^②；《新帕尔格雷夫经济学大辞

[美] 富兰克林·艾伦、道格拉斯·盖尔：《比较金融系统》，中国人民大学出版社 2002 年版，第 4 页。

转引自张东生：《中国债券市场： 发展与创新》，中国社会科学院 2001 年博士论文，第 1 页

典》将债券定义为“债券是一种债务工具，通常由政府或公司发行，先接受一笔借款，并承诺将来按载明日程支付本息”。^①本项研究中比较认同的定义是“债券是证明债券持有人与发行人之间的债权—债务关系并具有法律效力的金融凭证”^②。债券的种类非常丰富，可按发行主体分为国债、地方政府及政府机构债券、公司债券、金融债券；可按期限分为短期债券（1年以下）、中期债券（1~10年）和长期债券（10年以上）；可按发行范围分为本币债券和国际债券，等等。限于研究的篇幅与研究侧重，主要采纳发行主体划分标准，将债券分为政府债券、金融债券、公司债券三大类。

政府债券^④（Government Bond）在各国的口径基本是一致的，包括中央政府发行的国债（Treasury Bond）、州和地方政府发行的市政债券（Municipal Bond）和政府机构发行的债券（Agency Bond）。只是在具体表述方式上有所差异。美国和德国的国债通常称为联邦政府债券，日本则直接称为国债；由州和地方政府以及它们的代理机构和授权机构以当地政府的信誉作为担保而发行的债券，在美国称之为市政债券，德国则直接称之为州和地方债券，日本称为地方债券；美国政府机构债券称为联邦机构债券，日本则叫做政府保证

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》第一卷，经济科学出版社1996年版，第283页。

戴相龙、黄达：《中华金融辞库》，中国金融出版社1998年版，第896页。

就发行主体而言，应该还包括外国债券，比如美国的扬基债券和欧洲债券，德国的欧洲马克债券，日本的武士债券，由于本书主要研究债券市场发展对本国经济的影响，因此在此暂不考虑外国经济主体发行的债券。

需要特别解释的一个概念是公债。公债是历史沿革下来的概念，各国界定有所差别，较为广义的口径是政府及公共机构发行的债务凭证（郭振毅：《金融大辞典》四川人民出版社1992年版，第375页）；狭义的口径是专指中央政府发行的债务凭证（黄达等：《中国金融百科全书》，经济管理出版社1990年版，第437页）。本书采用狭义的公债概念。