

论公债适度规模的评判

徐利君 朱柏铭

摘要: 公债作为当前推行扩张性财政政策的重要组成部分,在带来巨大经济效益的同时,也产生了不小的负面效应。因此,如何准确把握公债规模的“度”成为当务之急。本文通过对理论界常用评判公债规模指标弊端的揭示,并从成本效益、资源配置、宏观调控等角度分析得出:从公债使用效益把握公债适度规模更为妥当,也更符合我国国情。文章最后提出了从使用效益角度评判公债适度规模的外部条件。

关键词: 公债 使用效益 适度规模

公债作为国家运用信用手段筹集资金的一种形式,已成为各国政府进行宏观经济调控的重要手段。我国自从 1981 年恢复发行公债以来,公债规模便节节攀升。尤其是 1994 年后,公债规模以年均 30% 的速度扩张,截至 1999 年,累计发行公债 16921 亿,公债余额达 9800 亿元。公债规模增长速度之快,幅度之大,为各国所罕见,公债也因此成为人们关注的焦点。而如何把握公债规模的“度”则是当前急需解决的难题。

一、公债应有一个适度的规模

公债的规模要有一个适当的限度,这是因为公债在对经济产生积极效应的同时,也产生了负面效应。特别是在公债规模超过一定界限时,负面效应会远远大于积极效应。

(一) 公债的积极效应

1. 引发投资的“乘数效应”。在基础产业成为“瓶颈”的前提下,若政府发行公债投资于基础性产业,可将“基础瓶颈”制约所压抑的民间部门生产潜力释放出来,产生“乘数效应”,这对于启动民间资本投资和拉动内需十分明显。如图 1 所示,基础产业投资与一般产业投资之间存在着一定的依存关系或配比关系。当基础产业投资为一定时(如 OA),即使一般产业投资加大,社会总支出仍然停留在 Q_1 水平上。因此,要想达到较高水平的产出量,只有不断增加基础产业投资,与一般产业投资保持相应的水平,否则,就会因为基础产业投资的不足,制约着经济的快速发展。

2. 公债的资产效应。公债的资产效应是指公债的增加比税收的增加更能增加民间资产。这样,一方面,人们觉得富裕了不少,可能会增加消费支出;另一方面,人们的劳动意愿可能下降,而劳动意愿的下降从另外两个意义上来说将会减少储蓄:(1)劳动意愿下降本身使储蓄降低,(2)劳动意愿下降的另一面就是休闲增加,从而增加消费,减少储蓄。而且,公债的资产效应通过对经济景气变化的影响具有强大的经济稳定功能:(1)公债发行在经济不景气时具有扩大消费支出,而在经济景气时抑制消费支出的效果。(2)公债的利息

支出在经济萧条时期保持在一定的水平上,对消费需求起到维持作用;在经济繁荣时期,公债的利息支付也是一定的,起到了抑制通货膨胀的作用。

基础产业投资

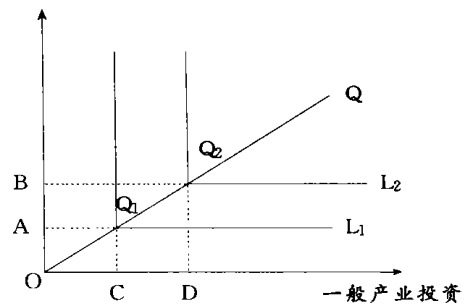


图 1 基础产业投资与一般产业投资的关系
(二) 公债的负面效应

1. 产生“挤出效应”。政府发行公债进行投资活动的影响最终是由市场完成的,公债规模过太可能在资源配置上产生“挤出效应”。如图 2 所示,因为政府发行公债,导致资金需求增加,投资规模增大,使得 IS_1 线右移至 IS_2 , 同时引起利率上升,资金成本率上升,部分私人资金退出投资领域。高利率也使得货币供给增加, LM_1 线右移至 LM_2 并与 IS_2 交于 E_2 点,此时,公债的“挤出效应”为 $Y_3 - Y_2$ 。特别是当前我国资本市场资金供给弹性偏小的情况下,过大的公债规模产生的“挤出效应”尤为明显。

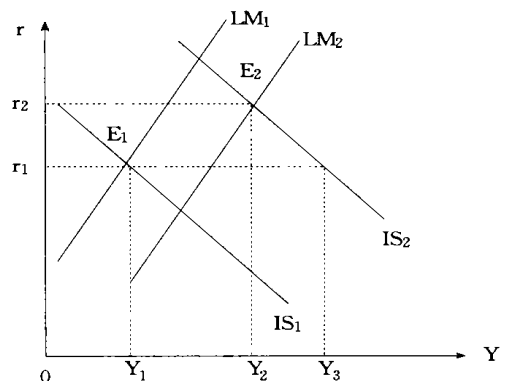


图 2 公债的“挤出效应”

