

# 大陸國債近況與風險動態分析

曾 永 清

(台灣師範大學公民教育與活動領導系教授)

## 摘 要

大陸自一九七九年起恢復發行國債，之後又實施擴張性財政政策，發行大量公債，以刺激國內有效需求，遂使政府財政赤字和債務規模不斷擴大，導致財政風險發生機率大增，國民經濟受損。本文目的在探討改革後大陸國債變動之主要原因為何？並評述國債融資利弊得失，之後利用風險指標討論國債發行與償還風險，藉以瞭解大陸目前是否存在財政危機？最後將指標值延伸至長期動態時間，企圖觀察各指標長期變化及相互間關係。本文發現，大陸國債債務發行風險值均高於國際安全標準，其財政風險相對較高；國民經濟應債實力雄厚，足以面對國債要求，相對風險較低，但政府部門應債力較脆弱，已超出國際標準甚多，對大陸財政未來發展構成若干威脅。就政府部門而言，其面對之發行與償還風險值具有正相關，有相同風險條件；就整體經濟而言，政府債務誘發之發行與償還風險值具有正相關，亦有相同風險條件。

關鍵詞：國債規模、財政赤字、風險指標、動態分析

\* \* \*

## 一、前 言

經濟成長是現今世界各國政府面臨之共同課題，尤其對於開發中國家而言，這是提高一國經濟實力、邁向工業化與現代化之主要途徑。大陸經歷了一段時期經濟繁榮後，遭遇到經濟衰退與產業結構問題，成長力道漸緩，促使其中央政府以財政赤字政策作為調節經濟波動、穩定經濟發展之重要手段，藉擴大政府債務規模方法，拉動社會需求、促進經濟成長。然而國債是有償性收入，到期需還本付息，且其規模需適度，否則將造成國家財政危機，隨著政府債務發行量增加，此一問題更形突顯。此外，國債政策是功能性財政政策一環，透過赤字支出雖可提昇經濟，但亦同時造成國家財政負擔，因此不是一個長期政策取向，亦非最終目的。透過國債投資的擴張，如果能引導與刺激民間投資，造就企業投資環境，產生內化機制，將可帶動總體經濟增長；但

是若企業投資不能隨之有效提昇，則政府擴張性財政政策之有效性將大打折扣，徒增債務負擔。

大陸目前僅有中央政府可以發行債券，因此政府公債均為國債。國債是國家信用的主要形式，就狹義而言，是指政府為籌集財政資金而發行的一種政府債券，乃中央政府向投資者出具的、承諾在一定時期支付利息和到期償還本金的債權債務憑證；廣義而言，是指國家實際負擔的債務，除國家預算上實際債務外，還加上或有債務。中央政府發行國債的目的主要是用於彌補國家財政赤字，進行重要而耗資巨大的建設項目、以及執行某些特殊經濟政策乃至為戰爭籌措資金。由於國債以中央政府的稅收作為還本付息的保證，因此風險小，流動性強，利率也較其他債券低。本文所討論之國債以狹義定義為研究範圍，包括中央政府發行之國內、外債務。

大陸自一九七九年恢復發行國債，其後發行額有增無減，一九九八年基於啟動經濟發展需要，大陸當局實施擴張性財政政策，發行大量公債，期能刺激國內有效需求，隨著積極財政政策的實施，中國大陸政府的財政赤字和債務規模不斷擴大。這使得中央財政赤字占GDP的比重與債務餘額占GDP的比重不斷提高。如果考慮國有銀行等金融機構存在的呆帳和社會保障資金支付缺口等帶來的隱性債務，政府債務負擔還要高一些，中國大陸財政面臨著一定的壓力。依大陸官方看法，「以當前中國大陸經濟發展的客觀需要來看，適時發行一定量的建設國債是必要的，財政為此付出一定的代價也是值得的。從中國大陸總體經濟實力和發展趨勢看，目前的債務水平是能夠接受的。」<sup>①</sup>然而學者間卻不如此樂觀，他們擔心政府債務如果持續走高，終將出現高度金融風險，使國家經濟受損，於是探討中國大陸政府財政風險文獻相繼出籠。

討論大陸財政狀況文獻大致可以分成三類：第一類文獻是以討論財政危機產生成因，並提出防範對策為主，係就現況作歸納探討，申嫦娥<sup>②</sup>分析指出大陸財政風險有明顯擴大趨勢，她剖析各種可能形成原因，並提出防範應有之思路；孟繁金、庄龍濤<sup>③</sup>區分風險為內部與外部兩種，並探討形成原因與提出對策；黃玉榮、趙宇、譚思紅<sup>④</sup>對於如何防範財政風險問題，分別就憂患意識、緊縮財政赤字、加強國債管理三方面提出解決之道；第二類文獻是利用風險指標值來進行分析，觀察國債是否已達風險標準；閻坤、徐佳蓉<sup>⑤</sup>收集各種文獻資料，就風險指標各種分類標準彙整說明，內容相當完整；夏杰長、趙志耘<sup>⑥</sup>則利用負擔率、依存度與償債率作跨國比較，藉以討論大陸風

註① 大陸財政部長項懷誠於「第三屆中國發展高層論壇」演講內容，二〇〇一年三月二十五日，<http://www.people.com.cn/BIG5/shizheng/3586/20010325/425011.html>。

註② 請參閱申嫦娥，「制度變遷過程中的財政風險及其防範」，當代經濟科學：陝西財經學院學報（西安），第二十三卷第四期，二〇〇一年七月，頁八〇～八三。

註③ 孟繁金、庄龍濤，「防範財政風險的對策」，中國財政（北京），一九九九年十二月號，頁四三。

註④ 黃玉榮、趙宇、譚思紅，「積極財政政策條件下財政風險問題研究」，中國財政（北京），二〇〇一年第十期，頁五六～五七。

註⑤ 請參閱閻坤、徐佳蓉，「中國國債規模若干重要觀點述評」，財政與稅務（北京），二〇〇〇年第五期，頁七四～七六。

註⑥ 夏杰長、趙志耘，「國債規模的國際比較：判斷與啓示」，經濟學動態（北京），二〇〇〇年第四期，頁二〇～二四。

險程度；第三類文獻是進行實證研究，討論未來國債可能發行空間，作為決策之參考，劉邦馳<sup>⑦</sup>運用迴歸分析估算國債理論合理規模，指出實際規模仍小於理論規模，仍有發行空間；焦豔玲<sup>⑧</sup>利用 AR(1) 模型預測 GNP、國民儲蓄、財政赤字、國債規模等值，藉之估算風險指標變化，發現財政風險將略為下降；魏陸<sup>⑨</sup>利用動態模型估計國債負擔率未來十年之變化，得到十年後負擔率將高達 48.44 % 的結論，因此債務發行應更謹慎控制。上述文獻關於國債研究具有相當程度之貢獻，然而對於國債變化缺乏動態探討，因為國債目前數量是多年累積結果，必須經由多年長期觀察與追蹤，才能真正瞭解問題核心。本文研究目的希望利用國債發行及風險變化之長期動態分析，得到下述三個成果：藉由觀察政府財政赤字長期變化及財政政策走向，瞭解債務形成真實原因；藉由財政風險長期變化歷程估算，可以獲知財政風險嚴重程度，以之判定債務未來發行彈性；另外透過數學動態式，觀察各風險指標之影響因素，即可得到赤字財政能否長期持續之基本原則。

本文共分四節，第二節探討一九七九年至二〇〇〇年大陸財政收支與國債規模之變化，我們分為四個階段分別說明，以研究大陸國債變動之主要原因為何？接著評述第四階段國債融資利弊得失；第三節著重國債之風險與動態分析，前一小節利用風險指標討論國債發行與償還風險，藉以判斷大陸目前是否存在財政危機？是否仍有運用債務融通之空間？後一小節將指標值擴延至長期動態時間，企圖觀察各指標長期變化及相互間關係；最後為結論與建議。

## 二、近年來財政收支與國債規模變化情形

### (一) 財政風險概念

廣義言之，財政風險是指政府於編列財政收入與財政支出預算過程中因為財政政策、租稅制度與方法缺失或經濟因素不確定等因素造成政府財務困難之現象<sup>⑩</sup>。就政府預算架構而言，我們可將財政風險分成財政收入風險、財政支出風險、債務風險與財政制度風險四類<sup>⑪</sup>，分述如下：財政收入風險是指財政收入總量預期或非預期減少，使國家財源縮減，影響施政品質造成之風險；財政支出風險是指財政支出結構不良，造成政府支出與民間資源產生競爭，浪費與越位及過多的移轉性支付等造成之風險；債務風險事實上是前兩者綜合體，國債是政府部門財務調度之一種工具，發行時成爲

註⑦ 請參閱劉邦馳，「國債理論限度與實踐分析」，財經科學（成都），二〇〇一年第六期，頁七九～八二。

註⑧ 焦豔玲，「我國國債規模的統計分析與政策取向」，財政與稅務（北京），二〇〇一年第五期，頁三〇～三五。

註⑨ 魏陸，「我國國債規模的可持續性及其風險分析」，財經研究（上海），第二十七卷第九期，二〇〇一年九月，頁五二～五六。

註⑩ 王新麗、楊立岩，「財政風險問題研究綜述」，財政與稅務（北京），二〇〇二年第七期，頁二八。

註⑪ 于天義，「財政風險分析」，財政與稅務（北京），二〇〇〇年第十二期，頁三三～三六。

財政收入項目，償還時成爲財政支出項目，其運用時對國民經濟產生諸多影響，因此發行額與餘額均需受到相當制約，若償還能力不足，即出現債務風險；財政制度風險包含層面非常廣，諸如預算編列方式、監督、控管、國庫收支制度、採購制度、預算外收支管理等，均爲現行大陸較爲明顯之制度問題，處理不當，風險自然彰顯<sup>⑩</sup>。本文探討範圍爲債務風險部分，亦爲較棘手之一種<sup>⑪</sup>，大陸政府債務大量發行已爲既成事實，但若規模控制得當，既兼顧政府融資財經需要，又避免危機發生，對該國宏觀發展貢獻甚大。

## (二) 財政收支與國債規模

改革開放以前，大陸較少利用國債作爲財政融通工具，一九五〇年曾發行人民勝利折實公債，一九五四至一九五八年爲籌措建設經費發行國家經濟建設公債，之後中央財政收支雖盈虧互見，卻不再舉債融通，成爲既無內債，又無外債的國家，並以此爲社會主義國家優越特色之一。改革開放以後，經濟成就顯著，經濟思想改變，市場經濟理論廣被接受，成爲主要思潮，運用政府債務啓動經濟發展被認爲是政府重要職能之一，大陸遂自一九七九年開始恢復發行公債，當年總共發行 35.31 億元人民幣外債（以下貨幣單位除有特別說明外，均爲人民幣），之後年年增加。由表一第五欄中明顯看出，至二〇〇〇年，內外債發行額已高達 4180.1 億元，成長了 117.38 倍，增加速度之快，規模之大，爲五十年以來所罕見，使得國債規模一直成爲學者關注的焦點。一九九四年以前，大陸基本上是按照國債發行額等於財政赤字加國債還本付息額的公式確定國債發行規模，也就是說，該期間大陸國債發行額基本上是為了彌補財政赤字和償還舊債本息。因此觀察財政收支差額之變化，即可瞭解國債發行概況。根據姜麗、李晚青<sup>⑫</sup>利用 Granger-Sims 因果關係檢測法發現，中國大陸國債發行量與財政收支互爲因果關係。其實這種結果不難說明，因財政收支逆差大，必然導致國債發行增大，而國債增加後，財政收入中用於償還國債本息負擔不斷加重，又造成日後財政收支差額擴增，赤字額增加，直接加重國債負擔，形成相互循環。一九九四年以後，由於財政赤字禁止向中央銀行透支，只能通過發債解決，導致國債規模快速擴大。

