

第一章 总论

第一节 新中国建立初期的债券市场

一、新中国建立初期的经济政治背景

中华人民共和国刚刚成立时，政府面对的是一幅千疮百孔的烂摊子。一方面，整个国民经济处于瘫痪和崩溃的危险境地，政府必须迅速医治战争创伤，恢复国民经济。另一方面，战争尚未结束，残余的国民党军队还盘踞在西南华南数省和台湾、海南等地，政府必须尽快肃清残敌和土匪，解放一切尚被反动派占领的土地。

由于经济极度困难，新解放区的税收尚需时间整顿，全国统一的税收制度也未建立，加之土匪骚扰商旅，致使城乡物资交流不畅又造成税源不足，政府所能取得的财政收入极为有限。1949年经过种种努力之后，政府的财政收入也只有303亿斤小米。

与此同时，由于战争尚在继续，军费开支庞大。解放区的扩大既需相应增设管理机构，又需包下旧的军政人员，再加上救济灾民，修复重点工矿企业，抢修公路、铁路、桥梁，恢复和建设城市、海港等等，政府所需担负的财政支出急剧膨胀。1949年即使进行了各方面的压缩，政府的财政支出仍高达576亿斤小米。

为数近二分之一的财政支出，在当时的情况下除了发行货币

之外，几乎没有其它的弥补办法。货币的过量发行又引发了通货膨胀和物价的猛烈上涨。而且，1950年的财政收支概算仍是一个赤字的概算。这使得本来已经十分严峻的形势进一步加剧了。

二、新中国建立初期的举债实践

在极为严峻的政治经济形势下，新中国不得不开始了她的举债实践。1949年12月2日中央人民政府委员会第四次会议上通过了《关于发行人民胜利折实公债的决定》，并于次年11月发行了为期5年的“人民胜利折实公债”。

尽管这次政府债券发行的数额并不大（实际发行额折合人民币2.6亿元，加上东北地区由前东北人民政府发行的“东北生产建设公债”共折合人民币3.02亿元）。计算单位也采用的是实物标准，并且，还带有“临时举债”的性质。但它毕竟是政府的第一次举债实践，有着不容忽视的意义。

在胜利完成了国民经济的恢复任务之后，中国从1953年起开始了第一个五年计划，进入有计划的大规模经济建设时期。当时的经济形势是：国民经济的基础十分落后和薄弱，新生的共和国面临着加速工业化的进程和在经济建设中赶超资本主义国家的严峻的历史任务。要加速工业化进程，实现赶超，就需要加速积累。因而，“一五”计划的基本任务之一，就是集中力量进行以前苏联援建的156个大型工业项目为中心的工业建设，建设我国工业化的初步基础。规模庞大的建设形成了对资金的巨大需求：仅全民所有制企业的基本建设投资就达588.47亿元，其中由财政担负的拨款为531.18亿元，占90.3%。与此同时，1953年的国家预算编制，由于缺乏经验，不适当地把上年结余列入当年预算收入，据此安排的基本建设投资支出以至整个预算支出的规模过大，结果进一步加重了财政支出规模的膨胀势头。

对财政资金的需求如此之大，对它的供给却不能以同步的速度来增长。尽管 1950 年进行了整顿旧税制、统一和建设新税制的工作，发布了《全国税政实施要则》，并实施了《关于统一国家财政经济工作的决定》等若干重要举措，但在国民经济基础依然落后和薄弱的条件下，政府可以取得的财政收入终归是有限的。

