

国债恢复发行40周年

1981年，为适应改革开放后经济社会快速发展的需要，我国恢复发行国债，拉开了国债管理改革的序幕。40年来，国债管理现代化不断推进，市场化国债发行机制建立健全，国债功能深化拓展，国债收益率曲线日益健全，国债管理制度体系日臻完备，国债市场蓬勃发展，对外开放稳慎推进，我国国债市场正向功能健全、运行顺畅、影响力强的大国国债市场持续迈进。站在新的起点，回顾40年国债改革发展历程，展望未来发展方向，以期进一步推动国债管理高质量发展，从而推动财税体制改革进一步深化，加快建立现代财政制度。



发轫于1981年的国债管理改革，是改革开放后财政管理制度的一项重要变革。改革建立起市场化国债发行机制，为中央政府在市场经济条件下开展宏观调控、实施积极的财政政策提供了必要手段，促进了财税体制改革的深化和现代财政制度的建立。同时，改革孕育了在多层次资本市场中居核心基础地位的国债市场，为中国人民银行开展货币政策操作和境内外各类投资者投资我国国债、管理利率风险等提供了重要场所，促进了金融市场的蓬勃发展。

市场化发行机制建立健全

满足财政筹资需要是国债发行的基本任务。1981年我国恢复发行国债，初期主要采用行政分配方式，群众购买需求有限，发行周期较长，效率较低。上世纪90年代起，我国开始探索建立市场化发行机制，至今已形成较为成熟的以记账式国债招标发行为主的国债发行机制。

砥砺奋进四十载 国债改革谱华章 04

完善金融基础设施 促进国债市场发展 08

完善上交所国债市场建设 助力国债市场高质量发展 11

探究国债改革规律 展望市场发展方向 13

我国国债收益率曲线的健全之路 15

砥砺奋进四十载 国债改革谱华章

财政部国库司

康登淋 摄 来源：视觉中国

一是率先在记账式国债招标中实现利率市场化。价格机制是市场机制的核心。1997年，财政部首次直接对记账式国债发行利率进行招标，在我国债券市场中第一次揭示出由市场供求关系决定的利率水平，引领了债券利率市场化改革。2000年以来，财政部进一步完善国债招标发行机制，在充分借鉴国际经验基础上，结合中国债券市场实际，创造性推出了混合式招标方式，并逐步放宽投标利率区间等限制，使市场机制进一步发挥作用。二是按照市场化方式组织国债发行。平等、自愿是市场机制的重要原则。1991年，财政部首次与金融机构签订国债承购包销协议，金融机构可以按照自己的意愿确定承销金额。当前，国债承销团管理更加规范，符合条件的金融机构均可自愿申请加入国债承销团，财政部与国债承销团成员之间的权利、义务主要通过签订承销主协议的方式进行约定，极大释放了承销团成员的市场活力。三是持续提高国债发行透明度。政策公开、信息透明对于市场运行效

率具有重要影响。财政部不仅主动公开国债发行政策，提前公布国债发行计划，还定期组织国债承销团成员召开国债会议，大大提高了市场参与者对国债发行的预见性。

在市场化发行机制保障下，我国国债筹资能力实现实质性飞跃。2021年，国债发行近7万亿元，各类投资者踊跃认购，记账式国债投标需求达到发行量的3.4倍。同时，国债发行效率显著提高，2020年仅用一个半月时间就完成了1万亿元抗疫特别国债发行任务。国际货币基金组织、世界银行联合修订的《公共债务管理指南》，亚洲开发银行所属亚洲债券市场倡议秘书处发布的《发展债券市场的良好实践》等，都对我国国债发行机制予以充分肯定，并将其作为成功经验向其他国家推广。

国债功能深化拓展

国债既是财政筹资工具，也是金融市场的基础产品，是财政政策与货币政策的重要结合点。国债恢复发行初期，功能较为单一，主要是临时性弥补财政赤字。40年来，国债功能随着财政金融改革的实践不断深化，在满足财政筹资的基础上，支持了积极的财政政策有效实施，促进了财政政策与货币政策的协调配合。

