

国债收益率曲线发展及其体制性影响因素分析

黄国平^{1,2}, 付姝娇³, 方 龙²

(1. 中国社会科学院金融研究所, 北京 100028;

2. 中国社会科学院国家金融与发展实验室, 北京 100028; 3. 中国传媒大学, 北京 100024)

摘 要: 健全国债收益率曲线是保证中国资本市场长期稳定发展重要条件, 同时, 对发挥中国的国际金融影响力也有着重要的战略意义。当前, 影响我国国债收益率曲线的主要因素包括机制僵化, 结构失衡, 避险与套利工具匮乏, 国债衍生品种单一, 利息免税负向激励等。完善国债收益率曲线, 需要进一步放宽市场准入限制, 增加国债发行品种与频率, 建立统一互联的国债市场, 完善国债期货衍生市场, 促进市场流动性提升, 取消国债利息免税政策, 提高财政与货币政策协调性, 加强国债在政策调控方面功能发挥。

关键词: 国债收益率曲线; 政策协调; 影响因素; 流动性; 国债期货

一、引言

中共十八届三中全会审议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中首次提出“加快推进利率市场化, 健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”等系列重大举措。至此, 作为金融市场定价基准的国债收益率曲线得到前所未有的重视, 亦反映出我国进一步加快推进利率市场化的决心。国债收益率曲线不仅对宏观指标具有预测作用 (Estrella, Hardouvelis, 1991; Campbell, Shiller, 1991; 郭涛, 宋德勇, 2008; 等)^[1-3], 同时, 宏观和货币政策因素对国债收益率曲线具有较为显著影响 (Browne, Manasse, 1990; Michael, Haubrich, 2004; Swanson, Reichlin, Wright, 2011; Wright, 2013; 等)^[4-7]。另外, 利率预期和流动性因素也是推动国债收益率曲线演进变化的重要动因 (Andrew, Piazzesi, Wei, 2004; 彭兴韵, 2007; 牛霖琳, 林木材, 2017; 等)^[8-10]。自1999年中央国债登记结算公司于国内率先推出第一条国债收益率曲线以来, 财政部、人民银行亦先后开始发布中国关键期限国债收益率曲线、中国国债及其他债券收益率曲线, 这对健全国债收益率曲线发挥其定价基准作用, 提升市场主体对国债收益率曲线的关注与使用程度具有重要现实意义。

康书隆和王志强 (2010)^[11]研究表明, 我国长期

利率和长短期利差是决定国债收益率曲线变化的两个最主要因素。刘英和赵震宇 (2011)^[12]实证研究表明, 当长期资本市场占主导地位时, 价格型货币政策对国债收益率曲线产生作用, 国债收益率曲线对通货膨胀率的预测能力较强, 当短期货币市场占主导地位时, 则是数量型货币政策更有助于提升国债收益率曲线对通货膨胀率的预测能力。中国人民银行调查统计司课题组 (2013)^[13]研究认为, 10年期与2年期国债收益率之间的利差对宏观经济景气具有12个月的先行作用, 可为货币政策提供参考。中华人民共和国财政部国库司 (2013)^[14]认为我国的国债收益率曲线能够作为货币和财政政策的传导工具。牛霖琳、洪智武和陈国进 (2016)^[15]实证研究结果显示, 城投债风险通过“避风港效应”和“补偿效应”两个渠道影响国债收益率, 当城投债风险上升时, 国债价格被推升, 中短期预期收益率下降, 城投债风险可能引致系统性风险, 增加国债收益率中的风险溢价。卢霖和刘卓识 (2017)^[16]研究认为, 我国偏低的中长期国债利率主要反映了未来短期利率预期偏低, 中长期收益率波动性主要来自于风险溢价成分, 而风险溢价不仅受到国内因素的影响, 也受到国际因素的影响。

推动国债收益率曲线基准利率体系的形成与完善, 不能仅靠改进编制方法就能够解决, 还要涉及到

作者简介: 黄国平 (1970-) 安徽潜山人, 经济学博士, 中国社会科学院金融研究所研究员; 付姝娇 (1985-), 中国传媒大学, 博士研究生; 方龙 (1988-), 经济学博士, 中国社会科学院国家金融与发展实验室助理研究员。

深层次的体制机制问题。本文将从影响国债收益率曲线形成的体制因素入手,分析我国国债市场及制约我国国债收益率曲线发展和完善的现状和问题,并试图在制度和政策层面上提出“健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”可行策略和建议。

