

国债：现代金融体系的基石

王永钦
刘红劭

摘要：国债不仅是政府融资工具，更是现代金融体系的基石。国债最核心的功能源于其安全资产属性。美国通过为全球提供安全资产获得了巨大收益。在发达国家主导安全资产供给的背景下，全球安全资产短缺影响经济金融稳定，安全资产供给不足是包括中国在内的新兴市场经济体许多经济和社会问题产生的根源之一。提高国债规模占比、健全以国债为主导的基于抵押的货币政策、推动以国债为连接点的货币政策和财政政策的协调，对于促进中国经济发展和提升中国的国际影响力具有重要意义。

关键词：国债 安全资产 现代金融体系 货币政策

在《浮士德》中，歌德描写了一个著名的魔鬼“梅菲斯托”，他“引诱”君主印制法钞，为其战争赤字融资。在公共讨论中，各方通常倾向于抵制“梅菲斯托”的引诱，约束政府举债的冲动，认为一国国债规模与其国内生产总值（GDP）的比值不宜过高，否则债务不可持续。但实际上如果考虑国债的金融功能就会发现，国债是现代金融体系的基石，国债规模占比不宜过低。国债最核心的金融功能缘于其安全资产属性，在现代金融范式转变、安全资产持续短缺的大背景下，国债对缓解经济摩擦、维护现代货币市场运行、支持货币政策调控的重要性日益凸显。充分运用国债的金融功能是提升国家治理能力、防范金融风险的重要基础，也是治理全球经济失衡和维护全球经济金融稳定的必要条件。

全球安全资产需求与美国国债供给

近几十年的历史表明，美国为全世界提供安全资产实际上是以其主权信用为抵押，撬动起了全球的资源。所谓的“安全资产”，是指在各种

状态（包括系统性风险冲击）下均能维持稳定价值的资产。根据戈登（Gary Gorton）、霍尔姆斯特朗（Bengt Holmstrom）和邓志伟（Tri Vi Dang）合作开展的研究，金融资产的抵押品信息在交易者之间的不对称程度越低，其流动性就越强。交易者不需要关注和担心安全资产背后的抵押品价值，将其用于交易或储藏的逆向选择问题小，当负面消息传来时，此类资产不会由于交易者自发的信息搜寻和抛售而贬值，即安全资产具有“信息不敏感”的特点。政府制造的安全资产主要是国债和货币（包括央行存款准备金），它们的抵押品是国家税收。对于交易者来说，一个法制健全、主权信用水平高、财政能力强、金融体系发达的国家发行的国债和货币是最好的安全资产，它们简单、透明，依靠的抵押品（税收）信息高度对称，并且由于这个国家具有良好的信用和成熟的制度，市场上其他交易者也会认可其发行的安全资产，从而产生一种“信念加强”（策略互补）的效果。在过去的几十年里，全球安全资产的最主要提供者是美国，其次是其他发达经

济体。所以美国的“特权”并不只体现在美元，还体现在美国国债上：第一，为了满足全世界的需求，美国国债规模与其经济规模的比值长期保持在 32% 左右，即便如此，美国国债依然供不应求，这促使美国私人部门也制造了规模巨大的“类安全资产”（见图 1）；第二，基于国债，美国还可以发行美元，美国国债和美元的发行量是同步上升的；第三，美国国债增强了美元的吸引力，美国国债的价值（美国国债利率）和美元的价值（汇率）大体上也是同步变化的（见图 2）。“制造”安全资产的能力使美国获得了巨大的经济利益。如果把美国看作一家公司，那么在其资产负债表上，负债端主要是低利息的主权信用债务，资产端则是大量的外国股权、外国直接投资（FDI）等收益较高的风险资产。1952 年以后，美国每年从国外资产负债净头寸中获得的收益约占其 GDP 的 2%（Gourinchas and Rey, 2007）。

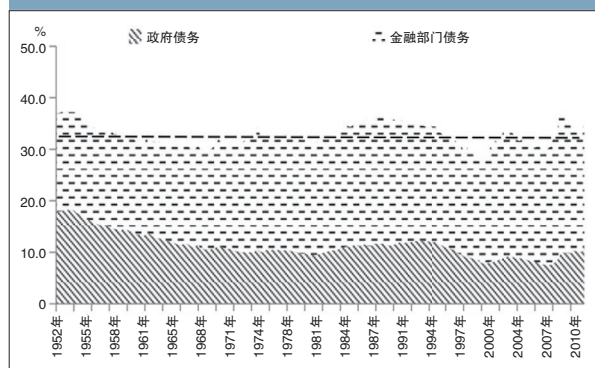
全球安全资产短缺的长期影响

更深入地看，安全资产长期供给不足，导致了全球经济金融不稳定和其他许多经济、社会问题。由美国等少数发达国家供给的安全资产难以满足全球对安全资产的需求，原因很直观：发达国家的经济增速低于发展中国家（安全资产的主要需求者）。安全资产短缺的影响深远。为了弥