2. 陷入“借新债还旧债”的泥潭。政府发行公债,原意是想利用民间储蓄资本和闲置资本,将有限资金用于刀刃上,重拳出击公共基础设施等影响产业增长的“瓶颈”上,以刺激需求拉动经济增长。然而,随着公债增长速度的日益加快,真正用于投资建设的公债资金又有多少呢?据统计资料表明,目前用于建设项目的公债资金仅占公债总额的1/3,绝大多数的公债资金已被越来越沉重的还本付息额所吞噬,如表1所示。随着还本付息额占公债发行额比重的越来越高,财政将不可避免地陷入“借新债还旧债”的泥潭。

表1 1995—1998年公债还本付息状况

	发行净额 (亿元)	发行额 (亿元)	还本付息 (亿元)	还本付息/发行额 (%)
1995	731.4	1 510.86	779.46	51.59
1996	624.6	1 847.77	1 223.17	66.20
1997	591.63	2 412.03	1 820.40	75.47
1998	928.98	3 228.77	2 245.79	69.56

资料来源:相关年份《中国统计年鉴》《中国金融年鉴》《中国财政年鉴》。

二、公债规模常用评判指标的弊端

公债的正负效应,决定了公债必须有一个适度的规模。目前国内理论界在评判公债规模大小时常用下列指标:(1)公债负担率:公债余额/国内生产总值(GDP);(2)公债依存度:当年公债发行额/当年财政支出额;(3)公债偿还率:当年公债到期付息额/GDP;(4)财政分配率:当年公债发行额/GDP;(5)国民应债率:人均公债量/人均存款。以上指标再与国际上常用的警戒线或与其他国家的对比数来得出我国公债规模是偏大还是有一定的回旋空间。而笔者认为,这几个指标固然有其合理的一面,但在评判我国公债规模时却有着诸多弊端:

(一)忽视了政府预算及财政体制的差异。我国预算编制方法与西方各国不同,在编制预算时,尚未将公债的利息支

出列入预算支出,尤其是在当前偿债高峰期,利息支出已占了还本付息额中很大一部分比重的情况下(1997年利息支出占还本付息额为31%,1998年则达到34%),若一味地将本国指标与其他各国指标进行对比,只会带来判断的失误。再者,我国的财政体制尚未理顺。目前尚有很大一笔资金游离于预算收入之外,而在计算债务依存度等指标时,又仅仅考虑预算内收支,这样,就使得指标所包含的内容产生了差异,也就失去了可比的基础。

(二)忽视了国家财力集中度的差异。西方各国因为市场经济发展较早,创造出的GDP是我国的好几倍,如1998年我国的GDP为79395.7亿元,不及美国的1/8。更要紧的是西方国家的财力集中度明显高于我国,财政收入占GDP的比重一般为30%~40%,甚至超过50%。而我国1998年预算内财政收入占GDP的比重仅为12.4%,加上各种预算外收入也仅20%左右,由此造成了巨额的财政收入差额。如美国1993年财政收入高达11535亿美元,而同期我国财政收入只有4398亿元,不及美国的1/22。因此,在评价公债负担率时,我国就不能简单地拿45%警戒线来作为我国的标准,也许以20%来评判更为妥当。

(三)忽视了公债增量的差异。西方各国公债发行数百年才累计到今天这个规模,而我国自1981年恢复公债发行以来,不过短短20年,而公债规模却已达到相当的水平,如表2所示。尤其是1994年以来,年度发行规模平均增长28.5%,年底累计公债余额的平均增幅达到34.3%。若按此速度发展下去,不出2002年,公债规模将超出8000亿元,直接造成的还本付息额占公债收入将由1996年的66.2%、1998年的70%,上升至2002年的90%以上,不可避免地陷入严重的信用危机和债务危机。然而,在应用债务依存度等指标考察时,由于忽视了各国公债增量变化的差异,反映不出公债的增长速度,因此也就失去了各国公债对比的意义。

表2 1981 - 1999年若干年度公债发行简表 (单位:亿元)

	1981	1985	1990	1994	1995	1996	1997	1998
公债发行额	48.66	60.61	197.24	1 028.57	1 510.86	1 847.77	2 412.03	3 228.77
累计公债发行额	48.66	237.21	604.99	2 542.78	4 053.64	5 901.41	8 313.44	11 542.21

