

国債の歴史



阅读日本
书系

国债的历史 ——凝结在利率中的 过去与未来

富田俊基/著

彭曦 顾长江 曹雅洁 韩秋燕 王辉/译

金利に凝縮された過去と未来

笹川日中友好基金
The Sasakawa Japan-China Friendship Fund



南京大学出版社



阅读日本
书 系

国债的历史

——凝结在利率中的过去与未来

富田俊基/著

彭曦 顾长江 曹雅洁 韩秋燕 王辉/译



图书在版编目(CIP)数据

国债的历史：凝结在利息中的过去与未来/(日)
富田俊基著；彭曦等译. —南京：南京大学出版社，
2011. 6

(阅读日本书系)

ISBN 978 - 7 - 305 - 08179 - 8

I. ①国… II. ①富…②彭… III. ①国债-经济史
-研究-日本 IV. ①F823. 139

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 033236 号

KOKUSAI NO REKISHI

by Toshiki Tomita

Copyright © 2006 Toshiki Tomita

Original Japanese edition published by TOYO KEIZAI INC.

Simplified Chinese translation rights arranged with TOYO KEIZAI INC.

through EYA Beijing Representative Office

Simplified Chinese translation rights © 2011 Nanjing University Press Co., Ltd

All rights reserved

江苏省版权局著作权合同登记 图字：10 - 2011 - 280 号

出版发行 南京大学出版社
社 址 南京市汉口路 22 号 邮 编 210093
网 址 <http://www.NjupCo.com>
出 版 人 左 健

丛 书 名 阅读日本书系
书 名 国债的历史——凝结在利率中的过去与未来
作 者 富田俊基
译 者 彭 曦 顾长江 曹雅洁 韩秋燕 王 辉
责任编辑 田小粟 编辑热线 025 - 83596027
照 排 南京紫藤制版印务中心
印 刷 南京爱德印刷有限公司
开 本 787×1092 1/20 印张 31 字数 555 千
版 次 2011 年 6 月第 1 版 2011 年 6 月第 1 次印刷
ISBN 978 - 7 - 305 - 08179 - 8
定 价 76.00 元

发行热线 025 - 83594756
电子邮箱 Press@NjupCo.com
Sales@NjupCo.com(市场部)

* 版权所有，侵权必究

* 凡购买南大版图书，如有印装质量问题，请与所购
图书销售部门联系调换

阅读日本书系编辑委员会名单

委员长：

谢寿光 社会科学文献出版社社长

委 员：

潘振平 三联书店(北京)副总编辑

路英勇 人民文学出版社副总编辑

张凤珠 北京大学出版社副总编辑

谢 刚 新星出版社社长

章少红 世界知识出版社副总编辑

金鑫荣 南京大学出版社总编辑

事务局组成人员：

杨 群 社会科学文献出版社

胡 亮 社会科学文献出版社

梁艳玲 社会科学文献出版社

祝得斌 社会科学文献出版社

阅读日本书系选考委员会名单

姓名	单位	专业
高原 明生(委员长)	东京大学 教授	中国政治、日本关系
菊部 直 (委员)	东京大学 教授	政治思想史
小西 砂千夫(委员)	关西学院大学 教授	财政学
上田 信 (委员)	立教大学 教授	环境史
田南 立也(委员)	日本财团 常务理事	国际交流、情报信息
王 中忱 (委员)	清华大学 教授	日本文化、思潮
白 智立 (委员)	北京大学政府管理学院 副教授	行政学
周 以量 (委员)	首都师范大学 副教授	比较文化论
于 铁军 (委员)	北京大学国际关系学院 副教授	国际政治、外交
田 雁 (委员)	南京大学中日文化研究中心 研究员	日本文化

前 言

在过去 30 年间,我一直从事经济、财政、金融方面的调查研究工作,总是在脑海里思考“什么是国债”这一问题,后来开始通过国债利率来分析经济的动向。因为国债不论在哪个国家都是信用度最高的金融资产,其利率反映了人们对经济成长、物价上涨、财政赤字等的预测。而且,在调查国债史的过程中,我发现了许多非常引人深思的事实。

