

第十二章 国债和国债市场

第一节 国债原理

第二节 国债的经济效应和政策功能

第三节 国债负担率和国债依存度分析

第四节 国债市场及其功能

第五节 政府直接隐性债务和或有债务

第一节 国债原理

- 一、国债的含义及其产生和发展
- 二、国债的种类、结构和负担
- 三、国债的发行和还本付息

一、国债的含义及其产生和发展

- (一) 国债的含义

概念： 公债是政府为弥补财政收入的不足或实施特定的经济调控政策，以信用形式筹集资金而形成的债务。

特点：

- ✓ 有偿性
- ✓ 自愿性
- 灵活性
- 与其他债券相比的特点：
 - 安全性高；
 - 流动性强；
 - 收益稳定； 免税待遇

(二) 国债的产生和发展

■ 1、产生条件：

财政状况（收入不足）；

社会上有闲散资金；

信用制度的发展；

经济发展水平。



2、公债发展的原因：

- 对外扩张的需要；
- 剩余产品增长、闲置资本扩大；
- 实行宏观经济调控的需求（赤字财政政策）。

公债是财政和货币政策的联接点，在宏观经济调控中发挥着重要作用。

中国公债现实

- 1998年：7000亿元特别国债
- 2007年：15500亿元特别国债
- 2009年：允许中央政府代地方政府发行地方公债2000亿。
- 地方政府为什么没有国债发行权？

地方公债现实

- 目前，我国《预算法》严禁地方政府举债，地方政府发行债券必须修改法律。
- 事实上，《预算法》的规定虽禁止了地方政府合法发债，却控制不住地方政府变相举债。有的地方政府采取变通的方法，通过设立一些隶属于地方政府的投资公司，在公司的平台上进行发债和融资的业务，如上海浦东发展建设债券、重庆城建重点债券、广州地铁建设债券等。

二、国债的种类、结构和负担

- (一) 国债的种类
- 1. 以国家举债的形式为标准，分为国家借款和发行债券。
- 2. 以筹措和发行的地域为标准，分为内债和外债。
- 3. 以债券的流动性为标准，分为可转让国债和不可转让国债。
- 4. 以发行的凭证为标准，分为凭证式国债和记账式国债。

- (二) 国债的结构

国债结构是指一个国家各种性质债务的互相搭配，以及债务收入来源好发行期限的有机结合。

- 1. 应债主体结构
- 2. 国债持有者机构或应债资金来源结构
- 3. 国债期限结构

- 。

■ （三）国债负担和限度

1、国债负担可以从以下四方面分析：

- （1）认购人负担
- （2）政府负担
- （3）纳税人负担
- （4）代际负担

、衡量国债规模（限度）的指标：

绝对指标：

- (1) 历年累计债务的总规模，即国债余额
- (2) 当年发行的国债总额
- (3) 当年到期需还本付息的债务总额

相对指标

- 债务负担率
当年累积未清偿公债余额/当年国内生产总值×100%
- 债务依存度
当年公债发行总额/当年财政支出总额×100%
- 偿债率
当年公债还本付息额/当年财政收入总额×100%
 - 国际上一般把偿债率水平控制在10%以内

三、国债的发行和还本付息

（一）国债的发行

■ 国债发行的常见方式

- 直接发行方式
- “随买”方式
- 承购包销方式
- 公募招标方式
- 综合方式

（二）国债的还本与付息

■ （二）国债的还本与付息

还本方式：

- （1）分期逐步偿还法
- （2）抽签轮次偿还法
- （3）到期一次偿还法
- （4）市场购销偿还法
- （5）以新替旧偿还法

还本资金来源：

- （1）设立偿债资金
- （2）预算列支
- （3）举借新债

- 国债的付息方式
 - (1) 按期支付法
 - (2) 到期一次支付法

第二节 国债的经济效应和政策功能

- 一、李嘉图等价定理及其实证研究
- 二、国债的经济效应
- 三、国债的政策功能

■ 一、李嘉图等价定理及其实证研究

（一）李嘉图等价定理的含义（债务和税收等价）

含义：政府支出是通过发行国债融资还是通过税收融资没有任何区别，即债务和税收等价，国债仅仅是延期的税收。

逻辑基础：消费论中的生命周期假说和永久收入假说。

意义：若成立，则政府扩张性财政政策是无效的。

（二）对李嘉图等价定理的评论

反驳的观点：

- 1、理性预期假设在现实中很难实现；
- 2、资产假设有偏差；
- 3、政府以发行国债融资会促进社会投资增加；
- 4、个人预见能力和信息对称假设不一致；
- 5、一次性总量税假设不合理。

