

财政金融学

国家的预算管理和国债管理

May 13, 2025

目录

- 1 国家的预算管理和债务管理
 - 政府的预算管理、国库管理与债务管理职能
- 2 预算制度和国家预算结构
 - 债务管理部门和其他预算管理部门间的关系
- 3 财政赤字及其弥补
- 4 债券发行授权制度
- 5 政府的负债管理和债务管理政策
- 6 国债管理制度
- 7 国家债务规模理论和实践

第八章国家的预算管理和债务管理

- 从人类发展史来看,人与人之间债务关系的历史和人类文明的历史一样长远。
- 中世纪,民间债务普遍存在,但是有高利贷和教会对利息的限制。
- 随着银行业的发展,债务管理的概念出现了,中世纪的意大利就有负责管理教会债务的银行。
- 在资本主义初期,英格兰银行就是管理皇家财产的银行,其发行的债务就是现代意义上的国债。
- 当时的英格兰银行实际上是为皇家(政府)管理财务的部门,相当于现在的财政部。
- 目前多数国家的国库部就相当于中国的财政部。有些国家在国库部以外还有一个预算局。
- 国库管理是财政部的一项重要职能,也是实现国家信用的保证。
- 英格兰银行早期曾经有过违约的记录,后来在债务发行方面采取了哈布斯堡家族管理财务的办法,发行永续债券和年金,同时加强了债务管理。
- 国债管理最早从英格兰银行开始,二战以后有了很大发展。
- 国际货币基金组织对成员国的债务管理进行指导,并提出具体要求,发挥了重要作用。
- 国家债务管理包括与国债发行规模有关的内容、国库和预算管理的内容、财政货币政策协调机制的内容和市场建设的内容。
- 20世纪90年代开始,我国财政部国债管理由新成立的国家债务管理司负责,后来转入金融管理司,并不利于预算管理、债务管理和国库管理的统一。
- 直到2000年以后成立了财政部国库司,才逐步实现了债务管理和国库管理的统一。
- 根据美国财政部债务管理的经验,实现统一管理的优点之一是财政部可以发行短期国库券,调节国库的短期需求,同时也可以为市场提供短期工具,有助于建立完整的国库券收益率曲线。

- 国债及其相关的债务管理既与政府国库和预算管理职能密切相关, 又与金融市场紧密相连。
- 国债市场是政府重要的融资渠道, 发达国家积累了有效管理国家债务的经验, 管理目标主要是提升政府作为市场参与人的形象, 确保政府债券的顺利销售。
- 为了提高国债的信用, 政府有必要保障市场交易的公平性、公开性、流动性、透明性, 建立健全的基础设施 (交易、存托、清算、归档和簿记系统)。

一、预算制度和国家预算结构

(一) 公共财政法律规章 1. 公共财政是市场经济的组成部分

- 财政是国家经济体系的组成部分, 财政收入和支出反映了国家在经济中的作用。
- 公共财政是市场经济的组成部分, 在社会发展的过程中发挥着保证社会公平和经济发展的作用。
- 在市场经济条件下, 政府的作用是弥补市场失灵和提高市场效率。
- 我国要发展社会主义市场经济, 就必须构建与之相适应的财政模式——公共财政。
- 我国经济体制的转变和市场经济的逐步建立, 客观上要求我国财政必须从计划经济时期的生产建设型财政向公共财政转变。
- 就目前而言, 应着手构建公共财政体系的基本框架。

2. 《预算法》和国家债务

- 目前, 中国针对公共财政的唯一的法律是《中华人民共和国预算法》(以下简称《预算法》), 其中规定了确定债券发行规模的法律程序。
- 根据《预算法》规定:“国债发行规模需要得到中央政府的批准, 财政融资要求包含在财政部提交给全国人大的预算报告中, 也包含在发改委提交的社会发展报告中, 因此国债发行也要经过全国人大审查通过。提交给全国人大的预算报告以预算草案为基础。财政部预算司在起草当前预算草案时会提出目标收支额, 收支差额原则上通过发行国债来解决。”
- 随着 20 世纪 90 年代初国债兑付高峰的出现, 还本付息成为国家预算支出的重要负担, 因此国债发行规模也必须加以严格控制。
- 自此, 财政部开始研究国债发行的适当规模, 并采取措施控制财政赤字和新发行债务。
- 1993 年以前, 财政部曾试图调整新发行债券的期限结构, 缓解国债兑付高峰。
- 这一时期国家债务规模和现在比是微不足道的, 当时债券余额的规模不到预算收入的 20%。
- 由于 20 世纪 90 年代初, 经济增长率较低, 财政收入增长不快, 偿付到期债务的能力不高, 国家十分重视对债务规模的控制。
- 1997 年以来, 中央政府开始采取积极财政政策的同时制定了维持预算赤字稳定性的政策, 因此债务融资并未出现显著增长。
- 实际上, 债务的绝对规模并不一定是债务问题的主要原因, 保证经济增长才是财政问题的“硬道理”。

3. 复式预算

- 目前,建设性预算中的新发行国债包括偿还到期债务和弥补建设性项目赤字两大部分。
- 一般情况下,财政部国债管理部门负责编制国债发行计划,预算司负责编制预算(含赤字)和再融资计划,两大计划协调后,初步确定债务发行规模。
- 国债投资人关心国债发行收入的用途,希望财政部提高国债预算安排的透明度。
- 20世纪90年代初,财政部在编制单式预算的同时,也开始编制复式预算。
- 复式预算不仅提高了预算安排的透明度,而且明确了建设资金的来源和使用。
- 债券发行款原本被看作收入的一部分,在复式预算中作为弥补建设性财政赤字的资金来源。

4. 一般预算和建设预算

- 在复式预算中利用国外借款收入安排的基建拨款从线下移到线上, 这样一来, 预算中的收支项目能够更好地反映资金来源和资金用途之间的关系。
- 表 8-1 是复式预算中建设性预算的收支科目。
- 从表 8-1 中可以看出, 债券发行收入的用途可以分为两类: 一是建设性支出, 其中外债列在“利用国外借款收入安排的基建拨款”项下, 体现为生产性建设支出; 二是还本付息支出, 包括内债和外债的还本付息支出。

Table: 国家预算的建设性预算收支 (表 8-1)

收入	支出
一、建设性收入 1. 经常性预算结余 2. 专项建设性收入 3. 国有企业上缴利润 4. 生产性企业亏损补贴 5. 调入资金 二、债务收入 1. 国内债务收入 (1) 国库券收入 (2) 其他国债收入 2. 国外借款收入 3. 银行借款	一、建设性支出 1. 生产性基本建设支出 (1) 国内基本建设支出 (2) 利用国外借款收入安排的基础拨款 2. 挖潜改造和新产品试制费 3. 增拨企业生产资金 4. 地质勘探费 5. 农业生产支出 6. 城市维护建设支出 7. 支援经济不发达地区的发展基金 8. 商业部门简易建筑支出 二、国内外债务还本付息支出 1. 国内债务还本付息支出 (1) 国库券还本付息支出 (2) 归还向人民银行借款的利息 2. 国外借款还本付息支出

(二) 预算制度 1. 预算通过程序和时间表

- 中国的财政年度为每年的1月1日至12月31日。
- 每年9月末开始下一年度的预算编制准备工作,由中央各部财务司(局)和地方政府财政厅(局)根据财政部预算编制指南编制下一年度预算。
- 财政部收集并审阅各部门提交的预算,汇总成国家预算草案提交国务院,经国务院批准后正式提交全国人民代表大会审议通过。
- 1994年颁布的《中华人民共和国预算法》规定,全国人民代表大会负责批准每年的中央预算和中央预算执行情况报告,地方人民代表大会负责审查并批准相关地方政府的总预算草案和预算执行情况报告。

2. 综合财政和预算外

- 20世纪80年代中国政府的可支配财政资源包括国家预算和预算外的收入和支出,预算内外的统一管理称为“综合财政”。
- 随着中国国民经济结构的多元化发展,许多以前曾经列入国家财政预算收入和支出的项目,都已经变成了预算外项目。
- 但是,预算外收支仍然接受中央政府不同程度的管理。
- 为了加强对预算外项目的管理,20世纪90年代以后,财政部逐步将预算外收支纳入预算管理的范畴。

3. 中央预算和地方预算

- 国家预算由中央政府预算和地方政府预算两大部分组成。
- 中央预算由中央各部门的预算组成, 包括地方政府上缴给中央政府的各项收入和转移支付支出。
- 地方预算由各省、自治区和直辖市的总预算组成, 地方各级总预算由本级政府预算和汇总的下一级预算组成, 包括中央对地方的转移支付、返还或补贴。
- 1994年《预算法》规定, 国家预算按复式预算编制, 分为政府收入和政府支出两大类, 地方政府预算原则上不列赤字。

4. 公共预算安排和财政赤字

- 目前, 国家财政预算包括公共预算和建设预算。
 - 公共预算包括政府行政管理、国防、社会发展和社会保障等方面的支出, 以及维持上述支出所征收的税收收入和其他一般性收入。
 - 建设预算收入为国企上缴的利润, 建设预算支出则包括与各项经济建设相关的支出和国家发展改革委管理的专项建设基金 (其本质为生产性支出)。
- 《预算法》规定: “中央政府的公共预算不列赤字, 中央政府建设预算的资金缺口可以通过发行国内外政府债券来解决, 但借债应当有合理的规模与结构。”
- 1994年以前, 中央政府预算赤字依靠向中央银行透支和发行国债来弥补。
- 考虑到货币扩张的风险, 中央政府在处理政府对央行的直接借款和透支方面采取了非常严格的控制手段。
- 1993年颁布的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》明确规定, 从1994年开始, 财政部不得再向中央银行透支, 所有预算赤字只能通过发行国内外政府债券来解决。
- 预算管理立法的加强, 要求财政部加紧推出恰当的债务工具。

5. 国库集中收付制度

- 2001年, 中央财政启动国库集中收付制度改革, 建立以国库单一账户为基础、资金缴拨以国库集中收付为主要形式的国库管理制度。
- 2005年底, 36个省、自治区、直辖市和计划单列市也全部实施了改革。
- 2006年4月, 国库集中支付改革已经扩大到全部中央部门。
- 政府采购制度从1996年开始试点, 经过大力推行, 政府采购规模逐渐扩大, 从1998年的31亿元上升到2007年的4000亿元。

(三) 政府国库管理职能 1. 国库单一账户

- 财政部主要有三项职能: 预算管理、国库管理和财税管理。
- 国库管理是国家财政管理部门的基本职能, 包括现金管理、债务管理、账目管理和资产负债管理, 是预算管理的基础。
- 国库管理的目标是保障政府预算账户的效率和安全性。
- 大多数市场经济国家都为政府收入设立了专门的银行账户, 称为国库单一账户 (treasury single account), 开设在央行。
- 另外, 还为养老金和社会保障基金开设了附属账户, 由政府直接管理。
- 统一的账户能够加强国库资金管理, 提供实时信息, 提高国库管理的效率。

2. 中央银行代理国库

- 中央银行通常代理政府履行国库管理职责, 这就是国库代理制度。
- 美国由美联储设立税收与公共债务账户, 日本设立的国债稳定基金和兑付基金, 都是国库代理制度的例子。
- 中国的国库代管制度并未能充分发挥国库管理的作用, 特别是国家财政管理当局未能执行国库现金管理的职能, 导致基本不发行短期国库券, 难以发挥国库券现金管理的作用。

3. 短期国库券和国库现金管理

- 前面曾提到过, 在国债市场化发展初期, 市场中的短期国库券发行数量较少¹, 因此收益率曲线缺少短期区间的数据。
- 1999 年, 中央结算公司开始编制并发布国债收益率曲线, 直接采集交易结算数据, 用直线法将各样本债券的收益率连接起来, 由于缺乏短期国债的交易数据, 该收益率曲线并不完整。
- 此外, 缺少短期债券工具还会导致货币市场缺少定价基准。这一情形直到 2005 年才逐渐改观。
- 2005 年, 全国人大授予财政部对国债实行余额管理的职能, 为财政部发行短期国库券, 实现现金管理职能奠定了法律基础。

(四) 政府债务主管部门的职能

- 政府债务主管部门和财政部国库司是中国国债发行和管理的主管机构。
- 政府债务管理的制度包括会计管理制度、政府债务兑付制度、凭证式储蓄债券管理制度等。
- 国债一级市场和二级市场管理的制度结构包括新发行政府债券的销售渠道和销售程序、二级市场中介服务结构, 以及国债市场与其他金融市场的互动关系。

1. 财政部债务管理的职能

- 财政部的主要管理职能如下: 编制和执行国家预算; 监管预算收支的执行情况; 起草并执行财政税收政策; 管理中央政府债务。其中管理中央政府债务包括管理中央政府债务市场即国债市场。
- 国债市场是确保国债发行成功的关键因素, 世界各国政府都非常重视, 力求管理的高效率和低成本。
- 财政部负责债务管理的部门经过了三次调整: 1981 1989 年由财政部综合计划司债务处负责, 1989 1998 年由国债司负责管理, 1998 年政府机构改革以来由金融司负责管理, 自 2004 年起, 由财政部国库司负责管理。
- 财政部国债管理的五项基本职能如下:
 - ① 拟定政府内外债政策和有关条例: 制定政府国外债务的转贷制度, 管理统借外债的国内转贷, 制定政府内外债务的财务会计制度和预算管理办法。编制政府内外债务借入、偿还的年度和中长期计划, 审编政府内外债务的会计统计报表和预算、决算。提供用于偿付政府预算债务的资金。研究国内外资本市场动态, 提出国家内外债务管理的对策, 研究国债运行机制的改革。
 - ② 办理国债发行和还本付息: 在英国和许多其他国家, 由中央银行负责债券发行和兑付的具体操作; 在中国, 则由财政部负责债券发行和兑付的日常操作事宜。

1. 财政部债务管理的职能 (续)

- ④ 管理和监督国债二级市场: 财政部和有关监管部门共同管理国债二级市场。目前中国证监会、中国人民银行和银保监会也参与监管国债交易及参与制定国家各种债券及证券市场的政策和管理办法, 并监督相关财务制度的执行。
- ④ 监管内外债的使用: 根据国务院授权, 负责我国政府在国际金融市场的筹资工作; 审批及管理由财政部通过发行外债筹资的项目。
- 20 世纪 70 年代末至 80 年代中期, 在集中型经济管理体制还没有被完全打破的情况下, 国家外债基本上是财政统借统还, 财政部在国家外债管理中居于主导地位。
- 20 世纪 80 年代末 90 年代初, 在国家统借统还贷款逐步减少的情况下, 财政部没有相应调整外债管理制度, 使国家统借统还贷款分散在各个部门的管理之下。
- 2004 年以来, 财政部金融司负责在国际资本市场筹资, 国库司仅负责内债的发行和管理。
- 财政部政府债务主管部门和职能尽管几经调整, 但是始终全面负责中国的国债管理。
- 世界各国的债务管理经验表明, 政府债务主管部门间的合理分工是有效行使债务管理职能的根本保证。
- 表 8-2 为中国相关各部门的分工情况。

政府债务管理的主要职能和分工 (表 8-2)

职能	内容	主要部门	辅助部门
规划筹资需求	测算政府借款需求; 保持债务合理水平; 与政府、国务院和全国人民代表大会协调债务政策	财政部	中央银行、发展改革委
确立债务政策	制定债务管理目标和战略; 决定发行数量、品种、时机、频率和方法; 发展基准债务结构	财政部	中央银行
组织国债发行	确定发行渠道和销售方式; 管理承销或招标操作; 组织安排发行承销团	财政部	中央银行和一级自营商、中央结算公司
组织二级市场	管理市场流通的国债; 提高市场流动性; 组织安排市场干预和市场关系	财政部	一级自营商、经纪商和银行、中央结算公司
兑付政府债务	安排国债兑付事宜	财政部	一级自营商、经纪商和银行、中央结算公司
行政管理与核算	管理债务操作的会计系统; 管理债务持有人记录; 国债兑付核算; 国债登记和托管	财政部	中央银行和总会计部门、中央结算公司
国债的清算与结算	管理和发展国债结算和清算系统	财政部	中央银行、中央结算公司

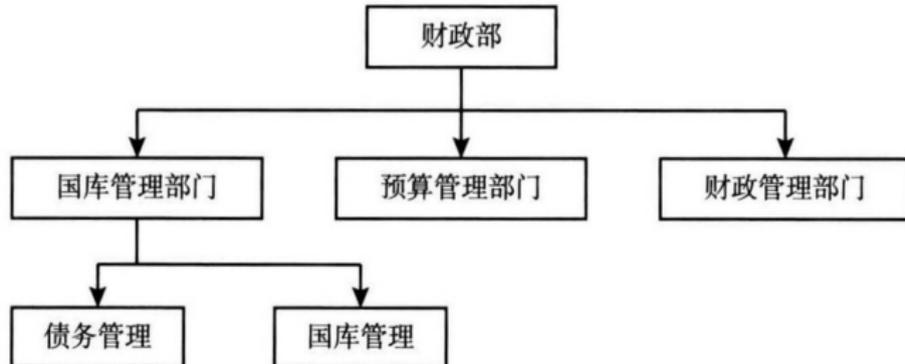


图 8-1 政府债务主管部门在财政部的地位

2. 政府债务管理的改革职能

- 从 20 世纪 80 年代起, 中国积极推动全面改革开放, 所有的政府部门都有责任推动相关领域的改革。
- 中央各个部门都设有负责自身改革并由国家经济体制改革委员会指导的改革司。
- 因此, 中国的政府债务主管部门不但具有管理职能, 还具有改革职能。
- 改革是制度安排的进步, 虽然改革职能有多种实现途径, 但是必须实现双赢或多赢结果。
- 因此, 任何改革方案都必须照顾到全体市场参与人的利益。
- 前面列举了对经济发展至关重要的一系列政府职能, 主要属于建立健全的制度结构的范畴。
- 在债券资本市场中, 政府的职能包括建立一定的激励机制、监管发行人和金融中介、保护投资人利益、保障公平交易。
- 在考虑市场建设时, 有必要思考改革的总体安排、改革的起步及恰当的后续步骤。

二、债务管理部门和其他预算管理部门间的关系

(一) 政府债务管理部门与预算和现金管理部门间的关系

- 1991 年以前, 中国的国债发行采取行政派购的方式, 实物券的分配与调运、国债款的缴纳和上划, 以及发行账务的核对委托中国人民银行的国库司和发行司进行。
- 审计国库管理部门的债券账目是政府债务管理的一项重要任务, 审计的内容主要是债券的印制数减去发行款入库数是否等于待销毁债券数。
- 由于国库券的发行期较长, 经常发生国债发行收入款与其他国库资金串户的情况。
- 此外, 国债发行收入款的跨年度上划, 也会给会计核算造成一定困难。
- 直到 1994 年, 中国人民银行才完成 1981 年、1982 年、1985 年、1986 年和 1987 年的券款审计工作。
- 财政部自行完成 1989 1991 年特种国债和 1993 年国库券的审计工作。
- 国债实际发行额和发行收入款的审计安排是国债还本付息的基础, 如果账务不清, 就很难保证国债的还本付息数额和发行数额一致。
- 而债券兑付也存在同样的问题。由于会计核算制度尚不健全, 曾经发生已兑付的债券和作废的债券同时销毁的情况, 违反了债券兑付管理的规定。

