

政府债务对于国民经济的作用与影响

财政部国债司 陈景耀

一、中央政府债务（国债）

（一）中央政府债务（国债）在国民经济中的地位与作用

国债，就是以国家财政（中央财政）为债务人，以国家财政（中央财政）承担还本付息为前提条件，通过借款或发行有价证券等方式向社会筹集资金的信用行为。作为一种债务与债权关系，国债的历史是渊源的，这里我们不去做详细的考证。事实情况是，第二次世界大战以后，世界上几乎所有的国家都在利用国债为政府筹集资金或调控国民经济。尽管在各国由于各种原因出现过中止发行国债的情况，但是从其发展的历史来看，国债的发行始终是持续的和趋于增加的。

作为一个财政收入范畴，国债具有多方面的作用。具体表现在：

1、筹集建设资金。国家通过发行国债，可以有效地集中起数额巨大的建设资金，加快经济发展的速度。一般来说，建设资金的相对不足或短缺往往是制约一个国家经济发展的突出问题。由于税收收入的数额有限，且主要用于满足政府经常性支出的需要，增发货币又会引起无度的通货膨胀，给正常的经济发展带来障碍。因此，一条既迅速又可靠，且极少“副作用”的途径就是由政府举债，即用发行大量的国债来解决生产资金的不足，将发行国债作为一种长期、稳定的建设资金来源，以求加快经济的发展速度。

2、弥补财政赤字。一般来说，当财政发生赤字时，有两种弥补方法：一是发行国债；二是向银行透支或借款。用前一种办法弥补财政赤字，有利于供求平衡，比较稳妥可靠。由于国债属于信用形式，是对社会资金和国民收入的一种临时再分配，在正常情况下不会增加需求总量。而用后一种方法，即向银行透支来弥补赤字的办法，在银行没有可靠的资金来源时，就只能靠过量的货币发行来解决。这通常会带来物资供求失衡、通货膨胀、物价上涨的不良后果，是不可取的。因而，用发行国债筹集的资金弥补财政赤字，成了古今中外各个国家的通常作法。

3、执行经济政策。国家通过国债的发行，可以灵活、有效地执行不同时期的宏观经济政策，促使国民经济持续、稳定、协调地发展。比如，在发达资本主义国家，国债的发行常常被政府作为执行“反危机”政策的重要杠杆。根据凯恩斯主义的理论，产生经济危机和失业的原因是市场上有效需求不足。政府要反危机，就必须或者增加政府开支，或者削减政府税收，或二者兼而有之。这样既可以直接扩大投资和消费，补偿民间投资和消费的不足，又可间接刺激民间投资和消费的扩大，再通过“乘数”和“加速原理”的作用，达到成倍增加整个经济的有效需求的目的，但增支减税的结果，必然伴随政府财政的赤字。而国债又是弥补财政赤字的较有效的方式，因此，当今资本主义各国的反危机政策主要是以发行国债为后盾的。

4、调节季节性资金余缺。国家利用国债，可以灵活地调剂政府财政收支过程中发生的季节性资金余缺。这是因为，国家的财政收入（主要是指税收）在一年中往往不是以均衡的速度流入国库的，而财政支出则基本上是以均衡的速度进行的，这意味着即使从全年来说政府财政是平衡的，在个别月份也有可能发生赤字。为弥补这种纯

属季节性不平衡的赤字，保证国家职能的正常履行，许多国家的政府都把发生期限在一年以内的（短则几个月，最长不超过 52 周）的短期国债，作为一种季节性的资金调剂手段，以求解决暂时的收支不平衡。这样，在财政收入“淡季”，发行短期国债，使政府预收一部分资金；到财政收入“旺季”，便以盈余资金进行这种债务的偿还。从而使国家财政收入淡季不淡，旺季不旺，与较为均衡速度进行的财政支出相适应。

