

公债经济学

GOVERNMENT BONDS ECONOMICS

李士梅 编著



经济科学出版社

公债经济学

李士梅 编著

经济科学出版社

责任编辑：杜 鹏

责任校对：张长松

技术编辑：董永亭

公债经济学

李士梅 编著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京密兴印刷厂印装

880 × 1230 32 开 11.75 印张 310000 字

2006 年 8 月第一版 2006 年 8 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7 - 5058 - 5370 - 8/F · 5056 定价：22.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

公债经济学

GOVERNMENT BONDS ECONOMICS

责任编辑：杜 鹏

封面设计：陈菁华

目 录

第一章 公债的概念.....	1
第一节 公债的概念及特征.....	1
第二节 公债的功能和作用.....	5
第二章 公债的历史	11
第一节 公债的产生及其早期发展	11
第二节 自由资本主义时期的公债	16
第三节 旧中国的公债	24
第四节 新中国的公债	34
第三章 公债的规模	45
第一节 衡量公债规模的指标	45
第二节 影响公债规模的主要因素	48
第三节 公债规模的理论矛盾	54
第四节 我国公债规模的现状	57
第五节 公债规模对社会总供求的影响	63
第六节 隐性债务和或有债务	67

第四章 公债的分类	74
第一节 公债的基本分类	74
第二节 可转让公债	80
第三节 不可转让公债	83
第四节 公债的结构	85
第五节 公债结构的设计原则	89
第五章 公债的发行	92
第一节 公债的发行条件	92
第二节 公债的发行方式	99
第三节 公债的发行时间和发行中介机构	107
第四节 我国及世界各国公债发行方式的现状	111
第六章 公债的认购	119
第一节 公债认购主体的分类	119
第二节 外资进入我国公债市场的途径和前景	131
第七章 公债的偿付	136
第一节 公债的偿付方式	136
第二节 公债还本付息的资金来源	144
第三节 公债偿付制度	155
第八章 公债的流通	159
第一节 公债市场的分类及交易方式	159
第二节 公债现货交易	165
第三节 公债回购交易	175
第四节 公债期货交易	186
第五节 公债流通市场的功能	196

第九章 公债管理 ·····	201
第一节 公债管理概述·····	201
第二节 公债管理的目标和原则·····	208
第三节 公债管理的工具和手段·····	214
第四节 公债管理体制·····	218
第十章 公债的效应 ·····	225
第一节 公债的负效应理论·····	225
第二节 公债的正效应理论·····	235
第三节 公债的中性效应理论·····	245
第四节 公债的“挤出效应”与“挤入效应”·····	258
第十一章 公债的负担 ·····	273
第一节 公债负担的分类·····	273
第二节 公债的代际负担·····	277
第十二章 公债政策 ·····	284
第一节 公债政策概述·····	284
第二节 公债政策的传导机制·····	289
第三节 公债政策与财政政策和货币政策的配合·····	292
第四节 我国公债政策展望·····	299
第十三章 中外公债的比较 ·····	302
第一节 几个国家公债的概况·····	302
第二节 中外公债发行方式的比较·····	313
第三节 中外公债规模的比较·····	317
第四节 美国公债市场法律体系的借鉴·····	320
第五节 美、日地方公债的借鉴·····	327

第十四章 我国国债市场的发展趋势	333
第一节 我国国债流通市场.....	333
第二节 我国的国债期货市场.....	340
第三节 恢复我国国债期货市场的必要性和可能性.....	345
参考文献	360
后记	364

第一章 公债的概念

第一节 公债的概念及特征

一、公债的概念

从经济学的角度来看，债可以分为公债与私债。公债与私债的不同之处在于债务人的性质。债务人若为公共部门，债就列为公债；债务人为私人部门，债就列为私债。所以，所谓的公债就是公共部门的负债。它是某公共部门作为债务人，按照法律的规定或合同的约定向另一经济主体承担一定行为义务所形成的债权债务关系。

公债有广义和狭义之分。广义的公债是指以公与私为分界线，把公共部门作为一个整体与私人部门发生债务和债权关系，着重于社会产品在国有与非国有之间的借贷。而狭义的公债是以政府与非政府为分界线，把政府部门作为一个整体与其他经济部门发生债务和债权关系，即把政府等同于公共部门，政府包括中央政府和地方政府。

在现实经济生活中，美国、日本等发达国家研究的公债多从广义角度出发，而从中国现实运用来看，人们研究的公债是指政府的债务，即狭义的公债。由于中国发行公债的主体是中央政府，地方政府无权发债，因此，公债常常被理解为国债。实际上两者是有严格区分的。公债是公共机构的债务，即使把政府等同于公共机构，

