

# 试论国债构成对货币供应的影响

厦门大学 张亦春 王济平

作者说,我国国家债券从持有人构成、期限构成、利率水平几方面对货币供应产生影响。在我国目前的政治经济态势下,利率对货币需求的弹性是非常低的,换言之,我国目前还不具备通过利率实现对货币需求调节的前提条件。那种无节制地调高利率来强化其利率弹性的做法是伪科学的,也是十分危险的,应竭力避免。

我们知道,根据不同的标准来划分,国家信用资金的结构形式主要有三种:持有人结构、期限结构和利率结构。研究这个问题能帮助我们了解国家债务的分布情况,这种分布情况直接影响到货币量的构成,偿债序列的合理安排,并进而影响国家的宏观调控政策,因此显得格外重要。

为了便于分析,我们先把我国1981年以来发行的国库券的期限、利率、持有人以及规模等列表如下:

表1 我国国债结构状况 单位:亿元

年 度	类 别	期 限 (年)	计 划 发 行 额	实 际 发 行 额	利 率 (%)		持 有 人				国 债 余 额
					单 位 购 买	个 人 购 买	单 位		个 人		
							额 度	比 重	额 度	比 重	
1981	国 库 券	6~10	40	48.66	4	4	48.55	49.8	0.11	0.2	48.66
1982	国 库 券	6~10	40	43.83	4	8	24.12	55.0	19.71	45.0	92.49
1983	国 库 券	6~10	40	41.58	4	8	20.71	49.8	20.87	50.2	134.07
1984	国 库 券	6~10	40	42.53	4	8	20.11	47.7	22.07	52.3	176.00
1985	国 库 券	5	60	60.61	5	9	21.66	35.8	38.85	64.2	237.21
1986	国 库 券	5	60	62.51	6	10					289.99
1987	国 库 券	5	60								
	重 点 建 设 券	5	55		6	10					431.88
	重 点 企 业 债 券	3	45								
1988	国 库 券	3	90		6	10					490.03

资料来源:(1)《中国财政统计》1981—1988年国库券条例。

(2)《经济研究参考资料》1987年,第193期。

下面进行具体分析:

## 一、国家债券的持有人构成对货币供应的影响:

### 第一,我国国债持有人构成及其特点。

持有人构成问题,也就是国家债券为谁持有的问题。《美国财政理论与实践》一书作者

写道：“按持有者类型划分的债务分布很重要，因为它影响到流通量构成和资金市场的地位。”（第540页）美国1981年的分布情况如下：

表2显示：政府信托基金会和联邦储备银行持有的债券额占债务总量的32%。但必须指出，前者持有的大部分为特别发行的债务，往往不通过证券市场来发行。后者虽然是从公开市场购买中取得债券的，但鉴于其政府性质，一般不构成联邦债务的一部分。除此之外的债务中，国内持有占80%，国外持有占20%，在国内持有中，私人持有占82%，州与地方持有占18%。在私人持有中，个人投资占32%；商业银行占19%，其他金融机构占11%。可见，它们的国债持有人构成是比较复杂的。

