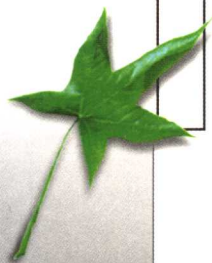


ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中青年

经济学家文库



国债风险控制体系研究

史明霞 / 著

GUOZHAI FENGXIAN KONGZHI
TIXI YANJIU



经济科学出版社

中青年经济学家文库

国债风险控制体系研究

史明霞 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国债风险控制体系研究 / 史明霞著. —北京: 经济科学出版社, 2007. 8

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6458 - 0

I. 国… II. 史… III. 公债 - 风险管理 - 研究 - 中国
IV. F812. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 110665 号

序

当今世界，各国的政府财政已经离不开国债的支持，国债已经深入到财政预算的方方面面，而且随着国债规模日益增大、影响日益深广，使得国债的职能已突破了原先单纯的财政范畴，泛化成更加综合的宏观特质，成为各国政府不可缺少的宏观经济调控工具，在各国经济发展中发挥着重要作用。但是，国债毕竟是一种有偿性的债务收入，是需要偿还的。过度地使用国债或使用不当，会导致诸如挤出私人投资（挤出效应）、诱发通货膨胀等问题，对经济的正常发展产生冲击，危害国家财政信用，这就是国债风险，轻者引发债务危机，重者导致一个国家政府的颠覆乃至消亡。

我国自 1998 年实行积极财政政策以来，国债规模不断扩大，风险也随之增加。因此，如何最大限度地发挥国债的积极功效，尽力消除国债政策的消极作用，控制国债风险，不仅是各国政府面临的难题，也是摆在我国政府面前的一项极富挑战性的任务。作者正是基于此，力求从较深层次以及系统的角度上，将研究对象置于建立国债风险控制体系之上，来分析和控制国债风险。目前我国正处在经济转轨的关键阶段，要想进一步发挥国债经济杠杆和宏观调控作用，建立一个国债经济活动全过程的风险控制体系，具有重大的现实意义。

本书主要运用系统控制理论和思想来研究国债风险，根据国

债在国家宏观经济控制系统中的地位以及国债自身的运作规则,将国债风险控制系统分成国债决策和国债执行两个层次的系统分别进行风险控制研究。首先,根据国债在国家宏观经济控制系统中的地位以及国债自身的运作规则,形成国债决策风险控制系统,国债决策风险控制是在国家宏观经济目标下,对国债决策中国债的使用方向、国债规模等风险进行控制;其次,在国债决策框架下建立国债执行风险控制系统,对国债执行过程中不同环节(借、用、还)的风险控制,并通过信息反馈系统进行自适应调节及外力调节;第三,将突发公共事件以及政府所承担的隐性及或有债务显性化视为对国债运行系统的干扰,并对干扰项进行风险控制。最后,针对我国国债风险控制体系的完善,对有关我国国债风险控制的问题,包括国债管理机构的设置、中央地方财政体制的调整以及债务监控预警做出分析,并提出有价值的建议。

对于国债风险问题,国内外有大量比较前沿的研究课题,作者在国内外专题研究和相关领域的研究基础上,在以下三方面具有特色:

1. 从系统控制的观点,建立了一个有层次的国债风险控制体系。国债决策系统中的风险控制是置于整个宏观经济调控系统的框架之中进行的,而国债执行风险控制是在国债决策框架下,配合财政政策和货币政策的具体实施而进行的。

2. 正是运用系统控制的思想,可将突发公共事件以及政府所承担的隐性及或有债务显性化视为对国债运行系统的干扰,从而在系统中融合了政府承担的直接债务风险和潜在债务风险,分清了在国债风险控制中主要风险(决策风险和执行风险)及干扰项造成的风险,便于理清思路,对主要风险和干扰项造成的风险进行分别控制。

