

□ 刘志友 刘银凤 王家华

## 论国债政策与财政、货币政策的协调配合

近几年来,随着国债发行规模的逐年扩大,由1981年的40亿元增加到1997年的2486亿元,国债政策在调节社会资金供求方面的作用也日益增强,如何正确协调国债政策与财政、货币政策的关系已成为重要的研究课题。

### 一、财政、货币政策和国债政策的基本特征

1. 财政、货币政策与国债政策都是国家调节宏观经济的基本手段。货币政策是中央银行为实现宏观经济目标而采取的调节货币供给量的各种规则与措施。它通过控制货币供应量,影响着社会总需求;财政政策是政府为了调节和作用于经济运行过程使之达到某种经济政策目标状态,而制订的财政活动的指导方针,它通过预算收支及税率来影响社会总需求;国债政策是政府国债运行过程所进行的决策、组织、规划、指导、监督和调节等一系列活动的总称。它主要是通过国债的种类设计、发行利率的决定、应债来源的选择来影响社会总需求的。三大政策都是国家调控宏观经济的手段。首先,三大政策都是为国家宏观经济目标服务的,其各自目标中都包含稳定货币,并以此促进经济增长的内涵;其次,在现代宏观经济管理中,三大政策都是依靠货币的运动来实现其目标的,财政的收入和支出,是货币流动、集中和转移的过程;国债的发行、交易、兑付等,也是货币运动的效应,国债政策正是通过国债对经济活动的流动性效应和利息率效应来发挥作用的。因此,财政政策和国债政策从调控经济的本质上来看都是一种货币政策调控,只是各自在调控方式上有一定差异而已。三者利用价值手段调节国民经济方面有明确一致的目标。

2. 财政政策是结构型宏观调控政策。财政政策调控有其自身的特点:财政政策调控以国家政府为主体,政策变动受政府政治决策和社会政治环境的影响大;调控中侧重于对资金的再分配,着重对社会再生产中扩大再生产的部分,通过对经济增量部分的调节来实现总供给与总需求的平衡,由于财政收入的税收性和支出的分配性,就决定了财政政策具有明显的行政性调控特色,资金的运动体现从经济部门到政府部门的收入再分配、再由政府部门流回经济部门的支出再分配纵向流动过程。这种资金运动的行政性和分配性正好反映了财政行政管理调控更适合于在调控经济结构方面发挥作用。财政可以通过自己的收支活动,改变货币的流向,把社会上的一部分货币流引导到新兴产业和瓶颈产业上去,从而达到优化经济的供求结构、优化产业的技术结构的目的。改革开放以来,我国财政在结构调控中主要通过三种形式进行的,一是财政资金直接投入重点发展的产业部门,部分或全部负担某些项目的投资,这种方式也包括对某

些投资项目投产后的减免税优惠。二是财政资金金融化即通过政府银行以贷款的形式投入重点产业部门。这种方式比拨款投资形式会产生更好的资金使用效果。三是财政资金对某些需要优先照顾的项目予以贴息补助,这也是一种有效调整产业结构的手段,它的长处是可以用少量的财政资金调动起更多的社会资金,流向国家重点发展的产业部门。财政调控通过使经济结构不断优化,技术结构不断先进,从而推动经济增长。

3. 货币政策是总量型宏观调控政策。这一特征可以从两个层次来阐述。首先,货币政策是一种总量宏观调控政策,与财政政策相比,货币政策是一种社会资金分配政策,它的调控涉及到货币运动的所有领域,财政政策主要是收入调节政策;与商业银行的信贷政策相比较,货币政策只涉及货币供应量、信用量、利率、汇率水平和金融市场等总量问题,它是通过对货币总量关系的调节来实现社会总供给与总需求的平衡的,是对经济活动的全面性调控,而不直接涉及到单个银行及企业融资行为,因此货币政策调控是一种总量宏观调控政策;其次,货币政策又是一项间接调控经济的政策。货币政策对经济的调控一般不采取行政性的指令计划手段,主要是通过经济机制间接调节经济变量,这就使得这种经济调节措施与其他经济政策调节措施相比,具有间接性的特征。