与美国相比，我国的国债持有人构成状况（参见表1）表现出以下特点：

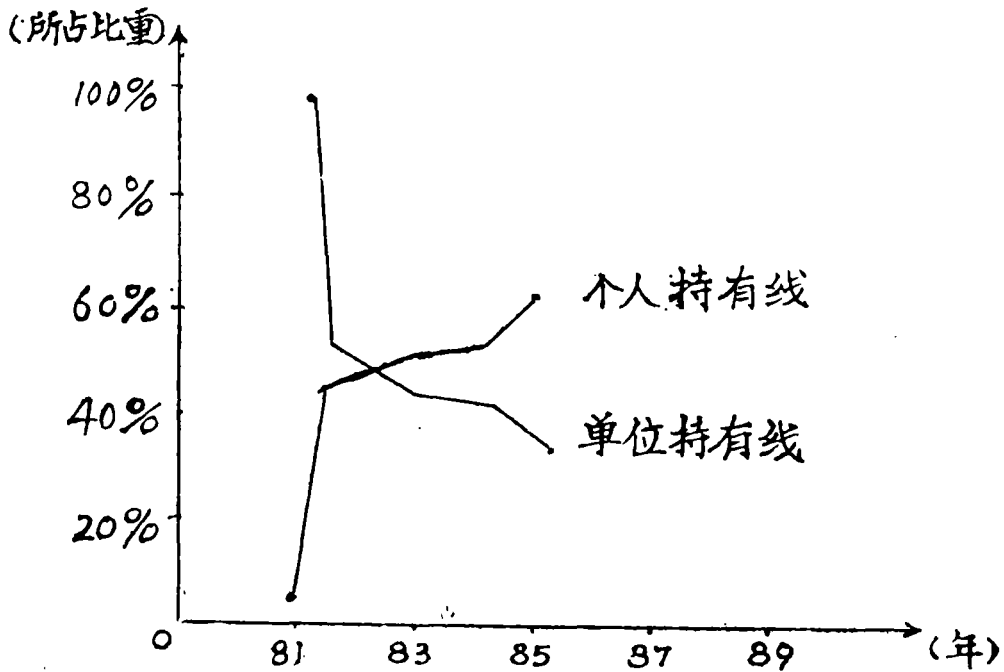
1. 持有人结构单一。表1告诉我们，我国国债的持有人为单位和个人。在这里“单位加个人”的含义基本等同于美国私人

表2 按持有者类型划分的联邦债务总额

单位，10亿元

国内	
联邦	334
美国政府机构及信托基金会	203
联邦储蓄银行	131
私人	469
商业银行	109
互助储蓄银行	34
保险公司	19
个人	150
杂项	157
州与地方政府	85
国外	141

资料来源：《联邦储备公报》1983年4月，第A33页。



(根据表1绘制)

持有中的“个人”一项。（近年出现的专业银行与其他金融机构的微量购买除外）可见我国持有人结构的单一性。具体地说：

（1）中央与地方政府无承购义务；

（2）中央银行不得承购；

（3）专业银行过去也不得承购，目前已有些改变，一定限度内允许专业银行购买与对企业、个人进行贴现；

（4）直到1987年10月，才开始国外发行工作，但到目前为止，数量非常有限。

如此单一的持有人结构，必然带来单一的债务分布。

2. 个人持有的份额上升很快，呈逐年上升之趋势。相反，单位持有份额则呈逐年下降之趋势，这种现象主要反映了两个问题，其一，反映了广大城乡居民货币收入增长很快，购买国家债券的积极性增强；其二，反映了国家正在运用国家信用手段进行宏观调控的愿望。我们知道，这几年经济过热，信用膨胀现象突出，社会总需求十分旺盛，提高个人持有国家债券的份额，将一部份消费基金转化为积累基金，推迟当期购买力的实现，有利于缓和社会总供求的矛盾。

第二，我国国家债券的持有人构成对货币供应的影响：

从以上分析中，不难得出结论：我国目前的国家债券持有者主要有四类：个人，企业单位（不包括企业化银行）、专业银行和国外持有。鉴于我国目前的特殊情况（比如财政在不得已时向银行借款或将来可能出现中央银行承购国家债券现象），我们将中央银行持有国家债券情形一并研究如下：

1. 中央银行持有国家债券对货币供应的影响。

中央银行持有国家债券，实际上与中央银行借款给财政是一回事。中央银行借款增加，意味着基础货币量增加。依据货币乘数原理，假定该时期乘数为 $K$ （ $K = 1/\text{法定准备率}$ ），则此时流通界的货币供应量将以 $K$ 为倍数来增长，因为，一般来说，中央银行总是用增加政府结余来代替政府的借款（中央银行代理财政金库，使得它可以轻而易举地做到这一点），当政府根据这笔在中央银行新增的存款准备进行支付时，银行清算制度的结果，使得货币供应量以乘数 $K$ 来倍增。可见中央银行持有国家债券对货币均衡的净影响是扩张性的，扩张倍数为 $K$ 。

