# 中国国债规模和投资风险分析

来源：网络 作者：悠然自得 更新时间：2024-08-12

*\"[论文关键词]国债规模；国债投资风险；资源配置[论文摘要]我国国债规模的扩大和国债的发展对于推动债券及货币市场和资本市场的发展发挥了积极作用。然而，近几年来实施的积极财政政策，利用大规模的国债投资，虽然对经济增长起到一定的拉动作用，但在目...*

\"

[论文关键词]国债规模；国债投资风险；资源配置

[论文摘要]我国国债规模的扩大和国债的发展对于推动债券及货币市场和资本市场的发展发挥了积极作用。然而，近几年来实施的积极财政政策，利用大规模的国债投资，虽然对经济增长起到一定的拉动作用，但在目前我国经济环境下，大规模国债投资已存在着潜在风险。不仅仅是财政还本付息的风险，更重要的是国债投资规模扩大的风险、国债投资目标定位的风险、圆债投资项目选择的风险、国债投资资金管理的风险。只有采取切实可行的措施，有效防范和化解这些风险，才能保证国债投资的预期目标得以实现。

20多年的国债恢复发行历程表明，国债成为推动经济增长和社会发展的一个重要因素。国债的发行不仅有力地弥补了国家财政收入的不足，而且满足了社会各类投资者的不同需要。同时国债规模的扩大和国债的发展对于推动债券及货币市场和资本市场的发展也发挥了积极作用。然而，近几年来，我国实施积极财政政策，利用大规模的国债投资刺激内需，拉动经济增长，这虽然对经济增长起到了一定的拉动作用，但任何一项政策实施都有其反向作用，在目前我国经济环境下，大规模国债投资已存在着潜在风险。本文旨在对我国国债投资的潜在风险加以简要探析，从而正确判断国债发行规模是否适度。为此，需要从统计指标、宏观效益和影响因素三个层面探讨国债规模，并客观地分析国债投资的风险。

一、我国国债规模分析

(一)国债规模的统计指标

我国国债规模适度与否，需要结合我国国情，利用国债负担率、赤字率、国债偿债率、国债依存度等4项统计指标进行综合判断。 国债发行主要以弥补财政赤字为主，财政赤字的大小将直接关系到国债规模的发行大小。财政赤字较大，必然要求发行较大规模的国债予以弥补。赤字率表示的是一定时期内财政赤字额与同期国民生产总值之间的比例关系。国际上该项指标通常以3％为警戒线。同样根据《中国统计年鉴》2005数据计算得出：2000－2004年间，我国赤字率约为2.78％、2.59％、2.98％、2.50％和1.53％。从这一数值看，近5年该项数字波动较大，2002年赤字率接近国际上公认的警戒线，为2.98％，而2004年该项数字为1.53％，约为警戒线3％的一半。总体上平均而言，从该项指标数值观察我国国债发行有一定空间，但是空间已经较小。 国债依存度即当年的债务收入与财政支出的比例关系，其计算公式是：国债依存度=(当年国债收入额，当年财政支出额)×100％。结合我国国情，按分母不同可以计算两个指标：一种是国家财政债务依存度，即(国债收入，全国财政支出)×100％；另一种是中央财政债务依存度，即(国债收入，中央财政支出)×100％。鉴于我国国债是由中央财政来发行和掌握，将来的还本付息也由中央财政负担，所以使用中央财政债务依存度更具有现实意义。根据《中国统计年鉴》2005数据计算得出2000－2004年间，我国的中央财政债务依存度约为75.25％、77.73％、83.58％、81.26％和85.21％。国际上通用的国债依存度的上限是15％－20％，从上述统计数据可以看出中央财政债务依存度平均约80％，可以判断我国财政处于脆弱状态，蕴含巨大财政风险。

(二)国债规模统计指标的综合分析

二、国债投资规模扩大的风险

(一)国债投资规模风险界定

正是因为近几年国债投资目标定位不当，将经济增长速度作为国债投资目标，从而造成了为保经济增长速度而扩大国债投资规模，使国债投资因规模扩大而加大风险。

国债投资规模扩大的风险表现为因国债投资规模扩大，有可能排挤出民间投资及有可能乱上一些拼凑的项目导致投资效率降低，损害资源配置的优化和国民产出的有效增长。须知，在市场经

济下，资源配置是由政府投资和民间投资共同完成的。在一定时期内，资源总量是有限的，因此就存在着资源在政府投资和民间投资之间的合理分配问题。合理分配的标准就是投资的边际成本等于投资的边际效益，政府投资的边际成本就是民间使用该资源投资的边际效益，而并不仅仅是政府筹资的资金利率。因此，政府国债投资的最佳规模就是由政府国债投资的边际成本与国债投资产生的边际效益相等决定的。政府国债投资的边际成本随国债投资规模扩大而增加，而政府国债投资的边际收益则随国债投资规模的扩大而减少，因此国债规模超出了一定值必然使得国债投资的边际成本大于国债投资的边际效益，从而降低全社会投资的效率，损害全体国民福利。