（二）国债对我国财政经济体制改革的贡献

早在中华人民共和国成立之初，中国政府就于 1950 年发行过人民胜利折实公债，随后于 50 年代连续多年发行过国家经济建设公债，为当时的中央人民政府提供了强有力的财源。在这同一时期，中国政府还得到了原苏联政府以机器设备和器材等实物方式提供的政府贷款，用于 156 个重点工程项目的建设，这对于建立新中国的工业基础起到了重要作用。1959 年，由于种种原因，我国政府中断利用国债，1968 年还清了全部内外债本息，一直到 1978 年没有发行过国债。从 1968 年到 1978 年我国是一个既无内债又无外债的国家。中国政府恢复对外借债，1981 年恢复发行国内债券。当时的背景是，经济体制改革正在全国范围内推开。

中国经济体制改革的一大特点，就是从分配领域入手，改革每向前迈进一步，都要以财政上的放权让利为代价。在农村，政府大幅度地提高了农副产品的收购价格。在城市，企业基金制度、利润留成方案的实施，使得企业的财力和财权趋向于扩大。随着老百姓口袋里货币的逐渐充盈，一向在国民收入分配格局中占有较大份额的财政收入大幅度下降了。与此同时，财政支出并未随之削减，反而因各项减税让利举措的推行相应增加。两方面“合力”作用的结果，便是 1979 年和 1980 年财政连续两年出现赤字。而在改革正继续沿着以减税让利为主调的思路向纵深发展的同时，1981 年的财政预算又是一个赤字的预算。

正是在这种情况下，继 1979 年我国恢复举借外债后，国务院于 1981 年 1 月 16 日通过并颁发了《中华人民共和国国库券条例》，当年即向社会公开发行了 48.66 亿元的国库券。

在此之后，随着经济体制改革的步步深入，有关减税让利的举措一个接着一个出台，国民收入的分配越来越向家庭和企业倾斜。财政收入占国内生产总值即 GDP 的比重持续下滑。到 1994 年，已从 1978 年的 31.9% 降至 11.8%，16 年间下降了 19.4 个百分点。财政支出也仍在承担着为各项改革举措的出台“架桥铺路”的任务，增长势头始终不减。于是财政赤字进一步加大了。而且，是年复一年的赤字和呈膨胀之势的赤字。随之而来的，自然是国债发行规模的一再跃增。

到了 1994 年，从根本上切断财政赤字与通货膨胀之间的直接联系，又被政府纳入财税改革的议事日程，从而推出了彻底取消财政向银行的透支或借款，财政上发生的赤字全部以举借国债的办法来弥补这一重大举措。随着弥补财政赤字办法的“双轨制”转入“单行道”，国债的发行规模呈现激增，1994 年的国债年发行额一举突破千亿元（1175.23 亿元）的大关，从这个角度看，我国国债发行规模的扩大，既是为了控制通货膨胀而付出的一种“必要代价”，又是保证经济体制改革得以稳步推进的重要条件。

由此可见，在社会主义市场经济的发展过程中，发行国债有利于国家筹集资金，用于政府兴办的基础设施或其他方面的重点建设，是加速经济发展的重要途径。改革十多年来，我国国债的主要贡献就在于有力地支持了放权让利式的改革，不致于因财权下放，中央财政收入下降而引发财政危机。

(三) 我国目前的国债规模

1981年至1997年，我国政府为筹集建设资金，累计发行国内债券9058.05亿元人民币，累计偿还本息5037.18亿元，1997年年底内债余额为5472.29亿元。详细情况见下表一。

1981年至1997年，中央财政统借统还外债累计借入96.78亿美元，折合人民币909.58亿元，累计偿还外债本息234.53亿美元，折合人民币1002.88亿元。1997年年底借统还外债余额为68.05亿美元，折合人民币563.44亿元。具体情况见下表二。