- 与国债有关的会计核算不健全,主要表现在以下三个方面:

- 第一,国库会计科目设置无法反映国债品种的变化。中华人民共和国成立初期,我国每年发行一次国债,会计分录非常简单。随着国债市场的发展,国债品种逐渐增加,但是会计科目并没有进行相应调整。
- 截至1994年,国债有4个品种,其中两种通过不同渠道上划发行款,但是国库会计科目只有“本年国债”和“上年国债”两项。4个国债品种,两个划款渠道,却都记录在同一个科目中,无法反映每种国债发行款上划的实际情况。
- 第二,国库会计核算体系是按照税收征收体系设计的,无法适应国债资金上划下拨的需要。税收入库后就不能再转移,但是国债发行款有时候还用于兑付上几年的国债。因此,原有的国库管理办法无法满足国库发行款顺利划拨的需要。
- 第三,国库科目年初就确定下来,但是国债发行计划要等到每年3月的全国人民代表大会批准确定。因此,如果发行办法进行了调整,国库发行款划拨渠道将随之发生变化,原有的国库科目就不能再适应这些变化。上述各种问题已经在2000年以后,特别是国库司成立以后逐步得到解决。

(二) 政府债务管理部门和预算管理部门间的关系

- 政府债务管理部门与预算管理部门必须进行有效协调。
- 由于国债的发行兑付月报和年报采用了现金收付制, 而政府债务管理采用的会计核算制度为权责发生制, 因此造成了发行统计数据 and 预算数据的不一致, 为政府债务的监督和管理造成困扰。
- 因此在债务管理实践中出现过很多问题, 如当年决算中的债券发行款不反映本年度债券发行的实际情况; 个别年份的国债余额出现负数; 在采用现金收付制的情况下, 账目常常未能按照预算管理要求, 提前或推迟计入决算。
- 在采用权责发生制的情况下, 政府债务难以和预算、决算数据保持一致。这些情况都会造成决算编审的困难。
- 此外, 短期国库券由于折价发行, 预算中的发行款不能反映全额面值。但是根据要求, 本年度发行的期限在 1 年以内的短期国库券, 其债券发行款和还本付息支出的净值应列入预算中。

(三) 国外债务管理和预算管理间的关系目前我国国外债务管理和预算之间存在的问题主要有两个方面: 外债收支预算的科目设置问题和外债预算的编制问题。我国政府预算中有关外债收支的预算科目管理办法, 是财政部根据改革初期中央财政以统借统还为主体的外债格局设置的。随着改革的深化, 中国金融市场逐步开放, 外债管理不断加强, 统借统还制度被废止, 外债预算科目的会计核算已经无法适应新的条件, 造成了诸多问题。

❶ 不能真实反映国外借款收入

- 多年来, 国外借款收入科目的数据是根据“以支定收”的原则填列的, 即按照当年利用国外借款收入安排基建的实际数额填写国外借款收入科目。
- 当时这样设计, 主要是为了防止由于外债收支 (支出包括投资和还本付息) 不平衡而造成国内财政收支不平衡。
- 但是近年来, 随着外债品种的增加, 上述原则已无法适应变化。原因主要在于, 实际借入的外债和当年用于基建支出及其他专项国外借款间的差额, 无法在当年的国外借款收入科目中得到反映, 造成国债管理部门决算中的外债数据与相关外债统计数据不一致。

❷ 外债支出分类不清

- 现行预算科目中, 利用国外借款收入安排基建的支出从基本建设支出类统借统还基建支出款中得到反映, 但是用于其他目的的外债, 如发行新外债偿还旧外债的款项等, 无法从预算科目中得到反映。
- 此外, 1986 年以来, 国家预算中列入了中央财政统借统还的外债, 但是由于受到外债管理体制的限制, 很难明确区分不同类别的开支。如统借自还 (CBIR) 的外债, 很难按类别区分有多少用于基本建设支出、技术改造支出、企业支出和行政支出, 因此, 将自还外债混入基建支出项目是不合理的。

❸ 本、息无法分别得到反映

- 列入中央财政预算的债务支出科目不仅包括统借统还外债还本付息支出, 还包括统借自还外债的财政补贴和垫付的利息支出。
- 为统借自还外债垫付的本息列为预算中的债务项, 从借款人的角度来看, 属于未来需要收回的项目。因此, 如果本金和利息无法从预算科目中分别得到反映, 将不利于以后收回相应的垫付资金。

④ 统借统还外债收入属于预算收入

- 统借统还外债还本付息具体开支由中央政府预算进行安排, 预算中同时列出下一年的还本付息支出。
- 这部分外债收入资金由中央财政进行核算, 可以和其他财政资金一样核算, 以保证决算编制的准确性、完整性和及时性。

债务管理部门和其他预算管理部门间的关系 (续)

- 统借自还外债通过国家授权的相关借款窗口借入, 直接转贷给主管部门、企业和地方, 借款窗口同时负责协调还款。
- 各级地方财政部门是统借自还外债的最终债务承担者, 需要加强外债使用的财务管理和财政监督。
- 1986年, 统借自还外债列入了财政决算中。
- 20世纪90年代, 编制外债预算和决算的主要问题在于, 缺乏收集统借自还外债准确收支数据的可靠渠道。
- 因此, 在编制统借自还外债的收支预算时, 有时会参考原国家计划委员会的外资利用计划数据; 在编制决算时, 则会采用经贸部全国外资利用的统计数据。

(四) 国库现金管理

- 中央国库现金管理 (以下简称“国库现金管理”) 是指在确保中央财政国库支付需要前提下, 以实现国库现金余额最小化和投资收益最大化为目标的一系列财政管理活动。
- 中央国库现金管理是财政部的一项重要职能。
- 国库现金管理既可以提高国库资金的使用效率, 又可以保证财政部定期向市场提供短期债券供给。
- 同时国库现金管理也有助于与中央银行配合进行公开市场操作, 加强国库资金的动态分析。
- 同时有助于财政部了解国库收支情况、银行体系资金的流入和流出, 国债兑付和发行收入的情况。

1. 把握现金变化的规律

- 虽然国库收入和支出呈现了无规律的变化,但是主要资金的变动是有规律的。
- 科学的预测和收入支出的管理是非常重要的。
- 国库管理要保证预算安排的各项支付,短期国库券是平滑资金安排最有效的手段。
- 在美国,短期国库券实行定期发行,但是每期发行数额是根据预算安排和国债发行兑付等安排变化的。
- 确定国库资金最低额,加强国库资金的动态分析,了解央行货币政策的变化,建立有效的短期国库券市场,都是行之有效的办法。
- 同时,偿债基金、国债平准基金是很多国家行之有效的方法。

2. 建立偿债基金

- 18世纪,英国人瓦尔波提出由政府建立用于偿债的基金。
- 当时,英国政府每年从预算中提取一定资金,专门用于偿还债务。但是执行中没有完全实现预定的目标。
- 后来,英国预算制度中的国民公债基金发挥着平准基金的作用。
- 公债基金来源包括常规预算拨款、英格兰银行发行局的利润,其中,英格兰银行发行局的利润包括英格兰银行对国营公司和地方政府贷款的利息收入等。
- 1906年,日本设立减债基金,资金来源分为三部分:预算安排按照国债总额1.6%从一般会计预算中拨转平准基金、一般会计拨款和一般会计结余。

3. 国库单一账户

- 2001 年以来, 中国财政部构建了以国库单一账户体系为基础、资金缴拨以国库集中收付为主要形式的财政国库管理制度, 一般公共预算收入科目 (税收收入、非税收入、债务收入、转移性收入) 均进入央行国库单一账户。
- 而缴税 (费) 方式通常决定收入资金进入什么账户, 成为什么性质的资金。
- 在美国, 税收直接缴入财政部在各商业银行开设的账户, 且一直停留在该账户, 直到有支付需要才提取, 其资金性质就是商业银行存款。
- 在英国、法国等国家, 税收直接进入财政部在央行的单一账户, 其资金性质就是央行负债科目里的“政府存款”。
- 对于实行国库单一账户的国家和地区而言, 有一点相同之处, 无论税费代理机构是谁, 国库库款账户都只有一个, “财政是会计、央行国库是出纳”的角色不会改变。

4. 注意中央银行和主要金融机构与货币政策有关的活动

- 2004 年, 国内央行公开市场业务报告就明确将财政库款随机变化视为货币政策制定和执行的一个重要外生因素。
- 研究国库库款与货币政策相关性的基本前提是了解国内财政资金运行的基本机制, 进而是商业银行、中央银行等与货币政策紧密关联的金融机构与财政国库库款的基本关系, 最后是财政国库库款与货币政策的关系。

5. 国库现金管理遵循安全性、流动性和收益性相统一的原则

- 随着中国国库现金管理不断成熟,2006年财政部、中国人民银行印发《中央国库现金管理暂行办法》,旨在深化财政国库管理制度改革,提高国库现金的使用效益。
- 中国财政部管理的国库现金即中央国库现金,是指财政部在中央总金库的活期存款。
- 该办法明确现金管理的原则和操作方式。国库现金管理遵循安全性、流动性和收益性相统一的原则,从易到难、稳妥有序地开展。
- 国库现金管理的操作方式包括商业银行定期存款、买回国债、国债回购和逆回购等。
- 在国库现金管理初期,主要实施商业银行定期存款和买回国债两种操作方式。

(五) 复式预算和外债管理

- 20 世纪 80 年代, 财政部实行复式预算后, 遇到两个问题。
- 首先, 根据复式预算编制原则, 国家预算收支科目是按照经济性质和经济用途分类的。复式预算也规定了外债的使用方式。如果没有收集统借自还外债数据的渠道, 就很难按照这类外债的经济性质或者经济用途进行分类, 不能适应复式预算的编制要求。
- 其次, 自 1986 年统借自还外债列入国家预算以来, 为了不影响财政收支平衡, 统借自还外债通过两个账户得到反映 (即“国外借款收入”和“基本建设支出——利用国外借款收入安排基建支出”)。这部分外债的还本付息支出并没有在国家预算中得到反映, 在预算中出现财政借款越多还款越少, 甚至只借不还的情况。

1. 建设预算体现债务科目

- 为了实现建设预算体现的债务科目, 需要改进预算的会计核算方法, 逐一反映各项外债科目, 根据复式预算编制法将外债收支列入建设性预算中。
- 为了在国家预算中全面反映债务收支情况, 需要在复式预算中的建设性预算内增加明细款项, 也可以在经常性预算和建设性预算之外单独设立债务预算。

2. 20 世纪 80 年代早期统借统还外债

- 对于统借统还外债项目, 我国建立了外债预算和决算管理制度, 并采用工业部门和其他部门所使用的财务会计报表报送程序。

- 这样就可以建立起中央、地方编制统借外债预、决算的财务制度,提高复式预算的长期规划能力,进而加强财政部门对利用国外借款收入安排项目的监督和管理。

3. 地方和事业单位的外债管理

- 地方财政部门的外债也纳入了预算管理。地方财政部门的外债科目和外债相关科目包括地方政府自借外债、地方用于公共事业并直接由财政偿还的外债和地方政府设立的偿债基金。
- 20 世纪 90 年代,对于事业单位通过哪些来源偿还其所使用的外债,还没有统一规定。
- 20 世纪 90 年代后期,中国利用从国际金融机构和外国政府举借的债务发展教育、公共卫生、科学研究和环境保护等项目,这些资金的使用者大多为事业单位,其偿还外债的资金来源包括公共事业收入盈余、同级财政经费拨款、部门基本建设投资拨款和其他自有资金。
- 国家债务预算准确反映了这些事业单位的外债偿还情况。

第二节 财政赤字及其弥补

一、历史上财政融资方式 (一) 1994 年以前的财政筹资

- 1979 年, 中国实行改革开放以前, 政府财政在几乎一半的时间里都是赤字, 全部通过向央行借款来弥补。
- 改革开放以后, 除了 1985 年以外, 财政每年仍然出现硬赤字 (把债务收入计算为财政收入以后出现的赤字)。
- 1979 年和 1980 年的赤字由 1981 年发行的国债弥补, 因此 1981 年国债发行款没有计入同年的预算收入。
- 1989 年起发行的国债都不作为预算收入, 而是用于弥补突发性事件导致的赤字。
- 恢复国债发行的最初原因在于, 国债可以代替向央行透支或借款。不过直到 1994 年, 预算执行中出现的赤字仍然是由发行国债加上向央行透支或借款共同解决的。
- 到 1992 年底, 国家累计财政软赤字 4223 亿元, 其中通过发行债券弥补 1145 亿元, 通过外债弥补 1329 亿元, 发行重点建设债券弥补 54 亿元, 发行财政债券弥补 281 亿元, 发行其他债券弥补 449 亿元。另有 1320 亿元硬赤字, 其中通过发行国库券弥补 49 亿元, 通过保值公债弥补 125 亿元, 通过向央行透支借款弥补 826 亿元。还有一小部分硬赤字通过发行财政债券和外债弥补。
- 中国的统借统还借款是指以中央政府的名义借款、还款, 款项用于国家专项建设。因此, 统借统还借款在预算中同时列收列支。统借统还借款从形式上表现为弥补财政赤字的手段, 实际上直接用于建设项目。
- 1993 年下半年, 中国两次在国际资本市场发债, 用于偿还到期外债, 发行均已计入预算。由于预算执行过程中财政赤字扩大, 外债实际上用于弥补赤字, 而不是专项建设。

(二) 中国的财政赤字 财政赤字是财政收入和财政支出的差额, 在实践中有不同的内涵和不同的定义, 需要具体情况具体分析。1. 公共部门赤字

- 公共部门赤字包括政府赤字和全部中央政府下属国有企业的净收支差额。
- 中国除了有硬赤字和软赤字, 还有地方财政通过预算外资金弥补的赤字以及国有企业获得的银行贷款弥补的赤字。
- 按照这一定义, 财政部发行国债的收入、国家发放给国有企业的补助和银行向国有企业的贷款等, 都应该算作公共债务。
- 在现行统计中, 银行提供给国有企业的贷款没有计算在财政赤字内, 这部分贷款中属于政策性贷款的部分应该计为公共部门赤字。
- 1994 年银行系统改革以来, 中央银行不再直接提供政策性贷款, 而是由新成立的政策性银行, 如国家开发银行、进出口银行和中国农业发展银行等行使这一功能。
- 国有商业银行尽管已经成为法律意义上的市场化主体, 但仍参与发放部分政策性贷款。
- 世界银行在评估中国财政赤字对国民经济的总体影响时, 就使用了广义的公共部门赤字的概念。

2. 国家财政赤字

- 国家财政赤字包括中央和地方的预算赤字, 是以发行债券和借款弥补的赤字, 以及按照预算应该拨款而尚没有拨款的支出。
- 中国目前通行的统计标准并没有将待拨款支出计入国家财政赤字中。

3. 中央政府的财政赤字

- 中央政府的预算赤字包括预算收支差额、中央政府发行的债券 (若发行款计入预算收入)、对地方政府和中央部门的预算拨款。

4. 中央财政软赤字

- 中央财政软赤字包括中央政府发行的债券以及向央行的透支和贷款。
- 20 世纪 90 年代中国执行复式预算 (即经常性预算和建设性预算), 采用了软赤字的概念。
- 国际货币基金组织的政府财政统计中也运用了复式预算的概念。

5. 中央财政硬赤字

- 1993 年以前, 通过央行透支和贷款弥补的赤字称为硬赤字, 没有计入年度预算报告的预算赤字中。
- 不同内涵的赤字对国民经济具有不同影响。
- 1992 年前, 中国的预算报告使用了硬赤字的概念;1993 年试行复式预算, 开始同时报告硬赤字和软赤字。
- 1994 年正式实行复式预算以后, 中国的预算报告也开始使用软赤字的概念。

6. 预算赤字和基本赤字

- 预算赤字指的是政府支出加上到期还本付息的再融资减去税收收入。
- 基本赤字指的是政府支出减去税收收入 (见表 8-3)。
- 中国的基本赤字没有出现过大幅增长, 部分预算支出用于偿还国债利息。

Table: 预算赤字和基本赤字 (表 8-3)

收入	加/减	支出	等于
税收收入	减	政府经常性支出 政府建设性支出 支付的国债利息	基本赤字
基本赤字	加	发行内债、外债弥补的赤字 利用央行透支、贷款弥补的赤字	预算赤字

(三) 发行国债在预算中的作用 1. 债务收入与税收收入的比较

- 财政收入的主要来源一般包括税收收入、国有企业收入和社保收入等,而债务收入与其他财政收入之间存在着很大的差别。
- 税收收入取决于经济整体表现、税基、税收结构和税收制度等。税收收入稳定性高,有法律依据。
- 与税收收入不同的是,债务收入取决于金融市场的情况和融资规模等,具有一定的不确定性。
- 市场条件有利时,政府根据自身融资需要,可以随时通过发行债券筹集资金。
- 当然,税收收入与债务收入之间最大的区别在于,税收收入无须偿还,但是债务必须偿还。
- 根据李嘉图等价原理,税收收入和债务收入作为财政收入来源的一部分,具有一定的共同点。只要政府不断更新债务,税收收入和债务收入就没有太大区别。
- 因此,政府在考虑如何增加财政收入时,需要同时注意税收收入与债务收入的共性与区别。
- 政府在考虑发行债券以弥补预算赤字时,尤其要注意债务融资的特殊性。

发行国债在预算中的作用 (续)

2. 各种债务工具的优缺点 税收收入与债务收入对提高财政收入具有不同的影响, 见表 8-4, 不同的财政收入工具具有不同的性质, 因此政府在提高财政收入的同时, 必须根据具体目标选择适当的工具。

Table: 各种财政工具的优缺点 (表 8-4)

工具	优点	缺点
税收收入	成本低	加重企业和个人负担
增发国债	成本低	通货膨胀的风险
国内借款	方便, 没有通货膨胀压力	货币贬值的风险
国外借款	可进入其他市场	政府面临汇率的风险
商业票据	可进入高流动性的市场	政府无汇率风险; 存在登记方面的法律要求; 利率风险; 短期波动性; 无法预计长期借款成本

- 一般来说, 在税收收入增长有限的情况下, 或者是政府收入降低、支出增加导致周期性预算赤字的情况下, 政府会选择债券作为融资工具。
- 20 世纪 90 年代后期, 由于税收占国民收入总值的比率下降, 中国增加了债券融资的总额。
- 当然这一时期情况比较特殊, 之所以税收占比下降, 是因为 20 世纪 80 年代初开始的经济分权, 再加上后来积极财政政策导致财政支出增加。

