

# 发行特别国债对金融市场的影响

曹红辉(《中国货币市场》2007年第9期)

为改善外汇储备管理,将以往由货币当局独揽外汇资产的格局改变为由货币当局、其它政府机构和广大企业和居民共同持有的格局,2007年8月底至9月底,由财政部分别针对商业银行和债券市场的投资者发行了4期10年、15年的特别国债(见表1),用于购买外汇资产的投资性部分,从而为投资收益较高的金融资产,贯彻对外发展战略,购买海外战略资源、设备和技术,开展海外直接投资,投资境外股票、债券及金融衍生品等募集资金。预计四季度,将再发行1000亿。

表1 2007年财政部特别国债发行情况

发行内容	规模	期限	票面利率	利息支付方式	发行时间	备注
1期	6000亿	10年	4.3%	固定利率付息债	8月29日	对中国农业银行定向发行
2期	319.7亿(计划发行300亿,追加19.7)	15年	4.68%	固定利率付息债	9月17日	投标量574.1亿元
3期	350.9亿	10年	4.46%		9月21日	
4期	320亿	15年		固定利率付息债	9月28日	
四季度	1000亿					
累计	7989.7亿					

## 一、特别国债的投资者

总体上,此次发行是分批进行的,发行时间赶上下半年到期央票1.44万亿,月均2400亿元,而9月又是4370亿元到期的峰值时间。此时发行特别国债,是对央票的替代,对金融市场流动性的影响不是太显著。加上首期针对农行定向发行,短期内,对整个市场的压力更是有限。随后的发行中,农行、中国人寿和全国社保基金等成为主力投资机构。特别国债增加了10年和15年期国债的供给,有助于缓解债券市场“短多长少”的期限结构缺陷。而保险机构由于寿险保单的期限较长,可通过持有15年期特别国债来解决资产负债期限匹配问题。特别国债主要在银行间市场流通,流动性高,流动性溢价相对较低,其定价主要取决于对CPI的预期及利率风险。而免税的特别国债收益率较高,对部分机构投资者而言,也具

有一定的吸引力。

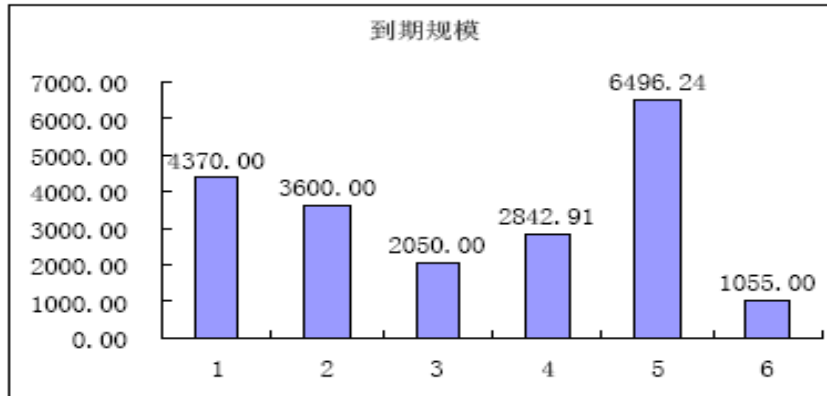


图 1 2007 年 9 月-2008 年 2 月到期央行票据规模(单位: 亿元)

第 3 期 10 年期的特别国债虽然针对居民发行，但认购情况很不理想。因为目前 5 年期存款利率为 5.49%，存款是一次性付息，那么 5 年期存款的到期收益率为 4.97%，而 10 年期特别国债的票面利率为 4.1%，收益率即使招标也不会超过 4.97%，而且考虑到可能再次加息，特别国债对个人投资者完全失去吸引力。而且由于股市和基金市场持续火爆，其收益率也远高于特别国债的水平，此外，居民个人也缺乏专业素养来管理如此长期的债券的不确定性。因此，特别国债的主要投资者仍将为商业银行或其他机构投资者，针对居民发行的特别国债可能形成对中长期债券供大于求的格局。居民个人的这种投资偏好对于居民为主体的股市而言，收缩流动性的规模不会太大，影响也有限。