二、我国国债及其收益率曲线现状与发展

(一) 国债期限结构和市场规模

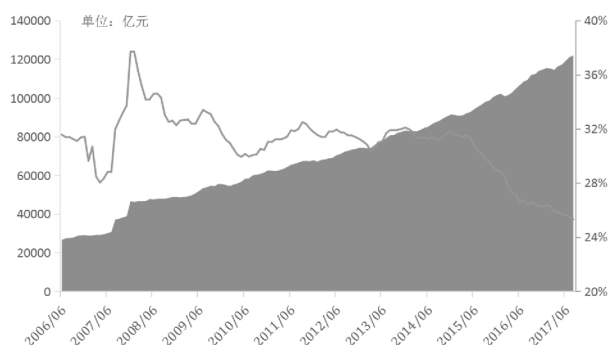


图1 2006~2017年中国国债托管余额统计

数据来源: Wind 资讯、中国债券信息网。

改革开放初期,由于我国财政一度出现较程度的财政赤字,对此国务院决定重启国债发行^①。1981年,国债正式开启发行,并于1988年实现了国债的流通与转让。从发行期限看,国债恢复发行初期多为5~9年的中长期国债。1994年财政部首次发行6个月及1年的短期国债。1996年后,我国国债市场开始出现一些新变化,财政部改革以往国债集中发行为按月滚动发行,增加了国债发行的频度,同时,国债品种也呈现多样化^②。另外,在承购包销的基础上,不断创新发行方式^③。2001年后,我国又陆续发行了15年期、20年期以及按半年付息的30年期国债。2009年,我国第一次发行按半年付息的50年期国债,成为继英法两国之后第三个发行50年期国债的国家。由此,我国国债市场逐步形成了兼具3个月到50年的短、中、长期的不同品种期限结构,其中,

关键期限品种包括1年、3年、5年、7年及10年。从债券存续规模来看,2006年~2017年,经过十多年的发展,我国债券市场不断发展壮大,国债托管余额已超过11万亿元,占整个债券市场的比例约为25%(参见图1)。当前,我国债券市场的发展、市场化程度的提高,尤其诸多关键期限品种的发行,为我国国债收益率曲线的逐步形成与完善奠定了坚实的市场基础。

(二) 国债收益率曲线形成与发展

1999年,中央国债登记结算公司在国内率先推出第一条国债收益率曲线,并以此为基础逐步建立了一整套反映人民币债券市场价格与风险状况的中债信息产品体系,被财政部、人民银行等主管部门采纳并推荐使用。2014年11月,财政部首次正式发布“中国关键期限国债收益率曲线”,主要内容包括1年、3年、5年、7年、10年等关键期限国债及其收益率水平形成的图表^④。这一举措对于提高国债管理政策透明度、健全国债收益率曲线并发挥其定价基准作用、促进国债市场持续稳定健康发展具有重要意义。2016年6月人民银行开始发布中国国债及其他等三条债券收益率曲线,旨在反映在岸人民币债券市场各期限结构的到期收益率,提供国债等市场化利率的定价参考基准^⑤。人民银行发布国债收益率曲线不仅有助于提升境内外市场主体对国债收益率曲线的关注与使用程度,夯实国债收益率曲线的基准性,而且为进一步深入推进利率市场化改革奠定了基础。2014~2017年中国国债收益率曲线变动参见图2。

作为国债的发行人和国债市场的管理者,财政部一直十分重视国债市场的发展与国债收益率曲线的建设^⑥,有效强化了国债收益率曲线的编制基础,大大改善了编制条件。另外,从健全制度和市场方面,近年来,我国也在不断推出银行大额存单、国债预发

① 1981年1月16日,《中华人民共和国国库券条例》审议通过,为我国国债发行提供了最早的法律依据。

② 1996年,我国对短期国债首次实行了贴现发行,并新增了最短期为3个月的国债,同年,还首次发行了按年付息的10年期和7年期附息国债。

③ 例如,对可上市的8期国债采取了以价格(收益率)或划款期为标的的招标发行方式;国债发行尝试以记账式国库券为主,逐步使国债走向无纸化。

④ “中国关键期限国债收益率曲线”是由财政部授权中央国债登记结算公司编制及提供,

⑤ 其中,国债收益率曲线样本包括记账式附息国债与记账式贴现国债,代表了市场无风险利率水平;商业银行普通债收益率曲线(AAA)样本包括AAA级同业存单和商业银行债券,代表了优质商业银行的负债成本水平;中短期票据收益率曲线(AAA)样本包括AAA级超短期融资券、短期融资券和中期票据,代表了优质企业的市场融资成本。

⑥ 例如,初步实现对超长期国债(15年、20年及30年)的持续发行;积极推行关键期限品种国债的连续、滚动发行,2006年经人大批准实现了国债余额管理后使得大规模连续、滚动、定期发行短期国债成为可能;建立统一的国债一、二级市场国债的跨市场转托管机制等。

行、国债期货以及其他金融衍生品等，这些都为更好地健全国债收益率曲线提供了有利条件^⑦。尽管如此，推动完善国债收益率曲线所面临的问题还仍然很多，主要体现在：国债市场报盘价格较少且缺乏高质