工业化进程的加速，必要的财政支出也不能不保障，但是，财力需要与可能之间的矛盾却是不能回避的。当时的政治和经济环境对于政府举债都是有利的。经过国民经济的恢复过程，国民经济开始走上了正常发展的道路。人民生活已经普遍得到改善，包括工人、店员、公教人员及部队干部在内的各方面人员的实际工资有所增加。加上当时人民群众的政治觉悟和爱国热情甚高这一因素，政府以发行债券的方式将人民群众的一部分收入和储蓄集中起来用作财政支出的需要，是完全可以做到的。正是在这种条件下，1953 年 12 月 9 日的中央人民政府第 29 次会议通过了《1954 年国家经济建设公债条例》，此后，又分别在 1954 年 12 月 26 日、1955 年 11 月 10 日、1956 年 12 月 29 日、1957 年 11 月 6 日的全国人民代表大会常务委员会上通过并颁发了《1955 年国家经济建设公债条例》、《1956 年国家经济建设公债条例》、《1957 年国家经济建设公债条例》和《1958 年国家经济建设公债条例》。即 1954—1958 年期间，中国连续 5 年发行了 5 次“国家经济建设公债”，实际发行总额达 35.45 亿元。

可以说，没有那一时期人民胜利折实公债和国家经济建设公债的发行，国民经济恢复任务和“一五”计划的胜利完成，是不可想象的。

在政府开始新中国举债历史的同时，企业债券并没有同步发展。这也恰好符合财政支出主要用途是向全民所有制企业投资的

事实。也就是说，在那一时期，企业筹集渠道主要来自于单一政府投资。

第二节 债券“空白”时期的出现： 历史探源

一、政府债券“空白”的探析

1958年以后，虽然财力需要与可能之间的矛盾依然存在，而且，在连续三年的“大跃进”和随后发生的连续三年的自然灾害的形势下，这一矛盾更加尖锐了。但是，中国政府却分别从1958年和1959年起先后停止了国外公债和国内公债的举借活动。并且，随之进入了1959年至1978年长达20年的“既无内债，又无外债”的债券市场空白时期。

理论界往往是从当时以及此后的政治和经济环境来寻求答案的。比如：

中国和前苏联的关系在1958年开始破裂，随后前苏联政府停止了对华援助，并且，撕毁合同，撤走专家。以美国为代表的西方国家政府也正在对中国进行各种各样的经济封锁。所以，那一时期的国际政治环境不允许我们举借外债。

“左”的错误思想1958年后逐步处于支配地位，社会主义制度的优越性亦被加上了“既无内债，又无外债”这一条，政府举债被视为是有损于社会主义国家形象的事情。所以，那一时期的国内政治环境也不存在举借国债的可能性。

在第一个五年计划胜利完成的刺激下，人们对国民经济的发展前景看好，甚至以为过不了许久就可以赶上西方发达国家，并据此对“二五”时期及其后的财政收入做了较高的预期，因而认

为政府举债已无必要。后来，虽随着三年自然灾害的发生和经济困难的加剧，财政收入连续两年出现了负增长，对财政收入的预期已经有所调整，但那时的困难局面之严重，又使得发行国债提不上议事日程了。

凡此种种，确实都是出现债券市场空白时期的原因所在。但是，有一个更为重要的原因可能被人们疏漏了。

这就是，“一五”时期，伴随着对农业、手工业和私人资本主义工商业的社会主义改造的进程，在中国，已经逐步形成了一种特殊的财政收入机制：1953年政务院发布《关于实行粮食的计划收购和计划供应的命令》，确定在全国实行粮食统购统销制度。随后，又将统购统销的范围逐步扩大到植物油料和棉花，从而实现了对主要农副产品的统购统销。尽管这一制度涉及的内容较多，但最主要的是规定农民要按国家制定的价格标准将剩余农副产品统一卖给国家，并由国家按计划统一供应给城市工业部门和城市居民消费。农副产品统购统销制度使得政府可以通过农副产品的低价统购从农业中集中起来大批资源，并以低价统销形式提供给城市工业部门和城市居民消费。来自农业的低价的原材料降低了工业的原材料投入成本，低价的农副产品也使城市居民获得实物福利并降低了工业的劳务投入成本。在低成本的基础上，工业部门获得了高的利润。

1956年全国第二次工资制度改革时颁发了《国营企业、事业和机关工资等级制度》。这一制度涉及的内容也很多，但其核心就是把工作划分为若干类别，由国家统一规定国营企业、事业和机关单位的工资标准，统一组织这些单位工作人员的升级，并监督其年度工资基金计划的编制、实施。1960年又实行了对包括国营和集体所有制企事业单位以及国家机关、人民团体在内的几乎所有城镇单位的工资基金监督制度。将这些单位的工资支付