註<sup>⑩</sup> 財政風險之分類有多種方式，可按內外源角度分爲內源性與外源性風險；可按形成原因分爲自然風險、經濟運行風險、金融風險、技術風險、政治風險、體制風險、制度風險、決策風險、管理風險；可按揭露程度分爲顯性與隱性風險；可按具體表現分爲稅收風險、債務風險、預算赤字風險、投融资風險、社會保障風險、政策風險；亦可按層級分爲中央與地方風險等，請參閱高志立、陳志國、王延杰，「財政風險及其構成內容的理論分析」，*財政與稅務*（北京），二〇〇一年第八期，頁二〇～二三，即使有這些不同分類標準，其中最重要者、需要政府控管者，仍爲債務風險。

註<sup>⑪</sup> 高志立、陳志國、王延杰，認爲此種風險來源最廣、傳導最快、潛伏性最強、危害最大、化解最難，其不僅是歷史難題，亦是現在與未來難題，是一國面臨之最大難題，見前引文，頁二一。

註<sup>⑫</sup> 詳見姜麗、李晚青，「關於我國國債與財政赤字的實證研究」，*財政與稅務*（北京），二〇〇二年第七期，頁五八～六一，他們先估算財政赤字與國債之相關係數，其值爲 0.93，再進行因果檢定，發現兩者均有落後五期之 Granger 因果關係，且相當顯著。

表一 財政收支總額及國債發行速度

單位：億元

年份	財政收入	財政支出	收支差額	國債發行			
				合計	國內債務	國外借款	國內其他債務
1979	1146.38	1281.79	-135.41	35.31		35.31	
1980	1159.93	1228.83	-68.90	43.01		43.01	
1981	1175.79	1138.41	37.38	121.74	48.66	73.08	
1982	1212.33	1229.98	-17.65	83.86	43.83	40.03	
1983	1366.95	1409.52	-42.57	79.41	41.58	37.83	
1984	1642.86	1701.02	-58.16	77.34	42.53	34.81	
1985	2004.82	2004.25	0.57	89.85	60.61	29.24	
1986	2122.01	2204.91	-82.90	138.25	62.51	75.74	
1987	2199.35	2262.18	-62.83	223.55	63.07	106.48	54.00
1988	2357.24	2491.21	-133.97	270.78	92.17	138.61	40.00
1989	2664.90	2823.78	-158.88	407.97	56.07	144.06	207.84
1990	2937.10	3083.59	-146.49	375.45	93.46	178.21	103.78
1991	3149.48	3386.62	-237.14	461.40	199.30	180.13	81.97
1992	3483.37	3742.20	-258.83	669.68	395.64	208.91	65.13
1993	4348.95	4642.30	-293.35	739.22	314.78	357.90	66.54
1994	5218.10	5792.62	-574.52	1	1028.57	146.68	
1995	6242.20	6823.72	-581.52	1	1510.86	38.90	
1996	7407.99	7937.55	-529.56	1	1847.77	119.51	
1997	8651.14	9233.56	-582.42	2	2412.03	64.79	
1998	9875.95	10798.18	-922.23	3	3228.77	82.16	
1999	11444.08	13187.67	-1743.59	3	3702.13		12.90
2000	13395.23	15886.50	-2491.27	4	4153.59	23.10	3.41

資料來源：中國統計年鑑—2001，國家統計局，表 8-1，「國家財政收支總額及增長速度」，頁二四五；表 8-6，「國家財政債務發行情況」，頁二四九。

國債規模大小一般係包含三個層面，一是當年發行國債總金額，是流量觀念；二是當年到期需還本付息的債務總額，亦為流量觀念；此兩項依各國預算結構與法令規定，構成一國財政預算內或外之收入與支出項目，三是歷年累積的債務總規模，是存量觀念，係由歷年發行額減除還本額得出。本文探討大陸公債發行的規模與原因，大致依這三個層面分成四個觀察階段來分析。第一階段觀察期自一九七九年至一九八四年止，以八四年 GDP 成長率來到歷史高點 15.2% 成長率為劃分依據，藉之比較經改

初期 GDP 成長與債務成長之原始狀況；第二階段觀察期自一九八五年至一九九三年止，以九四年大陸中央財政新規定為劃分依據，即財政赤字不得向中央銀行採用直接借款或透支方式來彌補，僅允許透過發行國債方式來解決財政赤字；第三階段觀察期自一九九四年至一九九七年止，以九八年大陸中央因應經濟局勢變化，實施積極財政政策，大量使用國債之前一年為劃分依據；第四階段觀察期則自一九九八年至二〇〇〇年止。

### 1. 第一階段，一九七九～一九八四年：

這一階段為經改初期，GDP 平均成長率為 9.3 %（八四年有 15.2 % 成長），亦為國債恢復發行期，大陸政府對國債運用尚屬初探摸索期，債務收入主要用於彌補財政收支逆差，由表一可知，本階段各年財政收支虧損大於結餘，且赤字額均較大，由表二可知，財政收入平均成長率 6.59 % 小於支出成長率 7.64 %，赤字額攀高，一九七九年起已出現 135.41 億元高額赤字，次年亦有 68.9 億元不足額，至八四年累積赤字額已達 275.14 億元，因此平衡財政政策目標負擔加重，債務發行量六年間共計 440.67 億元（參閱表二），平均年發行額為 73.45 億元，已遠高於過去三十年幅度，由於稅制結構不佳，稅收不足，利用公債融通於第一階段經改初期幾已成為無法避免之趨勢，然而大陸官方似乎並不在意這種現象。

表二 四個階段財政收支與國債狀況

單位：億元、%

年份	GDP 平均成長	財政收入		財政支出		國債發行 總額	國債平均 餘額	還本付息 總額
		總金額	平均成長率	總金額	平均成長率			
1979~1984	9.3	8836.5	6.59	9111.64	7.64	440.67	91.46	218.36
1985~1993	10	25267.22	11.6	26641.04	11.94	3376.15	772.25	1530.35
1994~1997	10.6	27519.43	18.77	29787.45	18.81	7169.11	3849.98	4655.72
1998~2000	7.8	34715.26	15.69	39872.35	19.84	11206.06	8817.28	5843.27

資料來源：GDP：中國統計年鑑—2001，國家統計局，表 3-3，「國內生產總值指數」頁五一，表 8-1、8-6，來源見前表。

財政收入、財政支出：表 8-1，來源見前表。

國債發行總額：表 8-6，來源見前表。

國債平均餘額：利用焦豔玲（見前引文）所附資料另行估算之。

還本付息總額：中國統計年鑑—2001，國家統計局，表 8-12，國家財政債務還本付息支出，頁二五六。

大陸缺乏國債規模年度總額官方資料，本文補足方法係以上年度國債餘額加當年淨增加額表示之<sup>⑥</sup>，表三呈現相關資料，一九七九年起國債餘額開始增加，但幅度不大，至八四年僅有 176 億元，而還本付息額（含歸還人民銀行債務）呈不規則變動，同期間由 28.58 億元先增後減為 28.9 億元，兩者之間呈正向關係，但由於償債額度未

註⑥ 大陸官方資料僅有發行額與還本付息額，本文利用焦豔玲（見前引文）所附資料另行估算之。

隨累積額逐期遞增，日後還本付息負擔必較沉重。

## 2. 第二階段，一九八五～一九九三年：

這段期間是經濟快速成長期，亦是債務快速成長期，GDP年平均成長幅度為10%，且於九二年有高達14.1%成長速度。本期財政收入略隨所得成等幅成長，九年間平均成長幅度為11.6%，稅收平均成長較上一期增加76%之多，然而財政支出呈現更明顯增加情形，平均漲幅為11.94%，致國家財政赤字不得不大幅擴增，財政負擔加重。這些年間赤字額擴大到1373.82億元，國家債務年發行額由八五年之89.85億元，增加至九三年之739.22億元，前後期相差7.2倍，共累積3376.15億元，由表二得知，本階段財政收入是前一階段之1.86倍，財政支出則為1.92倍，赤字額高達3.99倍，無怪乎國債發行遽增為前一階段之6.66倍，擴張速度令人驚訝。

國債餘額於本階段明顯增加，至九三年已高達1540.74億元，而還本付息額僅緩步上揚，完全跟不上發行與累積額度，同期間僅由39.56億元增為336.22億元（參閱表三），含付息累積餘額為1530.35億元，僅為發行額之一半（請參閱表二），大陸當局未細心評估國債償債額與累積額變化，適度調整國債期限結構，規劃合宜行政措施使發行與償還平均合理分配，必將加重未來還本付息之財政負擔。

## 3. 第三階段，一九九四～一九九七年：

一九九四年間，「中國人民銀行法」通過，規定大陸中央財政不得向中央銀行採用直接借款或透支方式，來彌補財政赤字或進行財政需要之貨幣供給，而只能透過向商業銀行發行公債方式來解決財政赤字的資金短缺，如果商業銀行資金不足，則將債務移轉給中央銀行，由央行購買此債務。這項規定，使得中央政府財政缺口僅能靠公債方式融通，終於導致當年公債發行數額突破1000億元大關，達到1175.25億元。

一九九四年實施分稅制後，大陸中央取得相當多的稅源，以增值稅為例，中央取得百分之七十五的來源，其餘百分之二十五由地方使用<sup>⑥</sup>，因此中央本級收入大幅增加，財政收入向中央傾斜，九四年即高達2906.5億元，比前一年成長203.5%，此後中央收入年年快速增長，但是當年地方財政收入大幅萎縮，地方財政收入比重，九三年尚有77.98%，九四年便降為44.3%<sup>⑦</sup>，兩年間中央、地方財源雖然產生如此劇烈變化，但財政總收入只比前一年增加20%，財政支出卻增長24.78%（參閱表一），造成此階段每年財政赤字額均在500億元以上，大餅雖重新分配，但未加大太多，即

註⑥ 請參閱邱巍原，「對中共財稅改革之研究」，中共研究（台北），第二十八卷第四期，一九九四年四月，頁七九。

註⑦ 大陸中央與地方一九九三～一九九四年財政收入狀況為：

年份	中央		地方	
	數額	比重	數額	比重
1993	957.51	22.02	3391.44	77.98
1994	2906.5	55.7	2311.6	44.3

資料來源：中國統計年鑑，國家統計局，二〇〇〇年九月。

便中央取得較多財源，收支差額仍在擴大中。

表三 財政債務餘額與還本付息支出

單位：億元

年份	國債餘額	還本付息支出額				
		合計	國內債務	國外債務	歸還向人民 銀行借款	債務收入大 於支出
1979	35.31					
1980	62.25	28.58		24.40	4.18	
1981	48.68	62.89		57.89	5.00	
1982	92.5	55.52		49.62	5.90	
1983	134	42.47		36.56	5.91	
1984	176	28.90		22.73	6.17	
1985	237.2	39.56		32.59	6.97	
1986	219.8	50.17	7.98	34.50	7.69	
1987	391.53	79.83	23.18	51.96	4.69	
1988	558.64	76.76	28.44	42.59	5.73	
1989	769.33	72.37	19.30	45.84	7.23	
1990	890.34	190.07	113.42	68.21	8.44	
1991	1059.99	246.80	156.69	80.22	9.89	
1992	1282.72	438.57	342.42	80.26	15.89	
1993	1540.74	336.22	224.30	89.22	22.70	
1994	2286.4	499.36	364.96	107.17	27.23	
1995	3300.3	882.96	784.06	71.69	27.21	
1996	4361.43	1355.03	1266.29	60.76	27.98	
1997	5451.79	1918.37	1820.40	70.76	27.21	
1998	6814.73	2352.92	2245.79	76.60	30.53	
1999	8518.42	1910.53	1792.33	90.99	27.21	12.90
2000	11118.7	1579.82	1552.21	27.61		

