

降低国债融资成本 调整国债品种结构

全国政协经济委员会副主任 | 冯健身

投资拉动经济增长对推动我国高质量发展和新型城镇化建设的作用不可替代。在投资主体和融资方式多元化的新趋势下,政府投资更要突出精准,充分发挥市场这只看不见的手的调节作用,提升社会资本参与的积极性。2020年政府工作报告专门部署了扩大有效投资,重点支持“两新一重”建设(即新型基础设施建设、新型城镇化建设和交通、水利等重大工程建设)的投资方向。党的十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中对此作出了具体部署。我国政府投资的资金来源,除了中央预算内安排的之外,还有很大一部分是中央政府发行的国债和地方政府的专用债券。为此就健全政府国债管理提出以下建议。

拓展国债资金筹资的海外来源

中,金融市场的内外开放占据重要地位,需要改革、改进的方面很多。国债市场规模太小、流动性不足,国债收益率曲线断续等是重要的短板。在新发展格局下,金融市场会加大对外开放,更需要高流动性的国债市场对冲其他市场波动风险。

目前较为可行且相对容易操作的方案是,中央财政发行特别国债,购买大部分央行持有的外汇储备,解决国债规模、期限和流动性的问题。特别国债购买的外汇储备资产,可继续委托央行管理。同时,央行可考虑主要依托交易国债来调节基础货币投放,减少外汇储备的变化对货币政策自主性的冲击,并继续持有一部分外汇储备,用于汇率管理。

早在2015年4月8日,瑞士政府就成为有史以来首个以负利率发行基准10年期国债的政府(国债金额2.325亿瑞士法郎合2.413亿美元,以116%的价格发行,票面利率1.8%,回报率是-0.055%)。由于投资者预期欧元会迅速贬值,市场避险资金流入瑞士法郎,瑞士央行2014年就开始执行存款负利率,以稳定汇率,维护就业市场。2015年以后,德国、奥地利、芬兰和西班牙全都以负收益率发行了期限较短的债券。负收益率债券成为全球增长最为迅速的资产类别之一,大约占到欧洲政府债券市场的四分之一。

2019年全球经济增速显著放慢,贸易增速进入了十年来的最低水平。在贸易保护主义和民粹主义抬头的背景下,各国采取宽松的货币政策,使市场上的投资者产生了更为浓重的避险情绪。在这样的经济背景下,2019年8月,德国政府发行了30年期总值8.24亿

通过特别国债购买外汇,在现实上具有操作空间。国债规模打开,能够迅速匹配到对应的期限缺口,交易活跃度和流动性等问题也就大大缓解。特别国债的投资收益应覆盖其利息成本,这就有必要对外披露收益和投向情况。因此,参考各国对外汇储备管理信息披露管理的实践经验和做法,应建立向社会公开外汇储备管理情况的披露机制。这对于财政政策、货币政策、外汇政策都将提供现代化、科学化的调控支撑,有效缓解货币投放、对外投资、汇率波动的现实压力,有利于真正建立现代化的财政金融体系,提升宏观治理水平,推进治理现代化目标的实现。■

责任编辑 李燕



20亿欧元，发行收益率为0.318%；15年期12.5亿欧元，发行收益率为0.664%。国际投资者认购踊跃，订单规模达到发行量的4.5倍。投资者群体丰富，涵盖央行、主权基金、超主权类及养老金、资管和银行等。

2019年，中国的人民币债券被纳入全球三大重要债券国际指数。随着境外人民币的不断积累，市场自发形成了以香港和伦敦为主的离岸人民币中心，截至2020年一季度末，离岸人民币存款余额超过2万亿元，离岸人民币债券余额4227亿元。这充分反映出国际投资者对于中国经济

发展和金融市场开放的信心。

欧元利率为-0.11%的负利率国债。一经发行，就得到了投资者的哄抢。随后法国、奥地利、比利时、希腊等国也计划发行30年期负利率国债，预计未来发行总额将高达15万亿欧元。

2019年11月，中国财政部在法国巴黎成功簿记发行了40亿欧元主权债券。其中，7年期20亿欧元，发行利率为0.197%；12年期10亿欧元，发行利率为0.618%；20年期10亿欧元，发行利率为1.078%。国际投资者踊跃认购，总申购金额超过200亿欧元，是发行金额的5倍，其中57%的资金来自欧洲，43%的资金来自欧洲以外，投资者类型丰富，地域分布广泛，发行结果好于预期。这笔债券随后在泛欧证券交易所和伦敦证券交易所上市。

2019年我国国内10年期国债利率为3.3%。2020年初受新冠肺炎疫情影响，我国国内10年期国债利率为2.5%。进入2020年三季度以后，我国国内10年期国债利率重新回到了3%。从财政部2019年在法国巴黎成功簿记发行40亿欧元主权债券的案例中，我们看到我国发行的欧元主权债券利率明显低于国内水平，筹资成本大大降低。

