

第一章 中国资本市场发展的背景 与发展的必然性

第一节 经济货币化与储蓄增加

中国的经济体制改革使整个经济货币化程度迅速提高。1952 - 1978 年中国国内生产总值 GDP 平均每年增长 6.7%^① 同期广义货币 M_2 平均每年递增 9.7% ; 经济体制改革以来, 1978 - 1997 年国内生产总值平均每年增长 17.3% , 同期广义货币平均每年递增达 24.8% (表 1.1)。由此可见, 经济体制改革以来广义货币递增率大幅度超过国内生产总值增长率, 这表明除了国民经济发展增加了货币需求以外, 经济制度转型对货币产生了超常需要。

表 1 货币发行与储蓄 单位: 亿元, %

年份	GDP(当年价格)	M_0	M_2	M_0/GDP	M_2/GDP	$(M_2 - M_0)/GDP$
1952	679.0	24.5	120.8	3.61	17.79	14.18
1953	824.0	39.4	147.0	4.78	17.84	13.06

国内生产总值增长率按当年价国内生产总值的数值计算, 该增长率可理解为国内生产总值实际增长率与通货膨胀率之和。 1978 - 1997 年的计算类同。

(续表 1.1)

年份	GDP(当年价格)	M_0	M_2	M_0/GDP	M_2/GDP	$(M_2 - M_0)/\text{GDP}$
1954	859.0	41.2	193.7	4.80	22.55	17.75
1955	910.0	40.3	182.0	4.43	20.00	15.57
1956	1028.0	57.3	191.4	5.57	18.62	13.04
1957	1068.0	52.8	218.3	4.94	20.44	15.50
1958	1307.0	67.8	363.1	5.19	27.78	22.59
1959	1439.0	75.1	473.8	5.22	32.93	27.71
1960	1457.0	95.9	555.7	6.58	38.14	31.56
1961	1220.0	125.7	614.4	10.30	50.36	40.06
1962	1149.3	106.5	516.1	9.27	44.91	35.64
1963	1233.3	89.9	503.9	7.29	40.86	33.57
1964	1454.0	80.0	519.5	5.50	35.73	30.23
1965	1715.1	90.8	571.8	5.29	33.34	28.05
1966	1868.0	108.5	662.1	5.81	35.44	29.64
1967	1773.9	121.9	697.0	6.87	39.29	32.42
1968	1723.1	104.1	729.2	6.04	42.32	36.28
1969	1937.9	137.1	778.8	7.07	40.19	33.11
1970	2252.7	123.6	827.9	5.49	36.75	31.26
1971	2426.4	136.2	903.8	5.61	37.25	31.64
1972	2518.1	151.2	927.5	6.00	36.83	30.83
1973	2720.9	166.1	1031.1	6.10	37.90	31.79

(续表 1.1)

年份	GDP(当年价格)	M_0	M_2	M_0/GDP	M_2/GDP	$(M_2 - M_0)/\text{GDP}$
1974	2789.9	176.6	1074.1	6.33	38.50	32.17
1975	2997.3	182.6	1157.7	6.09	38.62	32.53
1976	2943.7	204.0	1182.5	6.93	40.17	33.24
1977	3201.9	195.4	1259.2	6.10	39.33	33.22
1978	3624.1	212.0	1346.5	5.85	37.15	31.30
1979	4038.2	267.7	1606.8	6.63	39.79	33.16
1980	4517.8	346.2	2007.4	7.66	44.43	36.77
1981	4862.4	396.3	2431.9	8.15	50.01	41.86
1982	5294.7	439.1	2466.5	8.29	46.58	38.29
1983	5934.5	529.8	2899.7	7.40	48.86	39.93
1984	7171.0	792.1	4376.0	11.05	61.02	49.98
1985	8964.4	987.8	5252.7	11.02	58.60	47.58
1986	10202.2	1218.4	6573.1	11.94	64.43	52.49
1987	11962.5	1454.5	8349.7	12.16	69.80	57.64
1988	14928.3	2134.0	10099.6	14.29	67.65	53.36
1989	16909.2	2344.0	11949.6	13.86	70.67	56.81
1990	18547.9	2644.4	15293.7	14.26	82.46	68.20
1991	21617.8	3177.8	19349.9	14.70	89.51	74.81
1992	26638.1	4336.0	25402.1	16.28	95.36	79.08
1993	34634.4	5864.7	34879.8	16.93	100.71	83.78