国债规模管理是宏观经济管理的重要组成部分。世界各国的债务史证明，国债发行和银行信用过度引起的后果是相同的，国债虽然是弥补财政赤字的较优方式，但却不完全是财政赤字的原因和结果。国债发行规模应该与偿债能力相适应，归根到底是经济与国债相协调的问题，因为债务融资既弥补财政赤字，又成为宏观经济的调控手段，甚至预算内安排的投资项目有时也需要建设国债予以支撑。国债作为财政与金融政策的结合，是调节货币供应量，避免经济剧烈波动的一个重要手段。同时确定国债发行规模时还必须与信贷规模相结合，避免出现互相挤占资金、抬高筹资成本的现象。全社会资金总量一定时，用于购买国债的资金多了，信贷资金来源就缺乏保障，就会造成社会资金闲置和浪费，影响宏观经济调控能力，影响生产发展和建设速度。发行国债的实践表明，国债不仅是财政经济的内容。更是信用经济的组成部分。\"

(二)影响国债规模大小的因素

一般认为，影响一国国债规模大小的主要因素有中央财政收入、中央财政支出、财政收支差额、累积债务余额、预算内投资规模、国债还本付息额、居民储蓄存款余额等。一定时期内，国债发行规模取决于一定时期国家的经济发展水平，经济总量越大，经济发展水平越高，国债承受能力越强，国债发行规模的潜力越大；中央财政收入是国债还本付息的基础，该项数值大小决定能够承担债务能力大小；中央财政支出的不断增大，是国债发行规模增大的内在动因；国债的主要目的就是弥补财政赤字，因此赤字数额对国债规模有重要影响；筹集长期建设资金是我国发行国债又一目的。积极财政实施以来，国债资金主要用于重大项目和重点项目建设，因此预算内投资规模越大，其对资金的需求越大，当财政收入不足以财政支出时，政府的投资缺口一般要通过发行国债来弥补；国债规模越大，累积债务余额越多，则还本付息支出越多，当其支出额达到无法以当年财政收入来偿还时，不得不以发新债来还旧债，如果一国国债的还本付息过多，就必须会使国家减缓国债的发行，以减轻还债压力。

这三项影响因素中，债务还本付息额具有惯性，它受以前累积债务余额和相应的还款期限利率等因素影响。债务还本付息额有不断增长的趋势，不是容易控制的因素。随着该项数值的不断增大，根据多元线形回归模型可以断定，在其他因素不变的情况下，我国国债发行规模将按照一定的惯性不断膨胀；相对容易控制的是预算内固定资产投资，可以通过控制预算内固定资产投资数额来控制我国国债发行规模，使我国国债在一定的合理范围内，防范财政风险发生；影响财政赤字的因素较多，一般较难控制。

国债投资规模扩大的风险表现为国债投资规模有可能超出最佳规模而降低全社会资源配置的效率。一方面投资规模扩大，民间投资规模相应降低，民间投资有可能被排挤；另一方面，国债投资规模扩大，存在着为用完投资规模而随意拼凑投资项目的可能。这都表现为国债投资规模扩大的风险。

在研究我国国债适度投资规模的文献中，多从政府财政是否还得起和居民是否买得起即所谓的偿债能力和应债能力两个方面来看的。但由于不管政府是否有偿债能力和居民是否有应债能力，都必须比较增加国债投资的边际效益和边际成本。因此本文认为，探讨国债投资适度规模的理论标准应该是投资的边际效益和边际成本的比较。当投资边际效益小于边际成本时，国债投资规模过大，存在着降低了全社会资源配置的效率风险；反之，当国债投资的边际效益大于边际成本时，国债投资规模偏小，增加国债投资能够提高全社会资源配置的效率，风险较小。由于边际效益和边际成本曲线难以精确化和具体化，因此对近几年国债投资规模扩大是否超出了最佳规模还不能下肯定性结论；但是因国债规模扩大而加大国债投资风险的趋势是明显的。实际上，近两年因国债投资规模突然扩大，地方政府项目储备不足，把本来准备与民间合作投资的项目改为国债投资项目，从而造成了对民间投资的排挤。另外，地方政府也存在着为得到中央政府国债投资而随意拼凑项目，甚至搞“三边工程”的现象。这实际上是国债投资规模扩大的风险的具体体现。这里需要特别指出的是，近两年我国在进行国债投资项目时，除了国债投资外，还要求国有银行“配套”贷款及地方政府“配套”资金，这实际上是变相扩大了国债投资规模。就是说，如果加上国有银行及地方政府的“配套”资金，则国债年度实际投资规模比我们上面计算的要多得多。因为在我国“国有银行一国有企业一人民政府”三位一体的经济中，国有银行及地方政府的配套资金投资实际上也是国债投资，国有银行及地方政府的配套资金投资如果变成了不良资产——坏债，最终还得靠国家财政解决。所以，把近两年国债投资项目中国有银行和地方政府的配套资金也作为国债投资的判断应该是成立的。基于此，近两年国债投资规模扩大的风险就更加明显了。

