

# 我国国债风险产生的路径探讨

江新昶

(厦门大学 财政系, 福建 厦门 361005)

**摘要:** 国债风险产生于国债的特殊性质。国债风险不但包括信用风险, 而且包含社会福利损失风险、赤字扩大、金融抑制、资本逃避、无谓损失、通货膨胀等。本文试图从以上两个基点出发, 从 6 个不同角度考查我国国债工具运用过程中各经济变量的长短期变化趋势, 分析风险产生机制, 揭示风险产生途径, 以利于防范国债风险。

**关键词:** 国债; 财政风险; 金融压抑; 债务危机; 资本外逃

**中图分类号:** F812.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2003)07-0022-06

从 1981 年国债恢复发行以来, 它作为融资手段和经济调节手段一直被国家广泛运用, 并在弥补赤字, 加快基础设施建设, 推动经济增长, 深化改革方面发挥着巨大的积极作用。但运用国债工具同样伴随着巨大的风险。

## 一、低估国债规模带来赤字规模扩张风险

财政赤字弥补方式的经济成本和便利程度制约着赤字规模扩张。1994 年颁布的《预算法》堵死了政府向中央银行融资的途径, 国债成为弥补赤字的惟一方式。因此, 国债发行空间大小就成了制约赤字规模的因素之一。仅从负债率(国债余额/GDP)和应债率(国债余额/居民储蓄余额)(见表 1)两项指标看, 我国政府债务负担低于所谓的国际公认的警戒线。但仅此就认为发债空间还很大, 就明显低估了现实的债务规模。

表 1 1992~2001 年国债规模指标表

年份	数量指标		比率指标				
			国债发行饱和度指标		中央政府偿债能力指标		
	内债余额 (亿元)	外债余额 /GDP	国内外债 务余额 /GDP	内债余额/ 居民储蓄 余额	利息支出/ 调整后的中 央财政收入	还本付息支出 /调整后的中 央财政收入	债务净收入/ 调整后的中 央财政支出
1992	1282.70	14.40%	19.22%	11.11%	11.33%	38.21%	24.59%
1993	1540.70	13.90%	18.35%	10.44%	6.61%	31.74%	31.87%
1994	2286.50	17.10%	21.99%	10.63%	5.06%	16.85%	42.10%
1995	3300.40	15.20%	20.84%	11.13%	9.65%	26.63%	41.54%
1996	4361.40	14.20%	20.63%	11.33%	10.72%	36.30%	38.59%
1997	5508.90	14.50%	21.90%	11.92%	13.19%	44.38%	35.28%
1998	7765.70	15.20%	25.11%	14.54%	15.10%	47.37%	43.24%
1999	10542.00	15.30%	28.15%	17.68%	12.57%	32.10%	51.55%
2000	13010.00	13.50%	28.05%	20.22%	10.39%	22.45%	59.82%
2001	15616.00	14.70%	30.98%	21.17%	9.27%	31.58%	44.09%

注: ①调整后的中央财政支出=中央财政预算内支出+利息支出+中央对企业的亏损补贴。

②调整后的中央财政收入=中央财政预算内收入+中央对企业的亏损补贴。

③债务净收入=国债发行额-还本支出=国债发行额-(还本付息支出-利息支出)。

资料来源: ①《中国财政年鉴》编辑委员会:《中国财政年鉴 2002》, 中国财政杂志社, 2002 年版。

收稿日期: 2003-05-21

作者简介: 江新昶(1980-), 男, 江西波阳人, 厦门大学财政系硕士生。

第一,负债率和应债率只能说明政府借贷过程中资金供给的松紧程度,只能衡量社会富余资金对国债的吸纳能力,低的应债率和负债率仅是国债发行的前提条件之一,即有钱可借。作为债务人的国家对债务承受能力也一样制约着国债余额的最佳规模,即还得起钱。衡量政府到期还本付息能力的指标有两个:偿债率(还本付息支出/财政收入)和债务依存度(债务收入/财政支出)(见表1)。由于我国财政支出占GDP的比重,中央财政支出占全部财政支出的比重(两个比重)不高,这两个衡量偿债能力的指标已经远远高于安全水平。

第二,国债余额与赤字之间存在着一种相互推动和同向扩张的机制。赤字导致国债发行,国债余额增加,利息支出增加,赤字压力增大,国债规模膨胀,国债余额继续增加。如此反复,国家债务负担变得异常沉重,处理不当将引发债务危机。这就是国债余额“滚雪球式”暴增的演变过程。国债余额由1997年5508.90亿元到2001年的15616亿元,5年中净增10000多亿元。我国学者(刘成,2000)估计,在经济增长率、国债利息率、赤字率分别为7%、10%、3%的水平下,国债负担率从1998年的9.91%增长到78.4%,只需要20年时间。所以,简单地拿国债连续发行只有20年历史的中国与已有百年发债历史的发达国家比较国债负担率,并不能必然得出我国还有很大的国债发行空间

