

# 建立国债基金的条件及模式选择

陈向京

## 一、发展我国国债基金的必备条件及应注意的几个问题

国债投资基金简称国债基金,是投资基金的一种形式。国债基金属于债券基金,其主要投资对象是国债及其衍生产品。发展国债基金对于培养国债机构投资者,建立低成本高效率的国债发行市场和高流通性的国债二级市场具有重要的意义。

国债基金适合各个阶层的投资者进行购买。对个人投资者来说,投资国债基金比直接投资国债合算。一是国债基金作为机构投资者购买国债的成本比个人低。机构能直接进行大宗交易,交易成本低。而个人的零星交易成本较高。二是机构可以进行组合投资。既可投资国债现券,也可以投资国债回购。随着市场的发展,今后还可能出现新的国债衍生产品。三是国债基金具有流通性。国债基金一般采用开放式,

可以随时赎回,流通性强。而国债有可流通和不可流通之分,可流通的国债收益率低,不可流通国债收益率高,通过基金可以克服这一弊端。

国债发行市场和国债流通市场的发展和完善都需要发展国债基金,目前,已具备了建立我国国债基金的必备条件。

(1)投资者有高的金融投资意识。随着我国的证券市场的不断发展,投资者的投资范围也日益扩大,不只是局限于股票了,由于国债基金是投资者间接投资国债的一种投资工具,国债又是金边债券,其收益稳定、高流通性的优势越来越受到投资者的青睐,对广大投资者来说不失为一种明智之策,从投资者上街排队购买国债到二级市场的活跃,都反应出投资者对国债的认识,这为发展国债基金奠定下了良好的基础。

(2)我国发行的国债品种繁多对国债基金的运行创造了很好的条件。对

于中小投资者来说,一方面需要市场上有不同类型、不同特性的国债品种来满足他们不同的投资偏好;但另一方面,国债品种的过多又使他们难以像专业投资者那样进行投资分析。国债基金正为了解决上述问题而发展起来的。

(3)证券法的建立进一步完善了我国的监管体系,确保了投资者的利益。证券法出台后,从法律上保证了国债基金运作的规范性与透明度,为“公平、公开、公正”的交易原则提供了制度上的保障,从而保证了投资者的利益。

虽然我国发展国债基金的条件已经基本具备,但也还有许多问题和困难需要克服。

(1)利率没有市场化。由于国债属于利率产品,投资者衡量国债投资价值是根据国债的到期收益率。国债基金主要投资国债,因而它是一种准利率产品。在利率没有市场化的前提下,我国利率体系存在一些不合理的现象。例

如,国债发行利率长期高于银行存款利率,存在信用倒挂和流动性倒挂现象,即信用高流通性强的国债利率高于信用低、流通性差的银行存款利率。因此,发展国债基金会存在一些困难。

(2)国债流通市场偏小。我国国债尽管达到了一定的规模,但其中不可流通国债占据了相当大的比例。1996年以前发行的国债中不可流通国债占多数,1996年发行的不可流通国债也达50%。1998年不可上市国债比重更大。这些不利于发展国债基金。

(3)基金操作水平不高。目前国内基金的操作水平不高,政府对基金监管经验不足。由于我国基金发展的历史短,有关基金管理方面的法规不健全,管理层对基金监管的经验不足,基金管理机构操作水平不高,基金管理比较混乱,甚至有些基金集发起人、经理人和托管人于一身,严重违背基金运作的原则,为发展国债基金蒙上一层阴影。

## 二、建立我国国债基金模式选择

(1)国债基金应该以开放式为主。投资基金根据规模是否固定,可分为封闭式基金和开放式基金。封闭式基金是指发行在外的基金券份数是固定的,发行期结束后,基金就封闭起来,总份数不再增减,投资者的资金不能再进出基金。投资人若想将手中的基金变现,则需到证券交易市场脱手,而不能要求基金公司赎回;若要购买基金券,也是通过经纪商,在证券交易市场上竞价购买。与股票交易相类似,基金券买卖价格在一定程度上由供需状况所决定,并不必须反映基金的净资产价格。当需求大于供给时,基金券可能以高于资产净值价格成交,持有人可以享受“溢价”的好处;反之,则可能以低于资产净值的价格成交,持有人得承担“折价”的风险。因此,封闭式基金的主要特点是基金数量固定。对基金管理者来说,其运作的资金来源稳定可靠,操作比较方便,管理也比较容易。

开放式基金可随时对投资者开放,

基金发行的证券份数是不固定的,可以随着投资人的资金进出基金而有所变动。投资者随时可以向基金公司购买基金券,也可以随时卖出或转让基金券。购卖或赎回基金券的价格,则按基金的净资产价值扣减手续费计算。开放式基金具有以下特点:

第一,开放式基金有利于基金规模的扩大。由于开放式基金不封闭,投资者资金可以自由地进出基金,基金流动性大,随时可以变现,因而能方便投资者,满足不同层次投资者的需要,有利于吸引更多的投资者,扩大基金的规模。

第二,开放式基金有利于基金管理机构加强基金的投资管理。由于开放式基金的投资者可以随时退出,基金必须每天公布基金每份资产净值,并依据资产净值进行报价,投资人可以随时申购和要求基金赎回基金。因此,这就给基金施加了压力。如果基金经营不善,投资者得到的回报不高,投资者不但不会追加投资增加对该基金持有的份数,而且还会退出该基金,要求基金公司赎回其持有的基金券。基于这种压力,基金经理人员会尽心尽责,搞好基金的投资管理。

第三,开放式基金在一定程度上影响基金的使用效益。因为开放式基金随时可能出现投资者要求基金公司赎回自己持有的基金券,因此基金公司必须留出一定数量的现金准备(如台湾是10%)。这部分现金不能参加基金公司的资金周转。因而影响这部分资金的使用效益。

