

# 我国国债流通市场存在的问题及对策分析

徐清安

国债流通市场是投资者买卖、转让已发国债的场所,是国债的交易市场。发达、活跃的交易市场不仅是国债顺利发行的重要保证,而且是国家进行宏观调控的理想场所。但由于我国国债流通市场尚处起步阶段,发展还很不成熟,极大地制约了国债流通市场作用的发挥。本文通过对我国国债流通市场存在的问题进行分析,以期寻求解决这些问题的对策和措施。

## 一、我国国债流通市场存在的问题

1. 国有商业银行未能介入国债流通市场。国有商业银行参与国债市场,不仅是保持其资金良性运营的需要,也是我国国债市场健康发展的重要保证。我国的国有商业银行曾经介入过国债流通市场,但由于以下两个原因又从中退了出来:一是商业银行资金通过间接或直接渠道进入股市,加剧了股市震荡,而国债回购市场可能是银行资金间接进入股市的主渠道;二是我国的利率结构不尽合理,有些国债的收益率高于中央银行规定的贷款利率,商业银行介入国债市场获取的利差可观,容易挤占信贷资金,导致金融秩序的混乱。事实上,证券市场管理的关键是在证券发行和交易过程中确保资金和债券的及时足额过户,使市场的参加者不能用别人的券或空头参加交易,这样,不论是现券交易还是回购,融入方确实拿出了属于他们自己的国债,所谓商业银行持有国债使银行资金流入股市的问题也就解决了,因为他们仅仅是把自己用于国债的资金抽出来用在了其他方面。

相反,我国国有商业银行未能介入国债流通市场已带来了不少消极影响,这主要表现在:(1)不利于国债的流通。商业银行不介入国债流通市场,国债就只能作为商业银行的储备资产沉淀下来,造成国债流通的供需不平衡。同时由于我国国债的收益率较高,导致一部分承销的商业银行在国债行情较好时惜售国债,甚至不规范地参与国债回购,扰乱了国债的正常运行和流通。(2)不利于商业银行的市场化改造。商业银行在实行资产负债比例管理以后,更加强调资产的安全性、流动性和盈利性。而国债作为一种集安全性、流动性和收益性为一体的产品,无疑是资产负债比例组合中的理想选择。商业银行不能介入国债流通市场,必然会影响其资产流动性的增强,而在发达的市场经济国家,商业银行持有国债的份额一般都占国债总额的50%以上,并将短期证券,尤其是流通性较好的国库券作为二级储备,以应急时之需。(3)不利于中央银行公开市场业务的操作。据统计,在我国的金融机构中,工商、农业、中国、建设这四大国有商业银行的存款业务占全国的70%以上,中央银行只要通过公开市场业务控制住了这几大银行的资金松紧,就能够控制住社会货币的供给,但这要求国有商业银行的国债持有量必须有相应的规模。而我国商业银行持有国债一般是其作为承销商时未能承销出去的部分或者是通过回购“惜售”等方式持有的,其规模尚不足以配合中央银行的公开市场业务,尤其是不能进入国债的流通市场,就更不能为中央银行进行公开市场业

务操作提供手段。中央银行不能通过买进或者卖出国债来影响商业银行资金的流量和流向,也就不能调控商业银行的银根松紧,货币供应量的增减,也会直接影响到我国金融监管体制的市场化。

2. 公开市场业务操作面临重大约束。我国的公开市场业务除了受商业银行未能介入国债流通市场的影响之外,还受国债的发行者——财政的根本性约束。众所周知,公开市场操作是中央银行在货币市场上以政府债券尤其是短期政府债券为对象进行吞吐而达到调控货币供应量的。由于证券期限越长,其价格和利率的敏感度和波动性越大,因此,短期政府债券不仅安全性高,价格波动小于同期企业债券和中长期政府债券,而且也最具流动性,货币当局的大量交易不至于引起市场价格的过分波动。但如果货币当局在公开市场上大量吞吐中长期国债,就会加剧市场价格的波动。因此,发达国家在进行此类操作时,绝大多数是只购入而非非常性地吞吐,以尽可能小地影响到价格的波动。这就是说,从公开市场业务操作上看,国债交易应以短期为主。但从财政的角度上看,国债发行的目的主要是为了弥补财政赤字,短期国债的大规模发行只是客观上为中央银行的公开市场业务提供了工具。没有哪一个国家为了公开市场业务操作而脱离财政的要求以短期国债弥补长期赤字。为了公开市场业务的开展背离国债期限设计原理是一种本末倒置的做法。

