

CAIZHENGZHENGCE YU JINGJIZENGZHANG

GUOZHAI SHICHANG

国债市场

财政政策与 经济增长



袁 东 著

 经济科学出版社

国债市场 财政政策 与经济增长

袁东 著

经济科学出版社

责任编辑:李伟红
责任校对:孙 昉
版式设计:周国强
技术编辑:刘 军

国债市场 财政政策与经济增长

袁东 著

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

中国铁道出版社印刷厂印刷

出版社电话:62541886 发行部电话:62568479

经济科学出版社暨发行部地址 北京海淀区万泉河路 66 号

邮编:100086

*

850×1168 毫米 32 开 10.25 印张 260000 字

1999 年 2 月第一版 1999 年 2 月第一次印刷

印数:0001-3000 册

ISBN 7-5058-1651-9/F·1164 定价:15.00 元

图书在版编目(CIP)数据

国债市场 财政政策与经济增长/袁东著.-北京:经济科学出版社,1999.2

ISBN 7-5058-1651-9

I. 国… II. 袁… III. 公债-研究 IV. F810.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 01627 号

前言

国债是一个悠久而常新的话题。从经济学分析的角度看,对国债的研究是分作两个层次的。即不管是古典经济学还是非古典的现代经济学,首先是将国债作为一种财政范畴,探讨国债制度的形成与影响。尤其是国债分配与储蓄、资本形成、税收负担移转间的关系,一直是经济学家们所孜孜不倦争论的问题。但直到凯恩斯将他提出的“非古典公债理论建立在经济过程中的非古典理论之上时,才强调了赤字财政的中心作用”。^① 所以,获得诺贝尔经济学奖的詹姆斯·M. 布坎南(James M. Buchanan)教授和理查德·E. 瓦格纳(Richd E. Wagner)教授于 80 年代末总结到,“凯恩斯对国债理论的创新促使了有效的财政制度的转变,不仅意味着政治家面临的约束日益松弛——这些约束阻止带有巨额举债筹资的财政预算,而且意味着为保证增加实际收入和就业量的更重要的宏观经济目标寻找了一个手段。”^② 另一方面,即使是中世纪的国债,也已

① [美]布坎南、瓦格纳:《赤字中的民主》,中译本,北京经济学院 1978 年出版,第 20 页。

② [美]布坎南、瓦格纳:《赤字中的民主》,中译本,北京经济学院 1978 年出版,第 20 页。

开始作为一种有价证券、信用商品在新兴的欧洲交易所广泛交易。20 世纪 70 年代后,伴随着两次石油危机的冲击和浮动汇率制度的采取,金融自由化进程加快,利率的大幅度波动使国债交易在成为资金调剂、利率风险管理工具的同时,也形成了美国、日本、欧洲日益庞大的国债市场。于是,有一部分经济学又将国债作为金融市场上的一种资产予以研究。

但是,国债毕竟不同于其他有价证券,即使是作为证券市场一部分的国债市场,也更多地依附于财政制度和政策选择。也就是,作为有价证券的国债内涵,最终还是由其第一个层次所决定的。或者说,国债首先是一个财政范畴,其次才是一种非货币资产。由此,对国债的完整分析与研究,就必须同时包含这两个层次,既应重视国债作为财政范畴的基础性决定意义,又应关注现代国债市场运行对政府财政政策乃至货币政策效应的牵引作用。在这方面,1981 年获得诺贝尔经济学奖的托宾(James. Tobin)教授的研究工作最为突出,他从批判由约翰·希克斯爵士正规化的标准 LS/LM 模型对国债的忽视开始,认为那种“把政府债券同所有其他非货币资产混在一起”的理论是不准确的,并以他自己的理解,创立了“资产选择和资产积累宏观经济模型”,具体解释了国债作为一种特殊金融资产,在探讨财政、金融政策与通货膨胀率和资本密度之间的关系。^①

