

改革开放后交易所债券市场的形成与发展

黄新愉

广西大学

DOI:10.32629/ej.v9i8.3620

[摘要] 本文以1978年至1995年为研究区间,全面梳理了改革开放后中国债券市场从无到有、逐步规范的重建与发展历程。研究表明,这一时期的中国债券市场呈现出“国债先行、企业债跟进、金融债补充”的总体格局。在交易机制方面,市场经历了从早期的分散柜台交易向沪深交易所集中交易的历史性转变,确立了交易所债券市场的雏形。在品种创新层面,除了基础债券外,市场还进行了国债期货和可转换公司债券的早期探索,但在此过程中也暴露出如“327国债事件”等重大风险。伴随着市场的发展与风险的暴露,监管体系从财政部、央行、国家计委的多部门分工逐步过渡到成立专门的国务院证券委及证监会,法律法规框架不断完善。本文总结了这一奠基时期的历史经验,认为其为中国后续债券市场的规范化与法治化发展奠定了重要基础。

[关键词] 债券市场; 交易所; 国债期货; 金融监管

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

The formation and development of the exchange-traded bond market following the implementation of China's reform and opening-up policy

Xinyu Huang

Guangxi University

[Abstract] This study examines the period from 1978 to 1995, providing a comprehensive overview of the establishment and gradual standardization of China's bond market following the initiation of the reform and opening-up policy. The research reveals that during this period, China's bond market exhibited an overall pattern characterized by "government bonds taking the lead, followed by corporate bonds, and supplemented by financial bonds." In terms of trading mechanisms, the market underwent a historic transformation—from early decentralized over-the-counter trading to centralized trading on the Shanghai and Shenzhen stock exchanges—thereby laying the groundwork for the emergence of an exchange-traded bond market. Regarding product innovation, in addition to traditional bonds, the market also conducted early explorations into government bond futures and convertible corporate bonds; however, this process also exposed significant risks, such as the "March 27 Government Bond Incident." As the market evolved and risks emerged, the regulatory framework gradually transitioned from a multi-departmental approach involving the Ministry of Finance, the People's Bank of China, and the State Planning Commission to the establishment of a dedicated State Council Securities Commission and the China Securities Regulatory Commission (CSRC), with the legal and regulatory framework continuously being refined. This paper summarizes the historical lessons learned during this foundational period and argues that it laid an important foundation for the subsequent standardization and legal development of China's bond market.

[Key words] Bond Market; Stock Exchange; Treasury Bond Futures; Financial Regulation

1 引言

债券市场是现代金融体系的重要组成部分,交易所债券市场作为我国债券市场发展早期的核心载体,见证了改革开放之后我国直接融资体系从萌芽到初步成型的全过程。1978年

改革开放后,计划经济下长期停滞的债券融资活动重新启动,国债、企业债、金融债相继恢复发行,债券流通市场也随之逐步培育。在由计划向市场转轨的特殊时代背景下,交易所债券市场是在财政融资需求、企业融资诉求与金融市场化改革多

重力量共同推动下,在试错与风险处置中逐步构建起来的市场形态。

现有文献一部分侧重于对银行间债券市场建立之后的制度演进、产品创新与市场效率展开分析,也有部分文献围绕“327国债事件”等典型风险案例开展事件剖析。但不少研究对改革开放早期交易所债券市场的形成过程缺少系统性的历史梳理,对1978-1995年这一奠基阶段,从柜台分散交易转向沪深交易所集中交易的制度变迁逻辑、多部门监管的演化路径以及早期债券品种创新的经验教训整合分析仍有待深化。

基于此,本文将研究区间锁定为1978-1995年,聚焦交易所债券市场的形成与发展,梳理国债、企业债、金融债等主要债券品种的发展脉络,通过复盘这一奠基时期的市场实践,总结早期债券市场建设的历史经验,为理解我国当代债券市场制度渊源提供历史视角,也为新时代债券市场进一步改革完善提供历史参照。

2 债券市场的恢复与起步

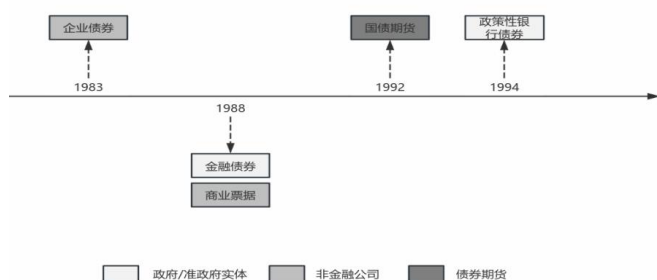


图1 国内债券市场的发展 (1978-1995)

资料来源: 参见席睿德, 任志清, 张龙梅.《中国债券市场的未来》(序言——中国债券市场: 特征、前景与改革) [EB/OL]. (2021-04-09) [2025-06-14]. <https://www.yicai.com/news/101015922.html>, 来源: 第一财经, 中信出版集团.

