

● 陆世敏 盛默

关于国债发行方式的探讨

国债的发行方式，是国债政策的一个重要组成部分，也是建立我国计划经济和市场调节相结合的国债运行机制的出发点。国债发行的形式虽多种多样，但由于它本质上是一种金融商品，因此，国债的发行应以建立平等的债权债务关系为前提，也就是说应以市场为基础的公开发行为主要形式。本文拟就这一问题作一些简略的探讨。

国债的发行方式有多种，基本上可概括为强制发行和公开发行两种类型。所谓强制发行，即通常所说的强制行政摊派和变相行政摊派。由于国债是国家发行的有价证券，国家作为政权机构完全可以指令各级行政力量，向企业、单位和职工个人摊派国债。而其他有价证券，如股票、公司企业债券，就不存在强制发行的主观条件。所谓公开发行，指把国债视同其他有价证券而推向市场，也即以自愿认购为特征的发行方式。国债的公开发行也有多种形式，但大体上可归纳为两类：即直接发行法和间接发行法。直接发行系指国家财政部门面对金融市场、自行负责而直接推销的方法。间接发行则与之不同，指的是先由银行（包括中央银行和专业银行等）和证券公司依据合同大量承购，由承购者负责包销，在市场上对社会公众出售。

我国自1981年开始发行以国库券为名义的国债，基本上采取的是强制发行方式。强制发行的优点是不存在市场销售风险，不管利率、价格变化都能在一定时间内完成发行任务，便于计划安排、资金回笼以及满足财政开支的需要。但强制发行的弊病更为明显，它违背了自愿购买、公平交易的商品经济原则，人为地扭曲了国债的商品属性，导致国债信誉下降，不利于国债的经济、健康运行，阻碍了国债市场的建立和长期发展。因为行政摊派往往顾及不到购买者的实际承购能力，违背购买者的意愿，容易产生逆反心理，增加了发行和推销的困难。而且，国债的实际使用主要用于弥补财政赤字，不与具体经济项目挂钩，虚拟性较强，这也必然要影响到承购者的积极性。由于主要依靠行政力量摊派，可以不顾及国债的收益性和流动性。如1984年国库券个人年利率为8%，同期银行存款年利率则为9%；1985年国库券个人年利率虽上升到9%，但仍低于9.36%的同期银行存款利率；至于向企业单位摊派的国库券，利率就更大大低于同期银行存款。加之国库券不能随时流通变现，更使其信誉下降，导致黑市泛滥，为不法者牟取不义之财洞开方便之门。为克服以上弊病，1988年决定在强制发行的基础上开放国库券的流通市场，这本是一种进步，但同时规定在两年后才允许贴现，且贴现率高达12.93%，这等于自缚手脚，又人为地阻碍了国库券的流通。

我国的国债作为一种金融商品，应当具有收益性、流动性和安全性的基本特征。而这些特征又只有在公开的金融市场上才能充分体现。自1990年以来，我国开始把市场机制引进了债券发行，进一步开放国债流动市场，实行较高的公债利率，使公债信誉日渐上升，使广大购买者的承购积极性大大提高。问题在于，目前我国正处于经济变革之中，金融环境和资金

分配格局错综复杂，因此现阶段既不能完全采取单一的高度集中统一的行政摊派的国债发行方式，也不宜完全仿效国外的公债发行方式。而应根据中国的国情，探索计划经济和市场调节相结合的国债发行途径，形成多渠道、多途径、多形式的国债发行和销售市场。

国债的发行不仅仅是弥补预算赤字的手段，而且涉及到经济计划、货币政策和国债管理。在过去高度集中的计划体制下，综合信贷计划并未能实现货币增长和经济同步的信贷计划控制能力。这是由于在企业和地区需求压力下的信贷计划呈现扩张倾向，再加之中国人民银行的信贷计划是假定财政能够在银行体系之外弥补预算赤字资金的，使财政对中央银行的信贷计划失去依靠，导致了过度的货币发行和通货膨胀。要使综合信贷计划达到货币增长既适应经济发展需要又不产生通货膨胀的目标，计划程序就必须考虑财政销售公债的能力，把市场机制引进国债发行，在各个层次上将政府和企业置于经济竞争的环境中。

总之，我国的国债由强制发行为主向公开发行为主的转变，充分体现了计划经济和市场调节的有机结合，是国债发行方式变革的不可抗拒的历史趋势。问题在于，国债的公开发行需要具备一系列主客观条件，这些条件目前是否已经具备？需要我们作进一步的考察。