(续表 1.1)

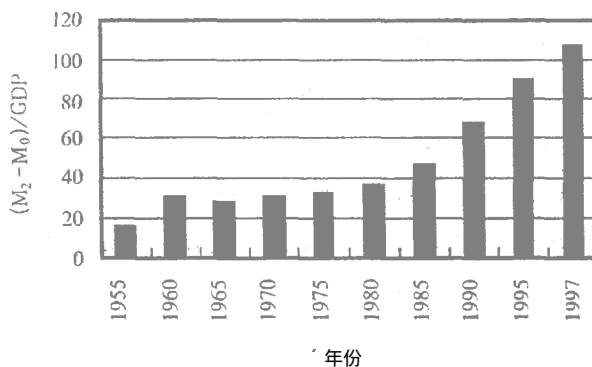
年份	GDP(当年价格)	M_0	M_2	M_0/GDP	M_2/GDP	$(M_2 - M_0)/GDP$
1994	46759.4	7288.6	46923.5	15.59	100.35	84.76
1995	58478.1	7885.3	60750.5	13.48	103.89	90.40
1996	67884.6	8802.0	76094.9	12.97	112.09	99.13
1997	74772.4	10177.6	90995.3	13.61	121.70	108.08

资料来源：1952 - 1986 年 M_0 数据来源于《中国金融年鉴 1989》P.52 - 57。

$M_2 = M_0 + \text{企业存款} + \text{储蓄存款} + \text{农村存款} + \text{其他存款}$ （根据国际货币基金组织的准则）。

1987 - 1992 年 M_0 、 M_2 数据来源于《中国金融统计年鉴 1994》。

1993 - 1997 年 M_0 、 M_2 数据来源于《中国金融统计年鉴 1998》。

图 1.1 $(M_2 - M_0)$ 占 GDP 比例的变化

经济货币化程度提高将促进储蓄与投资活动。经济体制改革以来，各项储蓄存款大幅度增加，货币流通速度减慢了。由表 1.1 可见，各项存款总额占 GDP 的比例，50 年代有一个较明显的增

① $M_2/GDP - M_0/GDP$ 。

长趋势 60 年代至 70 年代这一比例变化不明显,除了个别年份以外,储蓄占 GDP 的比例在 31% ~ 33%。80 年代以来存款储蓄占 GDP 的比例迅速增加,由 1980 年的 36% 逐年增加到 1989 年的 68%,90 年代又逐年递增至 1997 年的 108%。随着储蓄的增加,如何“动员”社会储蓄转向投资日益显得重要。

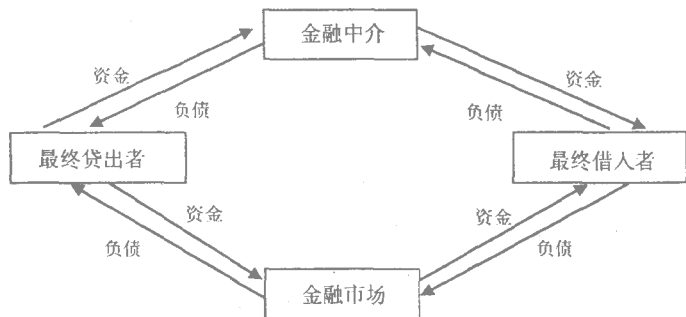


图 1.2 社会融资模式

有效地动员社会储蓄转向投资,对于经济发展与增长是十分重要的。图 1.2 简要描述了资金从最终贷出者向最终借入者流动的理论模式。最终贷出者的资金从左边通过直接融资或间接融资流向右边(最终借入者)而最终借入者的负债则以相反的方向,从右边流向左边,即由最终贷出者或金融机构购买这些负债(如初级证券)。问题是中国应该如何构造相应的融资体系,促使资金的上述流动更为顺畅呢?