补公共安全资产的缺口，美国的金融部门通过证券化技术创造了大量的类安全资产，复杂的影子银行体系掩藏了很大的不稳定性。二战之后直到 20 世纪 70 年代中期，美国私人部门创造的安全资产主要是银行存款，但在 20 世纪 70 年代之后，随着美国金融去管制化和美国货币市场的迅速发展，机构替代个人成为主要的安全资产需求者，机构对批发融资的需求推动了资产证券化，逐渐形成庞大的影子银行体系。与国债不同，影子银行体系创造的安全资产往往期限短、结构复杂，没有正式的主权信用保护（如存款保险），容易引发挤兑风险。更重要的是，私人部门创造的安全资产无法真正对冲宏观尾部风险，最终美国雷曼兄弟公司倒闭引发的影子银行挤兑事件引发了 2008 年国际金融危机。

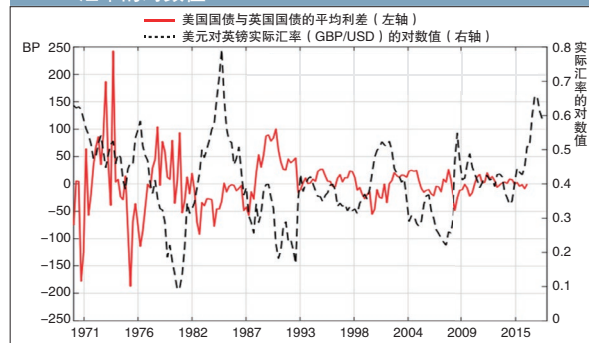
安全资产短缺也是无风险利率长期下降的重要根源。在 2008 年国际金融危机之前，无风险利率下降的趋势相对缓慢，因为危机之前低主权信用国家发行的国债和金融部门创造的类安全资产部分吸收了全球对安全资产的需求。此次金融危机之后，私人部门创造的高评级资产和意大利等国家的主权债券不再被视为安全资产，安全资产的供给减少了；同时，在价值储存需求、危机后的监管要求和人口老龄化等因素的影响下，全球安全资产需求增加，其结果是无风险利

图 1 美国安全资产的份额



资料来源：Gorton, Lewellen and Metrick(2012)

图 2 美国国债与英国国债的平均利差及美元对英镑的实际汇率的对数值



注：国债利率已经过标准化处理

资料来源：Jiang, Krishnamurthy and Lustig(2021)

率快速下降并接近零下限。卡巴雷罗 (Richard Caballero) 和法希 (Emmanuel Farhi) 等学者将这一情形称为“安全性陷阱” (safety trap)。之所以叫“陷阱”，是因为在安全资产短缺的情况下，安全资产供需达到均衡所需的实际利率降到了零以下，由于名义利率触及零下限，经济体只能通过内生的商品需求不足、产出和收入下降、安全资产需求下降这一连串的调整恢复均衡。因此，安全资产不足将经济体拖入衰退的“陷阱”。

在新冠肺炎疫情暴发前的 10 年里，许多发达国家一直采取紧缩的财政政策。财政政策和货币政策缺乏协调，使安全资产短缺和低利率的状况进一步加剧。这是因为，在安全资产供给有限、政策利率触及零下限的环境下，央行调控利率的能力受到限制，于是央行采取了非常规的货币政策，例如量化宽松、

长期再融资操作 (LTRO)，这类操作的一个共同点，是央行将现金与银行持有的安全资产以及部分风险资产交换，在此情况下，虽然市场上的现金增加了，但高质量的抵押品减少了，安全资产稀缺的问题变得更加突出，导致利率持续处于低位，而经济发展缺乏动力。由于低利率放大了富裕阶层的财富 (Greenwald et al., 2021)，不平等现象变得更加严重，加剧了一系列社会问题 (例如民粹主义抬头)。此外，垄断问题也变得更加严重。因为在低利率环境下，行业头部大企业加