第三,大量隐性国债随时可能显化,这些隐性国债包括(1)地方政府债务。1994年通过的《预算法》不允许地方政府发行债券,也不允许地方政府预算出现赤字。但是地方政府至少可以通过两条途径获得债务融通的资金:中央政府转贷地方政府的国债,这部分不计入中央政府债务负担。如1998年增发的1000亿元国债中有580亿元转贷给地方;凭借行政权力向当地商业银行或企业借的钱。到2000年末全国仅乡镇一级政府的净债务就达1770亿元,平均每个乡镇400万元。除此之外,对企业提供信用担保使地方政府存在隐性债务风险。(2)国有商业银行的大量不良资产。中国人民银行数据显示:2001年四大国有商业银行不良资产规模达18000亿元,占全部贷款的26.62%。(3)社会保障基金欠账。在社保体系方面,我国形成了现收现付与部分积累相结合的制度。一方面职工的个人账户上有明确的存款数额;另一方面,这些钱已被用于支付已退休工人的退休金。社保基金支付义务与基金积累的缺口——社保基金欠账要求财政填补。是财政隐性债务组成部分之一。国务院发展研究中心的研究报告显示2002年社保基金欠账规模达20000亿元。(4)其他隐性负债。这部分包括粮食系统挂账、政策性金融债券、国有企业债券等。虽然说隐性负债并不必然形成中央政府债务负担,但无可否认,政府在银行危机、社保资金短缺、地方政府面临债务危机时必须负担这些债务。这时隐性负债就成为实实在在的政府债务。有学者(樊纲,1999)估计,1998年银行坏账、国家外债及政府内债三者之和与当年GDP之比的国家综合负债率为50.53%。

## 二、现行内债发行模式带来金融抑制风险

国债是投资者的投资对象之一,在货币市场和资本市场与其他形式的投资对象如银行存款、公司债券、股票争夺着有限的金融资源。由于我国的国债流通市场不健全,缺乏足够数量的做市商,国债无法迅速变现,缺乏同银行存款一样高的流动性。如果完全采取市场方式发行国债,可能无法完成当年的发行任务或取得预期数量的发行收入。为此,国家采取众多措施保证国债顺利发行。这些政策极有可能造成金融抑制。

第一,被迫购买的产生。如果受种种政策影响,商业银行、保险公司、养老基金等金融机构持有的国债规模超过自愿持有数量,就会形成被迫购买。被迫购买根源于以下两种机制。

(1)自1991年开始,我国发行国债采用市场化方式——承购包销。通过建立国债一级自营商制度,形成国债承销团。根据协商发行条件,国债承销团全额买下需要发行的国债,并向市场推销。这是一种协议市场发行制度,但我国的承购包销方式并不是真正意义的承购包销,发行利率和推销

价格都被政府以行政指令方式单方面决定。一旦行政指令决定的发行条件偏离市场时,自营商可能无法把承销的国债全部销售出去,必须“吃下”剩余部分,被迫购买了一定数量的国债。

(2)近年来财政部多次利用私募定向方式发行专门面向商业银行和各种基金的特种定向债券,也使得这些金融机构被迫持有了一定数量的国债。

第二,国债的利率结构对真实利率的扭曲。一般说来,以拍卖方式形成的国债利率,通过国债投标人之间竞争性出价,动态地反映出不同时期信贷资金的丰裕程度,是资本市场的基准利率之一。银行存贷利率以及其他金融资产利率根据风险“升水”得出。在正常的利率形成机制中,短期国债利率决定银行存贷款利率。

与此相反,我国的国债发行利率是在国债与银行存款、企业债券、金融债券相互竞争,共同分享巨大的中国城乡居民储蓄的过程中形成的。为了以利率上的优势吸引更多的储蓄资金,1988年以来,国债利率一直保持在高出银行同期存款利率 1%左右的水平(见表 2)。在我国的利率形成机制中,银行储蓄存款利率决定国债利率。

