

# Focus

# 特别国债可能分批发行 金融机构将成主要买家

全国人大常委会第28次会议日前表决通过了财政部发行1.55万亿元特别国债购买外汇的议案。所购外汇(约2000亿美元)将作为未来成立的外汇投资公司的注册资本金。

特别国债将采取何种方式、面向哪些对象发行,发行后将对流动性产生何种影响等问题,都受到了各方高度关注。

◎本报记者 谢晓冬

上周五,全国人大常委会第28次会议表决通过了财政部发行1.55万亿元特别国债购买外汇的议案。所购外汇(约2000亿美元)将作为未来成立的外汇投资公司的注册资本金。

尽管议案未对特别国债的发行对象和发行方式做具体说明,但市场人士分析,特别国债可能直接向央行发行。

## 可能直接向央行发行

天相投顾首席金融分析师石磊向记者表示,向央行直接发行可能的政策障碍在于《人民银行法》中关于“不能承销和购买国债的规定”。不过,他认为由于是特别国债,且有等额外汇资产对应,因此应不在上述限制之列。对此,财政部在答记者问中也特别强调,“财政部为购买外汇发行的国债不是对预算赤字的融资。”石磊进而向记者分析,直接向央行而不是向公众或机构发行,也可避免出现财政部和央行对流动性进行“双重管理”的局面,避免增加协调成本。央行在用等值的外汇换取特别国债之后,便可视情况卖出或买入,从而继续主导对流动性的管理。对此,财政部也称,发行特别国债将“增加对货币政策操作的支持,为人民银行公开市场操作提供一个有效的工具。”

## 权威声音

## 财政部:发行特别国债 应属宏观经济中性措施

◎本报记者 何鹏

财政部有关负责人日前表示,6月29日全国人大常委会审议通过了《国务院关于提请审议财政部发行特别国债购买外汇及调整2007年末国债余额限额的议案》,标志着发行特别国债购买外汇储备将进入具体实施阶段。

这位负责人表示,这次特别国债的发行规模为15500亿元。发行将严格按照法律的规定,采取市场化发行的方式。考虑到货币政策操作和缓解市场流动性的需要,拟发行的国债为可流通记账式国债,期限结构确定为10年期以上,利率根据市场利率水平确定。

就此次特别国债政策的背景,这位负责人说,近年来,在国际经济失衡的背景下,我国国际收支呈现经常项目和资本项目双顺差,外汇资金大量流入,出现了流动性偏多问题,带来了一定的通货膨胀压力。为缓解流动性偏多问题,按照国务院的统一部署,财政部与中国人民银行、国家外汇管理局就发行特别国债购买部分外汇储备的具体做法进行了认真研究。在此基础上,国务院最终确定了财政部发行特别国债购买部分外汇储备的议案。

## 金融机构将成主要买家

至于特别国债的购买对象,财政部在答记者问中表示,“随着银行信贷差增加,保险与社保基金资金运用渠道的拓宽,对国债的投资需求正在快速增长”。石磊据此分析,特别国债的购买对象将主要是银行、保险公司、社保基金等金融机构。

他表示,保险资金、社保基金等机构的资金来源特点,决定了其有投资较长期限金融产品的内在需求。至于对市场的流动性影响,石磊分析,由于系向央行发行后,再由央行卖给金融机构,因此其对流动性的管理肯定将会结合市场的具体情况,不会骤然收紧。财政部在设计发行方案时,周密考虑,精心设计,确保市场的平稳运行。

石磊强调,特别国债发行的重要意义之一在于促进财政政策和货币政策的结合,为中央银行货币政策操作提供更有力的工具。此前,央票的最长期限只有3年,而此次特别国债的发行期限则在10年以上,能够更好地冻结或释放流动性。

石磊同时认为,财政部向央行发行很有可能是分几次进行。他表示,如果是一次性发行的话,央行能否直接拿出这么多的外汇是个问题,因为其目前所持有的外汇都在境外做着投资。在这个意义上,市场对于特别国债的发行也不必过分紧张。



资料图

## 机构观点

# 1.55万亿特别国债如何影响流动性

设立国家外汇投资公司是对外汇资产管理以及货币投放机制的根本性变革,具有深远意义。设立外汇投资公司首先能拓宽外汇资产的运用渠道,提高外汇储备的运用效率,其次可以阻断增量外汇储备与货币投放之间的联系,从源头上缓解央行因外汇资产增加被动投放流动性的问题。