量的成交数据、国债市场分割导致价格源多且差异大、国债发行数量品种不够丰富、国债发行制度有待于不断完善、国债二级市场制度存在欠缺等方面。

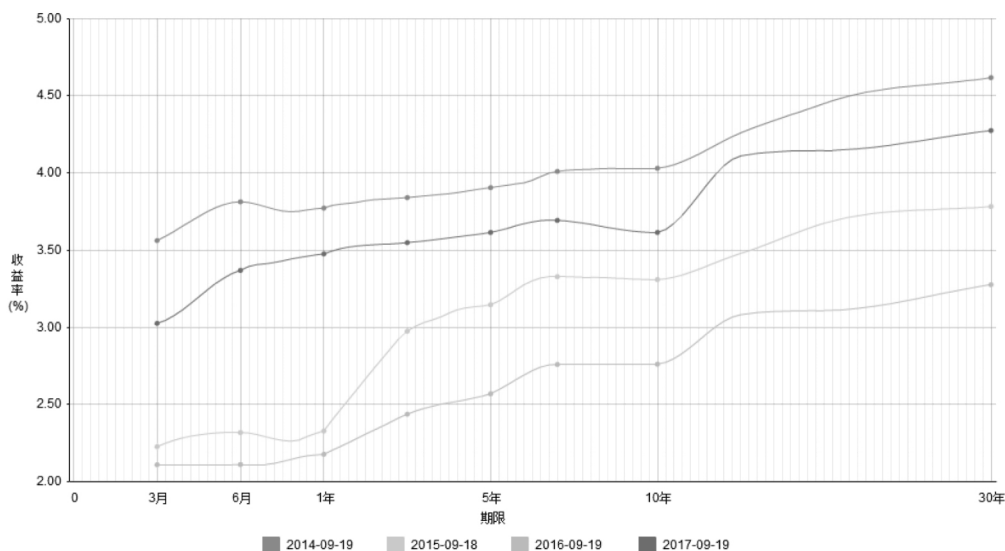


图2 2014~2017年中国国债收益率曲线变动图

资料来源：中华人民共和国财政部网站、中国人民银行网站。

三、影响国债收益率曲线的体制因素

(一) 国债发行机制保守僵化，收益率曲线尚未发挥基准作用

现行制度下，我国国债一级市场发行机制是在承销制基础上的招标发行，对象仅限于承销团内的成员，不在承销团内的成员则不能参与国债的招标发行。同时，这种有范围限制的招标发行制也仅适用于记账式国债，对储蓄式国债而言，其发行价则是既定的，市场并不能对其产生任何影响。欧美发达国家的国债一般采用公开招标的方式发行，可参与投标的主体无论是类型还是数量均十分丰富^⑧。我国国债发行对于主体资格的要求较为严格，限制了部分市场参与主体，不利于国债一级市场竞争性及参与度的提升，也一定程度上导致我国国债发行规模占债券发行总量的比例偏低，甚至不及政策性银行债。2008年全球金融危机后，我国国债年度发行额占比基本没有超过20%比例，2010年后政策性金融债发行额占比一举

超过国债，高位时甚至达到30%（参见图3）。对比美国成熟债券市场，2008年金融危机后美国国债发行额占比几乎一直维持在30%水平以上^⑨。金融危机后，我国国债发行频率虽趋势性上升，但2011年后陆续被国开、农发、口行等政策性银行债超过，这反映出我国国债发行频率有待进一步提高。

利率形成机制方面，国债发行更多关注的是财政政策及发债成本，缺乏与货币政策的配合，致使目前的国债收益率曲线还不足以为所有金融产品定价提供有效的利率基准。以银行存款（定期）为例，理论而言，国债收益率（即发债成本）应低于存款利率，但市场实践中由于国债发行机制保守僵化、参与主体不够丰富，其发行利率往往要高于同期限存款利率，这无疑加大了国债还本付息的压力，同时也不能准确反映资金供求关系，导致难以充分发挥国债收益率曲线的定价基准作用。

^⑦ 如2013年9月6日、2015年3月20日分别推出的5年、10年期国债期货在促进国债发行、提升国债现货市场流动性、及时反映货币政策信息以及加快推进利率市场化，特别是健全反映市场供求关系的国债收益率曲线等方面正逐步显现出积极作用。

^⑧ 例如，美国采取的是公募招标与直接发售相结合的发行方式，所有机构及个人投资者均可参与投标，非国债自营商的投资者仅需交纳一定的委托费用，亦可委托国债自营商代理参与投标，从而保证投标主体具有充分的竞争性。这类公开招标的方式使得美国国债一级市场的竞争性较强、透明度较高