表 2 国债利率与其他短期利率对比表 单位:%

项 目 \ 年 份	1994	1995	1996	1997	1998	1999
一年期国债利率	11.98	11.98	12.04/12.11	10.69(2年)	7.11(3年)	2.6(2年)
一年期银行存款名义利率	10.98	10.98	9.18/7.47	5.67	5.22/4.77/3.78	2.25
消费物价指数(CPI)	24.1	17.1	8.30	2.80	-0.80	-1.40
一年期国债真实利率	-12.12	-5.12	3.74/3.81	7.89	7.91	4.00
发达国家平均短期利率	4.50	4.60	4.30	4.00	4.00	3.50

注:①1996年两次发行了一年期国债。②1996、1998年储蓄存款利率有调整。③1997、1998、1999年没有发行一年期的国债,所采用的利率分别对应2年、3年、2年期的国债。

资料来源:①国债利率水平资料来自杨大楷等:《国债风险管理》,上海财经大学出版社2001年版。

②其他资料来自:IMF:《World Economic Outlook-Recessions and Recoveries》,2002。

这种偏离市场均衡位置的国债利率水平又会通过行政渠道和资产替代渠道将市场上的其他利率限制在这一水平。当国债真实利率低于市场均衡利率,国债将面临发行困难。为了完成国债发行计划,防止企业或其他金融机构高利筹集资金,国家会以规章条例的形式对这种行为进行限制。拿1994年为例,当时1年期国债的真实利率为-12.12%,以企业债券为代表的高利集资严重冲击了国债的发行。国务院在短短几个月内,连续出台了几个文件,规定其他债券的利率不得高于同期国债利率,人为压低了整个市场的利率水平。当国债利率明显高于市场均衡利率时,作为其他融资手段的竞争对象,又拔高了市场出清利率水平,降低了应有的投资水平(Blejer、Khan,1984;Fry,1996)。

### 三、特殊的外债形成机制所导致资本逃避风险

#### 1. 外债累积的结果是外汇储备的增加

在1982~2000年的多数年份里,当我国经常账户出现盈余时,金融账户余额也出现了盈余(见表3)。根据国际收支平衡公式: $CAY+KAY=\Delta RY$

表 3 国际收支账户余额及外债余额变化表 货币单位:亿美元

年 份	经常账户余额	金融账户余额	外汇储备变化额	外债变化额
1982~1987	-62.07	97.87	2.15	302.1
1988~1993	116.45	367.26	228.4	533.6
1994~2000	1187.01	1355.44	1433.75	865.4
累计	1241.39	1820.59	1674.04	1674.04

资料来源:①外债余额数据:1997年及以前年度数据来自杨大楷等:《国债风险管理》,上海财经大学出版社2001年版;1997年以后数据来自国家统计局编:《中国统计年鉴2002》,中国统计出版社2002年版。②其他数据来自戴相龙主编:《领导干部金融知识读本》,中国金融出版社2001年版。

其中:CAY是经常账户余额;KAY是金融账户余额; $\Delta RY$ 表示储备变化额。当CAY与KAY同时增长时, $\Delta RY$ 必然增长。造成这种现象的制度基础是我国的结售汇制度:企业出口所得外汇必须出售给受中央银行委托经营外汇业务的商业银行,后者再转售给中央银行,储备资产增加;企业需要外汇进口物资时,再向商业银行购买外汇。对企业进口国外商品的外汇需求,政府通常会直接或间接以担保形式帮助企业获得外币贷款,外债增加。因此,在这种制度下,存在一种罕见的现象:一方面是外债增加;另一方面是外汇储备的增加,形成外债余额与储备额“双高”的局面。外债间接变成了外汇储备。2002年末这两个指标分别为1685亿美元、2864亿美元,2003年3月份外汇储备达3160.09亿美元。利用外债方式增加外汇的必要性受到质疑。

## 2. 外债规模累积导致资本外逃

国外学者(阿比迪安 & 比格斯,1998)通过对南美一些国家的研究,发现随着外债发行,海外资本流入、外汇储备增加之后,紧跟着便是资本流出的发生。由于我国对资本项目进行管制,资本流出多以非法的资本逃避形式出现。1995年起,中国衡量非法国际金融活动的净误差和遗漏账户余额都超过了100亿美元(见表4)。

表4 净误差和遗漏账户余额表

货币单位:亿美元

项目	年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	合计
净误差和遗漏账户余额		-31	-68	-83	-98	-98	-178	-155	-220	-166	-148	-119	-1364