三、国债投资项目选择和管理的风险

(一)国债投资项目选择的风险

在市场经济条件下，政府投资和民间投资存在着各自的职能范围，二者合理分工，才能实现全社会资源配置结构的优化，国债投资的目标也就是要实现全社会资源配置结构的优化。选择恰当的国债投资项目，就能够弥补民间投资的缺陷，提高全社会资源配置的效率；反之，如果国债投资项目选择不当，则会降低全社会资源配置的效率。因此，国债投资项目选择的风险也就是国债投资项目选择不当，导致国债投资目标失败而带来不利后果的可能性。

国债投资究竟应该选择什么样的投资项目、应该依据什么样的选择标准，这在国内外都还存在着争议。发展经济学家罗斯托(W·W·Rostow)提出了在经济发展阶段政府投资的不同特点。他认为，在经济发展早期阶段，政府投资为经济发展提供社会基础设施；在发展的中期，政府投资起到对私人投资的补充；而一旦达到成熟阶段，公共支出将从基础设施转向不断增加的对教育保健与福利服务的支出。布坎南(N·B·Buchnum)和波拉克(J·J·Polak)分别在1940年代和1960年代提出了一种稀缺要素标准。他们认为，为了使收入最大化，财

政投资决策应当选择低资本一产出比率的项目，即选择单位资本产出最大的那些投资项目。卡恩(A·E·Kam)提出了社会边际生产率标准。该标准认为在决定财政投资项目时，一定要考虑到边际单位对国民产出的所有净贡献；当财政投资资金可以导致国民产出最大化时，这种资金配置就是高效率的配置。

我国学者对国债投资项目的选择上也存在着分歧。陈共教授提出了财政投资决策增加就业标准，即财政投资项目的选择应当是那些每单位投资能够动员最大数量的劳动力的项目。林毅夫教授认为当前财政投资应发挥“四两拨千斤”的作用，而以农村道路、电网、自来水建设为主要内容的新农村运动正是我国当前形势下最能产生这种效果的地方。中国国债协会《中国国债投资方向》课题组认为，国债投资除了非竞争性经济建设项目投资外，也应该用于营利性竞争性项目的投资，尤其是用于重点竞争性行业的投资。

理论研究上本就存在着巨大分歧，实际操作中更是莫衷一是。国债投资项目的选择很多时候只能是“跟着感觉走，紧拉住项目审批部门的手”。国债投资项目选择的风险由此而增大。在我国。因为政府间的事权划分尤其是投资权限的划分很不清楚，国债投资项目还存在着在全国性公共产品和地方性公共产品之间选择的风险，这就导致了近两年发生的国债资金转贷地方使用，即国债为地方性公共产品筹资的不规范现象产生了很大风险。国外地方政府投资地方公共产品都是由地方政府发行地方公债进行的，这样风险就由地方政府承担而不在中央政府。而我国地方政府由于《预算法》限制无权发行地方公债，从而就发生了国债资金转贷地方政府的情况。因为在我国中央与地方政府责任划分不清的情况下，地方政府为了得到国债投资转贷资金，什么项目都敢上，特别是在中央强调地方政府承担偿还义务时，地方政府更是会“逆向选择”，即一些高风险项目争相申请，这样地方政府投资风险就转嫁到了中央政府，无疑加大了国债投资风险。

(二)国债投资资金管理的风险

在国债投资项目确定后，国债投资还存在着工程项目管理的风险，关键是国债投资资金管理的风险。我国现行投资管理体制下，国债投资资金管理的风险至少包括以下几个方面。首先是地方政府及相关主管部门截留国债投资资金的风险；其次。地方政府及相关主管部门再将资金转拨给项目具体负责部门以后，项目具体责任部门依照“理性”也会转移一部分资金用于补偿自己为挣得项目投资而付出的“心血”；再次，国债投资项目建设单位转包，工程项目建设资金被层层剥皮的风险，一些国债投资项目建设单位随意将国债投资项目转包，国债工程项目建设中，“一级企业中标，二级企业进场，三级企业管理，包工头施工”的现象大量存在，导致国债建设资金在转包中被层层剥皮，使得真正用于项目建设的资金严重不足；最后，国债投资资金管理风险还包括负责国债投资项目的有关实权人物权钱交易的风险。实际上财政投资(包括国债投资)的公共工程项目从发包开始，实权人物即开始搞权钱交易，一直到评审资质、工程预算、购置建筑材料、工程拨款、工程决算、质量验收等各个环节。国债投资资金管理风险的三个方面表明，国债投资资金并没有真正用于国债投资项目本身建设，其后果或者是损害公共工程质量，出现大量的“豆腐渣工程”；或者是导致项目投资严重超支，加大投资规模；要么是工程项目无法按期完工，形成“胡子工程”。最终导致国债投资项目达不到预期效益，降低国债投资效果，造成国债投资资金回收困难，加大财政按期还本付息的风险。这样虽然国债发行时，设计好了国债期限与项目投资回报期匹配，指望利用国债投资项目收益来偿还国债本息，却很可能因国债投资资金管理上的风险而导致项目建成后根本不可能达到预期收益而落空。同时，国债投资优化资源配置的目标也很可能因国债投资资金管理风险过大而失败。

本文档由028GTXX.CN范文网提供，海量范文请访问 https://www.028gtxx.cn