第二节 收入结构与储蓄结构的变化

为了研究中国的融资体系,需要对经济体制改革以来中国收入结构的变化,以及由收入结构变化引起的储蓄构成的变化作一定的分析。

一、国民收入结构的变化：一部分国家财政部门的收入明显向社会公众收入转移

经济制度的转型不仅使经济货币化程度提高，而且亦使国民收入结构发生变化。80年代中国经济体制改革的基调可以用“放权让利”来概括，即中央政府向地方政府放权，财政部门向企业让利，以调动地方政府发展地方经济、企业发展生产的积极性。这一改革对国民收入分配格局产生了深刻的影响。这些影响可以从以下三个方面来加以归纳：

1. 行政性再分配转移。

1980年中国开始实行企业利润留成，企业（国有和集体企业）可以按一定比例留一部分利润作为企业的发展基金、职工奖励基金和集体福利基金。1983-1984年又进一步扩大了企业利润留成的比例，这些改革措施使部分财政部门收入向企业和个人收入转移。

2. 非金融交易再分配转移。

价格改革会导致各社会集团之间利益结构的调整，这属于国民收入分配中非金融交易再分配的范畴。中国的价格改革首先由政府有计划地逐步调整主要商品的定价，在价格体系中不合理定价的矛盾得到缓解的基础上，于80年代中期实行以放开价格为主要内容的价格管理体制和价格形成机制的改革。在价格结构调整的过程中，物价总体水平趋于上升，在市场经济社会中物价上涨会使政府增加收入，但是，当时在中国的情况则有所不同：

首先，由于政府对农产品采取提价不增税的政策，农产品价格提高并未使财政的农业税收相应增加。其次，工业生产资料价格提高，流转税理应会增加，但由于财政还需对不能消化原料提价的国有企业实施补贴，结果实际上财政亦未因工业资本物品的提价而增收。再次，为了缓解农副产品和工业消费品价格上升对居民生活的冲击，政府根据价格上涨对居民生活影响的程度，对城市居

民实行必要的价格补贴。1985 年财政用于城市居民的物价补贴为 261.8 亿,1990 年增至 380.8 亿^①。从国民收入转移的角度分析,居民收入部分增加了。

因此,价格改革的过程中,原来由政府部门计划确定的价格逐步由市场来确定,在当时短缺经济的情况下,这个过程表现为总体物价水平逐渐上升,比价关系逐步得到合理调整。在这个过程中政府部门收入占国民收入的比重并未增加,而社会公众的收入构成则相应得到提高。

3. 社会福利分配转移。

1994 年中国加快了城市职工医疗、养老、就业等社会保障制度的改革,这些改革的实质是将计划经济体制下由国家负责对职工非货币的福利分配逐步转向货币分配,职工收入货币化的这样一个过程也会使社会公众占有国民收入的比重上升。

由表 1.2 刘鸿儒,1996 所示的 1979 年和 1993 年中国国民收入构成的统计数据可见,国民收入中财政部门所占的比重由 1979 年的 31.9% 降至 1993 年的 11.1%,居民所占的比重由 1979 年的 56.5% 上升为 1993 年的 74.9%。企业部门所占的比重由 1979 年的 11.6% 增至 1993 年的 14.0%。^②

表 1.2 国民收入结构的变化

年份	财政部门(%)	居民部门(%)	企业部门(%)
1979	31.9	56.5	11.6
1993	11.1	74.9	14.0

① 1990 年是财政用于城市居民物价补贴支出最高的一年。随着价格关系逐步理顺,财政物价补贴支出以后逐年减少。

由于国民经济统计采用国民生产总值核算体系,1994 年以后没有国民收入按部门结构的统计资料。

国民收入结构的变化在一定程度上使储蓄结构发生变化。

二、储蓄结构的变化：居民成为储蓄主体

讨论储蓄结构应该包括对存款储蓄、各种债券、股票等主要金融资产的结构分析。然而，由于缺乏债券、股票等金融资产按拥有者进行统计分类的结构数据，在此仅采用狭义储蓄的概念（即存款储蓄）进行结构分析。值得指出的是，这样缩小范围的讨论还是具有一定的代表性。事实上，1978 年经济体制改革之前构成储蓄的金融资产基本上就是存款。80 年代以来随着金融不断深化，债券、股票等形式的金融资产占全社会储蓄的比重逐步上升，但是比重并不大。1997 年底债券、股票等金融资产占全社会金融资产总额的比重约 15%（表 1.3）。