2.1 国债市场的恢复与柜台交易

在改革开放初期复杂的经济形势下,国债的恢复发行与流通成为应对财政困境、规范经济运行的重要举措。

1978年改革开放开启后,我国财政承压突出。1979-1980年连续出现巨额财政赤字,累计298.1亿元,规模超过三年困难时期,为中华人民共和国成立后新高。此前长期停止发行国债,政府依靠向央行透支填补财政缺口,极易诱发通货膨胀。改革带动分配格局调整,居民储蓄快速攀升,1980年城乡储蓄399亿元,1981年增至524亿元,为重启国债发行提供资金条件。1980年国务院出台文件,推行“划分收支、分级包干”的“分灶吃饭”财政体制,下放部分财权,调动地方发展动力,但也造成财政收入更多留在地方,中央财政紧张,赤字压力进一步加大。对外开放各项事业又急需大量资金,在此背景下,恢复国债发行已是现实迫切需要。

为治理通胀、规范融资渠道,1981年1月国务院出台《中华人民共和国国库券条例》,正式恢复国库券发行,规定国库券不

得作为货币流通、禁止自由买卖,首期发行40亿元,认购主体以企事业单位与地方政府为主,个人仅作自愿补充认购。改革初期地方、企业财力有所提升,但资金较为分散,发行国库券能够集聚闲散资金,投向国民经济重点领域,助力经济调整与稳定。1982年起国库券逐步面向个人开放。1981-1987年,国库券年均发行规模不足60亿元,以5-10年中长期品种为主。

1988年,针对国债期限长、流通性差、券种单一的短板,我国改革国库券发行制度,上调利率,将还本期限由5年缩短为3年。同时在上海、深圳等7个金融改革试点城市,开启国库券转让市场试点,允许券面转让但不得充当货币流通,我国国债二级市场由此初步形成。此外国家尝试依托商业银行、邮政储蓄柜台发售国库券,国债一级市场雏形显现。1990年11月14日,上海证券交易所获批设立,同年12月19日正式开业,承接实物债券托管并开展记账式债券交易,逐步构建场内、场外并存的国债交易格局,标志着我国交易所国债场内交易市场正式建立。

1991年,财政部首次试点国债承购包销,58家金融机构组成承销团承销25亿元国库券,标志着国债一级市场向市场化迈出关键一步。1988-1993年,国债年发行规模扩大至年均284亿元,相当于同期中央财政收入的21.4%,不仅为改革开放提供了强有力的资金支持,其发行和交易机制也在不断探索中逐渐走向市场化。

2.2 企业债的萌芽与规范化

1984年起,部分企业开始自发地面向社会或企业内部,发行多种形式的有价证券(如企业债券等)进行资金的募集。这一时期的企业债券尚处于无统一管理的萌芽状态。1985年,沈阳市房地产公司公开发行5年期企业债,成为我国企业债券市场形成与发展进程中的标志性事件,正式拉开了改革后企业债券发展的序幕。

1987年3月,国务院颁布《企业债券管理暂行条例》,这是我国首部针对企业债券管理的专项法规。其不仅将企业债的发行纳入计划管理体系,而且明确由中国人民银行负责企业债发行的审批,更标志着企业债券的管理开始步入法制化与集中化的轨道。1988年下半年,为了缓解企业流动资金的短缺,期限小于1年的企业短期融资券应运而生。1989年下半年,国务院批准地方企业内部债券发行,且均顺利完成发行。

尽管企业债券在初步发展阶段取得了一定的成效,但初期的企业债券市场存在监管分散、发行不规范等问题。1990年4月,国家计委与中国人民银行联合制定《关于企业债券额度审批制度及管理办法》,明确企业债券资金仅可用于国家计划内且符合产业政策的续建项目,并将企业债券发行正式纳入国民经济和社会发展计划管理的体系,使其成为全社会固定资产投资的正规资金来源。这一举措不仅让企业债券管理在操作流程上更具可行性,也提升了其在宏观调控层面的重要性。此后,企业债发行规模逐步扩大,品种日益丰富,涵盖国家投资债券、地方企业债券等多个类别。

