

中国国债融资功能错位及其危害

何志刚

(上海财经大学 公共经济与管理学院, 上海 200433)

摘要:中国国债融资是随着经济体制的改革而出现的,其主要目的是为了经济建设融资的需要,因而具有传统体制下国家融资的特点。中国国债融资规模的增加对中国的融资体制市场化改革和经济发展产生了许多不利的影响。从国际经验看,发行国债不仅仅是为了弥补财政赤字的需要,更重要的是为了建立和完善国债市场的需要。为此,需要对中国国债融资的功能进行重新定位,本文认为,中国国债发行应弱化其财政性功能,强化其金融性功能。

关键词:国债融资;功能错位;金融性功能

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)12-0056-06

一、中国国债融资制度的产生

在传统计划经济体制下,中国经济资源的分配方式是先由国家强制集中全社会的资本要素,然后再用行政手段进行分配。从融资体制角度看,国家在这里充当了资本流动的中介,国家是融资的主体,它把资本从所有者那里筹集起来,再分配给他所选择的企业经营者使用,这种计划经济下的融资体制被称之为国家融资(张春霖,2000)。在过去的几十年中,这种融资体制主要采取了两种基本形式,即收入融资和债务融资。所谓收入融资是指国家通过低工资、工农产品剪刀差等途径,把城乡居民应得的收入中可以用于长期储蓄的部分以国有企业盈利的形式集中起来,形成国有资本。这是传统计划体制下国家融资所采取的方式。随着 1970 年代末的改革开放,国民收入分配格局发生了改变,可积累的收入被分到了居民手中。但与此同时,资本市场却没有得到相应的发展。相应地,此时的国家融资采取了通过国有银行与居民个人形成债务契约关系即债务融资的形式,并承担明确的还本付息义务。国家向居民的借债采取了两种方式:一是通过银行吸收居民储蓄的间接融资方式,二是通过财政发行国债的直接融资方式。其中:国债融资方式的产生改变了中国“既无内债又无外债的历史”,中国国债市场就此开始发育成长。经过 20 多年的发展,国债已成为转轨时期中国国家融资的一种重要形式。

二、中国国债融资的功能特点

从外国债的历史起源来看,国债融资的功能是明确的,主要是为了弥补财政预算赤字。然而,随着国债市场的发展,国债融资的金融性功能,即国债市场为实施反经济周期的宏观经济政策提供操作空间和工具,以及国债市场作为一国经济和金融运行的基础的作用显得日益重要。例如,近年来美国由于财政预算盈余而导致国债发行减少,此举即对金融市场的正常运行产生

收稿日期:2002-08-25

作者简介:何志刚(1961—),男,浙江杭州人,上海财经大学公共经济与管理学院博士生。

了不良影响。再如,中国香港债券市场的发展并非由于财政预算赤字所致,其发行国债的目的就是为了建立一个完善的国债市场。两者均说明了这一点。

表 1 美国债券市场短期与中长期债券占 GDP 的比重

单位: %

期限 \ 年度	1988	1989	1990	1991	1992	1993
短期	18.1	17.9	20.4	19.5	24.6	24.5
中长期	6.47	6.99	7.55	8.59	8.89	8.55

资料来源:国际货币基金组织:《国际资本市场—发展、前景及关键性政策问题》1995年,中国金融出版社。

而从中国国债最初发行的目的来看,则是以所谓的建设性为主的。发行国债这种国家直接融资方式与国家向银行借款的间接融资方式在本质上均属于国家向居民借债的债务融资方式,无非是减轻了国有商业银行的债务压力而已,并未改变其传统计划体制下的国家融资的性质。例如,1989年国库券条例第一条即规定国库券的发行目的是“为了集中社会资金,进行社会主义现代化建设。”这一功能定位使中国国债的发行及资金使用方面与银行信贷资金有很多近似之处,而同西方发达国家的国债融资相比则有较大的不同。中国国债融资的经济建设功能由国债期限结构及国债的使用方向上可以看出。如从国债发行的期限结构来看,发达国家的债券品种结构,通常1年以内的短期国库券占有较大的比重。表1为美国债券市场中短期与中长期债券的融资比例。其中,1993年的国库券占GDP的比重为24.5%,同期中长期的债券占GDP的比重则仅为8.55%。而中国的国债品种结构则以中期为主,所发行国债在相当大的程度上只是一种储蓄债券,且至今尚未发行1年以内的国库券。从其使用方向来看,也与发达国家有很大不同。中国国债主要用于以固定资产投资为主的经济建设,由政府直接投资建设。而外国国债融资主要用于弥补财政赤字,即使出于反经济周期目的的国债运用,一般也只用于铁路、公路、公用事业等项目。且从近年来美国国债的使用情况看,其增发国债所得的资金主要用于军事方面,但也并非由政府进行军事领域的固定资产投资,而是用于购买武器和军用设备。由于现代军事是一个相对完善的大系统,它涉及到科学技术的研究与开发、武器装备的制造、信息产品的生产与利用、生活物资的供给以及航空航天、交通运输、医疗卫生、社会保障等方方面面,增加军费开支对经济的刺激作用是很大的。它能够缓解生产过剩的问题,刺激投资与消费的迅速增长,扩大内需,从而带动经济全面复苏。