从我国的实际情况看,政府发行的公债主要用于经济建设,是一种长期性投资。这样,不仅弥补长期赤字要求国债期限非短期化,而且巨额滚动的还本付息额也要求用稳定的巨额中长期国债来保证。用“续短为长”即连续发行短期债券来满足长期需要,不仅使财政陷入频繁发行、偿还的琐碎事务中,而且以这种不稳定的资金来源来补偿相对稳定的中长期资金运用也是不适宜的。如果为了国债的派生功能——公开市场操作而牺牲其根本目标,将是一种舍本逐末。因此,中长期“建设性公债”的发行使我国的公开市场业务操作受到根本性的约束。

3. 场内与场外交易市场存在诸多不足。从我国国债流通市场发展的历史来看,场外交易市场的出现要早于场内交易市场。场外交易始于1988年进行的国债流通转让的试点,而场内交易市场则始于1990年上海证券交易所的开办和联办自动报价系统的开通。经过近几年的发展,场内交易市场获得了长足的进展,交易量占到国债总交易量的95%以上,而场外交易市场则不断萎缩,这不仅不利于国债市场的进一步拓展,而且也不利于国债发行规模的进一步扩大。

在我国,场内市场的不足主要是:第一,国债各品种价格不规则和非理性波动的幅度过大。场内市场属于“指令驱动型”的交易市场,交易者无法确定其交易对手,并且只能根据自己的预期和判断,发出限价交易委托指令,这种交易通常不一定能成交。即使其价格指令准确反映了市场供求状况,但如果其他

所有交易者都无交易愿望,交易者就只能在预期价格过高或过低的价位上成交,导致市场价格出现不规则的波动。如果出现政策利好或利空,交易者的预期受市场情绪的影响,发出方向一致的交易指令,市场容易出现“单边势”,导致价格大幅度波动。第二,限制了某些类型投资者的进入。开立场内证券账户的成本较高,证券营业网点的不方便和证券中介机构的不愿代理等问题,限制了相当数量的个人投资者的国债投资需求,降低了整个国债市场的容量。第三,不能满足大额交易者的交易需要。指令驱动的交易方式,使大额交易者不能在某一确定价位成交,由此产生了价格风险,而且交易者通常必须发出多个交易指令,即使这样,也不一定能保证成交的及时性和预定交易额的完成。

场外市场交易的不足主要是:场外柜台市场国债交易经常脱离市场资金供求状况,有行无市,各地牌价差较大,流动性较差,交易规模占可流通总值极小。而在交易中心的国债现货、回购等交易中,由于缺乏全国统一的托管、清算、结算系统,各自为政,致使券商之间的信誉无法保证。加之这些交易中心为了加强自身市场吸引力,扩大信用交易比例,透支券款司空见惯,所以一旦某一环节断裂,整个场外市场便出现资金拖欠和三角债,现券根本无法清偿。我国目前国债市场交易量90%以上集中在交易所内,这与西方国家90%以上集中在场外市场刚好相反。

4. 国债回购市场运行不完善。我国的国债回购业务始于1991年,在短短的几年中迅速发展起来。尽管国债回购市场得到了长足的发展,但其运行仍不完善。首先是国债回购市场的参与者问题:第一,我国不允许非金融机构参与国债回购,这样就难以保证社会资金和债券真正得到合理的配置和有效利用。第二,从法律的角度而言,我国人民银行、工商银行、农业银行和建设银行以及中国银行的分支机构都不是法人,按理不能参与国债的回购交易。但从实际运作来看,这些银行的分支机构却早已参与了国债的回购交易,如何处理这个问题,至今仍然没有解决。第三,我国国债回购市场的操作实际上是吸收居民存款的一种变相手段,国债的返售交易实际上也是金融机构之间的同业往来。通过国债的回购与返售,交易者既吸收了存款,又逃避了向中央银行缴纳存款准备金的义务,还绕过了信贷规模的控制而发放了贷款。