例如,通过对拿破仑战争时期英国和法国的国债利率进行比较,发现英国国债利率要低得多。另外,在美国南北战争期间,北部、南部两政府分别以自己的通货发行国债,如果将国债价格用黄金来表示的话,北部政府的国债利率要低。

另外,在二战中,日本和德国分别在国内以低息发行了国债,战前发行的英镑计价国债即便在战争期间也在伦敦进行交易,那些国债利率较高,似乎预测到了两国将债务违约和迎来战败。另外,法国南部在二战期间建立了德国傀儡的维希政权,并发行了国债。如果将维希国债与法国在大战前发行的国债相比,在纳粹占优势的时期,维希国债利率低,而在协约国占优势的时期,其利率就提高了。

像这样,国债的利率预测了战争的趋势,甚至看清了政府的正统性。为什么会这样呢?我一直在思考这个问题。

1998 年夏,日本国债的利率超过了世界银行日元计价债务的利率。以往日元计价西班牙国债的利率比日本



国债的利率要高,但现在两者变成一样了。

进入 21 世纪以后,不仅西班牙国债,就连新发行的日元计价意大利国债的利率都比日本国债的利率要低。日本国债的利率在日本国内一直保持着历史上的低水准,但还是要高于西班牙、意大利的国债的利率。这些说明了什么问题呢?为了弄清楚这些问题,我开始查阅大量的资料,并对国债问题进行深入思考。

国债是国家为了财政上的需要筹集资金的手段。通过发行国债来筹集货币,并以货币偿还国债,因此国债与该国货币有着紧密的关系。国债以及货币的价值得到法律即国家的保障,但那之所以能获得那样的地位、具有价值,是因为得到了国民的认可。即便政府强迫国民购买国债,但如果国民不认可的话,政府也无法通过国债来筹集资金。因此,使国债成为国债的不是政府的保障,而是国民的认可。那么,国民对于国债的认可是指什么呢?为了弄清楚这个问题,我通过国债市场开始与历史进行对话,追溯到国债的起源,对国债的本质进行了探讨。这样一来可以对什么是国债、什么是货币这些问题进行思考。

货币以及个人之间借款历史悠久,但国债的历史却不长。国债是与议会一起诞生的,在绝对王政时代,国王借款不一定会连本带息归还。国王总有一天会死去,继承者有时候会拒绝偿还先王的债务。另外,国王也可以在自己的法庭将债务一笔勾销。而议会是永久性机构,国民躲不开议会的决定。正因为如此,国会的信用度高于国王,能以较低的利率借款。

在英国,国债是在 1688 年光荣革命中诞生的。国王不仅在征收税金的时候,而且在使用那些税金(支出)以及发行国债的时候,都必须得到议会的承认。而且在发行国债时,议会每次都要求增设每年能够征收相当于付息费的恒久税。这样一来,国债利息就有了保证。因此,国债在英国国内成了最安全、最可靠的资产。与此同时,由于发行国债时需要增税,所以国债的发行必须有所节制。

像这样,国家的借款由私债变成了国债即国民的借款,同时也获得了信用度高于其他任何借款的地位。

另一方面,国债被用作实施战争以及采取紧急对策等的手段,发行额也曾反复变动。

直到19世纪为止,每次发生战争国债就大幅度增加,战争结束后为了应对下一次战争,又对国债进行整理,这样循环反复。即便在战争期间停止将劣币兑换为金银币,但战后又恢复。

进入20世纪以后,战争发展为总体战,仅靠在市场上发行国债已不能筹集足够的资金。因此,不仅停止了金本位制,而且还禁止资本外流。另外,中央银行也为国债担保。中央银行在经济封锁时期发行中央银行券,因此就能够以低息几乎是无限制地发行国债。