增发国债是实施积极的财政政策、开展逆周期调节的重要手段。1998年，我国首次实施积极的财政政策，发行长期建设国债支持扩大内需，对我国主动运用国债进行宏观调控产生了深远影响。1998—2004年，累计发行9100亿元长期建设国债，每年拉动经济增长约1.5—2个百分点。2009年，为应对国际金融危机，我国再次实施积极的财政政策，国债年度发行规模首次突破1万亿元达到1.62万亿元，同比增长约90%，为我国较快扭转经济增速下滑趋势发挥了积极作用。2020年，为应对新冠肺炎疫情冲击，中央政府除发行一般国债外，还发行了1万亿元抗疫特别国债，全部转给地方用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出，有力支持了地方基础设施建设和疫情防控。

同时，随着金融改革深化，国债成为中国人民银行开展公开市场操作的重要抵押品，并在特别国债发

行中突出体现了财政政策与货币政策的协调配合。此外,国债作为优质担保品,广泛应用于各类金融交易,有效降低了信用风险,提高了交易的安全性和便利性。国债收益率曲线建设和国债市场发展,进一步满足了各类投资者对于提供定价基准、管理利率风险等国债金融功能的需求。

国债收益率曲线日益健全

国债收益率曲线反映一国不同期限的无风险利率,是市场化利率体系中的重要基准利率。2002年,财政部定期滚动发行7年期国债,改善7年期国债流动性,形成了国债收益率曲线上第一个关键期限点。党的十八届三中全会提出“健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”后,财政部会同有关部门进一步加快国债收益率曲线建设,取得显著成效。

一是不断优化国债发行期限结构和节奏,夯实国债收益率曲线建设基础。保持关键期限国债的中枢地位,坚持按月滚动发行1年、2年、3年、5年、7年和10年期六个关键期限国债;优化超长期国债发行品种和频次,集中发行30年期国债,适量发行50年期国债;加大短期国债发行力度,按周滚动发行3个月国债、隔周或按月滚动发行6个月国债,2021年,短期国债发行量已达到记账式国债发行量的29%。二是多措并举改善国债流动性,提高国债收益率曲线有效性。建立国债续发行机制,减少债券只数,降低国债碎片化程度;建立国债做市支持机制,操作方式由单向、单只拓展到双向、多只,改善做市券种供求不平衡状况,活跃市场交易;会同有关部门,重启国债期货交易,先后上市5年、10年、2年期国债期货品种,推动商业银行、保险公司进入国债期货市场。三是健全国债市场价格波动监测机制,增强国债收益率曲线编制数据源的可靠性。采用日常监测、热点监测和市场异动监测相结合的形式,建立国债市场价格波动监测机制,加强与市场机构沟通交流,及时剔除国债市场异常交易数据源。

在此基础上,近年来财政部编制并发布了涵盖3个月至30年、能够较好反映市场供求关系的国债收益率曲线,在境内外金融市场中得到广泛应用。2016年,

经国际货币基金组织评估,国债收益率曲线上的3个月利率纳入特别提款权(SDR)利率篮子,成为国际认可的人民币代表性利率。国内市场上,永续债券等浮动利率债券越来越多地使用国债收益率曲线作为浮动利率基准。商业银行、保险机构等金融机构将国债收益率曲线用于风险管理计量、保险准备金计量等方面。审计、司法判决以及资产评估等领域也将国债收益率曲线用于资产公允价值度量等方面。

国债管理制度体系日臻完备

制度建设具有全局性、根本性,是国债管理改革顺利推进的重要保障。40年来,财政部持续加强国债管理制度建设,形成了系统完备、科学规范、运行有效的制度体系。

一是坚持依法举债。全面依法治国是党领导人民治理国家的基本方略。1981年国债恢复发行之初,国务院即颁布《中华人民共和国国库券条例》,对国债发行、流通、兑付等进行规范。1994年颁布、2014年和2018年修改的《中华人民共和国预算法》以法律形式明确中央政府举债权限、举债用途,并要求举债应有合理的规模和结构。经全国人大常委会审议通过、2006年起实行的国债余额管理制度进一步提升了我国国债管理的科学性,并为财政部灵活、合理安排国债结构提供了空间。二是加强国债发行管理制度体系建设。为规范国债承销团管理,财政部会同有关部门制定了《国债承销团组建工作管理办法》,与国债承销团成员签订承销主协议,并对承销团成员履约情况进行综合排名。为规范国债发行管理,财政部制定了《记账式国债招标发行规则》,会同有关部门制定了《储蓄国债(电子式)管理办法》《储蓄国债(凭证式)管理办法》等制度文件。三是加强国债市场管理制度体系建设。财政部制定了《国债托管管理暂行办法》《国债跨市场转托管业务管理办法》,实现了国债跨市场转托管,推进了国债市场金融基础设施统筹监管和国债市场互联互通;会同有关部门制定了国债净价交易、开展国债预发行试点等管理制度,提高了国债市场运行效率。

