

□ 杨大楷 李 昆

## 新中国国债市场的建立与完善

**内容提要** 以国债产品化、国债商品化、国债市场化为主线索,总结了半个世纪以来,新中国国债在不同经济阶段,对国民经济和社会发展发挥的不同功能,以及“举债适度、用之有效、流通合理、偿还有方”的管理方针。揭示了新世纪国债国际化和国债可持续发展的轨迹。

**关键词** 新中国国债市场 建立 发展 提高 启示

**作者简介** 杨大楷,1949年生,男,上海财经大学金融学院教授,博士生导师,经济学博士;李 昆,1977年生,女,上海财经大学国际投资硕士研究生。

### 一、50年代国债市场的萌芽与初创

从1949年中华人民共和国成立到1956年,中国共产党领导全国各族人民有步骤地从新民主主义向社会主义的转变。在这个社会性质的转变过程中,新中国先后发行内债38.04亿元,对外融资51.62亿元,为国民经济的恢复和经济建设的展开,提供了部分财源,发挥了积极作用。

从支持国民经济的恢复来看,新中国诞生后,面临着国民党遗留下来的一个生产凋敝、贸易萎缩、失业严重的混乱局面。如何尽快消灭财政赤字和通货膨胀成为经济上事关巩固新生红色政权的关键。1950年中央人民政府决定发行人民胜利折实公债,并在当时特有的政治经济环境下,形成了四大特点:一是以弥补财政赤字,减少现钞发行,平抑物价为公债发行的目的。二是选择以城市工商业者和殷实富户为发行对象,本着说服劝募和自报公议的原则对公债进行推销。三是公债的募集与还本付息采用“折实”形式,其价格按全国6大城市4种主要商品的加权平均批发价计算,公债分5年偿还,年息5厘。四是为保证公债的发行不扩大货币流通量,规定发行的公债不得代替货币进入市场流通,不能向银行抵押、贴现;同时,为了避免因发行公债引起银根紧缩,各月发行的公债量均视生产恢复状况而定。这表明新生的共和国开始注意把国债发行视为调节银根松紧的一种重要手段。这次国债发行及配套出台的统一财政经济工作、稳定金融物价的系列措施,使全国很快就实现了物价供求平衡,现金收支平衡和财政收支的基本平衡。这是共和国开国后在财政经济战线上赢得的一个最辉煌的胜利,也是新中国国债首次发行取得的重大成效。

从支持国民经济的发展来看,1953年我国开始了第一个五年计划,进入了以原苏联帮助我国设计的156个建设单位为中心的,由限额以上的694个建设单位组成的工业项目,构筑我国社会主义工业化初步基础的建设时期。1954年中央人民政府决定发行国家经济建设公债,

并在连续 5 年的发行过程中形成了四大特点：一是以实现“一五”计划的建设任务为公债发行的目的。二是选择以城市职工和工商业者为重点发行对象，按照自愿认购的原则对公债进行推销。三是各期公债年息均为 4 厘，每年付息一次，分 10 年作 10 次偿还。四是出台了提前购买国债者给予贴息、免征利息所得税等优惠措施。这表明建设型国债开始成为一种从整个社会直接集中资金，直接安排生产建设的宏观调控手段。建设公债的发行对集中部分消费资金，加快建设步伐，促进“一五”计划的胜利实现发挥了巨大的作用。

从支持现代化工业体系的初步建立来看，1950 年中央人民政府积极通过原苏联筹措外资，引进了我国工业化建设急需的现代科学技术和机器设备，保证了 800 余项预算内重点工程的建成投产，构成了人民共和国国有企业的骨干。它对于社会主义经济特别是国有经济的建立和发展，社会主义生产关系的确立具有极为重要的作用。正是在这个意义上，我们认为，建国时期既是新中国经济建设的辉煌时期，也是成功地利用内外债进行经济建设的辉煌时期。新中国国债的确成功地迈出了第一步。

十分明显，50 年代的国债突出了国债集中性借贷和有计划地组合闲置资源的经济功能，并开始成为调节银根松紧、平衡财政金融的一种重要调节手段。尽管国债建立了公募市场，但在发行时却采用了政治动员与自愿认购相结合的方法，国债品种极少，也没有二级市场，这无不与当时高度集中的产品经济体制有着密切的联系。