大投入、巩固行业地位的收益被放大，中小竞争者获取企业竞争领袖地位的成本被放大，进而可能导致大企业的竞争动力超过中小企业，使得大企业获得更大的市场势力 (Liu et al., 2020)。从这个角度看，新冠肺炎疫情发生后，全球主要国家的主权债务规模被迫扩大，实际上部分缓解了安全资产不足的矛盾。

安全资产不足是中国现实困境的根源之一

中国的许多问题也与国债供给不足息息相关。

对中国这样一个经济长期高速增长但法律、产权制度发展并不成熟的国家来说，经济活动对抵押品的需求与抵押品不足的矛盾较为突出。相较于美国，中国的国债规模一直较小，2020 年中国名义 GDP 总量占全球 GDP 的份额达到 17%，中国名义 GDP 与美国 GDP 之比约为 67%，但中国国债规模与美国国债规模的

国债最核心的金融功能缘于其安全资产属性，在现代金融范式转变、安全资产持续短缺的大背景下，国债对缓解经济摩擦、维护现代货币市场运行、支持货币政策调控的重要性日益凸显。充分运用国债的金融功能是提升国家治理能力、防范金融风险的重要基础，也是治理全球经济失衡和维护全球经济金融稳定的必要条件。

比值只有 13.5%¹。美国固定收益市场中的国债规模占比超过 40%，但我国债券市场中的国债规模占比不到 17%，地方政府债券和信用债的规模都超过国债，地方政府债券和国债的合计规模才达到债券市场规模的 40% 左右。面对全球安全资产的需求，美国内在应对方式的产物是影子银行体系。在中国，面对公共部门提供的抵押品不足的问题，经济体的内在应对方式是“银行的影子”体系崛起，其实是让房地产额外承担了保值手段、投资工具和抵押品的功能。

中国适当提高国债规模占比的好处

（一）化解房价泡沫，缓解融资约束

首先，国债作为安全资产所具有的抵押品功能或许可以帮助剥离房地产的金融属性，化解房地产泡沫，并缓解私人部门的“摩擦”，提高融资效率。许多国家的经验显示，提高国债占比有助于降低私人部门的融资成本。从美国来看，美国政府债务与 GDP 的比值越低的年份，其 Aaa 级公司债与国债的利差（融资成本）越高，这是因为国债基于其类货币的属性（moneyness），具有便利收益（convenience yield），在国债短缺时期，国债的便利收益更高，体现在价格更高、收益率更低，而公司债的融资利差更高，中国也有类似情况。

（二）维护现代货币市场运转

在当前的金融体系中，货币市场规模和批发融资规模巨大，对国债抵押品有很高的需求。在美国，基于无抵押交易的联邦基金市场交易规模越来越小，批发融资大多在基于抵押交易的回购市场进行，联邦基金市场成为联邦住房贷款银行储备额外资金和大型银行进行联邦储备金利率（IOR）套利的场所。而在美国回购市场上，以国债作为抵押品的交易占比为 70%。中国货币市场的主要交易类型也是回购交易，2020 年中国银行间市场债券回购成交量为 959.8 万亿元，规模远超同业拆借规模（147.1 万亿元），回购交易中的大部分抵押品是国债和政策性金融债。2021 年之后，拥有 50 年历史的伦敦银行间同业拆借利率（Libor）将退出历史舞台，基于抵押的融资利率将成为新的基准利率，这一基准利率在美国是有抵押隔夜融资利率（SOFR），在中国是银行间存款类金融机构以利率债为质押的 7 天期回购利率（DR007）。供给更多的国债来维护货币市场运转既是因为货币市场抵押融资已成为金融体系的基础，也是鉴于美国影子银行发展的历史，需要

