



The Reform and Innovation of
Public Debt Management

国债管理 改革与创新

■ 财政部国库司 编著



中国财政经济出版社

国债管理改革与创新

财政部国库司 编著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国债管理改革与创新 / 财政部国库司编著. —北京: 中国财政经济出版社, 2015. 9
ISBN 978 - 7 - 5095 - 6363 - 2

I. ①国… II. ①财… III. ①国债管理 - 研究 - 中国 IV. ①F812.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 198867 号

责任编辑: 郁东敏

责任校对: 李 丽

封面设计: 中通申奥

版式设计: 董生平

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010 - 88190406 编辑部门电话: 010 - 88190968

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 28.25 印张 437 000 字

2015 年 11 月第 1 版 2015 年 11 月北京第 1 次印刷

定价: 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 6363 - 2/F · 5128

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

打击盗版举报热线: 010 - 88190492、QQ: 634579818

编 委 会

主 编 刘 昆

副主编 刘祝余 杨瑞金

编 委 (按姓氏笔划排序)

王庆玉	王顺江	王 艳	王 硕	王赫雷
白伟群	石 伟	刘义伟	刘 畅	刘绍统
刘素勤	庄 颜	许其捷	张劲秋	张苏林
李 丽	杨 桦	陈列江	陈 勇	陈健恒
林 敏	柳建光	胡 艳	唐龙生	徐文波
高占军	蒋 浩	谢海玉	韩 锐	熊建平
管圣义				

序 言

国债是财政政策与货币政策的结合点之一，国债管理关系财政金融稳定。良好的国债管理能够以较低的成本、较小的风险满足财政融资需要，通过国债规模的扩张与收缩实现逆周期调控，通过调节代际分配加快经济社会发展；同时，国债市场是金融市场中的核心市场，金融产品通过国债收益率基础上增加风险溢价而定价，利率风险通过对国债及其衍生品的买卖而对冲，资金融通通过对国债的质押而实现，央行实施货币政策调控、金融机构进行资产负债管理都需要以国债为工具。由于国债在市场经济中的重要地位，国债管理不善乃至决策的失误，也会给经济社会发展带来动荡，为此，G20、IMF、世界银行等近年来多次呼吁各国加强国债管理。

新中国的国债发行，最早可追溯到上世纪 50 年代发行的“人民胜利折实公债”、“人民建设公债”。50 年代末，国债发行暂停。1981 年国务院颁布《中华人民共和国国库券条例》，开始恢复发行国债。随着国家改革开放进程的不断深入，财政部作为国债管理部门，积极采取措施，大力推进国债市场化改革进程，国债管理科学化、规范化水平不断提高。一是实行国债余额管理，既增强了财政管理的透明度，有利于防范财政风险，又提高了国债管理的科学性，有利于形成更加合理的国债品种和期限结构，促进国债的顺利发行和国债市场的发展完善。二是完善国债品种，记账式国债形成了从 3 个月到 50 年的短、中、长期合理分配的期限结构，实现了 6 个月、1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年期记账式国债定期滚动发行；储蓄国债既有纸质的凭证式国债，也有无纸化的储蓄国债（电子式），较好地满足了中央政府和国债投资者多样化的筹资与投资需求，并为其他各期限金融产品的定价提供了基准。三是完善国债市场化发行机制。完善国债承销团制度，根据国务院行政审批事项改革有关要求，建立了“存量考核、增量竞

争”方式组建国债承销团的市场化机制；不断改进记账式国债发行方式，形成了“1年期以下国债采用多重价格招标、关键期限国债采用混合式招标、超长期国债采用单一价格招标”的体系；推出记账式国债续发行、预发行、储蓄国债（电子式）网上银行销售等多项改革举措。四是推动国债二级市场发展。支持国债交易场所建设，积极推动国债市场互联互通；促进完善国债交易机制，实行国债净价交易方式，在银行间债券市场建立新发关键期限国债做市机制；逐步丰富国债交易工具，开展国债回购交易，重启国债期货，进一步满足了投资者多样化投资需求。

目前，我国国债市场规模居世界第6位，国债市场已经成为中央财政进行筹资、各类投资者进行国债投资和管理风险、央行实施货币政策的重要场所。但同时，我们也看到，我国国债管理水平与国外发达市场经济国家相比，还存在一定差距，如法制建设较为滞后、国债标准化程度不够高、国债二级市场流动性不足等，亟需研究解决。

