

特别国债及市场影响分析

■ 王丽娜 孙 勇

进入21世纪以来,我国经济保持持续快速增长,国际收支持续顺差,外汇储备不断攀升,截至特别国债发债当月(2007年6月底)已达1.33万亿美元,远超出了偿付外债准备性基金和金融市场平准基金的需要,而且还在不断增长。在外汇储备的使用上,简单地用外汇储备购买外国政府低息债券的做法已不能满足我国外汇储备的现实使用需求。为此,2007年6月29日,全国人大常委会审议通过了《国务院关于提请审议财政部发行特别国债购买外汇及调整2007年末国债余额限额的议案》,批准财政部发行1.55万亿元特别国债用于购买约2000亿美元的外汇,大约相当于一年的外汇储备增长规模,并将外汇资金注入新组建的国家外汇投资公司。

特别国债的发债目的与以往不同,普通国债一般是对预算赤字或重大项目进行融资,特别国债则以提高资产收益为主要目标,其实质是财政部通过发行2000亿美元等值(1.55万亿元)的特别国债与央行外汇管理储备体制中的2000亿美元外汇资产进行置换,然后再将此外汇资产注入国家外汇投资公司,进行国际战略性投资。

一、发行特别国债对市场的影响

(一)从中长期看,发行特别国债将对我国金融市场中债券供给结构产生重要影响。从短期看,财政部将特别国债间接发行给央行,并没有与央行以外的行为主体发生真实的货币

与债券交易行为,原有的货币状态不改变,并不会直接收紧市场流动性。但从中长期看,央行可以通过公开市场操作向市场投资者投放特别国债,从而影响债券市场供给品种和期限结构。具体来说,在品种上将增加国债的供给规模,减少央行票据的供给。央行在向市场投放特别国债时,会参考货币回笼目标,相应减少票据发行规模,或增加长期债券的供给、减少短期债券的发行规模,但整体上不会显著增加市场债券的供给总量。

(二)特别国债利率将对我国中长期债券利率走势产生重要影响。从理论上说,未来央行可以将1.55万亿元特别国债全部出售给机构投资者,因此长期国债的供给规模上限很大,这种巨大供给潜力的存在,将影响市场成员对中长期债券利率水平的预期。此外,央行对中长期债券市场利率的调控和影响方式也将随之发生改变。此前央行是通过调控流动性、调节短期利率的方式,间接影响中长期利率,今后央行将可以通过控制特别国债的投放时间、规模和频率等,对中长期债券利率直接施加影响。

(三)特别国债的发行将降低货币市场央行票据的发行和流通。2003年以来,国际和国内流动性日益过剩,央行回收流动性的压力巨大,加之当时国债发行额度管理模式的影响,央行公开市场操作中现券不足,为此设计和发行了央行票据,并在货币市场上大量投放,目前央行票据市场余额



达4万亿元之多。此外,为了进一步冻结市场资金,央行还于2004、2005、2007年发行了3年期央行票据。有了特别国债操作工具后,央行可以通过公开市场操作向投资者投放长期债券,更加深度冻结货币市场流动性,从而将减少短期央行票据的滚动发行规模,并有可能停止3年期央行票据的发行,降低货币市场中央行票据的发行和流通量。

二、特别国债发行中值得关注的问题

(一)特别国债发行引起的对冲外汇成本转移问题。以特别国债对冲外汇储备增加带来的人民币基础货币增加,与发行央行票据进行外汇对冲没有本质区别,但由对冲外汇而产生的对冲成本却在人民银行与财政部之间发生转移。在人民银行吸收由外汇储备增加而释放多余流动性时,其对冲成本表现为央行票面利率,并由央行承担;而发行用于购买外汇储备的特别国债,其成本表现为国债利率,并由财政部承担,伴随对冲外汇成本的转移以及货币市场中央行票据发行和流通数量的下降,将减少由于央行票据利率与国债利率不一致而产生的国债流标现象,有利于财政政策和货币政策的进一步协调配合。

(二)特别国债发行引起的收益压力问题。发行的特别国债以提高收益为主要目标,由发行特别国债而注册成立的国家外汇投资公司的未来投资收益问题便显得十分突出。在当前汇率形成机制尚未完成市场化改革的前提下,人民币汇率继续保持单边升值预期,将对外汇投资公司的收益水平提出更高要求。假设特别国债的票

面利率为5%,人民币兑美元的年升值幅度也为5%,这意味着外汇投资公司需要在美元投资方面获得至少10%的年回报率才能实现盈亏平衡。如此高的投资收益率,要求外汇投资公司不能投资长期收益率在10%以下的债券,则将使欧美等成熟市场经济国家的债券排除在外,只能寻求一些新兴市场国家债券。如果没有如此高收益率的债券投资,将只能进行股票、股权以及金融衍生品风险较大的投资,对于投资者的决策压力也相应加大。

(三)特别国债发行引起的利息偿付问题。无论是普通国债还是特别国债,作为一种具有期限约束的债务性融资活动,必然涉及到期偿付问题。本次特别国债发行规定,特别国债每半年付息1次,票面利率为4.3%,且期限都是10年,即使不考虑阶段性付息所产生的时间复利,也将需要支付6665亿元的利息,相当于2006年我国全年税收收入的1/5。特别国债与其他一般公共支出融资的国债不同,它对应着一个确切的盈利性金融机构——国家外汇投资公司,因而,偿付机制也应当与为公共产品融资的国债偿付机制有所不同,其未来偿付问题更应引起关注。

三、相关政策建议

(一)由国家外汇投资公司从每年实现的利润中直接提取利息偿付基金。特别国债具有改善外汇投资收益之功效,国家外汇投资公司也就成了政府主导下的盈利性机构。在此情况下,若将为国家外汇投资公司筹集资金的国债利息支出转嫁到纳税人的头上,不仅会对私人消费和投资产生挤出效应,还将导致国民收入的不公

平分配。为了避免这种情况发生,应规定由国家外汇投资公司从每年实现的利润中直接提取利息偿付基金,即通过实现的利润来支付特别国债的利息。这至少有三方面好处。首先,实现了公平性,为特别国债的发行和使用增加了公共约束机制。其次,为国家外汇投资公司施加了一定的约束,有利于实施动态收益的评估和绩效考核,若收益尚不足以偿付特别国债的利息支出,就应当对国家外汇投资公司的经营状况进行反思了。第三,可以避免将一个政府机构债务转化成纯粹的公共债务,从而强化了相关机构的预算约束。反过来说,如果特别国债的利息由纳税人承担,国家外汇投资公司将因不承担相应的利息成本虚增利润,导致激励扭曲,对国家外汇资产的长期稳健经营带来不利的影响。

(二)加快汇率形成机制的市场化改革,降低外汇购买对基础货币的过度依赖。汇率形成机制不能市场化,一方面将会继续人民币升值的单边预期,另一方面也只能通过延续长期单边购汇的政策来稳定汇率,这将使得目前人民币汇率升值所承受的“高压”状态因缺乏减压的政策安排而处于被动不利局面。因此,必须加快推进汇率形成机制的市场化改革,降低外汇购买对基础货币的过度依赖,还原央行货币政策的独立性,使因基础货币投放而造成的流动性过剩问题得到有效解决。同时,通过汇率形成机制的市场化改革,改变人民币升值的单边预期还将有利于降低国家外汇投资公司的运营成本和收益压力。

(作者单位:沈阳广播电视台大学 中国人民银行沈阳分行)

责任编辑 陈素娥