^⑨ 数据来源：万得（Wind）资讯。

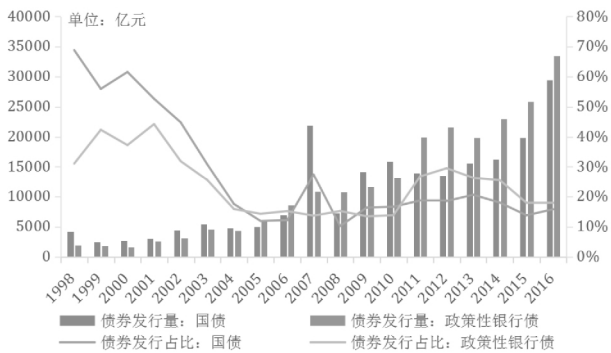


图3 1998~2016年中国国债与政策性银行
债发行量统计

数据来源: Wind 资讯、中国债券信息网。

(二) 参与主体结构失衡, 二级市场长期分割

我国国债一级市场发行对象及二级市场交易主体均主要来自于各大国有制商业银行, 市场垄断性较强。以二级市场为例, 2017 年底仅商业银行国债持有量占国债总量的比例就高达 66%, 其次为央行等特殊结算会员的持有量占比为 14%, 而非银金融机构、交易所等其他几类国债持有机构的比重则非常低^⑩。近年来, 尽管国债市场准入门槛逐渐放开, 但还是以银行类金融机构为主, 而数量过半的非银金融机构目前还难以发挥作用, 这也导致整个国债市场的覆盖面明显不足, 不能真实反应国债市场真实需求。

当前, 我国债券市场还仍然被分割为全国银行间债券市场、交易所市场及场外柜台市场。其中, 银行间债券市场规模最大, 占比超过 90%, 流动性优势明显, 而交易所市场及场外柜台市场占比则相对较小。尽管银行间与交易所市场各具优势, 但分属不同的监管部门, 适用不同的法律法规。同时, 在这种市场分割下, 不同市场的参与者也有着较大的差异^⑪。市场分割、多头管理, 不仅降低了债券成交的流动性, 而且容易导致国债收益率水平出现混乱, 增加了统一国债收益率曲线形成的难度。

国债市场参与主体有限且结构失衡, 二级市场长期分割, 这不仅影响了国债一级发行、二级流通的市场化, 制约了国债市场的深度、广度及弹性的拓展,

而且不能真实反映资金的供求关系, 不利于国债收益率曲线的形成, 阻碍了国债市场化进程的统一均衡发展。

(三) 期限结构分布不均, 制约调控有效发挥

目前, 尽管我国国债兼具 3 个月到 50 年的短、中、长期的不同期限结构, 但国债市场存量期限品种中仍存在“两头疏、中间密”、部分品种发行频率偏低的现象。2016 年我国国债发行期限中, 仅中期 (1-10 年) 国债占比就高达 60%, 其中 1-3 年、3-5 年、5-7 年、7-10 年分别为 19%、16%、13%、12%, 相对较为均匀; 而短期 (1 年以下) 占比则为 32%, 位居其次; 长期 (10 年以上) 则仅为 8%, 占比最低^⑫。我国国债期限结构分布的不合理, 尤其中期国债比例过高, 不仅影响了国债市场的交易活跃度, 而且使得各市场参与者持有债券较为单一, 难以满足投资者的不同投资需求。同时, 这种非均衡分布的期限结构, 也间接导致国债收益率曲线形状的过于扁平, 加之市场普遍存在的“长债短炒”套利性操作进一步加剧了收益率曲线的畸形, 这严重阻碍了国债收益率作为市场化基准利率的形成, 不仅对投资者预期未来利率走势造成不利影响, 而且也难以起到宏观经济“指示器”功能, 导致财政政策相机微调的作用大打折扣。此外, 受制于国债现存规模与期限品种, 尚难以满足公开市场操作的需要, 使得央行只能创设央票代替国债作为吞吐基础货币的主要载体, 这又从客观上进一步降低了国债市场的发行与交易规模。

(四) 交易体制结构失衡, 避险套利工具匮乏

我国国债二级市场的流动性水平一直以来处于不太活跃状态, 换手率过低, 买卖价差过高^⑬。这使得国债现券流动性普遍不佳, 市场达成交易的交割数量较少, 甚至某些大额成交还会对市场价格造成较大影响。加之, 国债衍生产品品种单一, 避险和套利工具匮乏。这显然不利于构建充分反映市场供求关系的国债收益率曲线。中国国债二级市场成交状况参见图 4。

^⑩ 相比而言, 2016 年底美国国债市场投资者持有结构分布则充分均衡化, 其中银行类机构持有国债的比例仅 4.1%, 其他如海外及国际投资者 (38.2%)、货币当局 (15.4%)、养老金 (14.4%)、共同基金 (11.0%)、个人投资者 (9.0%) 等持有比例则较为分散, 集中度相对较低。