近年来，针对我国国债管理中存在的问题，财政部国库司会同有关方面，积极研究探索国债管理改革与创新有关问题，形成了一系列研究成果，既有宏观、综合研究，又有微观、专项研究；既有国内其他债券管理情况分析研究，又有国外发达市场经济国家国债管理经验借鉴，对于做好当前和今后一段时期国债管理工作具有积极的指导作用。财政部国库司编印的《国债管理改革与创新》一书，收录了上述研究成果，部分研究成果已运用到相关实际管理工作中，部分研究成果将根据国债发行管理发展形势需要适时付诸实践，将这些研究成果公开发表，不仅有助于有关方面准确把握国债管理改革发展方向，也有助于推动国债管理水平的不断提高，促进金融市场平稳健康发展。

当前，我国经济发展已进入新常态，新一轮财税改革进入攻坚阶段，利率市场化改革进一步提速。同时，我国经济已深度融入全球经济，人民币国际化程度明显提高，“一带一路”倡议的实施正在不断推进。在此背景下，国债管理作为建立现代财政制度、完善金融市场管理机制的重要内容，面临新的机遇和挑战。党的十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，要“发展并规范债券市场”、“建立规范合理的中央和地方政府债务管理及风险预警机制”、“健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”，这是对国债管理工作提出的新的更高要求。为此，下一

阶段，国债管理工作将积极贯彻党中央、国务院决策部署，主动适应经济发展新常态，准确理解把握大国财政理念，着力深化市场化改革，加快国债管理法制化进程，完善品种结构，拓宽投资者基础，健全发行管理机制，改进二级市场交易机制，进一步提高国债管理水平，充分发挥国债在支持财税体制改革、促进金融市场发展等方面的重要作用。

财政部副部长

刘昆

2015年11月1日

目 录

第一篇

国债综合管理

第一章 利率市场化与我国国债发行策略 / 3

- 第一节 利率市场化与国债市场发展相互影响机制的理论分析 / 4
- 第二节 利率市场化进程中国债市场发展国际经验借鉴 / 7
- 第三节 利率市场化对我国国债发行改革的推动及其带来的挑战 / 18
- 第四节 顺应利率市场化发展 优化我国国债发行管理的政策建议 / 22
- 附： 国外利率市场化及相关国债市场建设情况 / 30
 - 一、美国 / 30
 - 二、加拿大 / 40
 - 三、英国 / 51
 - 四、法国 / 58
 - 五、德国 / 73

第二章 市场化组建国债承销团 / 91

- 第一节 国债承销团组建国际经验借鉴 / 91
- 第二节 政策性金融债、铁路建设债券承销团组建经验借鉴 / 101
- 第三节 国债承销团组建的政策建议 / 106

