

公共财政丛书

主 编○何振一

副主编○杨天赐

公共债务

.....

主编 / 冯健身

GONG GONG
ZHAI WU

中国财政经济出版社

GONG GONG CAI ZHENG CONG SHU

《公共财政丛书》编委会

主 编：何振一

副主编：杨天赐

编 委（按姓氏笔画为序）：

丁学东 冯秀华 冯健身 杨天赐

张弘力 何振一 贾 杰 徐珠丽

贾 康 解学智 戴柏华

本书编写人员：

主 编：冯健身

执 笔（按姓氏笔画为序）：

韦士歌 王利华 冯健身 李向东

陈景耀 郑 权

总 序

1998年冬，国务院在总结我国20年来财政改革成就和经验的基础上，提出了建设社会主义市场经济公共财政框架的构想，从而明确了我国财政改革的目标模式，翻开了财政改革的新篇章。

从计划经济的统包供给式财政向社会主义市场经济的公共财政模式转变，乃是一项前无古人的事业，既缺少专业理论可资指导，更没有现成经验可资遵循。改革实践迫切需要理论的创新和理财思路的更新。为适应这一实际需要，我们邀请一批专家学者编写了这套《公共财政丛书》。丛书以邓小平理论为指导，以江泽民关于建立适应社会主义市场经济要求的财政体制和稳固、平衡、强大的国家财政的重要指示为依据，在总结20年改革经验以及已有的建设公共财政新经验基础上，以史为鉴，以国际经验为鉴，从理论与实际结合上，对我国公共财政建设的各个侧面以及必须解决的重大理论和实践问题，进行系统的研究并归纳出结论，提出改革方略。丛书由公共财政概论、公共支出、公共收入、公共预算、公共财产管理、公共债务等六个分册构成。

丛书的主要作者，都是活跃在财经战线上的业务骨干，他们既是有丰富实践经验的专家，又是学术界很有造诣的学者。由于他们的努力，给这部丛书增添了不少特色：第一，针对性强，丛书各分册研究的内容，都是公共财政建设中人们十分关注的热点问题，也是改革中必须解决的理论与实际问题；第二，视野开

阔，博采众长，丛书广泛吸纳了国内外的学术成果和实践经验；第三，具有探索的前沿性，各分册都能把研究的触角伸向财政学科理论前沿，勇于向新的理论制高点和难点冲击，既实现了理论观点的创新，又展望了改革之未来；第四，突出实践性，丛书是理论性专著，但对各个问题的分析，并没有仅停留在理论层次上，而是在理论剖析之后，提出可资实际操作的改革方略和对策；第五，雅俗共赏，丛书在保证问题研究的理论深度和高度的基础上，对问题的阐述采取了深入浅出的方法，力求通俗易懂，兼顾专业读者和非专业读者之需要。因此，这部丛书无论是对财经业务部门的业务人员，还是对财经理论研究和教学工作者，乃至财经院校的学生，都是有益的参考文献。希望大家都能喜欢这套丛书。

由于组稿和编写的时间仓促，加之我们的水平有限，呈献给读者的这套丛书，肯定会有不足乃至缺欠，望读者不吝指正，以便再版时加以弥补和改进。

何振一

2000年8月8日

目 录

第一章 公共债务总论·····	(1)
第一节 公债的特性和作用·····	(1)
第二节 公债的起源和发展·····	(6)
第三节 公债理论概况·····	(19)
第四节 公债的经济影响·····	(21)
第五节 公债的构成·····	(29)
第二章 公债的发行和偿还·····	(38)
第一节 公债的发行条件和发行方式·····	(38)
第二节 公债的兑付和偿还·····	(58)
第三节 我国公债发行和兑付的总体情况·····	(61)
第三章 公债流通市场·····	(75)
第一节 公债流通市场的交易方式·····	(75)
第二节 公债市场价格的形成·····	(85)
第三节 公债的收益与收益率·····	(97)
第四节 公债利率期限结构·····	(110)
第五节 公债托管清算体系·····	(115)
第四章 公债的宏观管理·····	(136)
第一节 公债的管理体制·····	(136)