## 二、对市场收益率的影响

2007 年以来，持续看空的资产配置性质的资金产生入市建仓的需求。随着央行公开市场操作力度加大、CPI 同比增幅快速上扬，特别是下半年连续加息加快，债券市场收益率大幅上扬。收益率曲线近期大幅跳升，5 年以上长期债升幅高达 40 个基点。可见，收益率曲线较年初明显地陡峭化。特别是 10 年国债，已经较年初上扬了近 150 个基点。

近期，特别国债与同期发行的建设银行、神华集团等大盘蓝筹股，持续提高准备金比率和贷款利率，实施紧缩性货币政策，开放 QDII，酝酿港股直通车等开放资本项目的政策措施相结合，形成分流流动性，紧缩资金的政策组合。8 月下旬以来的回购利率开始上升（图 2）。但二期特别国债的发行对二级市场的影响并不大，收益率并未因此而大幅上升，10 年期国债二级市场收益率升至 4.5% 左右。

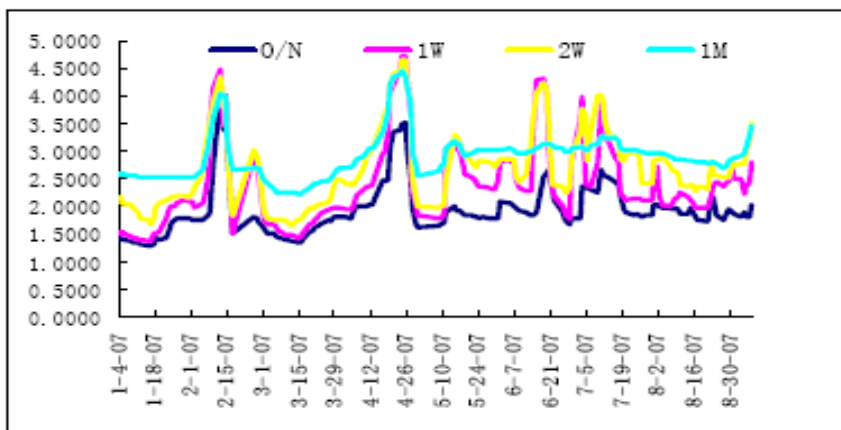


图2 2007年SHIBOR利率

必须指出的是，目前银行间市场国债交易活跃，利率市场化程度最高，因而对特别国债定价的参考性最强，而新近推出的 Shibor 则期限太短，且以银行信用为基础，高于同期国债利率，并不很适合作为特别国债定价的参考指标。

采取分批发行特别国债，每次的金额较小，短期内对金融市场的冲击较小。但长期而言，其影响仍将逐步显现出来，其影响主要是体现在对长期利率的预期上，因为长期特别国债的利率为其它品种定价提供重要的参考标准，有助于对其它产品定价形成稳定的预期。由于CPI指数持续上升形成再次加息的预期，9月下旬，长期债券收益率仍将小幅上升。而如果四季度的CPI指数回落，则收益率可能趋于稳定，从而实现稳定中长期债券收益率的目标。

### 三、特别国债与市场调控

特别国债为中央银行的公开市场操作提供了必要的市场条件，央行因此而减少发行央行票据，可采用正回购方式回收流动性，降低调控成本，并获得新的干预途径，以稳定金融市场。向金融市场发行长期特别国债，在收缩流动性上，形成对准备金的替代，其影响大体上相当于提高0.75个百分点的准备金比率。但过高的储蓄存款使得商业银行对准备金比率的提高并不敏感，直到目前12.5%接近历史高点的水平后才开始感到压力。

2002年以来，央行连续发行票据，以收缩市场上的流动性，以影响两大宏观经济变量：货币供应量和利率。由于货币供应量的迅猛增长则源于外汇储备的增长，发行央行票据旨在对冲外汇储备，以追求经济的内部均衡。而央行票据市场的供求关系和利率通过对人民币头寸的供求和市场利率的影响，进而对外汇市场和人民币汇率水平产生冲击，如利率上升吸引更多境外资本流入，加大外汇储备及相应的基础货币的供应压力，影响到经济内部与外部的均衡。可以说，仅仅发行央票实现对内均衡和对外均衡两大经常不一致的目标，将二者限制

