

积极财政政策下的国债投资 退出机制研究

邱华炳 苏宁华

自1998年我国开始实施积极财政政策以来,国债发行开始进入一个新的增长时期,由于国债增长过于迅猛,使人们担心政府财政特别是中央政府财政面临的债务风险问题。本文想从政府的债务风险着手,研究国债投资以后如何进行国债资金的回收用于归还债务,解决中央政府将来可能出现的债务风险。

一、积极财政政策实施过程中的 债务风险不容忽视

经济体制改革以来,我国国民收入日益向个人和企业集中,相应地,政府所掌握的国民收入比重迅速下降,至90年代初财政收入(税收收入)占国民生产总值的比重已不足15%,政府财政开支捉襟见肘。在这种财政背景下,实行积极财政政策,扩大政府开支,提高社会总需求水平,从而刺激内需不足的经济,主要的收入来源就是通过发行大量国债来筹措所需的巨额资金。

国债发行规模的剧增,不可避免地导致了政府累积未偿债务的增加,其隐藏的债务风险也随之加大。国际上通行的衡量一国政府债务状况指标主要有三个:一是偿债率,指当年国债还本付息额与当年财政收入的比重,国际上公认的安全线是8—10%;二是债务依存度,指当年国债发行额占当年财政支出的比重,国际上公认的安全线是20—30%;三是负担率;指当

年国债累积余额占当年国民生产总值的比重,国际上公认的安全线是60%。

从偿债率和债务依存度来看,我国政府尤其是中央政府的偿债率和依存度已大大超过国际公认的安全线,从财政安全的角度考虑已不适合继续大量发行国债。我国中央政府的偿债率和依存度指标之所以居高不下,主要有二个方面的原因:一是政府税收收入占GNP的比重低,如1999年税收收入占GNP的比重仅为13%,相比之下发达国家平均税收收入所占比重在20%以上,这就使得政府需要发行更多的国债来筹集资金,用于补充财政开支;二是我国目前规定地方政府不得发行公债,使得债务风险全部集中在中央政府手中,在实行分税制的情况下,中央政府只占税收收入的一部分,使得中央政府的偿债率和依存度偏高。如果不提高政府税收收入占GNP的比重,同时提高中央政府收入比重或将一部分债务转由地方政府承担,那么中央政府所隐藏的债务风险就不容乐观。

从债务负担率来看,我国目前累积的债务余额与当前庞大的国民生产总值相比,其规模是比较小的,与发达国家相比似乎还有很大的承受空间。但是,我们应该看到,西方发达国家的债务负担率比较高,其原因是多方面的,首先是其政府的应债能力较强,由于政府税收占国民生产总值的比重较高,而且一般具有发达的资本市场,国债的发行和偿还能够通过资本市

场顺利进行,因而能够承受较高水平的债务;其次,西方发达国家的高债务负担率并不是一蹴而就,而是经过上百年的长期积累才形成的。就我国情况而言,尽管当前的债务负担率比较低,但其增长的速度非常快,如果以目前这种速度持续增长,不出十几年,我国的债务负担率就可能达到发达国家目前的水平。此外,我国政府的税收收入占国民生产总值的比重较低,资本市场不发达特别是国债市场还不完善,因而政府对债务的承受能力受到很大的限制。因此,尽管目前的债务负担率比较低,但这并不意味着我国发行国债还有很大空间。

发行国债筹集财政资金以实施积极财政政策,是扩大内需的必要途径,但是,我们在发行国债时,必须密切关注我国中央政府的债务状况,将政府的债务水平控制在政府所能承受的范围之内,从而控制、降低中央政府可能面临的债务风险。

二、国债投资资金的回收是降低中央政府债务风险的重要因素

债务风险的核心在于到期能否偿还债务,如果国债到期时政府可以筹措足够资金并且不影响经济的稳定及政府信誉,那么就不存在所谓的债务风险。从各国的财政实践来看,一国政府债券到期后的偿还资金来源主要有以下几个方面:

1. 利用财政盈余来偿还到期债务。要做到这一点就必须使无偿性的税收收入大于财政支出,出现财政节余。自西方国家从自由的市场经济过渡到政府调控的市场经济以来,凯恩斯经济思想逐渐为政府所接受,为了通过财政收支活动来干预、影响经济的运行,政府需要掌握大量的经济资源,而税收等无偿性收入经常不能满足政府需要,于是出现财政赤字就不可避免了。事实上,从大多数西方国家的情况来看,出现财政盈余的政府是非常少见的,即使在某一年份出现财政盈余,其数额也是非常少的,根本就难以偿付到期的巨额债务。发展中国家在独