資料來源：國債平均餘額：利用焦豔玲（見前引文）所附資料另行估算之。

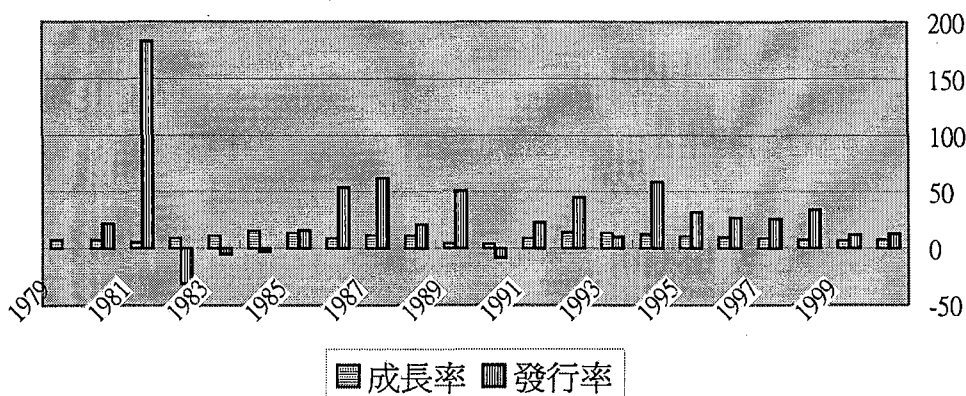
還本付息總額：中國統計年鑑—2001，國家統計局，表8-12，國家財政債務還本付息支出，頁二五六。

此階段國民經濟呈下滑局面，國債發行卻急速上揚，圖一呈現此種面貌。圖中經濟成長率一路走低，但國債發行額卻呈遞增現象，並於一九九七年突破二千億元發行量，國債餘額更於本年度高達5451.79億元。本階段國債發行額共7169.11億元，卻僅還了4655.72億元本息，無怪乎債務餘額累增。



前三階段至九四年國債發行主要為彌補預算缺口，發行額主要即按照財政赤字加上還本付息額計算而得，但因發行額及滾存餘額持續，一九九五年後大陸已出現發新債還舊債局面，使每年還本付息壓力越來越大<sup>⑧</sup>。儘管不是以拉抬經濟為發行目標，但額度仍然高漲，使得未來動用借債之相對風險提高。

圖一 經濟成長率與國債發行率



#### 4. 第四階段，一九九八～二〇〇〇年：

自九二年後，大陸經濟成長率開始下滑，九七年亞洲金融風暴，更加劇下降程度，使大陸經濟陷於經濟週期的低谷階段（參閱圖一）。基於國內外經濟情勢惡化，迫使大陸當局於一九九八年起，實施擴張性財政政策，發行大量公債，挹注基礎設施、水利防洪工程、糧食倉庫等方面，其後年年運用這種財務槓桿方式，期能刺激國內有效需求，啓動經濟發展。然而因國債發行額度增加過快，及其他各種政經原因，遂使中央財政收支惡化情形，浮上檯面。

國債規模在本階段有巨幅變動，由表一得知，一九九八年起，國家內、外債發行迅速跳升至 3000 億元大關，比前一年增長了 33.68%，其中又以內債發行量最大，占總發行量之 99.75%，金額為 3228.77 億元。至二〇〇〇年則突破 4000 億元，為 4180.1 億元，遠遠超過改革開放時之 35.31 億元，比後者成長 117.38 倍，財政負擔加重，債務風險增高，遂使國民經濟承受財政壓力逐漸沉重。

三年來債信之還本付息額為 5843.27 億元，發行額為 11206.06 億元，相差 5362.79 億元，後者將近前者之一倍，至二〇〇〇年債務規模來到 11118.7 億元，設若各期債務票面利率平均值為 5%<sup>⑨</sup>，下一政府會計年度單單應支付之利息便高達 555.9 億元，形成龐大財政壓力。

註<sup>⑧</sup> 根據閻坤、徐佳蓉分析國債變化所提出論點，見前引文，頁七五。

註<sup>⑨</sup> 以一九九八年為例，新增國債中，三年期年利率為 5%，五年期年利率為 6%，十年期年利率為 8%，請參閱翟炎辰，財政與稅務（北京），二〇〇一年第五期，頁三七。本文取年利率 5%，僅係取最低值，再乘以二〇〇〇年國債餘額 11118.7 億元，即可得下一財政年度大陸中央至少需支付 555.9 億元利息。

綜觀這二十二年來大陸國債的變化，大陸於經濟改革前，曾一度既無內債又無外債，但自一九七九年伊始，財政上出現 135.41 億元的赤字，引起國內上下一片恐慌，中央開始恢復了國債融通方式，以融通政府財政赤字，以後逐年擴大。從表一資料顯示，國債發行額由七九年之 35.31 億元開始，呈跳躍式增長，累增至二〇〇〇年之四千餘億元，共增加了 117 倍之多，發行額度增加率每年均大於經濟成長率甚多，平均增加率達 30.57 % 之多，其中尤以一九九四年增加幅度最大，為 58.98 %，超過前期半倍增幅，其後各年亦均維持在 12 % ~ 30 % 之間，當局使用公債融通方式已產生相當依賴性。就公債餘額來看，由一九七九年 35.31 億元，快速增加二〇〇〇年之 11118.7 億元，增加 313.8 倍，年平均增長率達 33.95 % 比例。其財政支出加大同時，又要應付國內外債務還本付息龐大需要，將使大陸中央財政狀況捉襟見肘，逐漸喪失宏觀調控能力。

### (三) 第四階段國債用途評述

從一九九八年開始，大陸實行積極的財政政策，以政府投資擴大內需<sup>②</sup>，連續三年發行長期建設國債，用於基礎設施建設，其中：一九九八年下半年增發國債 1000 億元，專項用於基礎設施建設；一九九九年於年初預算編列發行 500 億元國債外，又增發行 600 億長期國債，專項用於增加投資和技改貼息；二〇〇〇年年初預算編列發行 1000 億元長期國債，下半年再增發 500 億元長期建設國債，主要用於加快在國債項目的建設，三年財政累計發行 3600 億元長期建設國債<sup>③</sup>。

3600 億元國債主要用於建設重要項目，總投資規模為 2.4 兆元，主要工程有：加固長江黃河洞庭湖堤防 1.64 萬公里，完成 75 座重點大型水庫的除險加固工程；增設鐵路新線 3000 公里，副線 2560 公里，電氣化里程 3000 公里；新增公路通車里程 17.4 萬公里，其中高速公路 10230 公里；新增城市日供水能力 946.8 萬噸，日污水處理能力 270 萬噸，日垃圾處理能力 9929 噸；新建和改造農村電網高低壓線路近 170 萬公里；新建國家儲備糧庫倉容 258.5 億公斤。此外，用 195 億元國債作為貼息資金，支持重點行業、重點企業的技術改造項目 880 個，總投資規模 2400 億元，還編列了 78 億元國債資金用於科技教育<sup>④</sup>。

註② 項懷誠書面稿件，其由（1）一般貿易出口增速大幅度回落（2）商品零售價格總水平自一九九七年十月開始出現絕對下降（3）消費需求增長趨緩（4）投資需求增長乏力（5）經濟結構不合理等五個部分討論大陸為何要實施積極的財政政策，二〇〇一年九月五日第 8 屆亞太經合組織（APEC）財長會議前夕，項懷誠提供給記者一份書面材料，<http://www.people.com.cn/BIG5/jinji/31/179/20010905/552492.html>。

註③ 莊會寧，「3600 億國債是怎麼用的」，瞭望新聞周刊，第二期，總八八三期，二〇〇一年一月八日，頁八；另外亦可參閱「5100 億元國債投資穩定了中國經濟增長速度」，<http://economy.big5.enorth.com.cn/system/2002/02/21/000273435.shtml>。

註④ 王清憲，「3600 億元功不可沒——近三年國債投資述評」，中國信息報，二〇〇〇年十二月十四日，<http://www.zgxxb.com.cn/index20001214.htm>。

大陸如此龐大重點建設，依估計有助於拉動經濟增長，增強經濟發展後勁。一九九八年的千億國債估計使 GDP 增長 1.5 個百分點，一九九九年與二〇〇〇年國債投資估計各使 GDP 增長 2 與 1.7 個百分點<sup>②</sup>。三年來，在內需不足的情況下，經濟能夠保持一個較高的增長速度，3600 億元國債發揮了一定的作用，這即是大陸官方執著於運用債務融通之普遍立基點。

依大陸中央經濟工作會議看法，「擴大內需是長期堅持的一項戰略方針。擴大內需與財政政策密不可分是不可避免的。其原因，一是因為戰略性資源仍掌握在國家手裏。二是因為財政信用仍是當前我國信用資源中開拓潛力最大、開拓成本最低的信用。三是在社會利益構成中政府利益仍舉足輕重，政府仍是發展與擴張的最大受益者。」<sup>③</sup>簡言之，雖然大陸已面臨嚴重財政風險，短期內仍未放棄使用國債作為調控經濟與掌握資源之主要工具。我們可由宏觀經濟態勢、產業發展矛盾與應債能力三方面評述其立場與困境：

1. 從宏觀經濟的態勢看，大陸經濟回升的基礎還不夠穩固，有效需求不足的問題仍然存在。擴大社會投資，鼓勵居民消費，使之成為經濟增長的主要動力，仍需要一定時間，政府依然認為投入拉動經濟增長是經濟發展的重要手段。

2. 從產業發展矛盾看，第一級產業農民收入增長緩慢，制約了經濟的發展，而要提高農民收入，就必須推進農業和農村經濟結構的調整，優化農產品結構，提高農業的整體素質和效益，加快鄉鎮企業的結構調整。另外，為提昇入世後國際競爭力，對重點企業需要進行技術改造，提升其技術結構和產品結構，提高其整體素質，促進結構升級。這仍需要政府的投入與扶持，扮演積極角色。

3. 從國民應債能力看，大陸官方認為增發適量國債仍有空間，不存在引發通貨膨脹的危險，也不會引發政府債務危機。當前中國居民儲蓄存款增加較多，金融機構存貸款差額較大。到二〇〇〇年底，城鄉居民儲蓄存款餘額 6.43 兆元，全部金融機構各項存款餘額 12.38 兆元，各項貸款餘額 9.94 兆元，存貸款差 2.44 兆元<sup>④</sup>。因此，增發國債將一部分儲蓄轉化為政府對基礎設施的投資，可以帶動商業銀行與民間資金加大投資。

以上第 1、2 觀點是就經濟發展現實需要判斷，論點較中肯，但若政府職能失靈（failure），出現無效率現象，過度之政府干預是否仍能保證經濟增長，不無疑慮，且政府投資若與民間企業發生替代性，則排擠效果終將難免；第 3 點則由國民儲蓄額分析，所獲結論較具爭議，國民儲蓄不一定能順利轉化為政府投資，除非政府以高於市場利率或其他資產報酬率吸引之，但此種操作造成之經濟扭曲必大。由以上觀點可知大陸未來政府財政政策，仍係以擴張性赤字支出拉抬經濟為主要施政目標，因此其

