

改革开放以来我国国债风险的路径变迁*

丁静波

(浙江财经学院 财政与公共管理学院, 浙江 杭州 310018)

[摘要] 改革开放以来, 国债在我国经济中的作用越来越突出, 主要表现为弥补财政赤字、筹集建设资金和调节经济运行。国债作用的增强也带来国债在发行、使用和偿还方面风险因素的加大。因此, 对我国国债风险的全面认识, 有助于我们更好的发挥国债的功效, 提高国债的使用效率。

[关键词] 国债风险; 风险评估; 应债能力; 金融风险

[中图分类号] F832.5 [文献标识码] A [文章编号] 1672-0598(2007)02-0041-06

一、国债风险的表现^①

从国债的运动过程来看, 国债的风险可以归纳为三个方面: 数量风险、金融风险和使用风险。国债的数量风险直接表现为国债规模过大而给政府还本付息带来的巨大压力。如果国债数量日益增长而政府资金又不充裕, 那么对这一风险就必须给予足够的重视。国债的金融风险涉及流通领域, 与货币价格有关, 所以, 其表现主要是金融方面的通货膨胀等。如果国债运行造成或加剧货币流通紊乱, 那么使用国债就必须小心谨慎。国债的使用风险针对的是债务资金使用, 表现为国债使用效率的低下。如果社会资源被政府借用而又没用产生积极的效果, 那么举债实际上就是一种社会资源的浪费。

二、对我国国债风险的评估

(一) 对国债的数量风险评估

评估国债的数量风险, 主要是对现行我国国债规模进行判断。一般来说, 影响国债规模的因素主要有两个: 政府财政承债能力和国民经济应债能力, 因而衡量国债规模的指标体系主要有两大类: 财政承债能力指标体系和国民经济应债能力指标体系。前者最为常用的主要是国债依存度和国债

偿债率两个指标, 后者最为常用的主要是国债负担率和居民应债能力两个指标。国际上一般以一定的警戒线来衡量这些指标的风险状况。

1、从国债依存度看

如表1, 就国家财政国债依存度而言, 其保持在稳定的水平, 波动幅度较小, 特别是1995年以来基本维持在25%上下。由于迄今只有中央政府能够依靠国债发行满足财政支出, 地方政府无此权力, 所以按中央财政支出计算的国债依存度更能反映我国的国债规模和风险情况。另外, 中央财政国债依存度在1990年以前都维持在较低的水平, 1990年后有了大幅度的增长, 1999年后虽呈现下降的趋势, 但数值指标已经大大超出国际公认的警戒线标准。从表1反映, 中央政府国债依存度1981年为7.78%, 1990年为19.64%, 1998年为103.30%, 2004年为85.31%。由此我们得出, 国家财政国债依存度国债规模已经接近国际公认的警戒线标准, 而中央财政国债依存度则已经远远超过国际公认的警戒线标准。所以从这个角度看, 无论是国家财政还是中央财政的财政支出, 都已经处于过分依赖债务收入的脆弱状况之中, 国债扩容空间很小。

* [收稿日期] 2007-01-15

[作者简介] 丁静波(1982-), 浙江义乌人, 浙江财经学院财政与公共管理学院, 研究生, 研究方向财政理论与政策。

表1:1981年以来我国各年国债依存度

年份	国内债务合计 (亿元)	国家财政支出额 (亿元)	中央财政支出额 (亿元)	国家财政国债依存度 (%)	中央财政国债依存度 (%)
1981	48.66	1138.41	625.65	4.27%	7.78%
1982	43.83	1229.98	651.81	3.56%	6.72%
1983	41.58	1409.52	759.60	2.95%	5.47%
1984	42.53	1701.02	893.33	2.50%	4.76%
1985	60.61	2004.25	795.25	3.02%	7.62%
1986	62.51	2204.91	836.36	2.84%	7.47%
1987	63.07	2262.18	845.63	5.18%	13.84%
1988	92.17	2491.21	845.04	5.31%	15.64%
1989	56.07	2823.78	888.77	9.35%	29.69%
1990	93.46	3083.59	1004.47	6.40%	19.64%
1991	199.30	3386.62	1090.81	8.31%	25.79%
1992	395.64	3742.2	1170.44	12.31%	39.37%
1993	314.78	4642.3	1312.06	8.21%	29.06%
1994	1028.57	5792.62	1754.43	17.76%	58.63%
1995	1510.86	6823.72	1995.39	22.14%	75.72%
1996	1847.77	7937.55	2151.27	23.28%	85.89%
1997	2412.03	9233.56	2532.50	26.12%	95.24%
1998	3228.77	10798.18	3125.60	29.90%	103.30%
1999	3702.13	13187.67	4152.33	28.17%	89.47%
2000	4153.59	15886.5	5519.85	26.17%	75.31%
2001	4483.53	18902.58	5768.02	23.72%	77.73%
2002	5660.00	22053.15	6771.70	25.75%	83.86%
2003	6029.24	24649.95	7420.10	24.47%	81.30%
2004	6726.28	28486.89	7894.08	23.64%	85.31%