3. 针对我国在国债风险控制体系中涉及的问题,包括国债管理机构的设置、中央地方财政体制的调整以及债务监控预警,

作者试图通过纳入国债风险控制体系的研究，力求完善我国的国债风险控制体系。

作为史明霞博士的指导老师，我很愿意向同行介绍她的研究成果，即《国债风险控制体系研究》一书，这部著作是在她博士论文的基础上修改完成的。史明霞同志在读博之前，一直在金融系统从事金融业务的计算机研发工作，具有丰富的实践经验和逻辑思维能力，特别是对系统的把握。读博期间又加强了财政理论的学习，从而为她在论文选题时找到了研究切入点，即金融与国债的结合点——国债。然而，国债风险控制问题纷繁复杂，涉及面极广，文中有些方面还显得较薄弱，比如突发公共事件以及政府所承担的隐性及或有债务显性化，形成对国债运行系统的干扰，对这一问题的研究尚需作者进一步努力。我希望并相信她凭着对事业的执著追求、文理兼备的综合素质，一定会在财经领域创造出更多、更好的研究成果。

白景明

2007年5月

目 录

第一章 文献综述及研究思路	(1)
第一节 界定国债及国债风险	(1)
第二节 国债风险控制文献综述	(8)
第三节 国债风险控制演变成当今的如何运用国债 的风险控制	(38)
第四节 国债风险控制体系研究思路	(43)
第二章 国债决策过程的风险控制	(49)
第一节 国债决策中的基本问题	(49)
第二节 确定国债资金使用方向及风险	(57)
第三节 确定国债规模及风险	(72)
第四节 外债的决策风险	(95)
第三章 国债执行过程的风险控制	(115)
第一节 国债执行系统及目标	(115)
第二节 国债运行环境风险	(117)
第三节 国债发行、流通、偿还风险控制	(137)
第四节 国债资金在使用过程中的风险及风险 控制	(192)
第五节 外债运行中的风险分析	(198)

第四章 我国国债风险控制中的干扰	(213)
第一节 突发公共事件对国债风险控制的干扰	(214)
第二节 政府隐性及或有债务的显性化对国债 风险控制的干扰	(219)
第三节 干扰项影响国债相对规模及其风险 控制	(227)
第五章 与国债风险控制体系相关的问题研究	(233)
第一节 国债运作机构建设	(233)
第二节 调整中央地方财政管理体制	(243)
第三节 债务监控	(253)
结 束 语	(261)
参考文献	(264)
致 谢	(277)

第一章

文献综述及研究思路

当今世界，各国的政府财政已经离不开国债的支持，国债已经深入到财政预算之中。虽然由于具体国情的不同，各国运用国债的规模与程度有着这样或那样的差异，但在将国债作为筹集财政资金的重要形式以至发展经济的重要杠杆这一点上，却存在着高度的一致性。但是，国债是有风险的，过度地使用国债，会导致许多问题，轻者引发债务危机，重者导致一个国家政府的颠覆乃至消亡，20世纪80年代拉美国家发生的债务危机就是先例。因此，我们在要不要运用国债问题上达成理论和实践上共识的同时，急需要解决的问题就是如何可控地使用国债，防止国债风险，以至于趋利避害为我所用。

第一节

界定国债及国债风险

一、国债的内涵

近些年来，随着积极财政政策的应用，我国政府举债规模也在日益扩大，债券市场也在不断发展中日趋完善，人们对国债与公债问题的研究也在日益深入中逐渐达成了共识。为此，本文将

界定公债与国债的内涵作为开篇，以澄清历史和现实中对其运用的误解。

“公债，国家举借的债，包括内债和外债。按债务主体，公债可分为中央政府发行的国家公债与地方政府发行的地方公债，一般所称的公债，大都指国家公债。……国家公债，简称‘国债’，即‘公债’。也专指中央政府发行的公债，以区别于地方公债。”^①在此，国债与公债，含义基本相同。按照《中华人民共和国预算法》规定，地方政府不得发行地方政府债券，这事实上就造成了国债与公债的混同使用。

由此可知，公债是国家举借的债，按照债务主体的不同，公债可分为中央政府发行的中央公债与地方政府发行的地方公债，前者简称国债，后者简称地方债。即国债是公债的重要组成部分，公债有国债和地方债之别。鉴于我国国债与公债有混同使用的历史，本文中若没有特别提示，公债即视同为国债。

国债按照发行地域的不同，分为国内国债和外国国债。外国国债是以政府为债务人的对外直接债务，相对于一国全口径外债（简称“外债”，按照债务人的不同，分为政府外债和私人外债，这里的政府外债即是外国国债）来说，外国国债是一国外债的组成部分。本文若没有特别提示，均是以“外国国债”和“外债”分别区分一国政府外债和全口径外债^②。