政府也有级次之分，即政府分为中央政府和地方政府。国债是中央政府举债的债务，是政府取得财政收入的一种有偿形式。

二、公债的特征

公债具有一般债券的三个特征：安全性、流动性、有偿性。安全性是指债券持有者到期能够无条件地收回本金；债券的流动性也就是债券的市场性，是指债券持有者想转让所持债券时能顺利成交的程度；有偿性是指债券持有者可以在债务期间或期满后取得本金之外的收入。作为投资者，在其投资资金既定的情况下，如何选择投资工具，是在对各种金融商品的安全性、流动性和有偿性进行综合评价后做出决策的，对公债的投资也不例外。

（一）安全性

所谓安全是针对风险而言的。金融商品的风险一般包括三种：一是信用风险。所谓信用风险就是债务人违约，不能按约定期限和利率按时还本付息的可能。公债作为国家信用，其到期不按约定还本付息的风险几乎不存在，所以其信用方面的安全性最高。二是利率风险，即持有期内利率上升而使持有人收益受损的可能。三是购买力风险，即持有期内通货膨胀率升高而使持有人本金贬值的可能。就第二、三种风险而言，公债与私债是同样存在的，但一般认为，如果规避某种风险的手段较充足，则可认为该风险较小或不存在。就我国公债来看，投资者投资公债后规避利率风险和购买力风险的手段较少，而其他金融商品则存在着较多规避风险的手段。所以在按期还本付息方面，公债与其他金融商品相比最具安全性，但公债却与其他金融商品同样地具有利率风险和购买力风险，且规避风险的手段相对缺乏。

（二）流动性

所谓流动性是指金融商品在短时间内出手变现的能力。金融商品不同于一般实物商品，特别是一般消费品。社会公众购买一般消费品是价值的让渡，同时又是使用价值的取得。其购买是为了使

用,在购买后一般不存在再流通的问题,因而在购买时也就不考虑再流通问题。而投资者购买金融商品,其目的是资金的保值与增值。在市场情况不稳定的情况下,就必须充分考虑其流动性;否则,会使其机会成本增大,比如在出现更好的投资机会时却不能抽出资金。流动性的大小主要决定于流通市场的发展状况。我国自1981年开始发行公债,但公债流通市场的建立直到1988年才开始,其发展在一定程度上有所滞后。相比而言,场外交易较场内交易更为滞后,这就使得我国在现阶段以机构持有公债为主的情况下,个人投资者进入流通市场难的问题更为突出。

(三) 有偿性

一般而言,投资者所要求的金融商品的安全性、流动性和其有偿性之间有一定的替代关系。即安全性、流动性高,则有偿性就差一些;而如果安全性、流动性低,则相应的有偿性就要求强一些。我国现行的公债利率高于同期银行存款利率1~2个百分点的做法,究其原因,就是因为缺乏安全性与流动性,在实践中不得不相应地提高有偿性以对投资者作为补偿。但事实表明其作用是有限的,且这种做法大大加重了我国财政的利息负担。

三、公债的特殊性

公债作为一种特殊的债券,仍有其特殊性。主要表现在以下四个方面。

(一) 安全性最高

公债是以国家信用为前提、以国家财政收入为保证的,国家信用是与国家主权同在,国家信誉是最高的信誉,所以公债的安全性是所有债券中最高的。普通债券由于发行者在信誉上的差异与经营业绩的好坏,其安全性有高低之分,一旦债券发行主体破产,其债券就毫无安全性可言,这在激烈的市场竞争中表现得尤为突出。因此,各国在进行债券信用评级时,公债不列入被评范围之内,被认为是无风险债券。

(二) 灵活性好, 变现能力强

公债有其高度的安全性为担保, 故在证券市场上享有极高的声誉, 素有“金边债券”之称, 是投资者重点投资的对象。大多数国家公债的发行量一般都比较大大, 在证券市场上都具有举足轻重的地位; 公债的流通市场也很发达, 公债交易十分方便并很容易成交, 因而具有较好的流动性。

(三) 收益性有保证

公债的发行是以国家信用为基础, 以取得资金在一定时间的所有权, 这种所有权的取得不同于税收等, 而是一种市场行为。因此, 必须以付给资金的让渡者利息为条件。由于公债的风险很小, 因此, 在世界上其利息率一般低于其他债券。不过, 在我国, 由于历史原因, 发行的公债具有无风险、低流动性的特点, 公债的利息率一般高于同期银行存款利率水平的 1% ~ 2%。

(四) 税收上享有优惠政策

在世界上几乎所有发行公债的国家中, 公债的利息收入都是免缴个人所得税的。其他各种资本性的收入, 如股票、公司债、金融债等的收入都要缴纳个人所得税。除此之外, 很多国家为了增强公债的流动性, 降低投资者的交易成本, 采取了降低公债交易税的政策, 这是其他可流通证券无法比拟的。

四、公债与相关概念的区别

(一) 公债与私债

两者都以信用为基本依托, 一般来说都是以发行债券为基本形式。不同点在于:

1. 动力不同。私债发行、认购的动力是牟利; 而公债的发行、认购不仅有经济利益, 还有社会利益。
2. 主体不同。公债的发行主体是政府; 而私债的发行主体是企业、个人。
3. 流动性不同。公债可以由一种金融资产“变现”为另一种

金融资产，流动性较强；而私债在市场流通过程中有障碍，流动性稍差。

4. 担保状况不同。政府发行的债券不需要担保，因为政府信用广为人知；而私债的发行必须要有担保，否则不能成立。

5. 存在的期限长短不同。任何私债都必须有期限；而公债可以没有期限，例如，英国的统一公债只付息，不还本。

(二) 公债与银行信用

两者同为信用形式，到期归还并加付利息。不同点在于：

1. 主体不同。公债的主体是政府机构；银行信用中的银行只是一个中介人。

2. 表现形式不同。银行信用是吸收存款和放贷；而公债是发行债券。

3. 目的不同。公债的目的是谋取公共福利最大化，履行政府职能；而银行是企业，它的主要目的是谋求企业利益最大化，履行企业职能。

4. 稳定性程度不同。公债发行之后持有者虽然可以变换，但发行人与持有人之间的关系稳定，国家可以在公债的期限内放心使用，不涉及提前支取问题；而银行存款可以随时提取，随时归还贷款，资金使用相对不稳定。

第二节 公债的功能和作用

公债的功能是公债本身客观存在的属性，是不以人的主观意志为转移的内在功能。公债的功能和作用主要体现在以下四个方面。

一、弥补财政赤字

用发行公债来弥补财政赤字是公债产生的首要原因。弥补赤字一般有三种形式：增加税收；向中央银行透支或发行货币；举借公债。由于公债具有非强制性、有偿性和灵活性等特征，使得发行公

债比用增税来弥补赤字更为简便，也避免了用透支或增发货币的办法来弥补赤字所造成的通货膨胀。同时，用发行公债弥补赤字可以让人们享受减税所带来的好处，人们乐于认购而且对未来的预期看好，有利于扩大投资和消费，尤其是经济萧条时期，配合公共支出政策，对鼓励人们的信心和刺激需求大有裨益。我国在 1994 年以前，主要靠透支或借款的办法弥补财政赤字，这对前些年通货膨胀有直接的影响。1994 年以后，新的《中国人民银行法》规定，财政不得向银行借款或透支，从而确定了公债作为弥补财政赤字的主要手段。这有利于完善财政运行机制，调节财政与银行的关系，促进经济持续、稳定和快速发展。

二、筹集建设资金

举债弥补赤字只是临时性的，扩大建设规模才是公债发行的主要目的。政府活动无论是提供公共产品、消除自然垄断，还是兴建基础设施，这些项目一般是费用发生在前而投资收益在后。用举借公债来筹措资金，在归还时用税收或新债来偿还，就把建设费用由现在转移到未来，由直接享受公共工程福利的人们承担建设费用，既公平又合理。当经济处于萧条时期，这项功能的作用就越来越明显。一方面，通过举借公债用于基础设施建设，既启动了需求促进了经济增长，又可以通过基础设施的辐射作用，带动相关行业的发展，引导产业结构优化和升级；另一方面，通过加强重点项目的经济建设，可以解决经济发展过程中的“瓶颈”，调整和优化经济结构，为经济的复苏和繁荣创造条件。

三、公债的金融功能

公债既是一种财政收入工具，也是一种金融商品。公债持有者所持有的公债到期不仅能收回本金，而且还能获得利息。由于本利回收风险小，其流通周转的速度快，因而公债投资成为很受社会公众欢迎的投资方式。如果说公债在财政方面的作用是本身所固有

的，那么其在金融方面则衍生出更为重要的作用。

1. 对于金融市场来说，公债市场是一个基准性市场。公债是一种基准性金融产品，其利率是市场的基准利率。总之，公债市场是整个金融市场的基础，它提供了一种无风险的资产，成为全部金融上层建筑的基础。一切金融工具都依据它进行套算和操作，各个经济主体要凭借它来进行风险对冲。另外，公债市场上形成的利率期限结构，会成为全社会利率结构的一个基础。我国现在搞利率市场化改革，就因为依靠银行存款和贷款利率比较难形成一个合理的利率期限结构，没有一个合理的利率期限结构，几乎所有的金融活动都很难有效开展。公债的这个功能是其他的金融市场都不可替代的。

2. 对于中央银行来说，公债是其实施货币政策的主要操作对象，公债市场是其贯彻实施货币政策的主要渠道和场所。在传统的准备金率、再贴现率和公开市场操作等各种政策工具中，绝大部分市场经济国家的中央银行已经基本上或者主要是依靠公开市场操作了；而公开市场操作要有效，富有弹性，就必须要有有一个相当大规模的公债市场存在。而在我国，正因为没有一个成熟和一定规模的公债市场，在国内经济出现通货膨胀或通货紧缩时，中央银行手中根本就没有可供用来作“对冲”操作的工具和手段去调节货币的供应。