表一 国内债券发行及还本付息情况

单位：亿元

年份	发行额	还本付息	累计发行
1981	48.66		48.66
1982	43.83		92.49
1983	41.58		134.07
1984	42.53		176.60
1985	60.61		237.21
1986	62.51	7.98	299.72
1987	116.87	23.19	416.59
1988	188.77	28.44	605.36
1989	223.91	19.30	829.27
1990	197.23	106.25	1026.50
1991	281.25	156.67	1307.75
1992	460.78	342.42	1768.53
1993	381.31	175.30	2149.84
1994	1137.55	516.41	3287.39
1995	1510.86	779.45	4798.25
1996	1847.77	1169.36	6646.02
1997	2412.03	1739.81	9058.05

1994年实行新的财税体制以后，我国国内债务的发行量急剧扩大，连续几年增长速度达到20%以上，债务依存度也随之大幅度提高，引起了国内外众多人士的普遍关注，并由此而引发了对我国债务规模问题的广泛讨论。

大多数人认为，债务依存度是指年度债务收入占当年财政支出的比重，它反映了当年财政支出对债务的依赖程度。

但是，由于人们对债务收入和财政支出的概念理解上有差异，以及引用统计数字时口径不一致，因而计算出的结果千差万别。下面我们对此进行简单分析。

按我国目前的财政预算体制，财政支出可以分为全国财政支出和中央财政支出，因此债务依存度也就有了全国财政支出对债务的依存度和中央财政支出对债务的依存度两种。根据财政部长的决算报告，1994年、1995年和1996年我国全国财政支出分别为5792.6、6823.7和7914.4亿元，债务收入分别为1175.25、1549.76和1967.28亿元，由此不难算出这几年全国财政支出对债务的依存度（我们暂且称作依存度1）分别为20.3%、22.7%和24.9%。（见表三）

表二 统借统还外债借入及还本付息情况

单位：亿元（折合成人民币）

年份	借入	还本付息	累计借入
1981	99.15	57.89	99.15
1982	40.03	49.62	139.18
1983	51.50	36.56	190.68
1984	34.81	22.74	225.49
1985	29.24	32.59	254.73
1986	51.40	34.49	306.13
1987	69.24	51.96	375.37
1988	29.36	42.58	404.73
1989	18.52	39.83	423.25
1990	14.30	68.21	437.55
1991	18.32	80.22	455.87
1992	18.34	81.85	474.21
1993	65.71	89.23	539.92
1994	145.82	107.17	685.74
1995	38.90	71.69	724.64
1996	119.51	60.76	844.15
1997	65.29	77.59	909.44

表三 全国财政支出对债务的依存度

年份	1994	1995	1996
债务收入	1175.25	1549.76	1967.28
全国财政支出	5792.6	6823.7	7914.4
依存度 1	20.3%	22.7%	24.9%

在我国，目前的债务主要是中央政府的债务，即国债。债务收入是中央政府收入的一种形式，由中央政府使用，所以能够比较客观地反映财政对债务依赖程度的指标，应该是中央财政支出对债务的依存度（我们称之为依存度 2）。按照目前的计算方法，中央财政的实际支出，包括中央财政本级支出和到期债务还本付息支出，由此得出 1994 年、1995 年和 1996 年我国中央财政对债务的依存度分别为 52.1%、53.9%和 56.7%。（见表四）

需要说明的是，我国目前的债务收入包括国内债务收入和国外债务收入两部分，即中央政府发行的国内债务和少量中央财政负责偿还本息的“统借统还”外债，由于这一部分外债与国内债务相比数量很小，对债务依存度问题的讨论影响不大，所以人们讨论问题时有时往往将外债忽略，这并不影响问题的结论。

表四 中央财政支出对债务的依存度

年份	1994	1995	1996
债务收入	1175.25	1549.76	1967.28
中央财政本级支出	1754.43	1995.39	2151.27
还本付息支出	499.36	878.36	1315.32
以上两项合计	2253.79	2873.75	3466.59
依存度 ²	52.1%	53.9%	56.7%

