

□ 龚仰树

关于我国国债数量规模的探讨

在国债政策选择中,首先要考虑的是国债发行规模问题,也就是要对国债的数量大小作出判断。本文拟在分析经济界几种观点的基础上,阐明自己的观点,并对当前我国国债规模进行评价。

一、对经济界若干观点的看法

我国政府重新在国内举借债务是从1981年开始的。伴随着实践过程,我国经济界也在不断地探讨国债的数量规模问题。笔者整理了自己所收集到的资料,发现还没有人直接提出国债可以无限制发行的观点。然而,在国债发行有限制的基本前提下,对于如何掌握其限度却有不同的看法,下面列举的是其中的几种。

第一种看法可以称之为绝对量度制约。

这种观点的提出,最早可以追溯到80年代中期,当时我国经济界就有学者提出:国债发行额并不是主观随意的,它在客观上有个最高界限问题。这就是面向企业发行部分,应该是不影响企业生产建设的正常发展和职工积极性的发挥;面向个人发行部分,应该是不影响当前人民生活水平的提高。这种提法是和当时的国债发行环境相联系的。在80年代初期和中期,我国国债的发行对象基本上是个人和企事业单位,而且从发行方式上来看,主要是行政分配手段。这种带有强制性质的国债,在一定程度上改变了个人的消费储蓄计划,也影响了企业的生产经营或投资策略。于是,经济界不少学者担心,这样的国债最终会影响其承购者的生活和生产,损害投资者的利益。因此强调,国债发行不应该影响企业的正常生产和个人的生活水平。实际上,绝对量度制约也是从国债承购者的应债能力上考虑的。比如,比上述说法稍晚的一种观点是:国债发行数量不得超过各地方、部门、企业、单位和城乡居民拥有的可进入长期储蓄的收入额扣除银行可能发放的中长期贷款之后的余额。这种提法同样和当时的国债制度相联系,因为当时的国债期限主要是属于中长期,因此,将人们的长期储蓄资金看作了应债能力。

笔者认为,从应债能力方面考虑国债数量的限额有其一定的积极意义,但还不全面。因为,一方面,国债最终是要有投资者承购的,而投资者购买国债的能力不可能是无限的,^①这样,有限的应债能力限制了国债数量;另一方面,国债的发行数量又不能单纯由应债能力一方决定,即使讲到国债数量的最高界限也是如此,还有其他因素会限制国债的规模。

第二种看法可以称之为相对量度制约。

我国经济界在80年代中期曾有学者提出,国债的数量在不超过财政收入5%的限度内是

合适的。这种观点不从绝对数量上去限制国债发行规模,而是从国债与宏观经济指标的比例上给国债数量设置界限。最早提出的所谓不超过财政收入的5%,实际上是以我国50年代的经验作为标准的。我国为完成“一五”计划任务而举借的国家经济建设公债,从1954年到1958年连续发行,这5年国债收入占财政收入的比重分别为3.19%、2.37%、2.11%、2.21%和2.06%。从这些数据中可以看到,当时国债收入没有超过财政收入的5%,而“一五”时期发行国债的效果,也是被大多数经济学家认为是比较好的,于是出现了5%的界限。到了80年代后期,我国国债规模逐渐扩大,实际已经突破了5%的界限。后来,有学者根据国外的经验,认为这个界限可以适当放宽,比如10%等等。

笔者认为,相对量度限制观点考察国债数量与宏观经济指标的联系,有一定的可取之处。因为,即使到现在,当我们讨论国债规模时,仍经常地通过国债数量与某个宏观经济指标的比值,来衡量其大小的合适程度。但是,这一观点的不足之处,在于它是一个经验数据,缺乏理论上的依据,至少到目前为止,我们还不能从道理上说明,为什么国债收入占财政收入的比重应该小于某个数值。

第三种看法可以称之为弹性量度制约。

有学者提出,衡量国债的数量,应该看国债的增长与经济的增长是否同步,只要国债的增长慢于经济的增长,则国债的数量就是合适的。如果设D为国债总额, ΔD 为国债总额的增量,Y为国民收入或国民生产总值, ΔY 为国民收入或国民生产总值的增量,则应有:

