

深化国债改革 健全国债市场体系

○ 金人庆

1981年以来,我国已连续发行国债十三年。由于各级党政领导的重视,全国人民的广泛支持,各级财政、银行、邮政等部门的合作努力,国债发行工作取得了很大成绩,筹集了大量的国家建设资金,培育和发展的国债市场。为适应建立社会主义市场经济体制,以及深化财税、金融体制改革的要求,国债市场还要进一步深化改革,以期完善国债的市场运行机制,健全国债市场体系。

一、国债市场的改革和发展

过去的十三年里,我们在恢复和扩大国债发行,以及培育国债市场等方面进行了一系列有益的改革探索。这些探索是与国民经济综合改革相适应的,反映了我们国家经济体制改革向社会主义市场经济体制发展的进程。

首先,1981年恢复发行国债,利用国债筹集财政资金,就是要改变在高度集中的计划体制下,财政赤字完全靠银行透支解决的传统办法。同时也是将市场要素引入国家财政理财领域,把国债作为调节宏观经济手段的重要尝试。但由于计划经济体制还没有根本变动,因此,在整个八十年代前半期,国债发行仍主要采用行政手法。在广大群众政治热情的支持下,每年的国债发行任务虽然完成了,但一个机制顺畅的国债市场并没有建立起来,国债的信誉也没有真正树立起来。

随着改革的不断深入和认识的逐步提高,党的十二大提出了“计划经济为主,市场调节为辅”的商品经济发展原则,十三大提出了社会主义有计划商品经济是计划与市场内在统一的经济体制。这种对建立市场导向型经济体制的认识和改革的逐步深入,促使我们不断探索国债市场发展的新路子。从1988年,开始建立了国债流通市场,财政和银行部门相继组建了一批证券中介机构,而后又逐步开始对一部分国债发行采用柜台推销办法;1991年,借助当时出现的有利的经济形势,对国库券发行进行了承购包销试验;1993年又在小范围内试验建立了国债一级自营商制度。在探索运用市场手法发行国债的进程中,特别是1990年和1991年,国债发行形势确实有了较大的改观,在相当一部分群众中间,初步形成了对国债的买卖投资意识。可惜的是,由于种种原因,1992年下半年以后,国债市场出现了反复,国债发行又不得不重新采用行政办法。

为什么会出现去年这种情况?为什么市场方法也难以稳定地发挥作用呢?我想,主要是因为社会主义市场经济体制本身仍在探索建设之中,国债市场改革还没有完整的社会主义市场经济体制作为基础,国债市场本身的改革也是局部性的,还没有相关改革和政策的配套。

就国债的承购包销方式而言,虽然是一种市场推销手段,但缺少两个方面的配套:一是发行方式的市场化没有运行机制市场化的配套,过去那种年度国债发行量一次承购包销,发行条件一次确定不变的作法,使承销机构难以根据市场状况做出灵活选择,也不便于国债发行管理部门的操作调整,容易导致市场操作与市场变化的脱节。二是市场经济秩序尚未建立健全,社会投资、利率形成机

制和市场行为不规范,影响了国债市场的运转;国债没有与中央银行公开市场业务、再贴现、抵押贷款等宏观金融政策结合起来,国债与国债市场载体的证券金融机构之间的相互依存机制没有建立起来。因此,当外部经济环境有利时,国债发行的市场方法就行得通,相反,国债市场就不稳定,就会出现反复。这说明,国债市场的建立与发展是一个长期的过程,要真正建立起富于效率的国债市场,不仅需要国债管理自身的深化改革,而且必须紧密依靠整个经济体制改革的深化和发展。

1992年初邓小平同志南巡重要谈话以及党的十四届三中全会关于建立社会主义市场经济体制的新目标模式的提出,使我们对市场经济体制的认识更进一步,使十几年来我们为之努力的市场导向型经济改革和发展的目标更加系统化。这一改革目标的提出,将加快社会主义市场经济体制的形成,为深化国债市场改革提供了新的机遇。特别是货币金融管理体制的改革,将为国债市场运行机制的改革创造更加有利的条件。因此,我们要抓住这个宝贵的机遇,积极探索,深化国债市场改革,建立健全配套的国债市场体系和运行机制。

二、深化国债市场改革是建立健全宏观调控体系的需要

根据十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,建立全国统一开放的市场体系和以间接手段为主的宏观调控体系,是建立社会主义市场经济体制的一项重要工作。要建立宏观经济调控体系,必须加快推进财税、金融体制改革,建立健全新型的财税金融体制及其运行机制。在这种新的改革形势下,国债和国债市场将成为财政政策与货币金融政策的重要结合点,在推进财税金融体制改革中发挥积极作用。一方面,国家财政通过适度发行国债,以及建立财政投融资体系,将社会上的部分消费资金和闲散资金分流引导到国民经济重点建设上来,转化为生产建设资金,既能收到弥补财政收入不足、促进资源合理配置、促进产业结构调整和支持经济协调快速发展的效果,又能避免赤字性的货币增发和由此加剧的通货膨胀。同时,合理利用国债手段,有利于国家财政预算管理制度的改革,强化国家财政的预算约束,有助于国家财政发展经济和调控经济职能的实现。另一方面,国债是一种信誉高、流通性强的金融商品,是货币金融市场上重要的信用工具,其增减调整和流向变化,对资金市场供需有重要影响。因此,国债市场还构成了货币管理的重要市场工具,是中央银行运用经济办法调控资本市场和货币供需的一个有效办法。