1993-1994年,我国企业债券进入全面整顿阶段。1993年初

国务院批复490亿元企业债券发行计划,但受社会集资热潮冲击,企业债与国债市场承压,发行推进受阻。4月国务院出台规定,要求国债发行完毕前暂停其他债券发行,企业债券利率不得高于国债利率。7月面对资金市场混乱、重点项目资金缺口,大部分企业债券计划转为银行贷款,仅广东等少数地区实际发行二十余亿元地方企业债券。为整治市场乱象,8月国务院发布修订后的《企业债券管理条例》,将发行主体拓展至境内法人企业,从严限定发债条件与资金用途,厘清部门监管职责,对企业经营、财务及偿债能力作出硬性约束,增设信用评级与法律责任相关条款,遏制乱集资行为。同年12月《公司法》施行,对公司债券的净资产、债券累计规模等指标予以明确。1994年按照新条例要求,监管部门压缩企业债券品类,下达45亿元地方企业债券发行计划并全部落地。

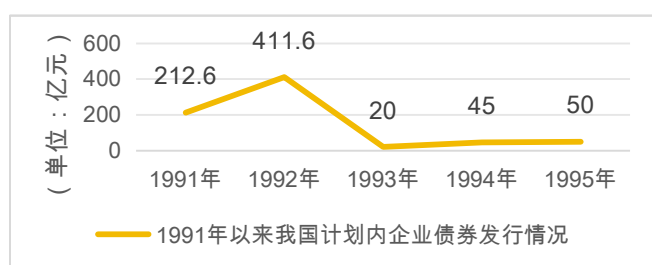


图2 我国计划内企业债券发行情况(1991-1995年)

资料来源: 财政部官方网站。

2. 3金融债的探索与创新

1985至1994年是中国金融市场从计划经济向市场经济转型的关键探索期,金融债券的萌芽与发展,既是金融机构突破融资瓶颈的主动尝试,也是国家优化资源配置、支撑经济建设的重要举措。

20世纪80年代初中国经济快速增长形成旺盛资金需求,传统“统存统贷”体制下专业银行资金渠道狭窄、信贷约束严格。1984年专业银行独立经营地位确立后,1985年工商银行、农业银行率先发行人民币金融债券,面向企事业单位与个人发行,部分定向金融机构,期限以1-3年为主,利率略高于同期储蓄存款,资金投向工业技改与农业基建,采用柜台销售与行政推荐结合方式,成为专业银行市场化转型的重要标志。1992年对外开放提速,企业外币融资需求上升,境内金融机构外币资金供给不足、成本偏高。1993年,原中国投资银行在境内首发外币金融债券,规模5000万美元、期限1年,面向城乡居民发行,允许境内个人投资外币债券,实行较同期美元存款利率高1个百分点的浮动利率,所筹资金支持企业引进技术设备,开创境内金融机构利用境内外币资金市场的先例。90年代初,专业银行政策性与商业性业务混营降低资源配置效率。1994年国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行三家政策性银行成立,依托金融债券融资弥补吸储能力不足。国家开发银行成立当年即向11家大型金融机构指令性派购发行首笔政策性金融债,规模200亿元,全年计划发行650亿元;债券期限含3年、5年、8年,票面利率分别为12.5%、

14%、14.5%,受高通胀影响实际收益偏低,产品以持有至到期为主,流动性较弱。

这十年间,1985年人民币金融债开启专业银行市场化融资先河,1993年外币金融债呼应开放需求并推动品种创新,1994年政策性金融债搭建国家战略融资平台,共同推动中国金融债券市场从无到有、从单一到多元,为后续银行间债券市场发展奠定基础。

2. 4场外交易市场的初步发展

1981年,我国恢复发行国债,然而在最初阶段,国债流动性严重受限,规定“国库券不得当作货币流通,不得自由买卖”。随着经济发展,僵化的国债流通体制弊端渐显,黑市交易悄然滋生。为扭转这一局面,1988年3月,财政部提出《开放国库券转让市场试点实施方案》,旨在遏制黑市,盘活国债市场。