资料来源:《中国统计年鉴》,《中国财政年鉴》

注:①国内债务合计包括国内债务额和国内其他债务额,不包括外债。②国债依存度=(国债当年发行额/当年财政支出)×100%,由于财政支出统计口径的不同可以分为国家财政国债依存度和中央财政国债依存度。由于我国的国债发行都是由中央政府发行,偿还也由中央政府负责,因此真正能说明问题的是中央财政的债务依存度。③国债依存度反映了一个国家财政支出有多少是依靠发行国债来实现的。当国债的发行量过大,国债依存度过高时,表明财政支出过分依赖债务收入,财政处于脆弱的状态,并对财政的未来发展构成潜在的威胁。④国际公认的安全线,中央财政的债务依存度为25%-30%,国家财政的债务依存度为15%-25%。目前发达国家的这一指标一般较低,大概在10%-25%之间。

2、从国债偿债率看

表2反映,我国的国家财政国债偿债率从1986年的0.38%上升到2004年的13.42%,增长的幅度不是很大,略微超出国际公认安全线是8%-10%水平,表明虽然年度国债发行额都很大,但相对于年度巨额财政收入来说,数额仍然较小,国债的风险较小;但是从中央财政国债偿债率来看,波动性较大,指标明显偏高,从1986年的1.03%

上升到1992年的34.96%,随后,又下降到23.43%,12.56%,到1998年又上升到最高水平45.91%,这几年维持在24%左右水平。说明中央财政收入中有很大部分收入用于还本付息支出,这必将影响中央财政用于履行公共职能的范围,易使中央财政陷入债务危机。所以,从这个指标看,我国存在着较大的债务风险。

表2:1986年以来我国各年度的国债偿债率及相关指标

年份	内债还本付息支出额 (亿元)	国家财政收入总额 (亿元)	中央财政收入总额 (亿元)	国家财政国债偿债率 (%)	中央财政国债偿债率 (%)
1986	7.98	2122.01	778.42	0.38%	1.03%
1987	23.18	2199.35	736.29	1.05%	3.15%
1988	28.44	2357.24	774.76	1.21%	3.67%
1989	19.30	2664.9	822.52	0.72%	2.35%
1990	113.42	2937.1	992.42	3.86%	11.43%
1991	156.69	3149.48	938.25	4.98%	16.70%
1992	342.42	3483.37	979.51	9.83%	34.96%
1993	224.30	4348.95	957.51	5.16%	23.43%
1994	364.96	5218.1	2906.50	6.99%	12.56%
1995	784.06	6242.2	3256.62	12.56%	24.08%
1996	1266.29	7407.99	3661.07	17.09%	34.59%
1997	1820.40	8651.14	4226.92	21.04%	43.07%

1998	2245.79	9875.95	4892.00	22.74%	45.91%
1999	1792.33	11444.08	5849.21	15.66%	30.64%
2000	1552.21	13395.23	6989.17	11.59%	22.21%
2001	1923.42	16386.04	8582.74	11.74%	22.41%
2002	2467.71	18903.64	10388.64	13.05%	23.75%
2003	2876.58	21715.25	11865.27	13.25%	24.24%
2004	3542.42	26396.4	14503.10	13.42%	24.43%