因此作为本文研究对象的国债的内涵可作如下界定：国债是一国中央政府作为债务人，以其信用为基础，按照债的一般原则，在国内或国外筹集资金所形成的债权债务关系，包括国内国

① 许毅、沈经龙主编：《经济大辞典·财政卷》，上海辞书出版社1987年11月版，第233页。

② 考虑到一国所承担的所有外债均是以一国的国际清偿力为基础的，并以国家财政兜底风险，故本文在后文中考察外债风险时，是将全口径外债纳入国债风险控制体系中进行研究的。

债、外国债。^①从定义可知，国债既不完全从属于财政范畴，也不简单地等同于一般的信用范畴，因为一方面，国家举债所获得的债务收入是政府以有偿形式取得财政收入，理应属于财政范畴；而另一方面，它又是国家以借贷关系有偿地取得的财政收入，具备了时间间隔、单方面价值运动、债权债务关系等信用特征，因此国债是介于财政范畴和信用范畴之间的一个特殊的经济范畴。正是国债的这种复合特性——以信用方式运作财政收支，使得它能独成一体，本论文所研究的内容即欲以此体系为基础而展开。

二、国债风险的内涵

虽然目前国内外学术界对国债风险的定义有着不同的理解，仁者见仁，智者见智，而且尚无统一之定论，其基本内涵也有所差异。但由于研究国债风险的含义及特性是国债风险控制的基础和理论前提，本文试图先从风险的内涵争议入手，渐次展开，进而诠释“国债风险”。

（一）风险的含义

风险的含义很多，可见诸于国内外关于风险的不同学说，归纳起来，主要有以下几种：一是美国经济学家弗兰克·奈特界定的风险（Risk）是“可测定的不确定性”。二是美国著名的风险问题专家 A. H. 威雷特认为，“风险是关于不愿发生的事件发生的不确定性之客观体现。”三是企业风险是指企业在进行生产经营过程中，由于不确定因素和经营失误的影响，而使企业遭受损

^① 有关定义，可见龚仰树：《国债学》，中国财政经济出版社2000年版，第7页；高培勇：《国债运行机制研究》，商务印书馆1999年版，第16~17页。

失或损害的可能性。四是在一定环境和限期内风险是客观存在的，能导致费用、损失与损害的产生等观点。争议主要表现在以下三个方面：

1. 风险是否总是表现为或有损失

于川、潘振峰在 1994 年出版的《风险经济学导论》中提出“风险是可能发生的损失和失败，严谨地说，风险是对要完成某项工作的特定主体（个人或集团）来说，发生不利情况的可能性。”^①而汪家佑在 1985 年出版的《谈风险》中提出“人们采取某种行动时，他们事先能够肯定的所有可能的后果及每种后果出现的可能性，就叫风险。……风险是指既可能出现坏的后果也可能出现好的后果。”^②

2. 风险是否可测度

美国经济学家弗兰克·奈特在 1921 年出版的《风险，不确定性和利润》中区分了风险与不确定的关系，对风险做了经典的定义——风险（Risk）是“可测定的不确定性”。他认为，风险是可以透过一定的途径和方法进行计量和测度的。而于川、潘振峰在 1994 年出版的《风险经济学导论》中简要说明微观经济风险可测度和宏观政治、经济风险等无法测度后，指出“仅仅把可测定的不确定性认为是风险，显然是忽视了那些具有不可测定的不确定性的风险。风险的不确定性要求我们掌握并运用各种方法，在尽可能的条件下对风险的可能性加以测度，确定风险级别，以便采取相应的对策来避免风险。”^③

3. 风险是否客观存在

现阶段，关于风险的定义还有主观风险说与客观风险说。客观风险说则是以风险客观存在为前提，用数学和统计观点加以定

①③ 于川、潘振峰：《风险经济学导论》，中国铁道出版社 1994 年版，第 2 页。

② 引自汪家佑：《谈风险》，载于《外国经济管理》1985 年第 1 期。

义,认为可以通过风险辨识、风险评估对其进行测度、控制和处理。主观风险说认为风险是否存在,是依人的感觉而确定的。美国学者威廉和汉斯(Williams, Jr. and Ricard M. Heins)在1964年出版的《风险管理与保险》在阐释风险与不确定性的问题时认为,由于人们自身条件、主观认识上的差异,不同的人对同一风险会有不同的看法,只有当人们对风险的看法一致时,风险才真正地体现出来。萨缪尔森在他的经济学著作中曾说:“在1970年看来是一笔庞大的债务,在今天看来是微不足道的。我们的儿子认为是巨大的债务,将被我们的孙子看作是不重要的东西。”可见,风险产生的损害是否发生,发生损害的力度如何取决于人们的主观认识与客观存在之间的差异程度。