2. 专业银行持有国家债券对货币供应的影响。

在我国，政府直接向专业银行借款还不常见，但政府已向专业银行发行债券，并允许企业或个人将未到期的国家债券拿到专业银行进行贴现和抵押贷款。一般说来，专业银行购买政府债券，会减少信贷资金来源，削弱专业银行的贷款能力。比如专业银行购买50亿元国家债券，这时专业银行的准备金将减少50亿，表面看来，这似乎造成紧缩性影响，但是我们必须看到，在专业银行准备金减少50亿的同时，政府支票的接受人的“银行存款”也增加了50亿，即专业银行的准备金同时增加了50亿。在乘数 $K$ 的作用下，整个财政活动对货币供应的净影响也是扩张性的，增加了货币供应量，只不过这时货币供应量增加的幅度会受到一些抑制，因为政府支票接受人的“银行存款”中有一部份是“财政性存款”，按现行制度规定，财政性存款直接受中央银行支配，直接受中央银行支配的存款不是流通中的货币，而是准货币。如果其他因素存而不论，财政性存款增加，实际上意味着流通货币的减少。另外，财政

将这笔50亿债务资金支出之后，不可能全部形成“银行存款”，更现实的是其中的一部分将以现金的形式进入流通界，我们知道，现金的货币乘数大致为一，因此，这两种形态的资金（或货币）不具备扩张性。可见，专业银行持有国家债券尽管也给货币供应造成扩张性影响，但这种扩张会受到一定的限制，其扩张的幅度一定小于中央银行持有国家债券的扩张幅度。至于小多少，应视当时国家债券资金支出的构成情形和支出效应情形而定。

### 3. 企业（企业化银行除外）持有国家债券对货币供应的影响。

企业购买国家债券，一方面减少企业投资，另一方面减少企业消费，表面看来对国民经济将会产生抑制性影响。在企业预算约束软化前提下，企业行为短期化，减少的将主要是投资而不是消费，从而这种抑制显得更大。但实际上问题并不这样简单，考察其净影响究竟是扩张的，还是抑制的，要取决于政府支出乘数和企业投资减少程度的比较。比如，企业购买50亿元国家债券，这时企业存款减少，高能货币减少。同时，国家财政会将其债务收入使用出去，其支出过程会形成财政性存款，现金发行和企业存款，这里，只有“企业存款”这部份是高能货币，会以货币乘数 $K$ 来倍增。如果倍增的结果大于50亿元，在信贷约束和税收约束呈刚性时，整个财政过程是扩张性的，会增加货币供应量；在信贷约束和财政约束双重软化时，企业投资可能不会减少，这时将会产生双重扩张。如果倍增的结果等于或小于50亿元，则整个财政过程有紧缩趋势，不会增加货币供应量。

### 4. 个人持有国家债券对货币均衡的影响。

个人购买国家债券对货币均衡的影响决定于个人打算用这笔购买债券的钱去干什么。这笔钱一般有三种处置办法：

（1）个人打算用这笔钱进行当期消费。在这种情况下，购买债券的影响是减少消费，是购买力的转移，不会产生过多的影响。

（2）个人打算用这笔钱进行远期消费，即用于储蓄。根据货币层次理论，居民储蓄存款同财政性存款一样不是流通中的货币，而是准货币，因此，个人用于储蓄存款购买政府债券的结果使得居民储蓄减少，潜在的购买力转化为现实的购买力，扩大货币供应量，加大商品供应的压力。因为，政府的债券收入终归需要使用出去，在政府支出乘数的作用下，其形成高能货币——“企业存款”的部份会增加货币供应量，从而对货币供应产生扩张影响。

