

进一步完善国债市场 需要解决的几个问题

徐崇君

一、要改革国债的发行方式,进一步扩大国债的经济发行。多年来,我国主要是依靠行政手段发行国债的。国内外的实践经验证明,这种发行方式碍于国债证券进入市场,不便使国债发行成为真正意义上的筹资行为和投资者的投资行为。在国债发行和购买之间,筹资者与投资者的法律地位应是完全平等的,两者不是行政上的从属关系,而是一种体现债权、债务的契约关系。因此,国债发行必须建立在投资自愿的基础之上,建立在一种契约关系之上。我国去年实行承购包销试点的成功经验表明,目前我国国债已逐步具备部分实行经济手段发行的条件。(1)从1988年开始,国家开放了国债流通转让的二级市场,三年来的市场运行,理顺了市场机制,极大地方便了广大群众,提高了国债的信誉。(2)1989年和1990年发行的国库券、保值公债的年利率达14%以上,经过1990年和1991年银行储蓄存款利率的3次下调,储蓄存款年利率降为8.28%,而国库券利率三年不变,保值公债年利率保持在14.14%以上,因而前两年购买国库券的人们获得了相对较大的收益,大大增加了人们购买国库券的兴趣。去年发行的国库券利率定得比较合适,高于同期银行储蓄存款年利率1.72个百分点,仍有较大的吸引力。(3)由于国家继续严格控制基建规模,使得一些金融机构有资金而无投向,在国库券利率较高,到期偿还又有保证的有利条件下,这些单位便以承购包销的方式大量购进了国库券,其目的不完全是要面向城乡居民进行柜台销售,而是作为投向国库券的一种投资。

采用经济手段发行国债,需要完善和做好以下两方面的工作:(1)应先以发行总额为上限进行承购包销,如果计划发行额的一部分没能以承购包销方式落实,可通过经管债券的网点、企事业单位代销。这样既可扩大经济发行的规模,又能保证发行计划的完成。(2)采取中央和地方两种承购包销形式以及分次进行承购包销,会人为地造成承销单位在承销手续费、获券时间等方面出现较大差异,从而出现各承销单位之间的不平等竞争,给地方政府统一组织管理国债发行工作增添了难度。今年

对社会发行的国库券应全部以地方承购包销方式发行,对计划发行额内没能以承购包销方式发行部分,再以代销方式发行。承购包销的具体形式采取定率招标方式较为适宜,这种方式就是由国家确定票面利率、发行价格和期限,再按比例将预定发行额分摊给投标者。

二、要实行多样化的国债结构,合理确定国债的利率。目前,我国的国债结构比较单一。从动态上看,我国国债的期限结构是随着时间的推移而渐趋缩短和单一的。1981—1988年间,国库券偿还期限有3年、5年及分次偿还等,1989年以来,只有3年期一种,现在,整个国债余额平均期限在3—4年左右。由于期限单一,国家将在今后3年内拿出大量资金用于偿还到期国债,这对本来就比较困难的国家财政将是一个不小的压力。为了适应社会资金多元化结构这一状况和避免今后出现较大的偿债高峰期,今后国家应发行一部分长期、超长期和短期国债。

在进行国债结构调整的同时,必须合理确定国债的利率,尤其是要研究确定长期国债的利率,使长期或超长期国债对人们产生较大的吸引力,为这类国债的顺利发行打下基础。我国从1981—1984年发行的国库券,偿还期限在5年以上,属中长期性质的国债,由于1982年以来,银行储蓄存款利率经过8次调整,变动幅度较大,而这4年发行的国库券利率偏低且固定不变,因而使持券人蒙受了一定的损失。今后,可将长期或超长期国债的利率与银行储蓄存款利率挂钩,即每一年度内长期或超长期国债的利率应在本年度同期储蓄存款利率基础上增加若干个固定的百分点;某一年度内如遇储蓄存款利率调整,长期或超长期国债利率的确定应以该年度内实行时间较长的同期储蓄存款利率为准。

三、改进对单位发行转换债的办法,尽快开放对单位发行的国债的转让市场。我国从1989年开始,已连续3年对单位购买的当年到期的国债推迟偿还或发行转换债。问题是目前的转换债是单纯针对旧债持有者进行的转换,新旧债的债权人不变,仍带有强制性。随着近年来的经济改革,各部门各单位的财务状况也在发生着变化,一些单位的经济实力增强了,也有一些单位经济实力减弱了,这样各单位的应债能力就会发生很大的变化。而现行的转换债没有考虑各单位的应债能力是否变化,这样必然会进一步增加经济状况不好的单位的困难。因此,需要改进转换债的发行办法,即为还旧债发行的新债不局限于旧债持有人。相应地,要允许对单位发行的国债进入证券市场转让。其意义在于,可以提高这部分国债的信誉度,可以搞活资金融通,使国债由“死水”变成“活水”,有助于解决企业单位资金困难问题。