表 1.3 金融资产的结构 单位：亿元

	1978	1981	1985	1990	1995	1996	1997
金融机构存款总额	1134.5	2035.6	4273.03	11644.83	53862.30	68595.6	82390.3
债券余额		48.66	242.21	1326.4	5631.04	6114.05	9658.75
其中：政府债券余额		48.66	237.21	892.4	3300.30	4361.43	5508.93
企业债券余额		—	—	195.44	646.61	597.73	521.02
金融债券余额		—	5.00	89.88	1675.19	2509.59	3627.9
国家投资债券余额		—	—	148.68	291.2	119.11	
大额存单	—	—	—	39.5			
股票市值	—	—	—	45.9	3474.27	9842.37	17529.23

资料来源：《中国金融年鉴 1990》、《中国统计年鉴 1991, 1996, 1997, 1998》、中国统计出版社。

《中国证券期货统计年鉴 1998》中国证券监督管理委员会编。

由表 1.4 可见，1978 年以前，财政部门存款和企事业单位存款

约占金融机构存款总额的 $3/4$ 左右。这表明在那个时期金融机构贷款的资金来源主要是政府与企事业单位的存款。改革以来，金融中介机构存款构成出现了两种变化。一是财政部门存款比重明显逐年下降，由 1978 年的 26.2% 降至 1997 年的 1.9%；二是居民存款的比重逐年上升，由 1978 年的 27.3% 逐年上升至 1997 年的 58.0%，居民逐步成为存款储蓄的主体（参见图 2）。关于中国的储蓄主体在经济体制改革前后所出现的上述变化，世界银行专家与国内的一些论文（刘鸿儒，1996；易纲，1996）从不同角度进行估计都取得了类似的结论。

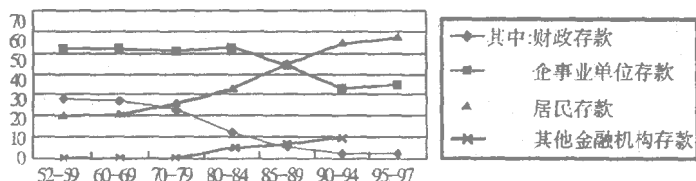


图 2 中国储蓄结构变化趋势

第三节 中国的融资体制及其结构

在融资的理论模式中，金融中介亦称为间接融资，即储蓄者将剩余的资金存到金融机构，而由金融机构转贷给最终借入者，即由代理人充当最终借贷双方的交易中间人。直接融资则由储蓄者直接在金融市场对初级证券（如债券和股票等）进行投资。一般来说，金融中介机构通过间接融资的过程，不仅可以解决因借贷款双方银码多寡不同和借贷期限不同形成贷款阻碍的问题，而且由于金融中介机构能够把资金分投到各种有价证券中形成投资组合，分散信用风险，使持有任何一种证券的风险降低到最小限度；它具有足够的人力物力来搜集市场信息，并能雇佣专家对借款人的财务状况进行分析和调查；它可以通过间接融资的扩大而减少借贷

交易总成本 从而取得“规模经济”效益。因此 从理论上来说 随着金融中介在未清偿的适销对路的证券中占有越来越大的份额，由经济产生的主观风险降低了，利息减少了，从而会产生更多的实际投资。