二、宏观经济中财政赤字与外汇储备的关系 (一) 财政赤字、政府债券与外汇储备 一国的财政赤字、政府债券和外汇储备之间具有密切的联系。财政赤字 ($G-T$) 意味着债务总量的增加。债务总量包括私人部门 (DPS) 持有的债券和中央银行 (DCB) 持有的债券, 公式为

$$G - T = \Delta DCB + \Delta DPS \quad (8-1) \quad (1)$$

Δ 为增量。根据定义, 经常性账户 (CA)、资本性账户 (CP) 和官方储备 (OR) 的总和应该为 0, 即

$$CA + CP + OR = 0 \quad (8-2) \quad (2)$$

因此, 经常性账户的盈余应该等于国外净资产的减少 (ΔF), 政府外汇储备的增加应该等于央行持有的外汇储备的减少, 即

$$CA = -\Delta F \quad (8-3) \quad (3)$$

$$OR = -\Delta R \quad (8-4) \quad (4)$$

净出口 ($EX - IM$) 应该等于国外净资产的增加, 也等于央行外汇储备的增加, 即

$$EX - IM = \Delta F = \Delta R \quad (8-5) \quad (5)$$

货币 (M) 等于央行持有的债券加上储备, 即

$$M = DCB + R \quad (8-6)$$

因此,

$$\Delta M = \Delta DCB + \Delta R \quad (8-7)$$

也就是说, 央行可以通过两种方式增加基础货币, 即购买国内债券或者增加外汇储备。这两种操作都属于公开市场操作。上面一系列方程式揭示了经济中的重要关系, 表明了中央银行能够发挥的作用。21 世纪初, 中国人民银行为了抵消外汇储备持续上升的影响, 通过发售央行票据强化了公开市场操作。只有在债券市场发展成熟的情况下, 公开市场操作才能真正发挥作用。

(二) 弥补财政赤字的手段及其经济后果理论上, 弥补财政赤字的手段主要有四种: 投放货币、动用外汇储备、发行内债、发行外债, 用公式表示为

$$\text{财政赤字} = \text{投放货币} + \text{发行外债} + \text{发行内债} \quad (8-8) \quad (8)$$

如果按照本币和外币分类, 则为

$$\text{财政赤字} = (\text{投放货币} + \text{发行内债}) + (\text{动用外汇储备} + \text{发行外债}) \quad (8-9) \quad (9)$$

公式右边的“投放货币 + 发行内债”表示国内资源弥补的部分, “动用外汇储备 + 发行外债”表示国外资源弥补的部分。如果按照对货币政策的影响分类, 公式可表示为

$$\text{财政赤字} = (\text{投放货币} + \text{动用外汇储备}) + (\text{发行内债} + \text{发行外债}) \quad (8-10) \quad (10)$$

公式右边的“投放货币 + 动用外汇储备”表示中央银行弥补的部分, “发行内债 + 发行外债”表示债务融资弥补的部分。为了进一步解释弥补赤字的各因素, 可以用下面的公式表示财政赤字和弥补财政赤字的资金来源:

$$D = B + BE + DCG \quad (8-11) \quad (11)$$

其中, D 为财政赤字, B 为政府内债, BE 为政府外债, DCG 为财政透支。 D 表示给定年份政府的收支差额,也就是财政赤字。向央行透支以弥补赤字的办法简单易行,但是会增加基础货币,直接导致通货膨胀。动用外汇储备相当于向银行征税或征收铸币税。剩下的办法就是发行内债和外债。影响基础货币(MO)的因素包括财政部向中央银行透支,以及商业银行和国有企业向中央银行再贷款。一方面,国外资产增加,同时外汇占款上升,意味着基础货币供给发生了变化;另一方面,居民持有的现金增加,同时央行储备金增加,也意味着基础货币供给发生了变化。

一、各国国债发行的法律规章 (一) 发行审批和发行限额不同国家在不同时期有不同的国债发行法律规章。接下来将逐一比较不同国家国债发行相关法规的基本特点。**1. 债券发行的审批和用途**发达国家通常会对国债发行收入的用途作严格限制。例如, 日本政府规定, 公债收入只能用于公共事业投资, 具体用途必须得到日本国会批准。德国《联邦基金法》规定, 国债发行收入只能用于投资支出, 具体数额不能超过投资对象的信用限额。美国、英国、法国没有专门规定国债发行收入用途的法规, 但是英国规定公债发行收入纳入国家贷款基金, 用于国有企业、地方团体等事业单位贷款, 以及用于支付国债利息等。

各国国债发行的法律规章 (续)

2. 发行限额

- 关于发行总额,美国和法国设定了明确限制。美国规定了借款总额的上限,不过历史上,其规模上限曾经多次被提高。
- 1983年5月26日,美国国会规定“永久上限”为13890亿美元;1989年11月,上限提高到31227亿美元;1990年5月31日,上限又下降到30290亿美元。
- 美国对联邦普通债和政府担保债的总额设定了上限,根据该国《第二自由公债法》的规定,总额上限为23000亿美元。
- 由政府发行并由联邦银行担保的长期债券,法定利率设定为4.25%,发行额超过2500亿美元时可适当上调。
- 2013年以来,美国国会不再调整债务上限。2019年债务上限为22万亿美元,当时出现一次债务暂停。2021年7月,美国债上限恢复,债务“技术性”违约风险再现,2021年12月美国国会上调了债务上限。
- 在法国,各种期限公债的发行额由经济财政部和民政部的联席会议决定。
- 尽管各国法律制度有所不同,但都针对国债发行收入的用途和筹资目标进行了行政管理和限制。

(二) 我国国债发行的有关法律

- 目前,除了《证券法》以外,中国并没有专门针对债券发行市场的法律法规,但是国务院多项法规中都涉及财政部门发行债券的条款。
- 过去,《预算法》规定,地方政府不得发债。2018年《预算法》修正后,规定地方政府可在国务院确定的限额内,通过发行地方政府债券举借债务。

1. 《国库券条例》

二、关于发行主体授权的有关法律 (一) 财政部发行国债的授权法律

- 财政部作为中央政府的代表, 可以根据《国库券条例》, 围绕自身融资目标, 自主选择各种内外债工具和发行技术。
- 由于国务院只规定了发行总量的上限, 没有限制单笔发行的规模, 因此财政部可以根据预算支出的安排和偿还到期债务的需要, 自主决定单笔发行的数额。
- 财政部与证监会共同负责管理国债一级自营商。此外, 1993 年成立的中国国债协会作为行业自律协会, 同样发挥着监管的作用。
- 1994 年以前, 财政部在中国人民银行只设有一个账户, 所有政府开支都记入这一个账户, 并且通过这一账户从央行取得无息透支。
- 1994 年初, 国务院决定禁止财政部向央行借款或透支。这一决定后来纳入了 1994 年颁布的《中国人民银行法》中。
- 1987 年以前, 中国银行代表中央政府在国际资本市场发债。自 1987 年起, 财政部正式代表主权国家发行外债, 即在国际资本市场上筹集外币资金。

1. 通过预算法授权

- 全国人大负责批准财政部的国债发行计划,并在审批国家预算报告中的融资项目(包括预备发行国债总额)时正式核实批准国债发行总额。
- 全国人大通常在每年3月召开会议,因此国债国内发行的有关事项于每年3月底确定。
- 在《中国人民银行法》和《预算法》(1995年12月12日颁布)颁布实施以前,财政部发行的国债数额经常超过批准或规定的规模。
- 之所以会出现这样的情况,除了因为经常发生意料之外的预算开支(如用于干旱或洪涝灾害地区的应急资金),财政部也希望在市场条件有利的情况下多发行一些国债。

2. 国债余额管理

- 2005年之前,发行短期债、中期债和长期债都需要得到中央政府的批准。
- 2005年11月,全国人大将国债余额的管理权转交给财政部,也就是说,国务院只负责批准国债发行规模,财政部可以自行选择国债品种,并决定是否增发短期国债。
- 这一改变为财政部利用短期国库券进行现金管理提供了条件。

3. 外债管理

- 但是由于国家外汇管理局需要平衡外债, 因此在国外发行国债仍需要得到国务院的单独批准。
- 财政部直接向国务院提交外债发行报告, 再由国务院将报告分发给相关机构, 如国家发展改革委或外管局。
- 国开行和进出口银行首先将外债发行报告提交给国家发展改革委, 经国家发展改革委和外管局联合签署后呈交国务院审批。

4. 《预算法》规范地方债发行

- 地方政府债券市场由财政部、国家发展改革委和人民银行共同监管。
- 财政部负责监督或代理地方政府债券的发行。

(二) 政策性银行和商业银行的授权法律 1. 政策性银行的授权法律

- 由于金融机构是国家特许的国有企业,其发行的债务具有广义国家债务的性质。
- 政策性银行和商业银行的发行有明确的国家授权。
- 中国人民银行负责批准国开行、进出口银行和其他金融机构每年的发债规模;国开行、进出口银行和农业发展银行自行决定每次发债的时机和发行规模。
- 2005年,国务院决定将国债发行监管内容从每年发行总量变更为债务余额;国开后来也受到相同的待遇。
- 债务余额(未偿付债务的总量)控制是管理发行规模的一种手段,发债人发行的债务总量不能超过一定的上限(首次发行量减去已偿还本金)。
- 债务余额控制制度的优势在于,能够让发行人发行短期债券,有很大的灵活性,为现金管理奠定基础。
- 根据规定,发行人的债务余额规模可以暂时超过政府设定的上限,只要在年底控制在上限以内就符合规定。

2. 商业银行发行债券的授权法律

- 过去, 国家发展改革委负责审批公司债券的发行规模, 公司债券利率受到管制, 由发改委和人民银行共同设定。
- 中国银行业监督管理委员会负责审批次级债的发行。
- 2004 年, 银监会颁布了《商业银行次级债券发行管理办法》, 规定商业银行只能在银行间债券市场通过招标或私募的方式发行次级债, 还规定了商业银行发行次级债的上限。
- 国开行和进出口银行等政策性银行也可以出于资本金的需要, 在遵守这一办法的前提下发行次级债。

第四节 政府的负债管理和债务管理政策 I

负债管理涉及财政部的国库管理和央行的资产负债表管理, 债务管理政策提炼了国际、国内一些成功的经验和做法。一、负债管理 (一) 负债管理的必要性

- 前面的章节曾讨论过, 政府对债务和债券的认识程度对于债券市场的发展至关重要。
- 中国政府经历了思想转变的过程, 现在已经逐渐意识到建立债券市场、促进债券销售和交易的重要性。
- 与此同时, 债务管理对中国来说还是全新的议题, 需要进一步研究。
- 20 世纪 80 年代, 许多国家都积累了大量债务。政府债务主管部门发现, 政府的负债总额会随着市场条件和外部金融环境的变化而变化, 如利率和汇率的变化会带动债务的增长。
- 80 年代后期, 国债余额迅速增加, 市场和金融环境对负债管理和债务偿还的影响越来越大。
- 此后多年来, 国家不仅非常重视对外资产负债管理, 也开始重视国内政府的资产负债管理。
- 在计划经济时期, 资产负债管理的必要性并不明显, 因为当时的银行利率是受到管制的。人民银行调节利率时, 通常会同时按比例调节存贷利率, 因此资产和负债会自动匹配。
- 当时的中国几乎没有外债, 市场上可用于风险管理的工具少之又少。随着国债市场的建立和发展, 资产负债管理成为财政部债务管理的重要工具。

(二) 政府负债管理和金融市场

- 资产负债管理能够帮助政府债务主管部门利用对冲的方式, 从整体上对资产负债进行匹配管理。
- 拉尔斯·里斯伯格和安德斯霍尔姆隆德 (Lars Risbjerg and Anders Holmlund) 教授曾指出:“资产负债管理体现的思想是, 应该尽可能将整个资产负债表 (即资产方和负债方) 纳入风险分析的范畴中, 从整体上评估风险敞口。原则上, 管理者可以通过匹配资产和负债各自的风险特征, 将风险降至最低。资产负债表的一方可以对冲另一方的风险。”²
- 1970 年以来, 技术进步促进了市场发展, 各国政府逐步放松管制, 市场也因此波动更大。
- 在激烈的竞争下, 金融机构很难再通过存贷利差获得可观利润。金融管制的放松给金融机构带来了两大挑战:
 - 第一, 金融中介的职能因为借款人和投资人市场行为的变化而发生了变化。投资人不再将存款作为唯一的投资选择, 借款人也不再将贷款作为唯一的资金来源。投资人和借款人都希望直接参与市场。金融环境的变化, 要求金融中介必须帮助客户进入市场, 同时还要帮助客户管理风险。
 - 第二, 利率和汇率的频繁波动极大地影响了金融机构的资产价值和利润水平。市场参与者除了要面对信用风险, 还需要面对市场风险。这一变化要求金融机构将风险管理的重点从信用风险管理转移到市场风险管理上。同时也对财政部的负债管理提出了新的要求。

(三) 负债管理和风险分担

- 在实际中,并非所有的风险都能通过风险管理消除。因此,风险管理的目标不是避免所有的风险,而是尽量降低风险。
- 但是,风险确实可以进行转移、分散和对冲。
- 每个人都希望避免风险,不过每个人对风险的确认和偏好都有所不同,可以将市场参与人分为风险中性、风险厌恶和风险爱好型三类。
- 风险意味着不确定性,因此风险管理的作用就在于获取信息,减少不确定性。
- 举例来说,由于信息不对称,不同的市场参与人会面对和承担不同的风险。认为某种资产有风险的人,可以与认为该资产风险不大的人进行交换。
- 风险越大,期望收益越高,因此一些市场参与人可能愿意为了更高的利润而承担更大的风险,另一些人则为了降低风险宁愿牺牲部分潜在利润。
- 市场参与人面对不同的风险,或者说,对某些人构成风险的,对另一些人则算不上风险,因此同一个风险管理措施能够同时降低交易双方的风险。
- 金融机构从本质上讲就是风险承担者,必须承担其他市场参与人不愿承担的风险。个人通常都是风险厌恶者,因此必须有人去承担风险才能促成交易。
- 另外,专业的机构投资人和金融中介对市场有更深入的了解,可以取得与风险水平相对应的利润,由此促进了风险管理机制的健全与完善。
- 资产组合经理通常利用资产多元化来管理风险。组合内各资产之间的相关性越小,风险越分散。
- 资产负债管理的对象是市场风险,而不是信用风险。管理的办法主要是对冲。
- 风险可以理解成信息不对称带来的不确定性,资产的买卖双方由于信息不对称而面对不同程度的不确定性,因此可以通过资产交换实现双赢。

二、负债管理领域的发展 (一) 负债管理内容

- 政府债务管理也称为“负债管理”，就是根据政府的债务和风险管理要求，利用最新市场技术和市场工具进行管理的一种制度。
- 负债管理的目标在于降低未偿付政府债务的风险。
- 由于资产和负债紧密相关，政府的负债管理通常也和资产管理结合起来的。这里所说的资产既包括国内资产，又包括国外金融资产。
- 随着现金和储备等国内资产的增加，政府需要考虑如何从整体上管理国外资产和国内资产。
- 政府负债管理的内容体现在以下四个方面。

1. 降低政府债务风险

- 负债管理的任务是判断政府债务管理政策是否恰当，评估政策是否成功。
- 确保资产和负债在期限上的匹配。
- 为了提高负债管理技术，政府首先要明确负债管理的目的和重点，确定负债管理的具体目标。
- 目标应通过一些具体的指标得到体现，如规定政府债务的类型、国债风险管理的指标要求等。
- 此外，还应建立政府债务的参照基准，用于度量债务风险。
- 负债管理应采用全新的会计制度，保证对政府资产负债的有效评估。
- 政府债务主管部门必须将现有的债务结构转换为可度量的标准化工具，确定债务管理的标准。

2. 确定负债管理的职能

- 政府的负债管理必须有一定的法律制度为保障,明确政府债务主管部门的权限。
- 相关问题包括政府债务主管部门是否与一个或多个政府部门建立关系,是否负责监督管理所有的政府债务,是否有能力管理所有的资产负债。
- 界定政府债务主管部门与货币当局间关系的本质在于,政府债务主管部门是否有义务支持政府的货币政策。
- 确定政府债务主管部门的权责范围,例如,债务主管部门由政府或议会授权管理资产负债风险,控制债务成本。

3. 负债管理主要是应对利率风险

- 根据世界各国的债务管理经验, 政府负债管理的目标是降低市场风险, 降低偿债成本。
- 市场随时都在变化, 利率上升, 债务价值下降; 利率下降, 债务价值上升。债务价值下降代表降低债务成本。
- 债务价值的变化还取决于负债是浮动利率还是固定利率。利率上升, 浮动利率债券的利息也会上升, 因此政府必须尽量防范市场和金融环境变化造成的债务成本上升。
- 国家开发银行的经验表明, 从发行人的角度考虑, 如果收益率曲线相对陡峭, 债券利率的上升程度不及市场, 那么最好选择浮动利率债券; 反之, 则最好选择固定利率债券。
- 如果政府需要在通货膨胀的情况下对债券进行保值, 就必须考虑到保值补贴造成的额外成本。
- 此外, 提前兑付也会增加利息成本 (比如 1994 年曾提前兑付不可上市储蓄债券)。这种情况下, 政府会多支付利息补贴。
- 有鉴于此, 从 20 世纪 90 年代中期开始, 政府就取消了通货膨胀保值补贴。

4. 降低汇率变动造成的风险

- 汇率变动通常会引起由本国货币表示的外债价值的变化。
- 2005 年 7 月 20 日, 中国政府宣布中国将从固定汇率制转变为参考一篮子货币, 有管理的浮动汇率制。这一转变会将中国的外债暴露于汇率变动的风险之下。
- 为了管理汇率风险, 中国引入了汇率互换市场和外汇期货市场。
- 为了应对汇率风险, 债务主管部门必须设定一定的基准, 交易员和负债管理员才能据此制定目标, 评估负债管理绩效。