^⑪ 如银行间市场交易主体主要是银行、保险、信用社等金融机构, 交易所市场交易主体主要是证券公司、基金、各类非银行金融机构及个人投资者; 柜台市场交易主体则主要是非金融企业、事业单位及个人投资者

^⑫ 数据来源: 万得 (Wind) 资讯。

^⑬ 2013 年换手率为 0.71, 2014 年下降为 0.67, 2015 年和 2016 年才提升到 1.02 和 1.17, 但与以美国为代表的成熟债券市场一直以来超过 10 倍的年换手率相比还相距甚远。买卖价差方面, 发达国家国债买卖利差一般非常小, 如美国 2~5 年期国债买卖价差仅 1~2 个基点, 而我国国债买卖价差则经常达 5~10 个基点。

美国等发达国家债券市场发展初期亦存在二级市场流动性不佳的问题，做市商制度的建设与发挥对二级市场的成交活跃度有了极大的改善与提升。借鉴美国等发达国家经验，2007年，中国人民银行发布《全国银行间债券市场做市商管理规定》，标志着我国做市商制度的正式建立。随后，尝试做市与支持做市机制逐步建立，推动了做市商制度完善，做市商队伍亦不断扩大，主体涵盖了主要的中外资银行及证券公司等。尽管如此，中国债券市场做市商制度发展仍相对滞后于发达国家。这既有制度设计差异及市场尚不成熟等方面原因，也有国债衍生品种单一，避险与套利工具较为匮乏等不足。

中国金融期货交易所于2013年9月和2015年3月分别推出5年和10年期国债期货，对促进国债发行，提升国债现货市场流动性，及时反映货币政策信息发挥了积极的作用。然而，我国国债期货衍生产品合约仍显单一，品种相对较少，国债收益率曲线长短两端缺少相应的国债期货产品。另外，国债衍生品市场还存在着投资者结构不合理、市场参与度低、博弈深度不足等问题，银行、保险等机构虽是国债的最大持有主体，但迄今仍无法参与国债期货衍生品市场。这既使得国债期货价格发现功能难以充分体现，也不利于提升国债现货和期货市场流动性，推进利率市场化发展，以及健全反映市场供求关系的国债收益率曲线的发展完善。

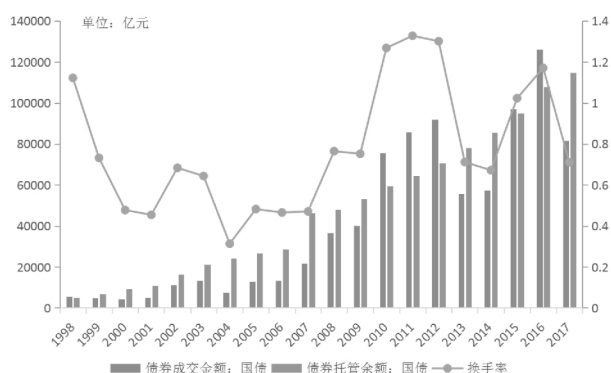


图4 1998~2017年中国国债二级市场成交统计数据来源: Wind 资讯。

(五) 利息免税负向激励，无效率增加融资成本
当前税收制度下，我国企业、个人持有国债获得的利息收入免税。这一政策在相当长的时间内，对提升投资者认购国债积极性和促进国债发行发挥了重要作用。然而，随着我国金融体制改革深入及债券市场

不断发展，国债利息收入免税政策与当今市场化的金融环境已不相适应。一是降低了国债二级市场流动性。国债利息免税政策促使商业银行倾向于将国债持有至到期而非交易，因而，降低了国债二级市场流动性^⑭。二是不利于健全反映市场供求关系的国债收益率曲线。由于国债利息收入享有免税政策，当运用国债收益率作为定价基准时，不可避免地影响到国债收益率曲线的精准性。三是增加财政实际融资成本。长期以来，国债与政策性金融债之间收益率差别（即隐含税率）基本维持在低于25%的企业所得税税率水平，在剔除税收因素后，国债收益率相对于政策性金融债偏高，实际上，增加了财政实际融资成本。四是影响基金、理财等机构投资者的参与积极性。从持有收益的角度来看，免税政策对基金、理财等没有特别吸引力，其在配置利率债时，偏好选择政策性金融债以获取较高收益。国际经验看，出于促进国债市场与整个金融、资本市场兼容发展等方面的考虑，美、英、德等多数发达国家并不将国债利息收入列为免税项目。

四、美国及主要成熟国债市场体制特征及经验借鉴

自20世纪80年代我国国债恢复发行并实现流通与转让以来，我国现代意义上的国债市场进入从无到有的快速发展时期，取得了显著成绩。但是，相较于欧美等成熟市场，还存在差距。借鉴美国等成熟、先进经验和手段，对促进我国国债市场发展和国债收益率曲线完善具有重要意义。纵观美国及主要成熟国债市场的历史发展，呈现如下的主要特征和趋势。