表一 新中国 50 年代国债情况表 单位：亿元

年份	国债收入合计	国内公债	国外借款	国内其他债务收入	债务偿还	国债收入占财政收入的百分比(%)	国债收入占预算内经济建设费的百分比(%)
1950	3.02	3.02			0.03	4.6	17.39
1951	8.18	0.01	5.49	2.68	0.42	6.2	23.30
1952	9.78		9.78		3.39	5.3	13.36
1953	9.62		9.62		0.91	4.3	11.00
1954	17.20	8.38	8.84		2.21	6.5	13.92
1955	22.76	6.19	16.57		6.56	8.4	16.53
1956	7.24	6.07	1.17		7.22	2.5	4.55
1957	6.99	6.84	0.15		8.26	2.3	4.29
1958	7.98	7.98			9.04	2.1	2.86

资料来源：依据《中国财政统计(1950—1988)》，中国财政经济出版社 1989 年版整理而成。

## 二、80 年代国债市场的恢复与发展

党的十一届三中全会以后，中国共产党领导全国人民有步骤地从计划经济体制向社会主义市场经济体制过渡。在这个经济体制的转轨过程中，党和国家纠正了“左”的错误路线，恢复了一度中断的国债，先后发行内债 829 亿元，对外融资 680.15 亿美元，国债市场建设迈出了商品化的步伐，为支持改革发展、推进对外开放发挥了重要的作用。

80 年代初，中央通过了经济体制改革的决议，明确提出建立充满活力的社会主义经济体制，必须遵循价值规律，运用经济杠杆，发展社会主义商品经济。由此，国债市场建设迈出了商品化的步伐：一是国债商品化，恢复了金融商品的本来属性，即它在为债券持有者带来一定的收益，具有价值较高、投资风险相对较小的特点，增加了社会公众对金融资产选择性的同时，其价格变动开始反映市场供求关系。二是发行市场扩大化。与 50 年代比较，截止 1989 年末，整

个内外债发行规模分别增加了 21 倍和 41.8 倍；发行利率经历了由低到高、“合二为一”（对企业、个人实行的差别利率统一为一种利率）的变化过程；内债品种增加到 7 个；期限结构以中长期为主，且包含了风险贴水；外债币种结构呈现日元、美元、港元、德国马克多样化的格局；发行方式开始运用价值规律，进行了间接发行方式的尝试。三是新开辟了流通市场。1988 年初夏，中国打开了国债流通市场的大门，上市国债品种由 2 个迅速扩大到 4 个；至 1989 年末，国债交易额累计达到 45.46 亿元，占同期全国证券交易总额的 92.2%，初显证券市场的王者之气。流通市场的建立，使国债在满足投资者流动性需要的同时，确保了发行者大量融资后能在较长时间内按固定成本使用资金；由于比价竞争，又为调低新国债发行成本提供了参照系数；由于收益率、收益额和未偿期限共同决定的流通价格是一种官方指导下的市场价格，这又为国家对流通市场的预先调节提供了可能。

迅速恢复和发展起来的国债有力地支持了中国的改革与发展。1981 年，为了解决历史遗留问题，增加对农业的补贴，推动企业开始改革，国家决定恢复发行国债，适当集中各方面的财力，进行现代化建设。1987 年，为了压缩预算外固定资产投资规模，调整投资结构，更好地集中资金保证重点建设资金的需要，先后发行了国家重点建设债券和国家建设债券。1989 年，为了贯彻治理经济环境，整顿经济秩序，进一步调整经济结构，弥补财政赤字，先后发行了保值国债、特种国债和财政债券。这些国债分别发挥了 4 项杠杆作用：一是成为协调社会资金周转和促进国民经济均衡发展的工具。国债在不改变资金所有权的条件下，却有计划地协调了社会资金在供求总量、结构和时间、空间分布上的均衡，这对增加资金积累、扩大就业、支持改革具有重要作用。二是成为协调消费和积累、改善资源配置、调整产业结构的经济手段。三是成为提供信用流通工具、调节资本市场与货币流通、启动投资者投资意识、推动金融改革的重要手段。四是成为正确处理各方面经济利益再分配的调节手段。