$$\frac{\frac{\Delta D}{D}}{\frac{\Delta Y}{Y}} \leq 1$$

笔者认为,这一观点是从政府举借国债对国民经济的促进作用来考虑的,如果国债的增长率小于经济增长率,则从某种意义上可以认为,国债对经济的效果是大于1的,即每一元国债增量将带来超过一元的国民经济增量,因而举借国债是有利的。同时,如果保持国债增长率小于经济增长率,则国债在经济中占的比重将不会越来越大,也即国民经济中的国债比例可以逐步降低。但是,这一指标并非总是适用于实际经济情况的,原因在于:其一,假定政府在过去一直未举债,现在开始国债发行,则在这种国债政策的初始阶段,国债的增长率往往会高于经济增长率。其二,即使政府举债已有一定时期,并奉行长期的国债政策,但长期的国债政策并不意味着政府一定要每年连续均衡地发行新债券,所以,也完全有可能在经济正常发展的情况下,出现某些年份的国债增长率高于经济增长率。其三,举借国债促进经济增长的效果可能是一种长期的影响。比如,政府通过借债方式修建了一条铁路,从而改善了某一区域的交通状况,使该地区生产得以迅速增加。这一效果实际上更多的时候并不反映在举债当年,而是体现在今后相当长的一段时期中,因此,以某一年的国债增长率与同一年份的经济增长率比较并不十分合理。

二、国债数量的两个限制因素

在国债决策时,考虑国债数量可以分为两个层次,第一是国债规模的最大限度,第二是在最大限度下的合理发行量。

笔者认为,国债发行数量不能任意扩大,应该有所限制,这种限制来自两个方面。其实,国债属于一种债务关系,债务关系是借贷双方之间行为的连结,借贷的数量也要由债务人和债权

人双方的因素决定。所以,国债数量的界限,既要受到债务人——政府的承受能力的制约,也要受到债权人——承购者的应债能力的制约。第一,从政府的财政承受能力看,税收和国债同是财政组织收入的手段。但由于两种收入方式存在着无偿和有偿的特性差别,所以它们对财政也就存在着有无负担的差别。政府依靠政治权力课征的税,是它的无偿收入,收多收少均无需偿还,从这个意义来说,税收对于财政是无负担的。国债则不然,它是有偿的收入,前期的国债收入,就是后期的财政支出,是后期的财政负担,所以,后期财政归还国债的能力,限制了前期发行国债的规模。这是财政承受能力对国债发行数量的限制。第二,从社会上承购者的资金供给方面来看,应债能力也有一定的限度,即在一定时期内,社会能够购买国债的数量有一个极限值,它在宏观上要受到国民经济发展水平的制约,在微观上要受到承购国债的经济主体如企业、个人收入水平的制约。因此,国债发行的数量界限,应该是发行一方与承购一方各种限制因素综合制约的结果。

用假设的数字也可以说明这种制约关系。假定,政府根据目前的筹资条件和将来的偿债能力,得出它现在发行国债的最大数量为 100 货币单位,而现实承购者的资金供给在各种因素的影响和限制下,只能提供 80 货币单位,则现实国债发行数量的最大界限只能是 80 货币单位。再假定,政府的承受能力未变,但承购者的资金供给量不是 80 而是 120 货币单位,则现实国债发行数量的最大界限将取决于政府承受能力,即 100 货币单位。可见,政府对债务的承受能力和承购者的资金供给状况同是制约国债数量界限的因素。

此外,在国债发行的最大限度内,还要考虑其合理的规模。国债发行的合理数量,将取决于更多的因素,如政府对债务资金的需求,国债对社会经济各方面的影响等等。

三、我国国债数量的实际情况

表 1 1981—1995 年我国国内债务发行规模 单位:亿元、%

年份	实际发行数	占国内生产总值比重
1981	48.66	
1982	43.83	
1983	41.58	0.72
1984	43.53	0.61
1985	60.61	0.68
1986	62.51	0.61
1987	117.07	0.98
1988	132.17	0.89
1989	263.91	1.56
1990	197.24	1.06
1991	281.27	1.30
1992	460.77	1.73
1993	381.32	1.10
1994	1028.57	2.21
1995	1510.86	2.59

表 1 显示了我国从 1981 年至 1995 年的国债规模。如果从绝对量指标即每年国债发行额来看,呈现一种膨胀趋势,其中在 1981 年至 1993 年之间,大约经历了五个小幅度的上升平台。1981 年至 1984 年是第一个上升平台,每年发行 40 多亿元;1985 年和 1986 年是第二个上升平

台,每年大约发行 60 亿元;1987 年和 1988 年是第三个上升平台,每年发行 100 亿元多一点;1989 年至 1991 年是第四个上升平台,每年发行量大约为 200 多亿元或不到一点;1992 年和 1993 年是第五个上升平台,每年发行量在 400 亿元上下。然后在 1994 年,国债发行规模不再呈小幅上升态势,而是一下跃上了新台阶,突破四位数,达到 1028.57 亿元,是前一年的 2.7 倍;1995 年则继续更上一层楼,达到了 1510.86 亿元,又比前一年增加了 46.9%;在 1996 年,尽管我们还没有得到精确的数据,但有资料显示,已近 2000 亿元了。从 1981 年到 1995 年,我国国债发行数量的年平均增长速度约为 28%。