对于这样的事态,国际金融市场持静观的态度。例如,从二战爆发之前起,日本和德国发行的英镑计价国债利率暴涨。国债以及中央银行券增发导致信用度下降,大战爆发后,两国都无法履行债务,之后两国都发生了严重的通货膨胀。

至于美国国债,二战后,政府与中央银行分别就国债与中央银行券的关系达成了一项共识:中央银行与政府一样,独立对议会负责。

日本国债的信用度从20世纪末起就有所下降,在国际金融市场上被要求支付风险溢价。尽管如此,处于20世纪末的日本采取刺激经济发展的对策,在金融上实施零利率以及放宽数量限制的政策。不仅如此,甚至还提倡发行政府纸币,以及在将来不增加税收的情况下实施扩大财政的政策。

日本在二战后实现了经济高速发展,进入主要发达国家的行列,而且早就是世界上最大的债权国。日本国债的国际信用度在动摇,这恐怕是人们没有想到的。另外,从20世纪30年代起,资本的外流长期受到限制,针



对财政的市场规律这一回路长期封闭,市场的警告没有反馈到政治方面,使人们陷入了思考停滞的状态。

因此,必须从国债信任度这一观点来重新审视被忘却的过去,将被埋没的历史事件作为对现在产生影响的过去来解释,并将之传承下去。正是基于这样的想法,我开始通过国债与历史进行对话,撰写了本书。

本书追溯到国债的起源,阐明其本质,通过对各国国债的利率差进行整理来回顾过去,并展望日本的未来。

在英国,哈格里夫斯(E. L. Hargreaves)的《国债》是一部关于国债制度的力作。另外,荷马(Sidney Homer)的《利率的历史》对各国的国债市场进行了论述。本书在参照这两部著作所传承的历史的同时,打算对这两部著作或许是有意识地排除了的制度与市场的相互作用进行积极分析。而且,本书考虑到21世纪初日本所处的状态,通过对主要国家的国债利率差进行分析,重点探讨在一开始介绍了的各国国债的信用风险问题。

在日本,从20世纪80年代初就允许资本对外流动,人们可以通过在国外投资来保全资产的实际价值。而且从2004年起,开始发行本金与利率、物价变动挂钩的国债。因此,即便是没有挂钩条项的国债也能保全实质价值。因此,本书将重点论述资本可以自由流动、可以保全国债实际价值的时代的国债市场。

本书由序章和4部16章构成。序章从21世纪初日本国债所处的状况对过去进行概观,论述本书的问题意识。同时,对国债利率的概念,以及国债利率是怎样决定的等等基础知识进行整理。

第一部“诞生与考验”对从国债的诞生到拿破仑战争结束的1815年的时代进行叙述,并将绝对王政与立宪君主筹集资金的做法进行对比,以探讨国债信用度的根源。

第二部“深化与扩大”以在大航海时代发挥了巨大作用的英国国债为中心,对从拿破仑战争后到一战爆发之前的100年进行叙述。在此部分,对与立宪君主制、金本

位制同时诞生的英国国债制度在光荣革命的百年之后波及法国,并在两百年之后又波及德国和日本等许多国家的过程进行分析,并对各国国债在伦敦市场针对英国国债被要求承担的风险溢价的变动加以关注。另外,还将对南北战争的时期美国和明治维新政府的财政进行论述。

第三部“由崩溃到暂时稳定”对在一战中毫无节制地发行国债的状态,例如德国的超级通货膨胀、俄国的债务违约、英国的国债价格暴跌、法国的资本流失以及各国回归金本位制的过程进行叙述。特别对挽救危机的地租马克以及庞加莱的奇迹加以详细论述。

第四部“国债在闭塞经济中膨胀”以经济危机和二战期间主要国家的国债市场为对象,对日德英国禁止资金流动、推行低息的政策,以及大量发行国债的过程进行了论述。另外,对美国的金融政策是否从属于国债管理政策这个问题进行了探讨。还对1951年3月财政部与联邦银行达成的协议的意义进行了论述。