其次是国债回购市场的违规操作问题:第一,国债回购和返售的期限延逾。证券的回购和返售交易是一种短期的资金融通行为,从1995年起,各交易中心比照对银行同业拆借的要求,把交易期限缩短至4个月以内。但从近几年我国国债回购市场发展的现实情况看,相当一部分回购主体不按协议上规定的期限进行返售交易,有的甚至已逾期四五年了,仍无回购意向,从而影响了各经济主体资金的正常运行。究其原因,一是原债券持有者已将资金用于炒股票、期货、房地产和实业投资,无能力按期买回原先出售的国债;二是由于我国的国债回购市场的法律法规还不健全,对于原国债的购买者而言,究竟应该向谁起诉,按什么手续起诉,并不十分了解,最终只好自认倒霉。第二,国债回购中抵押品缺乏。按照中国人民银行、财政部和中国证监会的规定,国债回购和返售交易必须有100%的国库券或特定的金融债券作抵押。但事实上,在1995年清理整顿之前,各交易所和交易中心采取了比例回购的交易方式:交易者只要呈报一定数量的债券,便可从事3~5倍于该债券面值金额的回购交易,有的甚至根本没有任何国债实物而从事回购交易,目前这种表现又已抬头。不仅如此,在相当长时间内,很多交易商实际只凭借国债代保管单进行交易。由于国债集中托管系统一直没有建立,交易商凭借所掌握的少许国债现券或代保管单,便可进行多次交易。更有甚者,有的还擅自用客户委托

管理的证券,虚开代保管单乃至完全无券的买空卖空交易也不鲜见。这样,国债回购交易就完全蜕变为一种以少量国库券作抵押的资金信用交易。

## 二、完善我国国债流通市场对策分析

1. 改善商业银行与国债流通市场之间的关系。第一,政府应规范、完善国债的二级市场,为商业银行充分利用这一市场创造条件。(1)力求健全有关国债市场的法规建设,逐步将国债市场的运行纳入法制化的轨道;(2)政府对国债市场发展的政策应力求稳定;(3)政府可以作些规定,如对商业银行在国债市场所占份额规定限制比例等,以制约商业银行的行为,保证整个国债市场的稳定发展。总之,只有形成一个管理成熟、条件完善的国债市场,才能使商业银行充分利用它进行合理的资产负债管理,才有利于商业银行自身的发展。

第二,商业银行自身应加大改革力度,积累资产负债管理的经验,为稳定国债二级市场尽到责任。(1)要认真解决好商业银行欠人民银行的再贷款;(2)通过资产负债管理增强商业银行的自律管理;(3)商业银行应积极参与国债市场业务活动,向非银行参与者提供各种支持和后勤服务,共同促进国债市场的健康、稳定发展。

第三,加大对国债市场投资者的培养力度,优化国债市场投资主体的结构,形成一种对商业银行制衡机制,防止商业银行操纵市场。

2. 科学设计做市商制度,完善柜台交易。做市商是证券市场的一种特殊交易商。他们不断地在其愿意的水平上报出一种证券的买入价和卖出价,并在其他交易商要求以其报出的价格交易任何数量的该种证券时,保证随时成交。要发展国债场外交易市场,除建立统一的托管清算清算体系之外,做市商制度的设计是至关重要的,做市商制度的设计,主要涉及做市商资格的认定和审批,做市商业范围的界定和监管体系等问题。在资格方面,做市商必须是证券经营机构,必须在国债一级自营商中选择;做市商应在目前国债市场中资本实力雄厚、操作规范、交易规模占到一定比例,市场形象和信誉都较佳的国债经营机构中选择。做市商的业务类型可初步界定为经销国债业务、自营国债业务和代理业务。做市商的监管主要着眼于法律法规的健全和做市商行为的规范。

积极培育和完善的柜台交易市场应成为我国国债流通的重要手段。虽然我国也存在柜台交易的初级形式,但交易份额很小,90%的交易量仍在场内。而国内柜台交易市场的缺陷限制了市场容量,制约了投资者层次的扩展。因此,要扩大国债的销售及兑付网络,加大国债的流动性,就必须大力发展柜台交易市场。这一重任,将不可避免地落到拥有全国性营业网络,并且是国债一级自营商的各大商业银行、大金融公司身上,具备国债承销与分销经验的商业银行通过国债行情传递,通过维护柜台交易市场的透明度与适度竞争,通过提供国债交易中的中介服务,将能获得相当的资产负债表外的业务收益。