二、国债的经济效应

- （一） 国债的资产效应

国债发行量的变化，不仅影响国民收入，而且影响居民所持有资产的变化。

- （二） 国债的需求效应

总量效应和结构效应。央行购买国债：一般定义为总量效应；其它金融结构或居民个人购买国债：结构效应。

- （三） 国债的供给效应

三、国债的政策功能

- （一）弥补财政赤字
弥补财政赤字的手段
国债作为弥补财政赤字主要手段的原因？
- （二）筹集建设资金
- （三）调节经济

第三节、国债负担率 和国债依存度的分析

- 一、国债负担率分析
 - (burden ratio of national debt)

- 二、国债依存度分析
 - (dependency ratio of national debt)

一、国债负担率分析

- (一) 我国国债发行和国债负担率情况
- (二) 国债负担率与财政赤字的简单动态关系分析

- 国债负担率与财政赤字的简单动态关系分析
 - 1. 国债与财政赤字简单动态分析框架
 - 2. 我国国债负担率变化趋势和原因的分析

- 1. 国债与财政赤字简单动态分析框架
- 根据这个分析国债和赤字动态变化的简单框架，推导
- 出计算国债负担率升(降)变化的公式：
- $$db=b(r-y)+z$$
- 其中：**db**代表以微分符号表示的国债负担率的升（降）变化，**b**代表国债负担率，**r**代表实际国债利率，**y**
- 代表**GDP**实际增长率，**z**代表基本赤字率。

- 推导过程:
- 设 B 代表国债余额, i 代表国债的名义利率, π 代表通货膨胀率, r (实际利率) $= i - \pi$, P 为价格总水平, Y 为实际产出 (GDP) 水平, y 为实际产出 Y 的增长率, z 为基本赤字率 (作为 GDP 的一个比例), b 为债务负担率。
- 根据定义, $b = B/PY$, b 随时间而发生的变化用微分符号表示则为 db , $db = d(B/PY)$, 根据微积分中的“分数法则”, 我们可以得到公式:
- $db = d(B/PY) = dB/PY - b(\pi + y)$ (1)
- 如果政府仅仅通过发行国债一种方式弥补财政赤字, 那么一年内国债余额的增加额就等于当年的财政赤字, 而财政赤字又等于基本赤字 (我们可以用 zPY 来表示) 加国债的利息支出 (等于国债余额乘以名义利率 iB), 用公式表示就是:
- $dB = iB + zPY$ (2)
- 把 (2) 式代入 (1) 式, 可以得出:
- $db = ib + z - b(\pi + y)$ (3)
- 将 (3) 式合并得到:
- $db = b(i - \pi - y) + z$ (4)
- $= b(r - y) + z$

2011年，我国实际举借国债15610亿元。经全国人民代表大会批准，2011年末国债余额限额为77708亿元。2011年末实际国债余额为72045亿元，占国内生产总值的15.3%，较2010年末降低1.5个百分点。

2011年我国中央财政赤字占GDP的比重为1.4%，年末中央财政国债余额占GDP的比重为15.3%。09、10年公债负担率分别为17.8%、17%

二、国债依存度分析

公债规模评析

1、结论：风险可控。当然除负担率外，债务依存度和偿债率都接近或超出警戒线。

2、评析：注意几大指标的特点及局限性；统计口径的差异；财政体制的特点；应结合地方公债一起评价；注意隐性负债,促进财政经济可持续发展。

第四节 国债市场及其功能

- 一、国债市场
- 二、国债市场的功能
- 三、我国国债市场的现状和进一步完善

- 一、国债市场
- 1、国债市场的含义
- 2、我国公债市场的构成与发展

- 二、国债市场的功能
 - （一）国债作为财政政策工具，国债市场具有顺利实现国债发行和偿还的功能
 - （二）国债作为金融政策工具，国债市场具有调节社会资金的运行和提高社会资金效率的功能