表 2 国债融资在直接融资中的比例

年 份	国债融资 (亿元)	比例 (%)	其他直接融资(亿元)				比例 (%)	直接融资合计 (亿元)
			金融债券融资	A股融资	基金融资	企业债券融资		
1991	281.25	46.63	66.91	5	0	249.96	53.37	603.12
1992	460.78	34.74	55	50	77	683.71	65.26	1326.49
1993	381.4	42.68	0	276.41	0	235.84	57.32	893.65
1994	1137.6	52.06	776	99.78	10	161.75	47.94	2185.13
1995	1510.86	43.04	1613.2	85.51	0	300.8	56.96	3510.37
1996	2126.2	56.70	1055.6	294.34	5	268.92	43.30	3750.06
1997	2411.8	48.71	1431.5	853.06	0	255.23	51.29	4951.59
1998	3808.8	56.14	1950.23	778.02	100	147.89	43.86	6784.94
1999	4015	55.47	1800.89	893.6	370	158.2	44.53	7237.69
2000	4657	58.52	1645	1526.62	46	83	41.48	7957.62

资料来源:国家统计局:《中国统计年鉴》(1981—2000),中国统计出版社;中国证监会:《中国证券期货统计年鉴》(1997—2001)。

从中国国债融资在直接融资中所占的比例(见表2)可知,国债融资在国民经济发展中具有很重的地位。相对于其他直接融资而言,国债融资的比重较高。尤其是近年来,由于积极财政政策的实施,至2000年中国的国债融资占直接融资额比例已达到58.52%。与美国二战后国债融资在债券融资额中的相对份额相比较,中国的这一数据显然过大。如图1所示,除了由于第二次

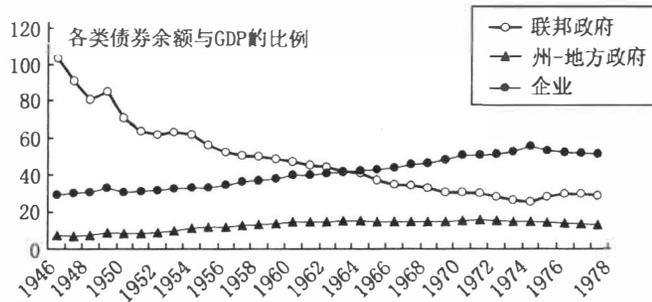


图1 美国联邦政府和州-地方政府与非金融企业发行的债券比较

世界大战导致军费开支增加,致使美国政府债务相对较高外,自二战以后,政府债务占GDP的份额就开始逐步下降,而企业债券占GDP的份额则呈逐年上升趋势。到80年代初,企业债券融资占GDP的份额与州和政府债券融资占GDP的份额的合计数基本相当。

为进一步分析中国国债融资对经济增长的影响,我们以国债融资额为自变量,以GDP为因变量,对中国(1986—2001年)国债融资与GDP之间的相关关系进行了线性回归估计,其结果显示,中国的国债融资与GDP具有较强的线性相关性,从而进一步证实了中国国债融资的经济建设功能。

近年来,借助于积极的财政政策的实施,国债融资规模进一步加大。由于中国的国债融资是一种国家融资行为,其功能主要定位于经济建设,因而,国债融资规模的扩大会导致过多的资源集中于政府手中,这显然与加大市场配置资源比重的融资体制改革方向不相协调,对处于体制改革与经济发展中的中国经济将会产生较多的负面影响。