（3）个人打算用这笔钱作为现金结余而闲置起来。在这种情况下，购买的债券的影响是：当期消费不变，储蓄存款不变，但国家债务收入增加。债务收入通过支出过程会增加货币供应量，从而对货币供应产生扩张性影响。原因就在于，现金的货币乘数大致为一，而当这部份现金变成国家的债务收入并被使用出去时，货币供应量就以财政支出乘数来倍增。

### 5. 国外持有者持有国家债券对货币均衡的影响。

向国外发行国家债券筹集资金或直接向国外借款，主要用途有二：一是弥补财政赤字，二是壮大经济建设资金规模。

如果这部份资金被用于弥补财政赤字，表面看来，当期不影响货币供应，但由于外债要还本付息，因此，它对以后的货币供应要发生影响，会直接增加国内货币的投放量。

如果这部份资金被用于经济建设，不论是直接借给企业使用，还是直接进口生产资料，都会引起总需求与总供给矛盾的尖锐化。这笔钱如果直接借给企业使用，必然会增加流通和生产过程的周转资金；这笔钱如果直接用于进口生产资料，又会迫使本国增加投资兴建相应

的设施，从而加大对资金的需求和物资市场的压力。因此，引进外资必须考虑消化和配套能力，否则超过了国家财政的承受能力，必然导致引进外资愈多，对本币资金需求也愈多的状况。另外，通过发行债券的方式筹集的外资，一般说来期限较短，利率较高，这种高利率外债增长的结果一方面加重了还本付息的负担，引起货币投放增加，另一方面又会拉动成本上升，引发产品价格上涨，加剧通货膨胀。因此，外债结构合理与否的问题应引起足够的重视。

## 二、国家债券的期限构成对货币供应的影响

### 第一，我国国家债券的期限构成问题。

国家债券的期限构成问题，也就是国家债券的期限选择问题。选择合理的期限构成的基本准则是什么呢？西方经济学家认为，其基本准则是使国家利息开支减至最低限度，由于借款成本势必因债务的到期期限而不同，因此在发行时应选择投资者愿意按最低成本吸收的债务，亦即政府应从成本最低的出借者那里取得借款。实践证明，这一法则有一定的合理性但也稍嫌简单。我们知道，债务的发行和偿还的不同期限的选择，是债务管理的重要内容，债务管理的目标是造成扩张性影响，还是造成抑制性影响，则完全取决于当时政府的政策目标。如果某时期的政策目标是为了降低流通能力，则即使发行利息开支较高的长期债券，也是完全可取的。因此，如何选择期限构成，既要考虑成本最低原则，又要考虑政策目标决定原则。

表3所反映的是美国按到期期限划分的债务构成。此表显示：债务到期期限在五十与六十年代中大大缩短了。1950年超过25年的长期债务占总数的16%；少于1年的债务占27%，而在1970年这一相应比率分别为4%与49%。平均到期期限下降了8至2年不等。这一现象反映出这样一个事实，即这一时期的债务管理（发行较短期债务）导致了债券流动性的巨大增加，这种格局与通货膨胀是密切相关的。对短期债务的依赖，能使国家减少在高利率条件下借入长期资金，同时由于投资者也感到未来的不确定性，他们尽可能减少长期资金和长期债券的购买。与长期债务相比，短期债务更近似于货币，因此，一般而言，长期债务对经济

表 3

到期期限	1950		1960		1970		1982	
	金额 (亿)	比重 (%)	金额 (亿)	比重 (%)	金额 (亿)	比重 (%)	金额 (亿)	比重 (%)
0—1	420	27	700	38	1,220	49	3,140	46
1—5	510	34	730	40	820	33	2,220	33
5—10	80	5	200	11	230	9	760	11
10—20	280	18	130	7	90	4	330	5
20—20以上	250	16	80	4	110	5	370	5
合计	1,540	100	1,840	100	2,470	100	6,820	100
平均到期年限	8.2		4.8		3.7		3.9	