及带有工资性质的货币支付纳入国家劳动工资计划，并授权银行加以监督。上述两个制度使得政府可以通过压低工资标准、减少升级频率来直接或间接地降低工业的劳务投入成本。在低成本的基础上，工业部门又获得了高的利润。

在自建国初期就已实施下来，且几十年基本未变的财政统收统支管理体制下，企业创造的纯收入，基本上都交财政集中分配，企业能够自主支配的财力是极其有限的。这又使得政府可以通过财政上的统收，将工业的高利润集中在国家手中，再通过财政上的统支用于政府所需安排的财政支出。

不难看出，通过这一特殊的财政收入形成机制，政府完全有可能达到“人为”增加财政收入，进而缓和或解决财力需要与可能之间的矛盾之目的。而这一任务，在正常条件下，是应当且可以通过发行债券来完成的。

事实恰恰在于，在为长达 20 多年的时间里，中国财政的职能，在很大程度上正是凭借着这样的一种财政收入机制所提供的“超正常”水平的财政收入，才得以正常履行的。

资料表明，通过农副产品低价统购这一形式，20 多年间农民承担了总额约 6000 亿元的这种“价格暗税”，为 1953—1980 年全民所有制各行业基本建设新增固定资产总数 5129 亿元的 117%；^①在此期间，中国所实行的低工资制度的格局基本未变。更有甚者，在 1956 年以后，职工经常性的升级制度便被中止。从 1957—1977 年的 20 年中间，只有 1959 年、1963 年和 1971 年进行了小范围、小幅度的工资升级工作。城市职工收入水平，从 1952 年至 1978 年的 26 年间，年平均工资只增加了 170 元。年均增长率为 1.3%，而且，其中有 13 年还是较上年下降的。

农业部财务司：《中国农业资金问题研究》，中国人民大学出版社 1991 年版。

至于农民的收入，到 1978 年，家庭年人均收入也只有 133.57 元。^① 无论城市职工的收入水平，还是农民的收入水平，都与这一历史时期的国民经济的发展状况相去甚远。

上述分析说明，在 1959—1978 年的 20 年间，中国政府并非没有举债。只不过这一时期的政府债券是以一种特殊的形式隐含着的。它之所以没有表现为政府债券，是因为广大人民群众以低工资和农副产品低卖价的形式默默地消化了这笔本应由政府承担的债务。

二、企业债券“空白”探析

在政府债券出现“空白”的 20 年间，正是中国实行高度集中的计划经济体制时期。在这种体制下，企业不是独立的经济实体，因而决定了企业没有独立的筹资权。财政统收统支的体制，决定了企业的资金来源以财政为单一途径的格局，由于传统体制否认和排斥商品货币关系，几乎不存在金融市场，仅存的银行在传统体制下的筹资作用也十分有限。一方面，银行成为政府的附属物，成为国家财政的结算机构和现金金库；另一方面，传统体制下职工的低工资、农民的低收入制度以及企业资金的使用权的高度集中，使社会闲置资金极少，银行可以吸收的储蓄存款十分有限。这就不能不束缚了银行在资金分配中的作用。到 1978 年经济体制改革以前，中国各银行吸收城镇个人储蓄余额唯有 210.6 亿元。传统体制也规定了银行只负责提供企业生产中的非定额流动资金贷款，这样，传统体制下的企业资金获得是通过财政的单一渠道来完成的。从基本建设投资资金的形成看，财政发挥着主要的作用。预算内投资占全社会基本建设投资的比重

袁振宇：《财政赤字研究》，中国财政经济出版社 1991 年版。

1952 年为 83.5%，1954 年为 84.2%，1958 年为 80.5%，1965 年为 90.8%，1970 年为 87.3%，1976 年为 82.6%，到改革开放的 1978 年为 79.2%。^①