三、中国国债融资功能错位的危害

(一)融资效率的损失。

1. 国债投资体制在选择、监督、约束企业经营者方面的弊端。国家是利用其社会行政管理体制来选择、监督和约束企业经营的,在企业经营者的选择中,由于政企不分,企业经营者只能作为政府机关的下级或“干部”来选择,企业家才能不仅不可能是选择的唯一标准,甚至难以成为选择的主要标准。有企业家才能的个人即使被选择为企业的经营者,其报酬也往往缺乏足够的弹性,不足以反映其企业家才能的市场价格;而企业经营者要获得经营企业所需要的资本,又只能等待国家的行政分配。与此相对照,非国有资本的所有者在选择企业经营者时,可以把企业家才能作为主要甚至唯一的标准,可以支付有足够弹性的报酬,也可以允许企业经营者多渠道融资。故在两种资本为获得企业家才能而展开的竞争中,国有资本处于明显的劣势,有企业家才能的个人趋向于由国有企业流向非国有企业。这种状况使国有资本的回报率降低,更无力支付企业家才能的市场价格,从而使上述趋势进一步被强化。在监督约束方面,由于政资不分,监督和约束的主体只能是政府行政机关。强化行政机关的监督和约束,不可避免地会弱化企业经营者的自主权,导致效率损失。为了提高效率,只能把更多的经营自主权放给企业经营者,但这又往往导致监督和约束的弱化,增加了经营者损害所有者的利益的机会。为了强化监督约束,又只能再次强化行政干预。因此,在国家融资体制下,不断放权、收权的结果,只能是行政干预下的内部人控制。上述这种国家投资体制的缺陷必然带来国债投资效率的损失。

2. 债权人对国债融资主体不构成硬约束。国债与个人、企业法人之间的债务有本质的区别。如果不考虑再分配效应,国家债务实质上不过是勒纳所说的本国居民对自己的欠债。资本所有者对作为融资中介的国家没有形成硬约束。在国债融资中,资本的所有者是居民,而一般居

民并不具备与国家谈判和订立契约的能力。因此，国家作为融资中介，不受任何来自资本所有者的契约的约束，国有资本是被当作一种免费资本来筹集和分配的。虽然国家必然为到期的国债支付本息，表面看起来国家与居民的债权债务关系是一种硬约束。但是，这种关系和企业与债权人的债权债务关系是不一样的。在后一种场合，债务人可以拥有独立于债权人的财产，因此，破产威胁可以成为一种有效的硬约束。而国家一旦处在与居民的契约关系中，就只是一种组织，不可能拥有任何独立于居民的财产。国家可以用来偿还其债务的一切财产都只能来自其债权人。因此，国家对本国居民的负债与个人、企业法人之间的债务有本质的区别。债权人对国家不构成硬约束，因而不利于发行人提高资金使用效率。对国家构成约束的，只是由此而可能引起的财政和金融风险。

上述原因导致国家债券融资效率不会很高。事实上，国债融资是以国家为中介的融资行为，这就使地方政府或企业在获得资金时产生免费资本的幻觉。加之缺乏监督，从而出现国债资金利用的低效率或无效率的现象。

(二)“制造性挤出”引致微观经济活力下降。我国正处在体制转轨时期，由于政府对资金配置过程的强干预仍然存在，所以公共投资排挤私人投资有多种表现形式。首先，由于商业银行和投资银行与政府有着千丝万缕的联系，政府国债投资需要银行信贷和证券市场的支付，在融资资金有限的情况下，商业银行和证券市场势必压缩其他企业或个人投资需求。其次，某些基础设施行业，如通信、邮电、交通等，存在着严重的行政性垄断现象，政府部门及其下属通过行政手段限制其他投资主体的进入，即使进入也对业务范围进行严格限制。这种行政性垄断损害了民间投资者的积极性，减弱了私人投资在相关行业扩张的可能性。再次，我国尚未建立对长期亏损、无法清偿债务的国有企业的破产机制，政府通过财政补贴、直接投资、迫使银行贷款的方法维持应破产企业的生存，加剧了资金的稀缺性，加重了财政的负担，从而增加了其他企业的投资成本；也使市场空间变得相对狭小，限制了民间企业可能的发展。所以，我国大规模的国债融资必然导致制度性“挤出效应”，致使微观经济活力下降，尤其是可能会限制作为推动当前我国经济增长主力的民间经济的发展。从而降低整个经济的运行效益，对未来的经济增长产生不利影响。那种认为通过国债发行扩大财政支出并未产出“挤出效应”的观点只是囿于经济学的经典理论，而忽视了我国的具体情况。