资料来源:戴相龙主编:《领导干部金融知识读本》,中国金融出版社2001年版。

外债规模积累导致资本逃避的原因有三点:(1)外债必须以积累的贸易或非贸易外汇收入在债务到期时偿还。相当于必须用本国商品或劳务进行偿还,直接形成国民负担,意味着未来税收负担加重。中国在2002年末外债余额为1685亿美元,以1美元兑8.30人民币元折算,每个中国人将负担将近1100元的债务。出于逃避外债导致的国民负担考虑,人们都有移居国外或将资本转移到国外的动机,因为前者会完全转嫁到外债负担,后者会减轻财产税形式的外债负担。(2)政府当面临巨大并且不断膨胀的外债时,为了清偿外债,将会刺激出口。其中一个有效方法便是人为使本币贬值。这样持有外国资产将获得比持有国内资产更高的收益率。虽然1996年以来人民币汇率一直稳定在1美元兑8.25—8.3元人民币之间,但在利率和外贸远景的双重压力下,理论界预期人民币存在长期贬值压力。(3)在结售汇制度下,中国人民银行被迫以增加基础货币的形式收购外汇资产,在商业银行存款倍增机制下,货币供给会大大增加,从而加速通货膨胀。M. J. Fry通过研究1979—1993年间79个发展中国家的数据,发现外债与通货膨胀之间存在正相关关系,即外债余额增加会加速通货膨胀。当出现通货膨胀时,社会成员持有的国内财富以实物衡量将面临损失,强加在社会全体成员身上的铸币税以及所得税累进下的通货膨胀税也会增加。这也是资本逃避的原因之一。

## 四、国债项目效率低下带来社会效率损失风险

### (一)国债项目效率低下的表现

1. 国债资金使用极为分散,1998年1105.39亿元国债资金投向7007个项目。
2. 国债项目有些缺乏科学论证,属于典型的“边施工、边设计、边筹资”的“三边”工程。1998年,财政部检查的72个重点项目中有10个项目前期准备不足。
3. 国债项目建设过程中存在预算软约束现象,有些项目实际投入大大超过项目预算,由于存在国债项目对财政投资的“倒逼”机制,中央政府往往被迫追加资金。
4. 有些国债项目财务管理弱化,存在未设专户存储、多头设立账户等问题。这不但不能保证国债资金专款专用,而且加大了监督难度,方便了腐败的滋生。

5. 即使在国债项目建成以后,因为管理人员素质较低,组织不合理导致项目失败的现象也屡见不鲜。

(二)国债项目效率低下形成社会效率损失

1. 大量重复建设工程和“豆腐渣工程”、“胡子工程”的直接结果是投入的国债资金无法用国债项目产生的利润偿还。更深层次上,国债资金使用效率低意味着与国债货币相对应的社会物质财富的消失,减少了整个社会的物质财富的存量,制肘经济的长期发展,引发国债负担在代际之间不平衡分布。

2. 国债资金在不同地区分配比例的差异将会加大不同地区的经济发展水平差距,不利于国民经济整体协调发展。以1998年为例,东中西部地区获得的国债项目总数占下达国债项目总数的比重分别为34.6%、36.3%、29.1%;各地区国债项目计划总投资占下达国债项目计划投资的比例分别为46.5%、29.7%、23.8%。

3. 积极财政政策通过投资国债项目,加快基础设施建设,增加固定资产投资,以提高社会投资水平和居民收入水平,实现拉动内需,加快经济发展的目标。但地方配套资金不足,降低了国债项目投资率。1998年底,所有国债项目仅完成全部投资规模的28.7%。低水平的国债项目投资阻隔了积极财政政策的传导途径,使经济发展速度低于理想水平。

4. 大量“三边”工程、“胡子”工程拉长了项目周期,推迟了积极财政政策发挥作用的时间,拉长了政策的时滞期。如果滞后的效应在下一个经济周期中的复苏或繁荣阶段出现,将使经济体系承受更多通货膨胀压力,加大国民经济波动幅度,扰乱正常的经济秩序

五、内债偿付危机带来的被迫通胀融资风险

从理论上讲,政府不用担心内债的偿还问题。政府可以通过以下三种途径偿还内债:一是增加税收收入或减少财政支出,以财政盈余偿还内债;二是以发新债还旧债的方式,保持一定相对数量的国债本金;三是要求中央银行融资,增加货币发行量,征收通货膨胀税。政府通常会选择前两种偿债方式,尽量避免使用第三种方式。因为通货膨胀会歪曲货币价值,引起经济和社会动荡。由于“两个比重”低,作为债务人的中央政府的偿债能力差,对债务收入依赖性高(见表1),前两种偿债方式发挥作用受多种因素制约。

