

我国建立国债偿债基金制度的必要与可能

张 玮 孙才仁

国债的偿还，是国债管理的政策目标之一，也是关系国债运用和国债政策连续性的战略问题。偿债基金制度则是国债偿还的一个核心内容。从国际情况看，建立偿债基金制度的历史比较久远，并积累了不少经验教训。我国已连续10年发行国债，随着国债发行不断增多，近几年国债偿还负担的集中形成，建立偿债基金的命题也就应运而生。那么，如何看待我国建立偿债基金制度的必要与可能，笔者试作简要分析。

一、建立偿债基金制度，是世界各国实施债务调整的重要手段

所谓偿债基金，不是单纯的资金积累，而是以基金的提取、存储、管理和运用为手段，通过对已有债务的合理调整，达到确立债信和加强财政后备的特殊信用制度。在国外也称“减债基金制度”。它具有四个方面的重要职能：

(1) 担保职能。偿债基金是现实存在的偿债后备，对债权人的心理预期赋予安全感，因而对提高国债信誉，加深公民理解和信赖政府公债政策，促进债券发行的连续性具有直接效应。

(2) 偿付职能或防御职能。这是为未来可能出现的偿债高峰或危机构筑一道现实的防线，以确保财政健全运行。一旦偿债高峰到来而财政的自然增收有限，或发行新债偿还旧债的条件不利时，即可动用偿债基金，以缓解债务危机和财政危机。

(3) 调整与减债职能。这是均衡债务

结构和负担，减少债务累积规模的职能。其一，在市场发行条件恶化的情况下，动用偿债基金提前从流通市场购回二手债券，既可均衡债务负担，又能收到减债效果，并有助于提高国债信誉，改善一级市场的发行环境。其二，当市场利率呈下降趋势或接近谷底时，以一定量的偿债基金为依托，配合发行转换债，在不增加财政总负担的前提下，及时偿还旧债，取得降低成本的效果。

(4) 市场调节职能。这是通过对公债市场的公开操作，达到调节公债市场和资本市场、稳定国债市场行情的目的，谋求偿债基金的有效运用。在市场行情不振，或在发行市场资金供给不足时，运用偿债基金买进国债，平衡市场供需；在发行市场形势看好，利率下降时，或抛出二手债券，或增加债券发行，返还偿债基金。

偿债基金通过干预公债市场和资本市场等途径，还可派生出增值职能，有助于扩大偿债能力和增加财政后备，是促使债务良性循环的重要因素。

建立偿债基金制度，不仅局限于单纯的数量意义，某种程度上还应当看到它的“制度”意义。也就是偿债基金制度作为执行“平衡财政原则”的一个强有力的手段，以及制约债务膨胀的作用。美国著名经济学家詹姆斯·布坎南和理查德·瓦格纳在他们合著的一本书中曾这样说过：“当国家利用负债来筹集资本用于开支时，就必须建立并保持为偿还债务的偿债金。在整个前凯恩斯时代关于财政文献中，人们把大量的注意力都

集中到偿债基金的使用上。”正如我们所知道的，在所谓前凯恩斯时代的财政思想中，居统治地位的是“平衡财政原则”，即在18、19世纪及20世纪初，资本主义国家总体上推行的是“平衡财政”的政策。但同时，实践中的财政又无一不是利用了债务的财政。由此产生了这种平衡财政与债务财政的矛盾和统一的结构。为了调和这一矛盾，最大限度地促使二者的统一，便形成了对偿债基金制度的重视。“在限定的时间内为借款的偿还建立偿债基金或其它类似的专款”，被视为政府随意借款行为的必要限制，从而达到健全财政的目的。根据我们理解，偿债基金制度作为与“平衡财政原则”相呼应的制约手段，其制约效应主要有两方面：一是债务发行规模越大，需要积累的基金就越多，从而使政府举债之时必须考虑财政积累偿债基金的可能和潜力，相应确定适度举债规模；二是当财政收入有盈余或其它一些非经常性收入时，一般要适度纳入偿债基金，有助于克服一次性收入纳入经常性收支帐户所带来的对财政支出的引致效果。

