# 市场化进程中的中国国债政策

来源：网络 作者：独酌月影 更新时间：2024-04-05

*市场化进程中的中国国债政策 市场化进程中的中国国债政策 市场化进程中的中国国债政策一、适当控制当前国债规模的增长速度表1 1994－1997年内债规模及其增幅 单位：亿元年份 年度发行规模 年底累计余额 1995 1510．86（32．8％...*

市场化进程中的中国国债政策 市场化进程中的中国国债政策 市场化进程中的中国国债政策

一、适当控制当前国债规模的增长速度

表1 1994－1997年内债规模及其增幅 单位：亿元

年份 年度发行规模 年底累计余额 1995 1510．86（32．8％） 3300．30（44．3％） 1997 2411．79（30．5％） 5508．93（26．3％）

资料来源：《中国证券期货统计年鉴1998》，中国证券会主编。

国际上一般把《马斯特里赫特条约》规定的60％这一国债负担率水平，作为衡量一个国家国债规模大小的指标。与之相比，不难看出目前我国的国债负担率并不算高。但是考虑到我国恢复国债发行的时间不长，财政收入占GDP的比重较低，以及近几年来国债余额的增长大大高于GDP的增长率这一事实，从中长期来看，我们必须执行适度从紧的财政政策，适当控制国债规模的增长速度。

美国著名经济学家约瑟夫·斯蒂格利茨认为，由于目前中国正处于由计划向市场经济体制转轨时期，因此与国有企业改革密切相关的退休职工养老金问题和银行系统不良贷款问题，都会对中国的公共财政构成巨大的资金压力。鉴于中国所进行的改革事业带来的是游戏规则的重大改变，因此在转轨时期，道德风险问题并不重要。为此，通过发行国债来在一定程度上解决养老金支付问题和银行不良贷款问题，则是一种较为明智和必然的选择。

银行系统的不良贷款和退休职工的养老金支付制品是困扰当前及今后中国经济发展的两大问题。但是，不良贷款到底有多少，养老金缺口究竟有多大，对此，世界银行和国际货币基金组织的经济学家们有过许多估算，标准·普尔评级公司和许多投资银行（如美林证券公司）也有过不少研究，可以说是众口不一。

当然，养老金问题和银行不良贷款问题的最终解决绝不仅是单纯依靠财政出资这一种方法，但它显然会对目前的状况构成巨大的压力。对于政府财政而言，在目前财政收入占GDP的比重和中央财政收入占全国财政收入的比重短期内不可能大幅提高的情况下，发行国债似乎是解决这两大资金缺口的较为可行的途径。

二、适度增加面向金融机构发行国债的份额

1996年，财政部通过上海和深圳两个证券交易所进行了面向金融机构发行记账式国债的试点工作。这一年，财政部不仅发行了长至7年和10年、短至6个月和3个月的国债，使得国债的期限结构较为合理，而且发行期大大缩短。这既满足了金融机构资产负债管理的需要，又为当年中央银行开展公开市场业务提供了规范的操作工具。

一般来说，只要凭证式国债的利率水平高出银行存款利率一定的幅度，在目前我国居民的投资渠道较少、居民储蓄倾向较高城乡储蓄存款稳定增长的情况下，面向个人发行凭证式国债不失为一种较为稳健的做法。

面向金融机构发行国债，不仅可以使国债期限品种多样化，而且能降低国债发行成本。同时，由于国债在金融机构的资产中发挥着“二级准备金”的作用，因此中央财政基本上无须考虑金融机构所持国债的还本问题，通常按“借新还旧”方式处理即可。而随着金融机构的资产规模不断增大，其持有的国债余额也将不断增加，毫无疑问，我国的国债发行将因此获得一个规模极大且非常稳定的市场。

我们知道，在市场经济发达国家，商业银行持有的各种国债大约占其资产总额的10％左右。同时在这些国家的国债持有者结构中，金融机构占有相当显著的份额，如1996年年底，美国为50％，英国为80％，德国为60％。从这里不难看出，个人和在国债市场上只是起着微不足道的作用。如果我们用10％这一比例进行简单的套算，我国的国债市场大约可以有1000亿元的规模。

既然金融机构持有大量国债，并且这些市场经济发达国家的中央银行主要是通过国债公开市场操作这一手段来调节基础货币的供应量，而且基础货币的供应量是不断增长的，因此对于中央银行持有的国债，中央财政同样无须考虑还本问题。这样大致算下来，中国人民银行可以持有近15000亿元的国债。对于国债市场来说，这显然又是一个巨大的应债来源。

由上述分析可知，仅金融机构就可以持有近25000亿元的国债余额，而1998年年底的国债余额不过11000亿元。在国债规模越来越大、城乡居民储蓄存款增长趋缓的背景下，我们必须适度增加面向金融机构发行国债的份额。

三、建立具有较高安全性和流动性的国债市场

一般而言，国债市场问题比发行问题更为重要。一个具有较高安全性和流动性的国债市场，不仅便于确定新发国债的发行条件，而且能为其它筹资人发行债券建立成本标准。同时，一个具有较高安全性和流动性的国债市场的建立，不仅有利于金融机构的资产负债管理，而且便于中央银行利用国债市场开展公开市场业务。

我国的国债市场是于1988年从国债中介机构的柜台交易开始的。从当时出发点来看，主要是为了方便个人将手中持有的国债进行变现。这和现代意义上的国债市场还不是一回事，然而毕竟是迈出了第一步。但在后几年柜台市场（又称“场外市场”）的发展过程中，由于国债托管、结算等设施建设的滞后和对场外市场的监管没有跟上，因此在场外市场上国债的买空卖空现象较为严重，导致场外市场的交易秩序较为混乱。