造成债务年度发行规模增加过快的主要原因是分配秩序混乱,原本属于财政收入的相当一部分国民收入分散在政府其他部门或机构,使得财政职能被严重肢解,中央财政收入和支出在整个国民收入分配中所占比例过低。由于各种因素的影响,十几年来肢解国家财政的现象比较普遍,许多行业 and 部门大搞行业 and 部门基金,在这同时,由财政支出的资金又不能减少,加之偷、漏、逃、欠税问题严重,使得我国在国民收入高速增长的情况下,全国财政收入和中央财政收入并没有同步增长,财政在整个国民收入分配中所占比重过低,中央财政占全国财政的比重又不高,1996年全国财政收入占GDP的比重只有10.7%,由此造成财政对债务的依存度偏高。

根据有关资料统计,我国政府的财政收入应包括预算收入、预算外收入、国有房地产收入和社会保障资金四项,按这一口径统计,1996年我国财政收入约为12932亿元,占当年GDP的19%,与大多数发展中国家20%左右的水平一致(一九九零年至一九九六年预算收入和预算外收入之和占GDP的比重见表五)。

表五 财政收入占GDP的比重

年份	财政收入	GDP	财政收入/GDP(%)
1990	5645.74	18547.9	30.4
1991	6392.78	21617.8	29.6
1992	7338.29	26638.1	27.5
1993	5781.49	34634.4	16.7
1994	7080.64	46759.4	15.1
1995	8648.70	58478.1	14.8
1996	11301.31	68593.8	16.5

注:财政收入包括预算收入和预算外收入,国有房地产收入和社会保障资金的有关数据无法收集。

若如此,考虑到财政支出与财政收入大体相等或财政支出稍大于财政收入的情况,则1996年我国的债务依存度等于或小于15.2%。从债务依存度的计算公式,我们可以看出,依存度偏高,可能是债务收入过大,也可能是财政支出规模过小。我们认为,我国目前债务依存度偏高,既有这些年债务发行规模增加过快的原因,也有中央财政支出占GDP比重过低的因素。

由于各政府部门纷纷自立收费项目并且自收自支,使政府收入游离于预算之外,财政预算收入的分散和肢解,分散了国家财力,冲击了预算内收入。但是也应该看到,尽管我国的财政收入在国民收入中所占的比例较小,财政收支占GDP的比例过低,但政府的收支并不少,因此,对于政府来说,其支出对于债务的依赖程度并不大。

进一步来看,决定或影响一个国家适度债务规模的因素有很多,比如经济发展程度、金融领域的市场化程度、政府的债务管理水平、国债的品种和期限结构、国债资金的使用效益等,即使是经济发展程度相近的国家,合理的债务规模也有很大的不同。下面我们来考察判

断债务规模大小的另一个重要指标——债务负担率。

所谓债务负担率，指债务余额与同年国内生产总值的比例。据有关资料介绍，西方国家债务余额与 GDP 的比例都非常大。以 1996 财年为例，美国为 63%，英国为 59%，德国为 60%，日本为 90%，加拿大为 90%，意大利为 124%。一些发展中国家的这一指标则相对较小，如韩国 7.7%(1991 年)，泰国 20.3%(1990 年)，菲律宾 49.8%(1991 年)，巴西 17%(1986 年)，阿根廷 15%(1988 年)。而 1994、1995 和 1996 年我国债务余额分别为 2831.20、3827.82 和 4943.26 亿元，GDP 分别为 46759.4、58478.1 和 67795.0 亿元，由此算出这几年的债务负担率分别只有 6.05%、6.55%和 7.29%（见表六）。即使在国家债务中加上这几年国有企业所发行的债券的期末余额，我国债务负担率也分别只有 7.51%、7.65%和 8.17%，（见表七），据此我们不能得出债务规模过大的结论。