第四,开放式基金增加了基金管理公司对基金进行运作的难度。由于开放式基金可以随时赎回基金券,因此,当经济不景气,尤其是证券市场不景气时(假如基金主要投在证券市场),基金投资者要求赎回基金券的更多。这样,不利于基金管理公司合理地安排投资,基金操作的难度就比较大。

我国国债基金应该采用开放式。因为:第一,国债基金由于信誉好,价格

稳定,市场操作的可能性小;第二,开放式能避免封闭式国债基金上市后成为投机炒作的工具。当债市趋好时,投资者大量买进国债基金,此时的封闭式基金就不能满足投资者的需要,同时封闭式国债基金的上市,因为其总规模受到控制,其价格极易脱离国债基金的资产净值,被人为操纵而大起大落。第三,国债基金投资于国债,其资产计量方便,便于每天公布资产净值,可操作性强。

但是,由于我国投资基金刚刚开始起步,现有投资基金都是封闭型。无论是国家对基金市场的监管,还是基金本身的运作都缺乏经验。设立开放式基金,当国债市场看好时,投资者可能“一窝蜂”地去投资国债基金,但一旦市场有波动,他们又会“一窝蜂”地去退出,收回基金投资,这样,基金市场的急剧膨胀和收缩不利于国债基金的健康发展。

(2)国债基金应采用契约式。投资基金依据其法律地位不同可以分为契约型基金和公司型基金两类:契约型基金是基于一定的信托契约原理而组织起来的代理投资行为。它是由委托者、受益者和受托者三方组成。委托者是基金投资的设定人,即设定、组织各种基金的类型,发行受益证券,把所筹措资金交给受托者管理,同时对所筹措资金进行具体的投资运用。受益者即受益证券的持有人,是普通投资者,其购入受益证券,参加基金投资,享有投资收益的分配。受托者一般为投资公司或银行,根据信托契约规定,具体办理证券、现金的管理和其它有关的代理业务和会计核算任务。日本、香港和台湾地区的投资基金属于契约型基金;公司型基金是相对于契约型基金而言的,它不是按照一定的信托契约,而是依据公司法组成的以盈利为目的的股份有限公司进行营运,由公司的经理、董事执行具体投资业务,并向股东负责。公司型基金具有法人地位,因而可享受相应的权力,如借款;同时也承担相应的义

务,如纳税。美国的投资基金属于公司型基金。

我国国债基金应该采用契约型。因为:第一,契约型基金从设立到解散,从运作到管理,都相对简单,而公司型基金必须设立新的基金管理公司,要增加新的金融机构。第二,我国目前现有的绝大多数基金为契约型,在操作和管理上有一定的经验可循。因此,国债基金与其它投资基金一样,也可以采用契约型。

(3)国债基金的设立应选择一批资信高实力雄厚的机构为管理人。有关主管部门应严格国债基金的设立条件,对基金管理人的资格作出严格的规定。在国债基金发展初期,可选择在国债操作与基金管理业务中具有较高水准的和声望的机构为发起人和管理人,这样才能保证国债基金的运作质量,取得良好的示范效果,以促进国债基金的健康发展。初步可在已取得国债一级自营商的金融机构或综合性证券公司中进行试点。依靠现有的非银行金融机构开展国债基金业务是切实可行的。

(4)限制基金的最低资产规模。由于国债投资的收益稳定,不同品种的国债投资收益差异较小,因此必须形成一定的规模才能发挥专家优势与规模效应。因为如果基金规模太小,单位基金运作成本太高。因此,设立国债基金时,必须对其规模规定一个下限,从而提高基金的运作效率。由于证券法中明确规定综合性证券公司的注册资本额不得低于人民币5亿元,因此笔者认为国债投资基金的设立规模可参照办理,即其设立规模也不得低于5亿元。

(5)规定投资国债的最低比例。作为国债基金,必须有相当比例的资产投资于国债。西方国家一般规定60—70%,我国也应作出规定。当然,也应允许一部分资产投资于股票,这样可以提高基金的整体收益水平。但投资国债的资金不能少于其资产的80%。

(6)进行中外合作国债基金试点。目前,外国投资者希望进入中国国债市



## 提高基建投资效益的

## 三个环节

◎ 陈善堂 史明

随着我国经济的快速发展,基建投资规模的不断扩大,加强投资管理,降低项目造价,提高投资效益日益显得重要。虽然影响项目造价的因素较多,但实践证明把好项目设计、清理项目收费和加强“三算”审查是降低项目造价的三个重要环节。

### 一、选好设计方案,优化项目造价

最近几年,中国政府也多次在国际资本市场上发行外债,得到外国投资者的踊跃认购。但是,外资进入中国内债市场还存在一些障碍。尽管1996年11月28日,中国人民银行公布了人民币经常项目下可自由兑换,但人民币资本项目下近期尚不能自由兑换,外资进入国

基建项目设计是基建项目起步的基础,好的设计不但能够最大程度地提高基建项目的技术和经济效益,同时还能创造优美的环境,反之,低劣的项目设计会损失浪费大量社会资源。由于项目的设计方案是建设施工的根本依据,项目设计对项目造价的影响是刚性的,因此要提高项目投资效益,首先要有一个适用、经济、美观的设计方案,实际工作中由于建设单位往往在设计费

债市场仍然比较困难。而设立中外合资国债基金则是解决外资进入中国国内债券市场的较佳方式。设立中外合资国债基金不仅可以扩大国债市场的参与者,而且为建立中外合资与合作基金进行尝试,从中吸取经验和教训。

(作者单位:江苏金信证券公司)