因此，企业债券的“空白”实际上是以财政取得收入的特殊方式为前提的。

第三节 经济体制改革以来的中国债券

一、政府债券重新启用的背景分析

如所周知，中国的经济体制改革是从分配领域入手的。之所以作如此的选择，自然是基于以往的国民收入分配格局严重压抑了微观经济主体的积极性、主动性和创造性，从而使国民经济在很大程度上失去了活力这样一种认识。既然以往的国民收入分配的不合理主要体现在国民收入的分配向财政倾斜、财政收入占国民收入的比重过高上，改革由减少国民收入分配格局中的财政份额起步，以财政“还账”来激发各方面的积极性，也就成为一种历史的选择。财政“还账”的具体体现就是“减税让利”。

减税让利的改革首先是从农村开始的。1979 年，伴随着家庭联产承包责任制的推行，国家较大幅度地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，却减少了工业部门的利润，进而减少了财政收入。另一方面，由于农副产品的销售价格并未随之提高，形成购销价格倒挂，财政又需要给予商业部门价格补贴。与此同时，政府还通过实施对低产地区农业税的起征点制度，较大幅度地调减了农业税负担，并通

^① 《中国统计年鉴》，中国统计出版社 1995 版。

过适当放宽新办社队企业减免税期限等办法，减轻了农村社队企业的各项税负。于是，政府来源于农村的各项税收也减少了。

减税让利随即又扩展到城市。在 1978 年国有企业实行企业基金制度的基础上，1979 年 7 月开始了在全国范围内进行利润留成的试点工作。试点企业可以按政府规定的比例，留用一部分利润，用于建立生产发展基金、职工福利基金和职工奖励基金。随后又在次年 1 月将原规定的全额利润留成办法改为基数利润留成加增长利润留成的办法，进一步扩大了国有企业的财权。在实行利润留成制度的同时，从 1980 年开始，还对少数国有企业进行了将上交利润改为课征所得税办法的试点。伴随着这些改革举措的陆续出台，企业的留利额和留利率均出现了较大幅度的增加（分别从 1978 年的 27.5 亿元和 3.7% 增加到 1980 年的 144 亿元和 21.5%），从而相应减少了财政收入。在此期间，城市职工的工资收入也有了较大的提高，并恢复了企业和行政事业单位的资金制度。职工工资和资金收入的增加，又意味着财政要从减少财政收入（工业劳务投入成本加大的结果是工业利润和财政收入的相应减少）和增加财政支出（行政事业单位职工工资和资金的增加要求财政拨付专款）两个方面给予支持。

上述各项减税让利举措的结果是财政收入（不含债务收入）占国民收入的比重大幅度降低了（由 1978 年的 37.2% 下降到 1980 年的 28.3%）。但财政支出并未随之下降，反而因减税让利举措的实施而出现了相应增加。其结果，尽管从 1979 年起政府已开始举借外债，并将其列入了财政收入，1979 年和 1980 年的国家财政还是分别出现了 170.67 亿元和 127.50 亿元的赤字。连续两年的财政赤字，导致了财政向银行的透支，从而引起了物价较大幅度的上涨。而在改革正继续沿着以减税让利为主调的思路向纵深发展的时候，1981 年的财政预算又是一个赤字的预算。

财政赤字的弥补可以采用向银行透支的办法，但由此而引发的通货膨胀无异于在已经上涨了物价上火上浇油。而一旦物价上涨呈现蔓延和奔腾之势，很可能会使已经取得的经济成就化为乌有。

削减财政支出也是解决财政赤字的一种办法。但在财政支出具有刚性的条件下，财政支出可以削减的余地是不大的。更何况，有些财政支出，如价格补贴支出，在改革初期的大环境中，也是不应削减且需相应增加的。

看来财政赤字的弥补只有从增加财政收入上想办法。改革使以往那种以“人为”压低农副产品卖价和职工工资水平为基本特征的特殊财政收入形成机制被打破；通过向银行透支，增发通货来取得财政收入的办法也于经济发展有害。那么，剩下的办法就只能是发行政府债券了。这在当时尚属权宜之计。国务院于 1981 年 1 月 16 日通过并颁发了《中华人民共和国国库券条例》，随后又于 1 月 26 日公布了《关于平衡财政收支，严格财政管理的决定》。当年向社会发行了为数 48.66 亿元的国库券。