(二) 国债管理战略分析

- 国债管理战略分析是对国债发行成本和风险进行定量预测和分析。
- 在国债管理中采用数量化的分析和辅助决策工具,有助于提高国债管理的科学性和前瞻性,降低国债筹资成本,防范国债管理面临的风险,从而提升债务管理的精细化程度。
- 2001年,世界银行和国际货币基金组织联合发布《政府债务管理指引》,明确指出政府债务管理的目标是在中长期内以较低成本和风险满足财政筹资需要,以及促进政府债券市场的发展。在随后对该指引的修订中,均继续重申这一目标。
- 2013年12月,财政部国库司在国债领域第三次得到世界银行技术援助,开展“中国国债管理战略计量分析”项目研究。中央国债登记结算有限责任公司担任该项目咨询顾问机构,由中央国债登记结算有限责任公司骨干研究人员和国内知名高校研究团队组成专项课题组,对计量模型的构建做了详细、规范、严谨的理论论证和实证研究。
- 该课题为量化分析技术在债务管理中的运用提供了重要理论基础。课题以国债管理战略的成本与风险为主线,在对国债管理战略理论、国债管理战略的计量分析方法,以及主要国家(美国、日本、加拿大、英国、瑞典、丹麦及新兴经济体中的巴西和土耳其等)的国债管理战略计量分析经验进行研究的基础上,结合中国实际情况,构建中国国债管理战略计量分析模型,并进行实证分析。
- 课题用债券的发行利率作为成本的度量指标,用未来发行利率的不确定性作为风险的度量指标,假定七种发债方案,分别为“2014年方案(2014年实际执行的发债方案)”“短期债方案”“中期债方案”“长期债方案”“均衡方案”“均衡偏长期债方案”和“均衡偏短期债方案”。对每种方案进行10000次模拟,计算出了每种方案对应的成本、风险和其他统计指标。

- 研究表明,如果单就各方案的成本(平均付息)和付息金额的方差来看,二者的确存在此消彼长的关系:短期债券在国债管理战略中占比较大时付息成本比较小,但各项风险都比较大;长期债券比例越大,未来付息成本会相对比较大,但其方差、尾部风险和情景风险较小。因此,需要综合考虑成本和不同种类的风险,选择综合表现较好的国债管理战略。研究项目成果为制订政府债券发行计划、优化政府债券结构和发债节奏、提升债务管理能力、实现债务管理政策目标等方面提供了定量分析的基础³。

(三) 政府债务管理部门的组织形式

- 为了实现高效的政府债务管理, 需要有恰当的组织结构和制度结构。
- 决策制定过程须要做到直接、透明, 并以法律程序为基础, 各有关负责部门应高效地行使职责。
- 在许多国家, 财政部负责制定债务管理决策, 并授权债务主管部门起草债务管理指南、决定政府债务管理政策。同时作为债务管理职能的一部分, 财政部负责向国会报告。
- 债务政策的执行主要有两种方式:
 - 其一, 大多数国家都有直接受财政部管辖的债务主管部门, 中国也是如此;
 - 其二, 在一些国家, 中央银行负责管理政府债务。如果中央银行作为政府的国库代管机构, 财政部也会同时授权中央银行作为债务主管部门。
 - 这一做法有两大优势: 中央银行能够在债务管理的市场操作中更好地与市场参与者合作; 债券市场和货币政策之间能够更好地协调。
- 在许多国家, 财政部与中央银行之间既有分工又有合作。例如, 中央银行负责管理可流通国债, 财政部或另一个独立的债务管理部门负责管理不可流通国债。在一些国家, 由财政部管辖的独立债务管理部门负责招聘高素质的债务管理人才。
- 为了有效管理政府债务和债券市场的日常事宜, 债务管理部门需要与预算和现金管理部门密切合作, 及时获得政府收支数据、支出安排和现金账户状况。
- 债务管理部门需要及时向预算和现金管理部门提供新发行国债和国债还本付息的数据。
- 政府债务管理部门可以通过发行短期国库券, 协助预算部门安排日常支出。
- 中国财政部直到 2005 年才赋予现金管理职能, 此前很少发行短期国债 (1994 年发行过一次)。

总而言之, 政府部门对于债券资本市场具有重要作用, 因此, 有必要在负责政府债务管理的财政部下属的各部门之间、央行和财政部之间, 或者财政部与独立债务管理部门之间建立正式的沟通平台。在央行负责国库管理的情况下, 财政部和央行之间必须进行有效合作 (后面还会详细讨论这一问题)。

三、一级市场和二级市场的行政管理职能 (一) 一级市场的行政管理职能

- 债务管理部门需要有效的会计核算制度, 确保债务主管部门能够掌握与政府债务有关的所有金融活动。
- 传统的预算和政府债务核算制度建立在现金管理原则的基础上, 因此金融资产和金融负债是分开的, 只有现金项目列入会计核算中。
- 有效的债务管理应该以权责发生制会计核算为基础。这种核算方式适用于折价发行的国债。
- 实行现金收付制的情况下, 折价发行的国债的利息成本通常计为兑付时支付的本金; 实行权责发生制的情况下, 折价的部分以成本处理, 不必考虑实际支付日期。
- 在广义的会计核算制度下, 债务管理部门应该有自己的债务偿付时间表, 以便准确、及时兑付到期国债。
- 根据国债存托制度, 债券的还本付息资金通常要通过一系列账户转账: 首先要从政府账户转到中央国债登记结算有限责任公司的账户, 然后转到国债持有机构的账户; 若为跨市场交易国债, 则首先要从政府账户转到中央国债登记结算有限责任公司的账户, 然后转移至中国证券登记结算有限责任公司的账户, 最后转到国债持有机构的账户。从托管机构账户转到债券持有机构 (如证券公司) 账户过程中的行政管理工作通常由中央银行、商业银行和中央国债登记结算有限责任公司等机构负责。行政管理工作涉及国债的登记、印制和转运, 这些工作已被计算机簿记系统所取代。

- 一级市场管理职能来自市场关系、投资者关系 (IR) 和了解客户 (Kye) 的要求。无论采取哪一种国债销售方式, 新发行债券销售渠道的组织都是一项重要工作。
- 债务主管部门需要与银行进行直接或非直接的接触, 协商制定合适的销售程序。
- 如果采用承购包销式发行国债, 政府需要与承销团中的重要成员保持接触。
- 如果采用招标制发行国债, 政府就需要从所有参与投标的金融机构中, 挑选出最有实力的投标人并与其接触。
- 有时候政府也以公开发行的方式, 在一级市场直接销售不可上市债券 (储蓄国债), 或者通过授权的经纪人或银行系统销售债券 (相应费用由政府承担)。
- 如果采用定向私募的方式, 政府债务主管部门可以与银行或机构投资人建立直接关系, 也可以通过经纪人代理销售债券。
- 为了配合央行的货币政策, 政府债务主管部门通常与央行保持密切联系。不管采用哪一种销售方式, 政府债务主管部门都必须与市场保持直接接触, 以确保债券发行的成功。

(二) 二级市场的行政管理职能

- 二级市场必须保持高流动性, 因此, 政府需要与金融机构建立合作关系, 建设健全的法律体制。
- 国际经验表明, 健全的金融基础设施, 包括国债的联网簿记系统, 国债的存托、登记、清算和结算系统等, 具有十分重要的作用。
- 中国在 1991 年启动国债市场改革时就大力投入基础设施建设, 到 1997 年时各种系统已基本就位。
- 许多人认为, 为了保障债券一级市场的稳定性, 政府有时候必须直接或间接干预二级市场。
- 这样做可以减轻供求不平衡造成的压力, 更重要的是可以稳定市场价格, 或暂时为新债发行创造有利条件 (特别是在通过承购包销制发行长期债券时)。
- 在实施市场干预方面, 政府债务主管部门通常会建立专门的机构, 或者授权给央行。
- 在债券市场发展初期, 政府的干预还是有必要的。但是经验表明, 政府的职能应该限制在制定规则和执行规则的范围内。
- 财政部和中国人民银行等政府机构在一级债券市场中属于市场参与人的角色, 由财政部实施市场准入限制或行政指导, 都在一定程度上制约市场的发展。

四、财政部和中央银行在债务管理方面的合作 (一) 国务院领导下统一实行财政货币政策

- 政府债务主管部门在任何债务活动中都要考虑货币政策的需要; 同样地, 货币政策的制定者 (或者说货币当局) 在实施货币政策的同时也要考虑债务管理的需要。
- 要实现这一点, 就应当加强财政部各部门与负责协调财政政策和货币政策的委员会之间的合作。
- 在中国, 中央银行是政府的财政代理部门, 有关政策禁止中央银行为财政部提供借款。
- 国务院作为中国最高行政机构, 负责制定中国的债务管理政策和货币政策。因此, 财政部和中央银行可以根据国务院制定的政策统一行动。
- 1994 年银行系统改革之前, 中国人民银行只相当于财政部下属的一个司, 央行的货币政策必须支持财政部的政策目标。
- 预算赤字主要通过中国人民银行透支来解决, 仅有一小部分通过发行国债弥补。
- 随着商业银行持有的政府债券越来越多, 可提供给企业的流动资金出现不足。在银行缺乏现金和流动性的情况下, 中央银行不得不通过所谓的再贷款向银行提供资金, 从而导致基础货币的增加。

(二) 部门之间关系的协调

- 央行实施控制货币供给、稳定经济的政策目标,不可避免地受到债务政策的影响。
- 自 1981 年起,财政部开始通过发行国内政府债券来弥补财政赤字,债券发行款纳入预算收入。
- 自 1982 年起,预算收支的实际缺口(即硬赤字)仍通过央行的透支和贷款来解决。一直到 1993 年,中央政府停止向央行透支。此后,财政部再无法以这种方式弥补财政赤字。
- 从改革之初直到 1993 年早期,中央银行在安排信贷资金方面没有考虑到财政部发行国债和透支的因素,更没有因此减少贷款安排。
- 1993 年下半年,银行系统改革为政府债务管理政策和货币政策之间的协调奠定了基础。
- 改革取得的成果之一是财政部不再向中央银行透支或借债。央行的独立性有所提高,其主要职责调整为维持适当的货币供给,稳定经济。
- 财政部向银行和非银行金融机构发行短期国库券,允许银行和非银行金融机构持有国债作为流动性较好的金融资产,这为央行的公开市场操作做好了准备。
- 不过由于担心偿债高峰的出现,财政部在 2006 年之前没有定期发行短期国库券。
- 1994 年银行系统改革之后,央行在执行货币政策时变得相对独立了。同世界许多国家的情况一样,财政部的权限高于央行,因此二者之间的合作并非一帆风顺,这给政府债务管理带来了一定的影响。
- 中国人民银行在 20 世纪 90 年代中期未能完全投入国债一级市场改革,不过央行在着手安排公开市场操作之后,认识到了债券市场对于公开市场操作的重要性,与财政部之间的合作也越来越顺利。
- 经验表明,良好的制度安排有助于提高二级债券市场的效率。央行在行使政府的财政代理机构职能时,应该设计并确立协调债务管理目标和货币政策的制度,才能更好地发挥作用。

(三) 国债发行时与中央银行的各种合作方式国债发行的组织结构是国债管理制度的保证, 国债发行的组织结构有以下四种类型:

- 1 财政部委托中央银行发行债券。中央银行通过招标确定国债发行条件, 或者与银团或承销团成员进行协商确定发行条件。英国正是采用了这一国债发行方式。
 - 2 财政部委托中央银行进行国债发行的特定操作, 如组织银团或承销团; 由财政部决定定价形式、债务工具、债务期限等发行条件。
 - 3 财政部和中央银行分工负责国债发行。中央银行负责组织对银行系统招标; 财政部负责向机构投资者和证券公司销售国债。或者中央银行通过招标、承购包销等方式组织发行, 财政部直接组织随买式发行。
 - 4 财政部直接组织发行。财政部直接邀请承销团成员, 或者通过招标的方式组织一级市场销售。美国正是采用了这一国债发行方式。
- 中国财政部和中央银行在国债发行方面的组织结构与美国类似。财政部直接组织承销团, 或者邀请一级自营商进行投标, 同时还通过随买的方式向个人投资人销售储蓄债券。
 - 由于委托代理成本不同, 销售政府债券的制度安排也有所不同。根据委托—代理理论, 委托人出于效率的考虑向代理人授权。
 - 财政部之所以直接组织一级市场发行, 而不是授权给中央银行, 是因为招标制可以降低国债销售成本、简化销售程序、提高销售效率, 财政部组织招标的成本要低于授权给其他机构的成本。

(四) 中央银行在国债发行中的作用

- 一些发达国家规定中央银行不得直接向财政部购买国债。不过在特殊情况下,法律允许央行在一定范围内认购国债。
- 例如,日本的中央银行可以在国会规定的上限内购买和持有国债。
- 在美国,1981年以前,联邦储备银行可以认购50亿美元以内的普通债和政府担保债,不过目前的美国法律禁止联邦储备银行直接认购国债。
- 德国的《德国联邦银行法》规定,联邦银行只能做经纪人,不得直接认购国债,但是可以向联邦政府提供60亿德国马克以内的短期信贷。
- 类似地,在法国,《法兰西银行法》规定,法兰西银行不得直接认购国债,但政府可以在经济财政部和民政部联席会议认可的情况下向法兰西银行借款,借款上限由国会批准。
- 英国的政策有所不同,英格兰银行有时可以购买公开招标发行的部分国债,有时则可购买发行的所有国债。
- 总的来说,世界各国都对中央银行购买政府债券作出了限制,这样的制度安排对于保证中央银行货币政策的独立性具有重要作用。
- 中央银行和财政部之间的法定关系能够平衡政府宏观经济政策的目标。2000年以来,中国中央银行的独立性不断提升,在国务院框架下行使货币政策。

五、政府发展债券二级市场的目标与债务管理不同国家发展国债市场有不同的目标,根据偿还政府债务管理的重要性,主要包括以下方面: (一) 要保持良好的信用,政府必须保证按时偿还债务

- 倘若政府偿还债务时遇到了困难,也应该采用以新债偿还旧债的方式,而不是延期偿还。
- 20世纪90年代初曾经出现过国有企业持有的国债未能按期还本付息的情况,之后中国的国债都是按期偿付的。
- 财政部意识到了维持信誉的重要性,提高了债务偿付预算安排的优先级,也就避免了延期偿债的局面再次出现。

(二) 降低政府筹资成本

- 降低筹资成本是指政府在每一次发债时都能以尽可能低的成本筹集到所需资金。
- 若政府还本付息的债务负担过重,债务主管部门就必须注重采取系统、高效的债务管理技术(特别是风险管理技术),降低未偿付债务的成本。
- 实现降低筹资成本的一个重要方面是尽可能降低各种手续费。
- 许多国家(包括20世纪90年代后期以前的中国,国债通过银行系统、证券公司、邮局进行发售)债券发行和债券结算的手续费都较高。
- 如今,大多数国家通过债券发行技术的改进和创新,成功地降低了手续费。例如,以招标的方式发行国债就大幅降低了发行费用,基本不支付手续费;不过在一些国家,银行和证券公司协助收集标书,仍会收取手续费。
- 此外,大多数国家利用中央托管系统来降低结算和兑付的手续费。由于中央结算公司的成立,中国在2000年以后也成功地实现了这一目标。

(三) 保证政府能够有效控制成本和风险

- 管理资产组合的风险,也是降低政府成本的重要目标。这一新的目标进一步延伸了政府降低筹资成本的传统目标。
- 根据现代资产管理理论,政府债务主管部门应力求从整体上降低总的负债成本,使用衍生产品工具对冲、分散负债组合的风险。
- 对成本和风险的有效控制,要求管理者充分考虑内债的成本和风险、有效进行资产负债管理和现金管理。

(四) 调整政府资产负债结构

- 目前已有一些国家将政府债务管理的职能扩大到对资产负债的综合管理。
- 为实现这一长期目标,政府债务主管部门必须从资产负债管理的角度来考虑债务的货币组合和期限结构。
- 债务主管部门在这方面可能遇到的问题是,如何准确预测政府的资产负债状况,此外还需要了解管理的资产在什么条件和何种程度上会受到汇率及利率变动的的影响。
- 近些年来,大多数国家利用现代债务管理技术改进了债务管理。

(五) 降低国库现金管理对市场的影响

- 为实现这一目标,一级市场新发行债券的票面利息必须与二级市场上同期限债券的收益率相一致。
- 有时人们也将这一目标解读为保持有序的市场条件。也就是说,政府作为发债人,必须经常向市场参与者通报借款计划、新债发行的时间表和发行条件。
- 要保持有序的市场条件,通常要求政府提高国债在二级市场的流动性,政府债务主管部门尽可能不干涉二级市场,并在不得不采取干涉措施时提前通知主要的市场参与者。
- 事实上,新发债的收益率通常都参考了二级市场的收益率,二级市场的收益率从新券 (on-the-run bonds) 中得到反应。
- 这并不意味着新发债的收益率必须与二级市场的收益率完全相等,因为有时候旧券 (off-the-run bonds) 缺乏流动性,不宜作为参考基准。
- 假如市场尚没有相同类型的债券,新发债就会成为市场收益率的参考。这种情况下,新发债增加了市场上的债券品种,也增加了新的价格信息。

(六) 增加政府债务工具的种类和分布

- 如果发行的国债有逐渐增加的趋势, 政府债务主管部门就应努力增加债务工具的种类和数量。
- 随着国债发行量的增加, 政府需要吸引新的投资人, 满足这些投资人对国债投资工具的需要。
- 举例而言, 为满足银行、部分资产管理机构和基金公司的需要, 可发行固定利率或浮动利率的中期国债; 为满足风险厌恶型投资人和风险爱好型投资人的需要, 可发行可上市或不可上市的短期国债。
- 在通货膨胀的情况下, 对债券实行保值有助于吸引传统的投资人, 比如说物价指数联动债券能吸引投资人购买长期债券。
- 零息债券由于无须支付利息税, 受到了高收入投资人的青睐。
- 政府在选择债务工具时应注意必须保证能够在发行条件不断变化的情况下选择适当的债务工具。这时必须结合债务发行的目标, 不同的发债目标需要不同的债务工具, 因此在进行选择时, 既应该保持灵活性, 又应该牢记发债的目标。
- 较好的做法是, 发债人不要过早选择一种固定的发行技术, 以便在市场条件发生变化的情况下, 灵活地选择其他发行技术。
- 国债工具的发展必须与金融中介行业的发展相结合。

(七) 确保国债二级市场的有效运行

- 保持有效的国债二级市场,对国债的发行至关重要。
- 首先,有效的二级市场能确保新发债券的合理定价,保障定价更贴近市场条件。
- 其次,有效的二级市场能确保政府随时可向市场投放新的国债。
- 最后,有效的二级市场使得政府可随时对市场进行干预,以便减少债券发行和债券兑付对市场造成的负面影响。不过政府应尽可能少干预市场。
- 国债二级市场有效运行的一个标志就是较高的流动性。也就是说,二级市场必须有效地分流和吸收一级市场新发行的国债,加快债券在投资人之间的换手率和交易频率。
- 政府要想提高交易的活跃程度,必须开发更加多元化的债务工具和金融衍生品,建设高效的债券托管记账系统,建设先进的债券清算结算系统。

(八) 形成有效合理的国债期限结构

- 有效合理的债务结构是指,发债人为避免集中兑付、满足投资人不同的偏好,有必要在期限结构中囊括长期、中期和短期的期限。
- 这样的期限结构有助于建立有序的市场条件,减少政府债务操作对市场的不良影响,还有利于实现政府财政政策、货币政策和现金管理政策的整合。
- 这是因为,政府不管是兑付债券,还是借新还旧,都会导致现金流的变化。