其一，发行方式以公开招标为主，承销发行为辅。美国的国债发行主要采用公开招标方式，该方式能有效地确定由市场供求决定的利率水平，且发行成本低、效率高，目前已成为西方国家国债发行的主要方式。在美国国债发行市场中，1990年前以多种价格招标（即美式投标法）为主，1992年起单一价格招标（即荷兰式投标法）开始逐渐施行，且于1998年起成为美国国债主流招标方式。此外，日本、德国等除采用公开招标方式外，还包括以公开招标与承销团承销相结合的形式发行国债。

其二，期限结构以中期为主，兼顾长、短期。按偿还期限划分，美国国债可分为短期（1年以内）、中期（1~10年）和长期（10年以上）三类，其中

^⑭ 如2015年政策性金融债年换手率达288%，而国债年换手率仅为91%

短期以期限3个月、6个月、1年期国库券为主，市场占比从1996年23%降至2017年15%；中期以发行期限为1年以上，10年以下的国库票据为主，所占比重最大，也是美国流通债券市场中信用最好，流

动性最强，交易量最大的一类；而长期国债主要为10年以上的国库公债，近两年来其所占比重与短期品种大致相当，保持在15%左右。美国存续国债期限结构分布参见表1。

表1 1996~2017年美国存续国债期限结构分布

年度	1996	2000	2005	2010	2015	2017
短期（1年以内）	23%	23%	25%	22%	13%	15%
中期（1-10年）	61%	55%	62%	68%	72%	69%
长期（10年以上）	16%	22%	13%	11%	15%	16%

资料来源：Wind 资讯。

其三，参与结构高度开放，交易形式场外为主。美国国债参与主体较为广泛，除货币当局外，还有个人、银行、保险、基金、州政府及海外投资者等。从持有结构分布来看，以机构投资者为主，个人投资者持有比例相对较低（参见表2）。美国及西方国家国债流通主要由场内和场外交易市场组成，以统一托管结算为基础的场外交易市场为主。美国绝大部分国债

是通过场外交易市场完成，自由交易模式及做市商制度给市场带来活跃氛围及良好的流动性，而电子化交易系统的普遍应用则进一步提高了市场交易效率。日本国债二级市场可分为交易所市场和OTC市场，OTC市场是日本国债市场的主体，交易主体主要是证券公司和经批准经营证券业务的商业银行等。

表2 美国国债市场持有者结构变化情况统计

年度	个人投资者	共同基金	银行机构	保险公司	货币当局	州和地方政府	海外和国际投资者	养老基金	其他
1996	20.6%	5.3%	4.7%	5.1%	9.1%	6.0%	26.0%	21.2%	2.2%
1997	18.2%	5.3%	4.6%	4.2%	9.8%	5.5%	28.5%	22.0%	1.9%
1998	16.8%	5.9%	3.9%	3.4%	10.4%	6.4%	28.6%	22.7%	2.0%
1999	18.7%	5.3%	2.6%	2.9%	11.0%	7.0%	26.6%	23.9%	2.0%
2000	14.2%	5.6%	2.6%	2.9%	12.6%	7.6%	27.5%	25.3%	1.8%
2001	10.5%	6.3%	2.1%	2.8%	13.4%	8.0%	29.1%	25.9%	1.8%
2002	6.1%	6.2%	2.3%	3.7%	14.3%	8.1%	31.9%	25.1%	2.3%
2003	8.6%	5.7%	3.3%	3.4%	13.8%	7.5%	32.1%	23.6%	2.0%
2004	9.1%	5.0%	1.0%	3.6%	13.7%	7.8%	35.2%	22.6%	2.0%
2005	7.7%	4.8%	0.4%	3.6%	13.4%	9.2%	36.2%	22.0%	2.7%
2006	5.7%	4.6%	0.4%	3.4%	13.5%	9.9%	37.2%	22.3%	3.1%
2007	3.4%	6.1%	0.2%	2.3%	12.2%	10.7%	39.8%	21.9%	3.3%
2008	2.5%	10.8%	3.5%	2.3%	6.5%	8.2%	44.7%	19.1%	2.3%
2009	9.7%	8.0%	3.0%	2.5%	8.8%	6.6%	42.1%	17.3%	2.0%
2010	10.7%	7.4%	3.4%	2.4%	9.7%	5.7%	43.0%	15.7%	2.1%
2011	6.1%	8.2%	3.5%	2.3%	14.3%	4.8%	43.5%	15.4%	1.9%
2012	7.1%	8.5%	4.0%	2.3%	13.0%	4.7%	44.0%	14.9%	1.4%
2013	8.4%	7.5%	2.9%	2.0%	16.1%	4.4%	42.8%	14.6%	1.3%
2014	5.6%	8.2%	3.6%	2.1%	17.1%	4.3%	43.1%	14.8%	1.3%
2015	7.8%	9.2%	3.6%	2.0%	16.3%	4.3%	41.1%	14.4%	1.4%
2016	9.0%	11.0%	4.1%	2.1%	15.4%	4.5%	38.2%	14.4%	1.4%