中国的政府债券，就是在这样一个特定的历史条件下，被重新启用了。

严格说来，1981 年的国库券，基本上还是被作为一项解决临时需要的权宜之计加以利用的。当时并未有长期发行的打算。也就是说，当时并未清楚地认识到传统的财政收入形成机制已不复存在和由此带来的举借国债的必然性。然而，财政困难的日益加剧使得情况发生了实质性改变。这就是此后的各项经济体制改革措施，非但没有使财政状况有所好转，反而随着改革的进一步深入，财政赤字规模不断扩大。于是，政府举债的历史开始进入一个新的阶段。这将在下一章中继续探讨这个问题。

二、企业债券的重新启用

改革初期，中国经济体制改革目标虽未明确提出要建立社会主义市场经济体制，但市场化改革的取向是非常明显的。企业在改革进程中，其地位及经营方式也在不断发生变化，有了越来越多的经营自主权。企业可以自主决策自身长期发展战略；自主决定自己行为的目标和达到目标的方式，实行自负盈亏；生产经营过程中生产要素和生产条件的组合，企业可根据自身发展的需要自主决定。即企业日益成为独立的经济实体。

从外部环境来说，随着改革的深入，国民收入分配格局发生了很大变化。在财政收入占国民收入比重下降的同时，个人和企业在国民收入分配份额中所占比重逐步增大，使得资金供给渠道增多，即资金的供给主体实现了多元化。

中国经济体制改革至今仍未解决的一个难题就是转换经营方式，调整产业结构。这一过程需要大量的资金投入。在国有企业在经济中占主要地位的条件下，对于国有企业的投入主要应由政府承担，但政府的财力却远远满足不了国有企业对资金的需求。政府投资规模呈现下降的趋势。1980年政府投资占全社会投资总额的比重为57%，企业和个人占43%；到1993年，政府投资占全社会投资总额的比重下降至3.7%，企业投资占84.4%，个人占11.9%。这个事实说明国有企业经营机制转换的完成仅仅靠政府投资是无法实现的。

经济体制的转变提出了政府转换宏观调控方式的要求，而宏观调控方式由直接向间接的转变需要有效的金融调控工具，因此必须相应建立和完善金融市场。在金融市场上不仅可以体现政府宏观调控的意图，还可以实现资金的融通，企业就是金融市场上不可缺少的资金需求者和供给者。

上述各种因素综合作用的结果，便是企业债券的发行。

应当承认，在中国资本市场中，企业债券市场（包括金融债券）是一个不够发达的市场。1981年到1987年，7年累计只发行了225亿元（其中金融债券95亿元）。1988到1992年，企业债券发行量迅速增长，5年共发行了1470.56亿元（其中金融债券333.95亿元）。但是，此后的企业债券的发行量突然减少，1993年当年仅发行20.06亿元。1994年以后，随着政策性银行的建立，由这些银行发行的金融债券明显增加，但这些债券具有很强的政策性并且基本向商业银行发行，因而，在相当程度上与市场分离。与此相比，工商企业债券的规模则相当小。根据计划，1997年企业债券的发行规模为160亿元。

综上所述，不难看到，如果说企业债券的重新启用是经济体制转轨的必然，那么，政府债券的重新启用则是由于经济体制的根本转变而使之由暗到明的过程。但无论怎样，中国经济体制改革的方向已不可逆转，政府债券也好，企业债券也好，都将随着中国债券市场发展的逐步规范化而越来越趋于成熟。

第二章 政府债券发行市场： 现状、走势、问题 及对策

第一节 中国政府债券发行市场的现状

政府债券发行市场是政府债券运行机制的首要环节。它的规范与完善程度如何直接关系到政府债券在其他环节能否顺利运行。政府债券发行市场包括发行方式的选择，发行对象即债券持有者结构的确定，政府债券规模和期限结构的设计，以及发行条件的规定等。关于发行条件问题将在下一章作专门的讨论。