正是基于国债具有上述作用,《决定》明确指出了“中央财政赤字不再向银行透支,而靠发行长短期国债来解决”,“中央银行开展国债买卖,……商业银行要实行资产负债比例管理和风险管理”,等等。可以说,《决定》明确了国债工作的地位和作用,对国债和国债市场赋予了新的重要任务。第一,要通过增强国债管理对市场经济的适应性,建立富于活力和效率的国债市场,来提高国债市场的筹资能力,为国家财政提供一种能够满足筹集建设资金需要的长期稳定的手段,并借此加强对社会资金流向的引导与分流,促进社会资金融通,辅助国家财政强化预算约束,规范财政运行机制,健全货币供给机制。第二,要通过建立富于流通性的国债市场,促进国债信用工具职能的发挥,辅助中央银行通过公开市场业务,加强货币吞吐管理,提高货币管理效率和调控灵敏度,促进金融经济的市场化,同时,促进银行改善资产结构,提高银行资产的流动性和安全性。

三、建立健全国债的市场体系的重要举措

根据《决定》精神,为适应财税金融体制改革的需要,从1994年开始将通过财税、金融体制改革和国债操作管理的改革,来进一步培育市场基础,完善国债的运行机制,建立健全国债市场体系,使国债真正成为金融商品、投资手段和市场工具。

第一,完善和扩大国债一级自营商制度,组建全国性的国债承购包销团。建立国债一级自营商

制度,有利于促进证券市场载体与国债市场之间相互依存机制的形成,促进国债一、二级市场之间的协调运作。组建全国性国债承销团,是逐步形成统一的国债市场,以及推进国债发行方式市场化的重要条件。这些措施对于提高国债发行效率,增强国债市场推销力度也有重要意义。因此,将在1993年进行国债一级自营商试点的基础上,进一步扩大试点。1994年的具体作法是,从专业银行、商业银行、证券公司和信托投资公司等银行和非银行金融机构中,选出一批符合条件的国债一级自营商。由财政部、中国人民银行和中国证监会共同审批,颁发资格证书。以一级自营商为主,组织银行、非银行金融机构参加的全国性国债承购包销团,规范国债承购包销,使之成为国债发行推销的主要承担者,发挥金融机构在国债一级市场上的造市作用。

第二,以承购包销为主,进一步完善国债的市场化发行方法。1994年除了向待业保险基金和养老保险基金定向发行一部分国债外,其余均面向社会发行,由银行和非银行金融机构承购包销。对于面向社会公开发行的国债,采用无券和有券两种方式。无券形式国债通过银行和非银行金融机构组成的全国性承销团来承购包销,并利用全国性的电脑网络系统进行推销、结算和交易等操作,主要面向机构投资者和个人大额投资者发行。面向广大群众的实物国库券,仍将是国债的主要方式,要使群众可以方便地随时买到国库券,要增强国库券的流动性,保护群众的利益。对国库券的发行、转让、兑付要作进一步的改进,以鼓励群众购买国债的积极性,发挥好国库券利国利民的作用。实物国库券除了通过全国性承销团承购包销一部分外,要继续发挥好各地财政、邮政等机构和网点的作用,确保扩大推销面,方便群众购买。

今年还将试验采用国债储金的办法,吸收和聚集个人手中的闲散资金,通过基金管理机构参与国债买卖。这项工作将按有关部门的规定办法,规范化进行。

第三,为提高国债利率对市场的适应性,有利于财政筹资和中央银行的公开市场操作,1994年要进一步推行国债期限品种的多样化,对于承购包销方式发行的国债,实行分期分批发行。即逐步实行年初一次签订总量承销协议、年内分期签定承购包销合同和分批发行的办法。这样操作,既有利于确保国债发行任务的完成,又便于适应市场利率等条件的变化,灵活调整国债发行条件,增强国债市场的活力,并有利于均衡市场供给,提高发行效率。国债的期限结构将兼有半年、一年、二年、三年和五年期等不同品种,国债利率也将分别比同期银行储蓄存款利率高出一定幅度。

