

我国国债发行成本优化问题研究

杨义群, 钟兴文, 胡征月

(浙江大学 管理学院, 浙江 杭州 310029)

摘要: 本文从我国国债发行成本优化研究的重要性与迫切性、我国国债发行成本居高不下的情况分析与降低国债发行成本的措施分析等三个方面作出研究。

关键词: 国债发行成本; 利率期限结构; 优化

中图分类号: F812.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2000)11-0054-05

一、我国国债发行成本优化研究的重要性与迫切性

在通货不断紧缩、财政赤字与国债发行量加速扩大的我国,作为经济宏观调控重要工具的国债,其筹资成本的优化越来越显得重要与迫切。当前,我国国债在流通市场管理与发行的利率期限结构等方面存在很大问题,致使国债的筹资成本实在太高。我国国债发行成本优化的研究,将有助于大大降低国债的筹资成本,明显减轻我国政府的债务负担,减缓财政赤字的扩大速度,加强政府未来的偿债能力与控制金融风险的能力。

具体地看,我国的财政赤字,近几年膨胀的加速程度惊人:1997年为530亿元,1998年为960亿元(按IMF的统计口径,则为1711亿元),而1999年更迅速地膨胀为1803亿元,大大超过1503亿元的预算(1998年共增发3891亿元国债,不含用于国有商业银行补充资本金的2700亿元国债,1999年又增发了600亿元国债,2000年还将增发1000亿元长期国债,共计划发行4380亿元国债,而且2000年财政增收将面临较大困难),2000年的中央财政预算赤字则进一步膨胀为2299亿元。当前我国名义上的债券余额是8000亿元,占GDP的10%。该比例与国外相比,似乎还不高,但如果考虑到未纳入财政预算却已经形成的政府债务,以及政府或有债务,我国政府总债务负担率已经与大部分国家相近。实际上,到目前为止,我国的全部债务存量已超过1.2万亿元(而且未纳入预算的政府债务约还有6000亿元)。

我国1990—1997年国债发行规模年增长26.65%,比同期全国财政总支出的年均增长幅度11.43%高出15.22个百分点,比全国财政收入的年均增长幅度11.43%高出15.25个百分点,占全国财政支出的份额也由1990年12.17%上升到了27.72%,翻了一番多。进入90年代后,财政的债务本息支付任务沉重,年度还本付息额占年度国债发行额的比率由1990年的50.71%,增长到1997年的78.81%,增加了28.1个百分点,即1997年后近4/5的债务收

收稿日期:2000-06-22

作者简介: 杨义群(1941—),男,上海人,浙江大学管理学院教授,博士生导师;钟兴文(1966—),男,四川隆昌人,浙江大学管理学院博士生;胡征月(1972—),女,浙江嵊州人,浙江大学管理学院硕士生。

人是用于抵偿旧债本息。因此,我国国债正在步入借新债还旧债的高度债务时期,政府未来的偿债能力大大降低。国债如以目前这样的趋势发展下去,就很可能达到难以控制的程度。

我国中央财政的债务依存度已相当高,用于偿债的支出占中央财政支出的比例,1996年已达61%,而1998年则更达71.12%。财政的这一结构性赤字,如果任其发展下去,很容易引起政府债台高筑,陷入债务泥潭,引起通货膨胀和排挤效应,对经济产生大的负面影响,并加重今后的债务负担。

此外,我国的债务管理很不集中。目前我国实际发行的企业或金融债务,与国债并无本质区别,而且由于财政部门没有参与这些债券的发行,这更增加了财政风险。

国债发行利率过高,发行的利率期限结构极不合理,致使国债筹资成本实在太高,这是财政赤字如此膨胀的主要原因之一。按笔者在已出版专著中的估算方法,估计近几年的这一失策,每年的损失高达100亿元以上,占据财政赤字的很大比例。从实际看,近年来我国财政的还本付息支出,每年以500—600亿元的幅度递增,1996至1998年依次为1223、1820与2315亿元,而且利息支出占还本付息支出的比重已高达1/4—1/3。国债的利息支出,不仅占GDP的比重在逐年提高,而且占(在迅速膨胀的)财政赤字的比重竟然也在逐年提高。