一、中国政府债券发行方式的演变及现状

政府债券发行方式的选择必须符合高效率、低成本的要求，同时能够保证政府随时筹集到所需要的资金。目前，世界各国发行政府债券的方式主要有以下几种：

1. 公募招标方式。这种方法是指通过投标人的直接竞价来确定价格（利率）水平，发行后投标人按价款高低进行排列，从高价到低价（低利率排到高利率），从高价（低利率）开始，直至达到需要发行的数额为止。这种通过招标方式确定的政府债券价格水平实际上就是由市场供求关系所决定的市场价格和市场利率水平。

2. 承购包销方式。采用这种方法时一般由发行人和承销人（通常为大证券公司和银行）共同签订承购包销合同，合同中的有关条件是通过双方讨价还价来确定。这种讨价还价的结果往往也能确定一个接近市场的价格或利率。

3. 向个人直接发售。这种方法是指发行人和投资人直接见面的销售政府债券方式。

4. “随买”形式。发行者根据市场情况销售，若出现市场利率变化，则停止本期销售，待利率调整后，再销售下一期。这种发行方式实际上是政府债券发行量随市场利率波动进行调整的过程。

5. 行政摊派方式。即政府债券的认购不是采用市场方式，而是依靠行政指令强制发行的。这种方式多在市场经济不完善的发展中国家和特殊的历史时期采用。

一国政府债券的发行采用何种方式，除了存在一些历史性原因之外，更主要的取决于各国经济体制模式，以及金融市场发育程度等市场性因素。

中国自 1981 年恢复发行国库券以来，政府债券发行已有 17 个年头，发行方式也经历了由行政摊派到完全市场化的过程。回顾这一历程，政府债券发行方式的变化大致可分为三个阶段：

1. 行政摊派发行时期。从 1981 年恢复国库券发行至 80 年代中后期，中国政府债券发行几乎完全采用行政摊派的方式。这有其历史原因：一方面，80 年代初期，刚刚开始实行改革开放，政府财政在经历了十年浩劫之后面临严重困难，财政赤字规模不断增大，需筹集大量的资金用于恢复国民经济；另一方面，长期的计划经济和闭关锁国状况使国民几乎无任何投资意识。因此，国库券的发行在当时采用行政摊派方式实属历史的必然。

2. 向市场发行方式的过渡时期。80年代中后期以来，中国经济体制发生了许多重大变化：确立了社会主义市场经济体制模式，大力发展金融市场，改革金融体制，充分运用财政政策和货币政策加强政府的宏观调控等。这一系列重大改革要求政府债券发行必须适应市场经济的变化，以市场发行方式逐步取代行政摊派方式。1991年试行了由证券中介机构承购包销的方式，这是承购团直接和财政部之间通过承销合同，明确权力和义务关系的市场发行方式，但还不是真正意义上的市场发行，因为发行条件仍是通过行政方式确定的。由于发行方式、条件对中介机构有利，才使发行获得成功。此后1992年、1993年的承购包销虽在规模上有所扩大，但并未改变其行政色彩，原因是承购包销合同的基本条件虽然是发行人和承销商进行协商的，然而利率条件仍是通过行政方法，比照银行存款高一定幅度来确定的。可见，承购包销方法带有明显的由行政向市场过渡的色彩。

3. 基本市场化的发行方式。1993年推出了国债一级自营商制度，这标志着中国政府债券发行已基本迈入真正的市场化行列。1994年又进一步扩大了国债的一级自营商队伍，健全了对国债一级自营商的管理制度。1996年中国政府债券发行全部采取招标方式，通过竞争确定发行价格，实现了发行利率的市场化，既提高了国债的发行效率，也降低了国债的发行成本，增加了市场的透明度。全年共发行8期可上市国债，全部采取公开招标方式。对贴现国债采取了价格招标方式，对付息国债采取了收益率招标方式。对于已经确定利率和发行条件的无记名一期国债采取了划款期招标方式。同时，根据市场供求的状况和发行数量，分别采取单一价格招标和多种价格招标。这种多样化的招标发行方式适合中国现阶段的市场结构和市场发展程度。招标体制从基数认购、差额招标、竞争定价、余额分销发展到无基数、无