然而,不管是国债制度、国债政策、财政政策,还是国债市场,都应服务于经济稳定增长为目标才有现实意义。中国改革开放 20 年来,国债的发行规模越来越大,国债交易日渐广泛。尤其是 90 年代以后,国债已成为证券市场上交易参与者和交易规模及影响并不逊色的有价证券。1998 年 9 月份中国政府第一次在财政预算执行年度中向全国人民代表大会常务委员会申请追加 1000 亿元

^① [美]詹姆斯·托宾:《资产积累与经济活动——十年后的稳定化政策》,中译本,商务印书馆 1992 年出版,第 71~91 页。

国债发行量,作为支撑反周期财政政策的工具,以作用于扩大国内需求和启动经济增长。基于以上认识,针对中国的现实情况,我总想将国债市场与财政政策和经济增长联系起来,作一些力所能及的分析和研究。有了这样的想法后,我就热心留意学习和积累,结合自己的工作,不断冷静地思考,将日常零星却持续的探讨、思索逐步联结、整理和体系化,最终形成了这本摆在读者面前的著作。

至于全书的构成,我以内容和其中的逻辑性为标准分成三篇十五章。从现实的角度看,由于中国在发展国债市场的过程中更多地是从学习西方发达国家的成功经验和已有的技术性操作机制而展开的,而制度和机制的引进是需要与之相适应的环境条件的,所以在发展阶段和金融约束机制差异较大的情况下,其中的偏差和由此出现的问题是显然的。不容忽视的是,原本是波动最为平稳和风险最小的国债市场却成了一系列风险隐患的发源地,对财政政策的支撑作用有所偏离。尤其是投机的过度和风险的显露,自然对经济增长是一种抑制,从而使得债务管理存有值得认真思考之处。所以,有必要认真分析西方发达国家的国债市场发展过程,并着重从中总结其不同历史阶段的发展特点和债务管理原则。为此,我以部分 OECD 成员国为蓝本对其国债市场总体发展过程作了分析,并以此为基础,对照相关原则,以 90 年代以来中国国债市场发展过程及其反映出的问题为案例,分析了影响债务管理能否成功而又不脱离市场发展的中国国债利率与市场组织形式问题,指出了国债利率所涉及到的纳税负担和利益分布关系。随之而来的是,如何在推动国债市场有效发展过程中实现成功的债务管理,使之不能偏离财政原则的内在要求,对该问题的回答涉及到如何界定货币市场与资本市场,国债到底是哪一个市场中的资产的问题。对此,我认为以期限长短来界定资本与货币市场的传统理论已显得非常苍白,因而我重新定义了这两者的含义,得出了国债主要是一种货币市场工具,并按货币市场思路设计中国国债市场制度的结论。

不管是国债市场、债务管理,还是财政政策,都应以经济增长为重。而真正创造增长的是企业,并且也正因国债市场是证券市场的一部分,那么,为了从更广阔的角度认识国债市场与经济增长在中国的现实联系,中篇便从债券市场、股票市场机制的有效性、证券交易的风险角度论证了对企业改革和股权结构的作用问题。同时,从债券市场的角度论述了内地与香港的金融合作。因为香港已成为今后中国经济稳定增长的一个重要因素。这已为世人所普遍关注,中国的国债、财政政策不能不考虑这个因素。尽管中央政府按“基本法”的要求不能干预特区事务,但香港金融市场对内地的影响是应当予以注重的。

作为最大发展中国家的中国,经济增长是至关重要的。因为它关系到就业、社会稳定和中华民族在下世纪的伟大复兴,关系到对国际经济社会的应有贡献。而受1997年开始的亚洲金融危机的影响,中国经济增长压力加大,我国政府为此及时明确了刺激国内需求、启动经济增长和加快改革的政策原则,并通过增发国债、增加公共投资而灵活运用更加有力的反周期财政政策。换言之,改革开放20年来,我国第一次面临如此巨大的需求刺激和大规模财政政策调整任务,对此,亚洲金融危机和国际经济金融形势的动荡及其影响,不能不说是一个直接因素。为此,下篇从分析金融危机与经济增长的关系开始,重点从现实角度论述了中国对国债与财政政策运用的有关问题。首先,从作者观察到的亚洲金融危机及其对中国影响与启示的层面上,提出了“经济发展战略”与“增长模式”的问题。其次,为了支撑一定的经济增长目标,必须有相应合理的财政、货币政策架构。作为“前车之鉴”的日本于过去十多年来的变化是耐人寻味的,因而从分析日本财政、货币政策结构的变化及其对经济增长影响结果所展示的启示入手,重点论述了国债支撑基础上的中国财政政策积极运用的现实选择及其合理性。为了进一步从理论上佐证这一点,便从对70年代以来一直争论不休的“李嘉图等价定理”的理解开始,对国债、财政政策与经济增长的关系进