经济体制改革之前，中国的社会储蓄的主体是政府部门和企业，而企事业单位又是受政府控制的；另一方面最终借入者基本上是企业（国有和集体）和政府部门。因此在计划经济体制下 资金的流动实质上是在计划控制下财政部门、企事业单位之间资金余缺的一种调配，并不存在贷出者和借入者对金融工具的选择。在计划经济时代，国家实质上既是储蓄主体又是投资主体。国有企业固定资产投资和定额内流动资金是由财政部门无偿拨款，银行只发放流动资金的超额贷款，银行的信贷调节仅限于企业的季节性的资金需求（黄志凌，1992）。

由第二节的讨论可见，经济体制改革使中国最终贷出者构成发生了重大的变化，居民成为最终贷出者的主体，同时政府逐步退出经营性投资领域。这样，最终贷出者需要更为有效的融资渠道（金融中介服务或金融市场）。

1984 年中国金融体制改革确定了以下的融资原则：“在全社会融资中 以间接融资为主 直接融资为辅 在直接融资中 以债券融资为主，股票融资为辅。”我们认为上述融资原则基本上是符合中国的实际情况和改革实践的。问题是近 15 年来 全社会融资结构变化不大，直接融资发展不充分。由表 1.3 可见，90 年代以来间接融资占全社会融资的比重始终仍在 90% 左右，1995 年以来股票发行规模逐年扩大，但直接融资仍以债券为主，债券融资约占直接融资的 90%，而债券融资中又以政府债券融资为主，企业债券比例一直很低。那么，怎样来看待中国目前的融资体系呢？

第四节 建立中国高效率融资体系的选择

根据以上讨论，目前中国融资体系的主要部分由间接融资组成，本节先对中国间接融资的效率进行简要的分析（对于直接融资的评价将在第二章具体展开），在此基础上，然后来分析当前中国融资体系的选择。

在经济转型的过程中，中国目前间接融资体系的效率相对较低，而融资风险却相对较高。具体分析如下：

一、金融中介机构发展相对不充分

表 1.4-a 储蓄构成的变化 单位 亿元

年 份	52-59	60-69	70-79	80-84	85-89	90-94	95-97
金融机构存款总额	186.09	508.81	950.17	2487.84	6849.16	25087.26	68274.57
其中：财政存款	52.38	137.91	218.45	291.04	339.16	483.50	1282.20
企事业单位存款	96.45	265.19	489.12	1312.32	2987.54	8379.87	23610.80
居民存款	37.26	104.71	242.60	809.00	3084.88	13868.31	39518.70
其他金融机构存款	0.00	0.00	0.00	75.48	437.56	2355.59	3862.87

表 1.4-b 储蓄构成的变化

年 份	52-59	60-69	70-79	80-84	85-89	90-94	95-97
金融机构存款总额	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
其中：财政存款	28%	27%	23%	12%	5%	2%	2%
企事业单位存款	52%	52%	51%	53%	44%	33%	35%
居民存款	20%	21%	26%	33%	45%	55%	58%

(续表 1.4-b)

年 份	52 - 59	60 - 69	70 - 79	80 - 84	85 - 89	90 - 94	95 - 97
其他金融机构存款	0%	0%	0%	3%	6%	9%	6%

资料来源：《中国金融年鉴 1990》、《中国统计年鉴 1991, 1996, 1997, 1998》、中国统计出版社。

1994 年以来，中国基本上建立了由中央银行、政策性银行、商业银行以及非银行金融机构组成的适应社会主义市场经济的银行体系。但是，这个体系需要磨合和完善。目前，中国约 90% 的社会融资是间接融资（表 1.3）然而，金融中介机构的发展却是相对不充分的。特别是非银行金融机构如基金（养老基金等）、保险公司等，这些在发达市场经济社会中重要的金融机构，在中国目前尚处于发展的初级阶段，这些金融机构吸纳储蓄的能力还十分有限。例如，1997 年中国保险费大约占 GDP 的 1% 而 1997 年末金融机构存款总额占 GDP 则高达 110%。

二、金融传递机制欠发达

尽管近几年资本市场发展速度较快，特别是国债市场交投活跃，增加了可转让债券（CB）、以回购协议出售国债等交易品种，使银行可以在一定程度上减少贮存流动性资产，有利于金融机构提高融资效率。但是，与发达金融市场相比，中国目前金融市场的工具仍然显得品种不足，金融机构市场操作的空间十分有限，使金融中介机构通过融资组合来分散金融风险的潜力受到一定的制约。