同年,国家分两批在61个城市试点国库券转让市场。4月21日,上海、重庆、武汉、广州、哈尔滨、深圳等七城市率先破冰,允许通过金融机构柜台进行现券交易。这一举措为国债市场注入流动性活力。

此后,试点范围稳步扩大,到1991年,国债转让市场已成功覆盖全国地市级以上城市,中介机构数量达1000余家,市场交易规模也实现飞跃,年交易量超过330亿元。这一时期的场外交易,为投资者提供了参与国债投资的渠道,培育了市场投资氛围,锻炼了一批金融从业者,积累了市场运作经验,更为后续证券交易场所内国债等债券市场的发展奠定了坚实基础。

不过,场外交易自身的局限性也逐渐暴露。一方面,由于缺乏集中统一的交易场所与规范机制,价格波动较大难以预测。不同地区、不同机构的报价差异明显,投资者难以把握合理价格,投资风险增加。另一方面,黑市交易屡禁不止,愈发活跃。部分不法分子利用市场监管漏洞,在黑市非法买卖国库券,扰乱市场秩序,损害投资者利益,阻碍国债市场健康发展。这些问题亟待解决,也促使国债市场向更为规范、集中的场内交易模式探索转型。

3 交易所债券市场的形成与发展

3. 1交易所成立与债券集中交易

1988年,财政部为盘活国债流通、打击黑市交易,先在上海、重庆等7个城市开展国债柜台交易试点,同年6月进一步扩至全国61个大中城市,允许机构和个人通过银行柜台买卖国库券。到1989年,开展转让业务的城市超过100个,交易机构400余家,形成以银行柜台为核心的区域性分散流通体系。该模式打破国债只能持有到期的局面,但弊端突出,各柜台自主定价,地区间价差明显,实行实物券交割,交易成本高、效率低下,为后续风险爆发和整顿埋下隐患。

1990年12月19日上海证券交易所开业,标志着债券市场进入集中交易新阶段,其业务模式创新为全国市场提供了核心范本。上交所初期以实物国债为主要交易品种,采用了实物券托管基础上的记账式交易模式。投资者将实物国债存入交易所指定托管机构,交易时仅通过账户划转完成交割。深圳证券交

易所于1991年7月3日正式营业,其在债券市场发展上紧密跟进上交所,共同完善全国集中交易网络。1994年9月12日,深圳证券交易所成功举行了国内首个债券专场推介会,这标志着深交所债券市场的正式启动,并开始致力于推动债券交易的发展;同年11月1日,“深盐田”企业债成为首只在深交所上市的债券,标志着深交所债券市场的正式创设。两家交易所都采用了集中竞价、电脑撮合等先进技术手段,显著提升了债券交易的效率和透明度。

随着交易所市场的建立和发展,原先分散的地方柜台交易和证券交易中心逐渐被取代。1995年,国务院开始对各地证券交易中心进行清理整顿,债券交易逐步集中到沪深两大证券交易所,这标志着我国债券市场完成了从分散交易向集中交易的转变,为后续市场的规范化发展奠定了基础。

3.2 国债市场品种多样化的探索与波折

1992年12月28日,上海证券交易所率先推出国债期货交易品种,这一举措打破了此前国债市场仅以现货为核心的单一格局,为市场参与者提供了全新的风险管理工具。初期,该品种聚焦专业风险管理需求,定向对20家机构投资者开放,主要服务于其套期保值、对冲利率波动风险等专业交易需求,成为机构优化资产配置的新选择。不过,受限于参与主体范围较窄,初期交易规模相对有限,品种的市场影响力尚未充分释放。为进一步扩大品种覆盖面,提升市场活跃度,推动国债期货向更广泛的投资者群体渗透,1993年10月,交易所将国债期货交易权限拓展至个人投资者。这一调整使参与主体从专业机构延伸至普通公众,实现了投资者结构的多样化,也让国债期货从机构专属的风险管理工具,逐渐成为普通投资者可参与的交易品种。