■ 三、我国国债市场的现状和进一步完善

● （一）国债市场现状

- 1、证券交易所市场及其特点
- 2、银行间债券市场及特点
- 3、柜台交易市场及特点

(二) 当前国债市场存在的问题

- 国债市场之间的不连通
- 国债市场的流动性不足
- 市场的基础建设落后于市场规模和交易规模发展的需求
- 尚未形成合理的收益率曲线，存在利率风险
- 市场产品过于简单，缺乏衍生产品

（三）进一步完善国债市场的基本思路

- 1、扩大银行间市场交易主体，促进银行间交易市场和交易所市场的联接；
- 2、完善国债管理制度；
- 3、推进市场信息技术和法制建设，进一步完善市场法规，加强市场监督；
- 4、加强市场基础设施建设，改善国债的托管清算制度；
- 5、加快银行间市场的资信评级制度建设，帮助交易成员控制信用风险；
- 6、加快国债交易形式和品种的创新；
- 7、建立国债投资基金，培育专业投资队伍。

第五节 政府直接隐性债务和或有债务

- 一、直接隐性债务和或有债务概述
- 二、我国当前地方政府债务问题

■ 一、直接隐性债务和或有债务概述

- （一）什么是直接隐性债务和或有债务
- （二）我国直接隐性债务和或有债务的现状
- （三）隐性和或有债务是一种世界性现象

■ 我国直接隐性债务和或有债务的现状

- 直接显性债务
- 直接隐性债务
- 或有显性债务
- 或有隐性债务

■ 二、必须高度重视，积极采取防范和化解对策

- （一）高度重视是防范和化解隐性和或有债务的前提
- （二）防范和化解隐性和或有债务风险的对策

三、我国当前地方政府债务问题

- 一) 地方政府公债发行的理论基础
 - 公共产品层次性理论
 - 财政分权理论
 - 代际公平理论

- 二) 地方公债发展历程
- 50年中央人民政府批准在东北发行采取折实形式记值的地方公债。1958年四月政府作出《关于发行地方公债的决定》
- 79值93年许多地方政府发行过地方公债。
- 95年，预算法实施，地方融资平台应运而生：
99上海城投5亿浦东建设债券，用于上海地铁建设等

- （三）地方政府公债现状
- 1、举债形式：
 - 一是地方政府主要通过直接举债和地方融资平台举债的模式融资，债权人主要是银行和金融机构；
 - 二是地方政府通过注入土地等资产设立融资平台公司，然后向银行借贷或是发债，是地方债的另一种主要模式

- 截至2010末，我国地方政府性债务余额10.7 万亿人民币，加上中央政府债务余额为6.75 万亿人民币，总计17.5万亿元，约占GDP 总量（39.7 万亿人民币）的44%，低于《马约》上限。

2011年6月27日，国家审计署发布了《关于全国地方政府性债务审计情况的报告》，引起了全社会普遍关注。报告显示，截至2010年底，全国地方政府性债务余额10,7174.91亿元，其中：政府负有偿还责任的债务67,109.51亿元，占62.62%；政府负有担保责任的或有债务23,369.74亿元，占21.80%；政府可能承担一定救助责任的其他相关债务16,695.66亿元，占15.58%。

- 2、债务构成：
- 从债权人结构来看，银行贷款占债务的最大比例，债券和借款也占一定比例。地方债务中，银行贷款占79.01%，其他单位和个人借款占9.75%，发行债券占7.06%，上级财政借款占4.18%。从债务责任来看，地方政府对八成以上的债务负有偿还责任或是担保责任

■ 3、地方债震荡

- 2011年4月，云南省公路开发投资有限公司对债权银行发出违约通知，震动银行界。云南省公路开发投资有限公司于2006年成立，是云南省政府的独资企业，注册资本50亿元，负责云南省二级以上高等级公路的建设、运营、筹融资和相关产业的经营开发，由于近年来云南省政府大力建设高速公路，公司大肆举债，目前已经债台高筑。

到2010年上半年，公司资产总额为1314亿元，负债1015亿元，资产负债率达到了77.24%，其中在各大商业银行的贷款余额约900多亿元。由于经营的高速公路收费收入不理想，公司无法偿还到期的贷款，因此于4月对债权银行发出通知函，声明“即日起，只付息不还本”。