表六 1994—1996 年我国债务负担率

年份	1994	1995	1996
债务余额	2831.20	3827.82	4943.26
GDP	46759.4	58478.1	67795.0
债务负担率	6.05%	6.55%	7.29%

表七 1994 1996 年我国债务负担率

年份	1994	1995	1996
债务余额	3513.31	4474.43	5540.99
GDP	46759.4	58478.1	67795.0
债务负担率	7.51%	7.65%	8.17%

由此可见，目前我国债务依存度偏高的原因主要并不是债务规模过大，而是财政支出规模过小。但财政支出又受到财政收入的严格制约，所以我觉得，应该解决的主要问题是增加财政收入，特别是中央财政收入，其次才是控制债务规模。

前财政部长刘仲黎在 1997 年的财政工作会议上提出，要争取把我国财政收入占国民生产总值的比重提高到 20%左右，把中央本级财政收入占全国财政收入的比重提高到 60%，并保持相对稳定。如果中央财政本级支出保持比中央财政本级收入略高的幅度，那么包括债务支出在内的中央财政支出占 GDP 的比重应该达到 15%以上的水平，由此可以推算，1996 年中央财政支出对债务的依存度为 19.3%。假若真正做到了这一点，我们可以期望将来中国的债务依存度会逐年降低。

二、对地方政府举借债务问题的思考

（一）我国现行政策法规对地方政府发债的有关规定

目前，我国在若干法律和法规中都明确规定，地方政府不得举借债务。如《中华人民共和国预算法》第二十八条规定，“除法律和国务院文件另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”《国务院关于坚决制止乱集资和加强债券发行管理的通知》（国发[1993]24 号）和《国务院关于清理有偿集资活动坚决制止乱集资问题的通知》（国发[1993]62 号）中规定，除国务院规定之外，地方政府不得向社会公开集资，以及任何形式的有偿集资利率不得超过同期国库券利率。同时，国家还以多种形式明确规定，地方政府不得对外举借债务。

由此可见，我国政府目前是严格禁止地方政府发行债券和对外举债的。

（二）目前存在的地方政府举借债务的情况

尽管根据我国的法律和法规，地方政府不能举债，但一些地方政府领导为追求在任期间的政绩，往往采取各种方式和途径，或者允许在当地发行债券筹资，或者绕过国家对外债规模的控制，以各种方式在境外筹资。为了不直接违反国家的法律，地方政府并不以自己的名义公开举债，但各种名目繁多的企业债或所谓的项目融资，虽然大都是以企业或者项目的名义举借的，但最终的还债责任都是地方政府（虽然也有地方政府并没有对举债进行担保）承担的，这类债务实质上和政府债务没有什么区别。

另外，虽然中央政府禁止地方举借债务，但由于制定相应的处罚制度和办法，对各种违反规定私自发债或集资的行为没有进行公开的和有力的处理，地方政府对内发债和对外融资的现象在一些地方相当普遍。

（三）地方政府举借债务问题的对策思考

综上所述，目前我国法律禁止地方政府举借债务，但一些地方却不同程度地存在着发行债券或在境外融资的现象，这种情况所造成的后果将是非常严重的。因为地方政府所借债务，如果是对外债务，到期若不能全额还本付息，会对政府在国际上的形象造成极坏的影响。若是内债，则不仅会对政府的信誉造成极大的损害，而且还可能引发严重的社会问题。因此，国家应该认真对待地方政府发债的问题，制定切实可行的对策。

一方面，严格按法律程序办事，并不断完善现有的法律和法规，制定对违反法律和法规的行为进行处罚的细则。对未经国务院同意，擅自发行债务（不管是以什么形式发行的债券或举借的债务，只要具有政府债务性质）的地方政府进行严肃处理，以维护法律的尊严；另一方面，国务院应切实为地方政府着想，采取措施帮助地方政府解决建设资金不足的困难，其中包括为地方政府发行专门用于地方基础设施建设的债券。如财政部长项怀诚最近在题为《财政宏观调控与启动经济增长》所建议的，“由中央政府代理部分地区发行一定规模的长期建设债券，用于地方性公共建设投资，到期由地方政府归还债务”。