品种多样化探索之路并非一帆风顺。1994年后,随着保值补贴政策的实施,国债期货的收益预期与市场利率形成联动,叠加当时市场对政策解读的分歧,大量投机资金涌入该品种,原本服务于套期保值的交易品种逐渐沦为投机炒作的工具,市场投机氛围持续升温。1995年2月23日,震惊市场的“327国债事件”爆发。以万国证券为代表的部分机构,利用市场信息不对称和监管漏洞,违规抛售巨额卖单,瞬间引发国债期货价格剧烈震荡,市场秩序陷入混乱。最终,上海证券交易所不得不宣布当日最后8分钟的交易无效,以遏制风险扩散。此次风险事件也有诸多经验教训,为我国金融衍生品市场的规范发展提供了重要借鉴和参考。在1995年5月,国债期货试点最终被全面叫停。这一挫折促使我国金融衍生品市场进入长达18年的调整期,直到2013年才在更完善的市场基础和监管框架下重启国债期货交易。

3.3 金融债券、国际债券、企业债等债券交易的形成与发展

1982年中信公司赴日发行私募债券,开启中资机构境外国际债券融资的开端。1985年工行、农行发行人民币金融债,标志着境内金融债正式起步。1994年三大政策性银行设立后,金融债发行主体逐步由商业银行转向政策性银行,其间中国投资银行还发行了具有里程碑意义的境内外币金融债券。企业债亦完成了从自发探索走向制度规范的转变,1985年沈阳房地产公司首发

企业债,后续国家借助额度管控与1993年《企业债券管理条例》,将企业债纳入宏观计划管理,推动其规范化、法制化运行。

在早期债券品种创新方面,20世纪90年代初中国企业开始尝试通过境内外发行可转换公司债券进行融资。其中1992年深宝安发行了我国首只A股可转债,尽管初期凭借低利率成功募集资金,但由于发行时机恰逢股市高位、债券条款未对送股等情况约定转股价调整机制,加之期限设置不合理,最终转股率仅为2.7%。这一典型案例给企业带来了巨大的资金偿还压力,充分凸显了早期金融衍生品设计的复杂性与潜在风险。

伴随着市场规模的扩大,我国债券市场的监管框架与法律法规得到逐步完善并开展了集中化的风险整顿。1992年国务院证券委员会及中国证监会相继成立,确立了宏观统一管理的监管架构,并理顺了各部门的职责分工。自1994年下半年起,国家清理整顿了区域性证券交易中心,将债券交易集中至沪深交易所,随后为防范银行资金违规流入股市,于1997年引导商业银行退出交易所市场并转向银行间市场。在此期间,《预算法》、《票据法》等法律也相继出台。总体而言,1978年至1995年是中国交易所债券市场的奠基时期,市场形成了“国债先行、企业债跟进、金融债补充”的格局,在经历风险暴露与制度磨合后,成功实现了向多元化、集中化和规范化的历史跨越。

4 债券市场监管框架构建、风险整顿和相关法规的完善

4.1 监管框架构建与完善

20世纪90年代初,债券市场持续发展,建立系统化监管框架成为规范市场的现实需要。1992年10月,国务院印发文件撤销国务院证券管理办公会议,设立国务院证券委员会,同时组建中国证监会作为其执行机构,刘鸿儒出任证监会首任主席。同年12月,国发〔1992〕68号文件出台,厘清证券委与证监会的定位权责,明确证券委承担证券市场宏观统筹、法规政策拟定、发展规划编制以及归口管理证监会等职能。

1993年《企业债券管理条例》确立企业债发行审批与管理机制;1995年《预算法》禁止财政透支,倒逼国债发行走向市场化,预算管理步入法治化轨道。这一时期监管体系虽尚存不足,但为交易所债券市场的规范运行筑牢了重要制度根基。

证监会作为证券委执行监管机构,由专业人员组成、按事业单位管理,主要承担市场规则拟定、证券经营机构监管、发行与上市交易监管、境内企业境外发股监管,以及市场统计分析与报告建议等法定职责。新体制下,地方相应设立证券管理机构并归口地方政府管理,监管运行较此前办公会议制度更为规范有效。但这一阶段仍存在中央多头分管、地方深度介入监管事务等特征,地方利益驱动与跨部门协调不足等问题逐步显现,客观上为此后监管权限上收、中央统一集中监管体制的形成提供了现实动因。

4.2 市场集中化与风险整顿举措

1994年下半年起,为防范市场分散带来的风险,国务院开始清理整顿区域性证券交易中心,将国债交易集中至沪深证券交

易所。这一举措旨在整合市场资源,提高监管效率,减少区域性市场的投机行为和风险隐患。

1995年,武汉、天津等地的证券交易中心因发生债券交易风险事件而被叫停,证券交易所成为唯一合法的债券交易场所。这一阶段,随着市场集中化程度的提高,交易所债券交易量快速增长,但同时也暴露出一些问题,其中较为突出的是银行资金通过国债回购等业务违规流入股市,这不仅影响了股市的正常秩序,也对银行体系的稳定性构成威胁。