至于本书在多大程度上将过去及未来与现在成功地联系起来,这一点有待慧眼的读者来判断。如果本书有关国债市场的分析不仅对近期财政金融研究,而且对经济史研究也能提供新视角的话,我将感到万分荣幸。

本书能够面世,多亏了许多朋友多年的支持。特别是布鲁塞尔大学的奥特林克(Kim Oosterlinck)教授、希伯来大学的亚费(Yishay P. Yafeh)教授、克莱蒙特·麦金那学院的布朗(William O. Brown, Jr.)副教授和马克·威登密尔(Marc D. Weidenmier)副教授,他们不仅给我提供了许多启发,还提供了他们各自搜集的关于国债价格的资料。另外,在出版时,一如既往地受到了东洋经济新报社各位的大力支持。在此表示衷心感谢。

富田俊基
2006年5月

目 录

前言 / i

序章 市场的警告 / 1

- 1 历史性低息状态下的风险溢价 / 2
- 2 为什么会出现历史性低息呢? / 6
- 3 日本国债的信用风险溢价 / 9
- 4 什么是国债? / 14
- 5 世界国债的基准 / 18
- 6 信用风险溢价和财政秩序 / 20
- 7 信用风险溢价被无视 / 25
- 8 进入 21 世纪之后依然根深蒂固的闭塞经济思想 / 27

第一部 诞生与考验

第一章 英国国债的起源 / 38

- 1 国王的借款 / 39
- 2 斯图尔特王朝前期与议会的对立 / 42
- 3 国债诞生前夕的违约 / 44
- 4 光荣革命和财政制度改革 / 47
- 5 基金的起源 / 50
- 6 国库证券的发行 / 53
- 7 通过特权公司长期续借 / 55
- 8 光荣革命后英国国债的信用度 / 58
- 9 辉格党与托利党的对立 / 60



第二章 统一公债的诞生 / 66

- 1 国债累积和整理的循环 / 67
- 2 凭借税收做后盾的国债的信用 / 71
- 3 以低息续借创立的沃尔波尔减债基金 / 72
- 4 南海泡沫 / 74
- 5 支撑沃尔波尔长期政权的减债基金 / 79
- 6 奥地利王位继承战争和国债承办公司 / 81
- 7 佩勒姆的低息续借和统一公债的创设 / 84
- 8 美国独立战争和皮特的减债基金 / 87
- 9 经济改革促成统合国库资金的成立 / 89
- 10 英格兰银行的股息收益率和东印度公司的公司
债利率 / 92

第三章 阿姆斯特丹的外债市场 / 96

- 1 中世纪意大利城市国家的“国债” / 97
- 2 北欧领邦、城市国家的年金型公债 / 99
- 3 荷兰州议会的公债发行 / 101
- 4 荷兰联邦各州公债的信用度 / 104
- 5 对英国国债的影响 / 107
- 6 阿姆斯特丹交易所 / 109
- 7 新债券的高风险溢价 / 111

第四章 经历拿破仑战争考验的英法国债市场 / 114

- 1 弗朗索瓦一世在巴黎和里约的集资 / 115
- 2 太阳王路易十四的融资 / 119
- 3 约翰·劳的计划及其破灭 / 122
- 4 屡次债务违约的路易十五世 / 125
- 5 路易十六的困境 / 127
- 6 革命前夜的违约风险 / 130
- 7 法国大革命和政府纸币的发行 / 133
- 8 没能发行国债的拿破仑 / 138
- 9 英格兰银行的停兑 / 141