国债管理改革形成的制度体系,为地方债发行管

理改革和地方债市场建设提供了大量可复制、可推广的经验。自2015年新预算法施行,地方债开始全面自发自还以来,地方财政部门在承销团组建、债券发行定价、发行现场管理等方面充分借鉴记账式国债发行的成熟做法,保障了地方债发行平稳顺利,推动了地方债市场健康发展。

国债市场蓬勃发展

财政部不仅是国债的发行方,更是国债市场的建设者。国债市场起步于1988年财政部在61个城市开展国债流通转让试点。此后,财政部会同有关部门逐步建立健全多层次国债市场,创新国债市场交易品种,提高国债市场运行效率,积极推进国债市场建设。在各方面共同努力下,40年来国债市场蓬勃发展,满足了各类市场主体资金配置、流动性管理、风险管理等需求,正向一个功能健全、运行顺畅、影响力强的大国国债市场不断迈进。

一是多层次国债市场逐步形成。证券交易所市场和全国银行间债券市场在国债市场发展历程中,先后成为国债交易的主要场所。2002年起,财政部会同有关部门进一步推出了商业银行开展记账式国债柜台交易试点,对证券交易所市场和全国银行间债券市场形成补充,更好满足了中小企业投资者和个人投资者需求。二是国债市场规模迅速增长。2021年末,我国国债市场规模突破23万亿元,占债券市场总规模约18%,成为具有较大容量、能够充分满足财政筹资和投资者投资交易需求的重要场所。三是国债现券交易屡创新高。近年国债现券交易量增长至约50万亿元,国债换手率接近2.5倍,流动性已超过日本,接近德国,在G20国家中处于较高水平。四是国债交易品种不断创新。国债回购、远期、交易所交易基金(ETF)、期货等交易品种不断上市,国债衍生品市场与现货市场紧密联通,方便了投资者管理流动性和利率风险,增强了国债市场稳定性。五是国债市场参与者丰富多元。当前国债市场参与者已涵盖中国人民银行、商业银行、证券公司、基金、公司企业、个人等各类主体,形成了多元化的投资者结构。

对外开放稳慎推进

不断扩大对外开放、提高对外开放水平,以开放促改革、促发展,是我国发展不断取得新成就的重要法宝。随着我国经济深度融入世界经济,我国国债市场融入全球债券市场,国债市场成为我国金融市场对外开放的重要阵地。

“请进来”方面,2004年起财政部先后吸纳汇丰银行、渣打银行等外资机构加入我国国债承销团,直接参与一级市场承销;会同有关部门逐步消除账户开立、资金汇入等方面的准入限制,积极推动国债二级市场开放,极大便利了境外机构投资境内国债。截至2021年末,境外机构持有我国国债约2.45万亿元,占我国记账式国债余额的比例达到约11%。近年,彭博巴克莱、摩根大通、富时罗素三大国际主流指数公司先后将我国国债纳入其债券指数,标志着中国国债市场已成为全球债券市场不可忽视的重要组成部分。

“走出去”方面,1987年,财政部首次代表中央政府在境外发行外币主权债券。自2009年起,为支持中国香港巩固和提升国际金融中心地位,财政部开始持续在中国香港发行人民币国债,支持香港离岸人民币市场发展,逐步构建境外人民币国债收益率曲线。2017年,财政部重启了美元债券发行,2019年,在法国发行欧元债券。“十三五”时期,财政部共发行境外人民币国债850亿元、美元主权债券170亿美元和欧元主权债券80亿欧元,不仅打通了国际金融市场的融资渠道,传递了我国深化金融改革开放的决心和信心,为中资发行体建立了收益率基准,也有力促进了国际财金交流。

进入新发展阶段,我国内外部发展环境发生深刻变化,需要更好发挥国债管理作为宏观政策的跨周期、逆周期调节作用,更好夯实国债市场在多层次资本市场中的核心基础地位,支持积极的财政政策有效实施和金融市场改革发展。财政部将深入学习贯彻党的十九届六中全会精神,埋头苦干、勇毅前行,切实推动国债管理改革和国债市场建设,为实现第二个百年奋斗目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦作出新贡献。□

责任编辑 刘慧娟