资料来源:《中国统计年鉴》,《中国财政年鉴》

注:①还本付息仅仅是国内债务的还本付息,不包括国内外债务部分。②国债偿债率=(当年国债还本付息额/当年财政收入)×100%。这个指标反映政府财政偿还举借债务的能力。一国财政偿债能力越大,政府举债的承受能力也就越大,反之则越小。这一指标说明,国债规模大小要受到国家财政收入水平的制约,国债规模在一般情况下,应同当期财政收入状况相适应。偿债率的国际公认安全线是8%—10%,超过这一指标,则意味着该国的偿债能力较差,发生债务危机的可能性较大。

3、从居民的应债能力看

从表3看,虽然我国国债发行额每年在增加,但是居民储蓄存款余额亦在每年增加,从而使居民应债能力保持在一个较低的水平。1985年我国城乡储蓄存款年末余额为1214.70亿元,1990年上升至7119.80亿元,1995年又升为29662.30亿元,1998年达到53407.500亿元,2001年则高达73762.4亿元,到2004年则达119555.40亿元。如果用当年国债发行量与城乡居民储蓄存款余额比较,1990年只有2.77%,1995年才刚刚升至5.09%,2000年为6.46%,2003年为5.82%,2004年为5.63%。显然,从这个角度反映,居民个人应债能力较强,国债的发行空间还具有相当大的潜力。

表3:1984—2004年中国居民应债能力

年份	国内债务合计 (亿元)	居民储蓄存款余额 (亿元)	居民应债能力 (%)
1984	42.53	1214.70	3.50%
1985	60.61	1622.60	3.74%
1986	62.51	2237.60	2.79%
1987	117.07	3073.30	3.81%
1988	132.17	3801.50	3.48%
1989	263.91	5196.40	5.08%
1990	197.24	7119.80	2.77%
1991	281.27	9241.60	3.04%
1992	460.77	11759.40	3.92%
1993	381.32	15203.50	2.51%
1994	1028.57	21518.80	4.78%
1995	1510.86	29662.30	5.09%
1996	1847.77	38520.80	4.80%
1997	2412.03	46279.80	5.21%
1998	3228.77	53407.50	6.05%
1999	3715.03	59621.80	6.23%
2000	4157	64332.40	6.46%
2001	4483.53	73762.40	6.08%
2002	5679	86910.60	6.53%
2003	6032.85	103617.70	5.82%
2004	6734.27	119555.40	5.63%

资料来源:《中国统计年鉴》,《中国财政年鉴》

注:①国内债务合计包括国内债务额和国内其他债务额,不包括外债。②居民应债能力=(当年国债发行额/当年居民储蓄存款余额)×100%。在我国,居民是认购国债

的重要主体之一,而城乡居民存款和手持现金是居民购买国债的主要来源,若居民储蓄率较高,应债能力较强,国债发行也就有了基础。近年来,由于居民可供选择的金融资产不断增加,这些指标不能完全反映居民购买国债的能力和潜力,但仍然是居民购买国债的主要依据。一般认为,这一指标小于100%即可。

4、从国债负担率看

从表4分析,到2004年底我国中央政府内债余额达25146.81亿元,是1991年底的24倍左右,可见在这13年来我国中央政府的内债规模的扩张是非常快的。相应地,我国国债负担率1991年只有4.90%,而到2004年底则升至18.37%。当然,如果仅仅从国债负担率的数值来考察,我国中央政府的国债负担率还远远没有达到国际公认的45%的警戒线。但是由于国情的不同,我们不能简单的照搬国外的经验数据来反映我国的实际情况。因此,从我国的具体情况来看,近年来我国国债发行规模的增长速度大大快于国民经济发展速度,尤其是1998年实行积极的财政政策以来。国债余额占GDP的比重在1995年之前被控制在5%左右,到1999年超过10%达到12.85%,2003年突破了18%。

表4:1991年以来我国各年国债负担率

年份	中央政府内债余额 (亿元)	GDP (亿元)	国债负担率 (%)
1991	1059.99	21617.8	4.90%
1992	1282.72	26638.1	4.82%
1993	1540.74	34634.4	4.45%
1994	2286.40	46759.4	4.89%
1995	3300.30	58478.1	5.64%
1996	4361.43	67884.6	6.42%
1997	5508.88	74462.6	7.40%
1998	7765.70	78345.2	9.91%
1999	10542.00	82067.5	12.85%
2000	13020.00	89468.1	14.55%
2001	15618.00	97314.8	16.05%
2002	18810.29	105172.3	17.89%
2003	21962.95	117390.2	18.71%
2004	25146.81	136875.9	18.37%