附： 国外国债承销团组建、管理情况 / 110

一、美国 / 110

二、英国 / 116

三、日本 / 121

四、巴西 / 123

五、印度 / 125

第三章 公共债务指南 / 132

第一节 《指南》目的 / 133

第二节 公共债务管理 / 135

第三节 公共债务管理的指导原则 / 137

第四节 对指导原则的讨论 / 142

第二篇

储蓄国债管理

第四章 储蓄国债品种创新 / 179

第一节 储蓄国债发展国际经验借鉴 / 180

第二节 我国储蓄国债投资者及个人金融产品投资现状 / 197

第三节 储蓄国债品种创新的必要性 / 211

第四节 储蓄国债品种创新建议 / 214

第五章 储蓄国债（电子式）网上银行销售 / 225

第一节 储蓄国债网络销售国际经验借鉴 / 226

第二节 我国采用网上银行方式销售储蓄国债的必要性 / 226

第三节 我国采用网上银行方式销售储蓄国债的可行性 / 229

第四节 我国采用网上银行方式销售储蓄国债的政策建议 / 235

第 三 篇

记账式国债管理

第六章 记账式国债换券 / 241

第一节 记账式国债换券国际经验借鉴 / 241

第二节 我国实行记账式国债换券发行的必要性和可行性 / 255

第三节 我国记账式国债换券发行总体框架 / 260

附： 国外记账式国债换券情况 / 273

一、英国 / 273

二、加拿大 / 281

三、巴西 / 291

四、澳大利亚 / 296

五、西班牙 / 301

第七章 中国国债续发行框架 / 308

第一节 国债续发行的国际经验借鉴 / 308

第二节 建立我国国债续发行框架的必要性 / 311

第三节 我国运用国债续发行技术取得的初步成效 / 313

第四节 我国国债续发行框架设计 / 314

附： 外国国债续发行情况 / 318

一、美国 / 318

二、英国 / 333

三、加拿大 / 350

四、德国 / 363

五、巴西 / 366

附 录

一、财政部、中国人民银行、证监会《关于印发〈国债承销团组建工

- 作管理暂行办法〉的通知》
(财库〔2014〕186号) / 370
- 二、财政部、中国人民银行《关于印发〈2015年储蓄国债发行额度管理办法〉的通知》
(财库〔2015〕56号) / 378
- 三、财政部、中国人民银行《关于进一步推进储蓄国债(电子式)网上银行销售工作有关事宜的通知》
(财库〔2014〕61号) / 384
- 四、财政部、中国人民银行《关于印发〈储蓄国债(电子式)管理办法〉的通知》
(财库〔2013〕7号) / 388
- 五、中央国债登记结算有限责任公司储蓄国债(电子式)业务实施细则 / 397
- 六、2015—2017年储蓄国债承销主协议(范本) / 408
- 七、储蓄国债知识读本(部分) / 413
- 八、财政部《关于印发2015年记账式国债招标发行规则的通知》
(财库〔2015〕31号) / 423
- 九、财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会《关于关键期限国债开展预发行试点的通知》
(财库〔2014〕72号) / 430
- 十、财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会《关于开展国债预发行试点的通知》
(财库〔2013〕28号) / 431
- 十一、2015—2017年记账式国债承销主协议(范本) / 433

后记 / 437

第一篇

国债综合管理

第一章

利率市场化与我国国债发行策略

随着金融改革的不断深化，我国利率市场化进程不断向前推进。现阶段，我国货币市场、债券市场和境内外币市场都基本实现了利率市场化，贷款也已取消上限，放开存款利率限制成为我国完成利率市场化最后的关键一步。利率市场化进程中，主管部门放弃利率管控，利率水平由市场总需求总供给决定，因而利率波动风险可能会加大，利率中枢^①有可能抬升。另外，影子银行、互联网金融等创新导致的金融脱媒也会影响国债发行利率、发行机制等各个方面，从而给国债的发行管理带来挑战。未来，我国的利率市场化还将进一步深化，如何优化国债发行策略、适应利率市场化新形势，成为国债市场发展的迫切议题。

^① 利率中枢指各市场的加权平均利率。

第一节 利率市场化与国债市场发展 相互影响机制的理论分析

一、利率市场化对国债市场的影响机制

(一) 利率市场化进程中，货币政策调控将加大国债收益率的波动

货币政策传导机制大致可以概括为三类^①：一是金融价格传导论，即货币政策主要通过利率、汇率等金融资产价格进行传导；二是货币传导论，即货币政策主要通过货币量的变化进行传导；三是信贷传导论，即货币政策主要通过银行信贷渠道进行传导。其中，利率传导是非常重要和有效的传导渠道，中央银行通过制订紧缩或扩张的货币政策，借助公开市场操作、再贴现率等多种政策工具，影响实际利率的上升或下降，从而增加或降低资金使用者的成本和预期收益水平，最终影响消费和投资。而利率传导功能的有效性是以利率市场化为前提条件的。如果利率是政府管制的结果，那么利率对投资和消费的约束和激励功能会有缺失，从而利率这一传导渠道可能被阻塞。利率决定机制的市场化则会使货币政策传导机制更加顺畅，利率传导更加有效。因此，国债收益率的波动与基准利率的调控目标更容易保持基本一致，并且短期国债收益率曲线与基准利率的拟合程度会更高。

(二) 利率市场化之后，国债收益率与通货膨胀率将紧密相关

根据研究利率和通货膨胀关系的费雪方程^②，国债收益率与通货膨胀率预期存在正相关的关系。变形后的费雪方程说明^③，利率市场化进程中，价

① 李健：《金融学》，高等教育出版社 2010 年版。

② 1896 年由费雪提出，名义利率等于实际利率加上通货膨胀率。

③ 叶伟：“我国国债收益率曲线和货币政策的相关性研究”，安徽大学硕士学位论文，2010 年。经变形的费雪方程为： $R(n,t) - R(n,1) = E[r(n,t) - r(n,1)] + E[\pi(n,t) - \pi(n,1)] + \varepsilon$ ，即未来名义利率与当前名义利率的差（可以理解为国债收益率的长短期利差），等于未来实际利率与当前实际利率的期望差值加上未来通货膨胀率与当前通货膨胀率期望差值，再加上扰动项的和。