由于场外市场国债交易的安全性较差，机构投资者不愿涉足这一领域，因此场外市场名存实亡。绝大部分国债交易就自然转到了上海和深圳两个证券交易所（又称“场内市场”）。交易所利用相对发达的股票托管、结算系统，办理了国债的托管、结算，提高了国债的交易效率，减少了市场风险，因此交易所的国债量很快占到全国国债交易量的90％以上。但是，国债交易过于集中，对于国债市场乃至货币市场和资本市场的进一步发展有着非常不利的一面。

众所周知，与企业发行的股票有所不同，国债作为一种固定收益工具，是由中央政府的信誉作为担保的，其安全性最高，因此在许多市场经济发达的国家，国债的托管、结算系统都与风险性较高的股票的长管、结算系统相分离。与此相关，这些国家的国债交易绝大多数都是在场外市场进行的，而在交易所进行的国债量仅占很小的比重。就美国而言，国债交易几乎全是通过银行和交易商在场外市场进行的，而美国国债之所以在纽约证券交易所上市，仅仅是出于便利海外投资者购买这一考虑－美国的证券法律规定，海外投资者只能购买在纽约证券交易所上市的证券。

鉴于国债的托管、结算系统必须与风险性较高的股票的托管、结算系统相分离这一情况，在1996年年初，财政部和中国人民银行联合筹建了中央国债登记结算有限责任公司。1997年6月，按照国务院的指示，各商业银行在从所撤出的同时，利用中央国债登记结算公司的托管、结算系统，开办了以逐笔谈判成交为特点的银行间债券市场（属于集中性的场外市场）。

银行间债券市场的建立，既体现了当时防止银行信贷资金流入股市的保证银行资产安全的管理要求，同时也符合国债市场以及货币市场和资本市场的长远发展目标。但是目前银行间债券市场上的国债却不够活跃，始终处于低迷状态。这既不能满足商业银行资产负债管理的需要，又不能为中央财政确定新发国债的发行条件提供参照，更不利于传导中央银行的货币政策信号。

为促进国债市场的进一步发展和完善，提高国债市场的流动性和安全性，我们认为，今后随着存款准备金制度的进一步改革和中央银行逐步加大国债公开市场业务的比重，中央财政既要坚持面向个人发行凭证式国债，又要依托中央国债登记结算公司和银行间债券市场，逐步增大发行面向金融机构的记账式国债的份额。

就目前来看，国债市场的发展应以银行间债券市场为中心，而为了提高银行间债券市场的流动性，财政部和中国人民银行应积极主动配合，着重采取如下几项稳妥而有效的措施：

第一，逐步扩大银行间债券市场的参与者，尤其是应增加信誉良好、资金实力雄厚的保险公司、证券公司，以及部分商业银行的授权分行等，使之成为“金融同业市场”。

第二，把国债一级自营商制度和公开市场一级交易商制度合二为一，完善国债一级交易商（Primary Dealer）制度，充分发挥国债一级交易商的做市商作用，使之既能支持财政部的国债发行，又能配合中国人民银行的公开市场业务。

第三，在条件成熟时，打通银行间债券市场和其它债券市场（如交易所债券市场），促进国债市场以及货币市场和资本市场的共同发展。

四、现阶段地方政府不宜发行债券

由于受到亚洲金融危机的影响，1998年以来我国国民经济增长乏力。为此，1998年上半年曾有人提议，允许省级地方政府在中央的宏观调控下发行本地政府债券。其实，尽管《预算法》明文规定不允许地方政府发行债券，然而实际上各级地方政府都在借款，只是名义不同罢了。而且地方政府债务规模越来越大，主要用于公路、桥梁等基础设施项目。

众所周知，公共财政是政府集中一部分国民生产总值来满足社会公共需要的收支活动，并通过收支活动调节总需求与总供给的平衡，以达到优化配置、公平分配、经济稳定和发展的目标。而地方性的公共需要（如文教、卫生保健和市政建设等）适于由地方政府提供，因而市场经济发达国家普遍实行分级预算体制，允许地方政府发行债券或向银行借款，地方预算相对独立，自求平衡。

一般说来，在市场经济发达国家，中央财政实际可支配收入占全国财政收入的比重较高，而且金融市场（包括国债市场）较为发达。因此，这些国家的地方政府在出现财政赤字的情况下，可以通过发行债券或向银行借款来予以弥补。至于目前我国是否应该允许地方政府发行债券，还需结合我国的情况进行具体的分析。

现阶段，我国正处于向市场经济体制转轨时期，地方财政预算约束、银行信贷约束、企业财务约束不强和居民风险意识不高，如果允许地方政府发行债券，势必会导致盲目重复建设，而在目前供大于求的格局下，则更不利于国民经济的稳定发展。

与此同时，银行不良贷款和养老金缺口的存在对于我国的国债发行构成了巨大的压力，而目前我国国债在发行对象选择、二级市场建设等方面还存不少问题尚待解决，此时如果允许地方政府发行债券，无疑会使债券市场出现混乱局面，扰乱金融秩序。

综上所述，只有在我国建立了公共财政的基本框架和分级预算体制，财政收入占GDP的比重和中央财政实际可支配收入占全国财政收入的比重较高，地方财政预算约束、银行信贷约束、企业财务约束较为严格和居民风险意识增强，以及金融市场能够安全高效运行等条件下，我国地方政府才能够发行债券。目前可采取由中央政府发行国债、然后转贷地方政府使用的办法，如在1998年发行的1000亿元国债中，就有500亿元转贷给地方政府。

本DOCX文档由 www.zciku.com/中词库网 生成，海量范文文档任你选，，为你的工作锦上添花,祝你一臂之力！