立之后,为了加快经济发展速度,缩小与发达国家之间的差距,政府更是采取了加大政府投资的力度,扩大公共投资规模,这些举措无疑会导致政府收支的失衡。因此,利用政府财政盈余来偿还到期政府债务,尽管在理论上是可行的,但在实践中却难以贯彻,不可能成为偿债资金的主要来源。

2. 通过预算直接拨款来偿还到期债务。这种方法要求在制定下年的国家预算时,专门安排一笔资金用于偿还到期国债。如果国债累积余额不大,每年所需偿付的债务数量不大时,专门安排一笔资金并不是件很困难的事情。但是随着时间推移,国债余额不断增大,每年支付的到期债务就会不断增加,当到期债务达到一定规模时,要在每年的国家预算中专门列出一项支出用于偿还到期国债,就显得非常困难了。因为在政府预算中,每年的大部分支出都是刚性的支出,是维持政府正常活动、保持社会安定的必需支出,如果要将其作为国家预算支出的一项,在税收收入不可能大量增加的情况下,必然会挤占政府必需的其它开支,影响其正常活动的开展。在国债余额数额庞大的国家里,每年都需要偿还数额很大的债务,政府为了不影响其正常活动的开展,不可能将其全部作为预算的一个组成部分,而是将其中需要偿还的利息部分列入国家预算支出中。即使如此,利息支出在国家预算支出中的比重也是相当大的。例如,1965年时美国联邦政府的净利息支出占联邦财政支出的比重为7.3%,到1980年的时候比重上升到8.9%,1995年更上升至15.3%。

3. 借新债还旧债,即通过国债业务的掉期操作,将到期的国债以新的国债方式延续下去。事实上这种方法是大多数政府解决到期债务偿还的主要途径。由于政府的预算收入不可能大幅度提高,依靠发行新的国债筹集资金成了一种最为方便的手段,成为政府在筹集还债资金时的首选。但是这种方法容易导致国债余额的不断上升,政府的债务风险有可能不断增加。

西方发达国家往往采取多种筹集偿债资金

的方式,其中主要以借新还旧为主,其它方式为辅。日本就是一个典型的例子。日本偿还债务的资金来源主要有几个方面:一是由一般预算会计提供的资金,包括:(1)每年按上年度末国债余额的1.6%从经常预算中提取资金转入偿债基金。(2)结余资金,将一般会计预算的决算结余资金的50%以上转入偿债基金。(3)预算划拨,根据需要由预算确定,将一般会计预算资金转入偿债基金。二是部分国有资产经营收入。日本政府的投资范围不仅涉及到非盈利性的纯粹公共部门,而且还投资于盈利性的基础产业如铁路、能源等领域,这些产业的投资在市场经济条件下也可以获得可观的收益,这些收益构成了政府还债资金的一个组成部分。三是发行新国债偿还旧国债。由于日本每年发行国债的规模非常大,因而通过第三种方式即借新还旧成了国债偿还的主要筹资渠道,日本的累积债务余额占GNP的比重也就难以压缩。1970年日本中央政府国债余额占GNP的比重仅为3.7%,到1980年上升至28.7%,1990年为38.2%,至1996年这一比例已上升至49%。

我国发行国债的历史并不长,但增长速度很快,特别是1994年《中国人民银行法》出台,规定财政不得向中央银行透支以来,国债的发行规模更是连年上新台阶,相应地每年偿还数额很大,如何筹措偿还资金,寻找合适来源就成为政府的一项重要任务。就我国目前的财政状况而言,一方面是中央政府税收收入占整个国民收入的比重低,另一方面是政府的许多职能并未随着经济改革而相应调整,因而国家预算内的资金安排就显得较为紧张,很难在预算内专门划出一笔资金用于国债的偿还。

在预算内资金不能安排偿债资金的情况下,借新还旧成为一种主要的筹集资金的途径,通过发行新的国债以取代到期的国债,导致国债规模的滚动扩张。我国国债累积余额的不断扩张,一方面是由于每年都出现大量赤字,需要通过发行国债来弥补,另一方面则是因为每年筹措大量的还本付息资金,也需要通过发行国债加以解决,从而导致了国债规模的迅速扩张。

例如,1999年我国中央政府发行的国债规模为4015亿元,其中,代地方政府举借的数额为300亿元,还本付息为1911亿元,弥补财政赤字1797亿元,建立中央财政偿债基金7亿元。

但是,单靠借新债还旧债容易迅速加大中央政府的债务风险。在国债完全依赖借新还旧时,国债累积余额占国民生产总值的比重上升速度很快,造成政府的债务负担不断加重,从而可能引发债务危机。因此,在借新还旧之外,寻求其它偿债资金来源是非常必要的。