资料来源:相关年份《中国统计年鉴》《中国财政年鉴》。

(四)忽视了公债结构的差异。公债结构对公债适度规模的评判影响很大,即便是上述指标完全相同,公债的适度规模也会因为公债结构的差异而不同。在期限结构上,我国目前大多是三五年的中期公债,缺乏一年以下的短期公债和五年以上的长期公债,期限结构比较单一。而西方各国则主要发行中长期(10~20年)公债。短期公债由于投资期短,对改变投资者的支出倾向及调节货币流通速度的作用甚微。中长期公债的资金转让期长,可以满足政府长期性的经济建设投资需要,并在较长时期内不会形成政府的偿债负担。在持有者结构上,若个人持有比重较大,则筹资成本较高,但对激活即期消费需求,扩大投资规模有较突出的意义,若企事业单位持有占较大比例,则发行成本较低,但引起的国民收入再分配主要表现为

积累基金内部结构的调整,不利于扩大积累规模但有可能产生优化产业结构的作用。在品种结构上,多样化的债种结构,既可以弥补经常性的预算赤字和建设资金的不足,也可以调整偿债高峰和筹措偿债资金。在利率结构上,利率水平的高低,直接影响到政府的债务负担及可能承受的债务规模大小。

(五)忽视了公债使用效益的差异。公债资金的投向及其使用效果,直接关系到公债的负担能力,也直接影响到公债的适度规模。若公债主要是用于生产性支出,则可以从以后产生的直接经济效益中得到弥补,投资回收率较高,形成一种“内生”的偿还能力。反之,若公债大多被用于非生产性支出,而非生产性支出一时不会带来显著的经济效益,且存在着较强的刚性,所以能真正用于偿债的资金来源就很少。又因为各国的

经济基础、文化背景、历史传统的巨大差异,使得公债在各国的发行、运作、效用也发生了很大的不同,若盲目地将各国指标加以对比,只会适得其反。如南美的危地马拉和萨尔瓦多,在1982年的偿债率分别只有7.1%和3.7%,但偿债困难重重;而韩国当时的偿债率高达31.5%,却未出现债务危机。再如,菲律宾、巴西等国曾试用国际上流行的偿债率和负债率等指标控制债务规模,结果在没有超过警戒线的情况下,爆发了严重的债务危机。究其原因,主要是各国公债使用效益的明显差异,从而引起了不同的偿债能力,导致了上述不同的结果。同时也正好说明了公债是否会国民经济陷入债务危机,关键不在于有无超过警戒线,而是取决于公债的使用效益。

三、从公债使用效益角度去把握公债适度规模

针对理论界常用评判指标的弊端,笔者通过以下五个方面的分析得出:应从公债使用效益来把握公债适度规模。公债使用效益包括两个方面:一是社会效益(包括宏观经济效益、环境效益等),二是微观经济效益。

(一)从边际效益与边际成本分析。公债的适度规模归根到底是由需求和供给决定的。公债的需求是指为实现公债的各种经济功能而对公债数量的要求,换一个角度讲,即公债的收益。公债的供给则由影响公债供给的各项因素决定,其中公债的成本是其决定因素。因此,公债适度规模的理论标准是从成本收益角度来衡量,即当边际收益等于边际成本时,公债发行规模为最佳。

(二)从自偿能力与偿债负担分析。在判断公债规模时,还应视公债的自偿能力与偿债负担而定。自偿能力是指国家财政在一定时期内可以用于公债还本付息的能力,它的大小主要取决于国民经济的发展水平以及国家财政收入占国民收入的比重大小。偿债负担,是指由于公债发行所需的还本付息的资金。当“自偿能力> 偿债负担”时,表明公债规模尚未达到负荷的极限,还可充分利用公债潜力;当“自偿能力< 偿债负担”时,则说明发行公债所能带来的收益已不足弥补自身的负担,有可能出现债务危机;只有当“自偿能力= 偿债负担”时,则既充分挖掘了公债潜力,又不影响政府还本付息的能力。这种关系可用图3直观地显示出来。在临界线上各点均为临界点,在临界线左边的A区间,都是公债规模的安全区,通常应尽可能向临界线逼近。在临界线的右边B区间,都是公债规模的危险区,有可能导致债务危机。