- 地方政府操纵融资平台公司间转移资产，引起金融市场恐慌。地方政府在面临现金流断裂、已投资项目可能烂尾风险时，通过成立新的融资平台公司、划拨转移旧融资平台资产的方式再度融资。

例如，云南省政府把云南投资控股集团的核心资产——电力资产无偿划拨云南能源投资集团，类似事件还有四川高速四川高速公路建设开发总公司将所持四川成渝高速公路股份有限公司国有股权无偿划转至四川交通投资集团有限责任公司。

■ 4、影响和发展趋势

地方债务的不断积累，进一步破坏了中国经济平衡，加剧通胀，可能危害银行系统的稳定性，引发经济滞涨。地方债务不断积累，使得地方政府投资冲动无法抑制，大量资源投入低效的领域，中国经济更陷入投资拉动的陷阱，结构失衡越演越烈，影响经济结构调整、转变发展模式战略的实施。

地方政府债台高筑，而中央政府投鼠忌器，为了避免债务危机爆发而无法真正收紧信贷，无法有效控制通胀，中国经济有陷入滞涨的危险。2010年下半年以来，中国通胀压力不断上升，央行虽然多次上调存款准备金率，却因为担心触发债务危机而不敢大幅加息，结果无法有效抑制通胀。中国经济正在减速，通胀却越来越高，陷入滞涨的风险越来越大。

目前的地方债务模式有演变成庞氏危机的风险，不具有可持续性，最终将损害银行乃至整个经济的稳定性。2011-2013年，地方债务进入偿债高峰期，债务违约将不断出现，大量融资平台将陷入瘫痪并可能拖累大批运作良好的地方国有企业，需要各级政府介入挽救。

- 从偿债期限来看，2011-2013年将是债务到期高峰，地方政府面临沉重的债务压力。贷款期限约为2-3年，债券期限约为5-7年，债务总额中有60%以上在2011-2013年间到期。预计约有50%以上的融资平台将在2011-2013年期间面临流动性风险，其中部分还可能面临清偿性风险和倒闭危机。

由于大多数贷款和债务投资于周期长、收益低的公共工程，在2011-2013年期间获得足够收入偿债的困难很大，从而面临流动性危机，而部分项目甚至是绝对亏损的，在此期间就可能面临资不抵债的破产风险。

由于地方政府在融资时为了达标，迫使很多旗下运作良好的地方性国有企业提供担保，当负债公司陷入困境时，国有企业将被迫履行担保责任，也可能被拖入困境，由此产生的连锁反应将严重冲击地方经济。而如果融资平台真的破产倒闭，银行和债权人都将蒙受损失，甚至引发金融瘫痪；预计各级政府为了避免最坏的结果，会出面协调进行债务重组。

- 中国爆发欧盟式主权债务危机的可能性不大

第一，中国地方债主要用于对各类项目的投资，能够产生收益，而不是用于消费和福利，即使亏损也只是部分损失。地方债投资建设的公路、铁路和各类企业，都能产生一定的收益，至少能部分偿还债务，10.7万亿地方债中，真正无法还本付息成为呆坏账的，不会超过30%，政府有能力透过财政开支予以弥补

第二，中国地方债的债权人主要是国内银行和机构，不会出现资本外逃而引发流动性危机，这让中国政府和企业有时间逐步协调，完成债务剥离和债务重组。

第三，中国政府总体财务状况稳健，有能力消化目前的地方债务问题。目前，中央政府债务余额约为6~6.5万亿元，即使加上所有地方债、隐性负债，总额不会超过30万亿元，约占GDP的75%，仍然处于安全水平，而中国政府持有大量的国有企业、城市土地等经营性资产，足以消化地方债务

（四）、当前中国地方政府债务状况的总体评估

- 1、总体风险可控
- 2、短期面临流动性风险
- 3、局部可能存在一定风险
- 4、局部的短期风险较为集中

- 防范与化解地方政府债务风险的途径
- 1、短期重点应对流动性风险措施：减持上市公司股份；盘活国有资产；允许地方发债，拓展市场化、规范化的融资渠道
- 2、长远看应重点完善地方债务管理机制：完善分税制财政体制；强化地方政府债务约束机制；建立政府债务风险预警机制；统一管理地方政府债务。