

对我国储蓄国债利率市场化的探索与思考

□任中红 刘頔

随着中国人民银行全面放开金融机构贷款利率管制,我国利率市场化改革迈出重要一步,存款利率市场化推进步伐愈来愈近。改革与存款基准利率挂钩的储蓄国债管理机制成为大势所趋。

一、我国储蓄国债利率市场化改革的必要性

自1981年我国恢复发行储蓄国债以来,实行的是固定利率、固定期限的发行方式。此模式曾为有效弥补财政赤字、提供稳定的国家基本建设资金发挥过重要作用。但随着我国经济、金融环境的变化,这种方式已无法适应新形势的要求。

(一)难以实现国债发行成本最小化的目标。国债管理基本目标是能以最理想的借款条件持续筹集所需资金,包括债务成本最小化和债务风险最小化。世界经济全球化背景下,我国的经济波动频率越来越大,现行的储蓄国债定价机制易造成国债筹资成本偏高的情形。

(二)影响国债市场运行效率的发挥。我国国债一级市场利率执行的是双重标准。记账式国债利率采取市场化招标的方式发行;储蓄国债利率则由财政部、人民银行参照同期相同期限基准利率后研究确定。存贷款基准利率本就

是“官定利率”,在它基础上制定的国债发行利率自然会偏离市场化轨道,导致储蓄国债与记账式国债收益率相距甚远。

(三)期限结构安排受局限。国债期限最优构成是指在总需求一定的情况下,国债利息负担最小化的长短期国债搭配组合。国债期限结构是否合理,直接作用于国债的发行成本、投资人结构、市场流动性、债务偿还及相关宏观经济调控政策的实施。由于我国储蓄国债发行主要面向居民长期储蓄性资金,发行利率与存款基准利率挂钩,所以3年期、5年期成为国债期限的主打品种,间或发行1年期国债,工薪阶层和中老年人作为国债投资主力也随之被固定下来。这不利于拓展储蓄国债的发展空间、更好地服务宏观经济调控目标。

(四)不同品种提前兑取后的收益差异明显。从2006年储蓄国债(电子式)品种上市以来,在同一经济发展区间,储蓄国债(电子式)与凭证式国债品种的发行利率和期限结构基本保持一致,但到期兑付与提前兑取的计息方式存在差异:储蓄国债(电子式)按年计付利息,到期自动转入最末一年的利息和本金,本息资金可转作居民存款,获取银行按活期利率计算的利息;凭证式国债需要到期办理兑付手续,一次性还本付

息。提前兑付时,储蓄国债(电子式)采取分时间段扣取不同天数利息的方式,凭证式国债则按持有不同时段对应不同固定利率的方式计算利息。

二、我国储蓄国债利率市场化改革的可能性

(一)存款利率市场化条件趋于成熟。经过30多年的发展,我国市场配置资源的效率已大大提高。在商品、劳务的市场化过程中,货币市场化也在往前推进。1996年,中国人民银行放开银行间同业拆借利率,我国利率市场化改革正式破冰。此后,货币市场利率、债券市场利率、外币存贷款利率、人民币协议存款利率相继实现市场化。2004年,央行扩大金融机构人民币贷款利率浮动区间。央行发布的《2012年中国金融稳定报告》中指出择机出台《存款保险条例》,存款保险制度的建立为我国利率市场化推进提供了保证。

(二)债券利率市场化改革的试点经验。国债市场积极响应人民币利率市场化改革。1996年,记账式国债全面采用招标方式发行,此后,国债承销团制度建立并不断完善、国债招投标机制不断改进和创新、长期和超长期国债成功发行、基准期限国债和短期国债实现定期滚动发行等有力推动着国债利率市场



化的改革进程。1999年,中央国债公司推出我国第一条债券收益率曲线。2013年9月6日,时隔18年后重启的国债期货上市交易,为发现并形成市场价格的均衡水平及建立有效的风险规避机制提供了保障。

(三)管理系统基础设施建设日臻完善。安全、高效、低成本并具开放性和前瞻性的债券登记结算系统是整个债券市场规范运作的保证,也是债券市场健康发展的重要基础。我国债券登记结算系统建立在一个高起点上,充分发挥了后发优势,实现了债券的非移动化、无纸化,实现了债券发行、登记、托管和结算的一体化运作,实现了债券交易、结算的直通式处理。储蓄国债利率市场改革具备了技术和制度方面的支撑。

三、储蓄国债管理改革建议

(一)通过发行手续费竞价,确定承销机构发行额度。伴随利率市场化改革,金融机构依靠存贷款利差生存的现状将受到极大挑战,中间业务竞争会

进一步加剧。改变现行的储蓄国债发行计划在承销机构间按一定比例分配的模式,引入市场竞争机制,通过发行手续费与发行总量挂钩的方式,公开招投标,实现市场化分配发行额度。

(二)放开储蓄国债质押贷款规定。现行储蓄国债质押贷款文件对贷款额度起点、质押额、贷款利率、贷款时限等有明确的规定。利率市场化条件下,金融机构自主经营能力增强,储蓄国债质押贷款利率、质押额、贷款额度起点等可依据各行的实际情况确定;贷与不贷、如何贷的问题交由市场决定。

(三)执行统一的储蓄国债提前兑取利率标准。为保证投资者权益,凭证式国债和储蓄国债(电子式)应执行相同的提前兑取利率规定。为保障国家国债投资建设资金的完整性,投资者提前兑取国债也应承担部分利益损失,建议投资收益按持有期满足最低时限的央行基准利率计算。

(四)根据债权管理模式不同选择不同国债发行品种。凭证式国债由各承销机构负责债权管理,属于分散托管体

制;储蓄国债(电子式)实行二级托管体制,由中央国债公司集中管理国债投资者债权。储蓄国债(电子式)对于调整国债利率更具操作性,建议浮动利率、中长期品种应用于储蓄国债(电子式)发行,固定利率、短期品种应用于凭证式国债发行。

(五)不同发行品种实行不同模式的利率制定方式。发行固定利率的1年期、2年期凭证式国债品种,利率制定继续延续与央行基准利率挂钩、高出基准利率几个点的模式,并参照国债市场收益率制定,到期一次性还本付息;3年期以上的储蓄国债(电子式)品种可实行浮动利率的发行方式。浮动利率按各年相同期限记账式国债的发行利率加权确定,一年一调整,保持与国债市场利率变动方向一致。储蓄国债(电子式)还可创新利息支付方式,在经济波动较大的时期,实行每年两次或多次支付利息,以保障长期国债投资者的权益。□

(作者单位:中国人民银行长沙中心支行)

责任编辑 李艳芝