格调整机制不断完善,国债收益率长短期利差对通货膨胀预期的反映更加全面,二者相关性逐步增强;在利率完全市场化的情况下,国债收益率的长短期利差能完全反映通货膨胀信息,二者高度正向相关,此时,有效的国债收益率曲线是投资者理性预期的产物。

(三) 利率市场化之后,短期国债收益率波动可能有所增加

一方面,利率市场化过程中如果市场风险加大,短期国债收益率的波动会更为频繁;另一方面,全面利率市场化以后,短期国债收益率的价格发现功能加强,能更灵敏地反映中央银行的操作意图以及经济增长、通货膨胀和市场资金供求情况的变化,短期国债收益率的波动可能会有所增加。世界银行发展研究团队的 Patrick Honohan^① 建立模型,分析了利率市场化和短期内国债收益率水平波动加大的关系。实证研究表明,排除自相关因素以后,17 个发展中国家中的 15 个国家在利率市场化进程中都存在某个节点,该节点过后,国债收益率的波动明显加大,并且这种波动增加和本国利率水平、其他国家的利率水平与世界平均利率水平的差值等因素均存在相关性。

(四) 利率市场化之后,国债收益率的定价基准作用将会加强

根据有效资本市场理论,当资本市场是有效的,市场价格能迅速、全面地反映所有的信息。因此,利率市场化之后,最有效的市场利率会成为基准利率。国债市场跨越资本市场和货币市场,是传导货币政策和财政政策的重要纽带,其参与者数目和范围优势明显,交易品种、期限结构丰富,流动性好,无信用风险,市场主体较其他市场规范程度更高。因此,利率市场化之后,利率体系联动性加强。国债收益率是金融市场基准利率的最佳选择,将对金融资产价格、金融机构资产选择、企业投融资决策、居民消费和储蓄产生重要影响。

(五) 利率市场化之后,国债投资者结构可能随之发生改变

由于利率市场化提高了银行的资金成本,银行对债券投资的期望回报

^① Patrick Honohan, "How Interest Rates Changed under Financial Liberalization: A Cross - Country Review", The World Bank, Development Research Group.

率提高,可能减持低风险低收益的债券配置。此外,利率市场化之后国债在基金资产中的占比也有下降趋势。其原因可能是,利率市场化以后,金融工具的高速发展拓宽了居民的投资渠道,竞争的市场环境促使基金产品要求的投资回报率提高,因此低收益的国债在货币市场基金、共同基金、证券投资基金中的占比可能下降,而高收益的公司债、企业债、市政债券的占比可能会上升。

二、国债市场发展对利率市场化的影响机制

(一) 国债作为公开市场操作工具有利于理顺货币政策传导机制

利率市场化进程中最重要改革之一便是理顺货币政策的利率传导机制,它是利率市场化进程中货币政策最重要和最有效的传导渠道。中央银行的货币政策,通常借助公开市场业务、再贴现率等多种政策工具来影响实际利率,从而传导至消费和投资。完成利率市场化的国家一般的利率决定机制为:中央银行通过对隔夜拆借利率、再贴现利率等短端利率的调控,进而传导至中长端利率,并由货币和债券市场的收益率影响信贷市场的存贷款利率。作为中央银行实施货币政策最常用也是最重要的手段,公开市场操作也离不开国债。适度规模的国债市场为公开市场操作提供了基础和载体,保障了公开市场操作工具的需求,促进了利率市场化进程中国债金融功能的发挥。利率传导机制见图1-1。

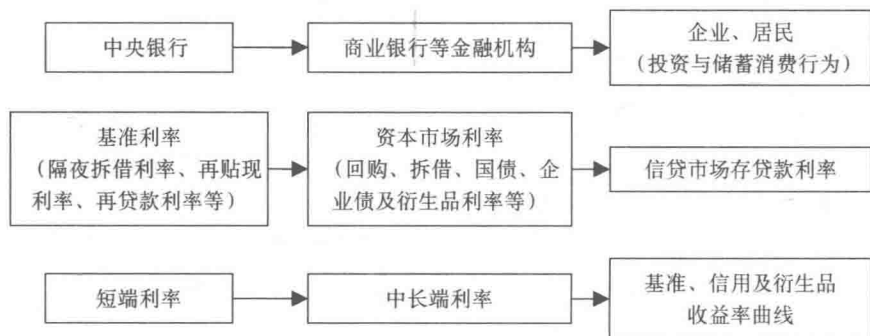


图 1-1 利率传导机制图

资料来源:中国国际金融股份有限公司研究。