行了初步的理论分析。第三,由于保证经济长期持续增长的要求,以及基于今后经济增长不仅仅来源于投资、国有经济的拉动,也不仅仅是由国内力量拉动的现实,非国有经济已成为投资、消费、净出口、就业及经济总体增长的重要支撑力量。所以,要真正使财政、货币政策成为代表国民经济利益和切实支持经济全面增长的公共政策,就必须将对非国有经济的支持纳入视野,这正是政策指导思想需要解放和前进的重要方面。而对于人们较为关注的来自净出口对经济增长的牵引,已不仅仅是外贸政策问题。现代经济理论已对财政政策与外贸收支差额的相关性展开了深入研究,最为出色的是美国经济学家约瑟夫·斯蒂格利茨(Josephe. Stiglitz)的“双赤字”理论。因而我从这一角度就财政政策对促进净出口拉动经济增长的作用予以理论和实证分析。最后,由于当今一国经济增长已不能同国际金融经济形势截然分开,尤其是80年代末以来日益兴盛的金融、贸易、投资的自由化和整体经济的全球化,对各个国家产生了程度不同的多方面冲击,也使财政与货币政策的相对效果发生了变化,亚洲金融危机和全球金融动荡已告诫各国政府,在安排财政、货币等宏观经济政策时必须正视金融风险问题,因而对财政政策在增强金融风险防范与化解能力、支持经济健康增长方面有何作为的分析,显然是必要和迫切的。至于作为以“市场经济全球化”为本质的经济全球化,已同21世纪中国经济的长期稳定增长联系在一起,支持增长的政策制度安排就必须进一步扩大视野,通过对全球经济走势和经济全球化进程的分析和预测,确定适当的生长目标和相应有效的政策制度。这是今后研究和实施宏观经济管理所必须注重的。

本书正是遵循这样的逻辑思路来安排章节体系的。在具体写作过程中,我始终紧紧围绕中国和世界的现实变化,尽可能从中归纳出明确的理论观点和建议性结论。还需说明的是,自己没有刻意去追求教科书式的章节规模的均衡,而是着重阐述自己的见解和相关理论分析。

这本书是我在以往作过有关税收、国债市场、证券市场和金融资本研究的基础上，着重从宏观经济角度对相关问题的初次或进一步分析。尽管我是利用工作之余的时间坚持完成写作的，但其中相当部分启发和思考力量来自我的工作，或者说，我作这些研究也是为了更好地指导自己的工作。正因如此，我非常感谢财政部的有关领导与同事对我的工作和研究的支持，虽然我没有在此一一列举他们的名字，但我会终生铭记他们的指导、启发和帮助，并将真诚的谢意永揣心底。

但愿我个人的努力能够对世纪之交的经济实践和研究工作有所贡献，这也正是我一直追求的。至于文中的观点，我个人将负全部责任。忠心希望得到广大读者的热心交流与指正。

袁 东

1998年11月2日于北京永乐小区家中书房

目 录

前言.....	1
---------	---

上篇 国债市场与债务管理

第一章 西方发达国家国债市场发展分析.....	1
一、西方主要国家政府债务规模情况	2
二、政府债券的种类、期限结构.....	5
三、国债的持有结构.....	10
四、国债的发行方式.....	13
五、国债的偿还.....	15
六、有关国债的税、费管理	16
七、国债二级市场.....	16
八、中央银行与国债市场：公开市场业务操作	19
九、国债市场的管理.....	19
十、西方国债市场的特点.....	20
附：部分 OECD 成员国的国债市场简况	23