2 国债发行方式不是一种简单的主观随意行动，它取决于社会政治、经济、教育素质、文化意识等一系列主客观条件。本文限于篇幅，拟仅就客观金融环境和主观发行条件这两个问题，作一些简单的考察。

客观金融环境和国债发行方式密切相关。在信贷资金紧缺、金融市场尚未规范化发展、居民潜在购买力不足的金融环境下，公开发行缺乏客观条件，只宜采取强制发行的方式。随着改革开放政策的贯彻和不断深化，进入90年代的中国金融环境，已在一定程度上为国债的公开发行提供了有利的客观条件。

首先，在社会积累过程中，投资和储蓄的分离是国债公开发行的前提条件。在过去高度集中的计划经济体制下，投资资金的来源主要依靠政府积累和企业积累，居民储蓄相对十分薄弱，国债的公开发行必然要面临市场需求不足的困难。而自改革开放以来，国民收入分配不断向居民倾斜，城乡居民储蓄持续高速增长，为国债的公开发行提供了日益充裕的潜在购买力。据统计，1978年居民储蓄仅占社会总储蓄的3.3%，到1987年已上升到45.8%，而同期政府部门的储蓄则由1978年的43.5%下降到1987年的11.5%。自1988年以来，这种储蓄行为和投资行为的分离趋势有了进一步加强。到1991年6月底，城乡居民储蓄余额已达8250亿元，使政府的投资活动不得不在很大程度上依赖居民储蓄，国债公开发行的市场需求条件已基本具备。

其次，国债的公开发行，客观上需要金融市场尤其是证券市场具有一定程度的规范化发展。国债信誉的高低，是公开发行的决定性条件之一；而国债是否有较强的兑现能力，能否自由买卖、自由转让，又是决定国债信誉高低的主要因素。自1981年以来，不仅我国的短期资金市场已初具规模，而且以债券交易为主的证券市场，也有了一定程度的规范化发展。截止1991年9月，我国已累计发行了国库券、国家重点建设债券、公司企业债券2000多亿元。1986年我国开始试办以金融债券、企业债券为主的有价证券柜台交易，1988年在全国60多个城市开办了国库券转让业务；1987年至1990年7月，全国累计证券交易量达103亿元。1990年7月以来，我国包括股票交易的证券交易呈现出直线上升的趋势。同时，国债的公开发行离不开相应的中介交易机构，目前我国在上海和深圳已建立了较为规范的证券交易所，全国有34家证券公司、1600多家证券交易柜台和代理点。仅上海一地，就有证券交易所1家，证券

公司4家、证券交易柜台和代理点80多家。我国的证券流通市场虽然起步较晚，但在审批、上市、交易、管理、监督、仲裁等各个方面，都积极探索采取国际规范化的准则。可以认为，国债公开发行的金融市场条件已初步具备。

再次，在经济发展受阻、信贷资金紧缺、通货膨胀严重的情况下，国债的公开发行将会面临极大的风险和困难，故只能采取强制发行的方式。目前，我国的社会主义经济经过治理整顿，已走上了正常发展的轨道，金融环境宽松，物价基本稳定，正是采取国债公开发行的较好时机。尤其是国家财政困难在短期内难以根本解决的情况下，进一步扩大国债的发行量已势不可免。而现在的经济金融环境，已为国债的公开发行和大量上市交易，提供了一定的客观条件。

国债发行的主观条件，表现为国债的质量、数量、品种、发行结构等多种因素，它要求发行者必须遵循价值规律，坚持商品经济的基本原则。

第一，我们这里所谓国债的质量，指的是国债在金融市场的竞争能力。在西方国家，各种债券公平自由竞争，国债则以其风险小、收益适中等特点，保持着较高的质量信誉。在我国目前的证券市场上，除股票外，各类债券包括金融债券、公司企业债券等均不存在风险问题，区别主要在于收益。国债在利率上必须与银行存款和其他债券具有适当的市场竞争力，这是国债公开发行的主观条件之一。如1984年个人国库券年利率8%，低于同期银行存款年利率9%；1985年个人国库券年利率虽提高到9%，但仍低于同期银行存款年利率9.36%。在这种情况下，即使强行摊派也存在一定困难，当然更不宜公开发行了。相反，自1990年以来，由于三次存款年利率下调，1991年国库券年利率为10%，而同期银行存款年利率仅7.4%，使国库券购买普遍出现了供不应求的现象，信誉大为提高，就是一个有力的证明。