4. 国债政策是财政、货币政策的连结纽带。我们知道,财政政策中,发行国债是财政收入政策的重要组成部分,财政通过发行公债,筹措建设资金和周转资金,国债政策成为财政弥补赤字和筹集建设资金的手段。就货币政策而言,当今西方发达国家中央银行执行货币政策主要是通过运用公开市场业务,而公开市场业务的操作对象就是政府债券,当中央银行执行扩张性货币政策时,它就要在公开市场上买进政府债券,以此向流通领域注入货币;而当中央银行实施紧缩性货币政策时,它就向金融市场抛售政府债券,以此从流通领域回笼货币。显然,中央银行利用吞吐政府债券而调节货币供应量的公开市场业务,是以较大规模的政府债券的存在为前提的。从这个意义上讲,国债政策是中央银行货币政策调节经济的“传导器”。再从国债运行的过程来看,国债政策的执行是融于财政、货币政策之中的,国债是否发行及发行多少是属于财政政策的范畴;政府如何发行国债,向谁发行国债,发行什么种类的国债,既发国债还本付息等操作活动,构成一般意义国债政策的内容;而作为中央银行公开市场业务操作手段的政府债券的买卖活动,则属于货币政策研究的范畴。从上述两方面来看,无论是财政政策,还是货币政策,其实施过程都同国债政策有着不可分割的联系,因此,国债政策自然成为财政政策与货币政策之间协调搭配的桥梁。

## 二、国债政策与财政、货币政策的矛盾

上述分析可知,国债政策同财政政策和货币政策有着不可分割的关系,但国债政策并不是财政、货币政策的内在政策,自身有着独特的运行规则,国债的发行、推销、流通、还本付息等过程都是相对独立的经济活动,这就必然会产生三大政策在运行过程中的不一致,就理论和实践而言,这种不一致表现为:

1. 直接政策目标有冲突。典型的事例是,国债政策的直接目标之一就是尽可能降低举债成本。为此,在财政政策上应控制国债的发行规模,因为举债成本与举债规模是正相关,举债规模大了,债息率及支付给推销机构的佣金和手续费率肯定要随之增长,但举债规模的控制是以减少或消除财政赤字为前提的,这就与财政政策促进经济增长等目标相悖。再就拓宽国债发行和分配范围的目标来看,为实现这一目标,政府往往会采取给认购者以税收优惠、对国债的收

益额免税的配套政策,这又明显减少了财政收入量,影响了财政的开源政策。再如,低利率时期多发行长期国债,高利率时期多发行短期国债,这是国债政策降低举债成本的必需途径,但这通常是要同货币政策的目标发生冲突。因为低利率往往发生在经济发展低落的时期,在经济已经衰退的条件下,大量发行长期国债会驱使长期利率上升,阻碍投资增长和长期利率形成,而高利率往往发生在经济高速增长时期,在经济面临通货膨胀威胁或已经处于通货膨胀之中的条件下,大量发行短期国债就好比在一定程度上增发货币,从而抵消货币政策的效应。

2. 政策运作过程中产生相互抵耗效应。这主要表现在当国家扩大国债发行规模时,就使市场货币供应量减少,这会加剧从紧的货币政策,或使货币政策的紧缩过度。在财政政策上,也表现当期财政收入猛增,加大了突击性资金开支,产生过份“寅吃卯粮”,加重了后代还本付息的负担,产生代际不公平。在国债还本付息期,又会增加市场货币供应量,抵消货币紧缩政策,扩大社会总需求;对财政来说,又会扩大支出,加重负担,迫使其加大国债发行规模,以实现举新债还旧债,这样势必进一步扩大财政不平衡,加大财政预算平衡的难度。

3. 赤字财政政策对国债政策和货币政策有时不能协调一致。当今,赤字财政通常有两种解决途径:一是通过中央银行透支来消化赤字量。因为这会最终导致松的货币政策,引起通货膨胀,所以大多数国家法律不允许这么做;二是财政透支通过发行国债来弥补,即赤字市场化,这就要扩大国债发行规模,这对金融市场不够发达或居民债券投资意识不强的国家来说,显然是增加了工作难度。如果国债政策执行不理想,政府为平衡财政或要求中央银行在一级市场购买国债,或倒向中央银行借款,无论采取哪一种方法,实质上都影响货币政策正常运行。