(三)诱致金融风险。举债规模过大，有可能导致财政正常的债务清偿机制紊乱，使财政陷入支付困境，从而引起财政危机。国债的财政风险又往往演变为金融风险，即举债引发通货膨胀，使正常的经济活动秩序遭到破坏。虽然目前中国的赤字率、债务负担率等指标没有超过国际上公认的一些标准，但由于连续4年发行国债，中国财政债务依存度呈现较高水平。目前中国财政债务依存度高于20%的国际警戒线。按照国际惯例，财政债务依存度控制在20%以内是安全的，而中国财政债务依存度1998年为25.2%，1999年为24.6%，2000年为23%，中央财政的债务依存度1998—2000年分别为60.4%、61.1%和53.5%。数据说明，中国财政债务偿还的压力比较大。过多发行国债有可能带来金融风险。这些数据尚未计入公共部门的隐性赤字(如各级政府欠发工资、粮食系统亏损挂帐、国有企业与国有银行及非银行金融亏空，还有各部门、地方举借的性质类同于主权债的债务等)部分。若考虑到这些因素，则中国的国家债务风险的危险性相当大，此外，国债项目通常在中央国债资金投入的同时，要求地方资金和银行信贷配套。未来国债资金偿还可通过“发新还旧”来解决，但是，银行贷款的偿还还必须通过项目本身的盈利来解决，而国债项目大多是基础设施，收益性不强，这也会给银行信贷带来潜在的、巨大的坏账风险。

(四)阻碍了融资体制改革的市场化进程。中国现阶段的国债融资是计划经济体制时期国家融资体制在经济体制转轨时期的新体现。近年来国债投资规模的扩大强化了资源配置中这种国家融资的色彩。表现为审批的力量不断膨胀，各类寻租腐败现象也不断出现，在某种程度上造成

了旧体制的复归。国债资金投资是政府投资,建设的项目主要是国有项目,形成的企业主要是国有企业。现有的政府垄断的基础设施经营管理体制降低了基础设施的效率,造成了社会福利的损失,早应成为改革的对象,但是,国债投资却在继续地、大量地繁衍这种低质量的国有投资公司和经营性企业,为未来的企业改革增添成本和负担。此外,大规模的建设性国债的发行,也制约了企业债券的发展(汪红丽,2002)。因此,中国国债融资的大规模发展不利于以提高融资效率为目的的融资体制市场化改革目标。

上述分析显示,大规模和长期的建设性国债的发行,会对中国经济发展和体制改革带来许多不利的影响。出于反宏观调控目的的国债发行具有短期性,主要是为了应对市场经济运行中发生的波动和周期性变动,使经济平衡增长和减少资源损失。而对处于经济转型期的中国来说,许多制度层面的问题不能仅依赖于国债投资。对经历了长期计划经济的中国来说,采用大规模的国家直接投融资这种所谓的积极的财政政策的方式来推动经济的增长,可谓驾轻就熟。然而,这种积极的财政政策虽具有积极的一面,但也极易于使我们走上旧体制的老路。积极财政政策一旦过于热衷,就很难自拔,随后的负面影响将逐步体现。今天,如果我们不加快融资体制的转轨,单靠继续实施扩张性的财政政策和货币政策来解决有效需求不足的问题,就很可能造成扩张性的宏观政策长期化,导致财政赤字越来越大,引发通货膨胀和财政危机,甚至可能发生“滞胀”。我们认为,中国经济是否走出紧缩阴影的关键在于体制机制的转换,而不是仅仅依赖于国债投资。对处于转轨时期的中国来说,对国债融资的运用,更应强化其金融性功能、弱化其经济建设的功能。过度地依赖积极的财政政策会导致传统计划经济体制下的国家融资体制的复归。