2020年11月18日，中国首次发行负利率主权债券，此次财政部顺利发行40亿欧元主权债券。其中，5年期7.5亿欧元，发行收益率为-0.152%；10年期

发展和金融市场开放的信心。

鉴于上述情况，建议政府在合理控制海外主权债券规模、规避汇率风险和有效使用好海外主权债券资金的前提下，拓展国债筹资的海外来源，加大海外主权债券发行规模，这不仅有利于降低国债的融资成本，还有助于人民币国际化的稳步推进。

优化国债的品种结构

习近平总书记多次强调，“人民对美好生活的向往，就是我们的奋斗目标”。群众人均可支配收入的增长，是人民对美好生活向往的重要内容。我国十四五规划和二〇三五年远景目标的建议中，提出到2035年“人均国内生产总值达到中等发达国家水平，中等收入群体显著扩大”“全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”。同时提出了提高人民收入水平的多种举措，其中专门提到要多渠道增加城乡居民财产性收入。随着未来城乡居民收入水平的提升，家庭理财的需求会日益扩大。国债是居民财产性收入的重要组成部分，既关系到国家可支配资金的充盈，也关系到增加人民群众的财产性收入。优化国债品种结构，拓宽城乡居民增加财产性收入的渠道势在必行。

发达国家的国债市场经过长期发展相对成熟。按照流动性可以把国债分为可转让债券和不可转让债



券。可转让债券是指能够在金融市场上自由买卖的国债,它是各国政府国债的主要形式。按照还本期限的长短又可分为国库券、中期债券、长期债券和预付税款券。它们往往被各国同时加以采用,比重往往占到全部债券品种的70%以上。不可转让债券是指不能在金融市场上自由买卖的债券,是各国政府债券的补充形式。按发行对象的不同又可分为储蓄债券(对居民个人发行)和专用债券(对特定金融机构发行)。这两种债券的期限都较长,其不同点是储蓄债券的发行条件优于专用债券,专用债券的推销方式带有某种强制性。

在可转让债券中,国库券是政府短期国债的最主要形式。它面额多样,具有可靠性和高度流动性的特征,同时又是一种具有稳定收益的资产。结合我国宏观调控的需要,建议可考虑建立财政部发行国库券与人民银行发行短期央行票据统一协调、有机结合的发行机制,这样既可以调节财政部国库单一账户的季节性资金余缺、提高财政资金使用效率,又有利于中央银行调节货币供给量、合理控制金融系统的信用规模,还可以更好地满足商业银行和个人对短期国债的投资需求。

发达国家的中长期国债期限长,一般要注明利率,本息要分别计算,利息可以通过“剪息票”的方式多次获取。由于中长期债券的这些特点,很适合储蓄银行、保险公司、养老基金和依靠养老金生活者认购。在我

国,国债资金主要投资于基础设施、城市公共服务设施和社会民生等短板方面。这些投资可以形成一大批巨额的优质资产,但部分优质资产缺乏流动性。政府可以通过资产证券化等方式来盘活这批优质资产,吸引新的投资者再形成新的资产,从而进入资金——资产——资金——资产的“良性循环”。这将在一定程度上提高国债资金的效益和安全性。建议借鉴发达国家可转让债券中的一些品种,如可以多次获取利息的“剪息票”、5—10年期的中期债券、10—15年期或10—20年期的长期债券等,适度优化我国国债的品种结构,这将有利于家庭投资者、保险资

金以及养老金机构投资我国的中长期债券,获取安全、稳定的投资回报,形成政府与投资者的双赢局面。

预付税款券是美国政府为保证企业按季度准时交纳企业所得税专门设计出来的。它的特点也是折扣发行(预付利息),期限恰好与企业交纳所得税的时间相同,企业也可用预付税款券抵税,还可以在二级市场上出售,操作灵活。作为短期债券的预付税款券,安全性是市场上其他理财产品无法比拟的。发行预付税款券,从经济方面看,有利于市场稳定;从财政方面看,可以吸收企业闲置资金;从企业方面看,可以提高资金收益。

在不可转让债券中,储蓄债券是美国财政部设柜台针对居民个人发行的,不到期限不能在二级市场上买卖。其主要有两个特点:一是期限比较长,至少5年以上;二是购买储蓄债券在国外不交纳利息税。

西方国家的专用债券是针对特定金融机构发行的,如商业银行、政策性银行、保险机构以及其他储蓄机构等等。由于有立法保障,推行方式带有某些强制性。这样既有利于快速筹集财政资金,又是防范经济危机的高效手段。

对上述我国尚未发行的债券品种,建议可结合经济发展对债券的实际需求,有计划地推出发行并提前完善立法进行规范保障。□

责任编辑 李艳芝