(九) 保证新发行债券的成功发行

- 这一目标的实现依赖于选择最有效的销售技术。
- 政府应根据本国特定的经济条件和市场条件,选择一种销售技术,或几种销售技术的组合。
- 选择销售技术时需兼顾其他债务管理目标,如减少对二级市场的不良影响,或增加对二级市场的有利影响。
- 此外,选择销售技术时还应考虑增加政府债务工具品种的长期目标,这一目标必须与货币政策的目标相协调。

六、政府债务管理目标与其他政策目标的关系

- 保证债务管理的政策目标与政府的宏观政策目标相一致,是政府债务主管部门的重要职责。
- 由于国债发行人既是市场参与者又是政策制定者,债务主管部门能够较为容易地制定出与宏观政策目标相一致的管理策略。
- 如前所述,债券市场并不是在真空中运行的,其他的政府政策工具与债务工具相互影响、相互作用。

(一) 促进金融市场的健康发展

- 金融市场是债券市场的基础,因此金融市场的健康发展对债券市场的发展至关重要。
- 没有健康的外部环境,国债市场很难实现自身的发展目标。例如,1993年的股票热、投资热、房地产热就导致市场利率水平上升,妨害了政府的筹资安排。
- 金融市场是政府债券市场的外部环境,金融市场的发展是政府债券市场发展的基础和前提条件。
- 20世纪80年代以来,香港特别行政区政府债券一级市场的建立和发展以及二级市场的迅速发展,都以发达的金融市场为基础。
- 因此,政府债务主管部门应努力促进整个货币市场和资本市场的建立和发展,为政府债券市场提供有利的金融环境。
- 现有经济体制改革的关键在于金融改革,而建立和发展国债市场是金融改革的重要组成部分,对于宏观调控机制的建立具有重要意义。
- 积极促进国债市场的发展并以此推动金融改革,是20世纪90年代中国面临的紧迫任务,至今仍然是主要任务之一。

(二) 促进整个证券市场的发展

- 建立和发展国债市场的意义远超过国债市场本身,对整个证券市场都具有重要影响。
- 和世界上大多数国家一样,中国的证券市场也是从国债市场发展起来的,国债市场提供了从储蓄到投资的转换渠道。
- 此外,国债市场的收益率为整个证券市场提供了参考基准。
- 政府债券在整个债券市场中占主导地位,是公司债券、金融债券、中央政府部门债券和市政债券的定价基准。
- 因此政府在考虑债券规模、进入市场的时机、推出新的市场工具等问题的时候,必须注意政府债券市场对整个证券市场产生的影响。

(三) 努力促进个人的长期储蓄

- 亚当·斯密在《国富论》中指出,增加个人储蓄,提高储蓄率,能够促进国家经济的发展,增加国民财富。
- 1994年以来,储蓄债券(凭证式国债)的发行吸收了个人手中的闲散资金,属于政府鼓励储蓄的一项政策。
- 政府债券是个人持有的主要金融资产。通过有吸引力的政府债务工具吸收个人存款,能够有效减少个人消费,增加政府重点建设项目的投资。
- 许多国家向个人投资人发行储蓄债券,有效地吸引了个人投资。
- 由于储蓄债券的发行目的和发行用途与其他政府债券有所区别,一些国家将储蓄债券的发行列入了国民储蓄计划。

(四) 促进收入和财富的合理分配

- 为了防止个人持有的金融资产在通货膨胀的情况下遭受损失,一些国家发行了不可上市的通货膨胀挂钩债券即物价指数联动债券,以保护散户投资人的利益,避免通货膨胀情形下不合理的收入再分配对个人投资者的不利影响。
- 然而笔者认为,政府应采用债券市场之外的办法来实现其政策目标,否则频繁地向个人和机构配售或私募发行会危害市场的健康发展。
- 在 20 世纪 90 年代机构投资人要求财政部定向配售的例子不胜枚举。
- 今天发行国债基本上是公募招标方式,很少有私募发行或配售的情况,但是地方政府发行债券时则很普遍。

- 中央政府债券通常也称为国债,其实这种理解是不准确的。
- 国债本身含义是国家债务,但是国库券是国债,是债券品种,是标准化的国家债务。
- 因此国债管理制度也应该包括标准化的国家债务。

一、国债管理制度 (一) 国债年度发行额管理

- 我国自 1981 年恢复国债发行至 2005 年,一直通过控制国债年度发行额的方式控制国债规模,每年由全国人民代表大会审批中央政府全年国债发行数额,具体方式如下:
 - 一是每年年初,财政部根据当年国债还本数额,以及为弥补预算赤字对新增国债的需求制定债务预算,并提交国务院审议。
 - 二是经国务院审议通过后,报请每年 3 月初召开的全国人民代表大会审议批准。
 - 三是财政部按照全国人大批准的债务预算制订国债年度发行计划,并将全年国债发行方案上报国务院,经批准后执行。

(二) 国债余额管理

- 自 2006 年起,我国开始实行国债余额管理制度,其主要规定和程序如下:
 - 一是国务院每年向全国人大作预算报告时,报告当年年度预算赤字和年末国债余额限额,全国人大予以审批。一般情况下,年度预算赤字即为当年年度新增国债限额。
 - 二是在年度预算执行中,如出现特殊情况需要增加年度预算赤字或发行特别国债,由国务院提请全国人大常委会审议批准,相应追加年末国债余额限额。
 - 三是当年期末国债余额不得突破年末国债余额限额。
 - 四是国债借新还旧部分由国务院授权财政部自行运作。
 - 五是每年一季度在中央预算批准前,由财政部在该季度到期国债还本数额内合理安排国债发行额度。

(三) 国债计划管理

- 国债计划管理是指每年在全国人大批准的当年年末国债余额限额内,财政部对当年国债发行币种结构、品种结构、期限结构、各种国债每期发行额、全年发行次数、发行利率控制上限等国债发行要素实行计划管理的有关制度,包括两个方面:
 - 一是年度国债计划管理,包含关键期限记账式国债年度发行时间表和全年国债发行计划。
 - 二是季度国债计划管理,以年度发行计划和关键期限记账式国债年度发行时间表为依据,制订并提前对外发布有关国债发行品种、期限、招标日期或发行日期等内容的发行计划,通常在上一季度末对外发布。

(四) 国债行政管理

- 1981 1989 年, 国债管理由财政部综合计划司债务管理处实施;1998 年以前, 国债发行与管理由国债司实行;1998 2003 年, 国债发行与管理由金融司负责;2003 年以后, 由新成立的国库司负责。
- 各省财政厅局设立相应处室管理国债事务。
- 早期国债管理主要和行政分配的发行方式有关。当时国务院国库券推销委员会办公室设在财政部。
- 同时从行政机构延伸出来的国债服务部服务于国债发行、流通转让和兑付。人民银行国库司早期参与国债发行与分配。

(五) 国债预发行制度

- 2013 年 3 月, 财政部会同人民银行、证监会下发《关于开展国债预发行试点的通知》, 正式启动国债预发行试点。
- 试点旨在充分发挥一级市场价格发现功能, 进一步完善国债市场化发行机制。
- 同年 7 月, 确定 7 年期记账式国债为首批试点券种。

1. 实现国债预发行功能

- 预发行交易有两个主要功能: 一是价格发现, 二是价格平滑。
- 价格发现功能主要指招标日前, 一级市场参与者通过预发行交易了解市场需求, 发现市场价格; 而价格平滑功能主要是指招标日后到国债上市日前, 参加投标的承销商能够通过预发行交易, 减少国债中标价格与二级市场国债价格的差距, 降低自身的损益波动。
- 当前, 我国试行的预发行交易主要是为了实现价格发现功能, 为一级承销团提供价格发现的工具。
- 但因为招标日后不能进行预发行交易, 因此承销团只能通过分销或回购的方式来对冲国债的价格波动。
- 我国国债从发行公告日到国债实际上市时间跨越较长, 通常为 2 3 周, 如果行情发生重大变化, 会导致招标后持有中标国债的风险增大。
- 因此, 我国预发行制度会延长交易时间段, 为一级市场提供价格平滑的工具。⁴

2. 促进国债一级、二级市场的衔接

- 2013年,国债预发行率先在交易所债券市场开展,运行平稳。
- 推出国债预发行,有利于减轻国债承销风险,增强国债分销广度、深度和透明度,促进国债一级、二级市场衔接。
- 2013年财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会《关于开展国债预发行试点的通知》明确国债预发行,是指以即将发行的记账式国债为标的进行的债券买卖行为。
- 国债招标日前4个法定工作日至招标日前1个法定工作日可进行国债预发行交易。国债预发行必须于上市日前完成结算。
- 全国银行间债券市场、证券交易所债券市场为开展国债预发行试点的指定交易场所。
- 财政部会同中国人民银行、中国证券监督管理委员会提前公布开展国债预发行试点的具体券种。⁵
- 2014年6月,财政部会同中国人民银行、证监会下发《关于关键期限国债开展预发行试点的通知》,决定将国债预发行券种由7年期记账式国债扩大至全部关键期限记账式国债(1年期、3年期、5年期、7年期、10年期)。
- 交易场所符合《关于关键期限国债开展预发行试点的通知》规定后即可开展关键期限记账式国债预发行交易。
- 2017年7月,财政部同意全国银行间同业拆借中心、中央国债登记结算有限责任公司,依据《全国银行间债券市场债券预发行交易规则》和《中央国债登记结算有限责任公司债券预发行业务结算规则》在银行间债券市场开展国债预发行业务。

3. 承销团余额限制

- 在我国试行预发行的规则中,对国债承销团和非承销团在预发行交易中的净卖出余额进行了限制,规定承销团甲类成员净卖出量不得超过当期国债计划发行量的6%,承销团乙类成员不得超过1.5%;规定非承销团成员不得净卖出。
- 通过对卖空的严格限制,防止对国债价格的故意打压,确保了财政资金募集成本的稳定性。

4. 预发行中的多种价格招标

- 美国的预发行交易适用于各期限的各种券种,而我国试行预发行交易的具体券种有待公布。
- 美国及其他各国的预发行制度都适用于各期限的国债和其他一些政府机构债券,而我国在预发行试点阶段,开展国债预发行试点的具体券种需要财政部会同中国人民银行、中国证券监督管理委员会提前公布。
- 预发行交易是多种价格招标(美国式)制度下的产物,比现行美国实行的单一价格招标(荷兰式)的历史要长,而多种价格招标制度下招标结果也对各竞标者的竞标价格更为敏感。
- 当前,我国国债招标制度对不同期限的国债分别实行多重价格招标、单一价格招标和混合价格招标的制度,因此我国试点预发行交易或将首先运用在多重价格招标的国债中,即在对1年期(不含)以下记账式国债招标中首先运用。⁶

(六) 国债的续发行管理

- 财政部于上世纪 90 年代就建立了国债续发行机制,2000 年以后, 财政部普遍实行国债续发行。
- 从 2003 年 5 月对当年发行的 2003 第 1 期国债进行续发行后, 财政部先后对 2001 年第 5 期国债、2004 年第 3 期国债、2004 年第 5 期国债、2007 年第 11 期国债等几期债券进行了续发行。
- 续发行机制可以增加市场价格发现的机会, 对市场中流通的债券给出当前比较公允的价格, 这有利于更好地发挥一级市场的“灯塔作用”。

(七) 国债兑付保障管理

- 债券的还本付息是债券发行人承担的法律义务, 因此, 许多国家为了确保及时兑付、保障政府信用, 都将国债的还本付息纳入制度安排中。

1. 偿债基金

- 日本设立了国债整理基金 (又称“减债基金”), 根据该国《财政法》的规定, 上年国债余额的 1.6% 和总账剩余资金的 50% 必须补充到国债整理基金中。
- 在法国, 国债发行收入上缴和兑付支出通过预算外的专门国库资金账户进行, 根据该国《预算组织法》的规定, 每年的预算结余需要补充到国库兑付准备金中。
- 在英国和美国, 法律一度规定设立专门的偿债基金, 后来取消了这一规定。目前, 两国均通过国家贷款基金的余额偿还国债。

2. 还本付息制度

- 还本付息制度是国债兑付保障管理的基本制度。还本付息的根本保障是债务使用效益、预算安排保证和及时偿还的技术系统。
- 美国对个人持有的储蓄债券通过财政直接记账系统偿还本息或进行再投资。
- 发达国家的一些法律制度和制度安排值得中国借鉴。
 - 第一, 应严格规范国债发行收入的用途, 并通过政治体制 (如议会制度) 和法律制度环境加以保障。
 - 第二, 随着金融系统的日益完善, 各项法规也应该进行调整。
 - 第三, 政府应将国债作为重要的宏观经济政策调控工具, 为此, 国会批准预算, 应适当放松对国债发行规模的管制。
 - 第四, 确定国债兑付制度和兑付程序。
- 西方国家通过市场的自然演化 (即渐进式发展) 实现了债券资本市场的发展。
- 前面提到英国的英格兰银行发行了最早的现代意义的国债, 由于保证了国债的按期还本付息, 维持了国债的良好信誉, 为以后国债管理奠定了基础。

(八) 报告制度

- 我国国债管理实行严格的报告制度。20 世纪 80 年代由国债推销委员会负责向国务院报告国债发行进度, 具体包括以下内容:
 - □ 缴款进度。在发行期内每月初报送前月累计缴款入库数, 上报数据与国库统计数据进行核对; 核对结果必须一致, 不允许存在误差; 各级人民银行国库部门配合月报数字的统计、对账工作。
 - □ 发行进度。通过互联网记录并报送发行情况。
 - □ 发行与缴款进度分析。分析与发行、缴款过程相关的问题和经验。
- 1996 年以来, 我国的国债发行采取一级自营商招标制度, 市场主体掌握更多数据。
- 1998 年以后, 由于登记结算机构的出现和托管、结算、清算制度的完善, 报告工作主要由结算和清算公司完成, 如证券交易所和中央国债登记结算有限公司的相应部门完成。

二、国债的一级自营商制度 (一) 一级自营商管理制度 1. 一级自营商制度的产生

- 为建立真正的柜台交易市场,重振现有的银行间债券市场,中国希望引入经纪自营商作为市场基础设施建设和制度安排的一部分。
- 另外,中国加入世界贸易组织之后,由中国证券公司和外国投资银行共同组建的合资证券公司受到了市场的欢迎,人们也寄望于这些合资证券公司能够在市场中介业务方面有良好表现。
- 国债一级自营商,是指具备一定资格条件,经财政部、中国人民银行和中国证监会共同审核确认的银行、证券公司和其他非银行金融机构。其主要职能是参与财政部国债招标发行,开展分销、零售业务,促进国债发行,维护国债市场顺畅运转。
- 1993年一级自营商的证券公司数量达到19家。⁷之后一级自营商数量不断增加,1997年超过了40家,到2004年12月已达52家。⁸

2. 一级自营商管理办法

- 为完善中国国债市场一级自营商制度,规范一级自营商行为,财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会共同起草了《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》。
- 一级自营商是国债一级市场和二级市场的主要参与者,直接向国债发行部门承购或投标购买国债,是发行人和投资人之间的纽带。
- 一级自营商作为二级市场做市商,起到了保障国债市场顺利运行的作用。世界上大多数成熟的资本市场都建立了一级自营商制度。

(1) 国债一级自营商申请过程

- 凡具备国债一级自营商资格条件的金融机构都可以向主管部门提出书面申请, 提交相关材料。
- 国债管理部门、中央银行和其他有关主管部门共同审查确定国债一级自营商资格。
- 在美国, 国债一级自营商由美国财政部和联邦储备委员会共同审查核准。
- 在中国, 由于国债一级自营商也参与股票承销和交易, 因此中国证监会也参与审批。
- 《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》规定, 由财政部、中国人民银行和中国证监会成员组成的小组审定国债一级自营商资格。

(2) 审查批准

- 国债一级自营商的资格审查和确认由财政部和中国证监会共同负责。
- 按照这个办法, 成立国债一级自营商资格审查委员会 (以下简称“审委会”), 负责有关具体工作。
- 审委会由财政部、中国证监会各派 2 名人员负责, 共 4 名委员组成。审委会主任由财政部委派, 副主任由证监会委派。
- 财政部由国债司负责有关工作, 包括召集审委会会议, 受理金融机构申请、初审和审委会其他日常事务, 以及国债发行承销团的组织等。
- 证监会由证券机构部、证券发行部负责有关工作, 除出席审委会会议外, 主要负责对证券经营机构的经营状况及业务活动进行监管, 以及发放资格证书的有关事宜。
- 基本程序。初步确认的基本程序: 凡第一次申请国债一级自营商资格, 并经自查符合中华人民共和国国债一级自营商管理办法第二条规定资格的金融机构, 可直接向财政部国债司提出书面申请。金融机构提出以上申请时应同时提交下列文件: 法人营业执照、国家主管部门颁发的有价证券经营许可证、公司概况和上年经营业绩、证券交易所 (系统、中心) 提供的国债交易量证明、(证券) 评级机构出具的信用等级证书、主管部门认为需要提交的其他文件。

- **审委会审议。**财政部国债司对金融机构提交的申请及各项文件进行初审,审委会审议财政部国债司初审结果,并向财政部、中国证监会领导提出审定报告。财政部、中国证监会负责人联合签批审委会审定报告,就提出申请的金融机构是否成为国债一级自营商作出决定。同时,财政部、中国证监会向经确认的金融机构颁发资格证书。财政部国债司会同证监会机构部每年对获得资格的国债一级自营商进行一次复审。复审内容包括被复审机构上一年经营业绩;参加国债承销及履行承销合同义务的情况;在公开的国债二级市场上的国债交易量;在本机构经营范围内的业务活动有无违反法律、规章的行为;信用评级结果;其他需要审查的情况。
- 审委会对财政部国债司复审结果进行审议,并作出复审结论。复审合格的结论由审委会主任签发后发给金融机构,同时报财政部、证监会备案。复审不合格的结论报财政部、中国证监会负责人决定是否暂停或吊销该金融机构的国债一级自营商资格。

(3) 承担义务

- 《中华人民共和国国债一级自营商资格确认实施细则(试行)》第五条对《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》的若干解释和补充:“凡被确认为国债一级自营商的专业银行、保险公司以及其他无权经营股票业务的金融机构,不享有该办法第三条第四款规定的担任企业股票发行主承销的权利。财政部、中国证监会责成证券交易所(系统、中心)于每年1月31日以前向审委会报送全体国债一级自营商在该市场内的国债交易量。审委会汇总后向社会公布其排名录。已获得资格的金融机构参加某期国债承销之后被取消国债一级自营商资格的,仍须履行该期承销合同规定的各项义务。鼓励国债一级自营商逐步建立、扩大自己的国债分销网点,以及组织自己的国债分销团。金融机构初次被确认为国债一级自营商之后第一次参加国债一级承销业务时,其承销量不得低于该期国债承销计划总量的4%。”