### 三、我国当前国债管理政策与宏观经济调控的现状

1. 国债政策的规模效应已逐年扩大,但作为中央银行公开市场运作的筹码仍然有限。我国自1981年发行国债以来,国债发行规模增长了60多倍,从1981年的40亿元,增加到1997年的2486亿元(计划数),1981—1997年累计发行国债9130亿元。从发行国债的目的来看,早期发行国债的目的仅仅是为了弥补财政赤字,近年来,财政预算实行“复式制”,发行国债的目的,除了弥补财政赤字外,更重要的是为了筹集资金搞国家建设。国家发行国债收入占财政收入的比重从1981年的11.2%,上升到1996年的26.5%,有力地支援了国家重点建设项目,解决了国民经济发展中的许多瓶颈问题。但目前的国债规模对中央银行实施公开市场业务的数量还相当有限。因为,中央银行采用公开市场调节货币流通的前提是市场拥有数量足够大、品种足够多、有充分选择余地的国债。美国1990年国债余额3200亿美元(现已超过4万亿美元),占当年GNP的58.7%,德国国债余额占GNP的60%,而我国截止1994年底市场国债余额为2200亿元,1995年发行1549.8亿元(到期还本付息878.8亿元),1996年发行1967.42亿元(到期还本付息1331.69亿元),1997年计划发行2485.96亿元(其中还本付息1959.08亿元)。粗匡市场国债余额约为4020亿元,其中绝大部分是凭证式国债,无法用于中央银行的公开市场操作。如粗估市场无纸化国债量为1000亿元,以1996年为例,全国商业银行贷款余额近61200亿元,市场无纸化国债余额仅仅占贷款总额的1.63%,即使中央银行全部买下国债,公开市场对商业银行的资产状况也不能构成较大的影响。在目前商业银行本身持有国债量仅占自身比重极小的情况下,公开市场对商业银行的影响几乎可忽略不计。

2. 国债政策的流动性效应得到进一步增强,但国债的货币效应并不十分明显。国债政策的流动性效应,是指在国债管理上通过调整国债的流动性程度来影响整个社会的流动性状况,

从而对经济施加扩张性或抑制性影响,其传导过程可表述为:国债的流动性程度变动→社会的流动性状况变动→经济活动水平变动。国债的流动性效应主要产生在国债期限结构策略和国债的应债来源策略上。相机变动国债的长中短期到期结构或进行长中短期调换,能改变市场货币量的流动性,从而对经济施加扩大性或抑制性影响。通常短期债券变现能力强,有近似货币之称,在三类债券中流动性最高;长期债券变现能力相对较弱,流动性最低;中期债券的流动性居中。当政府需要启动经济,对经济实施刺激时,可扩大短期国债的发行,相反,可扩大长期债券的发行,以降低社会中的流动性,这与货币政策实施紧缩政策具有同方向效应。我国1981—1997年的国债多是3年期、5年期和10年期的,1994年开始有了半年、1年、2年的品种,今年才开始发行3个月国债。从现状来看,早期许多10年期的已还本,目前市场短期长期国债品种较少,3—5年期品种较多,因此,我国目前国债的构成情况说明,国债的流动性效应还不明显。换一句话说,国家在运用发行国债调节市场货币流动性的能力还较弱。近两年一直实行适度从紧的货币政策,原则上应多发行长期债券,但事实上我国还是以发行中期债券为主:

3. 国债政策的利息效应得到合理运用。国债政策的利息效应是在国债管理上通过调整国债的发行或实际利率水平,来影响金融市场利率升降,从而对经济施加扩张性或抑制性影响。我国国债利息率的形成大致经历了三个阶段:一是1981—1984年低利率阶段,国家发行国债利率为4—8%,低于银行同期8.28%的存款利率;二是1985—1995年高利率阶段,国债发行年利率为9—14%,高于银行同期存款利率达到1—2个百分点;三是1996年至今市场利率阶段。国债发行利率的确定是在承购包销的基础上由财政部与承销商之间进行招标、投标来达成。(陈维刚,1996)。第一阶段按低于银行存款利率的收益率发行国债,有变相赋税的性质,以行政摊派方式完成发行任务;第二阶段,国债发行利率始终高于银行存款利率1—2个百分点,加之1991年以后全面开放国债流通市场,出现了国债发行利率行政化、流通利率市场化的现象。但国债的信誉已得到确立,一级发行市场的国债热已经显现。1996年后新的国债发行方式,又进一步实行了国债发行市场化的尝试,国债发行利率和流通利率更合理地反映市场利率的变化。这样,有利于调动机构和中小投资者购买国债的积极性,国债政策的利息率效应既在数量上又在质量上得到有效的运用。

#### 四、我国当前国债政策与财政、货币政策的协调策略

国债政策、财政政策、货币政策是国家三大宏观调控政策,国债政策是财政、货币政策实施的桥梁,三者有不可分割的关系,但其各自的调控又是相对独立的。统一性决定了它们之间可以协调配合,采取目标一致、手段作用力同向的行动;差异性决定了它们之间只有相互协调配合,才能避免相互制约,减少政策内耗,共同实现总体目标。从我国近年实践来看,三大政策在协调配合中,应坚持两条原则:一是三大政策应统一服从于国民经济发展总体目标,一切政策活动都应统一到经济增长、稳定物价、充分就业上来;二是尽量减少政策之间力量的内耗和相互抵消,要扩大政策的相互促进作用。