三、我国债务管理中存在的主要问题

（一）债务管理体制问题

就债务管理体制而言，世界各国有着不同的模式，这是根据历史的演变和国家的政治经济发展状况而定的。各国对债务的管理不仅因为内债和外债的不同而不同，还因为债务期限的长短而有差异。在我国，政府目前对债务的管理较为分散。

首先是对外债的管理。世界各国利用外债的经验表明，政府外债的筹集与运用属于财政资金再分配职能范畴，从其借入到使用和偿还，均与国家财政有着密切联系，并对国家财政和政府的国际信誉产生重要影响。因此，既然最终仍要由国家财政承负责政府外债还款责任，就应赋予相应的管理职权，象其他国家一样，统一双边政府贷款和世行、亚行等多边金融机构贷款的管理，使债、权一致，借、用、还统一。对此，学术界和管理部门早就达成

共识,认为应该尽快实现政府外债的统一管理。因为根据我国的经济发展水平和政府管理债务的能力,实行分散的管理体制显然是弊大于利,如不尽早改变,由此将可能对我国经济的健康发展造成危害。

其次是内债管理。在国家集中性资金非常有限,而社会资金比较充裕的情况下,为了加快社会基础设施建设,强化基础工业,由政府部门和政府机构独自适当发行一些债券来筹集资金是可行的,这在一定程度上也减轻了财政集中性筹资的压力,同时也分散了社会的注意力,减少了政府发行债券的社会压力。但是,政府的其它部门和机构发行的企业或金融债券,其实与国债并无本质区别,且由于财政部门没有参与这些债券的发行,使得人们对债务规模的问题认识不清,在一定程度上淡化了对政府债务规模的风险意识,增加了财政风险。

(二) 关于举债成本问题

从中国经济发展的实际情况来看,不论是中央政府,还是地方政府,或者大型企业,在将来进行一些重点项目建设时,在很多情况下都要靠发行债券来筹资扶持,同时,由于国内外债务还本付息额逐年增大,因此,今后相当长时间内,债券发行规模将呈现扩大的趋势。

为了避免过重的债务负担成为财政拖累,举债成本就必须尽可能低廉。因为,在较高的负债水平下,融资成本极其微小的降低就能带来可观的经济效益,从而有助于控制债务规模的过快增长。

从目前我国经济发展和国债还本付息支出情况来看,国债年度发行额达到 3000 亿元将不是很遥远的事情,在这样大的规模下,国债的发行利率如平均降低一个百分点,每年将直接为国家节约 30 亿元的利息支出。考虑到国债的未偿还余额还在不断生息的特点,降低国债利率为财政节省的支出将更大。另一方面,国债利率的降低还会使政策性金融债和大量企业债券的发行成本降低,从而国债利率下降对国家节约支出的贡献就会更大。所以,降低筹资成本,应该是财政部管理国债的主要目标之一。

目前,在我国,国债筹资成本主要包括利息支出和发行、兑付国债的手续费支出。我们假定,随着我国金融体制的改革,金融秩序的正常,以及国债发行越来越多地采用市场方式,国债的各项手续费将会逐步降低,并最终被取消。那么,国债利率将成为国债筹资成本的主要内容,降低国债的成本也将主要依靠降低国债利率来实现。

为了保证数量巨大的国债和其它债券能够低成本顺利地发行出去,必须建立较为发达的债券市场。

四、健全和完善债券市场应该采取的对策

要建立一个相对发达和完善的债券市场,近期内至少应该从以下几个方面采取措施。

(一) 改革国债发行方式

如前所述,由于种种原因,我国国债发行量在今后相当长时间内仍将保持逐年增加的趋势,为了保证逐年增加的国债发行量能够低成本、高效率地发行出去,就必须对国债的发行方式进行深入的改革,引入世界各国普遍采用的市场发行方式。