区间的全额招标体制。在招标技术上以世界普遍采取的降序秘密招标为基础，结合中国具体情况，采取了变动价位、二次加权的多种价格招标。上述做法说明中国政府债券的发行已经从承购包销这种带有市场特征的发行方式，过渡到了完全市场化的招标发行体制。与此同时，国债发行从零售市场向批发市场转变，提高了国债的发行效率。1994年和1995年零售市场约占三分之二，1996年约占七分之一，大大减少了通过零售市场向社会销售的份额，提高了通过国债一级自营商组织向社会发行的比重，从而使发行时间和缴款时间缩短。发行方式的变革使得发行频率有了大幅度提高，采用月度均衡的流动式发行，不但使旧券的兑付和新债的发行更好地衔接起来，赋予市场以稳定的预期，而且也提高了债务资金的使用效率，降低了发行成本。通过发行方式的改革，近几年顺利完成了政府债券的发行任务，保证了预算资金的需要。

二、对中国政府债券持有者结构的现实考察

政府债券的持有者结构，指的是政府债券的发行对象或认购者的构成。规定不同的发行对象，体现政府债券的发行范围，凡未列入发行对象的，就不属于该种（期）债券的发行范围。发行对象的确定依据，往往取决于政府债券的投资方向及其收益人、社会各阶层可能形成的对政府债券的购买力结构等。

中国从1981年起恢复发行国库券，当时分为向单位和个人发行两种形式。此后，随着债券种类的增加，规模的扩大，发行对象亦开始多样化。1987年增发了重点建设债券；1988年又向个人发行国家建设债券，向金融机构发行财政债券；1989年对一些有条件的单位定向发行特种国债；向个人、保险公司和流通领域的一些机构发行保值公债。进入90年代，政府债券种类不

断增加，1996年发行的品种有7个，即3个月、6个月、1年、3年、5年、7年、10年。品种的多样化，不仅有利于发行者调节债务结构，而且也有利于吸引不同的投资者，形成合理的政府债券持有者结构。但从总的构成看，中国政府债券的持有者构成具有明显的向居民个人倾斜的特征。1989年居民个人持有国债比重为81.9%，1991年为70%，1992年为81.6%，1993年也在80%以上。1994年以后，居民个人持有比重虽有所下降，但仍保持在60%以上。导致这一现象的原因主要是：

1. 改革以来在经济高速增长的同时，国民收入分配向个人倾斜，为个人大量认购政府债券提供了可能性。改革以前的1978年，国民收入分配份额中个人和企业占62.8%，国家占37.2%。此时政府既无发债的必要，也无发债的可能。至80年代中期以来，情况有了极大变化，国民收入分配中个人和企业所占份额急剧增大，而国家所得迅速下降，造成财政赤字规模不断膨胀。1993年国民收入分配中个人和企业为81%，国家为19%。与此相伴随的政府债券发行不仅有了必要，也有了可能。

2. 在一个金融市场发育程度低，金融投资工具较为缺乏的国家里，人们的投资选择空间相对狭窄。因此，把闲置资金投资于政府债券似乎是一种必然的选择。

3. 从金融工具的特征看，风险与收益对称的原则在中国政府债券的发行中并未体现出来，恰恰相反，中国的政府债券风险低于银行储蓄存款，而收益却远远高于储蓄，这一做法沿用至今，使大量储蓄存款分流到政府债券市场中去。

4. 宏观经济形势稳定和健康发展是长期保持个人对政府债券投资增长这一趋势的重要基础。近年来，由于实行新一轮的经济调整和经济改革，国民经济已成功地实现了“软着陆”。宏观经济形势不断好转，增强了个人对政府投资的信心，也保证了近