◎特约撰稿 信诚基金 王国强 杨成

## 能深度对冲流动性

财政部发行人民币特别国债后,再由国家外汇投资公司用人民币向央行购买等值外汇储备充实资本金,这种发债行为将会对中央银行的资产负债表以及金融机构的资金来源和运用同时产生影响,进而对流动性产生紧缩。

从中央银行的资产负债表来看,国家外汇投资公司向其购买外汇储备将使央行外汇(资产方)减少和储备货币(负债方)同时减少,使

得流动性收缩。对金融机构而言,购买财政部发行的特别国债(期限较长)将使其资金运用的结构和期限同时发生改变,其对财政部债增加的同时也意味着其可贷资金的减少,将使得贷款规模降低。此外,金融机构资产流动性的降低会影响其存款创造功能,使得货币乘数变小,最终影响整个金融机构的存款增速下降。站在中央银行的角度来看,各层次的货币供应量都得到了不同程

度地紧缩,站在金融机构的角度来看,最终整个金融系统的存款规模和存款扩张系数都将降低,对整个经济体系内部的资金供给起到紧缩的作用。

特别国债相对于央票而言,能够深度对冲流动性。发行特别国债使得中央银行的资产负债规模同时减小,部分转化为国家外汇投资公司的资产和负债,因而对流动性的对冲效果更显著。

## 可能改变货币投放机制

国家外汇投资公司的设立对流动性的影响不仅仅局限于其设立之初对货币供应量的紧缩,更重要的是其成立之后将会改变我国的货币投放机制,从源头上减缓流动性加剧的步伐,而中央银行对冲流动性的压力将大大缓解,货币政策独立性也得到增强。

在目前的强制结售汇制度下,各外汇指定银行结售汇周转头寸实行

限额管理,按日管理结售汇头寸,外汇指定银行必须根据限额在银行间市场进行平补交易,外汇指定银行结售汇的最终购买者是央行。央行在银行间外汇市场购买外汇在央行的资产负债表上表现为,资产方外汇增加,负债方储备货币增加,从而构成了央行外汇储备增加时被动投放基础货币的机制。在这种体制下,央行综合

运用发行央票、公开市场操作和调整准备金率等手段回收流动性。

国家外汇投资公司成立后,国家外汇投资公司获取外汇资产的模式有二:一是直接向央行购买新增外汇储备,二是在银行间外汇市场购买外汇。方式一,直接向央行购买新增外汇储备。央行资产外汇减少,同时负债方储备货币减少。对银行而言,资产方储备资产减少,中长期债券增加。外汇投资公司发行的中长期债券,对央票具有替代作用,期限则比央票长得多,将起到深度回笼的效果。对央行而言增加了一个新的货币回笼工具。

方式二,在银行间外汇市场购买外汇。这是在央行体系外的自动对冲方式,此方式不引起央行资产负债表变化,对银行而言,资产方外汇资产减少,同时资产方中长期债券增加。这种方式阻断了外汇资产的增量与基础货币的联系,不会引起流动性的增加。

## 不会造成过度紧缩

央行将根据特别国债发行的步调,调整央票的发行数量,从而维持M2在2007年新增16%的目标。2007年下半年,流动性的投放来自于两个方面,一是央票的到期,二是外汇储备的增长。从央票到期数量来看,从7月份开始,至2007年年末,央票到期释放出来的流动性约14495.7亿元。从外汇储备的增量来看,在当前结售汇制下,我们预计下半年均月外汇储备增加240亿美元,下半年人民币对美元汇率7.5元计算,外汇占款形成货币投放为10800亿元。下半年,货币供应的增量为25300亿元。按照发行M2增速为16%的目标计算,下半年需投放的货币为6000亿元左右,实际需要回笼的货币预计为19300亿元,高于15500亿元的特别国债发行量,央行有足够的存量调节货币供应的总量。

我们估计财政部至少要分4批才能完成15500亿元特别国债的发行。首次发债最高额度约在4500亿元人民币左右,此后每个月的发债额度都将根据央票到期量的大小进行调整。

## 投资需求将受抑制

发行特别国债对实体经济的紧缩体现在两个方面,一方面提高了银行长期资产的利率水平,增加实体经济的融资成本,从而投资需求将受到抑制产生紧缩作用。另外,特别国债对信贷有挤出效应,国债对信贷资产而言,具有流动性好、管理成本低、没有违约风险等优点,在长期国债供给大量增加的情形下,国债的收益率接近甚至高于扣除坏账准备、营业税、所得税后的实际贷款收益率,银行将更多地选择配置国债资产,而不是放贷,从而对信贷产生挤出效应。