资料来源：Wind 资讯。

其四、市场监管制度严格，交易工具多元丰富。各国在国债市场的管理上都制定了严格的法律，以规范国债市场的运行。如美国在1933年~1940年就连续通过了《证券法》、《证券交易法》等许多法律，并设立了有关管理机构，对包括国债在内的证券市场进行必要的控制和管理。日本有完善的《国债法》，它严格各类国债的发行条件、发行方式，即使是某一时期的国债发行额，也必须根据《国债法》加以确定。美国国债市场除正常的现券交易之外，还存在多种衍生交易，如签订回购、逆回购协议、国债期货及利率掉期等。这些多元化的交易及衍生工具为活跃国债市场起了重要的作用。

其五，严格规范财税制度，合理激励做市交易。美国证券法规定储蓄国债利息免州和地方税，但不免联邦税。为了保证国债市场的流动性，美国国债市场承销商是从做市商中选取，即先要成为做市商，才能成为国债承销商。

五、结论及政策启示

推动完善国债收益率曲线，不仅要从改进编制技术上“治标”，更要从改革体制机制方面“治本”。当前，影响我国国债收益率曲线的主要因素包括机制僵化，结构失衡，避险与套利工具匮乏，国债衍生品种单一，利息免税负向激励等多个方面。这些不利因素制约了我国国债市场的深度、广度及弹性拓展，使得市场流动性较发达国家水平明显偏低，市场交易亦不能真实反映资金的供求关系，妨碍国债收益率曲线的有效形成，影响到整个国民经济的健康有序发展。健全和完善国债收益率曲线，不仅具有现实的迫切性，也是保证中国资本市场长期稳定发展的重要条件。为此，我们在战略层面上，需要从体制机制入手，深入推进利率市场化，促进我国债券市场的深度、广度及弹性提升，为资金配置、资产定价提供准确信息，为政策调控提供及时、有效传导途径。在政策层面上，加强政策协调，完善市场机制：

其一，放宽市场准入限制，丰富国债投资者结构。目前，我国国债市场投资者仍相对不足且结构不尽合理，可考虑逐步放开市场准入限制，拓展各类机构投资者及个人投资者。一是完善银行间市场分层准入机制，积极吸纳证券类投资机构，以形成全国统一货币市场，促进利率市场化进程；二是大力培育包括投资基金、退休养老基金、国债投资基金等机构投资者主体，积极发展以商业银行等金融机构为交易结算代理人或经纪人的中间业务，以便于住房、社保、医疗

等基金及各类企事业单位均可通过代理人或经纪人进入市场；三是鼓励规范化公募理财产品、合格私募机构入市交易，以促进国债市场流动性的尽快提升；四是进一步放宽国外投资者买卖境内国债限制，充分利用国际资本市场扩大境内债券市场资源配置范围，同时，积极拓展国债离岸市场，加大人民币国债海外发行力度。

其二，增加发行品种与频率，促进期限结构合理化。随着我国债券市场的不断发展，国债期限品种亦逐渐丰富多元化，但是，国债市场存量、期限和品种中仍存在“两头疏、中间密”，部分品种发行频率偏低现象。为促进国债期限结构分布合理化，一方面改进国债发行占比，定期、均衡、滚动地发行短、中、长期国债，同时，结合中国宏观经济现状及国家长期建设规划，尝试增加超长期国债发行规模；另一方面，大力推行并完善国债预发行及续发行制度，合理衔接国债一、二级市场，有效满足机构投资交易需求。

其三，打破分割市场结构，建立统一互联市场。我国国债市场长期分割不统一的状态既不利于提高市场流动性，也不利于健全反映市场供求关系的收益率曲线。为此，应考虑推动实现国债一、二级市场的协调发展，并加强银行间与交易所两大市场的有效对接，构建一个两元统一的市场体系。一是允许市场参与主体可同时在银行间与交易所市场中进行交易，发挥各自优势，以形成合理的市场价格体系；二是整合债券品种，两个市场的国债品种能相互挂牌，扩大跨市国债品种规模；三是深化债市改革创新，实现债市的互联统一，提高定价效率和市场流动性，提升国债收益率曲线反映市场供求关系有效性。