资料来源:①1991—2001年的中央政府内债余额来

自:张馨:《透视中国公共债务问题—现状判断与风险化解》,中国财政经济出版社2004年版,第83页表2—5,2002年的内债余额根据2001年的内债余额+2002年的国内债务发行额-2002年的债务还本支出,2003和2004年的内债余额类推计算。2002—2004年的中央政府的内债余额根据《中国统计年鉴》计算得出。GDP来自《中国统计年鉴》。

注:①由于我国的内债均由中央政府发行,地方政府无发债的权利。所以,中央政府的内债余额即代表我国的内债规模。②国债负担率=(当年国债余额/当年GDP)×100%。这一指标着眼于国债存量,表示国民经济国家债务化程度和国债累积额与当年经济规模总量之间的比例关系。一国的GDP值越大,国债负担率越小,则国债的发行空间越大。国债余额相当于当年的财政收入,被国际上公认为国债规模的最高警戒线。国外经济学家多数都认为,国债累积余额,一般应控制在当年GDP的45%为宜,欧盟成员国根据《马斯特里赫特条约》的规定,其国债负担率不得超过60%。③由于统计数据难以得到,故只统计1991—2004年的中央政府的内债余额。

5、综合评价

通过以上四项指标的分析,我们可以得出一个初步的判断:我国的国债规模从财政承债能力指标来看是过高的,隐含着较大的国债风险,而从国民经济应债能力指标来看,问题则不是那么严重。因此,综上所述我们可以认为,第一,我们目前的国债数量已经处于较高的水平,较大的国债规模使国债风险问题日益突出。当然,在现在社会资金供给比较充裕的情况下,新债发行相对容易,对民间资本的挤出效应较小,偿债并不困难。但如果继续维持目前的国债发行数量增长水平,一旦今后经济环境发生变化,国债的还本付息压力就会很重。第二,尽管我国现行国债规模已经较大,但从长远发展趋势来看,如果能够适当控制,国债数量风险或许不会成为非常严重的问题。因为,一方面最近几年国债依存度有稳定的趋势,另一方面财政收入增加也比较快。所以,只要控制国债规模的增长幅度,同时保持国民经济和财政收入的增长速度,我国就不会陷入国债数量危机。

(二)对国债的金融风险评估

国债的金融风险表现在金融领域,是国债运行导致或加剧金融领域秩序紊乱的危险。在20世纪80年代和90年代初期,我国政府举借国债对金融运行曾经形成很大的冲击。在当时行政摊派发行方式下,企业只能转嫁资金短缺压力,要求银行更多的贷款。再者,由于允许财政部直接向中央银行借款,更加促使通货膨胀逐步走高。到了现阶段,根据

现实的经济环境,我们认为,我国国债的金融风险已经基本消失,国债对金融领域的干扰已经很小。^②

表5:我国居民消费价格指数 上年=100

年份	居民消费价格指数	年份	居民消费价格指数
1990	103.1	1997	102.8
1991	103.4	1998	99.2
1992	106.4	1999	98.7
1993	114.7	2000	100.4
1994	124.1	2001	100.7
1995	117.1	2002	99.2
1996	108.3	2003	101.2

资料来源:《中国统计年鉴》

表6:人民银行公开市场操作情况

年份	操作次数	主要手段	主要目的	交易量
1998	36次	逆回购	投放基础货币	1761亿元
1999	60次	逆回购和现券买断	投放基础货币	7075亿元
2000		正回购	回笼基础货币	净回笼3290亿元
2001	54次	1月23日前逆回购	投放基础货币	回笼8529亿元,
		2月1日-8月17日正回购	回笼基础货币	投放8253亿元,
		8月21日后逆回购和现券买断	投放基础货币	净回笼276亿元