第二章 中国国债市场发展与管理评析	31
一、国债发行市场的总评价：以 1996 年和 1997 年为例	31
二、中国国债利率与市场组织形式评析：以 1996~1998 年 的二级市场为主要分析视角	42
三、对中国债务管理的评价与建议：低成本是债务管理的 首要原则	57
四、对国债管理的工作性建议	64
第三章 从货币市场与资本市场的角度看国债	71
一、对货币市场与资本市场含义的再认识	71
二、国债运行特点的分析	75
三、国债与市场的关系	76
四、国债主要是货币市场工具	78
五、由货币市场与资本市场的对比看中国国债市场的运行 及其管理分工问题	79

中篇 中国证券市场体系与企业改革

第四章 债券市场与企业改革的关系	85
一、我国债券市场的现状及其与企业改革的关系	86
二、几点建议性分析	89
第五章 股份公司股权结构与股票市场机制有效性的比较 分析	94
——兼论中国股票市场运行的制度基础	94
一、从欧美和日本的股份制度演变中观察股权结构与股票 市场运作机制的关系	95
二、中国的股份制度与股票市场运作关系分析	102
三、建议性结论	112
第六章 证券市场与企业资产重组	116
一、如何正确看待国有企业的资产重组	116

二、企业资产重组的思想前提	118
三、国有企业资产重组的难点及其解决思路	119
四、企业资产重组中的主要参与者及其作用	122
第七章 从债券市场看未来香港与内地金融市场之发展与 合作	128
一、内地与香港债券市场发展现状的对比分析	128
二、从未来债券市场的发展看内地与香港的 金融合作前景	134
附：对深圳发展债券市场的思考	141
第八章 证券交易结算中的风险与防范：资金账户设置与托 管体制	147
一、一个不容忽视的问题：证券交易结算中资金账户的 设置管理	147
二、风险防范的关键一步：国债托管制度建设	153
三、风险防范不应否定信用交易：对股票信用交易 制度的看法	158

下篇 金融危机与经济增长：中国对国 债及财政政策的运用

第九章 亚洲金融危机及其对中国的影响与启示	161
一、亚洲金融危机留给我们的深层次思考	162
二、亚洲金融危机和全球金融动荡对中国的深层 影响与启示	178
第十章 国债支撑基础上的中国财政政策的积极运用 ——兼论日本财政、货币政策变化及其对 中国的启示	188
一、从日本财政、货币政策的变化中看财政政策	

与国债	189
二、灵活运用财政政策对经济运行的反周期调节	204
第十一章 债务、财政政策与经济增长的一般分析	208
一、对债务、财政政策与经济增长一般关系的理解	208
二、一个有关公债效应的理论问题：“李嘉图等价定理”及其 在中国的现实意义	211
三、对中国经济形势以及债务、财政政策与增长 关系的认识	220
附：罗斯福““新政”简析	226
第十二章 中国财政、货币政策成为真正有效公共政策的视野 扩展	
——兼论切实加大对非国有经济的财政、货币信 贷政策支持力度	232
一、非国有经济的发展现状	234
二、对非国有经济现行政策制度安排的分析	237
三、对政策安排的建议性分析	241
第十三章 财政政策对促进净出口拉动经济增长作用的分析	
——兼论中国财政政策与外贸收支差额 的相关性	244
一、一般理论分析	244
二、1980~1997 年中国财政政策与外贸收支差额的 实证分析	254
第十四章 金融风险与财政政策和经济增长	
——兼论政府财政与中国金融风险的防范 和化解	265
一、对现代市场经济中金融风险的分析	266
二、对当前我国金融风险及其防范与化解的相应财政、货币 金融政策安排的分析	268
第十五章 经济全球化与中国经济增长的政策安排	278