三、银行风险管理的能力不强

由于社会上金融管理方面的人力资源相对不足，商业银行缺乏足够的有经验的金融专家对贷款者的信用进行充分的分析；同时，尽管商业银行已开始实行资产负债比例管理，然而，国有商业银行目前还很难完全按照信用情况来决定是否向国有企业特别是

国有大型企业提供贷款。

四、市场风险转化为金融风险

随着中国经济体制改革的推进 国民经济持续增长 中国经济已由计划经济时代的短缺经济转变为相对的过剩经济。伴随经济对外开放，国内市场日益面临更为激烈的国际竞争。80年代企业靠“外延式扩大再生产”的方式已不再适用，企业发展需要靠技术进步，需要根据市场变化不断调整企业的经营战略。这实际上表明企业长期投资风险的上升，同时也表明融资风险也相应增大。目前，大部分企业长期投资的资金来源是银行贷款，这使企业的资产负债比率过高，虽然近年来企业资产负债率有所下降，但该比率始终超过 60% 其中长期负债比率超过 22%^① 这反映了企业具有较高的经营风险。值得进一步指出的是，银行大约占 70% 的债权是国有企业向银行的贷款，国有企业向国有银行借款没有足够的还贷约束力，因为国有银行对国有企业拖欠其债务并没有十分有效的追索手段。国有银行债务对其则是一种硬约束，而国有银行债权对以国有企业为主的债务人来说却是一种软约束。这样，企业的经营风险在很大程度上转化为银行的融资风险。

个人投资者的选择往往是相当理性的 受当前市场不景气、投资风险上升和收入预期下降的影响，居民储蓄倾向不断上升，并且

根据全国 5000 户工业生产企业调查结果

年/月 资产负债比率 (%) 长期负债比率 (%)

1995.06	65.17	23.23
1995.12	62.99	23.00
1996.06	62.36	22.58
1996.12	61.07	22.21
1997.07	61.72	22.56
1997.12	61.14	22.66
1998.06	61.78	22.75

1995 年以来企业资产负债比率逐步有所下降，但始终超过 60%。

倾向于选择风险小的金融工具。1998 年银行 4 次调低存款利率，金融机构存款总额仍不断增加。1999 年一期国债发行短短几天就被认购一空。都反映了当前个人投资者对低风险金融工具的偏好。这样，市场风险和经营风险最终都集中到金融中介机构，表现为金融风险的上升。亚洲金融危机以后，政府更为注重对金融风险的防范，中国人民银行加强金融监管，商业银行强化资产负债比例管理和风险管理，严格控制银行的坏债比例。由于目前资本市场发展不充分，社会融资渠道主要是间接融资（间接融资比重过高）另一方面金融工具品种单一，使商业银行缺乏组合融资、减少融资风险所必需的金融工具。结果，造成商业银行对贷款过份谨慎的现象，使社会融资不畅通，最终影响国民经济的增长。

由以上讨论，我们可以体会到中国资本市场的发展不仅为投资者提供风险和收益对称的直接融资的工具，而且也会有助于金融中介机构调整其金融资产构成，以降低其风险，从而促进间接融资的发展。尽管从 80 年代到 90 年代初，中国资本市场发展道路并不平坦，其中甚至经历了“资本市场是否能为社会主义所用”的探讨与摸索，然而，从实践的结果来看，中国适度发展资本市场是建立社会主义市场经济体制的需要，是有效动员社会储蓄、促进经济增长的必然选择，也是降低金融风险、建立高效率的金融体系的客观需要。1996 年中国人民银行行长戴相龙指出，今后直接融资应该有较快的发展，但是要贯彻“积极稳妥、严格管理、循环渐进”的方针。这可能是中国在相当一个时期内发展资本市场所奉行的基本原则。