其四，完善债券做市商制度，促进市场流动性提升。完善债券二级市场做市商制度，提高做市商报价成交的积极性，对于扩大国债成交规模，促进市场流动性有重要作用。一是推动银行间债券市场的分层，激励做市商拓展自身客户，建立以做市商为核心的债券市场分层机制，最终形成“做市商—交易商—客户”的多层次银行间债券市场；二是将央行公开市场的一级交易商、债券二级市场的做市商以及财政部国债承销团的资格统一起来，打破各类资格利益碎片化的现状，增强做市商资格的吸引力，促进债券一、二级市场的紧密联动；三是落实《全国银行间债券市场做市商管理规定》的相关做市商权利，给予做市商融资便利，减免做市商直接交易的相关费用；四是

丰富做市商对冲交易操作工具，为做市商提供更多的规避利率风险的手段和方式，以增强做市商风险化解与承担能力，提高其做市的积极性。

其五，完善国债期货衍生市场，助力期货核心功能体现。针对我国国债期货衍生合约单一及投资者结构不合理等问题，一是推出更多期限的国债期货合约，尤其是1年以下和10年以上短端与长端对应的期货品种，使得国债期货、现货市场价格能有效反映短中长期利率的无风险收益水平，并与SHIBOR互补，形成一条完整的国债收益率曲线；二是有序推进商业银行参与国债期货市场，提高市场流动性。另外，可考虑进一步降低国债期货交易佣金及保证金等，促进国债期货市场流动性提升，确保国债期货高质量运行。

其六，深化财税体制改革，加强国债调控功能发挥。国债建设的目标要与财政政策和货币政策的目标保持一致，将国债市场建设与财政政策、货币政策相结合，在提高财政与货币政策协调性的同时，加强国债作为二者结合点与中间平台的调控功能的发挥，使三者和政策效果实现方面上更加有效、统一。为此，需要加强国债市场监管，提升其市场流动性，保证央行在公开市场业务操作中拥有足够的国债筹码，以形成对市场的有效调控，强化市场对政策调控反应的敏感性，从而保证央行公开市场操作的有效性与及时性得以体现。另外，国债利息收入免税政策与我国市场化金融环境已不相适应，不仅不能有效降低财政实际融资成本，而且不利于健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，因此，可考虑取消国债利息收入免税政策。

参考文献:

[1] Estrella, A., G. Hardouveli. The Term Structure as Predictor of Real Economic Activity [J]. Journal of Finance, 1991, 46, 555 - 576.

[2] Campbell, J. Y., R. J. Shiner. Yield Spread and Interest Rate Movements [J]. The Review of Economic Studies, 1991, 48, 495 - 514.

[3] 郭涛, 宋德勇. 中国利率期限结构的货币政策含义 [J]. 经济研究, 2008(3): 39 - 47.

[4] Browne, F., P., Manasse. The Information Content of the Structure of Interest Rates: Theory and Evi-

dence [J]. DECD Economic Studies, 1990, 14, 1 - 53.

[5] Michael, D., G., Haubrich. The Yield Curve, Recessions and The Credibility of The Monetary Policy Regime: Long Run Evidence 1875 - 1997 [R]. The National Bureau of Economic Research, Working paper, 2004.

[6] Swanson, E., T., L., Reichlin, J. H., Wright. Let's Twist Again: A High - Frequency Event - Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2 [R]. Brookings Papers on Economic Activity, 2011.

[7] Wright, J. H. Evaluating real - time VAR forecasts with an informative democratic prior [J]. General Information, 2013, 28, 762 - 776.

[8] Andrew, A., M., Piazzesi, M. Wei. What Does The Yield Curve Tell Us About GDP Growth? [R]. The National Bureau of Economic Research, Working paper, 2004.

[9] 彭兴韵. 流动性、流动性过剩与货币政策 [J]. 经济研究, 2007(11): 83 - 70.

[10] 牛霖琳, 林木材. 中国超长期国债的相对流动性溢价与收益率曲线的结构性建模 [J]. 金融研究, 2017(4): 17 - 31.

[11] 康书隆, 王志强. 中国国债利率期限结构的风险特征及其内含信息研究 [J]. 世界经济, 2010(7): 121 - 143.

[12] 刘英、赵震宇. 不同货币政策工具作用下国债收益率曲线对通货膨胀预测能力分析 [J]. 海经济研究, 2011(10): 40 - 45.

[13] 中国人民银行调查统计司课题组. 我国国债收益率曲线与宏观经济的先行关系及货币政策传导研究 [J]. 金融监管研究, 2013(1): 27 - 44.

[14] 中华人民共和国财政部国库司. 建立完善中国国债二级市场研究报告 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2013.

[15] 牛霖琳, 洪智武, 陈国进. 地方政府债务隐忧及其风险传导 [J]. 经济研究, 2016(11): 83 - 95.

[16] 卢霖、刘卓识. 预期和风险溢价的启示——中国国债收益率曲线分解研究 [J]. 金融评论, 2017(4): 94 - 107.

(编辑校对: 牛蓉琴)