国债市场是资本市场和货币市场的基础,在金融发达的国家,它已成为政府将货币政策与财政政策有机结合、协调运作的场所,是资本市场与货币市场的有机融合点,而且是证券市场的主要支柱。我国国债市场发展的严重滞后,大大影响了金融系统的健康发育。

一般地说,由于债券有随时可兑现的灵活性,所以发达国家债券的利率一般都低于银行存款利率。但在我国,不但情况与此相反,而且反差大得惊人,国债发行利率常常高于银行存款利率2个百分点,大大抬高了我国债券的发行(筹资)成本。当前,我国国债发行余额共有8000亿元,若能降低2个百分点的年复利率发行,那末这几年每年就能为国家财政省下约为8000亿元 \times 2%=160亿元的利率支付。这不是一个小数目。在1997年,国家财政部花了很大的力量,才使1997年国家计划的财政赤字压缩了40亿元,从1996年的610亿元实际财政赤字,压缩至1997年的570亿元计划财政赤字。可见,着力搞好国家的债券市场是多么重要。

二、我国国债发行成本居高不下的情况分析

1. 在90年代,我国开始降息的1996—1997年间,我国发行的国债竟大部分是7—10年期的中长期国债。例如,1996年6月14日发行了250亿元的10年期国债,年复利率还竟然高达11.83%(直到现在,还有不少人,包括一些高级研究人员与决策人员,不清楚每年付一次息的付息债券票面利率就是年复利率),如果当时一年期一年期地发行,到现在再发行中长期国债,现在的发行利率,最高也只有2%—3%的年复利率。该国债于1999年6月份的二级市场,在1997年与1998年两次付息11.83元后,其最高价还曾达到167元。因此,单单这一国债的发行决策失误,就起码要损失100亿元以上。再加上紧接着于1996年11月1日发行、年复利率为8.56%的7年期付息国债201.1亿元,与1997年9月5日发行、年复利率为9.78%的10年期付息国债130亿元,1996—1997年间,国债发行的利率期限结构问题决策失误造成的总损失就至少在200亿元以上。而且,在我国市场利率处于低谷的当前,反而要发行短期债券与浮动利率的债券了。这一切都与正确的决策恰恰相反。

2. 我国国债流通市场的管理失策,在于投入实在太少,导致国债流通市场的利率大大高于银行利率,以致于新国债不得不以高利率发行,进一步加重了国债筹资成本。实际上只要增

加宣传力度、增设网点、方便投资者、降低佣金率等,就可大大降低国债筹资成本。

3. 我国股票一级市场特有的无风险高收益率,也是导致国债流通市场的利率大大高于银行利率的关键因素。粗略估计,我国股票一级市场的无风险期望 IRR:1997 年为 50%左右,1998 年为 20%左右,1999 年为 30%左右。这么高的无风险平均年收益率,大大扭曲了我国的市场利率,致使几千亿元资金常年滞留于股票一级市场,无风险地坐享高收益率。这就难怪其他资本市场与货币市场(包括国债市场)的资金匮乏。这是国债流通市场利率过高(价格过低)的关键原因之一,也是国债回购市场利率过高的关键原因之一。

4. 我国国债市场的研究论文已很多,大大小小的研讨会也接连不断,但研究中至少还存在着如下重要疏漏。

(1)我国几乎所有证券报刊公布的国债市场利率都是单利率,特别是付息国债的单利率,不仅不能指导投资,反而会制造混乱。由于上述原因,许多指导国债投资的“权威性”文章都严重误导了投资者与投资机构,使他们损失惨重。

(2)财政部国债司(现为国债金融司)原领导,不很清楚付息国债的到期收益率如何计算,而且还公开发表文章与讲话,企图人为地由政府来统一规定客观的到期收益率计算方法。决策者不很清楚何时该多发长期国债,何时该多发短期国债,何时该多发浮动利率债券。

(3)决策者还不很清楚国债一级市场与二级市场的密切关系,因此没有采取有力措施(加大宣传与普及力度,以及降低交易费用等等)来降低国债二级市场利率。实际上,国债美国式招标发行的结果,必然是市场化的结果:国债发行利率接近于国债流通市场的利率。只有降低国债二级市场利率,才能把国债一级市场的发行利率降下来。