第二节	公债的规模·····	(147)
第三节	公债的结构·····	(155)
第四节	对外公债管理·····	(160)
第五章	市场化进程中的中国公债政策·····	(173)
第一节	公债政策内容与公债政策工具·····	(173)
第二节	公债政策目标体系·····	(178)
第三节	公债政策与财政政策的关系·····	(184)
第四节	公债政策与货币政策的关系·····	(189)
第五节	公债政策与财政、货币政策的协调·····	(194)
第六节	改革开放中的中国公债规模问题·····	(198)
第七节	市场化进程中的中国公债政策·····	(203)
第八节	市场化进程中的地方政府债务问题·····	(208)
附录	世界主要国家国债管理制度介绍·····	(211)
第一节	美国的国债管理制度·····	(211)
第二节	日本的国债制度·····	(220)
第三节	英国的国债管理制度·····	(230)
第四节	法国的国债制度·····	(235)
第五节	意大利的国债管理制度·····	(242)
第六节	加拿大的国债管理制度·····	(252)
第七节	韩国的国债管理制度·····	(264)

第一章 公共债务总论

第一节 公债的特性和作用

鉴于人们在概念运用上的差异，作为本书的开篇，首先须界定公债的含义。公债是指国家举借的债，包括内债和外债。在西方理论界，多把国债作为公债组成部分看待，是专指中央政府的举债。在我国，由于目前不允许地方政府举债，所以把国债视同公债。

一、公债的特性

国家出现财政赤字或建设资金不足时，为了弥补财政赤字或资金缺口，需要以举借债务的方式借入资金。如果政府采取发行债券的方式来筹措资金，这就创造了公债资金的需求。同时，如果社会经济组织或个人，为了获取一定的收益，增加投资手段，愿意在一定时期内向政府贷出自己所拥有的资金，这就自然形成了对公债资金的供给。

在现代信用经济中，公债资金的供求双方是以价值规律为自己活动的基础的。一般情况下，国家以债务方式筹措资金的条件是：代价合理、期限固定和风险共担。其中代价合理表示公债的收益亦即政府借入资金的代价不能低于应债人的边际投资收益，否则公债将不能成为一种投资选择，政府也难以实现筹措资金的

目的。期限固定指公债发行前必须根据资金需求的性质明确规定借款时间。风险共担指借款人和贷款人在共享一笔资金创造的收益的同时，必须承担运用这笔资金的风险。与之相对应，公债资金供给者也有三个要求：这就是报酬要合理，时间要合适，资金要安全。供求双方最终通过金融契约来选择和搭配各自的条件与要求，这种金融契约，是通过贷款人认购，政府出具无记名公债券或记名凭证来实现的。

与私人债不同，公债主要有以下几个特征：

（一）有严格的法律约束

公债与私人债不同，私人债虽然也受国家法律保护，但国家并不能对每项私人债制定相应法律，而公债不同，每项公债发行都必须有其相应的公债法律、公债条例等为依据，并在法律、条例上具体标明资金需求者的需求条件，即愿意负担的代价，期限和利率。因此，公债乃是对发行者有严格法律约束，对投资者利益有严格法律保护的一种特殊信用。

（二）具有最高的信誉度和安全性

私人债是以私人信用为依据，由于作为私人信用保障的私人财产的有限性，其信用基础相对薄弱，从而对债权人来说其风险较大。公债则不同，公债发行依据的是国家信用，而国家信用的基础又是国家的主权和资源，因此，由政府以国家主权和资源作为承担公债还本付息责任的基础，除非国家出现特别事件，即便如此，以后仍然有获得补偿的可能性。所以公债的信誉度和安全性是顶级的，在发达国家的主要信用评级机构对证券的评级中，以主权为基础的公债总是这个国家有价证券评级中最高的。