1. 坚持以国债政策平衡财政收支,协调国债政策与财政政策的关系。坚持财政赤字的债券化政策已被多数市场化国家证明是一项可取的政策。因为这样做至少有以下几个好处:一是可以在一定限度内增加财政收入,在财政收入有限的情况下,可以用有限的资金来解决国家重点建设,避免财政无收入而导致的支出安排掣肘的状况;二是财政赤字的市场化,可以避免赤字对货币政策的冲击。如果财政赤字不通过发行国债来弥补,那就势必通过中央银行透支来解

决,这样就迫使货币政策改变其力度,从而影响货币政策的协调效果。这样就使财政政策和货币政策之间作用力相互内耗;三是坚持国债政策平衡财政收支,更有利于国债市场自身的发展。平衡财政收支尽管成为一个古老的发行国债的途径,但它进一步开拓和启迪了国债市场自身的成长,而国债在数量上、种类上、期限上的发展又为中央银行运用公开市场政策创造了条件,为国债政策与货币政策之间的协调奠定了物质基础。

2. 扩大国债发行,增加品种,为中央银行开展公开市场业务创造条件。公开市场政策是中央银行间接运用货币政策的有效手段,当今已被越来越多的国家中央银行所启用。我们知道,一国采用公开市场业务的首要条件是发达的金融市场上必须拥有数量足够大、品种齐全、期限结构合理的国债。因此,协调好国债政策与货币政策的关系必须解决好上述问题。自1981年以来,我国国债市场飞速发展,国债规模也有了惊人的增加。但从中央银行运用公开市场进行宏观调控来说,其可供调控的发行量还是相当有限。首先,从国债增量来看,占全国居民储蓄的比重较小,还有很大潜力可挖。1996年全国城乡储蓄38520.8亿元,国债发行量占储蓄比仅为5.1%,占1996年储蓄增量8858.6亿元的22.04%。其次,从国债流量来看,全国估计到1997年底,市场国债余额为4020亿元,按1997年国家银行贷款增加18%计算,年末贷款余额约72200亿元,市场国债余额仅占1997年贷款额的5.6%,这样小的比重,中央银行货币政策的调控对宏观经济的影响是微乎其微的;如按西方国家国债规模占GNP的比重,我国按50%计算,1997年底(实际)市场国债存量必须达到33050亿元,目前的市场存量仅为该理论数据的1/8略强。显然,目前国债政策对货币政策的能动作用未能有效发挥,要使货币政策与国债政策协调配合,扩大国债规模、增加期限品种是必然选择。

3. “九五”期间,我国应坚持实行适度从紧的货币政策与适度从紧的国债、财政政策的协调组合策略。当前我国宏观经济形势较好,1997年国民经济实现了“软着陆”,各项经济发展指标反映都良好。这充分说明中国人民银行制订的适度从紧的货币政策的有效性。

所谓紧缩性货币政策是指在社会总需求大于社会总供给,流通中货币过多的情况下,中央银行控制货币发行抑制总需求,使其增长幅度低于总供给增长幅度的一种措施。适度从紧是我国近年来一直坚持的政策措施。从固定资产投资规模过度膨胀、加工工业发展过快的角度看,货币政策的从紧是必然的。但我国存在经济结构严重不合理的状况,交通、能源及国有大中型企业发展的滞后,许多企业亏损严重。因此,在总体从紧的前提下,进行结构性松动是十分必要的。这种松动关键是“适度”。从量上来说,每年的货币供应量、贷款规模比上年略有增加,即总量的绝对增加和增长率的相对下降并存;从质上来说,属于国民经济的瓶颈部门应大力支持,促进更新改造,技术发展,严格限制重复建设,国有大中型企业要积极进行体制改革,加快股份化步伐,该松的松,该紧的紧,实行结构优化、总量适度增长的货币政策策略。