第五节 资本市场与资本市场的金融

由于本书将在以后部分对中国资本市场的重大问题展开较为具体的探讨。而资本市场的概念在中国还是一个比较新的概念，

对其在概念上的界定似也没有公认的严格定义。为此,本节旨在界定资本市场的一些基本的概念为以后的讨论作一些概念上的准备。

一、资本市场的定义

金融市场是资金最终贷出者与最终借入者之间的一种传递机制。通过各种技术、工具和机构,金融市场能动员储蓄,把收入大于支出的多余的资金输送到资金需求者手中。按照所交易的金融资产(金融工具)的性质(如合约的性质、期限的长短等)可以对金融市场进行不同的分类。通常的一种分类方式是以所交易的金融资产的年期长短作为标准,将金融市场分为货币市场和资本市场。具体定义为:若交易的金融资产的发行期限在一年以上的金融市场称为资本市场;若交易的金融资产的期限为一年或一年以内的市场则称为货币市场。

金融市场的分类也有以所交易的金融工具的种类取名,如债券市场、抵押市场、股票市场等等。一般又可以用证券(securities)来涵盖债券、股票等金融工具。证券市场则是证券交易的场所,若所交易的证券年期均在一年以上,称为长期证券市场;若所交易的证券年期均在一年或一年以内,则称为短期证券市场。因此,资本市场是长期证券(如债券和公司股票)市场,货币市场则是短期证券(如国库券和银行可转让大额存单)市场,货币市场的金融工具比资本市场更具流动性。

二、资本市场的工具

为了在以后篇章对中国资本市场发展有一个比照,我们先概述一下发达资本市场的金融工具。最为常见的资本市场的金融工具品种颇多,大体上可以归纳为债券、票据、存款证及股票。

1. 债券(Bonds)系机构筹集长期资金而发出的借贷文件,文件上证明发行者以固定息率向认购者借取一笔长期的资金,承担着按期付息还本的责任。债券由工商企业发出为公司债券,债券

由政府发出则为政府债券。

2. 票据 (Notes) 系由工商企业为筹集中长期资金而发出的借贷文件。票据分定息票据和浮息票据两种。定息票据的性质与公司债券相似, 两者均在发行时订明息率在借贷期内不变, 但定息票据的期限比公司债券短, 一般为 1—5 年不等。

3. 存款证 (Certificates of Deposit) 系中长期存款的凭证, 该凭证证明了存款机构接受了一笔定期存款。它在存款期、存息和转让等方面与普通的定期存款单不同。与定期存款单比较, 存款证的存期一般较长, 存息一般亦比定期存款高, 并有定息和浮息两种, 无论是记名或不记名的存款证均可以在市场上转让。

4. 股票 (Stock) 系工商企业通过出售所有权股份来筹集资金。股票有普通股与优先股^①之分。

优先股是一种特别的股份证明, 一般的优先股是定息的, 有优先获得派发股息和优先在公司破产或企业清算时获得分配剩余资产的权利, 但无投票权, 因此不具有对公司控制权的影响力。

第二章 中国资本市场发展基本评价

第一节 资本市场发展在中国国民经济中的地位

1978 年改革开放以后，中国资本市场在国民经济中的影响由小到大，由浅入深，正在成为影响中国宏观经济和微观经济发展的重要因素之一。

一、债券市场在中国国民经济中的地位基本评价

1949 年以后，尤其是 1956 年以后，中国政府的财政政策发生重大改变，财政收入主要由企业上缴利润组成，而不是一般以国家税赋为主，尤其是基本上没有国家债务收入。因此，这一阶段基本上不存在国债市场。同样，企业也在大一统的资金供应体制下，没有向外部发行债券的机会和必要。

1978 年以后，中国财政改革带动了财政政策的重大转变。税收在财政收入中的地位不断上升，而 1981 年以后中国政府重新向公众举债，发行了停止 20 多年的国库券，这标志着财政政策（收入政策和支出政策）将发生某种重大的变化，从而财政对中国经济的影响也相应发生了变化。

1. 国债市场正在逐渐成为中国政府的重要融资渠道。

1987 年以后中国财政发行债券，国债融资逐步增加。从 80 年