（三）稳定的收益性

公债有可流通和不可流通之别，可流通公债的收益是指投资者从公债的认购到清偿期间所得到的利息和资本增值，不可流通

公债的收益则是指认购到清偿期间所得利息。公债由于风险最小,安全可靠,政府又有着高度的信誉,其市场价格发生波动的程度相对于其它债券来说,通常要小得多。由于其市场行情相对稳定,公债的收益率也常处于相对稳定状态。因此,公债乃是一种几乎没有风险的、有可靠收益的信用品种。正因为这样,在一些发达国家中公债利率就成为市场的基准利率,也是国际资本市场上的基准利率。其他品种的债券设计都以此基准利率为主要参考依据。

二、公债的作用

弥补财政赤字是公债产生的主要原因,用发行公债来抵补财政赤字也是世界各国的主要做法。然而公债除了这一作用外,对经济社会发展还有诸多的其他作用。

(一) 政府有计划地组合资源配置的手段

财政部门通过发行公债,将属于社会各经济组织或个人暂时不使用的货币集中起来,以供国家集中安排使用。实际上是政府对GDP的再分配和对社会资源配置态势的调整。国家通过公债集中货币资金的实质是资源集中,政府将这部分资金用于不同方向,对经济结构将发生不同的影响:将闲置资源从消费领域经国家借贷转向生产领域,社会积累的规模将因此而扩大,积累与消费的比例会得到调整;将闲置资源由微观消费领域通过集中借贷投向公共消费领域,则将改变消费基金的使用结构;将微观生产领域的闲置资源经过国家集中借贷投向重点建设领域可以调整投资结构,从而改变国家的产业结构。

(二) 可以提供新的信用流通工具

对于处于市场经济过渡阶段的我国而言,发行公债,增加新的投资工具具有特殊的意义,这不仅大大丰富了人们的投资选

择，更使集中于储蓄渠道的资本找到了出口，有利于降低银行体系的风险。而对于投资者而言，公债是一种优质的金融资产，特别是在我国较高的公债收益率和较小的风险的条件下，公债极富投资价值，近年来公债市场的持续火爆就是这种状况的良好反应。随着市场经济的进一步深入，公债作为金融资产的重要组成部分，既有利于启动我国投资者相对薄弱的投资意识，又有利于最终塑造“国家调节证券市场，证券市场引导投资者”的金融构架体系。

（三）公债的发行有利于实现储蓄向投资的转化，提高资金的运营效率，化解金融风险

我国大量资金集中于以间接融资为核心的银行体系蕴藏着巨大的金融风险，直接融资和间接融资体系相对缺乏竞争大大减缓了储蓄向投资转化的速度，而直接融资无法与间接融资相竞争的最主要的原因就在于直接投资品种单一，无法打破间接融资体系的垄断地位。发展包括公债在内的证券市场有利于使直接投资逐渐取得它本来应该取得的地位，促进两大融资体系的竞争，从而提高资金运营效率。

（四）公债对于促进我国的资本市场深化有不可替代的作用

1. 中国居民收入支出的资本化趋势使中国资本市场发展和深化具有了最坚实的经济基础，经济发展水平的提高使国民收入不仅局限于消费而是在相当程度上包含了具有资本形成功能的收入，而且这一收入比例还将不断扩大，这就要求经济体系有一个多元、畅通的储蓄投资转化渠道；要求经济体系提供足够的、流动性较强的金融资本；更要求经济体系形成一个具有资本流动功能的资本市场。这种趋势和要求使得发展公债市场成为一种重要选择。在中国股票市场诸多问题难以有效解决现状下，公债市场的发展更有着特别重要的意义。