对于风险的原命题还可能继续存在着哲学式的争论,但其产生的负面效果以及如何规避这种效果所带来的损失却是不争的事实。为此,本文侧重后者,为了建立一个系统的防范体系,结合各流派对风险认识的共识,提出如下界定,即:风险是可能发生的损失,它具有可变性、客观性、可识别性、可控性和可转化性等特点。最本质的特征是不确定性,风险无处不在,而对风险大小的判断则具有主观性。

(二) 国债风险的含义

国债是一国中央政府作为债务人,以其信用为基础,按照债的一般原则,在国内或国外筹集资金所形成的债权债务关系。国债的本质是债,属于信用范畴,具有债的属性——有偿性,只是债务人是权力强大的国家,其具有一定的特殊性。既然国债属于信用范畴,即从国债的一开始就存在着风险。而前已述及,风险既是一种客观现实又是一种主观感受。

政府在及时足额偿还到期债务、适当成本进行融资、合理调配国债资金、确定偿债等方面具有不确定性,这种不确定性将会

产生有损于国家信用、不恰当地增大国债成本和额外增加偿还压力等负面效应，这种负面的影响就是国债产生的风险。因此，我们可以将国债风险定义为一个国家在国债发行、流通以及偿还等一系列过程中因为诸多不确定因素而产生的国债本身以及对整个国家经济运行所造成的负面影响的可能性。

如果从国债整个持续期来看，国债风险会随着国家债务累积规模越来越大，占 GDP 的比重也会不断上升，给财政造成了沉重的还本付息压力，从而对整个社会经济长期发展可能造成巨大的危害；如果从某一年的角度来看，国债风险可以认为是某一年度内政府财政无法按既定计划筹集到足够的资金来偿还到期的本息，从而有丧失国家财政信用的可能性。因此，在探讨国债风险问题时，不仅要考虑国债整个持续期的国债规模风险和国债使用方向风险，而且要考虑每一年度的国债具体执行（借、用、还）过程中的风险。概括起来，从政府的角度看国债风险有以下几类：

1. 国债信用风险

国债有到期还本付息的刚性，如果由于各种因素使得政府不能如约按时偿还到期债务，进而会使政府信用降低。鉴于政府信用水平高低会对金融市场预期和投资者信心产生重要影响，一旦发生国债违约或国债危机，其结果必然是灾难性的，不仅将对该国的经济产生严重不良影响，而且会危及整个国家信誉，造成社会动荡，甚至导致政权更迭。这是国债风险中的最高等级。

这种风险可以从静态和动态两个角度来说明：从静态角度看，国债的信用风险表现为政府本身在某个财政年度不能用正常的财政收入按时履约偿还国债本息的可能性；从动态角度看，国债的信用风险表现为国债规模不断累积，国债负担率越来越高，给财政造成越来越大的压力，进而影响国债政策的可持续性以及国家经济发展的可持续性。从动态角度定义的国债信用风险更注

重长期经济效应，同时也是静态角度下国债信用风险积累到一定程度的必然结果。

2. 国债流动性风险

国债作为一种安全性、流动性、收益性高度结合的金融资产，是各类金融机构进行资产流动性管理的重要工具。其流动性风险表现为两种形式：一是由于国债期限结构上的不合理，导致国债资金安排与财政收支现金流不匹配，难以保证以最佳的成本满足财政支出的需要；二是鉴于金融市场深度和广度上的限制，以及投资者的投资理念和手段上的不成熟，导致国债流通体制不顺畅，从而为财政资金的合理调配带来诸多不利。