与此同时，迅速恢复和发展起来的对外融资也有力地支持了中国的对外开放。社会主义经济本质上是开放的经济，她的经济发展离不开世界，社会主义现代化只能在开放中实现。社会主义开放的经济本质决定了对外开放的经济政策，也同时决定了对外开放的种种经济手段，而国债正是其中的一种。与 50 年代借款相同的是，中国的外债主要用于经济方面的投资；与 50 年代不同的是，那几次外债主要投向以钢铁和机械工业为主的重工业。而 80 年代融入的外资主要用于重化工和农业、基础设施和社会服务，以及开放型经济的工程项目上。这种资金投向与以往不同的趋势，是对 80 年代国家决心发展商品经济和加速对外开放步伐作出的重要反映。10 年间，这批外债发挥了三大杠杆作用：一是成为充分利用国际国内两个市场、两种资源、积极参与国际竞争与国际合作，发挥我国比较优势的重要手段。外资投向的 800 余项开放型项目，促进了国内经济与国际经济的互接互补，提高了项目的国际竞争能力。二是成为推行全方位开放的重要手段。70% 的外资投向沿海地区，推进了经济特区、沿海开放城市，以及沿江、沿江和内陆中心城市的对外开放，发挥了开放地区的辐射带动作用；20% 的外资投向交通运输业，加快了主要交通干线沿线地带的开发开放；56% 的外资投向涉及对外开放的领域，扩大了生产要素的流动和交换，在注重工业和贸易领域国际联系的基础上，加快了其他产业的对外开放和服务业的发展。三是成为引进外资、技术、人才和管理经验的重要手段。改善了投资环境，拓宽了投资领域，进一步开放了国内市场。

表二

新中国 80 年代国债情况表<sup>\*</sup>

单位:亿元

年份	国债收入合计	国内公债	国外借款	内债偿还	外债偿还	国债收入占财政收入的百分比(%)	国债收入占预算内投资规模的百分比(%)
1981	172.66	48.06	124.60	0.00	98.70	14.68	64.00
1982	118.84	43.08	75.76	0.00	93.91	9.80	42.56
1983	116.28	41.58	74.70	0.00	72.23	8.50	34.23
1984	239.81	42.53	81.00	0.00	52.91	14.60	56.96
1985	145.88	60.01	85.87	0.00	95.70	7.28	35.77
1986	324.02	62.51	261.51	8.00	119.08	15.27	73.53
1987	513.23	116.90	396.33	23.20	193.40	23.34	107.93
1988	704.72	188.80	515.92	28.40	160.61	29.90	171.88
1989	766.41	223.90	542.51	19.30	172.59	28.76	243.60

资料来源:依据《中国统计年鉴(1981—1989)》,中国统计出版社 1990 年版有关数据整理而成。

\*注:各年外债汇率按当年的外汇中间价折算为人民币。

### 三、90 年代国债市场的壮大与提高

90 年代初期,以邓小平南方讲话和党的十四大为标志,中国的改革开放和现代化建设事业进入了一个新的发展阶段。十四大明确提出了建立社会主义市场经济体制的目标,国债市场成为市场体系培育 and 发展的一个重点。9 年间,先后发行内债 11965.21 亿元,对外融资 1841.14 亿美元,国债市场的运作机制在商品化的基础上逐步向市场化过渡,为扩大内需,防范亚洲金融危机发挥了重大作用。