註② 參閱莊會寧，見前引文，頁一〇。

註③ 參閱「財政政策正在向戰略性轉變」，<http://www.chinabond.com.cn/chinabond/bkwz/czzc/4307.html>。

註④ 請參閱中國統計年鑑—2001，國家統計局，表 19-2 之「金融機構信貸資金平衡表（資金來源）」；表 19-3 之「金融機構信貸資金平衡表（資金運用）」之相關項目。

國債餘額必然是有增無減<sup>②③</sup>。

大陸如此龐大財政支出，無可避免的衍生相當多的問題：其一，部分地方國債資金的使用存在「撒胡椒」現象，影響資金的使用效益，增加資金管理的難度。例如每年實際用於治沙的資金只有3000多萬元，可謂杯水車薪，在資金運用上有如撒胡椒，縣縣分錢，這使得治沙的進度趕不上荒漠化的進度；又如有一省把2億元用於供水設施建設的國債專項資金分配到67個縣市，多的分到幾百萬，少的分到幾十萬，自然無法建好供水系統<sup>②</sup>。

其二，施工質量存在隱患。據大陸財政部駐各省市的監察專員辦事處對涉及138億元國債專項資金的72個重點項目的檢查，其中有10個項目前期準備工作不足，從設計、規劃到投資概算的制定，沒有經過嚴密的論證<sup>②</sup>。

其三，一些項目前期準備工作不足，甚至出現邊探勘、邊施工、邊設計工程（俗稱「三邊」工程）現象，且概算變更隨意性很大，超支嚴重；一些項目財務、資金管理嚴重弱化，存在挪用建設資金、鋪張浪費等違反財經法規的問題<sup>②</sup>。

其四，由於時間緊、任務重，加之缺乏經驗，在管理和實施中也存在人為問題。擠占、挪用國債資金，違規招投標，違法分包、非法轉包層層盤剝建設資金等問題仍時有發生，有些問題性質十分嚴重<sup>②</sup>。

由於國債投資是政府投資，在目前投融資體制改革不佳的情況下，資金及項目的執行情況的監管缺乏明確對象，很難有人真正對投資效果負責到底，管理難度大。針對國債項目建設中存在的組織不力、建設環境不佳、地方配套資金不到位、管理鬆弛、不能按期建成投產等情況，大陸國家計委不得不發出了《關於加強國債專項資金財政財務管理辦法》，期建立健全的政府投資制度，使國債的每一筆投入都要有人對其負責、並研究國債投資的經濟效益，使投資在建設周期長、投資回報率低的基礎設施建設上，能被有效地管理，以確保國債項目工程質量、提高國債運行的效率<sup>③</sup>。事實上，有效的國債管理，促其達到預期施政目標，直接成效可提高國民經濟整體素質、實現經濟發展的迫切要求，間接成效將可降低未來對其依賴度，降低債務使用，逐步減輕國家財政困境可能發生之危機。從本文政府應亟力降低財政風險的立場而言，這種措施至關重要。

註② 大陸財政部部長項懷誠坦承，實施積極財政政策直接增加了財政赤字和債務餘額，對經濟發展必引起重視，這也是實施積極財政政策所必須付出的代價。他透露，當局將逐步減除已實施連續五年的擴張性財政政策。見工商時報，民國九十一年四月十七日，第十一版。

註② 請參閱「運作市場理念挑戰北京沙源」，<http://www.envir.online.sh.cn/info/2000/9/930861.htm>，及王清憲，見前引文。

註② 王清憲，見前引文。

註② 請參閱「關於加強基礎設施建設資金管理與監督的通知」一文內容，<http://www.tdctrade.com/airlaws/national/9903300021203.htm>

註③ 參閱「計委嚴查國債，確保大部分國債項目建成」一文內容，<http://finance2.sina.com.hk/news/cn/sinaCN/cnFinance/source/2002/0522/4883384.html>。

註③ 參閱莊會寧，見前引文，頁一三。

### 三、國債風險動態分析

#### (一) 風險指標評述

政府舉債就是利用赤字預算來融通政府支出，大陸官方對此操作方式一向保持積極態度，依大陸國家稅務總局前副局長楊崇春的看法：「有點赤字不可怕，赤字不是洪水猛獸，赤字就是把未來的錢先拿來用，刺激經濟發展。世界上不舉債的國家不多，適當舉債可以辦大事。」<sup>②</sup>政府舉債有如民間企業債務一般，係以創造債務方式取得所需資金，以便從事各種公共支出，企業於籌措債務資金時，乃運用財務槓桿方式，為企業獲取利潤，此同時亦產生了財務風險（financial risk），槓桿運用越大，財務風險越大，企業面臨了倒帳風險，可能因為財務週轉或經營不善還不出本金利息。雖然政府債務基本上較無這種信用風險，不過隨著國債規模之擴大，赤字太多便令人覺得可怕，債務風險亦會隨之增加，國債規模與國債風險具有相當程度之關聯性。

國債規模分析不是一個獨立的經濟範疇，它與一個國家國民經濟和財政收支狀況息息相關，因此判斷與分析國債規模適度與否，不能只看國債本身絕對值，而須利用國際上慣用一些相對經濟指標與經濟數據，在國際公認基礎上，結合大陸具體現況做出合理判斷。探討國債之風險即可對其規模限度作類似分析。因此本文試由風險分析開始著手。我們將國債風險分為發行風險與償還風險<sup>③</sup>兩類，發行風險即為流量風險，主要用於評估政府與國民經濟實力承擔發行能力高低，若相關指標已相對偏高，表示政府應另闢財源，不宜再發行國債支應支出；償還風險為存量風險，主要用於評估政府與國民經濟實力償還債務能力高低，若相關指標已相對偏高，表示國家將面臨償債困境與風險，這兩類指標有助於本文深究大陸國債現況。以下本文將利用相關指標來探討衡量這兩種風險。

#### 1. 發行風險指標

國債發行可以從供給與需求兩方面考量。政府扮演著供給者角色，其根據實際財政需要發行，基本上只要財政缺口多少，就需要發行多少，因此我們以「債務依存度」指標來呈現政府以國債融通財政支出之實際供給壓力，當然在舉債過程中，政府需充分考量自身償債能力，目前的發行量將累積為日後償還負擔，所以發行風險與償還風險息息相關；國債需求者包括城鄉居民、企業事業單位與金融機構，健全金融流通制度、優惠國債利率與租稅條件等成為吸引投資人購買國債之主要因素，而衡量最終購

註② 新華社記者韓振軍、張旭東、張建平，「兩會內外看赤字：赤字突破3000億，財政風險有多大」，二〇〇二年三月七日，華夏經緯網，<http://big5.viewcn.com/ShenZhouLiaoWang/TeBieGuanZhu/Re-nDaZhenXie/FenXiPingLun/GBK/81187.html>。

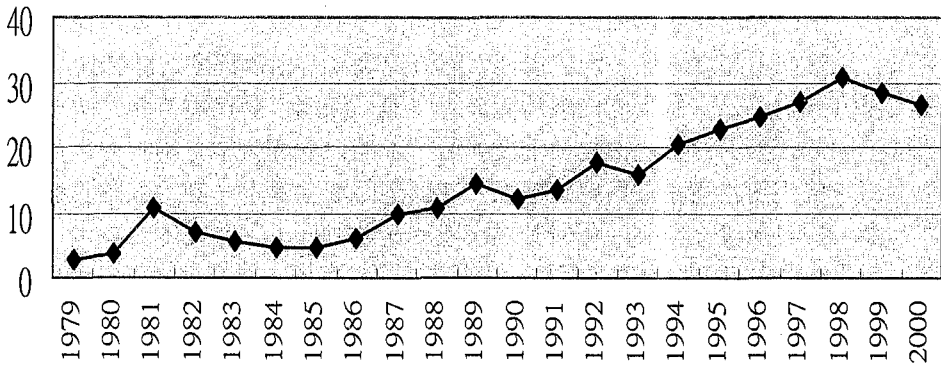
註③ 傅道忠，「中國國債風險實證研究」，財政與稅務（北京），二〇〇一年第五期，頁四三～四五，曾就內外債作類似之分類設計。

買能力指標者即為 GDP 大小，所以我們以「國債借債率」指標來衡量國民經濟實際需求能力，以上兩指標大小與發行風險成正相關。

#### a. 債務依存度 R<sup>1</sup>

是指一國公債發行額與財政支出之比值。這一比重主要呈現一國財政支出有多少程度依賴於債務發行<sup>④</sup>。舉債愈多，債務依存度愈高，當然財政風險相對提高。本指標國際警戒線（歐盟規定）為 15%~20%<sup>⑤</sup>。由表四得知，一九七九年為 2.75%，自一九九四年開始，大陸債務依存度已超過國際公認之安全線，為 20.29%，其後各年一直在國際警戒線上，一九九八年甚至高達 30% 以上，來到歷史超高水平，遠遠超過先進發達國家之要求，二〇〇〇年則為 26.31%，二十二年間依存度上漲了 8.56 倍，發行風險過大（參閱圖二）。

圖二 債務依存度



說明：債務依存度=國債發行額/財政支出

中國大陸如此高比例依存度，與其複式預算結構有極大關係，若不細究，將造成分析上之錯誤。大陸中央財政預算與一般先進國家不同，在編列財政支出時，一般先進國家將國債付息額列作財政支出，而大陸歷年來國債付息額不列入財政支出項目中<sup>⑥</sup>，因此帳上名目財政支出相較於歐美先進國家將較小，求出之債務依存度將較歐美國家為大。不過若單由依存度定義解釋，此風險係數亦充分顯現大陸財政已出現

註④ 大陸情形亦可用中央財政支出來評析，此可表現中央政府實質債務依存度，由於地方政府不能發行國債，政府債務由中央政府統一舉債，再發放地方使用，故係中央發債，統籌全國使用，非僅中央獨有。若以中央支出考量，依存度將更大，國際警戒線為 25%~35%，即中央支出約占全國支出之 60%，參閱劉邦馳，見前引文，頁八〇。

註⑤ 參閱劉邦馳，見前引文，頁八〇，此一比例一般認為係包括內外債在內，依夏杰長、趙志耘兩人之研究，目前各發達國家之實際水準則在 10%~23% 之間，日本於財政最困難期亦僅有 37.5%，見前引文，頁二二。

註⑥ 詳見大陸財政部財政科研所課程組，「我國財政赤字和債務政策取向」，財政與稅務（北京），一九九九年第十期，頁四四~五四。

危機與困境，該比值表示大陸不含利息財政支出的 1/4 以上須靠國債支應，其不僅目前公共支出需大幅仰賴債務支應，未來這批債務到期時，又必須從其他國民經濟財源挪移出來供作還本付息之用，龐大債務負擔，對一國經濟發展造成相當程度之阻礙<sup>②</sup>。

探討四個階段比值變化，指標值分別為 5.67 %、11.73 %、23.65 %、28.38 %，即第三階段後債務依存度加重，此正是赤字仰賴債券融通之重要階段。面對如此快速之國債依賴現象，已呈現出中央財政聚集能力有待加強，如何提高租稅收入，將是大陸日後焦點工作。若由債務發行與支出絕對值成長率分析，國債發行額之平均年長率為 31 %，高於財政支出之 13 %，相差 18 %，該比值不得不惡化。