- 10 统一公债的高折扣发行 / 143
- 11 第二次对法战争的融资 / 144
- 12 向平时体制的过渡 / 146

第二部 深化与扩大

第五章 维多利亚王朝的黄金时代 / 156

- 1 利率特别稳定的统一公债 / 157
- 2 以所得税实现财政收支平衡和下调关税 / 161
- 3 格拉德斯通向减债政策的转换(1866 年) / 164
- 4 诺斯科特的减债基金(1875 年) / 166
- 5 财政部证券(TB)的创立(1877 年 3 月) / 167
- 6 戈申的低息续借(1888 年) / 169
- 7 19 世纪末的超低利率 / 171
- 8 美国通过上调关税偿还国债 / 173
- 9 吉布森悖论 / 175

第六章 南北战争:绿底纸币和灰底纸币 / 180

- 1 北方联合政府的绿底纸币 / 181
- 2 北方联合政府的 6 厘息国债 / 184
- 3 南方同盟政府的灰底纸币 / 186
- 4 南方同盟政府的 8 厘息国债 / 190
- 5 棉花债券 / 194
- 6 并行流通的灰底纸币和附息纸币 / 197

第七章 明治维新与国债 / 202

- 1 极其混乱的币制 / 205
- 2 从御用金到国债:没有国债是苛政专制之证 / 209
- 3 9 厘附息英镑计价公债——日本国债第一号 / 211
- 4 以交付公债处理旧藩债:最早的内债 / 215
- 5 通过发行金札兑换公债设立国立银行、发行兑换券 / 217
- 6 通过秩禄公债处理奉还秩禄 / 219

- 7 7厘附息英镑计价公债:信贷逐渐兴盛? / 221
- 8 通过金禄公债对秩禄进行最后的处理:从维新起10年间削减六成 / 224
- 9 西南战争、地税减征、公共投资 / 227
- 10 由通货膨胀引起的国债及纸币价格的下跌 / 229
- 11 大隈与松方围绕外债发行的对立 / 231
- 12 通过紧缩财政进行纸币整理与正币积蓄 / 233
- 13 政府纸币的银币兑换:实属财政上的一大美事 / 236
- 14 通过5厘息整理公债进行低息续借 / 239

第八章 伦敦外债市场 / 242

- 1 欧洲大陆各国发行英镑计价国债(1815~1825年) / 245
- 2 十九世纪初的拉美投资热(1820~1830年) / 247
- 3 金融中心间的竞争(1830~1870年) / 250
- 4 是否出现了大英帝国效应(1860~1913年) / 251
- 5 英国国债市场卓越的稳定性 / 255
- 6 金本位制的多米诺现象 / 260
- 7 周边国家采用金本位制 / 262
- 8 中心国家与周边国家的国债 / 266
- 9 周边国家国债的风险溢价 / 270
- 10 伦敦市场上的日本国债 / 273
- 11 主要国家的国债利率的收敛 / 288
- 12 巨大的幻想,巨大的估计错误 / 291

第三部 由崩溃到暂时稳定

第九章 魏玛共和国的超级通货膨胀 / 300

- 1 战时国债的大量发行 / 301
- 2 大战中的马克汇率 / 303
- 3 魏玛共和国依旧依赖国债 / 306
- 4 赔款问题与通货膨胀预期 / 310
- 5 鲁尔被占导致超通货膨胀 / 313

- 6 通货膨胀征税的极限 / 316
- 7 地产抵押马克的奇迹 / 318
- 8 稳定化政策成功的背景 / 322
- 9 道斯计划下的“黄金时代” / 325

第十章 不履行沙俄国债 / 328

- 1 一战的军费筹集 / 329
- 2 战争与革命导致通货膨胀发生 / 333
- 3 苏维埃体制下通货膨胀的加剧 / 335
- 4 不履行沙俄国债 / 339
- 5 沙俄的最大债权国——法国 / 342
- 6 主权债务废除的先例 / 342
- 7 苏联政府发言后沙俄国债的动向 / 346
- 8 协约国的干涉战争与沙俄国债 / 348
- 9 领土分裂的可能性与沙俄国债 / 350
- 10 内战与沙俄国债 / 352
- 11 切尔文银行券的引入 / 354