国债市场化建设有了新的突破:一是强化了国债的商品属性,确立了国债在市场上“金边债券”的地位。国债发行利率日益成为金融市场资金供求的平衡器;内债品种发展到 43 个;期限结构初步形成短期、中期、长期“三分天下”的格局;外债币种结构呈现以美元、日元为主的特点;发行方式逐步向招投标和贴现发行方式过渡,开始与国际市场上通行的方法接轨。二是形成了以国债为主体的证券市场。与 80 年代比较,截止 1998 年末,整个内外债发行规模分别增加了 14 倍和 2.7 倍。内债发行总额占同期全国证券发行总额的 70.32%;上市国债及其衍生品种达到 51 个;国债交易总额累计突破 15254.6 亿元,占同期全国证券交易总额的 58.3%。国债堪称中国证券市场的王者。三是发展了市场中介组织。1990 年初,全国已拥有财政系统的证券公司、国债服务部 300 余个,金融系统的证券公司、证券营业部 730 余个,构成了国债发行、流通、偿还的基本网络。1990 年底,随着设在北京并联通全国主要城市的证券交易自动报价系统和上海、深圳两个证券交易所的相继建立和投入营运,对规范交易方式、提高市场流动性,疏通信息渠道、平抑地区不合理差价,走向统一结算、提高资金效率,增进公众金融意识、培育市场主体,摸索管理经验,促进市场的规范化建设发挥了巨大的推动作用。1993 年,市场中介组织按纵向建立一级自营商、按横向分出自营商同经纪商,这既是市场化发展的结果,又使市场化发行和市场化交易变为现实。1997 年,全国统一国债托管系统和中央国债登记结算公司的建立,有力地促进了全国统一市场的形成。四是加强了市场监督管理。为了提高市场公开化程度,中国建立了由财政部、中国人民银行与证券委及证监会共同组成的权威性的市场执法和监督机构,颁发国债管理条例,负责国债经营机构的审批、财务监督和业务调查工作;同时成立了全国性的行业自律监管组织——中国证券业协会,形成了正常的市场进入、市场竞争和市

场交易秩序。为了保证国债资金的使用质量,1998年中央加强了国债专项投资项目的管理,严格论证和筛选项目,坚持项目建设推行招投标,发现并查处国债资金使用中的违纪违规问题,按设计标准逐一验收竣工项目,有效地防止了国债资金的损失浪费,提高了资金使用效益。

社会主义市场经济必须有健全的宏观调控体系,国债作为政府间接调控的一种经济手段在90年代得到充分的展现。1994年,国家应对上年总需求过旺的情况,果断采取国债发行首次突破1000亿元大关的措施,压缩消费支出和投资支出,取得缓解过旺的社会需求的效果。1998年,政府为解决社会总需求不足的情况,果断增发1000亿元国债,以扩大内需,加快基础设施建设,拉动GDP增长1.5个百分点,实现经济增长7.8%的目标。这表明,中国国债已经具备了对经济运行宏观调节的功能。

纵览世界,没有比90年代中国国债的实践更能说明社会主义国债对防范国际金融动荡所发挥的重大作用了。为了应对1997年以来东南亚金融危机的影响,财政部及时对商业银行发行国债4150亿元,此举缓解了商业银行由于存差过大而带来的经营压力,同时也改善了商业银行资产的质量。1998年,财政部再次定向发行2700亿元国债,所筹措的资金补充国有商业银行的资本金,从而使商业银行的资本充足率达到了《商业银行法》和巴塞尔协议规定的8%的要求,这对于提高国有商业银行资信用度和在国际金融市场上的竞争力,进一步有效防范金融风险,促进我国经济和社会发展,意义十分重大。与此同时,国债发行利率频频下调,既体现了国债收益率的优势,又有利于防止国际游资的套利行为,为保持人民币汇率的稳定,做出了积极的贡献。中央银行及时恢复了公开市场操作业务,使国债发挥了财政政策和货币政策结合部的重大作用。中国在这次亚洲金融危机中处变不惊,镇定自若,让世人看到了一个正在崛起的东方大国的大家风范。

表三 新中国90年代国债情况表\* 单位:亿元

年份	国债收入合计	国内公债	国外借款	内债偿还	外债偿还	国债收入占财政收入的百分比(%)	国债收入占预算内投资规模的百分比(%)
1990	1049.82	197.30	852.52	113.80	326.30	35.74	270.92
1991	1240.07	281.30	958.77	116.70	426.98	39.37	332.50
1992	1612.91	460.80	1152.11	342.40	442.62	46.30	482.61
1993	2443.48	381.30	2062.18	224.30	518.57	56.18	526.75
1994	2292.79	1028.60	1264.19	365.00	923.66	43.93	433.00
1995	2670.81	1510.90	1159.91	779.50	598.66	42.78	457.47
1996	2841.13	1847.50	993.63	1223.17	505.17	38.56	451.17
1997	3942.14	2457.51	1484.63	1600.00	2628.61	45.61	565.79
1998	6254.70	3800.00	2454.70	2216.31	2314.14	64.59	