2. 中国相对不合理的金融结构的彻底改变有赖于资本市场的发展和深化。间接融资体系为主的现状阻碍了金融资本和产业资本融合,减缓了资本转化的速度,降低了资本使用的效率,解决这一问题,发展中国的公债市场同发展股票市场具有同等重要的作用。在当前这两大市场发展远没有达到资本深化应该达到的程度,特别是发展公债市场相比股票市场又很滞后,这就更需要丰富公债市场的品种,加大公债市场的产品数量。

(五) 有利于国家实现宏观调控职能

在市场经济条件下,财政政策与货币政策是国家对经济调节的基本手段。货币政策则主要是依靠所谓三大政策工具——准备金、再贴现和公开市场业务,而在资本市场日益发达的情况下,公开市场业务将越来越成为一种良好的选择。这主要是基于准备金政策过于激烈,容易引起货币供应量的巨幅波动,而再贴现则由于更多的局限性而难以有效发挥作用。(1) 再贴现政策作为政策工具使中央银行无法拥有足够的主动权,甚至市场的变化可能导致其违背初衷。(2) 再贴现率高低有限度,经济高速发展时,再贴现率再高也难以遏止商业银行再贴现,反之经济萧条时再贴现率的降低并不能使商业银行增加信贷支持经济恢复。(3) 再贴现率的波动往往使商业银行由于市场利率的波动显得无所适从,加大了银行体系的风险。相比之下,公开市场业务具有明显的优越性。

首先,公开市场业务可以任意规模进行,中央银行买卖政府债券,其额度能够使商业银行准备金达到合理水平;如果央行在很小的范围内进行公开市场业务,可使准备金进行适度调整。

其次,央行在进行公开市场业务时拥有完全的主动权。中央银行能够根据金融市场的变化主动出击,进行经常性、连续性的操作,不像再贴现政策一样处于被动地位。

最后，通过公开市场业务，央行可以实现直接的政策目标，而其它政策手段则无法达到直接目标。然而公开市场业务要有效地发挥作用必须具备一定的条件，最主要的就是对金融市场的要求。由于中央银行公开市场业务买卖的主要是公债，因此从货币政策角度看，发育良好的公债市场是国家实现有效宏观调控经济体系的基础。

公债也是实施财政政策，调控宏观经济的重要手段。这不仅是因为发行公债可以极大地增强财政用于宏观调控的财力，还在于公债的发行及其收入的使用，对经济社会将发生诸多的效应，政府有计划地借助公债发行和收入的使用，就可以有效地达到宏观调控的预期目的。

第二节 公债的起源和发展

一、公债的产生

公债产生于古代社会，确切的产生年代至今没有准确的考证材料。据恩格斯的研究结论，公债产生晚于捐税。邓子基教授在《公债经济学——公债历史、现状与理论分析》一书中则认为，在奴隶制时代，国家公债就已经产生了。公元前4世纪，古希腊和罗马就出现了国家向商人、高利贷者和寺院举借债务的现象。马克思在《资本论》第一卷中则提出“公共信用制度，在中世纪的热那亚和威尼斯就已产生，到工场手工业时期已流行于整个欧洲。”总之无论产生于什么具体年代，有一点可以肯定，公债产生晚于税收，是由于税收不足，为弥补财政赤字而出现。

公债产生是出于弥补财政支出不足的需要，但其发展的原因

却不单纯是财政赤字的发展，而是经济社会发展的结果，问题很明显，如果社会没有相应的闲置财力，公债就会成为无源之水。正因为是这样，公债到了资本主义时代才得到长足发展。

首先，只有到了资本主义阶段，国家履行职能所需的开支才开始膨胀，从而才有了大量发行公债的必要。

其次，资本主义的生产方式以及反映资本主义意识形态的个人主义是国家发行公债的前提条件。因为封建君主可以动用任何财富，而无须借贷，借贷关系的平等不符合封建君主和臣民之间的原有关系，到了资本主义阶段，政府和居民个人作为平等对立的经济利益主体的观念逐渐确立，这就产生了公债这种政府对个人及集体经济组织借贷的方式。