3. 完善国债回购市场。第一,制定全国统一的国债回购管理办法,进一步明确国债回购交易的业务开展原则,包括:(1)严格执行足额交易的规定;(2)建立场内国债回购交易集中审批制度,督促各交易所加强自律管理,实行会员资格认证制度;(3)加强对回购市场资金流量的监控,将回购市场的总体风险控制到最小程度;(4)加强对商业银行参与国债回购交易的监控,尤其是对通过返售交易而付出的资金加强监督管理,防止商业银行绕过贷款规模,增加信贷投放。第二,人民银行和财政部联合筹建中央国债登记结算有限公司,通过这个公司,对全国集中性交易的国债进行托管,避免现券的卖空,同时对国债回购交易的金额也进行集中托管,以避免虚开代保管单的事件发生。目前,这一公司已进入实际运行。第三,作为一种过渡性

措施, 管理当局将通过中央登记结算公司, 对已经进行了回购交易的国债予以冻结, 以防利用一笔国债券进行多次回购或返售, 导致“派生回购”和“派生返售”。

4. 加快公开市场业务建设。我国公开市场业务的建设可分为渐进的两个阶段。第一个阶段, 中央银行在公开市场上买卖证券的对象范围可以较广泛, 既可以是政府债券, 又可以是公司债券和银行的承兑票据等, 并根据实际条件, 适当扩大国债的发行规模, 尤其是短期国债的发行规模。同时, 将商业银行作为国债的直接发行对象, 扩大他们持有国债的份额, 努力建成全国统一的、可自由进出的国债交易市场。在第二阶段, 即在全国统一的国债交易市场初步形成阶段, 中央银行在公开市场上买卖的证券对象将仅限于国债券, 并据此来调节信用, 同时商业银行也被纳入到公开市场业务的操作对象之列。

在公开市场业务的建设上, 要注意“对扭转操作”的运用。一方面, 中央银行在公开市场上买进某种证券, 实际上增强了该种证券的市场性或信誉, 从而引导社会资金流向这些证券, 改变了社会资金结构。另一方面, 中央银行可以买卖不同的品种、不同期限的证券, 从而调整利率的品种结构和期限结构。这种操作旨在扭转利率结构, 因而被称为“扭转操作”。如美联储在 1960-1965 年间, 通过出售短期证券, 迫使短期利率上升, 以遏制资金外流, 改善国际收支, 同时又购入长期证券, 促使长期利率下降, 借以刺激国内长期固定投资。对于国外在公开市场业务操作中的成功经验, 我国的中央银行应给予充分的注意和不失时机的灵活运用。

5. 争取恢复国债期货市场。国债期货是一种高级形式的金

融衍生商品, 我国国债期货市场在 1993-1995 年试点期间因违规而关闭。应该承认, 虽然国债期货具有明显的高投机性, 但它在促进国债发行、活跃国债现货市场、提高投资者的金融意识等方面的作用不可忽视。随着国债发行规模的扩大, 利率市场化进程过程中产生的利率浮动, 孕育了国债期货重现江湖的土壤。当然, 要恢复国债期货交易, 必须完善服务, 提高员工素质, 健全法制, 强化对经纪公司与交易所的监管, 建立健全保证金制度、涨跌停板制度、信息披露制度, 扶植套期保值队伍, 同时借鉴国际国债市场的经验, 并根据中国国情进行交易品种与交易方式的创新。

6. 加强国债的法制建设。要维护国债市场的公开、公正、公平、高效和统一, 保护投资者的合法权益, 确保国债的安全性、流动性和效益性, 必须立法先行。只有加强国债法制建设, 才有利于发挥国债市场在金融大系统中的功能, 才有利于建立健康的国债市场运行机制。当前, 应加紧制定《国债法》来明确国债的性质, 控制国债的规模, 理顺国债收入与国家预算的关系; 制定《国家一级自营商管理办法》《做市商管理办法》, 来规范国债发行市场和流通市场的行为, 以确立投资者的合法地位; 制定《国债回购交易办法》, 为回购市场定位; 制定《期货法》为国债期货的复出保驾护航; 制定《国债投资基金管理办法》为国债投资基金的设立创造充分条件。