3. 对于金融机构来说，发达的公债市场是其实施流动性管理的一个基础。过去我国的金融机构没有意识到这一点。最近几年，随着市场风险的增大、改革开放步伐的加快、金融监管的逐渐成熟、金融机构的内部控制系统逐渐健全，金融机构普遍发现，要想在经济的原则上有效地管理自己的资产和负债，其持有的资产中必须有相当份额的高流动性、无风险的资产。这种资产，非公债莫属。目前，中央银行已经注意到，中国的金融机构（包括四大国有商业银行在内），都在逐渐地调整它们的资产和负债结构。调整的主要方向就是增大对债券的持有，减少贷款，提高资产和负债的

流动性。

4. 对于工商企业来说，公债市场也有助于它们进行流动性管理。目前，企业的流动性风险很大，而且日益不确定，在一个风险很大且不确定性很大的市场中，要进行稳健经营，必须要有手段来防范风险，必须要有一个很好的“蓄水池”能够让暂时不用的资金得到运用；同时，在今后可能需要临时性资金的时候，能够立刻获得。因此，对工商企业来说，持有相当份额的高流动性的公债资产，也是非常必要的。

5. 对于居民来说，一个具有深度和广度的公债市场，是他们建立有效的投资组合、进行风险防范的前提条件。

6. 降低政府的筹资成本。存在一个有效的公债市场，毫无疑问，会有效地降低政府的筹资成本。

在美国，由于市场高度发展和完善，公债流通周转快、投资收益稳定，成为最受欢迎的金边债券。近年来，公债对中国金融的影响也在加强，公债在中国金融活动中将成为一个相当重要的角色。

四、公债的宏观调控功能

公债的宏观调控功能主要体现在以下五个方面。

1. 发行公债，政府集中了社会上暂时闲置或沉淀下来的资金，通过公共支出的方式投资到公共工程建设中去，这本身就构成社会总需求的一部分，有利于经济发展。同时，通过公共支出的辐射作用，引导相关行业和配套产业的发展，这不仅带动这些行业和投资需求，而且这些行业和投资需求的发展促使与之相关的人员收入水平提高，会增加消费支出和投资支出，又引起其他相关行业和投资需求的发展，这就是公共支出的辐射作用。它使社会总需求扩展和社会产出提高。而公共工程建设的完成又可以创造出新的生产力，为社会提供产品和创造新的财富，大大提高了社会总供给水平，有利于缩小供需矛盾，促进供需平衡，为经济持续、快速发展创造条件。

2. 通过公债认购主体的不同,调节货币供给和流通,优化资源配置和调节收入分配。高收入者认购公债的累进程度大于低收入者时,公债资金通过公共支出和转移支付,将导致高收入者的收入向低收入者转移,这有利于收入公平。国家集中公债资金配置到私人不愿涉足的公共领域,这不仅有利于公共事业的发展,而且也是一种资源优化配置的手段。居民、银行和政府三者之间的公债认购、流通转手使货币供给时而收缩、时而扩张,有利于经济的平衡发展。

3. 公债集中社会闲散资金,集中投入到经济发展最需要的地方去,这不仅提高了资金的使用效率,加速资本的周转和资本市场的发展,而且由于公债建设项目的社会效益进一步加强了资本的边际效率,还将有利于生产率的提高。

4. 政府举借公债,再把资金使用出去,通过资金来源和使用的方式不同,可促进投资和消费的相互转化。如果公债认购资金来源于非银行部门的投资资金,当政府将此资金用于消费性支出时,则会出现投资基金向消费基金的转化,此时对扩大消费需求、引导消费结构优化和层次升级有极为重要的意义。当然,如果政府将此资金用于投资性支出时,则消费和投资的比例关系不会改变,不过这有助于调整投资结构,从而改变国家的产业结构。因为政府投资具有计划性、规模性和公共性,它一方面可以消除经济发展过程中的“瓶颈”;另一方面还可以通过政府投资对私人投资的带动作用,使投资规模扩张,有利于启动需求、促进经济增长。

如果公债认购资金来源于非银行部门的消费资金,当公债资金用于投资时就有助于消费基金向投资基金转化。当公债资金用于消费时,此时消费基金和投资基金没有影响,只是非银行部门的消费需求向政府部门转移,这改变了消费基金的使用结构;至于公债资金何时用于投资、何时用于消费,多少用于投资、多少用于消费,要视宏观经济具体情况确定。当投资疲软、预期利润率下降时,可增加政府投资,增加人们对未来的信心,带动私人部门积极投资,