3. 一级自营商的年审制度

- 根据《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》及《中华人民共和国国债一级自营商资格审查与确认实施办法》的规定, 财政部定期对国债一级自营商资格进行审查。
- 审查的主要内容有财务报表、国债工作总结, 其中包括参加国债承销的记录、国债二级市场交易情况, 有无违反《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》的行为, 有无违反国家有关法律、政策及规定的行为。

4. 一级自营商管理办法的废止

- 2006年, 财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会联合发布《国债承销团成员资格审批办法》, 同时废止《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》《国债一级自营商资格审查与确认实施办法》。

(二) 一级自营商的市场功能 1. 承销功能

- 国债一级自营商是指具备一定资格条件,经财政部、中国人民银行和中国证监会共同审核确认的银行、证券公司和其他非银行金融机构。
- 其主要职能是参与财政部国债招标发行,开展分销、零售业务,促进国债发行,维护国债市场顺畅运转。
- 实行国债一级自营商制度是国际上较为通行的做法。
- 国债一级自营商是国债市场上中介机构中层次较高、责任重大、地位举足轻重的机构,是国债市场上稳定的中坚组织。
- 为了明确国债一级自营商的权利与义务,各国都制定了相应的规章制度,称为“国债一级自营商制度”。
- 建立健全国债一级自营商制度,明确其权责,是世界各国通行的做法,是国债市场走向规范化和现代化的标志。
- 承销商必须具备的条件如下:具备法定最低限额以上的实收货币资本。有能力和资源履行国债一级自营商的各项义务;在中国人民银行批准的经营范围内依法开展业务活动,在前两年中无违法和违章经营的记录,具有良好的信誉;在申请成为国债一级自营商之前,有参与国债一级市场和二级市场业务一年以上的良好经营业绩。

2. 一级自营商的做市功能

- 做市商要实现实时的双向报价, 需要有再融资工具的依托, 特别是国债回购市场的支持。
- 这样的支持体系能帮助做市商在做市的过程中开仓或平仓, 取得融资支持和对冲风险。
- 因此, 许多国家的政府债务主管部门都将金融系统和回购市场作为促进国债二级市场发展的重要市场基础设施。
- 中国在 1993 年建立起国债回购市场, 作为金融中介机构的融资工具。回购市场能帮助缺乏流动资金的证券公司减轻短期融资压力。
- 不过国际经验显示, 证券公司和投资银行更愿意利用股票和短期票据来筹措资金。
- 目前, 美国大多数投资银行都在一个或多个证券交易所市场上市。股权融资则通过发行长期债券来实现, 包括抵押贷款债券和金融债券。
- 短期融资或者现金管理主要指的是商业票据的回购和发行。美国许多大型证券公司的负债比率都超过 90%。
- 1997 年, 银行撤出了股票市场, 证券公司与银行的联系也被彻底中断。从那个时候起, 许多证券公司开始挪用客户保证金账户中的存款。
- 为了解决金融中介机构融资难的问题, 中国人民银行允许中介机构在银行间债券市场发行短期票据。
- 2006 年, 中国财政部考虑开放债券融资 (发行债券而不是借入现金), 这是帮助金融中介机构解决财务困难的切实之举。

三、国债承销团制度 (一) 国债承销团的建立

- 1991年财政部首次组建国债承销团,此后国债承销团在国债发行过程中发挥重要作用。
- 2000年,财政部开始组建银行间债券市场国债承销团。
- 2006年,财政部、人民银行、证监会联合发布《国债承销团成员资格审批办法》。
- 2017年8月,财政部、人民银行、证监会联合印发《国债承销团组建工作管理办法》,2020年10月修订。
- 国债承销团按照国债品种组建,包括储蓄国债承销团和记账式国债承销团。
- 财政部会同人民银行负责储蓄国债承销团组建工作,会同人民银行、证监会负责记账式国债承销团组建工作。
- 财政部会同有关部门根据市场环境和国债发行任务等确定国债承销团成员的数量。

(二) 国债承销团的选择 1. 选择条件

财政部会同有关部门从具备下列基本条件的报名机构中选择国债承销团成员:

- 1 在中国境内依法成立, 经营范围包括债券承销。除外国银行分行外, 其他报名机构均应具有独立法人资格; 外国银行分行参与承销政府债券, 应取得其总行对该事项的书面授权。
- 2 财务稳健, 资本充足率、偿付能力或者净资产状况等方面指标达到监管标准, 治理结构较为健全, 内控机制较为完善, 具有较强的风险防控能力。
- 3 设有专职部门负责国债业务, 并具有较为健全的国债承销、交易和风险管理制度。
- 4 有能力履行国债承销协议约定的各项义务。
- 5 拟作为储蓄国债承销团成员的, 必须依法开展经营活动, 近3年内在储蓄国债、个人储蓄存款、理财产品销售等经营活动中没有重大违法记录, 注册资本不低于人民币10亿元或者总资产不低于人民币300亿元, 营业网点在50个以上的存款类金融机构。
- 6 拟作为记账式国债承销团成员的, 必须依法开展经营活动, 近3年内在债券承销、交易等经营活动中没有重大违法记录, 注册资本不低于人民币5亿元或者总资产不低于人民币200亿元的存款类金融机构, 或注册资本不低于人民币10亿元的非存款类金融机构。
- 7 近3年在反洗钱和反恐怖融资工作中无重大违法记录。
- 8 若为上一届国债承销团成员的, 应当在上一届国债承销团有效期最后一年未触发退团条件或未主动退团。

2. 组建方式

- 国债承销团采用第三方专家评审的方式组建。
- 财政部会同有关部门建立专家库, 从中抽取专家组成专家评审委员会, 由评审委员会成员按照规定的评分指标体系和方法对符合基本条件的报名机构进行独立评分, 根据评分确定国债承销团候选成员名单, 经公示、签订承销主协议等程序后, 组成新一届国债承销团。
- 专家由金融行业自律性组织和金融市场中介服务机构等推荐。专家应当具备以下条件:
 - □ 具有良好的职业道德, 在评审过程中能以客观公正、廉洁自律、遵纪守法为行为准则。
 - □ 从事相关领域研究或实务工作满 10 年, 具备大学 (含) 以上文化程度, 精通国债业务。
 - □ 愿意以独立身份参加评审工作, 并接受财政部、人民银行、证监会的指导和监督。
 - □ 没有违纪违法等不良记录。
 - □ 不属于财政部、人民银行、证监会、银保监会等主管部门在职工作人员。

3. 成员调整方式和评分指标体系

- 财政部会同有关部门对推荐的专家进行确认后, 汇总形成专家库。
- 每次组建国债承销团或增补新成员时, 财政部应当会同有关部门对专家库进行复核, 将不符合条件的专家调整出专家库, 并根据需要进行适当增补。
- 财政部负责从专家库中随机抽取专家组成人数为奇数且不少于7人的评审委员会。评审委员会成员不能在报名机构或其利益关联机构中任职。抽取专家时, 财政部、人民银行、证监会派观察员到场监督。
- 财政部会同有关部门根据国债市场情况和业务发展需要, 建立评分指标体系。储蓄国债承销团评分指标包括储蓄国债业务开展情况、储蓄存款和理财产品情况、业务渠道情况、风险防控能力、资本经营状况、研究创新能力六个方面。记账式国债承销团评分指标包括国债一级市场情况、国债二级市场交易及做市情况、国债持有情况、其他债券承销交易情况、资本经营及风险防控状况、研究创新能力六个方面。⁹

四、促进国债发行的各项制度 (一) 国债批发制度

- 一些国家花费了数年时间, 才在金融市场发展的后期阶段建立起金融中介行业。中国的情况与此不同, 早在 20 世纪 80 年代就初步建立起金融中介系统。当时确立了专门的国债服务部, 银行也纷纷组建证券公司。
- 事实上, 由于中国金融中介行业的发展走在了一级市场的建立之前, 使 1991 年通过金融中介进行的承购包销活动得以实现。
- 发展有效的国债批发市场提上日程之后, 如何安排市场参与人的组织结构成为关键的一环。
- 一种办法是选择一些经验丰富、财力雄厚的银行和证券公司作为交易的中介, 即一级自营商。
- 为实现这样的安排, 政府债务主管部门可以与一级自营商订立协议, 规定一级自营商在一级市场和二级市场的职能、权利和义务。
- 中国在引入承购包销制两年之后建立起了一级自营商制度, 此后这一制度在债券市场的发展过程中起到了非常重要的作用。
- 1998 年以后, 财政部和国家开发银行都有自己的一级自营商团队。此外, 2003 年以来, 中国人民银行建立了交易央行票据的一级自营商体系。
- 一级自营商有权利也有义务参与债券发行指标。2005 年, 央行的公开市场操作已经有 52 家一级自营商。
- 由于公开市场操作的主要工具是财政部发行的国债, 因此, 央行和财政部的一级自营商体系逐渐融为一体。

(二) 国债做市商制度

- 在国债一级市场上,一级自营商负有国债的承销、定价以及向个人投资人和机构投资者销售的义务。
- 在国债二级市场上,一级自营商作为做市商,负责双向报价。
- 国际经验还表明,一级自营商在二级市场上还担负有改善市场交易相关系统的义务,如屏幕显示系统、自动报价系统,以及包括通过记账方式实现债券投资管理等服务。
- 通常,一级自营商会就市场基础设施的设计向政府债务主管部门提出建议。
- 从国际债券市场的发展经验来看,债券交易绝大部分在场外市场进行,而在场外市场中做市商居于“核心”位置,发挥着活跃市场、稳定市场的重要作用。
- 做市商制度有助于市场的公开、有序,是保障债券交易效率,提高市场流动性和稳定市场运行的有效手段,是场外债券市场有效运行的重要基础制度。

1. 财政部推动国债二级市场的做市商制度

- 做市商制度最早是由财政部推出的促进国债发行的一项重要制度, 做市商承担维持市场流动性义务并享有相应权利。
- 做市商制度最早和一级自营商制度相结合, 主要在交易所市场实行。这项制度后来在银行间市场中有了新的发展。
- 银行间市场的做市商是经中国人民银行批准在银行市场开展做市业务, 连续报出做市券种的买卖双边报价, 并按照报价与其他投资者达成交易的市场参与人。

2. 人民银行推动的银行间市场的做市商制度

- 2000年4月30日央行发布了《全国银行间债券市场债券交易管理办法》，其中第十二条首次提出了“双边报价商”的概念，并明确了金融机构经批准可开展债券双边报价业务。
- 根据这一文件，央行于2001年4月6日发布了《中国人民银行关于规范和支持银行间债券市场双边报价业务有关问题的通知》，详细规定了申请成为全国银行间债券市场双边报价商的必要条件。
- 同年8月，人民银行批准9家商业银行为双边报价商，构建了初步意义上的中国债券做市商制度。
- 2007年，银行间债券市场正式推出做市商制度。中国人民银行于2007年1月9日发布了《全国银行间债券市场做市商管理规定》，这一规定降低了做市商准入标准，加大对做市商的政策支持力度，使更多数量的不同类型金融机构有机会参与银行间债券市场的做市业务。新规定自2007年2月1日起施行。¹⁰
- 2008年，交易商协会公布了做市商评价指标体系，要求做市商由满足最低要求的自发报价向竞争性的主动报价积极转变。
- 2011年，财政部发布公告，就新发关键期限国债做市有关事宜提出了要求。
- 做市商制度在引导市场理性报价、活跃市场交易等方面发挥了重要的作用，促进了银行间债券市场的流动性，做市商的双边报价已成为市场定价的重要参照。
- 但相对于银行间债券市场的快速发展而言，现行做市商制度还不能完全适应市场发展的需要，在促进市场流动性提高方面的作用发挥还不够充分。
- 为此，中国人民银行结合当前市场实际，制定并发布了《全国银行间债券市场做市商管理规定》，从降低做市商准入标准、加大对做市商的政策支持力度、放宽做市商的相关业务要求和加强对做市商的考核管理等方面对现有做市商制度框架作了进一步完善，使更多数量的不同类型金融机构有机会参与银行间债券市场的做市业务，同时有利于增强做市商的做市能力，提高做市商业业务开展的主动性和灵活性，并有效强化对做市商的激励约束。

(三) 国债的保值贴补政策 保值政策自 1988 年 9 月 10 日起实施, 于 1991 年取消, 又于 1993 年 7 月 11 日恢复, 最后于 1996 年 4 月 1 日终止。¹¹ 1. 1988 年的保值贴补政策

- 20 世纪 80 年代后期, 中国经济出现严重通货膨胀, 中央政府针对这一情况制定了保护储户财产价值的保值政策。
- 我国实行的银行存款保值政策以中国人民银行的規定为依据:“3 年期储蓄存款年利率加上保值补贴率, 相当于同期的物价上涨幅度;5 年期和 8 年期储蓄存款年利率加上保值补贴率后, 高于同期物价上涨幅度。”¹²
- 当时的 3 年期以上银行存款利率与价格指数挂钩, 随预期通货膨胀率进行调整。
- 事实证明, 保值贴补政策有助于稳定存款和国债发行, 但是也有很多负面作用, 特别是带动了资产价格和商品价格的波动。
- 1988 年发行的所有未到期国债均实行保值, 至 1991 年自动停止。
- 1993 年 7 月起实行保值补贴的债券按品种可分为四类, 分别是 1992 年第 3 期、1992 年第 5 期、1993 年第 3 期和 1993 年第 5 期。
- 1988 年银行存款保值办法以到期时的利率为基础。不久之后, 债券持有人也享受到类似的保值政策。
- 财政部于 1993 年 7 月就保值政策发表公告, 宣布“1992 年、1993 年国库券均参照人民银行《关于实行人民币储蓄存款保值的有关规定》, 从 1993 年 7 月 11 日起实行保值”¹³, 同时, “保值补贴率按兑付时人民银行公布的保值补贴率计算”。

2. 1993 年的保值贴补政策的探讨

- 1993 年 7 月国债保值基础利率为 1991 年 12 月 1 日以前的 3 年期、5 年期、8 年期国债的基础利率, 分别为 13.14%、14.94%、17.64%;1991 年 12 月 1 日以后, 以调整后的银行利率作为基础利率。
- 国债补贴率参照银行存款利率制定, 但主要问题在于如何确定国债的基础利率。
- 1995 年到期国债兑付前, 共有 3 种方案:
 - 一是以票面利率为基准, 原因是国债属于固定利率债券, 票面利率一旦确定, 就应以票面利率为基础;
 - 二是以调整后的银行利率为基准, 理由是存款人和债券持有人应享受同样的政策待遇, 既然银行存款的保值利率以调整后的利率为基础, 国债的补贴率也不例外;
 - 三是以比银行调整后的利率同样的幅度为基础。因为在设计国库券的票面利率时是按照比同期银行存款高一定幅度的原则进行的。一旦银行存款利率调整了, 国库券的保值基础利率也应该按照同样的幅度提高。¹⁴

3. 国债的固定利率和保值贴补政策

- 当时的主要观点是, 由于国债属于固定利率市场工具, 基础利率不应该随其他金融工具收益率的变化而变化。
- 尽管国际金融市场上也有浮动利率债券, 但那是在债券发行时就明确了。
- 当时中国发行的国债全部为固定利率债券, 因此第一种方案更为合理, 最终得到采用。
- 国债的票面利率原本高于银行存款利率, 因此国债调整后的基础利率也应当高出相应的幅度。
- 了解这段历史有助于理解 1995 年发生的国债期货事件。

(四) 国债的代保管制度

- 国债代保管业务始于1981年。由于实物国库券不方便携带、容易丢失,政府为照顾投资人利益,向投资人提供储存和保管实物券的服务。
- 随着国债回购业务的发展,证券公司率先自发开展代保管业务,以便利用代保管的实物国库券,更方便地实施回购操作。
- 与此同时,一些证券公司为了应对现金短缺的困境,还以国家信用为担保,利用代保管的实物国库券进行卖空操作。¹⁵
- 鉴于这种情况,财政部在1995年开始实行统一的国债代保管凭证,加强对国债市场卖空行为的监督和管理。
- 财政部1995年第4号文件¹⁶规定,统一代保管凭证只能作为已售出实物国债的代保管证明,不能在二级市场流通转让,也不能用于再销售、抵押或回购,严禁利用代保管凭证超发或卖空国债。
- 尽管如此,一些机构仍然利用代保管凭证非法筹资,或进行超发、卖空操作。
- 有鉴于此,财政部于1997年取消了国债代保管业务。以上反映了国债市场从行政分配方式向市场化发行方式转变不同时期的国债管理政策的变化。¹⁷

(五) 国债的统一税收政策 1. 税收政策法律规章

- 为鼓励个人投资人和机构投资人投资国债, 财政部实行了一系列税收优惠政策, 如免征所得税和营业税等。
- 20 世纪 90 年代以来, 由于股票市场低迷, 部分机构投资人踊跃投资于国债市场, 国家税务总局也开始针对机构投资人的二级市场交易征收资本所得税和利息税。
- 个人投资人和机构投资人之间的税收标准不统一, 一级市场和二级市场的税收标准不统一, 给国债市场的发展带来了负面影响。
- 从市场效率角度来看, 不论是对待个人投资人和机构投资人的税收减免, 还是对待一级市场收入和二级市场收入的税收政策, 都应该采取一视同仁的态度。
- 其他一些国家的个人投资人在投资国债时也享有税收上的照顾, 但只有在一级市场不发达的情况下才有必要这样做。
- 一旦国债一级市场发展起来, 政府就应该放弃这种做法。建立起国债市场、取消市场准入限制之后, 市场机制会自行实现均衡定价, 因此没有必要实施特殊的税收政策。

2. 税收政策要兼顾各方面的利益

- 政府债务主管部门已经意识到, 在对政府债务工具征税时应做到尽可能慎重。
- 例如, 在征收代扣缴利息税时, 必须考虑到对一级市场和二级市场国债销售的影响; 在对一些国债品种实行免税政策时, 必须考虑到对另一些国债品种的影响, 同时考虑是否有必要对所有国债实行相同的政策。
- 目前证券交易所债券市场和银行间债券市场都实行相同的税收政策, 对中资银行征收营业税, 外资银行则没有这项税收。
- 因此, 中资银行在与外资银行竞争时, 具有税收上的劣势。这种情况在 2000 年以后得到改观, 税收政策逐渐统一。