第二，国债的公开发行，在数量上必须杜绝主观随意性，要依据一定的科学原理，努力实现国债的规模效益。对国债发行的数量控制，通常可依据三个指标：①弹性指标，指国债发行数量应和国民经济同步增长，列入国家的综合信贷计划，使之与国民收入的增长保持恰当的比例；②相对指标，指国债的发行数量占国民经济各项指标的比重，其中较广泛使用的有国债年末累计余额占国民收入的比重和国债收入占财政支出的比重，也即通常所说的国债依存度；③绝对指标，指国债发行占购买者收入总额的比重及国债年末累计余额占购买者年末储蓄累计余额的比重。我们仅以1988年的绝对指标为例，当年发行国债人民币272亿元，占居民个人收入的4.7%，占预算外资金的13.4%，占当年新增信贷资金来源的17.4%。如按这一比例发展，到2000年内债发行额将达1600亿元左右，约占居民收入的11.5%，如果加上外债的话，目前国债的发行量显然已超出了适度的范围。

第三，国债公开发行的品种既要规范化，又要多样化。所谓规范化也就是要强调国债的商品性，突出其收益性和流动性相统一的特点。如对企事业单位和居民个人发行相同期限的国债，在利率上不宜再有所区别，改变目前原则上不允许企事业单位所持有的国债上市交易的规定。允许企事业单位的国债上市交易，反映了国债规范化的客观要求，而且有利于企业资产的多样化，强化企业资产的流动性，这对盘活企业资金、提高企业资金效益有着深远的意义。所谓国债品种的多样化，就是要改变目前国债品种单一的状况，现在每年只发行利率单一的三、五年中期债券两种，既无短期国债，也无长期国债。我们既可兼顾资金的季节性特点和政府的季节性需求，灵活发行3个月、6个月、9个月乃至1年的短期国债序列，也可有计划地均衡发行10年乃至20年的长期国债，并视国债的流动性强弱，银行的存贷款利率和

通货膨胀情况，灵活确定不同的利率。这样，不仅有利于国家金库的多层次、全方位的资金融通，避免挤占银行信贷资金，而且能大大丰富和活跃正在发展中的证券市场。

第四，国债的公开发行，要求发行者讲究国债成本，稳定国债负担，落实偿债来源。我国自1981年以来连续发行国债，由于结构不合理，导致国债负担的不均衡，还本付息时间相对集中于1991—1992年。在还本付息的高峰时期，财政收入的净增额将被吃掉，只能通过其他途径来缓解分散债务负担，这将给宏观经济平衡带来较大的困难。因此，公开发行必须重视结构效率，实现平衡的债务期限结构，合理调拨各种发行条件的国债，尽量使以后年度的国债还本付息比较均匀稳定，没有大起大落的变化。同时，为维护较高的国债信誉，必须讲求国债成本，落实偿债资金来源。过去，我们相当部分的国债由建行拨款或贷给建设单位，基本是无偿使用，资金使用者不承担还本付息的义务。建议今后由财政部门把国债转贷给主管部门、公司和企业单位，所有申请贷款的单位和项目，都必须按规定要求做好各项工作，报财政部门审批，签订转贷合同。财政部门根据国家的产业政策规定不同的转贷利率。为提高国债的发行效益，转贷利率一般应高于银行借款利率。

3 国债的公开发行，究竟是采取直接发行法，还是采取间接发行法，要取决于国债的发行目的、国债数额、推销时间、推销成本以及国债期限等一系列因素。在国债发行总额不大、推销时间较短或发行目的明确、金融宽松、个人与企业闲置资金充沛的条件下，宜采取直接发行的方式。反之，则应采取间接发行的方式。

首先，就国债数额看。自1981年开始发行国库券，至今已累计发行1100亿元。从发行总量看，目前国债无论是就财政还是就整个经济而言，都已占有相当的比重。1989年国债发行额占当年财政支出的8.8%，占当年国民生产总值的1.7%。据统计，在近年来已发行的各种债券中，国库券约占60%，是数额最多的一种债券。数额如此之大，实际上已超出财政部门的推销能力，而今后国债的发行数额必将进一步扩大，从而决定了在发行方法上应以间接发行为主、直接发行辅。

第二，就推销时间而言。能否有一个较长的延滞推销时间，主要取决于国债资金的用途。从以往的情况看，通过发行国债所吸收的资金大致投向三种用途：一是直接弥补财政赤字，准确地说，是用于弥补上年中央财政的“硬赤字”，如1981年发行的国库券，1988年、1989年发行的财政债券、国家建设债券和保值公债；二是平衡当年财政收支；三是直接用于国家重点建设。从上述使用情况看，很难允许缓慢而渐进的推销，不宜采取直接发行的方式。