一、当前和今后全球经济走势简析	278
二、经济全球化和地区化的进程、趋势及其影响	281
三、经济全球化对发展中国家的影响及我国所采取的对策 ...	284
四、对世纪之交的中国经济增长目标及财政、货币政策安排 的预测与建议性分析	289
后记	
——兼谈学以致用、以用促学的感想	295
参考文献	303
图表	
表 1-1 西方主要国家国债余额与 GDP 的比率	3
表 1-2 西方主要国家偿债率	4
表 1-3 《马约》标准	5
表 1-4 美国国债种类结构	6
表 1-5 部分国家中长期国债发行额占 GDP 比率	7
表 1-6 部分国家短期国债发行额占 GDP 的比率	8
表 1-7 部分国家本币国债的剩余期限结构	9
表 1-8 部分发达国家国债持有结构	12
表 2-1 1997 年国债发行计划规模与中央财政总收支 对比表	32
图 2-1 1997 年国债发行计划规模与中央财政总收支 对比图	32
表 2-2 1996~1997 年 10 次国债招标发行收益率及 其对比情况一览表	35
图 2-2 中国目前金融经济条件下国债发行方式与 发行收益率、上市交易收益率间的关系	37
表 2-3 1997 年 6 月 16 日商业银行撤出上海证券 交易所前后国债、股票价量变动	44

图 2-3	1997 年 6 月 16 日前后 91 天国债回购收益率与 上证综合股价指数变动趋势比较	52
表 2-4	1998 年 1~5 月银行同业拆借市场利率 情况一览表	55
表 2-5	1992~1997 年中国外债结构情况一览表	62
表 2-6	1985~1997 年中国外债风险指标情况一览表	63
表 5-1	中国上市公司股权结构及其变动情况一览表	102
表 5-2	股份公司不同类型的单个法人股东所占股份的 情况(%)	105
表 7-1	1993 年几个国家和地区金融市场主要 指标对比表	133
表 9-1	亚洲有关国家和地区同美国的实际利率与实际 GDP 增长率对比	164
图 9-1	日本、韩国的国内价格与国际价格对比	167
图 9-2	国际国内价差与国内消费者福利效用的关系	167
图 9-3	韩国实际工资总额占 GDP 份额的变动曲线	168
表 10-1	日本特别减税后纳税额变化情况	190
表 10-2	日本 1998 年 4 月 24 日综合经济对策的核 心内容一览表	191
表 10-3	法人税实际税率国际比较	196
表 10-4	中国财政赤字与债务利息支出变化一览表	198
表 10-5	日本及西方主要国家公债情况对比简表	198
表 10-6	美国联邦预算赤字构成(占 GDP 的比率)	199
附表 1	美国基本赤字占 GDP 的比率(%)变化情况	199
附表 2	美国社会保障与预算赤字	200
图 11-1	考虑到“李嘉图等价定理”情况下的公债 排挤效应分析图	216
附表 11-1	1920~1940 年美国联邦政府收入、支出和 债务情况	230

附表 11-2	1929~1946 年美国失业变化情况	231
表 12-1	1993~1996 年非国有经济与国有经济实现 的社会消费品零售总额的变动情况	235
表 12-2	1990~1997 年国有经济与非国有经济的有关 对比情况	239
图 13-1	在国内非政府部门供求均衡条件下财政赤字、 外贸差额与总供求变动关系	247
图 13-2	国内非政府部门投资与消费均衡时的财政收支与外 贸收支关系	248
图 13-3	国内储蓄剩余条件下财政收支差额与外贸 收支差额的关系	249
图 13-4	当国内储蓄小于投资时的财政收支与外贸 收支关系	250
图 13-5、13-6	最佳财政盈余空间	253
表 13-1	1980~1997 年中国外贸收支差额与财政收支 差额的变化一览表	255
表 13-2	1985~1996 年中国国内总储蓄、国内总投资及外资 引进情况	257
表 13-3	1986~1996 年中国的财政净支出乘数及 对贸易收支差额的影响	258
图 13-7	1985~1997 年 GDP 与通胀率的对比	259
表 13-4	1985~1997 年间的实际利率变化情况	260
表 13-5	1988~1998 年官方牌价汇率、市场汇率与 真实估计	261
表 15-1	1996 年全球经济份额分布情况一览表	279
表 15-2	1997~1999 年世界经济增长率(GDP)情况	280
表 15-3	对 1999 年经济增长率、投资总额及其分布的 测算表	292
表 15-4	1998~2010 年国债规模预测一览表	293