资料来源:《中国证券报》2002年3月30日。

表5显示了我国自1990年以来的居民消费价格指数变化情况。1993年、1994年和1995年这三年是我们通胀最严重的时期,1997年后我国通货膨胀基本上消失,尽管随后的1998和1999年的物价为负增长,但是2000年后又开始趋于稳定。这些数据表明,我国现阶段不存在大的通货膨胀压力。再从国债金融风险产生的原因方面分析,在国债发行阶段,如果向承购者强行摊派,承购者的用资需求就会转向银行;如果向中央银行发行,则实际上是向社会投放货币。而我国这两方面的原因都已经不存在。所以,国债对于通货膨胀的影响已经消除。在国债流通阶段,理论界有一种看法,认为国债的流通类似于“准货币”。其实,国债流通对于货币扩张的压力不在于国债本身(因为国债不能当作货币使用),而在于流通中的买卖者的身份。如果中央银行购入国债,则向社会投放货币;卖出国债则是从社会回笼货币。至于其他社会成员参与国债流通,都不会造成货币数量的直接增减。表6反映,近年来人民银行在公开市场业务中,投放货币总量要大于回笼货币总量,其基本目的是作为货币政策手段之一来控制货币供给,调节社会的货币流量。

(三)对国债的使用风险评估

国债的使用风险表现为国债使用效率的问题,包括国债资金的投向和国债资金的使用。

对于国债资金的投向,一般来说,国债的使用

应该能带来未来社会产出的增加。如果政府借入国债后将其纯粹消费掉了,没有能够为未来社会产出的增加做出贡献,那么,将来还债时纳税人就要为此承担牺牲。因此,国债使用的生产性是国债政策制定时应该坚持的一个重要原则。从我国国债的实践看,我国的国债资金的投向一直强调国债的建设性用途。1998年至2000年我国实施积极的

财政政策,发行了3600亿长期建设国债,建成了一大批重要的基础设施项目;2001年我国发行了1500亿元长期建设国债用于基础设施建设,不仅保证了青藏铁路、西电东送等西部大开发重大项目的及时启动和建设,还促进了一批重大在建项目的完成。

表 7:1998年-2002年国债对经济增长的贡献^③

项 目	1998	1999	2000	2001	2002
建设国债发行额(亿元)	1000	1100	1500	1500	1500
国债发行总额(亿元)	3228.77	4015.03	4657.00	5004.00	5934.00
国债发行增长速度(%)	33.86	24.35	15.99	7.45	18.59
经济增长速度(%)	7.8	7.1	8.0	7.3	8.0
国债对增长的贡献(%)	1.5	2.0	1.7	1.8	2.0
财政收入增长速度(%)	14.2	15.9	17.0	22.3	15.4

注:由于统计口径的不同,上表中的国债发行额可能会和本节中一些数据不一致。

对于国债资金的使用,所谓的风险就是指使用效率的低下。目前我们无法对国债项目逐一考察,所以不能形成直接的结论。而从间接材料判断,可以认为,近年来我国国债使用总体上是好的,对推动经济增长起了积极的作用。从表7反映,1998年我国国债项目投资带动经济增长1.5个百分点,1999年至2002年分别为2.0、1.7、1.8、2.0个百分点。在国债资金的支持下,我国建成了一大批重大基础设施项目,为经济的可持续发展打下了坚实的基础。

三、防范我国国债风险的政策建议

依据上面的分析,要有效防范我国的国债风险,应加强以下方面:

第一,在债务数量上应坚持借之有度。我国实行积极的财政政策已经连续4年,随之而来的是财政赤字的增加和举借国债规模的扩大。尽管现行的国债数量还不足以对我国财政形成太大的冲击,但为了防患于未然,还是应该有所警惕。在前文的分析中,我们的结论是:我国目前的国债数量已经处于较高的水平,因为国债依存度一直高于警戒线。另外,从国债余额的增长速度看,近五年平均达到了30%左右,远远超过经济的增长幅度。如果长期呈现这种趋势,财政将会不堪重负,最终损害的还是经济发展。所以,对国债规模的扩张应该有所控制。实际上,就长期的控制指标来说,如果能够实现国债数量的增长速度小于或等于经济的增长速度,则不会加重政府的债务负担。