鉴于偿债基金的重要作用，英国早在1775年前就开始设置偿债基金。美国在1795年出现第一个债务高峰时，颁布了《偿债基金法案》，作为财政平衡原则的一个实施手段，建立了偿债基金制度。日本在1905年公债余额达到当初发行额的383倍的情况下，成立了大藏省国债调整局，并于次年颁布了《国债整理基金特别会计法》，每年从“日俄战争债”中提取1.1亿日元用于积累偿债基金。从效果看，偿债基金确有一定的作用。根据已有的资料，美国从1789年开始发行国债，到1930年金融大危机止，公债规模总体上不断扩大，但公债余额在1795—1930年间并不是直线上升的，而是经历了八起六落的起伏过程。与此同时，仅1795—1836年间，美国财政就出现了32次盈余。每一次债务余额高峰和财政盈余与债务余额的减少交

替出现，恰恰是对平衡财政原则和这个原则支配下的偿债基金制度作用的证实。正如美国人自己所评价的：“1795年3月3日的法案（即偿债基金法案——笔者注）是国家财政史上的一个重大事件。它使我国公共信用体系中的一些遗留问题得到了圆满解决……。”当然，30年代大危机之后凯恩斯主义赤字财政政策影响下的非均衡财政政策的实行及债务规模的累积膨胀，自然使偿债基金失去存在必要和发挥作用的可能了。相应地，偿债基金也就只能作为一项制度而存在。

从日本的情况看，偿债基金制度至今仍在发挥作用。70年代以来，日本的债务偿还基本采取了偿债基金偿还与发行转换债偿还相配套的办法。据估计，日本1976年到期债务本息的31%、1981年到期债务的59%，是动用了偿债基金。日本的偿债基金在有偿运用的同时，获得了增值效果，基金规模有所扩大，从1976年的8023亿日元扩大到1980年的35778亿日元。

二、建立偿债基金制度，是当前我国国债工作的迫切任务

近10年来财政改革的实践表明，在我国社会尚处于社会主义初级阶段的相当长时期内，一方面，政府利用国债这个信用手段筹集建设资金，在客观上具有长期性；另一方面，作为发展中国家，国民经济发展和改善人民生活所产生的需求始终保持大于供给的趋势，财政在经济模式上将呈相对不足状态。在这样的国情下，与国债长期发行密切相关的债务偿还问题就显得尤其重要，并且不应设想单纯依赖财政预算有结余，而必须从债务自身寻求偿债能力。

从目前的情况看，我国国债收入的使用方向比较模糊，国债的偿还也主要依赖财政预算拨款，没有建立相应的偿债基金。随着前几年发行的债券陆续到期，国债还本付

息成为财政越来越沉重的包袱。在债务负担加重的情况下,单纯采取推迟偿债的办法,无异于使债务政策陷入饮鸩止渴的困境;而纯粹的借新还旧,也只能推迟偿债高峰,不会从根本上解决债务负担问题。因此,必须设法建立可靠的偿债机制,创造稳定的偿债来源,也就是要推进债务资金的有偿使用和建立偿债基金制度。

从近年来财政体制改革和债务发展形势看,我国建立偿债基金制度越发必要,更加迫切。

(1) 顺利渡过偿债高峰的需要。我国自1981年发行国库券以来,到1990年底,债务积累余额已高达850多亿元,1990年开始连续若干年的偿债高峰,给财政带来很大被动。今后如果不采取积极偿还的办法,只是推迟或单纯的发行转换债(没有偿债基金配合的转换债并不能扼制债务膨胀,每一次转换规模都是利息资本化,再派生新的利息负担),必将导致周期性的债务高峰叠起,每次高峰均要高于前一次,财政将更加被动。因此,必须建立偿债基金,通过基金偿付和基金与转换债配套运用的结合,发挥其减债作用。

(2) 建立和发展国债流通市场的需要。1988年开始国库券流通转让试点以来,国债流通市场已经历了几次行情涨落的波动,今后随着国债发行和流通市场交易规模的扩大,市场波动在所难免,并将影响物价,影响国债发行市场。因此,国家财政必须积累一定规模的资金,确保对流通市场的有效干预和国债市场的健康发展,为国家财政提供一个干预调节经济、干预物价的新手段,最终达到改善国债发行环境的目的。

(3) 理顺和健全国债体制的需要。近几年来,由于国债自身的体制不健全,为确保以发行新债满足偿还旧债的需要,实质上使发行任务变成了硬指标,缺乏弹性,不可避免地增加发行中的行政色彩。偿债基金的