我国从 1981 年开始发行国债,但是直到 1990 年以前,我国基本上没有国债一级市场,国债的发行主要通过财政部门逐级向各地方单位分配任务,基本上是政治动员和行政分配相结合的办法。虽然在局部地区进行了柜台销售的试点,但是,总体上是采用行政手段分

配任务。在长达十年的时间中，我国采用这种发行方式，通过激发群众的爱国热情，引导群众将手中的资金投入国家建设，确保了国家筹资任务的完成。

尽管行政分配的发行方式在改革开放的社会主义建设中发挥了重要的和积极的作用，但是，随着经济体制改革的逐步深化，发行国债被确立为政府筹集资金的长期政策和宏观调控手段，我国的国债发行规模也越来越大，这种发行方式越来越难以适应日益扩大的国债规模。

为了建立规范的国债发行机制，提高国债信誉，降低筹资成本，保证政府筹资按期、足额地完成，并促进国债管理的良性循环，政府开始着手建立国债发行市场。

1991年，第一次实现了通过承购包销的方式发行国债，从而在一定范围内改变了行政分配认购国债的发行办法。当年承购包销试点首先是在中央进行，由财政部直接委托“中国证券市场研究设计中心”组成了国库券承购包销团，共有58家金融机构、证券公司参加。通过它们的分支机构的柜台向群众出售，未脱售部分由承销单位用自有资金买进。在中央试点的带动下，一些地方也积极进行试点，由省一级财政部门组织承销团与财政部签定协议。承购包销试点的成功，提高了国债在国民中的信誉，初步改变了通过行政分配任务的方式发行国债的方法，使国债发行从此走上了利用市场机制的轨道。

但是，承购包销也是一种以市场化为基础的发行方式，在利率没有实现市场化以前，承购包销对于价的谈判实际上只是一种形式，因而不是真正意义上的承购包销。它存在着以下的缺陷：首先，由于政府和中介机构之间存在着广泛的信息不对称，与政府相比，中介机构更熟悉业务，更接近市场，因此对发行成本的把握更加准确，政府在讨价还价的过程中处于不平等的地位，不能准确地控制成本。其次，当市场需求不旺时，非市场因素表现明显。1991年我们开始试行承购包销，1992年采用了地方承购包销方式，1993年由于客观环境的变化，很多地方又通过行政方法将国债任务分配下去，即使在1994年，承包余额仍是各成员以平均投标价格按比例分摊，非市场因素干扰很大。

为了实现稳定发行国债的要求，根据大多数国家的经验，必须进一步实现发行方式的改革，以市场化为基础，引进竞争机制，实行国债的招标发行。

（二）合理设计国债期限结构

长期以来，我国国债基本上是以3—5年期的中期国债为主，既没有期限超过10年的长期国债，又几乎没有期限在1年以内的短期国债，中期国债的期限结构又比较单一，使得国债期限结构缺乏均衡合理的分布。这种单一的期限结构，使国债严重缺乏选择性，不利于投资者进行选择，很难满足投资者对金融资产期限多样化的需求，从而大大缩小了国债的发行范围，同时还造成国债发行规模增加过快。不仅如此，由于国债期限不稳定，多年来又呈逐年下降趋势，再加上付息方式过于单调，使得债务偿付年度不均，导致国债集中到期，形成偿债高峰，偿债高峰又逼得财政增加借新还旧的比例，加重还本付息的负担和压力，从而大大加剧了偿债年份中央财政支出的压力，不利于财政收支的平衡。