从相对量指标来看,如以国债实际发行额占国内生产总值的比重为例,也是微幅上升趋势。表 1 还显示,在 1988 年以前,该比重未超过 1%;在 1989 年至 1993 年期间,该比重在 1% 到 2% 之间徘徊;1994 年以后,则超过了 2%。

1994 年国债发行规模突然增加有其特殊原因。在 1994 年以前,我国存在所谓的“软赤字”和“硬赤字”的说法。软赤字是不包含债务收入在内的赤字,也即财政收入(剔除债务收入)减财政支出后的赤字;硬赤字是包含债务收入的财政赤字,即将债务收入计入财政收入总数后减财政支出的赤字。当时,硬赤字的解决办法是向中央银行借款或透支,这样,国债发行规模的确定是,国家预算收入减去当年预算支出的差额,除去可以向银行借款或透支部分后的余额,再加上当年度到期国债的还本付息。在 1993 年下半年,我国决定自 1994 年起“中央财政不再向银行透支,而靠发行长短期国债解决”^②。因此,原来可以由透支解决的部分,现在要靠发行国债解决,从而导致国债发行量的急剧上升。

四、两种观点:过大与不足

日益扩大的国债发行数量,尤其是 1994 年以来的明显上升,使得我国经济界更加关注国债规模问题。实际上,决定或影响国债规模有许多方面的因素,比如国债功能发挥的需要、国债市场的完善等等。若撇开这些因素,仅从前面阐述的债务人承受能力和债权人应债能力两方面来判断,不同的意见针锋相对。

一种观点认为,从举债主体的承受能力看,我国国债规模已达到很大的程度。这方面最常用的衡量指标是当年国债发行额占该年财政支出的比重,也称为财政对国债的依存度。国际上关于这个指标的经验标准或称警戒线是 20%。我国这一指标在 80 年代没有超过 10%,最高的是 1989 年的 9.35%;1990 年到 1993 年则分别为 6.40%、8.31%、12.31% 和 8.21%,但 1994 年已达到 17.76%,接近了警戒线,1995 年达到了 22.14%,1996 也大于 20%。从这个角度看,我国近年来的国债依存度已比较高,超过了国际上通行的安全线。尤其严重的是,我国的国债均为弥补中央财政收支缺口,将来的还本付息也由中央财政承担,所以如果用国债发行额占中央财政支出的比重来衡量,1994 年已达到 58.63%,1995 年则达到了 75.72%。当然,因为我国统计年鉴中的中央财政支出不包括债务支出,故上面算出的依存度较高。但即使考虑到借债款项的一部分是用于到期债务还本付息这一因素,调整后的中央财政依存度仍然较高,1994 年为 48.53%,1995 年为 54.41%,1996 年还会进一步上升。也就是说,在中央财政支出总额中,大约一半左右需要靠债务收入来支持。因此,国债规模的形势已比较严重。

另一种观点认为,从承购者应债能力或国民经济承受能力看,我国国债规模还属于一个较低的水平,还应该进一步加快发展。其理由:第一,从居民个人的应债能力看,从 1982 年至 1993 年,居民认购的国债额占当年城乡居民储蓄余额的比重平均只有 2.28%,最低的一年是

1.32%，最高的一年也不过是3.52%。80年代以来，尽管国债发行额每年增加，但居民储蓄存款余额亦在每年增加，1980年城镇居民储蓄存款余额和农村信用社农户储蓄存款余额之和为399.5亿元，1985年为1622.6亿元，1990年上升至7034.2亿元，1995年则高达29662.3亿元。如果再用当年国债发行规模与城乡居民储蓄存款年末余额比较，90年代以来，1994年和1995年算是比较高的，但也分别只有4.78%和5.09%。显然，居民个人的偿债能力还比较强。第二，从国民经济的承受能力看，常用的指标是国债余额占国民生产总值的比重。我国1995年这一比重大约只有6%，而西方国家多数要比我国高出一截，如美国这一比重在1988年为42.9%，是我国目前的7倍。其他国家在1990年的情况是：德国为22.7%，英国为24.9%，日本为44.2%，加拿大为41.4%。因此，我国国债规模还有很大的拓展余地。