第十一章 英国的 5 厘息战争 / 359

- 1 政府纸币的发行 / 360
- 2 劳合·乔治的 3.5 厘息军事公债(1914 年 11 月) / 363
- 3 麦肯纳的 4.5 厘息军事公债(1915 年 6 月) / 366
- 4 劳合·乔治战时内阁的军费筹集 / 369
- 5 英法共同国债的发行(1915 年 10 月) / 372
- 6 战后的廉价货币政策和黄金外流禁令(1919 年 3 月) / 375
- 7 向“高价货币”政策的转换(1919 年 11 月) / 378
- 8 利率上调与 15 年期变动利息国债的发行(1920 年 5 月) / 381
- 9 低息续借使国债余额增加(1921~1922 年) / 383
- 10 以原比价恢复金本位制(1925 年 5 月) / 386
- 11 英国为何没有废除国债 / 388

第十二章 庞加莱的奇迹 / 393

- 1 依赖中央银行贷款筹措军费 / 394
- 2 濒临超级通货膨胀边缘 / 397
- 3 危机的原因以及关于稳定化的猜想 / 401
- 4 1924 年初稳定化政策的失败 / 405
- 5 对资本税的担忧引发危机 / 407
- 6 卡约的英镑挂钩国债 / 410
- 7 1926 年 7 月的稳定化政策 / 412
- 8 偿还公债基金会对国债的处理 / 417
- 9 法郎的稳定及其向金本位制的转变 / 420
- 10 比利时的债转股 / 422
- 11 墨索里尼的强制续借 / 424

第四部 国债在闭塞经济中膨胀

第十三章 日本银行认购国债 / 440

- 1 20 世纪 20 年代的对外证券投资 / 441
- 2 金解禁与对外证券投资 / 444
- 3 转向管理通货制度与推进低息政策 / 447
- 4 高桥积极财政的实际状况 / 452
- 5 日本银行认购国债的原因 / 457
- 6 预示异常的 1935 年国债销售 / 464
- 7 日中战争爆发后国债消化政策的强化 / 467
- 8 没有产生费雪效应吗? / 473
- 9 金融锁国引起财政纪律弛缓 / 475
- 10 被忽视的国际金融市场的警告 / 479

第十四章 纳粹德国的国债 / 481

- 1 从道斯计划到扬格计划 / 482
- 2 1931 年金融危机和布鲁宁经济政策 / 484
- 3 帕朋的租税证券和施莱谢尔的雇佣创出票据 / 489
- 4 莱因哈特计划和纳粹的经济对策 / 490
- 5 通过米福期票重整军备 / 493

- 6 强制续借长期低息国债 / 495
- 7 悄然无声地筹集战费 / 497
- 8 英镑计价德国国债和国内国债的利差 / 502
- 9 投影在英镑计价国债中的纳粹德国 / 505
- 10 维希政府的国债 / 509

第十五章 英国的 3 厘息战争 / 516

- 1 对英镑的评价过高吗? / 517
- 2 高失业及其原因 / 520
- 3 失业救济金带来的自然失业率上升 / 524
- 4 脱离金本位制(1931 年 9 月 20 日) / 527
- 5 创设外汇平衡账目(1932 年 7 月 1 日) / 528
- 6 英格兰银行控制购买国债 / 530
- 7 3.5 厘息国债的低息续借(1932 年 7 月) / 534
- 8 英镑的变化和冲销政策 / 536
- 9 在闭塞经济中扩大国债的发行 / 539

第十六章 长期国债 2.5 厘息上限:验证协议 / 544

- 1 从大萧条到战后的国债利率 / 545
- 2 提高储备率和国债买入干预 / 548
- 3 因为珍珠湾遭袭而开始实施的支持国债价格的政
策 / 552
- 4 大战后利率稳定 / 557
- 5 朝鲜战争的爆发 / 561
- 6 协议的成立 / 563
- 7 为什么长期利率会持续稳定 / 565

结语 / 571

参考文献 / 576

译者后记 / 602