#### b. 國債借債率 $R^2$

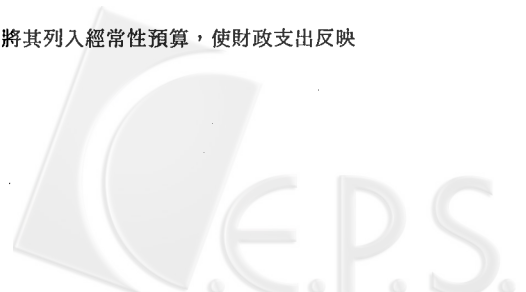
是指當年國債發行額占 GDP 的比例，本指標為公債流量與當年國內生產流量之情形，當一國社會生產力越大時，就越有能力以其所得購買國債，並有助於政府將社會資源轉為財政使用。由財政理論分析，影響政府債務因素包含政府財政支出壓力、政府償債能力、國民收入與儲蓄能力、國內生產總值規模等，而這些因素的最終因素即為國內生產總值，只要 GDP 夠大，社會資金量也就越大，政府稅收反映之償債能力與國民應債能力也會越強。是故影響國債規模之重要因素為國內生產總值。該指標越高，表示政府當年利用債務創造的財政集中度高，一國經濟規模支應政府當年財政債務化程度高。

大陸七九年發行額占 GDP 比例僅為 0.87 %，其後政府職能擴張，該比值逐步攀高，至二〇〇〇年來到歷史新高之 4.68 %（參閱圖三），22 年間共漲了 4.38 倍，此現象與前一比值大致相同，但漲幅略低，本指標平均值為 2.29 %，即國民經濟承擔 2.3 % 的政府債務，依歐盟會員國之規定，該比值不宜超過 3 %<sup>③</sup>，而大陸於九七年超過該警戒值，躍昇至 3.33 % 水準，二〇〇〇年更高於警戒值之 50 %，顯見發行新債對國民經濟造成沉重負擔。就風險增長幅度比較，二〇〇〇年供給風險（依存度）高於需求風險（借債率）。由四個階段加以觀察，比例值各為 1.38 %、1.92 %、2.85 %、4.48 %，表示經濟改革之前十九年國債發行尚在安全範圍，於第四階段，因積極財政政策實施亟需龐大財源，導致國債發行量大增。此可說明發行風險自政府部門開始，逐步擴散至國民經濟。若由發行額與 GDP 絕對值之成長情形分析，可以發現國債發行額平均年長率 31 % 大於 GDP 平均年長率 9.5 %，如此巨幅的差異，必然加速國債發行之風險。

綜合前述兩個發行風險指標可以歸納出，大陸近年來債務發行風險值已高於國際安全標準，使其財政風險相對提高，並由供給風險擴散至需求風險，再擴散至償債風

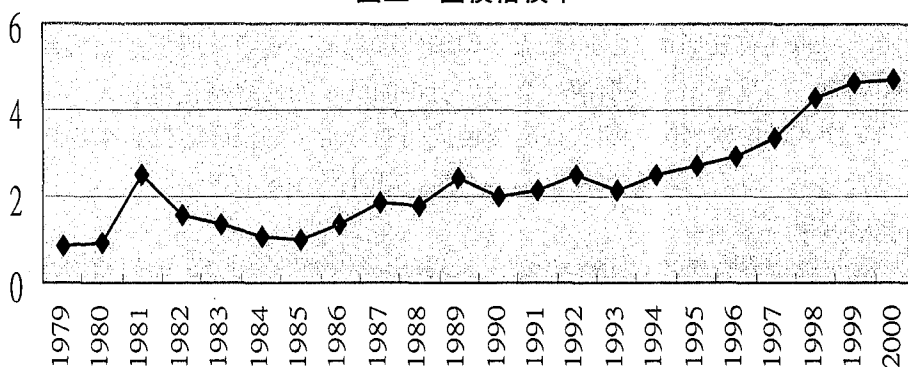
註② 大陸政府從二〇〇〇年起改革了國債利息支出預算的編制方法，將其列入經常性預算，使財政支出反映真實國債付息額，且使後者具有更可靠的資金來源。

註③ 參閱閻坤、徐佳蓉，見前引文，頁七四。



險。政府以舉債方式融通資金，於財源取得之初甚為便利，但其導致之經濟扭曲與金融危機問題正逐日突顯中。這種風險偏高現象，需有效加以控管，因為政府若能監控發行風險，將間接監控償債風險，此種監控機制，值得當局注意，本文將於下一小節說明之。

圖三 國債借債率



說明：國債借債率=國債發行額/GDP

## 2. 償還風險指標

國債償還可由政府與國民經濟兩方面考慮。國債是國家信用，每年還本付息額需由財政收入項下支應，財政收入豐吝與否，便決定了政府可能面對之財政風險，我們以「國債償還率」分析政府償債能力。國民經濟之償還能力可由國民生產 GDP 與國民儲蓄估算，其經濟理念來自於 David and Scadding<sup>③</sup>絕對理性假設 (ultrarationality assumption)，亦即人們往往視公共部門經濟活動為己身行為之一部份，政府收支直接影響人們效用函數與預算限制。依此概念，Barro 認為人們會將政府目前預算赤字視同未來負債，國債增加無淨財富效果<sup>④</sup>；如果以自由主義機械論 (mechanistic view) 看之<sup>⑤</sup>，國家是所有成員創造出來的組織，以謀求國民福祉為目標，國民仍將是國家債務最終承擔者，則國民經濟虛實與財富數量多寡將影響其償債能力，是故我們擬以「債務負擔率」與「國民應債率」兩指標加以探討。

### a. 債務負擔率 R<sup>3</sup>

是指公債餘額占 GDP 的比例。本指標強調公債累積存量總值占當年國內生產流量之比重，顯示一國政府財政能力債務化程度與全國經濟規模比例關係，亦表達國民經濟承受債務之程度。國債餘額係由未來財政收入償還，為控制國債規模，其最好不要超過當年之財政收入，此為消極之規模控制，因此經濟學者認為該值不宜超過

註③ P. A. David and J.L. Scadding, "Private Savings: Ultrarationality, Aggregation and Denison's Law", *Journal of Political Economy*, vol. 82, no. 2, March/April (1974), pp. 225~250.

註④ R. Barro, "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, vol. 82, no. 6, November/December (1974), pp. 1095~1117.

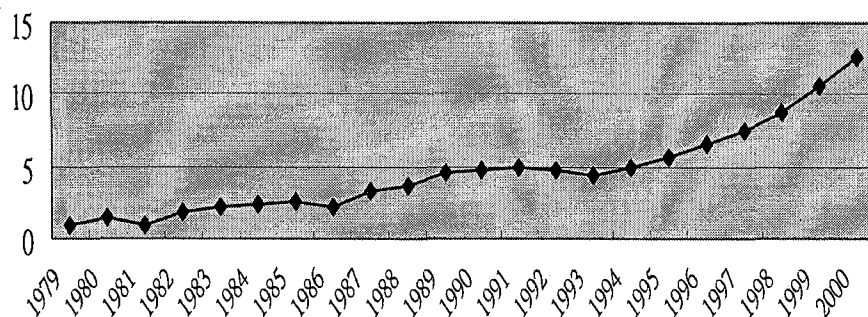
註⑤ 見溫明忠，*經濟學*（台北：前程企業管理公司出版，民國八十七年二月），頁四五。



45%，歐盟會員國依馬斯垂克條約規定該比值不能超過60%。但依大陸財政狀況言，一般認為不宜超過20%<sup>②</sup>。就大陸官方公佈之資料來看，本指標由表四清楚看出一九七九年為0.87%，之後逐年緩步遞增，至二〇〇〇年增為12.44%（參閱圖四），係各年間最高水平，22年間共增長了13.3倍，相較於發行風險之依存度與國債借債率，可看出償還風險比發行風險遞增更快。其平均值為4.58%，與其他國家數值比較，以1996年為例，大陸為6.42%、美國為63%，日本為97.3%，德國為60.4%，法國為55.7%，英國為54.4%<sup>③</sup>，相較之下仍屬偏低，因此大陸這項指標尚位於國際與國內安全範圍內，大陸總體經濟應債能力仍相當厚實，償債空間充足，風險問題不大。

若依前述四個階段之平均值觀察，各階段分別為1.62%、3.93%、6.07%與10.51%，比例於四階段一路攀升，尚在國民經濟可以承受之範圍，但可看出四個階段躍升速度較前兩指標快，主政者應注意此比值逐年增加趨勢。若由國債餘額與GDP個別值成長率觀察，這一結論將更清楚，大陸國債餘額二十二年間成長平均值為33.95%，高於GDP之成長率9.5%，負擔率攀升勢所難免。

圖四 債務負擔率



說明：債務負擔率=國債餘額/GDP

#### b. 國債償還率 R<sup>4</sup>

是指當年到期國債還本付息額與當年財政收入之比值，以反映一國財政償還國債的能力，財政償還能力越大，國債承受能力自然越大，而國債規模之最大限度自然受到一國財政收入之限制。本文將同時考慮財政總收入與中央財政收入兩部分<sup>④</sup>。一般歐美發達國家債務依存度較高，但償還率較低，多位於15%以下，國際上公認的償還率警戒線為22%<sup>⑤</sup>，但事實上大多控制在10%水平，大陸學者持保守看法，認為10

註② 詳見焦艷玲，見前引文；余蕾、王長海，「關於國債發行規模之探討」，財政與稅務（北京），二〇〇一年第三期，頁四二～四四，他們認為大陸財政收入加上預算外收入只佔GDP約20%，因此這應該是國債餘額之上限。

註③ 見夏杰長、趙志耘兩人之研究，見前引文，頁二一。

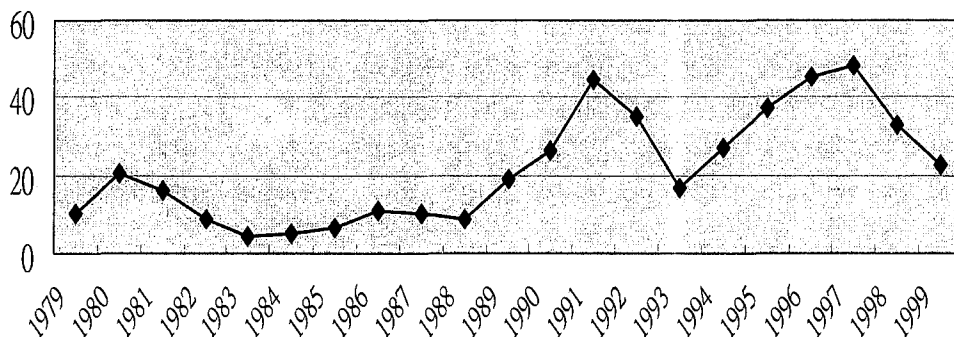
註④ 考慮大陸中央財政收入，目的在呈現中央財政之償還能力，參閱劉邦馳，見前引文，頁八一，如此該比值將更高。

註⑤ 參閱劉邦馳，見前引文，頁八一。

%較為穩健<sup>⑥</sup>。理由是這一指標可以衡量一國財政是否落入「借新債還舊債」之惡性循環困境，唯有降低比例才能維持國家財政安全。該比值亦可體現政府管理債務能力，表四可說明二十二年來比值出現不規則之波動，顯現大陸對於償還國債缺乏完善之規劃，表中看出，就全國財政償還能力言（償還率1），自九二年起超過國際標準，九四年略有好轉，九八年則惡化；就中央財政償還能力言（償還率2），八〇年即已超過國際規範（10%），八四年政府有小額償還，比值降為4.34%，為最小，其後漸漸攀升，至九二年年高達44.77%，九四年因分稅制使中央財政收入大增，該值降為17.18%，隨後於一九九八年達到最高峰，為48.1%，為八〇年之3.78倍，表示債務支出幾占當年中央財政收入之一半，之後因償還壓力稍降，比值又降至二〇〇〇年之22.6%，是八〇年之1.2倍，仍超越國際警戒二倍之多。