5. 国内债券发行利率期限结构的决策失误,只是将利息多支付给了国内投资机构与老百姓,还可自我安慰。而国际债券发行利率期限结构的决策失误,特别是在发达国家的发行失误,则要将利息多支付给本已很富有的发达国家了。如 1996 年 1 月 23 日向美国发行的 1 亿美元 100 年期特长期扬基债券,年复利率竟高达 9%,大大高于美国债券市场的利率。仅仅这一债券的发行失误,估计要损失好几千万美元。

三、降低国债发行成本的措施分析

在市场利率处于较低水平或逐步上升时,应发行期限较长的债券,其期限最好长到市场利率回复到现有水平;在市场利率处于较高水平或逐步下降时,应发行期限短的债券或利率随市场利率浮动的债券。不过,每一期国债的持续期限不能太短,这里也有一个优化的计算问题。只要已知市场利率今后的变化趋势,与每一次发行与兑付的手续费支出,就能求解得优化的国债发行利率期限结构。

发行国债应尽可能安排在银行降息之后与银行加息之前,这样可大大降低筹资成本。例如:1996 年 6 月 14 日发行了 IRR=11.83%的 000696 十年期付息国债后,不到二个半月的 8 月 23 日就安排了银行降息至 $IRR \leq 7.71\%$;1997 年 9 月 5 日发行了 IRR=9.78%的 009704 十年期付息国债后,不到 50 天的 10 月 23 日就安排了银行降息至 $IRR \leq 5.917\%$,上述银行降息后的 IRR,竟然都比刚发行国债的 IRR 低 4 个百分点左右,而且这些国债都是 10 年期的,所以大大提高了这些国债的筹资成本。

以上是国债发行利率期限结构优化的基本思路。随着国债发行的日益市场化与电子化,各项手续费将会逐步降低,乃至取消,因此,国债发行利率期限结构优化将成为国债筹资成本

优化的主要内容。此外,再提出如下一些切实可行的积极措施,活跃国债流通市场,使其中的利率不高于银行存款利率,进一步降低国债筹资成本。

(1)我国证券报刊上各种债券的到期收益率应正确公布,即债券的到期收益率应为年复利率而不应是年单利率,以避免引起政府决策者、广大投资者与投资机构的误解与决策失误。

(2)我国国债筹资成本优化的研究太薄弱,应引起有关方面的充分重视,必须大大加强这方面的研究投入,加大这方面研究课题的资助力度。政府有关部门应认识到,即使在这方面花费几十亿元,也是很值得的。因为这使债券一级市场筹资成本的降低量远不止于此。

(3)增加国债流通市场的网点,为广大投资者开设债券专用帐户,使债券二级市场的实时行情发布象股票二级市场实时行情发布一样迅速、醒目与范围广泛,创造与采用一些促进国债流通性的措施,至少应使债券的买卖象股票买卖一样方便。

(4)研究出优化的债券流通市场佣金率。在当前我国债券市场到期收益率这么低的情况下,债券流通市场的佣金率还是高达买卖双方都为2%,这非常不利于债券市场的流通,从而非常不利于债券流通市场到期收益率的降低,进而非常不利于国债发行利率的降低。

(5)提高央行公开市场业务的水平,使国债流通市场的利率期限结构趋于合理。随着金融体制改革的不断深入,我国中央银行公开市场业务从无到有,并将逐渐走向成熟。本来,央行通过公开市场买卖债券,完全可以使债券流通市场的利率期限结构大大合理化,从而大大降低国债筹资成本。但很遗憾的是,当前债券流通市场的期限利率结构还是很不合理。

(6)研究培育具有良好素质的做市商。

(7)研究与借鉴国际上,特别是美国在国债筹资中的成功经验,其中包括国债的美国式招标发行方法与相对固定的发行时间表(节省宣传与广告费用,且使投资者对国债发行有稳定的预期,有利于降低筹资成本)等。

(8)加大宣传与普及债券二级市场投资知识的力度,使广大群众了解债券二级市场投资的优越性及其投资的方法与技巧。目前我国债券二级市场的优越性主要有:第一,利率常常高于银行存款的利率,有时高出2个百分点以上;第二,债券二级市场中的债券随时可兑现,且兑现时的IRR不会有很大波动;第三,投资风险很小,因为国债投资不存在偿付风险。