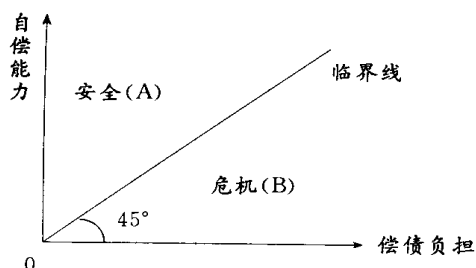


图3 自偿能力与偿债负担的对比

(三)从宏观调控效应分析。当前,政府为拉动内需,使经济走出通货紧缩的阴影而采取了一系列扩张性财政政策和货币政策,其中的一个重大举措就是希望通过发行公债来刺激消费。而消费者一般是以公债的使用效益而非理论界常用的几个指标来看待公债发行规模,并根据以后负担的轻重来决定当期消费水平。当公债被用于经常性支出时,由于消费者的理性预期,明白最终还得通过征税或增发公债来偿还。根据李嘉图—巴罗定理,政府无论使用税收手段还是公债方式,其效应都是一样的,因此,家庭就会在消费支出上作出相应的反应,通过压缩消费增加储蓄来应付未来负担的增加。所以,政府想利用公债来刺激需求的目的并没有达到。但是,当公债被用于建设性支出时,由于消费者的理性预期,公债负担能从自身的投资产出中得到补偿,并不会导致今后负担的增加。因此,他不但不会缩小当期消费水平,反而可能从公债投资产生的巨大经济效益中增加收入,扩大消费。可见政府若能站在消费者角度,从公债的使用效益来看待公债的适度规模,不仅有利于拉动消费,扩大内需,而且有利于国家的宏观调控,使经济朝着既定方向发展。

(四)从降低公债负面效应分析。公债的过度发行,会带来较大的负面效应,然而用理论界常用评判指标分析时,却往往反映不出公债负面效应的强弱,因而也达不到有效降低公债负面效应的目的。而若用公债使用效益指标加以分析时,因其对市场变化的敏感反应,可有效防范公债的负面效应,提高评判公债适度规模的准确性。第一,市场利率是由货币供求关系决定的,过度的公债发行,使得政府不得不通过提高公债利率的方法来推销公债,以此来争夺金融市场上的资金,并产生“示范效应”带动市场利率的上升。这样,一方面,加大了政府的筹资成本,降低了公债使用的净收益,另一方面,高利率产生的排挤效应也迫使一些私人部门退出投资领域。此时,从公债的使用效益考虑,应使政府对资源的配置效率至少不低于私人部门的配置效率,从而使“挤出效应”降至最低,提高整个国民经济的总收益。第二,政府大量发行公债,除一部分由企业、公司、个人购买外,中央银行也承购了一部分。而中央银行购买公债的过程也就是向流通中投入货币的过程,这种货币还会通过货币乘数进一步扩大货币流通量,成为导致通货膨胀的重要因素,而利用使用效益指标评判,可及时测定通货膨胀的影响变化,从而调整公债的发行规模,降低公债的负面效应。

(五)从公债的使用状况分析。当前,理论界对公债普遍存在重发行轻使用的倾向,忽视了对公债资金使用的管理监督,致使公债在使用过程中暴露出种种问题,埋下了许多隐患,主要表现为:(1)投资重点不突出。1998年国家共下达公债2257亿元,涉及的项目多达7007个,公债资金占全部项目计划总投资的比重仅为17.5%。资金分配过于分散,存在“撒胡椒面”现象,这样,一方面导致了重点项目资金不到位,开工不足的现象,另一方面导致地方忽视项目的可行性研究,为争夺资金而多列项目,抢报项目,致使资金使用效率低下。(2)项目论

证不充分。1998年12月财政部驻35个省市的财政监察员对涉及138亿公债专项资金的72个重点项目进行检查,有20个项目存在不同程度的资金挪用现象,10个项目从设计、规划到投资均未经过科学严密的论证,属于“边施工,边设计,边规划”的“三边工程”,留下了许多“豆腐渣工程”,“胡子工程”,“钓鱼工程”。(3)配套资金不到位。公债项目的资金来源基本上可分为财政专项、银行配套、地方配套等几种,其中又以地方配套为多数,但目前地方因种种原因造成配套资金迟迟不到位,严重影响了工程进度和公债使用效益,从1998年统计数据反映,地方配套资金缺口达11105亿元。(4)概算变动不规范。一些公债项目工程概算变动未经合法程序,变动随意性很大。据测算,全国农网工程总投资1400亿元,经逐省检查,1998年底已达1800亿元,而且还在不断扩大,使得公债资金陷入“无底洞”的泥潭。因此,以公债使用效益来评判公债适度规模,不仅符合当前的实际,而且便于扭转重发行轻使用的不良风气,大力提高公债的使用效益。