四、国债融资功能的重新定位

国债融资功能的重新定位对中国融资体制的市场化改革具有重要作用。我们认为,虽然国债融资的产生源于财政赤字,但发展到今天的国债市场,其金融性功能已经超越了财政融资的功能,国债市场的建设应着重于其金融性功能的发挥。其原因在于,在现代金融市场中,国债因其发债主体、证券品种和利率的特殊性而在金融市场中处于独特地位,即唯有国债能够提供金融市场的利率基准。而基准利率对发展和完善金融市场起着基础性的作用。从国际金融市场的一般规律来看,基准利率是那些结构合理、信誉高、流通性好的金融产品的利率。而市场上最具备这一特点的利率就是国债收益率。因为国债的发行主体是国家,在所有本币市场参与者中信誉最高,信用风险最小,投资以国家主权担保的金融产品最安全,投资国债风险最低。国债发行量大、流通性好、变现能力强、发行时间固定、产品期限结构较为合理,市场参与者随时可以得到从3个月到10年期以上的国债收益率。正因为国债收益率具有这些特点,金融市场的参与者都以此利率作为市场基准利率。而在资本资产定价模型中,也将国债收益率作为无风险利率,其他任何形式的金融资产价格只能在这种无风险资产利率基础上加计一定的风险补偿收益。由此,我们可以看出,离开了国债收益率,其他所有金融资产都将失去定价的基础。例如,离开了基准利率,企业债券的定价将变得十分困难,金融期货与商品期货的定价也将失去依据。市场经济发达国家如美国、加拿大、日本、德国都是以国债收益率作为金融市场的基准利率。国债市场除了可提供基准利率以外,其品种期限的多样性也使其在事实上跨越了资本和货币两大市场。由此可见,国债市场实际上充当了金融市场的“调节器”。这种调节作用发挥的机理在于:政府通过发行国债,避免了向央行透支而对金融市场造成的不利影响,同时政府的国债发行规模也直接影响了金融市场资金的供求;中央银行在公开市场活动中,根据自己的货币政策目标适时地做出买进或卖出国债的决策,干预货币市场短期国债收益率的走势,影响资本市场长期国债收益率,进而调节整个金融市场的利率水平和金融资产的价格。国债市场的上述功能直接或间接地影响着一国经济和金融的运行效率。

由于国债市场在经济和金融运行中所具有的基础性地位,因而对处于融资体制的市场化改革中的中国来说,国债的发行应重点考虑国债市场建设的需要。然而,由于长期以来中国理论界对国债市场的研究均是从财政的角度出发,将注意力放在国债手段的利用限度、国债规模及其经济效应等问题的分析和评价上,而较少涉及作为经济和金融运行的基础的国债市场本身的缺陷及弥补举措,尤其是对国债市场发育不全对经济和金融的不利影响缺乏足够的认识。即使涉及国债市场的建设研究,也大都从满足财政政策的需要来研究这一问题。例如,研究从如何低成本、高效益地发行国债等角度来完善国债市场。而从实践来看,中国自1980年代初恢复发行国债以来,也始终将国债市场视为筹集资金弥补财政赤字的场所。上述关于国债的理论和实践的直接后果就是导致了国债市场发展过程中的诸多不足。具体表现在:国债发行机制的市场化程度不够;国债期限品种尚不够丰富,缺乏短期国库券;各类期限国债未能做到连续发行;国债市场流动性不够等。所有这些,都影响了国债市场金融性功能的发挥。为此,我们应重新审视国债融资在现代经济中的功能。国债市场与经济和金融体系息息相关,其发展不应该也不能仅仅与财政赤字相联系。亚洲金融危机的爆发,更使人们加深了对在发展中国家建立一个发达的国债市场的重要性的认识。中国的国债融资应摆脱其为经济建设投融资的那种国家融资的固有思维,应将其定位于为建立完善的国债市场体系,成为中国经济和金融运行的基础的目标上来。中国的国债市场应为推动中国融资体制的市场化做出自己的贡献。

参考资料:

- [1]樊纲. 金融发展与企业改革[M]. 北京:经济科学出版社,2000.
[2]高坚. 中国债券[M]. 北京:经济科学出版社,1999.
[3]国家统计局. 中国统计年鉴[M]. 北京:中国统计出版社,1981—2000.

Function Deviation of Financing of Government Debt in China and Its Perniciousness

HE Zhi-gang

(School of Public Economics and Management, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Financing of government debt in China emerged with the economic reform, whose purpose is to satisfy the needs of financing for economic construction, thus achieving the characteristics of state financing in the traditional system. The expansion of the scale of the financing of government debt has brought about much disadvantageous effects on the market-oriented reform of the financing system of China and economic development. From the international experience, the issuing of government debt can not only satisfy the needs of offsetting deficit budget, but also the needs of the establishment and perfection of government debt market. Therefore, it is quite necessary to rectify the financing function of government debt. The paper holds that the issuing of government debt in China should weaken its financial function, but reinforce its monetary functions.

Key words: financing of government debt; function deviation; monetary function