经过这几年，特别是1996年对国债市场的改革，我国国债的期限品种比过去有了较多的增加。但是，从国债市场的发展，从财政和金融对宏观调控的配合来说，还是很不适应的。

我国国债期限结构不够合理，虽然与设计缺乏科学性有关，但也有客观原因，那就是市场对期限设计的制约。一方面，由于我国基金组织不发达，金融机构和企事业单位的资金都比较紧张，无力进行长期投资，国债的消化主要靠居民个人，而我国居民的收入较低，结余有限，又没有长期投资的能力；另一方面，由于我国金融市场起步较晚，人们对长期投资不很习惯，特别是对期限较长的国债投资难以适应，所以期限较长的国债往往难以推销，迫使发行者不得不将国债的期限逐步缩短。可见，市场对国债期限的选择和需求，是期限设计必须考虑的一个

重要问题。为此,国债的期限设计必须审时度势,根据客观经济环境及市场需求的变化,适时调整期限结构,使之既能满足发行者资金使用期限的要求,又能适应市场的需要。

(三) 优化国债的持有者结构

在国债市场较发达的国家,国债持有者通常以专业机构、政府部门为主,个人持有国债的比例较低,比如,美国个人持有国债的比例仅为 10%左右,日本也不超过 30%,如 1975—1997 年日本国债发行中,个人持有的比例分别只有 6.8%、17.2%、26.6%、21.9%和 14.2%。

目前我国国债的持有者主要是个人投资者,尽管没有准确的统计数字,但多数人认为,个人投资者持有国债的比例在 60%以上。同日本相比,这一比例是极高的。他们一般很少到国债交易市场去交易,其主要原因,一是个人投资者一般属于期满兑付型;二是进行国债交易不方便。

长期以来,在我国中央银行不持有国债、专业银行则很少承购国债,国外投资者基本上不允许购买国债,这种极为单一的国债持有者结构,已在相当大的程度上制约了我国国债市场的规范和发展。

要改变这种状况,首先要配合货币政策的运用,打破中央银行不能持有国债的框框,保持中央银行持有有一定比例的国债。中央银行持有国债对其控制货币供应量是十分有利的,中央银行在国债市场上利用公开市场操作吞吐国债尤其是短期国债可以有效地调节供应量。实际上,在许多国家,国债均是中央银行的重要资产,作为货币发行的基础。

其次,要取消对专业银行购买国债的某些限制,允许专业银行直接进入国债市场。专业银行持有有一定数额的国债既有利于调节其资产结构,又有利于货币供应量的调节(它构成中央银行进行公开市场操作的基础)。而且,持有风险小、收益高、流动性强的国债同持有现金、同业存放、中央银行存款相比,也是专业银行最理想的二级储备。

再次,要允许国外投资者购买一定比例的国债,这既有利于我国利用外资政策的实施,又有利于调节国债持有者结构。

通过国债持有者的上述调整,可以改变国债市场始终在财政部、非银行金融机构、居民个人这样一个不大的范围内循环的格局,并且可以大幅度扩大国债市场的发行空间。这里有必要指出的是,保持居民个人持有有一定比例的国债,十分必要,它对于国债市场的稳定和繁荣具有极其重要的意义和作用。特别是在近年经济过热、消费膨胀、社会需求过旺的经济背景下,居民个人持有有一定比例的国债,将一部分消费基金转化为积累基金,推迟部分购买力的实现,有利于缓和社会供需矛盾。

1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
20
21
22
23
24
25
26
27
28
29

政府债务对于国民经济的作用与影响

陈景跃

中国改革基金会北京国民经济研究所是非赢利性的、非政府科研机构。研究所广泛联络社会各界的研究力量，从事与中国经济发展，与经济改革有关的各方面研究活动，力争为公众、企业界和政府机构提供一流的科研成果和政策分析。近期研究的重点领域为宏观经济和经济体制改革的各种理论与政策问题。研究所印发的“工作论文”均为研究所组织、资助的研究项目的成果。

欲与研究所论文作者联系者请按以下方法联络：研究所电话：66120878，66120879；传真：66187058；通讯信箱：北京 2052 信箱；邮政编码：100035；联系人：乔桐封；地址：北京市西直门内南草厂街 1 号

工作论文 No.98—018