四、从使用效益角度评判公债适度规模的外部条件

公债的适度规模是由多种因素综合决定的,欲从公债使用效益角度去评判,必须创造一些外部条件。

(一)改进政府预算编制方式。1998年底,我国发行的1000亿元公债,本意是用于工期1~2年、见效快、已开工但资金紧缺的基础设施项目,但从实际操作来看,效果并不明显。这与当前的预算编制粗放,缺乏透明度有着直接关系。目前我国公债预算资金动辄几亿、几十亿,其中既没有具体的明细科目,也没有具体的操作依据,使得资金的监督检查形同虚设,加大了执行过程中违规操作的可能性。对此,我们可借鉴日本的做法,采取多重复式预算制度,即由一个主预算和若干分预算所组成的复式预算,用以反映特定用途的预算资金的筹集和使用状况,其特点是债务预算与非债务预算分开,债务预算再按公债性质或用途细分成若干特别预算。

(二)改进公债收益率的计算方法。目前,我国在研究公债收益率时常用单利率计算,而单利率由于忽视了资金的时间价值,特别是在公债资金较大时,计算出的公债收益存在较大误差,影响了公债的投资决策。而现在国际通行的是采用复利率法,即在充分考虑资金时间价值的基础上测算出公债的收益率,常用内部报酬率IRR来推导。因为所讨论的公债是一次性投资品种,以后就只收入而不再投资。因此,假定只发生的最初一笔投资为P,以后第t年的投资收益为 Y_t ,则IRR可

定义为方程:
$$\sum_{t=1}^n Y_t(1+r)^{-t} - p = 0 \quad (t=1,2,3,\dots,n)$$
 的唯一解(即通常所理解的公债复利率)。若出现需不止一次投资的公债品种,即最初投资后,还需再投入的公债,则应按外部报酬率ERR来推导。假定第一笔投资为P,第t年的投资为 P_t ,收益为 Y_t ,则ERR可定义为方程:
$$\sum_{t=1}^n Y_t(1+r)^{-t} - p(1+r)^t - P_t(1+r)^{t-1} = 0 \quad (t=1,2,3,\dots,n)$$
 的唯一解(即通常所理

解的公债复利率)。以IRR或ERR推导的公债年复利率能客观地反映不同期限、不同项目的公债投资收益,从而成为测算公债使用效益非常有效的手段,同时也便于不同公债品种使用效益的对比分析。

(三)加强公债使用的微观监督。首先,设立健全的监督机构。由中央政府、地方权力机关、审计部门等组成公债使用监督机构,对公债项目的可行性,资金的流向,投资的效益进行事前、事中、事后的全方位监督,约束项目单位的收支行为,努力实现公债的预期目标。其次,开设“公债资金专户”。对所有使用公债资金的投资项目,必须开设“公债资金专户”,由银行按工程进度、基本建设程序、配套资金的到位情况有计划地分批拨付资金,便于及时掌握并监督公债资金的使用过程。再次,实行“拨款管理责任制”。按照谁拨款,谁管理,谁负责的原则,落实责任到人,以便加强公债资金拨付者的监督责任感。最后,建立公债资金使用的汇总分析报告制度。对公债资金的使用不仅进行合法合规性检查,而且进行成本收益的分析,指出存在的缺陷,提出改进的意见,以提高今后的公债使用效益。

(四)增加公债使用效益的评估指标。公债是一种既涉及宏观,又涉及微观的经济活动,故仅用一二个指标来评估公债使用效益是不全面的。这就需要从我国实际出发,构建一个既相互联系,有相互制约的公债使用效益评估体系。

1. 公债资金直接经济效益指标

(1)公债资金总成本利税率:本期项目投资直接总效益/本期公债总成本。公债总成本是指为取得这笔债务而发生的所有费用,包括本金、到期应支付的全部利息、发行费用等,直接总效益是指新增税利。

(2)投资准确率:公债投资成功项目数/公债投资项目总数。投资成功项目是指项目建成后达到了预期的经济效益。该指标不仅能考核公债资金投向的准确程度,而且可反映公债资金使用的有效程度。

2. 公债资金间接经济效益指标

(1)投资回收期:投资总额/本年销售利润。该项指标主要考察投资的回收情况,回收快的表明经济效益较好,反之则较差。

(2)投资利润率:年利润/投资额。其中,年利润=投资项目每年提供的销售收入-产品成本(含折旧费)-销售税金。

3. 公债资金的社会效益指标

公债使用的社会效益:总收益/总成本。总收益可分为直接收益和间接收益,相应的总成本也可分为直接成本和间接成本。

注释:

杨茵娟:《国债警示录》,载《今日中国》,2000(1)。

(作者单位:浙江大学财政研究所 杭州 310028)
(责任编辑:Q)