四個階段比例增幅相當大，依中央財政平均值（償還率2）觀察，各階段分別為10.99%、18.49%、31.67%、34.45%，自第三階段起平均值皆位於30%以上，構成中央龐大支出負擔，這種情形令人擔憂，二十二年平均值為21.7%，且均在高位震盪，債務償還風險已悄然形成。以還本付息額與財政收入絕對值成長率觀察之，國債還本付息額歷年成長平均值約為31%，而中央財政收入為12.2%，前者大於後者18.8%，債務償還壓力漸大。分析大陸償還率居高不下原因，可由以下四點說明之：（1）財政收入增加慢於財政支出，無償性租稅收入來源相形不足，赤字額偏高，財政收入占GDP比例相對於世界各國偏低，（2）90年代中期國債以高利率刺激民眾購買意願，加重未來還本付息負擔，（3）公債還本付息額未列入預算中，降低債務償還警覺度，（4）在財政支出擴大同時，各種隱藏性財政赤字亦悄悄地增加中，隱藏性赤字未列入財政預算項目，但最終仍由財政負擔。其主要內容包括地方隱藏性赤字、國有企業虧損及國有銀行呆帳三部份，這使得財政愈顯吃緊，以新債養舊債情形無法避免。

圖五 國債償還率



說明：國債償還率=到期國債還本付息額/中央財政收入

註<sup>⑥</sup> 見張海軍，「中國國債規模：現狀與趨勢」，財政與稅務（北京），一九九九年第八期，頁七四，亦有學者以還本付息額與GDP比例估算，則該指標應在5%以下，參閱閻坤、徐佳蓉，見前引文，頁七四。

表四 各種風險指標值

單位：%

年份	發行風險指標		償還風險指標			
	債務依存度	國債借債率	債務負擔率	國債償還率 1	國債償還率 2	國民應債率
1979	2.75	0.87	0.87			17.43
1980	3.5	0.95	1.38	2.46	10.05	22.04
1981	10.69	2.5	1.0	5.35	20.22	13.74
1982	6.82	1.58	1.75	4.58	16.01	20.68
1983	5.63	1.34	2.26	3.11	8.67	23.4
1984	4.55	1.08	2.45	1.76	4.34	22.66
1985	4.48	1.0	2.65	1.97	5.14	22.42
1986	6.27	1.36	2.15	2.36	6.45	14.94
1987	9.88	1.87	3.27	3.63	10.84	18.94
1988	10.87	1.81	3.74	3.26	9.91	21.01
1989	14.45	2.41	4.55	2.72	8.8	14.81
1990	12.18	2.02	4.8	6.47	19.15	12.51
1991	13.62	2.13	4.9	7.84	26.3	11.47
1992	17.9	2.51	4.82	12.59	44.77	10.91
1993	15.92	2.13	4.45	7.73	35.11	10.13
1994	20.29	2.51	4.89	9.57	17.18	10.63
1995	22.71	2.65	5.64	14.15	27.11	11.13
1996	24.78	2.9	6.42	18.29	37.01	11.32
1997	26.82	3.33	7.32	22.17	45.38	11.78
1998	30.66	4.23	8.7	23.82	48.1	12.76
1999	28.17	4.53	10.38	16.69	32.66	14.29
2000	26.31	4.68	12.44	11.79	22.6	17.28

年份	發行風險指標		償還風險指標			
	債務依存度	國債借債率	債務負擔率	國債償還率 1	國債償還率 2	國民應債率
1979-1984	5.67	1.38	1.62	3.21	10.99	19.99
1985-1993	11.73	1.92	3.93	5.83	18.49	15.24
1994-1997	23.65	2.85	6.07	16.04	31.67	11.22
1998-2000	28.38	4.48	10.51	17.43	34.45	14.78

資料來源：1. 其他資料，同前表，中國統計年鑑—2001，國家統計局。

2. 城鄉儲蓄存款：a. 1978-1998，新中國 50 年統計資料彙編，國家統計局，1999，A-58，「全國金融機構信貸資金平衡表」，頁六四。b. 1999-2000，中國統計年鑑—2001，表 19-2，「金融機構信貸資金平衡表」，頁六三七，城鄉儲蓄存款。

說明：債務依存度=國債發行額/財政支出

國債借債率=國債發行額/GDP

債務負擔率=國債餘額/GDP

國債償還率 1=到期國債還本付息額/全國財政收入

國債償還率 2=到期國債還本付息額/中央財政收入

國民應債率=國債餘額/國民儲蓄存款總額



c. 國民應債率<sup>⑤</sup>

是指國債餘額占國民儲蓄存款總額的比例。這是由國民儲蓄水準來評估國債償還之一項指標。就當期值言，本指標是衡量國民當期儲蓄之償債能力，指標越高，表示國民財富之儲蓄存款用於支付國債能力越高。補充一提的是，在一些條件下，依李嘉圖等值定理（Ricardian equivalent theorem）看法<sup>⑥</sup>，政府發行公債時，本世代人們預知後代子孫將償付本息，因此他們會於本世代增加儲蓄，此表示公債不存在代際負擔問題<sup>⑦</sup>。國民應債率與等值定理有無直接關係，尚須進一步檢驗<sup>⑧</sup>。就代際負擔問題言，Lerner、Hansen等人認為<sup>⑨</sup>，內債不會對未來社會形成實質負擔，未來公債還本付息僅為貨幣之移轉，社會成員之權利義務將相互抵銷；Buchanan<sup>⑩</sup>反對此種有機體論點（organic view），他認為代際負擔需由所有人組合來觀察方有意義，購買者依個人效用做最適選擇時，其無負擔問題，但未來所有納稅人之負擔損失，不會被國債購買者之所得抵銷，代際負擔問題存在。以大陸現況觀之，初期發行的公債大多屬於短中期債券，以3個月至5年期為主<sup>⑪</sup>，使得公債到期還本付息落點過度集中，排擠其他政務支出，但較為兼顧代際負擔公平原則，近年來已增加長年期公債，可減輕還本付息過度集中國庫調度的壓力，卻有代際負擔問題。

國債是政府的一種借貸行為，其規模同時受政府財政償還能力與社會資金供給能力限制，所以居民儲蓄量直接影響國債規模。從投資民衆角度言，國債是一種金融商品，能否發行與發行多少還取決於購買者的意願與能力。因此由這個角度分析，政府吸引投資人購買需要：（1）城鄉居民儲蓄存款高，購買潛力大，（2）政府債券利率較高，（3）政府債券安全性、流動性與收益性滿足市場需求，（4）政府債券一、二級市場健全。因此，政府若能主導與改善後三項因素，有助於其債券之發行。本文中我們僅以城鄉居民購買潛力作為評估值，即以歷年城鄉居民存款總額來評析。

由表四及圖六觀察這二十二年間比值變化，可以發現國民應債率有多次波動趨勢，與前述四指標不同，最高由一九八三年之23.4%，降至一九九三年10.13%，之後又逐漸回升至二〇〇〇年之17.28%，略低於七九年之17.43%，表示多年來該比值持穩，整體國民應債力仍甚強，並未隨國債餘額增加而下降，就整體指標言，本值之變

註④ 沈中華，*貨幣銀行學*（台北：新陸書局，民國九十一年二月，二版），頁一四四。

註⑥ 李嘉圖等值定理另一種解釋為：政府支出既定下，不論用課稅或以發行公債的方式融通，其影響經濟的效果相同。若政府以公債融通增加支出，人民將視為將來提高稅賦，將減少私人支出，利率與產出皆不受影響，政府以公債融通增加支出的效果，將因私人支出減少而抵銷，請參閱馬嘉應、林燕瑜、羅慧萍，「財政赤字與公共債務」，*財稅研究*（台北），第三十四卷第一期，民國九十一年一月。

註⑦ 假設等值定理存在，則國民應債率應維持偏低與時間一致性。

註⑧ 請參閱 A. Atkinson and J. Stiglitz, *Lectures on Public Economics* (London: McGraw Hill, 1980)。

註⑨ 請參閱馬嘉應、林燕瑜、羅慧萍，見前引文，頁一〇六。

註⑩ 李茜，「中國國債市場規模分析」，*財政與稅務*（北京），二〇〇二年第二期，頁四三。

化可算是最為穩定。

綜觀這三個償債指標，可看出經「債務負擔率」與「國民應債率」呈現之國民應債力較為雄厚，尚足以面對國債要求，相對風險較低，但中央政府應債力較脆弱，已超出國際標準甚多，對大陸財政未來發展構成若干威脅，大陸多年來因為放權讓利措施、預算外收入增加、租稅優惠與移制結構不健全、稽徵效率差等等因素，使財政無償性租稅收入偏低，導致財政收入過於依賴債務信用，財政風險已在悄然形成中。

根據上述五個指標值說明，我們有下列四點補充與結論：

(1) 通行之國際警戒標準多是歷史經驗，非由最適經濟理論建構，不完全具有普遍適用性。有些國家高債務引發金融危機，有些國家則獲得經濟成長，故分析財政風險時，除利用前述指標外，尚需參酌其他經濟因素一併考慮之。此外，由於各國經濟發展條件與資源稟賦差異很大，進行跨國比較應定位於比價之觀察，於實務運作時，亦應參考各國實情作個別判斷。

(2) 歐美國家債務依存度（發行風險）高，負擔率（償還風險）低，大陸則相反<sup>註⑤</sup>。這可由兩方面來說明，其一是西方各國財政收入占 GDP 比例約為 40~45%，大陸至二〇〇〇年僅為 15.2%，但國債餘額占 GDP 卻高達 12.6%，自然有較沉重之償還壓力；其二是各國發行公債歷史久遠，且以中長期（10~20 年）為主體債券，歷史累積量大，故有較高負擔率，而大陸係在較短期間內快速累積債務，所以發行風險較高。

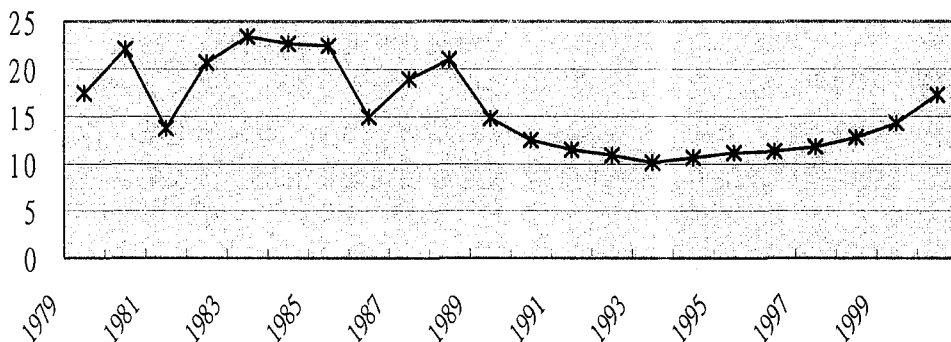
(3) 國債規模既是長期決定，未來一些不確定因素將影響其規模變化。政府雖可透過國債產生投資乘數效果拉抬經濟，卻不易掌握宏觀經濟因素變化，例如產業轉型情形、國際貿易收支、外國資金移動、國際金融環境與政治局勢變化，因此適度略緊之措施應是較為保守穩健之政策選擇，各指標應採較嚴峻比例。二十二年來大陸國債增長過快，已面臨過高發行風險，這些風險日後亦將轉化成償還風險，目前尚佳之償還條件不保證未來仍可維持，唯有保持適度舉債與償還彈性，才能增強財政調控潛力，避開可能之財政信用風險。