(9)调控好周边市场,主要是调控好股票二级市场的过度投机性与股票一级市场的期望IRR。不把股票一级市场的期望IRR调控下来,债券二级市场就难以好转。只有降低股票一级市场过高的期望IRR,才能从根本上降低债券二级市场居高不下的到期收益率。1997年11月11日的《中国证券报》报道,申银万国(证券公司)组织召开了国债市场新闻界座谈会,呼吁投资者加大国债市场的投资力度。该总部专业研究人员指出,从国债市场当时各券平均8.7%上下的年收益率看,投资国债的年收益率已较一年期银行储蓄高出3个百分点。他们呼吁广大中小投资者要充分重视同时具有高流动性、高收益性与低风险性的国债市场的投入,在运用银行储蓄、股票投资等工具的同时,学会进行各种组合的理性投资。我们认为,该总部专业研究人员主要是没注意到当时期望IRR高出很多很多的股票一级市场,因此,他们呼吁广大中小投资者要去学会的那种组合的“理性”投资,恰恰是不理性的;要想使“投资者加大国债市场的投资力度”,就必须先将股票一级市场中那高得很多很多的期望IRR降下来。

(10)1997年初,上海财政证券公司总经理曾在《上海证券报》上表示,为了活跃上海债券二级市场,想要象股票上证指数那样,创立债券上证指数。这是一个很好的想法。因为有了债券上证指数以后,人们就可以一目了然地了解到,投资于上海债券二级市场,在过去年月中的

平均(Average)内部收益率(简记为 AIRR): $AIRR = [(报告期指数)/(基期指数)]^{1/n} - 1$, 其中, n 为基期至报告期的时间(单位:年)。此外,随时还可算得并发布上海债券二级市场中,各债券到期收益率的加权平均,简称其为 IRR 指数。这里应注意的是,该“IRR 指数”是指今后到期可获得平均 IRR,而“债券上证指数”是指此前在上海债券二级市场中已获得的平均收益率情况,依此可算得此前任何时段在上海债券二级市场中已获得的平均收益率。“IRR 指数”指示的是“今后”至少可获得平均收益率情况,而“债券上证指数”指示的是“此前”已获得的平均收益率情况。

(11)改善国债市场的其他措施,其中包括加大国债流通市场的可流通性,尽可能发行可流通的国债,国债的无纸化发行,进一步扩大证券投资基金的规模以及投资于国债的比例,试行推出国债投资基金。我国还应取消对商业银行购买国债的一些限制,允许国外投资者购买一定比例的国债等等。

参考文献:

- [1]杨义群. 数量经济学导论[M]. 北京:学苑出版社,1998.
- [2]杨义群. 我国债券二级市场利率与银行存款利率之间的巨大反差及其危害性、成因与对策[J]. 浙江金融,1998,(2):17-18.
- [3]周军民、赵旭、杨义群. 国债规模与发行成本优化问题的研究[J]财经研究,2000,(4):3-7.
- [4]陈景耀. 论中国通货紧缩形势下的财政赤字政策[J]. 世界经济,1999,(11):54-60.
- [5]财政部财政科研所课题组. 我国财政赤字和债务政策取向[J]. 财政研究,1999,(7):37-47.
- [6]胡宇. 我国财政风险现状探析[J]. 财经科学,1999,(5):77-80.
- [7]朱明熙. 对我国公债的几点看法[J]. 财政科学,1999,(5):81-84.
- [8]陈景耀. 政府债务对国民经济的作用与影响[J]. 经济科学,1999,(1):24-33.
- [9]杨义群. 国债规模与货币环境实证分析[J]. 数量经济技术经济研究,2000,(7).
- [10]陈一勤. 从 NASDAQ 看中国做市商制度的建立[J]. 金融研究,2000,(2):80-84.
- [11]袁东. 国债市场、财政政策与经济增长[M]. 北京:经济科学出版社,1999.

On the Cost Optimization of China Government Bond Issue

YANG Yi-qun, ZHONG Xin-wen, HU Zheng-yue

(College of Management, Zhejiang University, Zhejiang Hangzhou, China, 310029)

Abstract: This paper presented a research from three aspects: important and urgent task to perform careful study on the cost optimization of China government bond, issue, current situation of the government bonds high cost expenditure and countermeasure analysis to decrease the cost of government bonds issue in China.

Key words: cost of government bond issue; term structure of interest rate; optimization