第二,合理安排国债的偿还期限。有的时候,

人们考虑政府的债务负担是用国债总额。其实,国债数量风险对财政形成真正压力的不是债务总额,而是每年的还本付息额,因为政府在一个预算年度里支付的只是国债总额中当年到期的部分。所以,在国债数量较多的情况下,如能对国债期限作适当的安排,使每年的还本付息数额比较均衡,或者其变化能够符合财政收入增长的规律,则可以缓解国债的数量风险。而要做好这一点,一是在发行国债的时候就应该有一个通盘考虑,比如未来财政收入的增长预计(从而可以估算未来政府的偿债能力)、已发行国债所形成的偿还期限结构等。二是如果出现某些年度的还债高峰,就应该采用一些主动性的手段来缓解,如国债调整等方法。

第三,进一步加强国债运行的规范化。我们认为,这一规范化应该包括国债决策程序的规范化和国债执行过程的规范化。国债决策程序的规范化,将有利于国债决策内容的正确性,比如有利于合理国债规模的制定。国债执行过程的规范化,可以保证正确的国债决策得到充分而无偏差的贯彻和落实。只有这两个方面不断完善,才能真正防范国债风险,使国债对国民经济发展的正面作用更大。而要进一步加强对国债运行规范化,重要的一条是首先要有法律上的保证,为此,我们建议立法机构制定有关政府举借债务的法规,比如《国债法》。在这一法律中,要规定国债的决策程序,政府使用国债的基本目的,国债发行、流通和偿还的基本规则,以及其他有关国债运作的主要内容。

第四,合理选择国债投资项目和强化国债资金使用的监督。防范国债使用风险,应该从这两方面

着手。在我国目前的国债使用中,长期建设国债的投向是明确的。根据国家计委公布的材料,2002年1500亿元长期建设国债主要用于本年度要建成的项目和西部地区的项目,其中,安排西部地区的投资占四成以上,具体用途如青藏铁路、长江中下游干堤加固、退耕还林、环保、城市基础设施等。但其他一些国债如何使用,透明度较差,所以,合理选择国债投资项目是重要的一点。另外,如上面已经提到的,目前我国国债的具体投资项目中,还存在着一些使用效率差的情况,需要在管理上进一步加强。其中,关键的是应该强化对国债资金使用的监督,要建立一套行之有效的项目管理制度,明确资金使用的责任。

[注 释]

① 本文中的国债仅仅指我国的内债部分,且在目前的财政体制下,我国的地方政府没有发行国债的权利,所以本文中的国债指的我国中央政府发行的国债部分。

② 丛树海. 财政扩张风险与控制. 商务印书馆,2005. 134.

③ 郭红玉. 国债宏观经济效应研究. 对外经济贸易大学出版社,2005. 66.

[参考文献]

- [1] 丛树海. 财政扩张风险与控制[M]. 商务印书馆,2005. 129 - 137.
- [2] 郭红玉. 国债宏观经济效应研究[M]. 对外经济贸易大学出版社,2005. 66.
- [3] 张馨. 透视中国公共债务问题—现状判断与风险化解[M]. 中国财政经济出版社,2004. 83.
- [4] 课题组. 上海财经大学:“关于我国国债风险的认识和评估”[J]. 财经论丛,2003,(1).
- [5] 崔治文. “国债风险的认知与规避”[J]. 财政研究,2001,(8).
- [6] 傅道忠. “中国国债风险实证分析”[J]. 广东商学院学报,2001,(1).
- [7] 龚仰树. “关于我国国债数量规模的探讨”[J]. 财经研究,1998,(1).

(责任编辑:朱德东)

On path change of China's national debt since the reform and opening to outside world

DING Jing - bo

(School of Finance and Public Administration, Zhejiang College of Finance and Economics, Zhejiang Hangzhou 310018, China)

Abstract: Since the reform and opening to outside world, the national debt plays more and more important role in China's economy in the fields of compensating financial deficit, raising construction funds and adjusting economic growth. The increase of the role of the national debt also increases the risk in the issue, use and return of the national debt. Thus, the overall study of the national debt is helpful to better giving the function of national debt into full play and to promoting the efficiency of the use of the national debt.

Keywords: national debt risk; risk evaluation; purchasing national debt ability; financial risk