(4) 近年大陸國債發行速度過快，風險極大，現在已不能像過去般保持快速增長，因此必須從量的變化轉為質的調整，例如調整國債期限結構、使短中長期債務作合宜分配，加強還本付息市場調控，使舉債成本下降，優化金融市場機制，使國債流通非市場干擾因素降低等，均是亟需進行工作。

(5) 前述指標無論就流量或存量言，係屬靜態或單期動態指標，但國債規模乃長期動態決定，因此如欲判斷債務風險長期可能變化，必須借助動態分析加以觀察，方能得出正確經濟意義。為達到此一目的，下小節即利用動態公式進行風險長期評估。

註⑤ 參閱夏杰長、趙志耘論文，見前引文，頁二三。

圖六 國民應債率



說明：國民應債率：國債餘額/國民儲蓄存款總額

## (二) 風險指標動態分析

以下本文延續上節分析，利用動態式來探討各個風險指標值長期狀況，觀察其受哪些因素影響，並探究各因素在何種條件下可以降低風險，防止債務惡化。至於動態方式處理上，本文係將各風險指標轉化為微分方程式，以觀察各風險值動態因素與收斂條件。假設經濟體系已知政府預算限制式為<sup>④</sup>。

$$\begin{aligned} \Delta B + T &= G + rB, \\ \Delta B &= \Delta B^N - \Delta B^O \end{aligned} \quad (1)$$

等式左邊為政府財政收入來源項目，包括國債變動項 $\Delta B$ 與租稅收入 $T$ ， $\Delta B$ 包含發行新債 $\Delta B^N$ 與償還舊債 $\Delta B^O$ 之差額，等式右邊為政府各種支出 $G$ 與國債利息 $rB$ ， $r$ 為國債票面利率。

### 1. 發行風險之債務依存度 $R^1$

本文擬由債務依存度  $R^1$  開始分析，依其定義以代數呈現為

$$R^1 = \Delta B^N / G \quad (2)$$

將政府預算限制式代入上式，得

$$R^1 = 1 + (rB - T + \Delta B^O) / G$$

上式兩邊取變項，可得

$$\Delta R^1 = (r - g) R^1 + H$$

其中， $H = (\Delta^2 B^O + \Delta G - r\Delta B^O - \Delta T) / G$ ， $g = \Delta G / G$ ，將上式積分即得<sup>⑤</sup>

$$R_t^1 = R_0^1 e^{(r-g)t} + \int_0^t H e^{-(g-r)(t-s)} ds, \quad (3)$$

註④ 本文不考慮強力貨幣  $M$  之融通方式。

註⑤ 此即常見積分式處理，數學推導過程備索。

式中，為  $R_0^1$  正值，上式的結果，我們分兩點說明如下：

(1)  $g > r$ ， $g \cdot r > 0$  時，表示若要  $R^1$  降低（收斂），需  $(g-r)$  值大於零，這種情形可用式 (2) 加以說明。如果其他條件不變，政府支出依賴債務發行程度下降， $R^1$  會漸小，相對地說明依賴租稅程度增加，財政結構漸趨健全。換言之，政府實施功能性財政預算，在事後 (*expost*) 年度預算平衡下，若政府財政支出增加，而國債發行未跟隨增加（利息增長較慢）， $g > r$ ，意謂著租稅收入已足支應大部分支出流量，因此對國債依存度相對降低。亦即雖然  $g$  增加，但因為租稅收入成長，稅收融通方式改善，將可減低以國債承擔之財政依存度。我們亦可由式 (1) 加以說明，該式中還本付息額  $rB + \Delta B^0$  是政府不能減少之固定支出項目，若租稅  $T$  足以支應財政支出  $G$ ，則  $\Delta B^0$  將減少， $g > r$ ，表示政府支出增加，而債務發行未隨之增加，隱含租稅收入相對擴增。

(2)  $g < r$ ， $g > 0$  或  $r < 0$ ， $r > 0$ ，表示一旦國債利率大於支出成長率，無論公共支出無論增加或減少，財政支出還是以債務為主要融資來源， $R^1$  將無法收斂。若政府為吸引民間游資購買國債，提高債券票面利率，債務利息支出龐大，下期發行新債還舊債之壓力相對增強，因此債務依存度將比例上揚。

#### 【命題一】

若公共支出增加速度相對於債務負擔為高，隱含租稅收入增加，債務依存度將降低。

## 2. 償還風險之債務負擔率 $R^3$

在推導國債借債率  $R^2$  之前我們需先求出債務負擔率  $R^3$ ，於求出  $R^3$  後  $R^2$  即可直接換算，兩者間具有密切關係。債務負擔率依其定義可表示為

$$R^3 = B/Y \quad (4)$$

， $Y$  為國內生產毛額，上式先求動態變化，並將政府預算限制式代入，仿  $R^1$  做法可得

$$\Delta R^3 = a + (r-y) R^3 - \tau,$$

式中， $a = G/Y$ 、 $\tau = T/Y$ 、 $y = \Delta Y/Y$ ，將上式積分即得

$$R_t^3 = R_0^3 e^{(r-y)t} + \int_0^t (a - \tau) e^{-(y-r)(t-s)} ds, \quad (5)$$

由式 (5) 可以明顯看出，債務負擔率  $R^3$  受到  $(y-r)$  與  $(a-\tau)$  兩因素影響，茲分述如下：

(1) 一國國債負擔率受到經濟成長速度  $y$  與其票面利率  $r$  差值影響，若後者大於前者，債務償還負擔將逐漸加重， $R^3$  上升直至國民經濟無法承受為止；若前者大於後者，則經濟體系應債實力將可承受國債之上揚，風險漸趨收斂。這種現象不難說明，若經濟成長幅度較大，則國民經濟支付債務能力可以獲得保障，該比值將收斂；反之，該比值將發散，因此觀察大陸國債發行風險時，若同時注意經濟成長率與票面利率之關



聯，將有助於了解國債可能風險。Hamilton and Flavin<sup>⑥</sup>即曾述及只要產出增加率大於市場利率，長期赤字政策可行性仍高，與本文結論類似<sup>⑦</sup>，本文為票面利率。

(2) 若  $(a-r)$  為正，表示政府發行國債之負擔較沉重，其他條件不變時  $\Delta B$  有上揚之勢；若  $(a-r)$  為負，則政府可由租稅收入慢慢彌補債務本息， $\Delta B$  將下降，舊債償還壓力將漸漸舒緩<sup>⑧</sup>。

【命題二】

若一國經濟成長幅度較國債票面利率為大，則債務負擔將漸減，其債務償還風險將下降。

### 3. 發行風險之國債借債率 $R^2$

既已獲得債務負擔率  $R^3$  動態收斂條件，接著利用其來討論國債借債率  $R^2$  之動態狀況，其處理方式仿  $R^3$ ，將  $R^2$  的公式表示為

$$\begin{aligned} R^2 &= \Delta B^N / Y \\ &= (\Delta B^N / B) * (B/Y) = (\Delta B^N / B) * R^3, \end{aligned} \quad (6)$$

上式可清楚顯示  $R^2$  之收斂條件為新債發行率  $(\Delta B^N / B)$  與  $R^3$  乘積，表示此兩者將影響  $R^2$  大小，若  $(\Delta B^N / B)$  不致太大，則  $R^2$  風險條件同於  $R^3$ ，其結論與命題二相同，亦即若國債借債率要收斂，需國民經濟成長速率  $y$  大於國債利率  $r$ 。

【推理一】

發行風險之國債借債率與償還風險之債務負擔率有相同收斂條件，於其他條件不變下，表示國民經濟面對之發行風險與償還風險值具相關性。

### 4. 償還風險之國債償還率 $R^4$

最後我們考量國債償還率  $R^4$  動態長期公式，其表示成

$$R^4 = (rB + \Delta B^0) / T \quad (7)$$

如同之前處理方式，將預算限制式代入，得

$$\begin{aligned} R^4 &= (T + \Delta B^N - G) / T \\ &= 1 + (\Delta B^N - G) / G * G / T \\ &= 1 + (R^1 - 1) * G / T \end{aligned} \quad (8)$$

由上式可明顯看出， $R^4$  動態條件同於  $R^1$ ，亦即若要政府面對之國債償還率比例下

註<sup>⑥</sup> 參閱 J. Hamilton and M. Flavin, "On the Limitation of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing", *American Economic Review*, September, vol. 76, no. 4, (1986), pp. 808~819.

註<sup>⑦</sup> Eaton 及 Carmichael 指出，在某一些條件下，這一結果將會改變。請參閱 J. Eaton, "Fiscal Policy, Inflation and the Accumulation of Risky Capital," *Review of Economic Studies*, July, vol. 48, no. 3 (1981), pp. 434~445. J. Carmichael, "On Barro's Theorem of Debt Neutrality: The Irrelevance of Net Wealth," *American Economic Review*, March, vol. 72, no. 1 (1982), pp. 202~213. 例如 Carmichael 利用 overlapping-generation model 證明若個人有跨期贈與行為，每人公債與經濟成長率和利率無關。

註<sup>⑧</sup> 事實上，只要  $y > r$ ，本式即可收斂，此處強調者乃是在有限時間範圍下就式(5)第二項正負值加以討論。



降，需政府支出成長變動相對於債務發行變動為大，租稅收入相對擴增。

#### 【推理二】

償還風險之國債償還率與發行風險之債務依存度有相同收斂條件，於其他條件不變下，表示政府部門面對之發行風險與償還風險值具相關性。

綜合上述結果，我們可以歸納出：

(1) 結合式(3)及(8)可知，衡量發行風險之債務依存度  $R^1$  與衡量償債風險之國債償還率  $R^4$  有相同動態條件，兩者為政府部門面臨之債務風險，故就政府部門而言，其發行與償還風險值具有正相關，有相同風險條件。

(2) 結合式(5)及(6)可知，衡量發行風險之借債率  $R^2$  與衡量償債風險之負擔率  $R^3$  有相同動態條件，兩者係國民經濟所承擔之債務風險，故就整體經濟而言，由政府債務誘發之發行與償還風險值具有正相關，有相同風險條件。

## 四、結論與建議

本文主要由定量分析角度探討大陸近二十二年間國債發行規模及其衍生之債務風險。影響大陸國債規模與風險因素甚多，除經濟發展水準外，金融深化程度、政府管理效能、資本市場發展狀況、國債期限結構等，均有影響，而未來課稅對象（居民）應債能力、政府償債能力與財政政策最終目標乃為主要影響因素，簡要說明如下：

（一）國民應債能力受到國民經濟水準或可支配所得限制，而可支配所得受到稅率大小影響，（二）政府償債能力主要由還本付息能力表現出來，償債能力不能小於當年還本付息額，財政收支狀況、國債運用效益都影響償債能力，（三）政府財政政策決策過程科學化，有助於提昇國債使用效益<sup>⑥</sup>，並提高政府償債能力。