3. 国债市场风险

即由金融市场波动而导致的国债到期偿还实际数额、国债价格和收益率等重大变化，对国债管理所产生的负面影响。通常，这种不确定性是由金融市场上的利率和汇率变动所造成。对于在国内金融市场上举借的国债，其筹资成本的水平高低和波动幅度受到国内金融市场利率水平的直接影响；而对于在国际金融市场举借的外债，其所面临的风险不仅与国际利率水平密切相关，而且其到期偿还的实际负担也在相当程度上受到汇率变动的影响，汇率的剧烈波动将对一国外债偿还造成直接冲击。

4. 国债增发性风险

即在国债管理的实际操作过程中，尤其是国债的增发过程中，如新发国债所筹资金中的相当一部分是用于偿还到期国债。但是，如果宏观经济和市场条件一旦发生变化，在某些特殊情况下，拟发行新债的成本可能会出乎意料地增加很多，这种不确定性也会带来风险。忽视这种风险将可能会超常规地额外增加一国的债务负担，进而影响整个经济的健康发展。

5. 国债资金使用风险

国债资金筹集到以后，政府必须有效地加以利用，否则，如

果使用方向失误、使用效益不高，不仅达不到国债使用的初衷，而且会造成政府还本付息的困难，加剧国债使用的风险。在现实的国债资金使用过程中，由于存在着诸如资金使用分散、挪用或不按规定专款专用、或是项目前期准备不足，工程概算严重超支以及建设项目单位财务管理弱化等现象，也会导致国债资金使用风险的增加。

6. 国债管理过程风险

国债在管理过程中由于还存在着诸如信息系统异常、交易对手违约，甚至包括一些不可抗力等因素而引发的一系列风险。

第二节

国债风险控制文献综述

随着经济的发展、历史的演进，国债的功能也在其产生、发展中不断变化，国债风险控制思想也必然会发生相应的调整。资产阶级古典政治经济学（简称古典学派）和新兴学派站在各自不同的立场上，从起初的围绕着否定或者肯定公债发行的基本观点进行争论，到随着时间的推移，肯定公债发行的观点占据主导地位，进而演变成公债在实际应用中的风险控制，这种国债风险控制的演进过程对我们进一步认识、建立以及防范国债风险都起着重要的作用。

一、西方国家国债实践及风险控制思想与研究

（一）20 世纪 30 年代以前的国债及国债否定论

为了研究现代国债的风险控制，在此拟从梳理国债的起源、发展及其在当今社会经济中所起的功能入手，渐次深入。

1. 国债的产生及发展

财政起源学说的一般观点认为,财政是随着国家的产生而产生,捐税是最早的财政范畴,而国债是因为政府捐税这种无偿性的财政收入不能抵补财政支出时而产生的以信用为基础的有偿收入。原始社会是没有国家的,故没有财政,就更谈不上有国债了。根据有关文献记载,国债最早产生于奴隶社会,公元前4世纪,古希腊和古罗马就出现了国家向商人、高利贷者和寺院借债的情况^①。到了封建社会,国债现象还只是少量的和偶然的,多半也只是战争、天灾人祸及皇室的奢靡生活而引起的财政的人不敷出。

而真正现代意义上的国债,普遍认为是资本主义时代的产物,随着资本主义生产关系的产生、发展而产生、发展的。据有关文献记载,12世纪末期,在当时经济最为发达的意大利佛罗伦萨,政府曾以发行债券的方式向金融业者商借资金。其后,热那亚和威尼斯等城市相继仿效。至14世纪和15世纪,意大利各城市几乎都发行了政府债券。正如马克思指出的那样:“公共信用制度,即国债制度,在中世纪的热那亚和威尼斯就已产生,到工场手工业时期流行于整个欧洲。殖民制度以及它的海外贸易和商业战争是公共信用制度的温室,所以它首先在荷兰确立起来。国债,即国家的让渡,不论是在专制国家,立宪国家,还是共和国家,总是给资本主义时代打下自己的烙印。”

17世纪初,荷兰由于在海外贸易的商业战争中占据有利地位而逐渐强大起来。当时的荷兰,国内资金充斥,其一国所拥有的资金比欧洲其他国家所拥有的资金总和还要多。然而,荷兰的工业却远不如商业繁荣。在大量多余资金找不到理想投资对象的情况下,资金所有者们便竞相把资金贷给本国政府或外国政府。

^① 参见苏联大百科全书《国家公债》,人民出版社1954年版。