“九五”期间继续实行适度从紧的货币政策非常必要。(1)我国社会主义市场经济体制还未真正建立,经济主体投资扩张的冲动依然存在;(2)近几年来我国经济增长一直保持10%左右的速度,如投资规模过大,必然使经济增长过快超过“九五”规划平均增长8%的速度,必然激化我国业已存在的瓶颈矛盾,使国民经济比例失调;(3)脆弱的金融也需要中央银行采取审慎的货币政策。长期以来,国有企业亏损,不仅造成财政少收,而且带来了银行的呆帐。因为财政减收,无力向国有企业注资,于是把问题推向银行,由银行向企业贷款,以解决国企的困难,甚至安定团结贷款也由银行承担,许多银行不良债权率提高到30%以上,扭曲的信用秩序随时都有可能影响中央银行基础货币的稳定,从而导致金融危机;(4)物价上涨的压力依然存在。社

会总供给增长速度固然很快,总量上社会总需求与总供给供求基本平衡,但结构矛盾突出,外汇储备猛增,1997年9月末达1340亿美元,导致中央银行外汇占款过多,成为潜在推动通货膨胀或者增大通胀压力的重要因素;居民储蓄增长过快,“笼中虎”的威力越来越大,1992年以来五年,我国储蓄存款平均增长速度为33.55%,远远高于国内生产总值的增长速度,截止1997年9月末,全国居民储蓄存款余额为44139.5亿元,居民单一的投资结构对市场有较大的压力。因此,采取适度从紧的货币政策一方面可以相对增加货币供应量,解决国民经济瓶颈发展中资金不足的问题,另一方面又可以控制总需求的过度扩张,优化国民经济发展的外围环境。但这一政策需要有财政、国债政策的协调配合。从上述分析,笔者认为目前我国财政政策和国债政策也应采取适度从紧的策略,从而实现我国近期乃至“九五”期间货币政策、财政政策和国债政策的适度从紧组合搭配策略。提出这样的组合,理由有以下三个方面:

(1)财政政策有较强的结构调控功能,经济结构的不协调需要有财政增加投资来有效调节。实行适度从紧财政政策,有利于财政集中筹措有限的资金用于国民经济建设。我国财政自1994年起实行复式性预算,经常性预算坚持收支平衡的原则,建设性预算采取适度举债经营的原则。这是因为近几年来财政收入的增长和支出的安排不能适应经济建设的需要。以1996年为例,全年财政收入7366.6亿元,其中用于经济建设的支出只能占财政收入总额的40%左右,约合人民币3000亿元,不能适应国民经济发展和国有大中型企业改革的需要,而通过适度举借债务,可以集中部分资金解决重点建设资金不足问题。据统计,我国1994—1996年的债务收入分别为1175.3亿元、1549.8亿元、1967亿元,分别占当年储蓄增加额的18.6%、19.3%、22.04%。且当年债务收入占当年国民生产总值的比重分别为2.2%、2.34%和2.28%。从这些比率看,并不是很高的,说明我国目前的债务负担社会和居民都是能够承受的。近几年来来的实践操作也正好证明,财政采用经常项目收支平衡、建设项目适度举债的这种适度从紧的财政政策是符合我国当前国情的。

(2)从近年财政收支状况来看,财政赤字额有扩张趋势,中央财政的债务依存度较高,过度放松财政政策,不利于财政收入的长久平衡。自1979年改革开放以来,我国为了集中更多资金搞经济建设,财政赤字额逐年增加,至1996年累计近4000亿元,从1979年的170亿元,增加到1996年的547.8亿元,我国财政的债务依存度(国债发行量/财政支出)也逐年上升,从1979年的2.8%上升到1996年的20.9%,中央财政的债务依存度从1990年以后则一直在30%以上,1994年更是高达52%,超过国际上公认的20%的警戒线达32个百分点。目前我国的财政债务依存度比多数发达国家历史最高年份要高出10—20%。财政过高的债务率迫使财政历年收支绷得很紧,不利于我国财政收支的未来平衡。

(3)从债务增长速度来看,我国举借速度太快,不利于政府长期从证券市场筹措建设资金,因此,国债规模不应急剧扩大,采取适度从紧的国债政策是符合国情的。近年我国债务增长速度呈跳跃式发展,从1993年的3.6%,增长到1997年(计划)的58.8%,其中94—97年平均增长速度为35.5%,这一增长速度大于我国近年来的财政收入增长速度15个百分点。固然我国经济建设需要大量资金,但举债支持经济建设要考虑几个因素。首先是当年社会的购债承受能力。这主要取决于企业、居民的货币收入、证券意识等因素。就个人投资来说,目前投资债券的意识已经增强,用于债券投资的资金较充足。我国近几年虽发行国债规模大增,但销售状况仍然较好;再从机构投资来看,尤其是我国目前商业银行的资产结构中国债所占份额还相对有限,随着我国银行的商业化,资产证券化的比重将逐步扩大。目前国债规模较(下转第14页)