发行特别国债对股市的影响与升息的效果基本类似。对债市而言,特别国债的大量发行将大幅提升中长期的债券收益率使得收益率曲线陡峭化,长期利率水平上升将使债市再受重挫。

## 中国证券业协会领导亲临广发证券做境外培训动员

昨日,中国证券业协会有关领导出席了广发证券2007年第一期赴加拿大培训动员大会。

据了解,本次培训班是中国证券业协会、广发证券与加拿大证券学院合作组织的赴加拿大证券业务专题培训和考察活动,第一批学员28人,培训时间为两个月。主要培训内容是考察北美资本市场,了解现代证券公司的运营和管理,通过学习北美资本市场运作模式及其与中国资本市场的对比分析,借鉴国外同类

型业务的发展经验,为广发证券业务和管理的发展培养复合型人才,积极准备应对来自国外大投行的竞争。

中国证券业协会领导在动员中指出,广发证券的本次培训项目涉及的人员数量之多,培训时间之长,在行业内是第一次,他要求学员们努力学习国外投资银行的先进经验,为广发证券的做强做大在培训方面积累成功的经验。广发证券副总裁李建勇博士在会上表示,本次培训内容是在中国证券

协会相关领导直接指导和帮助下设计完成的,具有较强的针对性和前瞻性,对广发证券的人才培养和储备

将起到积极的作用,要求学员们到国外要学知识、长见识、增才干。(CIS)



## 关于东华科技上网定价发行有关安排的通知

各会员单位:

根据《证券发行与承销管理办法》(证监会令第37号)、《资金申购上网定价公开发行股票实施办法》及《关于深交所新股上网定价发行的补充通知》的规定,经东华工程科技股份有限公司(以下简称“东华科技”)及主承销商平安证券有限责任公司书面申请,本所同意东华科技上网定价发行采用T+3日解冻申购资金的发行流程,申购资金冻结时间比深交所新股上网定价发行申购资金冻结时间增加了一个交易日。为确保东华科技上网定价发行的顺利进行,现将有关事项通知如下:

一、东华科技上网定价发行的申购资金于T+3日解冻(T日为网上发行日),具体发行时间安排如下:

- 2007年7月2日(T-1日) 刊登发行公告
- 2007年7月3日(T日) 投资者申购缴款
- 2007年7月4日(T+1日) 申购资金冻结、验资及配号
- 2007年7月5日(T+2日) 公告中签率、摇号抽签
- 2007年7月6日(T+3日) 公告摇号中签结果,申购资金解冻

二、请各会员单位根据《证券发行与承销管理办法》(证监会令第37号)、《资金申购上网定价公开发行股票实施办法》及《关于深交所新股上网定价发行的补充通知》的要求,结合东华科技上网定价发行的时间安排,做好投资者申购的审核和配售工作。

三、请各会员单位严格按照《资金申购上网定价公开发行股票实施办法》和《关于深交所新股上网定价发行的补充通知》的要求,做好东华科技新股上网定价发行的有关工作,并特别注意以下事项:

- 保证申购资金于2007年7月4日(T+1日)16:00之前全部到账
- 由于2007年7月4日(T+1日)新股申购资金当日解冻的影响,新股配号数据截至当日清算数据发送工作将延迟,请各会员单位于2007年7月4日做好相关安排,完成数据接收及后续各项工作。

特此通知  
深圳证券交易所  
中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司  
二〇〇七年六月二十八日

## 关于2007年记账式(十期)国债上市交易的通知

各会员单位:

根据财政部通知和本所有关规定,现就2007年记账式(十期)国债(以下简称“本期国债”)现券及回购品种上市交易有关事项通知如下:

一、本期国债于2007年7月4日起在本所上市。本期国债为固定利率债券,面值为100元,期限为10年,票面利率为4.4%,利息每半年支付一次;本期国债起息日为2007年6月25日,每年6月25日、12月25日支付利息(逢节假日顺延,下同),2017年6月25日偿还本金并支付最后一次利息。

二、本期国债上市交易的现券证券名称为“07国债10”,证券代码为“010710”,交易数量以手为单位(1手=1000元面值)。

三、本期国债上市开盘采用集合竞价方式,当日行情显示该国债“证券名称”前冠以“N”以示提醒,请各会员单位注意检查调整柜台系统设置。

四、本期国债交易方式为现券和新质押式回购,新质押式回购对应的质押券申报和转回代码为“080710”,简称“0710质押”,现券和回购交易交割股票账户(或基金账户)进行。

五、根据财政部规定,各会员单位不得为投资者开立“证券二级账户”买卖本期国债。  
上海证券交易  
二〇〇七年六月二十九日