第三，资本主义的发展积累了大量的货币资本，从而为公债的发行提供了经济基础。资本主义阶段积累的财富在封建时代是难以想像的。

第四，只有在资本主义时代，才可能为公债的顺利发行提供必要的技术条件。

近代的金融机构，全国性的金融市场以及较为发达的信用制度是发行公债所必需的三大技术条件。而在资本主义以前的时代是根本无法想像的，这也正是信用关系、金融市场及金融机构越发达，其公债市场也越发达的根本原因。

二、旧中国公债发展综述

中国的公债起源于清光绪二十年（1894年）的“息借商款”，由户部效法西方向“富商巨贾”借款发行第一次公债。

正式发行公债券是在清光绪二十四年（1898年），清政府为应付给日本在甲午战争中的赔款，发行了“昭信股票”，期限20年，年息五厘，以政府田赋，盐税担保，这次举债是中国公债史

上的一个耻辱。

1912年清政府镇压辛亥革命的革命党人，又一次采用举债的形式筹集军费，这是清政府最后一次发行公债。外债产生于清朝同治四年（1865年）清政府向英格兰银行的借款。

到北洋军阀统治时期，各大军阀控制的中央政府不断发行公债以支持自己脆弱的统治，这段时间是中国举债最紊乱也最频繁的时期。这使中国经济和政治的稳定受到相当大的破坏。

民国政府成立后，为了推进北伐战争和反共，在国内外大量举债，同时也发行了部分发展实业的公债，在整个国民政府期间公债发行的总体特点是滥发滥用，规模过于庞大，券种较杂，对我国后来发展公债市场造成很多消极影响。

三、传统计划体制下中国公债

新中国成立后，曾于1949年12月发行第一次人民胜利折实公债，期限5年，分5次偿还。1953年我国开始第一个五年计划，进入大规模建设时期，发行了国家经济建设公债，连续五年发行了35.45亿元的公债。除了1954年发行的债券，期限为8年，分8次偿还外，其余的期限均为5年，分10次偿还。

这两次发行的公债品种单一，不具流通性，是完全的政府计划行为，对新中国经济的恢复和“一五”计划经济建设的圆满完成起到了不可低估的作用。

四、改革开放后我国的公债市场

减税让利是我国经济体制改革初期的核心，调动了经济主体的积极性，部分改变了国民收入分配格局，同时也使财政收入下降。而财政支出却未能随之下降，以至连续三年出现较大的财政赤字，1981年国务院决定采用发行国库券和借助地方财力来弥

补预算赤字。同年1月16日国务院颁布《中华人民共和国国库券条例》，其发债的主要目的是将由于扩大企业自主权而分散的财力重新集中起来，因而发行对象主要是国有企事业单位。

但这种发行公债的方式并没有根本改变财政状况，加之改革开放使城乡居民收入水平有了较大提高，储蓄大幅上升，从1982年以后开始增加向个人发行公债的比例，1982年发行的40亿公债中，22亿由个人购买，从1981—1984年每年平均公债规模为40亿元，1985年增至60亿，1986年也发行60亿元，利率也提高到6%，1987年发行国库券160亿元是前几年的总和，同时不仅发行国库券，也发行了国家重点建设债券。1988年发行国库券90亿元，另发期限2年，利率为9.5%的70亿元重点建设债券以解决基本建设缺口。

1988年之前，尽管公债发行期限和品种有所增加，但由于没有公债二级市场，公债持有人感到变现不便，影响了公债的信誉度。1988年是我国公债市场发展史上的一个重要转折点。为了解决公债变现难的问题，逐步建立和发展了公债市场，并于当年4月和6月在61个城市进行国库券流通转让的试点，开创了我国公债流动性的先河。

