

# 探究国债改革规律 展望市场发展方向

北京银行股份有限公司 | 刘素琴 杜瑞岭

改革开放后，我国进入经济高速发展阶段。为弥补财政赤字、平衡财政收支，自1981年起财政部恢复国债发行，迄今已走过40年的历程。年度发行量由最初的48亿元增长至2020年的7万多亿元，市场存量到2020年末达20.89万亿元。站在新的起点，回顾40年发展历程，探究国债改革发展规律，展望国债未来发展动向显得尤为重要。

## 国债的种类及发展历程

国债的发行是与时俱进、开拓创新的过程。40年间，财政部主要发行过以下四种类型的国债：

——国库券，又称无记名国债，1981—1997年，是国债恢复发行后的首个品种。采用纸质实物券表征债权，发行利率与银行同期储蓄存款利率相近，期限较长。面值先后有1元、5元、100元、500元、1000元、5000元、10000元等。初期不允许流通转让，1988年开始逐步允许通过银行业金融机构柜台转让。前期发行主要依靠政治动员和行政分配，后期则采用承购包销方式。

——记账式国债，1992年至今，是现有国债的主要品种，约占年发行量的90%。记账式国债具有发达的二级市场，包含银行间市场、交易所市场、柜台交易市场，市场化程度高、流通性好。

——储蓄国债(凭证式)，曾用名凭证式国债，1994年至今，是最早期的储蓄国债。投资者需到承销机构网点柜台认购，不可在二级市场流通转让，但可全额提前兑付或质押。

——储蓄国债(电子式)，2006年至今，起购金额、发行利率、流通兑付条件与储蓄国债(凭证式)相似。年发行量在储蓄国债中的占比逐步增加，至今已超过

60%。

此外，财政部还根据不同目的发行过国家(重点)建设债券、保值公债、特别国债、财政债券、专项国债等。

## 探究40年国债改革发展规律

归纳40年来的改革发展规律，可以发现国债以国库券为起点，主要沿着“国库券→记账式国债”和“国库券→储蓄国债(凭证式)→储蓄国债(电子式)”两条路径发展演化。主要具有以下规律性特点：

(一)国债发行手续由繁杂化向高效化发展。最初的纸质国库券要历经印制、运输、保管、分配、清点、兑付、收回、销毁等过程，才能形成一次完整的循环。而记账式国债采用电子记账、登记托管等技术，实现发行和交易均无纸化，大幅降低发行成本，提高发行效率，改善了二级市场的流通性。储蓄国债(凭证式)虽有类似银行存单的纸质凭证，但便利性较国库券也有很大程度地提高。储蓄国债(电子式)则直接取消纸质凭证并拓宽网上银行和手机银行销售渠道，迎合了广大居民的交易习惯。

(二)国债发行方式和定价由行政化向市场化发展。国库券发行初期以行政分配方式进行，1991年国债尝试以承购包销方式发行，开启市场化发行之路；1995年首次采用缴款期招标方式发行，开创招标发行国债先河；1996年全面实行国债电子化招标发行；2004年创新推出混合式招标。国债发行方式和定价的市场化程度逐步提高，社会满意度也随之提升。

(三)国债发行品种由单一化向多元化发展。国债品种日益丰富，从早期的国库券发展到目前可上市流通的记账式国债与不可上市流通的储蓄国债两大常规

系列,更好地满足了机构投资者和个人投资者的需求。同时,国债期限结构也在不断优化。1981年发行的国库券期限为5—9年,按抽签号码还本付息,每年偿还发行额的20%。可以看出,国库券最初设计的偿还期限并不固定。目前,记账式国债涵盖1年、2年、3年、5年、7年、10年等关键期限和3个月、6个月、30年、50年等其他期限,形成了超短期、短期、中期、长期以及超长期兼备的较为丰富完整的期限结构。

(四)国债发行目的由内敛化向开放化发展。财政部发行国债的最初目的是筹集资金弥补赤字。而后,为配合央行公开市场操作发行过短期国库券;为调整投资结构,集中资金保证国家重点建设,发行国家(重点)建设债券;为抑制通货膨胀,发行保值公债;为健全国债收益率曲线基础定价作用,滚动发行不同期限国债;为向四大行注资、成立中投公司、抗击新冠肺炎疫情发行特别国债。经过40年的发展,国债的作用已从最初的内向型弥补赤字筹资功能,外扩至主动调节经济、促进金融市场稳健发展、丰富居民理财需求等。财政部充分利用国债发行,进行有效宏观调控,有力支持了国家经济社会发展。

## 展望国债未来发展

### (一)记账式国债

一是繁荣国债衍生品交易市场。经过长期改革发

展,记账式国债发行和交易手续的便利化程度已得到显著提高。目前,金融机构为记账式国债的主要投资者,常通过二级市场交易来博取买卖价差。但市场中可供机构投资者有效管理利率风险的工具并不多,国债期货、期权类衍生品市场发展不够充分,部分机构在市场准入方面存在阶段性限制。从近期市场动向中可以看出,相关主管部门在衍生品市场建设方面也在持续发力。如2020年2月,多部门发布联合公告,允许符合条件的试点商业银行和保险机构参与国债期货交易。

二是增强国债海外融资能力。经过多年发展,我国债券市场规模已经位居世界第二。但从国债持有者结构来看,国内商业银行占比超60%,海外持有量占比较低,国际融资能力不强。截至2020年末,我国国债总量为20.89万亿元,其中境外机构持有1.88万亿元,占比9.09%;而同期美国国债存量余额为27.75万亿美元,海外投资者持有7.03万亿美元,占比25.33%。这种差距与国家综合实力、金融业对外开放、货币国际化程度等多重因素有关。我国也正在进行相关改革,如逐步取消境外投资主体资格和额度限制;建立健全合格境外机构投资者制度、结算代理制度,开通香港“债券通”;延长银行间现券买卖交易时段;人民币国际化发展改革等。

三是健全国债收益率曲线基础定价作用。为建立和完善社会主义市场经济体制、提高要素配置效率,我国自1993年起开始利率市场化改革,先后放开贷款利率和存款利率,改革贷款市场报价利率(LPR)形成机制。随着利率市场化改革的不断深入,国债收益率曲线的基础定价作用将进一步显现。

随着利率市场化改革的不断深入,国债收益率曲线的基础定价作用将进一步显现。

(二)储蓄国债。储蓄国债未来将呈现如下趋势:两种储蓄国债长期共存并趋向融合;开通网上提前兑取通道并减免相关手续费;创新短期化品种丰富储蓄国债期限结构。□

责任编辑 刘慧娟 梁冬妮



沙浪 摄 来源:视觉中国