第三，再就公债目的来看。在上述三种用途中，目的明确的一种是用于国家重点建设，如1987年发行的52亿元重点建设债券，全部用于能源、交通运输、邮电等国家重点行业建设，这就比较适宜采取直接发行的方式。但除此之外，大多数国债资金的用途界限不清，透明度不高。国债资金被用于平衡财政收支，不仅不利于国债的正常管理和资金的使用效益提高，而且使购买者不能明确地看到这笔资金的归宿，影响他们的投资信心，从而对直接发行形成很大的阻力。

第四，从发行成本看。直接发行似乎比间接发行成本低，但实际情况未必。发行国债的纸张费、印刷费一般不存在发行方式上的差别，区别主要在于发行费用。在直接发行的情况下，如由财政部门直接出售，发行成本则取决于手续费、补贴费；如由银行代销，则又取决于“折扣率”的高低。如采取间接发行的方式，首先由银行和证券公司依据合同价格大量承

购，然后再以适当价格向一般公众出售，而承购价格和出售价格的差额即成为银行和其他中介机构的收益，这项收益与政府无关。过去采取强制发行方式，财政每年下拨3‰的手续费、3‰的发行费，加上地方财政拨款补贴不下于5‰，这样一个乡要补贴600元，一个县补贴3—4万元，一个市要补贴几十万元。因此，就发行成本而言，公开发行也优于强制发行；在发行数额大、时间短的情况下，间接发行的成本要低于直接发行。

“八五”期间，我国政府面临着庞大的内债偿还，经济文化建设的各个方面开支骤增，预算资金平衡困难，因此必须十分重视1年内政府短期资金的筹集。如短期国债确有市场竞争能力、推销成本不高而财政又有足够的推销能力，完全可以采取直接发行的方法，把短期国债向社会公众出售。但遵循间接发行的原则，由政府直接向金融系统融资，似更简捷易行。其融资途径有：

1. 向中央银行直接贷款。贷款不能采取记帐形式，财政部应发行同等数量的债券，一段时期后，人民银行可根据自己的判断再把公债向专业银行和其他金融机构推销，开展公开市场业务。需要注意的是，中央银行承购短期公债的数额必须纳入全国的信贷计划，否则会导致通货膨胀。并且财政需与中央银行签订优先偿还合同，为此，财政应建立偿债基金，严格遵守偿还信誉。

2. 向专业银行系统融资。专业银行购入公债可作为资产流动性的准备。在专业银行的准备金中，只要拥有3‰的具有市场利率的短期可转让国库券，就可向政府提供250亿元的人民币。这一做法的主要风险是有可能为政府公债的强制发行打开大门；同时，当市场清算利率较低时，会削弱银行的财务完整性，不利于财政、银行部门职能的适当分离。但如能进行有效管理，则对发展我国的货币市场潜力巨大，它提供了一种新的短期金融商品，中央银行可用以控制货币供给，管理流动性的公开市场业务，并在各专业银行的资产组合中发挥积极的作用。

(上接第23页) a. 目前已有涉外业务的企业(集团)应充分利用现有的贸易渠道，以产品贸易为突破口，用贸易带动投资，再用投资带动技术和劳务出口，在国际市场上逐步站稳脚跟；b. 现尚无外贸业务，资金、技术、人才亦无绝对优势的企业(集团)要开发新产品，提高产品质量，适度开展“三角贸易”，积累国际经营的经验，为未来开拓国际市场做好准备；c. 部分特区企业(集团)可借助特区优势，以特区外贸为跳板，利用在特区投资的海外商人的原有贸易渠道，进入国际市场。

(2) 直接插足，一步到位。具有资金、技术等单项优势的国营大中型企业(集团)，可凭借其自身实力，直接购买外国企业股权或对海外项目直接投资，插足国际市场。深圳赛格集团成功地采用了这种战略。该集团利用资金优势直接在美国先后收购了加拿大维离有限公司拥有的95家销售点及香港气高电脑公司的部分股权，为本集团及国内产品直接进入美国市场提供了长期、稳定的渠道。

(3) 发挥综合优势，移地海外。拥有资金、技术、人才、管理等整体优势的企业集团可实施产品出口、劳务输出、对外投资等多元化战略，强行进入国际市场。从我国企业集团的现状来看，就是将资源型、生产型、贸易型、金融型企业集团组合成“联合舰队”，飘洋过海，到国际市场上去拼搏、竞争。由于全方位进入国际市场的风险较大，这种策略实施的方向应是世界上经济尚不发达的发展中国家。