资料来源:依据《中国统计年鉴(1990—1998)》,中国统计出版社1999年版有关数据整理而成。

\*各年度外债汇率按当年的外汇中间价折算为人民币。

#### 四、新中国国债市场发展的启示

纵览新中国国债50年发展的历史,它深刻地揭示了社会主义国债存在的客观原因。即不仅在于社会主义国家基于实现其职能的需要是国债存在的前提条件;也不仅在于信用经济的存在和发展为国债存在提供了经济基础;而且还在于公有制基础上的市场经济需要国债发挥经济杠杆的作用,以及开放的经济本质决定其需要通过对外债务融资的手段来吸取历史上和

同时代的人类文明及经济发展的优秀成果来充实和提高自己。

历史的纵览又表明,没有比新中国国债的实践更能说明社会主义国债对国民经济发展所做出的贡献了。国家集中性借贷和有计划地组合闲置资金支持了国家保持较高水平的投资,并使经济结构的调整顺利进展。国债提供的信用工具,在启动投资者投资意识的同时,又进一步推动了金融市场的改革。对外债务融资加强的国际间的经济交往,如同迄今为止的贸易那样,逐步使中国成为世界经济整体的必要组成部分。当国债用以弥补财政赤字、调剂国库出纳、调节货币供求、制约利率变更、影响外汇收支、支持国企改革、促进供求平衡时,它所发挥的作用对宏观经济的全面平衡有着不可低估的意义。

新中国的国债目前正处于一个发展阶段。国债的发展带来了机会和风险。风险产生于低效率的使用债务资金,以及债务期限内市场利率和汇率未来起伏不定的变化。而机会来自增加投资,有效地配置资源,促进经济发展,支持改革,以及在市场经济体制中创造一种调节总供求平衡的宏观调控机制。一个国家怎样才能获得债务资金的好处,而又能采取合理的预防措施,避免债务风险呢?关键在于要走好一条国内经济可以支撑的债务规模可持续发展的道路。新中国国债市场化的改革之路为国债规模的可持续发展描述了这样一条轨迹:国债市场化→利用债务资金→启动内需增加供给→进口能力增强→财政金融收支状况改善→国际收支状况改善→经济发展速度加快→进出口能力增强→国际收支状况改善→国民经济发展速度加快→财政金融收支状况改善→利用债务资金进一步扩大。

令人感到鼓舞的是,中国进行改革以来的理论和实践已证明:国家债务资金为促进经济增长和社会发展做出了重要的贡献。同样令人鼓舞的是,为有效使用债务资金,推动扩大内需,支持科技创新所需要的国债功能调节化、发行利率和发行手段的市场化、债务结构合理化、市场主体机构化、交易系统电子化、法制建设规范化——正在朝着国债市场化的发展目标迈出了新的步子。如果中国能持续地做到举债适度、用之有效、流通合理、偿还有方,那么,它就能够而且必定会从债务融资中取得更高的社会效益和经济效益,为按照建立社会主义市场经济体制的框架,加快现代化建设的进程做出新的更大的贡献。

#### 参考文献:

1. 高坚:《中国国债》,经济科学出版社1997年版。
2. 袁东:《国债、金融创新与利率市场化》,中国财政经济出版社1997年版。
3. 赵志耘:《公债经济效益论》,中国财政经济出版社1997年版。
4. 杨大楷、牟忠凯:《国债利率管理》,上海财经大学出版社1999年版。
5. 杨大楷、李亚光:《利率结构与国债发行》,科学出版社1997年版。
6. 杨大楷:《国债论》,上海三联书店1995年版。
7. 韩志国:《从计划经济转向市场经济》,《光明日报》,1999年10月1日。
8. 财政赤字与国债研究课题组:《我国国债规模的现状分析与对策》,《管理世界》1998年第6期。
9. 李恒光:《有关国债市场发展的几个问题》,《内蒙古财经学院学报》1998年第4期。
10. 新华社:《加强国债资金监督管理》,《新闻晨报》1999年5月29日。
11. 陈朝阳:《1999年债券市场分析》,《中国经济时报》1999年2月25日。

(作者单位:上海财经大学;邮编:200433)