第四,今年要适当扩大银行和非银行金融机构购买和持有国债的份额,并相应地出台若干配套的金融政策。一是中央银行将结合金融体制改革,开展公开市场业务,正式介入国债市场开展国债买卖;同时,要推出银行资产负债比例管理、允许以国债取得抵押贷款和贴现等金融政策。二是结合这些金融政策的推出,要适当提高银行流动性准备金的比例,用于购买国债;一定比例的信用社存款和保险公司准备金,也要用于购买国债。另外,还要通过对信托投资公司等非银行金融机构的存贷款比例管理,使这些机构也购买一定量的国债。这样,各银行金融机构完成大部分国债的承购包销,就有了比较稳定可靠的基础,并有利于促进国债投资者结构的改善,扩大国债市场容量。

第五,要稳步进行国债期货交易及回购交易等新金融手法的试点,完善国债市场结构,提高市场风险防范能力,促进国债二级市场的发育发展。并结合中央银行在二级市场买卖国债的公开市场业务,来促进国债市场的稳定,促进国债一、二级市场的协调运行。

在积极稳妥地推行上述改革措施的同时,还要及时总结经验教训,抓紧法规制度的建设,使国债市场及国债工作的各环节有法可依,规范发展。

四、抓住机遇,推进国债市场改革

1994年的国债发行和改革任务都比较重,但客观上也存在不少有利条件和机遇。1994年国民

经济将继续保持较快速发展,经济秩序特别是金融秩序会更加良好,城乡人民的收入也将有更多的增长,加之财税、金融体制改革进一步深化等,都为国债发行和国债市场改革创造了有利条件。当然,关键在于抓住机遇,调动各方面积极性,参与国债市场改革,参与国债投资。

第一,有关方面应高度重视和积极参与国债市场改革。建立一个成体系的具有良性循环机制的国债市场,不仅是国家财政筹集建设资金,保证国民经济重点建设的需要,而且是辅助中央银行加强货币吞吐管理的重要手段。我们要把培育国债市场,健全国债运行机制,上升到建立健全社会主义市场经济体制下以经济手段为主的宏观调控体系的高度,认真对待,加强配合,做好工作,确保各项改革措施及时到位。国债市场改革是配套的系统改革,既要积极大胆地探索前进,又要做好新旧体制和办法的接轨衔接工作,确保国债市场的平稳发展。各地财政部门应取得银行、邮政等部门的配合支持,做好当地的实物国库券发行和到期国债兑付的组织工作,协调发挥好各方面在拓展国债业务中的积极作用。中央银行开展公开市场业务以及抵押贷款和再贴现等金融政策推出后,银行金融机构通过承购包销,持有一定量的国债,有利于提高其资产的流动性和安全性,增强其对货币政策的灵活适应性。所以,各银行金融机构和证券机构应从介入市场,拓展业务和参与改革的高度,创造条件,争当一级自营商,积极参加承购包销。

第二,要认真做好向居民个人的国债推销工作。国债发行要动员社会各方面资金的广泛参与,方便群众购买国债,要创造条件,改进工作。发挥好国债在聚集社会闲散资金,支援国家重点建设方面的作用。国务院领导很重视国债市场的改革与发展,要求我们把搞活市场,方便群众购买、转让和兑付国债作为一项重要工作来抓。各证券金融机构在办理国债推销业务中,一定要采取有效措施,扩大和落实好推销网络,特别是在实物债券的发行中,要广泛宣传,加强柜台推销,方便群众购买。

第三,国债工作是一项系统性和政策性都比较强的工作,各地财政部门在组织管理国债工作中,应注意加强国债政策的监督执行工作。各证券金融机构要发挥好维护国债市场和国债信誉的作用,除了做好发行推销工作外,还应做好到期国债的兑付工作,要按照国家有关法规和国债一级自营商制度的规定,做好国债转让交易,发挥好在国债市场中的报价做市作用,共同维护国债交易秩序,促进国债市场的稳定和繁荣。

(上接第6页)

以上改革措施是综合性和渐进性的,对国债市场及国债投资必将产生积极的影响。现在可以预期,至少会有以下几方面的积极效果:

一是国债发行真正向市场化迈进,这将在各类市场行为主体中产生良好的心理影响,更便于人们对国债这种金融商品的接受。

二是从市场操作者和市场投资者两方面看,他们的行为都将贯穿着一个核心,就是市场和市场规律。也就是说,在国债发行者与国债投资和购买者之间,通过市场架起了沟通的桥梁。而这一点,将对搞活国债市场起到至关重要的作用。

三是国债的投资者结构也将逐步发生变化,其中,银行和金融机构将在国债市场占有相当的份额。从这一点讲,今后国债市场的容量将比以往明显增大。当然,这并不是说对个人发行国债就不重视了,而是要继续执行有关既定政策,利用国债方式,把个人手中的闲散资金,筹集到国家重点建设事业上来。

四是国债市场的运行将更加协调,更趋现代化。协调性表现为通过二级市场特别是派生市场的形成发展,来促进国债市场运行的相互衔接和稳定发展;现代化表现为通过电脑系统进行国债的无纸化操作,从根本上提高国债市场的运作效率。