资料来源：《联邦储备公报》1979. 3。

《总统经济报告》1983. 2，第256页。

以及货币均衡的影响是抑制的，而短期债务的影响则是扩张性的。

依据这一原理，我们来分析我国国家债券的期限构成问题：

我国国家债券的构成比较单一。从1981年到1989年，前四年发行的国债以6~10年为偿还期，接下来三年以5年为偿还期，最近两年则以3年为偿还期，明显呈现出下降趋势。这种下降趋势当然是由各种原因造成的。但通货膨胀，物价上涨过速则是其主要原因之一。请看下表：

表4

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
物价总指数上涨幅度 (以1980年为基期)(%)	3.5	2.9	2.3	4.4	14.1	10.4	13.5	18.5	17.8
国债偿还期(年)	6~10	6~10	6~10	6~10	5	5	5	3	3

资料来源：1.《中国金融年鉴》1988年。

2.《1989年国民经济和社会发展统计公报》。

此表揭示两个现象：其一，我国国债期限趋短；其二，期限趋短与通胀现象密切关联。我们知道，发行（与买卖）短期债券对中央银行实施宏观调控是有利的，但不利于进行长期经济建设投资，这在成熟的市场经济条件下具有相当大的利用价值。但在我国目前特殊的经济背景下，中央银行买卖短期债券进行市场调节的金融效应暂时还得不到体现，（更确切地说，暂时还不可能得到体现）且同我国发行国家债券的原始动机不相一致。我国发行公债的动机有二：一是弥补财政赤字，二是壮大国家建设资金。目前这种单一的并且是不断递减的期限构成，显然不利于国家信用职能的发挥。为此必须对此进行改革，下表提供一点思路：

表5

种类	期限	用途	规模
长期国债	10年以上	长期基本经济建设	尽可能扩大其规模。 办法有二： (1)开放二级市场，实现其期限转移之功能 (2)利率政策要灵活，要有利可图
中期国债	3~7年	(1)弥补财政赤字 (2)替换到期国债 (3)筹措一般建设资金	还款高峰期已近，规模一般不宜过大
短期国债	1年以内	(1)解决财政收支临时不足 (2)中央银行在条件具备时以此进行“微调”	视需要而定规模

## 第二，我国国家债券的期限构成对货币供应的影响：

一般说来，在未清偿的国债中，不同期限国债的不同组合，对于货币供应的影响是不同的。

1. 以长期国债为主的构成形式对经济以及货币均衡的影响是抑制性的。因为长期国债流动性小，变现力差，对市场货币流通量影响较小。同时由于长期债券利率较高，在政府债券高利率的“示范效应”下，银行利率势必上升，不利于民间的长期投资，这样对经济的抑制性影响在所难免。不过这种抑制性效果明显与否，要取决于投资率对利率的弹性，如果没有弹性，则抑制性效果难以实现（这方面问题下文详述）。

2. 以短期国债为主体的构成形式对经济以及货币均衡的影响是扩张性的。因为短期债券流动性较大，变现力强，是造成市场货币流通量不稳定的因素之一，同时，短期债券利率一般较低，“示范效应”的结果使得银行利率降低，形成投资量扩张态势。

3. 优化组合不同期限的国债，对货币均衡的实现与动态发展有积极影响。

单纯以长期国债为主的结构和单纯以短期国债为主的结构都不是最优化的国债结构。衡量一个国家国债结构是否最优，其标准应该是：（1）能否促进经济均衡发展；（2）是否有利于实现货币均衡；（3）是否符合当期的政策目标。那么，如何找到这一合理结构呢？必须从应债主体的动机和承受能力的分析入手。舍弃非正常因素，一般而言，个人购买国债主要是为了获利，因此大都愿意持有长期国债；银行购买国债主要是为了增强清偿能力，其次才是获利；企业购买国债也是为了获利，按道理也应以购买长期国债为主，但事实上由于我国企业行为短期化倾向的影响，企业大都偏向于中、短期债券。明确了各应债主体的动机之后，接下来必须明确各应债主体的应债能力<sup>①</sup>，然后，根据各应债主体承受能力的大小决定不同期限国债的发行数量的多寡，通过这种办法来界定国债的期限构成与份额，不失为一种良好的选择，一方面保证国债机制的顺畅运转，另一方面，会平抑国债发行对货币均衡的消极影响。