1989年由于通胀严重，国家发行保值公债，以保护投资人的利益，同时将原来针对企业发行的债券改为特种债券。

1990年，由于国家提高了银行存贷款利率。财政部相应将3年期向个人发行的国库券的利率提高到14%，向企业发行的5年期特种债券的利率提高到15%。同时1989年和1990年公债二级市场有所发展，以公债为经营对象的证券中介机构不断增加。1991年财政部第一次组织了公债发行的承购包销，有20家证券中介机构参加了承购包销团，这标志着公债的一级市场即发行市场也在我国初步建立起来。

随着公债发行市场的建立,新的发行方式也随之逐步建立起来。但由于发行条件没有市场化,一旦市场发生变化,就会导致发行困难,事实上1993年公债发行时确定的票面利率与当时二级市场收益相差巨大,造成公债发行困难。1993年我国第一次引进了一级自营商制度,19家一级自营商参与了当年第三期公债的承销。1994年大量增加了公债的期限品种,丰富了公债的交易手段。同时还首次发行了半年和1年的短期公债及向个人投资者发行的不可上市的储蓄债券。

1995年我国公债发行规模进一步扩大,公债发行比前一年增长50%左右,公债品种更加丰富。一方面各种期限品种的公债增加了投资者的投资选择,满足了不同投资者的投资需求,又改变了长期以来中长期公债为主的格局。另一方面我国在发行可流通公债和不可流通公债,1995年发行了3年期凭证式不可流通国库券,它虽不能进入二级市场交易,但持券者急需兑现时可到原购买网点提前兑现,增强了公债的流动性,公债品种的多样化,在满足不同投资者需求的同时,也为公债的顺利发行奠定了基础。

1995年公债发行还向市场化迈出了重要的一步,第一次采取招标方式发行公债,并获成功,为促进公债一级市场的健全和完善,提高公债发行效率,降低公债发行成本,确保公债发行计划的顺利完成提供了保障,利率选择上也尽可能接近了二手券的收益水平。可以说我国公债的二级市场已经有了较大的发展,逐渐向规范化和国际化靠拢。

1994年公债期货市场交易十分活跃,促进了现货市场的发展,但也带来了包括监管不严,风险控制滞后及违规操作在内的一系列问题,以至1995年发生了震惊国内外的“3.27”事件。5月17日国务院同意,中国证监会发出紧急通知,在全国范围内

暂停公债期货交易。

但公债现货市场并没有受此打击走向萎缩,相反公债现货市场的发展在 1995 年以后加快了。公债发行方式更多地采取了市场化的招标方式,公债期限品种更加多样化了,中央银行的公开市场业务在 1996 年展开,同时公债回购业务更加活跃。1996 年 1 月 8 日推出了期限为 3 个月的短期公债;6 月 14 日又发行了国际上已相当普遍的 10 年期附息公债。这种附息债券与贴现债券并存,长短期公债结合的局面大大丰富了公债品种,对完成公债发行计划起到了积极作用。发行规模越来越大,1995 年发行量达 1520 亿元,1996 年达 2000 亿元,1997 年发行了 3240 亿元,1998 年超过 3000 亿元。公债规模的进一步扩大为政府采取公开市场业务调节货币供应量并有力地调控宏观经济创造了条件。

五、我国公债市场现状评价

(一) 我国公债规模

1. 从中央财政角度看我国的公债规模。公债发行的目的是为了加速经济发展,实施有效宏观调控或弥补财政赤字,因而发行主体要考虑到期偿还本息的承受能力。衡量公债发行主体承受能力的主要指标是公债依存度和公债偿债率。

(1) 公债依存度。公债依存度是公债收入与财政支出的比值。过高的公债依存度使财政过于依赖债务收入,并对未来国家财政的发展和运用构成潜在威胁。我国的公债依存度比美国和日本等国要高,美国 1982—1994 年公债依存度达 18.1%,中央对财政依存度则达 22.3%;日本公债依存度在 1982—1994 年平均为 27.4%,中央财政依存度为 27.4%。我国由于中央财政占 GDP 比重过低,因此依存度要大得多。

(2) 公债偿债率。在财政困难始终未能得到缓解的背景下,