第六节 国家债务规模理论和实践

一、认识信用和债务性质、功能及其和国民经济的关系

- 国家兴起以后, 债务表现为“双刃剑”, 对国民经济可能产生积极或消极的影响。
- 国家债务占 GDP 比重增加会导致一国经济的薄弱和脆弱性, 原因如下: 国债是必须用未来收入偿还的负债; 国债可能引发通货膨胀; 国债会对私人投资产生挤出效应。
- 长期以来, 对国债的认识一直以消极的一面为主, 然而第二次世界大战后, 人们对债务的认识发生了巨大的转变, 越来越意识到债务积极的一面, 即债务能在经济发展中发挥重要的积极作用。
- 政府债券作为证券化国债, 被市场参与者视为金融产品、支付方式和中央银行公开市场操作的工具。
- 尽管对债务规模有不同认识, 但是债务的迅速增长是不争的事实。
- “就像安·佩蒂弗在其研究《金钱的生产》中所记述的那样, 国内生产总值 (GDP), 大致界定为特定时间范围内某个经济体生产出的物品与服务的测量值, 其全球总额在 2015 年达到 77 万亿美元, 而债务负担则是这个数值的 286%。”¹⁸
- 估计 2020 年全世界金融资产的总额达到 300 万亿美元以上。全世界流通现金约 8 万亿美元, 黄金约 9 万亿美元, 全球货币总量 (M2) 为 105 万亿美元; 全球政府债务 100 万亿美元规模, 全球总债务 250 万亿美元。¹⁹
- 截至 2000 年底, 全球债券市场的总存量已达到 31.4 万亿美元, 几乎与当年世界各国国内生产总值的总和持平。

(一) 对于国家债务的认识 1. 资本主义早期债务

- 如前所述,国家债务伴随整个资本主义的发展过程。面临着紧迫的债务问题的国家并不只有中国。英美两国也经历了类似的债务问题。
- 1790年,“英国国债达到2.72亿英镑,这一数据对18世纪晚期的全球经济而言是相当可怕的,堪与20世纪末美国5万亿美元的债务相比。毕竟在当时的英国,500英镑一年就算得上可观的收入,足以让人过上体面的生活;要是有一万英镑的资产,在同时代的人里面已经算得上富翁了。”²⁰
- “英国人民非常关注国家债务的问题。显然,在英国政治学家和经济学家的脑海中,西班牙沉重债务的问题还历历在目。”²¹
- 很难说清特定的债务规模究竟合适不合适。“债务规模本身并不是问题的关键所在。像美国这样富裕高产的国家能够轻而易举地兑现债务偿付,1819年的英国也做到了这一点。”²²
- 问题的关键在于,债券发行收入是不是得到了有效利用。此外,投资人的信心是政府筹资计划的基础。
- 政府债券只要定价公平、偿付及时,就能受到投资者的欢迎。发行政府债券的收入只要投入生产建设和社会发展中,就会对国民经济产生积极影响。
- 显然,英国在18世纪的经验证明,一国的国债规模并不一定与该国的实力和富裕程度呈逆相关。与此相反,英国经验表明,一国的国债在筹措恰当、偿付及时的情况下,可以成为非常有效的政策工具……当然,关键就在于筹资和偿付。

对于国家债务的认识 II

- 西班牙的债务在上述两个方面都有问题,本质上是国王的私人债务,贷款人大多数为外国银行,期限都很短。另外,西班牙和其他欧洲大国的税收体制也很混乱,随意性强,效率极低,能不能及时支付利息很值得怀疑。
- 据估计,法国波旁王朝末期,也就是18世纪80年代,法国人民缴的税,最终进入国库的还不到50%,剩下的都流进负责收税的那些农场主的口袋里。²³
- 上面种种国际经验和历史教训显然值得中国深思和汲取。
- 国债的积极作用早已经被认识到。“18世纪英国的经验证明,一个国家国债的规模并不一定与其实力和繁荣状况负相关。完全不是这样,事实上英国的经验表明,国家债务只要通过适当方式募集和偿还,就可以成为国家政策强有力的工具。”²⁴
- 国债是支持中世纪以来国家兴起的不可缺少的工具。早在1781年,美国首任财政部部长亚历山大·哈米尔顿在给罗伯特·莫里斯的一封信中说,“一个国家的债务,如果不超过必要,将是这个国家的赐福。国债是我们国家的强有力的纽带。国债产生了征税的必要性,如果税收不形成压迫,则国债成为支持工业发展的动力。”²⁵
- 哈米尔顿提到了“不超过必要”的意思就是适度。而偿还国债的税收,如果不形成对于经济的“压迫”,那么国债对于工业的发展就是积极的。

2. 中国对于国家债务问题的认识 中国对债务和国债认识的转变过程可以大致分为四个阶段。

- 改革开放前是第一阶段,对债务的认识完全是消极的,认为国债是一个阶级剥削另一个阶级的手段。
- 改革开放初期是第二阶段,这个时期国债被赋予了积极的含义,认为国债收入用于经济建设而非消费,就能够发展生产力。
- 国债恢复发行后是第三阶段,这时认为国债是一种解决财政问题的融资手段;国债从长期看,与税收具有等价作用(李嘉图等价);国债制度是财政制度的组成部分。
- 金融市场建立后是第四阶段,国债被看作现代金融市场和宏观经济管理的工具。
- 总之,对于国家债务性质的认识是经济和社会进步的指标。表 8-5 展示了一直以来对国债的各种态度和观点。

Table: 对国债的态度 (表 8-5)

时间和经济流派	主流观点
古希腊和古罗马时期思想家	统治阶级扩大消费的一种手段, 社会经济的毒瘤
18 世纪资本主义体系形成时期; 马克思的观点	社会发展的一个杠杆, 资本原始积累的一种手段
社会主义计划经济理论	发展经济的一种手段
社会主义市场经济理论	弥补财政赤字的一种方法, 减轻通货膨胀压力的一个手段 将消费资金转变为积累资金的有益方法
新古典经济学理论	在当前使用未来收入的方法; 由于后代人将受益于这项当前投资, 因此将偿还该债务的义务转给他们就显得合理了
新古典经济学理论	证券市场中不可或缺的一种金融产品 经济发展的推动力量

对于国家债务的认识 (续)

(1) 早期对于国债性质的认识

- 在中国, 对国债最初的认识略显狭隘、肤浅, 甚至是全盘否定的。
- 1958 1981 年, 中国没有发生任何政府债务, 因为社会主义经济学理论不倡导这种做法。
- 然而, 之后的新古典经济学理论却为特殊情况下发行国债提供了理论上的支持。例如, 所谓的后代偿还理论对发行国债的做法给予了肯定。
- 无论经济学理论倡导何种观点, 如今世界各国政府都频繁发行政府证券, 用于融资、创造市场工具和推行财政政策。
- 总体而言, 世界各个国家发行的政府债券总额一直呈增长趋势, 从未有减少。
- 在中国, 对债务相关问题的看法也是与时俱进的。中国在 20 世纪六七十年代暂时停止了国债发行, 直到 1981 年才重新启动国债发行。
- 鉴于国人对债务的反感, 转变观念花费了大量努力。中国改革开放之后的许多年里, 发行国债都被视为弥补财政赤字的手段, 国债总是与财政赤字和银行票据过度发行联系在一起的, 认为国债发行必然会引发通货膨胀。
- 今天中国人已经意识到, 政府债券 (国债的一种) 不仅是弥补财政赤字的方法, 而且是政府投资的手段。
- 世界上其他国家的成功经验也证明, 只要政府债券的发行收入能得到有效利用, 带来的回报将足以偿还到期债务。

(2) 承认国债的重要性, 但是否定国债市场的必要性

- 20 世纪 80 年代, 中国源源不断获得债券发行款, 从中获益匪浅, 但对建立债券市场未表现出足够的关注。
- 20 世纪 90 年代初, 国债的还本付息成为政府的一项负担, 进一步加剧了政府对债券再融资的依赖性。
- 需要指出的是, 如果不存在真正的债券市场, 国债市场的作用也就无法真正被人们认识。
- 20 世纪 80 年代, 中国并没有真正的债券市场概念。债券发行被看作一种“分配”, 并产生了“行政派购”的做法。债券交易被看作“流通”或“转让”, 而非市场行为。
- 到了 20 世纪 80 年代后期, 债券兑付难、交易难的问题凸显, 一时间怨声载道, 加剧了日后债券发行的难度。
- 由于债券发行在 20 世纪 80 年代后期变得日益困难, 中国逐渐意识到, 如果不建立完善的债券市场, 国债发行将无以为继。
- 20 世纪 90 年代出现了承销团, 债券开始进入证券交易所市场交易。这一重要的新现象改变了人们对债券市场的认识。
- 国人开始了解到, 债券不仅是债务凭证, 而且是市场工具。虽然公众逐步接受了债券市场的概念, 但是早期仅将其理解成帮助个人投资者买卖债券的途径。
- 人们对拉美债务危机、欧洲债务危机记忆犹新, 这也是我们对于债务规模比较谨慎的原因。
- 中国的主流财政理论主张财政平衡, 尽量不发生预算赤字, 同时减少国债发行。
- 市场参与人也多认为国债具有市场工具意义、货币政策意义, 而没有其他意义。

(3) 认识到国债作为安全资产的重要性

- 仅从市场工具去理解国债, 还远远不够。最近学者更多强调国债作为市场需求的“安全资产”的意义。
- “如果考虑国债的金融功能就会发现, 国债是现代金融体系的基石, 国债规模占比不宜过低。国债最核心的金融功能缘于其安全资产属性, 在现代金融范式转变、安全资产持续短缺的大背景下, 国债对缓解经济摩擦、维护现代货币市场运行、支持货币政策调控的重要性日益凸显。充分运用国债的金融功能是提升国家治理能力、防范金融风险的重要基础, 也是治理全球经济失衡和维护全球经济金融稳定的必要条件。”²⁶
- 前文指出, 当英格兰银行成立后发行货币时, 它是以国债为基础的。从这个意义上说, 当时货币是以国债的信用, 即皇家信用 (国家信用) 为基础的。
- 信用货币时期, 货币的发行以某种安全资产为基础。没有足够的安全资产, 市场就会缺少必要的流动性。
- 政府债券作为标准化国债的凭证, 是中国最安全的投资产品。20 世纪 90 年代以来, 银行和证券中介机构屡屡将政府债券用作其他借款的抵押品或担保品。在这种条件下, 政府债券与信用工具的功能类似。

(二) 市场参与人债券市场意识的转变

- 随着债券市场的不断发展, 国人对债务的基本认识走向了另一个极端。
- 人们看到了债务积极的一面, 而且许多人将持有政府债券视为一种福利, 因为政府债券的回报率要高于银行存款等其他投资方式。
- 因此许多个人投资者抱怨, 债券发售主要面向机构而不是个人, 给个人投资人造成极大不便。换言之, 他们希望重新实行行政派购制, 并据此解决过去国债交易难、兑付难的问题。
- 一些投资人抱怨无法买到政府证券: 过去不想买国债的时候, 政府强迫他们买; 想买的时候, 却不知道哪里能买到。
- 因此, 财政部不得不增加面向零售投资人的发售额。
- 1996年, 中国政府发行了10年期国债。受中央银行降息和市场预期的影响, 二级市场上这期国债的价格很快飙升到137元。这一市场表现是由于央行降低利率导致的, 当时政府部门有人说招标利率高了, 并以此否定国债的市场化改革。
- 1997年, 一家保险公司希望财政部增发这期国债并只对该公司定向私募发行, 以便直接赚取利润。
- 20世纪90年代中期, 只有证券公司和银行才理解收益率和资本利得这样的概念。这些机构甚至仍将金融中介机构看作商人。商人日常进行的债券交易被视为投机行为, 财政部和上海证券交易所倡导建立的期货市场也被视为一个投机市场。
- 然而, 20世纪90年代至21世纪初发生的事件, 促使中国政府开始重新审视债券市场。
- 20世纪90年代初, 财政部进行了一系列市场改革, 以缓解与债券兑付、交易和发行有关的各方面压力。
- 20世纪90年代后期, 政府开始处理不良贷款。为此, 政府成立了资产管理公司, 作为回收银行了

(三) 债务规模迅速增加必须引起重视 1. 债务规模仍然可控

- 2000 年以后, 伴随着经济发展和投资需求的增加, 发债主体迅速膨胀。地方政府城投债券不断增加, 金融债和企业债发行主体和发行数量如雨后春笋般出现。
- 2008 年, 地方政府债务达到 GDP 的 80% 左右, 地方政府债务及其隐性债务的问题开始显现。直到 2010 年以后, 地方政府债务进行清理和置换, 债务规模的发展有所控制。
- 2012 年负债率 (年末债务余额与当年 GDP 的比率) 为 53.45%, 低于国际通用的政府债务风险控制标准参考值 (60%)。债务率方面, 2012 年全国政府负有偿还责任债务的债务率为 105.66%, 若将政府负有担保责任的债务按照 19.13%、可能承担一定救助责任的债务按照 14.64% 的比率折算, 总债务率为 113.41%, 处于国际货币基金组织确定的债务率控制标准参考值范围内, 但若包括或有债务进行比率折算后的债务率为 153.89%, 略超出国际货币基金组织确定的债务率控制标准参考值上限 150%。从债务率和负债率的角度来看, 中国的政府债务水平仍处于警戒线以内的水平, 债务风险总体可控。²⁷
- 截至 2020 年末, 地方政府债务余额 25.66 万亿元, 控制在全国人大批准的限额 28.81 万亿元之内, 加上纳入预算管理的中央政府债务余额 20.89 万亿元, 全国政府债务余额 46.55 万亿元, 按照国家统计局公布的 2020 年 GDP 初步核算数 101.6 万亿元计算, 政府债务余额与 GDP 之比即负债率为 45.8%, 低于国际通行的 60% 警戒线, 风险仍然总体可控。²⁸但是 2020 年新冠肺炎疫情期间, 地方专项债规模增长很快, 债务规模不断推升。
- 总体来说, 我国的国债规模仍然处于可控范围。目前, 地方政府债务和城投债务扩张较快, 公司规模接近美国等发达经济体系。目前的问题是债务规模过大, 违约风险增加, 合理的债务规模和债务的动态管理显得十分重要。

2. 中国企业和家庭的债务规模值得注意和政府债券可控程度相比,中国企业和家庭债务规模值得引起重视。国际金融协会 (IIF)2019 年 7 月 18 日发布的一份报告指出,依据中国政府公开的金融业数据,中国债务规模已经达到非常高的程度。²⁹ (1) 中国企业和家庭债务

- 根据国际金融研究所 (IIF) 的估计,2020 年第一季度,中国的国内债务总额占国内生产总值 (GDP) 的 317%, 高于 2019 年第四季度的 300%, 为历史最高水平。³⁰
- 尽管中国努力抑制影子银行放贷, 导致实体企业债务缩减, 但金融企业和地方政府的净借款攀升导致中国总债务超过 40 万亿美元。这份报告也强调世界各地的债务水准普遍升高。
- 国际金融协会 (IIF) 报告指出, 尽管当局努力抑制影子银行放贷 (特别是对中小企业), 导致非金融企业债务缩减, 但其他领域的净借款已经导致中国总债务超过 40 万亿美元, 约为全球总债务的 15%。³¹

(2) 中小微企业的民间借贷

- 由于众所周知的原因, 中小微企业从正规银行贷款所取得的债务, 仅是其债务总额的小部分。它们的债务, 更多来源于金融监管部门无法统计的高利贷和民间融资。
- 西南财大 2013 年 7 月发布的《银行与家庭金融行为》调查报告显示, 2013 年中国的民间借贷规模就高达 8.6 万亿元。此后没有比较专业的调查数据。但我们都知道, 2014 2018 年才是中国民间借贷市场高速发展的时期。
- 仅以这五年居民收入增长速度累计 54.16% 保守估算, 2018 年底中国民间借贷的规模就高达 13.3 万亿元 (1.93 万亿美元), 其中约一半用于购房、购车等居民消费投资, 另一半约 1 万亿美元成为小微企业债务。³²

(3) 地方政府的隐性债务问题突出

- 2019年3月博瞻智库的研究报告披露,“地方政府隐性债务规模到底有多高?40万亿应该是有的”,地方政府的债务比较复杂,包括城投债、银行贷款、非标、PPP、投资基金等来源渠道。
- 由于口径的差异和出发点的不同,地方政府显性债务之外的隐性债务的测算结果之间差异较大,2017-2018年的地方政府隐性债务规模基本为10万亿-50万亿元,其中40万亿元(合5.82万亿美元)是比较集中的测算结果。
- 财政部数据显示,截至2021年12月末,全国地方政府债务余额304700亿元,但隐性债务数据并未公布。
- 2021年多数省份债务管理较有成效,表现为债务规模下降、隐性债务风险得到缓释、融资成本下降、债务率或债务风险等级维持可控水平等。
- 总之,中国的债务问题不能仅仅从国债、地方政府债务、公司信用类债务等的数量去考虑,还应该考虑大量银行贷款所形成的企业和个人债务。
- “中国目前尚处于中等收入国家水平,却面临着信贷指导模式(重工业过度投资)和银行自由化(房地产过度投资)造成的双重危险之中。”
- 现在的问题是,整个社会的杠杆率非常高。未来控制全社会杠杆率需要经济发展思路、宏观政策思路和公司治理思路都要有新的进步。
- 对于存量债务也要逐步得到解决,但是必须直面利弊关系的抉择。
- 阿代尔·特纳认为,中国可能面临三种不同的选择,但是“三个可能的政策选项都伴随着风险,中国面临着艰难的抉择。第一种选择‘将一切交给市场’,让公司部门和地方政府在其能力范围内去杠杆,超出能力范围的则选择违约。但这将导致经济下行,其严重程度可能是政府不愿意看到的。第二种选择是‘让信贷激增继续’,对大量举例的公司部门和地方政府投放更多信贷。但这种方式依旧延续了信贷导向型的发展模式,可能贻误转型时机,为未来埋下更大的金融隐患。第三种选择是公开对部分债务进行社会化(socialize):核销银行体系的不良贷款,对银行、国有企业,

二、关于国家债务规模的理论 (一) 预算收入和平衡的关系与企业 and 家庭一样, 政府需要平衡预算收入和支出。但是政府通常会有一些私人部门不具备的选择。图 8-2 给出了政府预算收入和支出的平衡关系。