为解决这一问题,1997年,监管部门决定让商业银行退出交易所市场,转向银行间债券市场。这一调整进一步明确了不同市场的定位和参与主体,有助于防范金融风险在不同市场间的传递,为债券市场的分业监管和稳健发展奠定了基础。

4.3 相关法规的补充与完善

除上述监管框架构建和市场整顿举措外,这一时期还出台了一系列相关法规,为债券市场监管提供了更具体的法律依据。例如,1993年颁布的《企业债券管理条例》,对企业债券的发行、交易、监管等方面作出了明确规定,规范了企业债券市场的发展。1995年,《中华人民共和国票据法》等法律的出台,也为债券市场的相关业务提供了法律保障,进一步完善了债券市场的法律环境。

总体而言,1978-1995年期间,中国债券市场的监管框架逐步建立,相关法规不断补充完善,市场集中化程度提高,风险整顿工作有序推进,为后续债券市场的规范化、法治化发展奠定了重要基础。

5 结语

本文选取1978-1995年作为研究区间,梳理改革开放进程中我国交易所债券市场的生成与规范化演进过程,呈现“国债先行、企业债跟进、金融债补充”的格局演变,将发展历程划分为市场恢复起步、交易所集中交易体系形成、监管框架系统化构建三个阶段。

改革开放初期财政压力与建设融资需求推动债券品类重建。国债为弥补财政赤字重新发行,由行政摊派向市场化过渡,二级市场逐步建立,形成场内场外并行格局。企业债由企业自发融资起步,纳入计划法制管理,经过乱象整治搭建发行与资金监管制度。金融债、境外发债同步探索,拓宽重点项目国际融资渠道。该阶段场外市场初步兴起,监管以财政部、人民银行、国家计委为主,依靠专项条例搭建基础制度。

沪深交易所设立后,债券市场步入集中交易阶段,交易机制革新整合分散柜台交易,建成全国场内交易体系。国债期货、可转债等品种相继试点,“327国债事件”暴露出制度与风控短板,倒逼市场基础、法律及监管机制优化。

监管体系伴随市场持续完善,由多部门分头管理过渡至国务院证券委、证监会履职,通过法规修订、市场整顿厘清主体边界,防控跨市场风险。

综上,1978-1995年是交易所债券市场的奠基阶段。市场虽存在投机扰动、制度不完善等问题,但借助产品、交易与监管改革,完成从无到有的跨越,既服务改革时期资金筹措,也为债券市场后续发展积淀市场化实践经验。

【参考文献】

[1]新中国第一次发行国库券[EB/OL].(2008-09-02)[2025-05-10].<http://www.reformdata.org/2008/0902/8774.shtml>,来源:中国改革信息库。

[2]国债发行的“前世今生”——写在国债恢复发行四十周年之际[EB/OL].(2021-12-03)[2025-05-10].https://www.sohu.com/a/505396294_121106884,来源:中国财经报。

[3]杨大楷,许志清,彭晓播.中国企业债券市场的回顾和前瞻[J].证券市场报,2000,(02):47-52.

[4]共和国的足迹——1990年:沪市开盘[EB/OL].(2009-09-21).[2025-05-10].https://www.gov.cn/test/2009-09/21/content_1422545.htm#,来源:中央人民政府官方网站。

[5]叶永刚,黄河.从无套利定价理论看我国国债期货市场的过去与未来——兼析“3.27”国债期货事件的深层次原因[J].经济评论,2004,(03):92-96.

[6]赵述传.从“327”、“巴林”事件看我国衍生金融市场的发展[J].江汉论坛,1995,(08):56-60.

[7]郭德明.327国债期货事件对推出股指期货的启示[J].现代经济信息,2009,(16):59-60.

[8]中华人民共和国财政部.财政改革大事记(1992—2000年):在建立社会主义市场经济体制中立新功[EB/OL].(2008-11-07)[2025-08-17].https://www.mof.gov.cn/zhuantihuigu/czgg0000_1/ggjc/200811/t20081107_88575.htm#:text=.

作者简介:

黄新愉(2002--),女,汉族,河南省三门峡市人,硕士研究生在读,研究方向:金融风险管理。