建立,对国家财政是一个“蓄水池”,在借新还旧和推迟偿还等不良循环中,可以起到“提闸”和“关闸”的调节作用。

(4) 提高债信和扩大债券市场的需要。随着我国对外开放和国际筹资活动的活跃,以及国内公债市场国际化的趋向(国内公债市场的国际化是任何国家公债市场发展的必然趋势),国内外投资者十分关注我国偿债基金的建设情况。建立偿债基金将有助于提高我国的国内外债信,吸引外国投资者购买国内债券,增强国债市场的应债能力。

党的十三届四中全会以来,重新强调了均衡财政的方针,使偿债基金制度的建立有了政策思想基础。

从一般国际惯例和我国的实际情况看,偿债基金可有下列几方面来源:(1) 预算定率缴纳;(2) 预算结余的缴纳;(3) 预算根据偿债需要安排支出;(4) 国债发行超过计划部分的缴纳;(5) 国家财政一次性收入的适度缴纳;(6) 债务资金有偿还贷回收资金的缴纳;(7) 处理或拍卖国有资产收入的适度缴纳;(8) 年度还本付息结余的全额返还。从现有的条件看,除了预算安排年度还本付息资金外,当前已有实际可能逐步积累偿债基金。一是每年发行国库券的超收款,可将其中一部分纳入基金,比起全数充入预算,对整个财政和均衡债务有利而无弊;二是每年列支的国债还本付息,在当年兑付工作结束后,其结余应全部纳入偿债基金,这是偿债制度的一般规则;三是财政信用的部分收入可以适当纳入偿债基金。另外,在严格控制财政支出的前提下,逐步将一部分一次性收入纳入偿债基金,这无论从健全财政体制的必要性还是其可能性上讲,都是比较现实的。

另外,偿债基金的一部分也可来源于国债发行的部分收入(一般是定率缴纳)。从当前的物价、利率及债券发行条件看,1990年以来,我国治理整顿取得明显成效,物价

稳定,利率不断下调。抓住这样的有利时机,发行低利率债券,积累偿还基金,它可使我们在未来利率上升时期,谋求国债有效偿还,节约付息成本,并在间歇时有偿运用,合理增值。

偿债基金发挥作用的可行性还存在于它具有以少量基金带动大量偿还的特点,即以特定数量的偿债基金为依托,配合发行转换债(即借新债还旧债),来达到及时偿债而不增加财政债务总负担的目的。这种机制客观上存在一个作用周期,日本将其称为“60年偿还法则”。他们把建设国债所筹集的资金作用周期定为60年,在这60年当中,特定数量的国债将以不加重债务总负担为前提,逐步实现全额现金偿还。

三、偿债基金运用效果的例析

偿债基金的职能是客观存在的,但其作用能否得到有效发挥,首先取决于如何运用基金;同时,也取决于政府是否坚持执行平衡财政的政策。在坚持平衡财政政策的前提下,通过偿债基金与转换债的配套运用,可以收到减少政府债务付息成本的效果。下面举例说明:

第一种选择——偿债基金与转换债的配套运用。

在1991年1月份可以明显看出的物价稳定和国债利率将下调的情况下,如果我们拥有一笔可观的偿债基金,并且国债流通市场二手债券的收益率较高或价格偏低,那么,我们可以本着促使市场价格合理化和偿债基金有效运用的原则,进行这样一种操作:利用现有的偿债基金,从市场上买入一部分接近到期的国债(如1989年国库券);然后,再相应增发1991年度国库券,所筹集资金充入偿债基金帐户,确保基金的稳定。由此,就有如下程序和结果:

(1)按1月份武汉、上海、沈阳和长春4城市1989年国库券的买卖中间价格计算

(118.35元),利用偿债基金118.35亿元,可以从市场上买入面值100亿元的1989年国库券。

(2)假设,因为偿债基金帐户余额有限,暂时也没有其它无偿来源,从而需要在4月1日以后,依靠发行1991年国库券补充在1月份已支出的基金(118.35亿元)。这一数额的1991年国库券,在1992年7月1日1989年国库券到期时,本息合计130.185亿元($118.35 + 118.35 \times 10\%$)。

(3)这样,以1992年7月1日为截止时点,通过偿债基金与1991年国库券(这里带有转换债的性质)的配套运用,可以使政府在1989年国库券的还本付息方面减少利息成本11.815亿元($142 - 130.185$)。我们将其称为第一种情况。