## 三、我国国家债券的利率期限构成及水平对货币供应的影响

利率是涉足宏观经济领域和微观经济领域所有重要部份的一般经济问题。在国民经济的稳定和发展中，利率作为一种调节手段和经济杠杆，应该充分地发挥自己应有的作用。

1. 我国国家债券利率水平的决定。

国家债券是指一定时期内利息支付额同国债发行额的比率。在纯市场经济条件下，其利率水平受限于资金的供求关系，而资金的供求关系主要受四种因素决定：家庭部门的储蓄行为、企业和政府部门的投资行为、银行部门的信用创造行为以及家庭部门对现金流性的偏好行为。在我国特定的背景之下，利率水平的决定并非直接由上述的经济行为或经济变量来完成，而是由国家统一厘定，故称“受管理的利率”。这种管理利率尽管不同于市场利率，但二者也有一定的联系，就是说，政府在厘定管理利率时，必须考虑客观经济规律的作用，必须分析当时的社会收入，储蓄、投资以及银行信用等经济行为或经济变量。

我国国债利率的有关情况如下：

<sup>①</sup>参见何红霞《刍议债券发行的社会承受能力》一文，原载《经济理论与经济管理》1989年，第1期，第55页。

表 6

年 份		1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
期 限 (年)		6~8	6~10	6~10	6~10	5	5	5	3
国 债 名 义	单 位	4	4	4	4	5	6	6	6
利 率 水 平	个 人	4	8	8	8	9	10	10	10
物 价 总 指 数 上 升 幅 度		3.5	2.9	2.3	4.4	14.1	10.4	13.5	18.5
国 债 实 际	单 位	0.05	1.1	1.7	-0.4	-9.1	-4.4	-7.5	-12.5
利 率 水 平	个 人	0.5	5.1	5.7	3.6	-5.1	-0.4	-3.5	-8.5

资料来源：《中国金融年鉴》1988年。

上表显示了三个问题：一是尽管国债的名义利率水平呈上升趋势，但在通货膨胀的作用下，实际利率水平呈下降趋势；二是期限与利率水平“倒挂”现象突出，期限越长，利率越低；三是国债的负利率现象较具普遍性，八年中有五年出现负利率。三个方面联合作用的结果使人们对国家债券的认购兴趣明显回落，给这项工作的开展带来致命的影响。就利息占发行数量的比重并与物价动态水平相比照，与历史水平，其他国家水平相比，我国国债的利率水平有偏低的倾向。

2. 利率对货币需求的弹性过低的客观事实，决定了我国暂时还不具备通过利率调节货币需求的条件。

利率调节货币需求的前提条件是利率对货币需求具有较大的弹性。在一个完善的市场状态之下，利率的些许变动就能够引起货币需求量的变化。但在我国的现实条件下，尽管决定于市场力量的市场利率客观存在，但真正发挥作用的却是决定于国家政策目标的管理利率，如果这种利率对货币需求有弹性，且弹性较高，那么就说明通过利率来调节货币需求的前提条件是具备的；如果相反，结论则相反。下面就来讨论我国的管理利率对货币需求的弹性问题。