第一,以盈余偿还内债的可能性不大。收入方面,随着经济体制改革的深化,“费改税”的推行,中央政府的绝大部分收入来自税收。其中增值税(75%归中央)、消费税、关税占了主要部分。2001年税收收入占中央政府财政收入的比重为97.16%,中央财政的增值税、消费税收入分别为4017.84亿元、929.99亿元,两者之和占当年中央财政收入的57.65%。由于增值税和消费税都是比例税,收入弹性不高,不能随经济增长而加速增长。加入WTO后,中国依据承诺将大幅度降低关税税率。由于居民收入水平普遍偏低,企业大多处于亏损状态,即使加上个人所得税和企业所得税的60%,中央财政收入增长速度也不可能很快。

支出方面,财政支出具有明显的上升刚性。一些该降的支出无法降:如行政管理费用支出等。经济发展迫切需要的支出明显不够:如科教文卫支出,社会保障支出等。随着经济对科学技术发展要求的提高,西部大开发以及人口老龄化,财政支出今后将经历一个高速增长期。在这种情况下,以增收或减支每年实现几千亿元财政盈余来偿还国债的可能性不大。因此,国债偿还将在今后相当长的一段时间内将依赖借新债还旧债的方式。

第二,借新债还旧债偿还方式的不稳定性。首先,1999年末,估计60%的国债余额由个人投资者持有。在国债的期限结构中,3年期、5年期等中期国债的发行额上占全部发行额的比重为73.17%。这种以3年期、5年期为主的期限结构在借新还旧的偿债模式下,会使某一年出现债务高峰,财政部将被迫利用通货膨胀方式融资。以1998年为例,当年还本付息支出为2245.7亿

元,占当年财政收入(不含债务收入)的47.37%。

其次,由于国债缺乏足够的流动性,国债利率一直比同期银行存款利率高出1个左右百分点,国债筹资成本较高。随着国债余额巨增,国债利息支出负担将日益沉重。1997~1999年利息支出占中央财政收入的比重分别为13.19%、15.1%、12.57%。2001年末,国债余额为15616亿元,利率每年上升1%,利息支出将增加150多亿元。利息支出如果引起或增加当年赤字,每年的国债发行规模将扩张,国债余额将增大,利息支出也会增多,财政赤字进一步扩大。财政就陷入了“赤字—国债余额”相互推动增长的困境,如果财政收支没有明显改善,国债余额就处于一种“滚雪球”式膨胀的状态,政府将被迫向央行融资。

## 六、结论

第一,相对于中央政府的偿债能力,我国当前的债务负担是很沉重的。在积极财政政策适时淡出的背景下,政府财政收支应求动态平衡;同时积极研究地方政府发行公债的可能性。

第二,现行的国债发行模式会干扰金融市场正常运作。通过培育国债流通市场,提高国债流动性,国债发行在条件成熟时应以市场化的拍卖发行模式为主。

第三,外债增加会加剧资本逃避。当前我国外汇储备量已居世界第二,利用国外资金应避免导致外债规模盲目扩张。

第四,国债资金低效使用会损害社会福利。加大国债资金监管力度,提高国债资金使用效率是国债风险管理的应有内容。

第五,借新债还旧债的偿还模式存在固有的脆弱性。从技术角度讲,短中长相结合应是国债期限结构的目标模式,同时应利用贴现发行、国债回购等手段加强国债利率风险管理。

第六,虽然出现外债偿还危机的可能性不大,但是加强外债汇率管理仍然刻不容缓。

### 参考文献:

- [1] Siamack Shojai. (1999) Budget Deficits and Debt—A Global Perspective[M]. Praeger.
- [2] Maxwell. J. Fry. (1999) Emancipating the Banking System and Developing Markets for Governments Debt [M]. Routledge.
- [3] IMF. (1999) World Economics Outlook—Recessions and Recoveries[M]. IMF press.
- [4] 戴相龙. 领导干部金融知识读本[M]. 北京:中国金融出版社,2001.
- [5] 杨大楷,王天有,蒋萍,等. 国债风险管理[M]. 上海:上海财经大学出版社,2001.
- [6] 韩文秀,刘成. 积极财政政策的潜力和可持续性[M]. 北京:经济科学出版社,2000.
- [7] 朱柏铭,徐利君. 公债规模的“度”应当如何把握[J]. 财经研究,2001,(10).

## Research on Risks Concerning Chinese National Debt

JIANG Xin-chang

(Department of Public Finance, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Abstract:** Risks relating to national debt are rooted in the special characteristics of national debt. They consist of credit risk and risk of social benefit dissipating; deficit expansion, financial repression, capital flight, deadweight loss, inflation. This paper will concentrate on analyzing interactions between related economic variables, to find out the mechanism responsible for risks resulting from Chinese national debt.

**Key words:** national debt; fiscal risk; financial repression; debt crisis; capital flight