第二种选择——单纯运用转换债。

如果单纯运用转换债的办法解决100亿元面值的1989年国库券偿还问题,具体还可以分为两种情况:一是在1991年4月1日后,发行与同期1989年国库券市场价格相当数额的1991年国库券,以此提前买进1989年国库券,即提前转换(按顺序排为第二种情况);二是在1989年国库券3年期满时(1992年7月1日)发行1992年转换债,所筹集资金偿还1989年国库券到期本息(142亿元)(按顺序排为第三种情况)。

在第二种情况下,操作性质与第一种情况是相同的,但在偿还资金需要量或付息成本数量上,却明显存在差别。也就是说,在可以筹集提前转换所需资金的1991年4月1日以后,即使排除其它各种因素的影响,当时的1989年国库券应计利息也比1月份上升许多。如果按当时的市场实际价格计算,则在4月24日提前买进100亿元面值1989年国库券,需要资金129亿元(上海、武汉、沈阳、长春的平均买卖中间价:129元),也就是说要在4月份发行129亿元的1991年国库券。这笔国库券在1992年7月1日的本息合

计为141.9亿元(129 + 129 × 10%)。即采用这种办法提前偿还100亿元面值1989年国库券,仅节省利息支出0.1亿元。

在第三种情况下,要在1992年7月1日按时偿还100亿元面值1989年国库券,需要在同年7月1日前发行142亿元的1992年转换券。与第一种情况相比,即使不考虑1992年国库券的利率水平,也使财政部多支付了11.815亿元利息。

为在1991年1月提前买进1989年国库券而发行的转换债,其利息成本可以通过有关操作求得自行解决。

第一种方案是,由于偿债基金与转换债配套运用而节省了11.815亿元的利息支出,因此可以使1991年国库券的头一年利息支出(10亿元)得到自行解决。后两年的利息解决办法是,在1991年4月发行的118.35亿元国库券,其款项纳入偿债基金帐户后,即可动用其在证券市场上进行证券买卖操作。假设,我们只作一次性买进1990年国库券的操作。那么,按4月24日上海、武汉、沈阳、长春1990年国库券的平均买卖中间价(118.15元)计算,118.35亿元可以买进面值为100.17亿元的1990年国库券。这样,在1990年国库券3年期满时(1993年7月1日),可得利息24.09亿元(142.24—118.15)。这笔利息收入,减去1990年国库券后两年的利息(20亿元)后,还剩余4.09亿元。如果考虑到1991年国库券在1994年7月1日到期,

还可以进行为期1年的运用操作,那么,可得净收入会更多。

第二种方案是,不考虑提前购买1989年国库券所节省的11.815亿元利息,而是完全依靠118.35亿元1991年国库券收入进行买卖操作。即前2年的操作与第一种方案相同,可得利息24.09亿元。然后,在1993年7月1日后,利用新的本息金(118.35 + 24.09)142.44亿元,进行新的买进。由于新买进后,持有期仍为1年左右,因此,按最后1年期限银行存款利率(7.56%)计算,到1994年7月1日,可得本息为(142.44 + 142.44 × 7.56%)153.21亿元。这笔收入减去118.35亿元1991年国库券本息支付金(153.855),相差只有0.65亿元。

总之,建立国债的偿债基金,以及偿债基金与发行转换债相互配合运用的根本意义,就在于它为政府减少债务付息成本提供了可选择机会,同时有助于实现调整债务结构和均衡债务负担等多重效果。因此,建立偿债基金,本着基金的有效运用原则,单独开户,闲置基金自动生息,运用基金有偿使用,主要用于调节国债流通市场,对于稳定政府债务负担,均衡债务结构,减少债务成本,不失为有益的手段。特别是随着国家预算体制向复式预算的改变及债务资金有偿使用体制的确立,偿债基金的作用将逐步得到发挥。

“万国证券奖学金”新闻发布会暨签字仪式在我校举行

7月24日下午,我校与上海万国证券公司联合举行“万国证券奖学金”新闻发布会暨签字仪式。为促进高等财经专业人才的培养,我校与万国证券公司决定设立“万国证券奖学金”的基金。由万国公司提供人民币10万元作为“万国奖学金”的基金。“万国奖学金”的基金由万国证券公司代为进行证券投资,每年固定按年收益的10%支付人民币1万元作为年度奖学金的发放额度。奖学金每年发放一次,每次支付人民币1万元作为年度奖学金的发放额度。奖励在校学生的,设一等奖2名,每名奖学金额为1200元;二等奖3名,每名600元;三等奖6名,每名300元。奖励教师的,设一等奖1名,奖学金额为1200元;二等奖2名,每名600元;三等奖4名,每名300元。