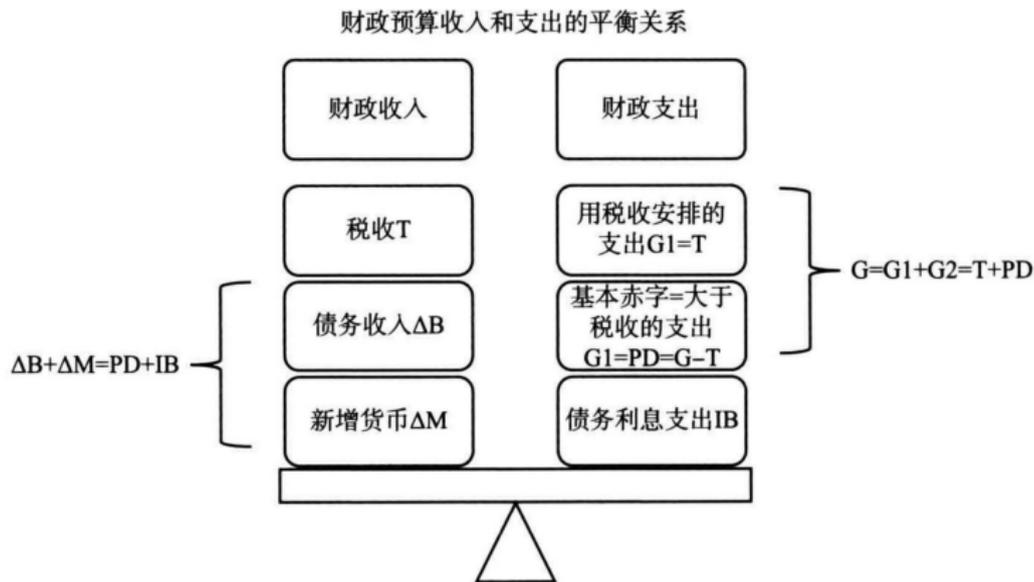


图 8-2 政府预算收入和支出的平衡关系

- 右侧包括两类: 政府经常性支出和政府的利息支出。经常性支出包括公共消费和投资支出。左侧则是税收, 如果税收收入小于政府支出, 就会出现财政赤字。

$$\text{Deficit (De)} = G + iD - T \quad (8 - 12) \quad (12)$$

- 赤字也可以分为基本赤字和全部赤字。基本赤字 (primary deficit) 不包括利息支出, 表示税收和公共支出的差额。

$$\text{Primary deficit (PD)} = G - T \quad (8 - 13) \quad (13)$$

- 政府可以通过三种方式弥补财政赤字: 发行政府债券、向中央银行借款和出售国有资产。出售国有资产通常是个别行为, 不能作为一种经常性的方法。有些国家政府会直接发行货币用于公共支出, 由于这样会直接导致通货膨胀, 现代很少有国家会这样做。但是大多数情况下, 中央银行可以在公开市场上购买国债, 这样的结果是政府部门之间产生债权债务关系, 债务利息也由一个部门转到另一个部门。由于中央银行通常会向财政部上缴利润, 如果把政府看作一个整体, 中央银行持有的国债通常不作为公共债务。
- 为了更好地了解财政赤字、经济发展和债务之间的关系, 我们可以只分析通过发行公共债务的方式融资弥补财政赤字的情况。如果没有通过发行货币弥补财政赤字, 预算约束可以通过下式表示:

$$T + \Delta B = G + iD \quad (8 - 14) \quad (14)$$

- 如果债务不增长 ($\Delta B = 0$), 税收就要保证公共支出和以往债务的利息支出。

$$T - G = iD \quad (8 - 15) \quad (15)$$

- 保持公共债务绝对不增加是一种不切合实际的想法, 最好的办法是保持一个较低的债务比率

关于国家债务规模的理论 (续)

(二) 动态债务模型 (Manfred Gartner) 假定价格水平是一个常数, $P=1$, 那么国内生产总值 (GDP) 就既代表名义收入, 又代表实际收入。让 $b = B/Y$; $g = G/Y$; $t = T/Y$; $\Delta b = \Delta B/Y$; $\Delta(b) = \Delta(B/Y)$, 就可以得到下式:

$$\Delta b + t = g + ib \quad (8-16) \quad (16)$$

$$t - g = ib - \Delta b \quad (8-17) \quad (17)$$

公式左边是赤字率, 即预算赤字占 GDP 的比重; 公式的右边是债务比率, 即用于还本付息的债务减去新增债务。由于 $b = B/Y$, $B = bY$, b 和 Y 的微小变化对于新增债务 ΔB 的影响近似地表示为

$$\Delta B = \Delta bY + \Delta Yb \quad (8-18) \quad (18)$$

两边同时除以 Y , 可以得到下式

$$\Delta b = \Delta(b) + yb \quad (8-19) \quad (19)$$

这里 $y = \Delta Y/Y$, 是新增加的 GDP。

$$\Delta(b) = -yb - t + g + ib \quad (8-20) \quad (20)$$

$$\Delta(b) = g - t + (i - y)b \quad (8-21) \quad (21)$$

这是一个差分方程。我们把这个方程称为动态债务方程。当债务不增长时, 即 $\Delta b = 0$, 就是债务比率的稳定状态, 或者说是最优债务比率。

关于国家债务规模的理论 (续)

(三) 通过差分方程计算利率对于债务水平的动态影响通过差分方程可以更方便地表示债务水平和以前各年度的赤字水平和利率水平之间的关系。假定从去年开始借的债务, 今年开始偿还利息, 那么今年的债务发生额等于去年债务乘利息率, 即 rB_{-1} , 加上今年的财政赤字 D_0 。假定利率为 r 不变, 那么一直到第 t 年的债务发行额见表 8-6。

Table: 第 t 年的债务发行额 (表 8-6)

时间	关系
0	$B_0 = rB_{-1} + D_0$
1	$B_1 = rB_0 + D_1$
2	$B_2 = rB_1 + D_2$
\vdots	\vdots
T	$B_t = rB_{t-1} + D_t$

来源: 笔者制作。

这样债务水平是不断增加的。即使财政赤字保持稳定, 由于累积债务的还本付息不断增加, 债务发行额也会不断增加。每年债务受到上一年债务水平、利率水平和各年赤字水平的影响。通过递归替代的方法, 可以得出

$$B_t = r^{t+1}B_{-1} + r^tD_0 + r^{t-1}D_1 + r^{t-2}D_2 + \cdots + rD_{t-1} + D_t \quad (8-23) \quad (23)$$

因此, 初始年赤字对于当前发债水平的影响如下:

三、政府债务规模控制的标准

- 现在的债务水平是过去赤字水平、新发行债务和利率水平累计影响的结果。
- 如果一国的利率水平高,债务水平累积得快,偿债压力大,就会导致借新还旧的问题,这样债务增加速度就会加快。

(一) 历史上债务危机的经验教训 1. 国债是现代国家的伴生物

- 今天真正的经济危机和金融危机就是债务危机。
- “事实上,现代经济中,货币、信贷几乎是债务的同义词”。³⁵
- 国家出现债务,具有一定必然性。因为税收由税法规定,税收收入相对稳定。但是国家会出现自然灾害、经济周期、战争等不确定因素,导致财政支出增加。
- 因此国家债务可以有效地解决财政收支的不确定性问题,保证政府和财政职能的正常发挥。
- 由于税收具有政治成本,因此,亚瑟·F. 伯恩斯指出:“政府征税的意愿明显低于其消费倾向”。³⁶这说明,国债是现代国家如影随形的伴生物。
- “不论是古代罗马帝国、中国古代封建王朝还是现代欧美各国,获得财富一直以来都是政府最关心的事之一。现在,税收收入和债券销售收入常常是中央政府最大的资金来源。为政府活动筹款用哪种方式,是当前税收收入,还是用发行债券的销售收入(也就是负债),会对整个经济产生深远影响”。³⁷
- 但是债务应该有相对合理的规模,不能无限制地增加国债发行和增加债务余额。
- 世界各国对于债务规模都有控制,特别是很多国家都有债务危机的教训,比如 20 世纪 80 年代拉美债务危机和 2019 年的欧洲债务危机。

2. 拉美国家的国家债务

- 拉美国家在经济起步阶段国内储蓄水平较低, 本国资金比较匮乏, 为了加速本国经济的发展, 扩大投资规模, 加快资本积累, 这些国家普遍选择了以举借外债的方式发展本国经济。
- 因此, 外债的积累是这一地区国家的普遍现象。根据联合国的统计, 1982 年底拉丁美洲地区外债总额为 3287 亿美元。
- 1979 年世界经济形势恶化, 欧美国家相继采取紧缩政策, 利率的提高吸引了国际资本从拉美国家向欧美地区回流。
- 这使得拉美国家的借贷成本不断提高, 1982 年国际商贷利率一度高达 21%。
- 据联合国的统计, 1982 年底拉丁美洲地区外债总额为 3287 亿美元。据统计, 1970 1982 年拉丁美洲地区的外债总额由 212 亿美元攀升至 3287 亿美元, 墨西哥、阿根廷等国家外债余额占 GDP 比重超过 50%。³⁸
- 拉美国家所欠的外债中, 有相当一部分为债务利息转化而来。欧美地区货币政策的收紧不仅加重了拉美国家的债务负担, 还导致资金从该地区大量流出, 使得这些国家入不敷出, 直接导致了债务危机的爆发。

3. 欧债危机

- 欧债危机也是一样。危机从希腊开始,波及整个欧洲。
- 作为欧盟援助计划的主要受益国,希腊曾在 2003 2007 年经济快速增长,平均年增长率达到 4%。高增长主要来自财政和经常项目的双赤字以及加入欧元区后更容易获得廉价的贷款带来的基础设施建设的拉动以及消费信贷。
- 但是,金融危机严重影响了居民消费能力,导致经济下滑,货币高估使得出口始终不振,而且没有灵活的货币政策,政府不得不依靠大量投资和消费拉动经济,于是赤字不断累积。
- 赤字与出口下滑的恶性循环,最终使得希腊的主权信用风险逐步积累,并在这次经济危机中完全暴露出来。
- 但是这里需要指出的是,拉美债务危机主要是外债引起的危机,这是真正的国家债务导致的经济危机。而内债相当于向国民发行的固定收益的股票,内债出了问题相当于国家经营出了问题,或者市场流动性出了问题。
- 欧债主要是内债,由于国家经济低增长,财政收入有限。就欧盟而言,随着全球制造业逐步向新兴市场国家转移,欧元区的制造业在全球化中渐渐失去了市场,非高科技产品处于价格劣势,市场不断被挤压。
- 由于科技水平很难短期内提升,而币值又要保持稳定,不能以高科技产品占领市场的国家就无法享受贬值带来的益处。
- 同时欧盟基本上是银行主导金融体系,而银行受到巴塞尔协议关于资本要求的限制,不能过多承销政府发行的国债。

4. 历史国债问题的经验教训 (1) 议会监管和发达的国债市场

- 前面提到, 国债制度的最早出现与英国的光荣革命有关。革命限制了国王的权力, 使国王不能随意安排支出, 财政收支由国会决定, 国债制度从此建立起来。
- “选票民主越成熟, 中央政府赤字率越低”³⁹, 主要是由于议会对于赤字的控制。
- “英国国债的发行额在 1739 年为 4400 万英镑, 到拿破仑战争结束后的 1816 年增至 7 亿英镑, 当然其背后也有政府为接连不断的战争筹备军费之需。这些巨额国债依靠投资家的资金顺利消化。议会掌握主导权之后, 英国再也没有出现过不履行债务的问题 (财政崩溃), 这在全世界也属罕见”。⁴⁰
- 可见议会监督和发达健全的国债市场极其重要。英国经济学家沃尔特·白芝浩曾经说过, “在当时的英国, 国债不仅具有很高的信用, 变现能力也很强”。⁴¹说明国债市场发挥了重要作用。
- 美国 1791 年开始发行国债, 主要是为了内战筹资。如前所述, 1917 年美国国会确定了债务上限对财政部发行国债加以约束。当时确定的上限为 115 亿美元, 后来上限不断调整, 2019 年国会确定的上限为 22 万亿美元。债务上限是立法控制债务的方法, 但是限制了政府处理经济问题的灵活性。

(2) 关键是保持经济增长

- 微观债务与经济周期有关, 而宏观债务, 即国债则与经济长期发展密切相关。
- 只有发行国债的资金用于经济发展, 国债才可以理解为国家向居民发行的固定收益的股票, 居民可以得到固定回报, 同时享受经济发展带来的好处, 特别是公共基础设施带来的方便。
- “国家并不是公司。国民经济政策, 即使是在一个小国, 也需要考虑在商业生活中常常无关紧要的某些类型的反馈。例如, 即使是最大的公司, 也只会把一小部分的产品卖给自己的员工; 然而即使是极小的国家, 大多数商品和服务也主要是卖给国内的”。⁴²
- 宏观经济与微观经济具有本质的不同。中国的债务主要是内债, 是中国人欠自己的债。⁴³

(3) 控制财政赤字

- 美国著名的经济史学家查尔斯·P·金德尔伯格 (Charles Kindleberger) 在其名著《世界经济霸权 1500 1990》中曾意味深长地说, 一个国家的经济最重要的就是要有“生产性”, 历史上的经济霸权大多经历了从“生产性”到“非生产性”的转变, 这就使得霸权国家有了生命周期性质, 从而无法逃脱由盛到衰的宿命。
- 实际上, 这种“生产性”不仅是霸权国家盛衰的重要基础, 而且是一般国家经济繁荣与衰退的基础。
- 欧洲国家的主权债务危机有其历史、体制和自身的原因, 但最根本的原因是这些国家的经济失去了“生产性”。当然, 债务危机还有货币、监管体制、金融体系等多种原因。
- 中国很长时间坚持平衡财政, 使财政政策失去了作用。近几年赤字率有所增加, 但是总的来说, 赤字还是得到了有效的控制。
- 但是国债占 GDP 比重不断攀升意味着经济存在结构性的问题, 需要进行结构改革来解决。
- 必须引起重视的是目前在经济增长减速的情况下我国国债规模和还本付息都达到了新的高峰。2022 年国债发行总规模增长较多, 积极的财政政策继续稳健实施, 国债筹资任务加重。存量国债付息成本增加, 国债付息支出占中央本级公共预算支出的比重上升, 中央财政付息负担加大。月度国债到期规模分布不均衡、到期日随机分布, 加剧库款流出波动。⁴⁴

(4) 重视宏观杠杆率和资产负债表的变化

- 瑞-达利欧认为,“债务危机的管理存在两大障碍:□ 政府不知道如何妥善处理债务危机;□ 存在政策或法律限制, 政府没有采取必要行动的权力。换言之, 无知和缺乏授权。”⁴⁵
- 管理政府债务需要认知和法律两个方面。虽然经济理论提供了认识债务问题的某些数量关系, 但是缺少对于债务本质的认识。
- 经济学家研究了经济危机的历史, 认为资产负债表的变化是重要因素。如果整个国家的杠杆率过高, 一定出现因为还债而没有新增投资的情况, 从而导致经济衰退。
- 如果经济保持一定的增长速度, 国家、企业和个人就会有一定的现金流用于还债, 投资还可以继续维持。但是如果经济增长明显下降, 那么就没有新增现金流用于还债, 只能用现有资产变现去还债, 这样就出现了经济长期衰退的现象。
- 这时货币政策不起作用, 出现所谓“流动性陷阱”, 人们不仅不会去增加消费和投资, 还会增加预防性储蓄。日本“失去的 20 年”, 本质上就是这个问题, 中国目前有类似的迹象, 要引起高度重视。

(二) 举债能力与财政收入和支出的关系 1. 考察举债能力和后果判断政府债务的规模是否适度, 通常有以下五个标准:

- 债务吸收能力。是否有足够的社会资金吸收政府债务。
- 举债能力。政府是否有足够的能力偿还未来积累的债务。
- 政府债务对中央银行货币供给的影响。政府债务对价格总水平会产生什么样的影响。
- 政府债务对私人投资的影响, 即所谓的挤出效应。政府债务会减少多少私人投资。
- 证券市场的容量。证券市场是否能够容纳未偿付的政府债务。

- 这些指标都很重要。债务吸收能力主要取决于国民储蓄。由于中国是高储蓄的国家, 债务吸收能力较强。
- 举债能力也很重要, 主要取决于税收潜力。如果经济增长, 税收潜力大, 举债能力就高。
- 中国仍然属于较高增长速度的国家, 在未来若干年, 政府举债能力也没有问题。
- 至于对于货币供给和价格水平的影响, 可以减少央行直接购买国债。目前中国中央银行只能在二级市场上购买国债。
- 政府投资对于私人投资的“挤出”效应, 取决于私人投资意愿。因为中国政府主要投资基础设施, “挤出”效应并不明显。
- 从证券市场的容量来看, 中国国债曾经主导债券市场, 但是随着公司债的发展, 国债所占比重开始下降。
- 由于金融机构配置国债的需求增加, 加上利息免税等特殊因素, 中国的国债收益率偏低。

2. 预算收入指标

- 1993 年以后, 由于税收制度的改革和经济的平稳发展, 预算收入出现快速增长的局面, 每年的增长额达到 500 亿 1000 亿元, 2000 年以后更是超过 2000 亿元。
- 这样的增速也是 1979 年改革开放以来的最高水平 (见表 8-7)。这说明政府的举债能力大大加强了。

表 8-7: 一般公共预算收支总额及增长速度 (部分数据)

年份	一般公共预算收入 (亿元)	中央 (亿元)	地方 (亿元)	一般公共预算支出 (亿元)	中央 (亿元)	地方 (亿元)	一般公共预算收入 增长速度 (%)	一般公共预算支出 增长速度 (%)
1978	1132.26	175.77	956.49	1122.09	532.12	589.97	29.5	33
1979	1146.38	231.34	915.04	1281.79	655.08	626.71	1.2	14.2
...
1985	2004.82	769.63	1235.19	2004.25	795.25	1209.00	22.0	17.8

来源:《中国统计年鉴 2022》。

(Table 8-7 spans multiple pages in the PDF, this is a snippet)

(三) 预算收入占国内生产总值比率

- 1994年,中国税收体制改革之后,政府的预算收入有了大幅提高。
- 预算收支占国内生产总值(GDP)的比率在经历了一段时期的下降后,又开始稳步回升。
- 1995-2022年中央财政收入占国民生产总值(GNP)比率如表8-8所示。
- 可以看出,由于1994年分税制改革,1995年以后中央预算收入占GDP比重稳步上升,2007年到2015年稳定在10%左右,以后逐年有所下降。2022年为7.84%,相当于2000年左右的水平。
- 但是如果把中央政府预算收入和地方政府预算收入加到一起,按照全国预算收入计算,则2015年达到22%,以后略有下降,2022年为16.83%(见表8-9)。
- 事实上,预算收入占GDP比率在20世纪90年代中期以前一直都在下降,从1995年开始才稳步上升(见表8-10和表8-11)。

(四) 中央财政收入占全国财政收入比率

- 由于 20 世纪 80 年代初的分权政策⁴⁶, 中央财政收入占全国财政收入的比率也有所下降。

1. 20 世纪 90 年代初中央财政收入下降

- 到 20 世纪 90 年代中期, 中央财政收入占全国财政收入的比率下降到不足 30%。
- 该比率从 1995 年开始反弹, 到 1998 年上升到 50% 左右, 2011 年以后略有下降 (见表 8-11)。

2. 中央财政赤字和政府债务余额增加

- 自政府实行积极的财政政策以来, 中央财政支出持续增加, 财政赤字扩大, 政府财政对债务的依存度随之上升 (中央财政赤字和财政债务的情况见表 8-12)。

(五) 政府债券的发行与还本付息

- 税收收入的增加无法完全满足财政支出的要求。原有债务到期,加剧了政府的再融资压力。
- 表 8-13 总结了国内政府债券和统借统还外债的发行与还本付息情况。