在单一的对冲操作和提高法定准备金率中，从而陷入宏观调控的困境，提高了调控成本，也削弱了调控的总体效率。

为对冲央行因过度买进外汇造成的基础货币过度投放，缓解外汇储备增加对货币供应的不利影响，央行发行央票，将公开市场操作又国债为主的现券卖断操作和回购操作转到中央票据上。这是由于央行的债券存量相当有限，央行很快发现自己无券可卖，便于 2002 年 9 月 24 日将公开市场操作中未到期的正回购转换为央票，然后再用于回购操作。而且外汇储备的增长将持续相当长的时期，对冲由此引起的过度增加的货币供应，就成为相当长时期内货币政策的主要任务。因此，央票成为公开市场操作的主要基础。央票在银行间市场流通，发行规模迅速增长，品种不断增多，未清偿额超过政策性金融债，成为债券市场上仅次于国债的第二大品种。然而，发行央票的成本（即央票利率）显然要高于提高法定准备金率的成本（法定准备金利率）。于是，央行不断提高准备金比率进行调控，对于利率工具，则采取谨慎的态度，避免因此而吸引更多境外资本流入，进一步加大买入外汇导致的基础货币供应增长的压力。而这又对于大部分境内投资者而言却又不足以形成有效的制约，以迫使其约束自我的信贷和投资规模，从而加大了投资持续高速增长的压力。

短期内，由于外汇占款增速过快的问题短期无法解决，发行特别国债也无法从根本上扭转流动性相对过剩的格局，但央行因此而增强干预流动性的能力。中长期，央行的连续操作、紧缩货币政策的持续及汇率的变动等因素将对国内流动性相对过剩的格局逐步产生一定影响，但仍然不可能从根本上改变因实体经济增长方式和金融体制造成的流动性过剩的局面。

随着主要的大盘蓝筹股完成发行，造成 CPI 指数急剧上涨的食品价格上升速率受调节影响，将逐步减缓，四季度起，金融市场中的资金供应将有所改善，收益率也可能回调。但加息的预期仍无法消除，加上其余的特别国债若继续针对市场发行，CPI、固定资产投资和信贷增长仍居高不下，以及开放港股直通车等分流流动性的资本开放政策影响，目前，预言中长期债市和股市企稳还为时尚早，尤其是资本的跨境流动将对资本市场的稳定性形成的冲击仍待观察。

#### **四、资本项目放开与市场流动性**

多数发展中国家的经验表明，由于实行结构性改革，如私有化改革、金融自由化等政策，开放资本项目必定导致大规模的外资流入。由 1978-1982 年的年均 183 亿美元上升至 1997 年的 1390 亿美元，1990-1997 年间流入的资本中，FDI 占 46%，证券投资净流入占 36%。近年来，流入中国的外资占 GDP 和 GNP 的比例急剧上升。这固然可能存在投资环境改善，投资收益率高等因素，也同样存在由于汇率稳定升值的预期而吸引大量境外短期流动资本的进

入。境外资本通过 QFII、经常项目项下的交易以及地下钱庄等合法或非法的形式流入，而 QDII 和港股直通车的实施则将为资本流出提供更为便利的条件。

虽然开放资本项目为投资者在全球范围内进行资产配置，降低组合风险提供了条件。然而，因厌恶货币风险、监管体制变化、对居民持有外币资产的上限管理、制度性惯例、交易成本及金融创新等因素，投资者会对本国资产尤其是固定收益证券产生本国偏好。因此，上述的资本项目开放对境内 A 股市场的影响较大，尤其是 A 股与 H 股间存在的巨大价差将造成大量资本的进出，诱致跨境套利活动，而境外市场的投资理念、交易策略等将极大地影响 A 股市场的趋势和稳定。而由于人民币升值预期依然存在，为规避货币风险，流出资本要少于流入的规模。加上美联储开始减息，中国央行持续加息，人民币与美元利差缩小，国内债券市场受上述资本项目开放的压力较小。