货币需求分为消费需求 and 投资需求，因此，货币需求利率弹性也可分为消费需求利率弹性和投资需求利率弹性。

就消费需求的利率弹性来说，消费需求包括公共消费需求和居民个人消费需求。前者由于受到整个社会政治、经济、文化等客观因素的刚性约束，一般来说这部分消费减少起来格外困难，因此其利率弹性非常低下，近乎于零。后者一般分为消费、储蓄和现金持有三部份，在低收入、低消费、低储蓄的格局下，消费的刚性较大，储蓄中对“谨慎动机”的偏好占主流，而对“投机动机”的偏好较小，而这两种结构比例相当稳定，所以，居民可支配收入总量对利率变化的反映并不很敏感。利率水平的调整至多不过引起各种金融资产重新组合，比如国债利率调高，就会引起银行资金从银行机构“溢出”加入到国债资金的行业中去。因此，可以断言：我国居民个人消费需求的利率弹性也是比较低下的。

就投资需求的利率弹性来说，第一，由于企业与政府的体制关系未能从利益上脱钩，企业并没有真正成为自主经营、自负盈亏的经济实体，因此企业对投资不承担任何风险。利率调节本来是针对企业行为的，但企业却将利息打入成本，企业的这种弹性行为恰好减弱了利



率的弹性效应，因此从这一角度看，其利率弹性较低。第二，从投资主体之一的国家或地方政府来看，国家作为投资主体，其动用的资金主要是财政预算内资金，但由于地方政府普遍存在行为短期化问题，使得其投资需求难以用高利率抑制，因此利率的弹性仍然很低。第三，由于我国的中央银行宏观调控体系不健全，金融市场不完善，使得我国利率功能的发挥缺乏传导机制，加上银行过大的外界行政压力，致使利率杠杆完全失灵，利率弹性也微乎其微。

到此为止，我们得出结论：在我国目前的政治经济态势下，利率对货币需求的弹性是非常低的，换言之，我国目前还不具备通过利率实现对货币需求调节的前提条件。

但是我们是否可以借此认为我国的国家债券利率水平对货币需求毫无作为呢？回答是否定的。实证研究告诉我们，在利率水平远远低于利润率水平时，稍微提高利率，其对货币需求的弹性反映将不明显，但当利率有较大幅度的提高，高到足以超过预期利润率水平时，其货币需求的利率弹性就会实在地得以表现。比如有的企业和社会上直接融资，愿意支付高达15%的利率，但假如这种利率提高到25%（即超过或等于其盈利水平）时，企业就可能知难而退了。爱德华·夏皮罗认为：“存在高水平利息率可能比在低水平上的较有弹性，因之利息率从10%变到9%，比较利息率从5%变到4.5%可能导致最大利润资本存量的较大增加。”（参见《宏观经济分析》一书第294页），说的也正是这一道理。

最后需要说明的是，那种通过无节制地调高利率来强化其利率弹性的做法是伪科学的，也是十分危险的，应竭力避免之。

---

（上接第49页）

帐项调整及有关问题的说明包括：（1）审计人员在征得企业管理当局同意下，对有关帐项所作的调整说明；（2）对企业特殊事项或问题的说明；（3）任何进行表外（帐外）调整的补充资料；（4）有关的期后事项等。

4. 审计报告的日期。由于没有明确的规定，目前审计报告的签署日期很不规范。大多数审计人员按审计报告写毕的日期或打印的日期签署审计报告。这是不严谨不科学的，它可能导致审计人员承担一定的法律责任。审计报告签署日期应该是审计外勤工作结束的日期。从外勤工作结束到按一定程序撰写、审核、打印、送出审计报告还要经过一段时间。在这一期间，审计客体还可能发生某些期后事项，但审计报告的签署日确定为外勤工作的最后一天，表明了审计人员对财务报表审核的责任以这一天为限。否则，审计人员因已结束外勤工作，无法了解企业情况，如在签发审计报告之前发生影响重大的期后事项，给报表使用者的决策带来严重后果而引起诉讼，那么审计人员将可能由于自己签署的报告日期不妥而承担相应的法律责任。

合营企业审计工作刚刚起步，应予以规范化的具体问题很多，有些问题还有待取得一定经验后再加以总结和概括，这一切都需要广大审计工作者不断探索和努力，以使我国合营企业审计工作早日走上制度化、法制化和规范化的道路。