就我国而言,通过国债投资的资金回收,将回收的资金作为偿还债务的一种重要途径是很有必要,而且在实际操作上也是可行的。我国国债资金的使用和西方发达国家有所不同。西方发达国家的政府一般不干预市场经济活动,政府财政职能限于公共财政领域,通过发行国债筹集的资金使用领域也主要在公共领域内,这些公共领域的投资一般具有很高的社会效益,但基本上没有经济效益,或者其数额很少,无法通过其自身的活动产生足够的现金流用于偿还当初的投资。因此政府在筹集偿债资金时不考虑这一途径(日本是一种例外,其政府投资涉及面广,既包括公共领域的投资,也包括市场经济领域的投资,因而国债投资资金回收成为日本偿还债务的一种资金来源)。

相形之下,我国政府的投资范围要比西方发达国家广得多,不仅包括公共领域的社会公益性投资,也包括社会效益和经济效益并重,可以由市场调节的领域,如能源、交通等行业。在经济改革不断深化的过程中,政府会逐渐退出盈利性的行业,但在社会公益性及社会效益和经济效益并重的领域仍将发挥重要作用。而政府通过国债筹措的资金主要运用于社会效益和经济效益并重的领域,其投资不仅能带来良好的社会效益,而且还能获得相当大的经济效益,项目经营中产生的现金流足以偿还当初的投资。因此,通过对国债投资项目的管理,回收投资资金,用于偿还到期国债,使其成为国债偿还的一个重要来源,将会减轻政府通过借新还旧偿还国债的压力,延缓国债累积余额的递增速

度,从而控制、降低债务风险。

三、建立国债投资顺利退出机制 保证国家投资资金的回收

当国债发行筹措的资金用于社会效益和经济效益并重的领域时,从理论上讲项目投资的资金回收是不成问题的,但从实践来看却常常出现投资资金回收困难的现象。因此,投资于这些领域的国债资金能否回收,关键在于建立一个能使国债资金顺利退出的机制,通过多方式、多渠道回收资金,促进国债资金利用的良性循环。

早在 80 年代,我国政府为了提高政府资金的利用效率,将作为国有企业投资的财政资金从拨款的方式转为贷款的方式,即所谓的“拨改贷”。从实际运作来看,政府并没有因“拨改贷”方式而相应回收财政资金,国有企业依然没有因拨款改为贷款而增加其经营的压力,资金的利用效率没有因之而得到质的提高。其中的原因在于一是政府和国有企业之间关系没有分开,银行和国有企业之间的关系没有分开,从而导致国有企业对政府给予的资金(不论是以拨款方式还是以贷款方式)没有偿还的压力,银行对政府委托的贷款发放也没有回收的压力;二是政府将其自身的资金以贷款方式创办国有企业,实际上是作为资本金来使用的,这笔资金一旦进入企业就不应该也不可能退出企业。由于以上二点原因,拨改贷之后的财政资金回收并没有达到预期效果。

随着经济体制改革的深化,政府意识到不能与民争利,开始逐步退出市场盈利性领域,在财政改革方面则逐渐向公共财政靠拢,于是政府的财政资金投资方向主要侧重于公益性领域和基础行业,其中通过国债筹措的财政资金主要投资于基础行业。

在这种背景下,中央政府可以从两个方面加强国债资金的回收和重新使用:

1. 将国债资金转借地方政府使用,由地方政府偿还或由地方政府进行投资项目担保,这

在我国目前的情况下是行之有效的一种国债回收方式。国债是中央政府以自身为债务人向社会所筹集的资金,而地方政府限于法律规定不得发行地方公债,因而从中央政府手中借入资金进行本地区的基础行业投资是可行而且是必要的。

从地方政府的投资来看,由于地方政府代表着本地区的利益,其投资范围主要包括以下内容:(1)进行本地区的基础设施和公用事业的投资。这些投资通常包括地区内的城乡共用设施、排水系统、市容卫生、老城区改造、道路铺设修造、园林绿化、城防(防火、防水)设施的建设,等等。(2)进行必要的生产性项目投资。一是与改善本地区投资环境有密切关系的本地区或跨地区生产性项目,如水利灌溉和农业设施工程,跨地区的供电、电力、煤炭等能源项目的建设,地方铁路、公路等等,需要进行地方政府联合投资建设。二是为本地区人民提供基本生产资料的一些低盈利、市场波动较大的行业和企业项目的建设或进行生产补贴,如为建立蔬菜、肉、奶、蛋及其他副食品基地而进行的投资,等等。