五、从动态角度进行的判断

对于我国目前的国债规模，笔者认为，如果以动态的观点来看待，那么，近期我国国债发行量不宜再急剧扩大，而远期则有进一步发展的潜力。

首先，就近期我国不宜再行过度扩张国债规模的理由而言：第一，如前所述，国债规模的限制是由债务人一方与债权人一方综合制约的结果，当两者的判断不一致时，应以较小的一方为主要制约因素。有学者认为，既然我国国债余额占国民生产总值的比重还这么低，为何不可以尽快提高这个比值？笔者认为，从债务人这一方来说，负担已相当重，形势不容乐观。国债是中央政府的债务，是要靠中央政府偿还的。前面亦曾说明，中央政府不能直接从国民生产总值中还债，而要从自己的财政收入中还本付息，即使用新债券来偿还旧债券，也要慎重，一旦使用效果不好，也可能陷入恶性循环。所以，未来一段时期中央财政收入规模将是制约我国现阶段国债发行量的一个主要因素。这几年值得引起注意的情况是，国债还本付息额一直较大，1995年国内债务偿债支出已达779.46亿元，1996年进一步增加，约为1332亿元，国债发行额中的一半多要用于旧债的还本付息。如果从整个债务支出看，规模更大，因此，要警惕其中蕴藏着的危机。实际上，我国在90年代初期的偿债高峰时，已有过因还债困难而强制实行借新债还旧债的事例。第二，还有学者从其他角度提出了国债规模应扩大的理由，比如，为了实施中央银行的公开市场操作，有必要进一步扩大国债发行数量。诚然，公开市场操作的对象之一确实是国债，而且有些国家的该项政策实施就是建立在大规模国债数量基础上的。但是，不能因为货币政策的取向而不顾财政本身的因素，在财政政策与货币政策的协调中，国债规模应以财政政策的要求为出发点。而且，公开市场业务的开展并不直接以国债数量的大小为前提，因为其很大一部分只是被动性业务，如要进行主动性业务，并不需要很大的国债买卖数额。此外，在一定程度上，非政府的债券也能成为中央银行货币政策操作的对象，如我国现在规定，中国人民银行在公开市场业务中进行债券交易的券种，是指政策性金融债、中央银行融资券、国债以及中国人民银行指定的其他债券。

其次，就远期我国国债规模发展的潜力而言，笔者认为，国债发行数量是有可能进一步提高的。因为：第一，如上所述，我国国债余额占国民生产总值的比重还很低，居民购买的国债占其金融资产的比值还很小，再加上今后商业银行、各种基金（如保险基金、养老基金等）以及机构持有国债的增加，未来我国偿债能力的发展潜力是很大的。第二，亦如上所述，制约我国现行国债规模增长很重要的因素是财政偿债能力。实际上，80年代以来，我国财政规模占经济整体规模的数量一直呈下降趋势，如以财政收入占国民生产总值的比重为例，1978年为31.24%，

1980年降为25.67%，1985年为22.30%，而90年代以来更是急剧下降，除了1990年为15.79%外，其余年份至今都在15%以下，1995年只有10.90%，为改革前的1/3。可以设想一下，如果我国财政收入占国民生产总值的比重现在仍然维持在原来20%多、甚至30%左右的相对规模，则现行国债数量对财政而言就会显得小很多，国债依存度也就会降下来。所以，笔者认为，今后我国国债发展潜力很重要的一个方面，应视财政收入占国民生产总值的比重以及中央财政收入的增加情况。如果政府的收入增长快一些，国债规模再扩大一点也不会给财政造成太大的压力，否则，就可能使政府陷入债务危机的境地。

注：

①这里应该排除中央银行作为国债承购者，因为中央银行可以创造货币，从这层含义说，它的应债能力无限。

②引自1993年11月14日在中国共产党十四届三中全会上通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决议》。

(作者系上海财经大学证券期货学院副教授，单位邮编为200083)

(上接第8页)小，保持年20—25%的增长速度，绝对量增加不算太多，但随着国债规模的扩大，国债年增长速度应有下降趋势，以体现适度从紧的政策内含。其次是未来财政年度的债务本息负担。财政债务收入用于经济建设再创造收益用于还本付息有一个周期问题。因此，举债多少不能影响未来财政年度的正常开支，不能产生代际之间的明显不公平。我国是一个发展中国家，财政收入水平不高，财政债务依存度目前已较高，不能再继续创新高。否则，过度的债息会抽空财政。因此，适度举债才是正确选择。

综上所述，笔者认为，我国国民经济虽已实现“软着陆”，新一轮经济增长周期已孕育启动，但这一轮经济增长应是节约型的。按照十五大工作报告的精神，经济增长的动力应是经济资源的优化组合，是新所有制作为一种新的生产力资源在各种生产要素资源中进行合理配置，使其创造出经济效益，而不是依靠片面增加银行贷款、扩大财政支出所导致的。因此，在我国“九五”计划的经济增长周期中，保持适度从紧的财政、货币政策和国债政策，将能稳定我国宏观经济，促进国民经济的可持续发展，从而最终实现我国跨世纪的经济发展战略目标。

参考文献：

- 1.《财政研究》1996年第6期，杨国平，李光升，马林平。
- 2.《财政问题研究》1996年第10期，贾康。
- 3.《中国国库业务全书》，中国财政经济出版社1994年版，黄抱卿、王传伦主编。
- 4.《经济研究》1997年第9期，中国社科院课题组。
- 5.《人民日报》1997年3月9日。

(作者单位：南京金融高等专科学校金融系；邮编：211800)