中國大陸債務有被低估情形，童振源<sup>⑦</sup>引用世界銀行資料指出，大陸債務餘額對GDP比例高達100%，另根據國際券商里昂證券（CLSA）公布的報告指出<sup>⑧</sup>，大陸的實際國債為其官方公布數據的六倍，而如果此局勢未獲得控制，最後可能在大陸掀起金融危機。報告分析，會產生如此大差距的原因，是因為大陸未將資產負債表外的融資項目列入計算，例如國有企業的負債和其未償付的退休基金等。這些報導再加上本文前述研究債務發行風險偏高情形，當前大陸財政危機已昭然若揭，而官方積極財政政策實施，加劇債務惡化，若不能有效處理，對其總體經濟將有明顯傷害。

為防範可能引發之財政危機，大陸當局應從幾個方面著手：

（一）根據財政償債能力控制國家債務規模，避免債務不必要擴充

由歐美國家財政運作發展軌跡來看，大多數國家已不再強調過大過量的擴張政策，而是更注意長期動態財政平衡原則，因為在經濟發展過程中，運用赤字財政確曾為國家帶來短期的繁榮，但最終卻是長期的停滯性膨脹。世界各國已意識到這種政策之缺

註⑥ 王晶，「運用財政政策啟動經濟增長應注意的問題」，中國財政（北京），一九九九年二月號，頁四五。

註⑦ 童振源，「中國的財政危機」，經濟前瞻（台北），第七十六號，民國九十年七月五日。

註⑧ 工商時報，民國九十一年五月二十八日，第十一版。

失，美國在柯林頓總統任內，大幅調整收支結構，將所得稅率提高，加重富人稅負，同時精簡各種支出，裁減聯邦臨時雇員，實施有利經濟之投資激勵措施，這種靈活的政策，終使美國結束多年來之赤字預算，於一九九八年，出現700餘億美元盈餘<sup>②</sup>。大陸現階段總體經濟水平不高，政府財力集中度亦低，財政赤字及債務規模必須能與國民經濟承受能力相配合，因此如何重新調整財政收支質量，將是一項重大課題。

如何建立完善的財政監督，避免財源浪費與流失，亦是一項重要工作。可以將監督方式由突擊方式改為日常與定期監督，並結合重點式、專項式監督，將資金運作狀態、型式、步驟等都與監督系統連結，以保障資金運用效率。

#### (二) 建立債務風險的動態監測系統，隨時掌握風險變化

大陸方面應積極建立科學化監控指標系統，以建構財政危機預警制度，對政府財政運行過程進行全方位監控，以便日常財政工作能及時發現並解決可能問題，避免問題積累。

#### (三) 建立償債基金制度，充實償債能力

大陸自一九九九年已有12.9億元償債基金設置，但總量尚不足，償債基金應與國債餘額維持一定比例<sup>③</sup>，透過償債基金使得債務餘額得以同步約束，兩種金額並行掌握將使償債風險得以有效控管，另外亦可考慮設置財政風險基金，作為輔助工具。

#### (四) 提高財政收入，以降低直接財政風險

財政收入主要來源為租稅收入，租稅收入來源又與經濟發展息息相關，要增加財政收入，一方面要健全租稅結構，一方面又要振興經濟。在健全稅制結構方面，如何合理訂定稅率、擴大稅基、開徵和調整稅種、清理稅收減免、實施稅收監管、堵塞稅收流失等，均是亟需進行的工作，另又需透過租稅優惠方式刺激民間與外人投資，帶動經濟。現將改善途徑略述如下：

1、應盡量擴大稅源稅基。公債投資項目應以能有效提昇民間投資與消費為優先，使經濟得以啟動，稅收自然增加。另外改善低收入者收入狀況，提高工資階層收入水準及其預期心理，充實社會保障資金來源，使儲蓄轉向消費，即可刺激經濟復甦。

2、大陸當局於九四年實施分稅制，九六年提出清理預算外資金並加強管理的指導規範，九八年又提出費改稅之稅費改革配套做法，以適應社會主義市場經濟制度要求，這些做法可促進政府行為法制化、規範化，最終設計應是形成稅收、規費、公共設施使用者付費、企業經營單位收費各自分流之合理健全制度，以提高稅費徵收效率。

3、建立完善稅制結構<sup>④</sup>，例如清理不合理租稅優惠措施，降低租稅不必要損失，

註<sup>②</sup> 王昕明，「美國財政預算從赤字到盈餘的啓示」，中國財政（北京），一九九九年二月號，頁四四。

註<sup>③</sup> 有學者建議應維持在3%~5%之間，詳見大陸財政部財政科研所課程組，見前引文，頁五四，但本文作者認為償債基金最終目的在償還債務，低維持率表示能承擔債務負擔低，依目前大陸國債期限結構較短及風險偏高實況而言，應該將比例提高，以儲備較多基金降低風險發生機率，就財政安全考量可將比例升為10%上下。

註<sup>④</sup> 王瑞超，「論提高財政收入占GDP比重的必要性及途徑」，山西財經大學學報（山西），一九九八年第六期，頁二七~二八。

擴大個人所得稅稅基，嚴格限制租稅減免項目，防止稅收流失，建立扣繳制度，以穩定稅收，掌握租稅稅源。

(五) 避免公共支出浪費與減少隱性負債，以化解間接財政風險

市場經濟下財政職能應只負擔公共支出職能，因此如何建立正確公共財政原則，降低原計劃經濟下部分職能，使國債投資資金效益提高，將是大陸財政發展的方向。改進方法簡述如後：

- 1、確實保證國債專款專用，避免挪用，嚴格控制開支標準。
- 2、如何將重點支出與一般支出區分開來，減少不必要行政支出，減少公費浪費，簡化行政成本，提高財政資金使用率。
- 3、減少消費性支出，增加有回收效益之自償性投資支出，實施總量管制，減少過度移轉性支出額度。
- 4、預算支出透明化，避免隱性支出，將過去應列入未列入者重新檢討，以建立完善預算機制，達到財政監控作用。

\*

\*

\*



# National Debt and its Risk in Mainland China

*Yung-chin Tseng*

## Abstract

Mainland China has resumed issuing national debt since 1979. Because of implementing an expansionary policy to stimulate domestic needs, its fiscal deficit and national debt increased rapidly. This policy caused a great increase in its fiscal risk and a negative impact on the national economy. In this study, the author first explores the causes behind Mainland China's debt increase and evaluates the possibility of debt-financing risk. Then, a dynamic analysis is applied on the selected risk indicators to examine Mainland China's relative risk. The indicators were analyzed in a long-term dynamic way to compare their trend and interrelationships. The findings of this study are that the value of issuing risk in China is higher than the international security standard, the liquidity ability of its national economy is good for debt while this ability of the government is relatively poor and could possibly threaten future fiscal development. As far as the government is concerned, there is a positive relationship between issuing and liquidity risk indicators, the conditions for both indicators are the same. As far as the national economy is concerned, the same conclusion can be made.

**Keywords:** scale of debt; fiscal deficit; risk indicators; dynamic analysis



## 參考文獻

- 「首季財政盈餘大幅縮減 65%，項懷誠鬆口：將逐步以儉持家」，《工商時報》，民國九十一年四月十七日，第十一版。
- 「里昂證券：中共實際國債為官方數據六倍」，《工商時報》，民國九十一年五月二十八日，第十一版。
- 于天義（2000），「財政風險分析」，《財政與稅務》，12，33-36。
- 王昕明（1999），「美國財政預算從赤字到盈餘的啓示」，《中國財政》，2，44。
- 王清憲（2000），「3600 億元功不可沒—近三年國債投資述評」，《中國信息報》，  
<http://www.zgxxb.com.cn/index20001214.htm>。
- 王晶（1999），「運用財政政策啓動經濟增長需注意的問題」，《中國財政》，2，45-46。
- 王瑞超（1998），「論提高財政收入占 GDP 比重的必要性及途徑」，《山西財經大學學報》，6，26-29。
- 王新麗、楊立岩（2002），「財政風險問題研究綜述」，《財政與稅務》，7，28-30。  
《中國統計年鑑》（2000-2001），北京，中國統計出版社。
- 申嫦娥（2001），「制度變遷過程中的財政風險及其防範」，《當代經濟科學：陝西財經學院學報》，23，7，80-83。
- 沈中華（2002），《貨幣銀行學》，台北：新陸書局。
- 余蕾、王長海（2001），「關於國債發行規模之探討」，《財政與稅務》，3，42-44。
- 李茜，「中國國債市場規模分析」（2002），《財政與稅務》，2，42-43。
- 邱巍原（1994），「對中共財稅改革之研究」，《中共研究》，28，73-87。
- 孟繁金、庄龍濤（1999），「防範財政風險的對策」，《中國財政》，12，43。
- 高志立、陳志國、王延杰（2001），「財政風險及其構成內容的理論分析」，《財政與稅務》，8，20-23。
- 夏杰長、趙志耘（2000），「國債規模的國際比較：判斷與啓示」，《經濟學動態》，4，20-23。
- 姜麗、李曉青（2002），「關於我國國債與財政赤字的實證研究」，《財政與稅務》，7，58-61。
- 莊會寧（2001），「3600 億國債是怎麼用的」，《瞭望新聞周刊》，2，8，8-11。
- 馬嘉應、林燕瑜、羅慧萍（2002），「財政赤字與公共債務」，《財稅研究》，34，1，95-109。
- 財政部財政研究所課程組（1999），「我國財政赤字和債務政策取向」，《財政與稅務》，10，44-54。
- 黃玉榮、趙宇、譚思紅（2001），「積極財政政策條件下財政風險問題研究」，《中國財政》，10，56-57。
- 焦豔玲（2001），「我國國債規模的統計分析與政策取向」，《財政與稅務》，5，

30-35。

傅道忠(2001),「中國國債風險實證研究」,《財政與稅務》,5,43-45。

濫明忠(1998),《經濟學》,台北:前程企業管理公司。

張海軍(1999),「中國國債規模:現狀與趨勢」,《財政與稅務》,8,73-77。

童振源(2001),「中國的財政危機」,《經濟前瞻》,76,7,68-71。

《新中國50年統計資料彙編》(1999),北京:中國統計出版社。

劉邦馳(2001),「國債理論限度與實踐分析」,《財經科學》,6,79-82。

閻坤、徐佳蓉(2000),「中國國債規模若干重要觀點述評」,《財政與稅務》,5,74-76。

瞿炎辰(2001),「我國國債規模現狀分析與對策思考」,《財政與稅務》,5,36-38。

韓振軍、張旭東、張建平(2002),「兩會內外看赤字:赤字突破3000億,財政風險有多大」,華夏經緯網,<http://big5.viewcn.com/ShenZhouLiaoWang/TeBieGuanZhu/RenDaZhenXie/FenXiPingLun/GBK/81187.html>。

魏陸(2001),「我國國債規模的可持續性及其風險分析」,《財經研究》,27,9,52-56。

Atkinson, A. and J. Stiglitz (1980), *Lectures on Public Economics*, London: McGraw Hill.

Barro, R. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy*, 82, 6, 1095-1117.

Carmichael, J. (1982), "On Barro's Theorem of Debt Neutrality: The Irrelevance of Net Wealth," *American Economic Review*, 72, 1, 202-213.

David, P. A. and J. L. Scadding (1974), "Private Savings: Ultrarationality, Aggregation and Denison's Law," *Journal of Political Economy*, 82, 2, 225-250.

Eaton, J. (1981), "Fiscal Policy, Inflation and the Accumulation of Risky Capital," *Review of Economic Studies*, 48, 3, 434-445.

Hamilton, J. and M. Flavin (1986), "On the Limitation of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing," *American Economic Review*, 76, 4, 808-819.