地方政府在进行政府投资时,单纯依靠地方预算资金是远远不够的。由于我国目前法律规定地方政府不得发行公债,使得地方政府减少了一个重要的融资渠道,因此,为了保证地方政府有足够的资金进行本地区的基础建设,由中央政府转借一部分国债资金用于建设是非常必要的。在这些国债资金投向的项目中,一般都应具有还本付息的能力,使得这些资金能够最终被收回,而不至于利用地方政府的税收收入来偿还中央政府的债务,影响地方政府日常工作的开展。为了强化地方政府还债的约束力,必须从法律上规范地方政府的各项行为,对违约的地方政府予以相应的处罚。

2. 通过资本市场回收国债投资资金。在我国资本市场日益发展的情况下,利用资本市场的筹资功能将政府的资金回收,用于新的项目或用于还本付息,减轻财政压力,而且还可培育社会公众投资者,促进市场经济的进一步发展和完善。具体来说,主要是通过三个方面进行:

一是通过股票市场将项目所有权拥有者从政府转变为社会公众投资者,这也是国外发达国家退出某些基础性行业的一个主要途径。国债投资的项目基本上是属于基础性项目,在股票市场上属于公用事业股,这些项目一般都具有较好的收益,能够为投资者所接受。当前主要要做好两方面的工作:一是尽快实现同股同权,这样才能使作为国有股权的国债投资能够充分在二级市场上变现,退出这些项目;二是对国债投资项目的上市予以一定的倾斜,优先安排这类项目企业上市。

二是通过资产证券化的方式将国债投资资金回收。资产证券化是指将缺乏流动性的资产转化为在金融市场可以出售、转让的证券的行为,能够利用资产证券化的资产一般都具有收益稳定、现金流量稳定的特点,不会因为经济周期的波动而出现大幅变动。作为国债资金投资的项目一般都是属于基础性投资领域,使这些产业属于一种现金流量稳定的行业,而且增长比较平稳,不易受经济周期波动的影响。比如,一条高速公路的建成,其收费的收入是比较稳定的,经济的起伏对它的运营并不大,其费用主要是体现在道路的维护及固定资产折旧方面,

也是相当稳定的,因此每年该高速路的收益是稳定的,象这样的投资项目就很适合进行资产证券化。在我国国债资金投放过程中,有相当一部分资金是通过贷款方式提供的,当这些投资项目开始产生收益,进入经营稳定期时,一般就可以通过资产证券化的手段将政府的国债贷款转化为分散在证券市场上可以流通的证券,通过出售这些代表一定资产的证券,从而回收国债资金。

三是通过产权交易市场,利用并购方式回收国债投资资金。随着我国市场经济的迅速发展,民间投资者的实力日益增强,其资金越来越充裕,它们总是在寻求各种投资机会,以获得不低于社会平均利润率的收益。当国债投资项目建成进入稳定的经营时期时,项目的收益是稳定的,而且风险很小,这些项目就会逐渐受到民间投资者的青睐。因此,为了退出这些项目以回收国债资金,政府可以在产权交易市场上,通过各种并购手段,将这些项目转让给民间的各类投资者,从而实现政府国债投资资金的退出与回收。

作者单位:厦门大学经济学院
(责任编辑 刘静武)

(上接第 15 页)层官员决定和负责,而且要有记录和签订保证承诺书,真正做到明确责任,责任到人。第三,加强财政部门对财政收支的监督。应该实行财政监察专员审查、审计检查、会计师事务所审计和舆论监督的监督机制。这一套监督机制主要是为了促使财政调整的方向适应经济发展的需要,促使财政调整所进行的支出是符合社会公众的利益。只有加强监督,才能使财政部门发现执行和调整中的问题,防止财政收入的流失和支出浪费的不当行为,从而促进有关调整方面的制度建设,完善约束机制。

最后需要采取一系列的配套措施,包括零基预算方法的使用和国库单一账户制度的推行等。零基预算主要是用于预算调整项目的评估。

国库单一账户则要求单位的每次调整都通过具体的账户来反映,保证财政部门及时了解执行情况,严格动用的预备费的使用,提高财政资金的使用效益。还有值得一提的是,有效规范和监督预算调整的一个重要途径是加快政务公开化的步伐,提高预算工作的透明度。只有这样,才促使各部门各单位把问题公开“摆在桌面”,征询意见,总结经验,不断改善工作。那么 X—无效率的现象才能得以有效的遏制,预算调整才能更加规范。○

作者单位:中山大学岭南学院
(责任编辑 吴雪)