(作者单位: 武汉大学经济学系 武汉 430072)

(责任编辑: 向运华)

(上接第 62 页) 加到占当年全部收入的一半。金融企业管理体系的优劣和管理效率的高低在提高金融企业的竞争力特别是国际竞争力中, 具有特殊重要的地位。只有建立一个有效的企业管理和组织体系, 才能将金融企业的资源有效地组织起来, 使资源优势转化为竞争优势; 也只有建立一个有效的企业组织和管理体系, 才能尽可能降低内部管理费用, 从而获得尽可能高的内部化收益, 赢得竞争优势。

6. 经济体制。在当代世界经济和金融发展的全球化、一体化和自由化的进程中, 国家与国家之间的经济和金融竞争日趋激烈。这种激烈的竞争不仅是商品的竞争、资本的竞争以及劳动者素质的竞争, 也不仅仅是企业之间的竞争, 更为重要的是这些国家之间的劳动生产效率的竞争, 是政治经济体制效率、体制活力和体制优劣的竞争。因此, 一国政府所选择的经济体制和金融体制, 是构成一国金融服务贸易比较优势的一个重要来源。一国经济体制和金融体制在比较优势形成中的重要作用主要表现在: 首先, 在宏观上, 一国经济体制和金融体制的选择, 决定着—国经济资源和金融资源配置的宏观效益, 从而在总体上决定了一个国家在国际经济与金融竞争中的竞争实力的大小; 其次, 在微观上, 一国经济和金融体制的选择, 决定着金融服务企业的运行机制和效率, 决定着企业的竞争力。再次, 在开放经济条件下, 一国经济和金融对外开放政策的选择, 对—国金融服务业的比较优势的形成会产生重大影响: 在本国经济和金融体制尚不健全, 有效的金融市场体制尚未完全建立起来, 金融服务企业的国际竞争能力低的情况下, 如不顾实际选择全面金融服务贸易自由化的政策, 过早过快地向外资全面开放本国金融市场, 则会使本国的金融服务业的发展受到竞争力强大的国际金融企业的巨大冲击, 最终不利于形成和提高本国金融服务业的比较优势和国际竞争能力, 甚至还会严重影响国家经济和金融安全, 引发经济金融危机, 东南亚金融危机便是一个严重的教训。但另一方面, 如果一味强调本国经济和金融安全而对国内金融市场和本国金

融企业采取过度的保护政策和体制, 同样也不利于形成本国金融业的比较优势和竞争优势, 因为对国内金融市场的过度保护和管制, 会使金融服务部门和企业缺乏提高竞争力的动力和压力。国际经济和金融发展的经验表明, 金融服务部门的比较优势在管制较轻的条件和环境下比管制较紧的环境下更容易形成和发展, 管理体制的相对宽松和和谐, 更有利于金融服务部门和企业努力改善经营管理, 降低生产经营成本, 不断提高服务质量, 加速金融服务产品的开发和创造, 不断推出适合市场和消费者需要的新的金融服务产品, 并最终改善其比较优势和竞争能力。因此, 对于广大发展中国家而言, 适度的金融开放和金融服务贸易自由化政策和体制, 是逐步培养本国金融业竞争能力, 并形成比较优势的一个重要因素。

#### 注释:

G. Feketekuty, 1988, *International Trade in Services: An Overview and Blueprint for Negotiations*, Cambridge, Mass: American Enterprise Institute and Ballinger.

转引自韶泽等:《国际服务贸易的相关理论》, 载《财贸经济》, 1996 (11)。

参见 James. R. Lee and David Waters “*International Trade in Construction, Design, and Engineering Services*”一书前言。

Tucker, Ken and Sundberg, Mark, *International Trade in Service*. New York: Routledge, 1988.

UNCTAD /ITP/26, pp. 7~ 8.

徐力:《现代银行电子化发展趋势及其影响》, 载《城市金融论坛》, 1998 (10)。

《国际经贸消息》, 1999-11-12。

(作者单位: 湖南财经学院国际经济系 长沙 410079)

(责任编辑: 刘传江)