警惕和防止私人部门过多自发创造安全资产，埋下系统性风险的隐患。

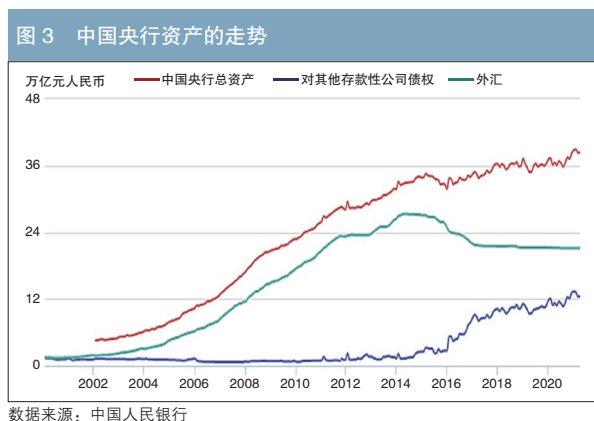
（三）有利于形成自主、畅通的基础货币投放机制和货币政策传导机制

由于金融范式出现变化，货币政策框架也出现了较大的转型，如今抵押品对基础货币管理、货币政策的执行和传导都十分重要。这一情况在美国和中国有所不同。美国的货币政策有几个突出的特征。第一，传统的基于联邦基金利率的调控政策逐渐失效，因为金融体系的主要融资利率不再是联邦基金利率。第二，量化宽松政策和收益率曲线控制（YCC）都属于美联储的货币政策工具，美联储可以直接调节市场上的国债和其他证券的数量与价格。第三，由于美国国债是货币市场的主要抵押品，其价格波动将对回购市场折扣率和利率产生连锁影响。有鉴于此，美联储不得不考虑将回购利率纳入目标利率，并为主要交易商开放最后交易商的权限。美国货币政策需要寻求多方面的平衡，包括为市场提供流动性和维持市场抵押品充足之间的平衡、维持货币政策目标与财政融资之间的平衡。

抵押品对中国货币政策的意义有一些不同，这与中美货币政策体系大背景的差异有关：我国的基础货币管理体系处于从以外汇（主要是美元）为抵押的外汇占款基础货币发行体系向以国内资产为抵押转型时期，并且值得注意的是，中国的利率政策空间比美国充裕，实行结构化货币政策更多是为了优化货币政策而非迫不得已。从管理基础货币的主要方式看，可以分为三个阶段。第一个阶段是在 1998 年以前，我国管理基础货币主要是基于再贷款的模式；第二个阶段是 1998—2014 年，我国管理基础货币是基于外汇资产模式；第三个阶段是 2014 年之后，我国的货币政策向结构化货币政策转变，结构化货币政策很大程度上接近以国债为基础的基础货币发行模式。图 3 显示了

央行资产端主要项目的变化趋势。在2014年以前，外汇在央行资产中占有绝对比重，央行实际上以外汇为抵押品发行人民币。这种模式的弊端明显：人民币发行受国际经济和我国国际收支变化的影响，央行对基础货币的调节较为被动，央行往往需要通过发行中央银行票据、上调存款准备金率等方式对冲过多的基础货币。例如，财政部曾在2007年发行1.55万亿元特别国债，用于购买外汇，以此减轻央行对冲流动性的压力，这也在一定程度上体现了基于国债而非外汇的货币供给方式的灵活性。

2014年至今，央行创设了以中期借贷便利（MLF）为代表的一系列结构性货币政策工具，MLF的创新已充分体现基于抵押的货币政策的优势。在管理基础货币方面，MLF比外汇模式更加主动、灵活。在货币政策的执行和传导方面，MLF比存款准备金和利率政策更易于做到“精准滴灌”。结构性货币政策工具的余额、公开市场操作与再贷款再贴现等业务形成的余额都进入央行资产端的“对其他存款性公司债权”科目。截至2021年7月末，该科目余额为12万亿元左右（见图3），几乎完全填补了外汇储备下滑规模。在MLF操作中，支撑基础货币管理的抵押品是金融机构向央行提供的金融资产，包括国债、地方政府债券和一些信用债。



MLF类似于以国债等国内金融资产为基础发行、调控基础货币的模式，但仍有一些局限性。其一，在外汇储备下滑的大背景下，MLF操作仍有一定的被动性；其二，在基于外汇的货币投放模式下，央行的资产端总值会因人民币汇率上升而下降，从而可能损害央行资产负债表，在MLF模式下，央行资产端吸纳的风险资产仍有此类问题，如果主要基于国债，则能充分保证央行自身的稳健；其三，在MLF模式下，货币政策与财政政策协调不足，实际上还是无法解决经济体中安全资产不足的问题，央行通过MLF操作向市场投放流动性的同时，也在从市场中吸收抵押品，尤其是国债等优质抵押品。如果货币发行更多地基于国债，货币政策与国债发行相配合，那么货币政策调控、财政融资、市场安全资产需求这三方面需求或许能同时被更好地满足。

（四）助力人民币国际化与对外开放

从中国寻求进一步对外开放和提升国际地位的角度看，发行更多国债、为全球提供更多的安全资产也是必要的。这一方面可以提升人民币的国际影响力，另一方面可以利用国债吸引的较低利息的资金投资于国外股权、FDI等资产，获取一定的风险溢价。要实现这一目标，我国需要对财税体制进行改革，当前地方政府债券规模较大而国债规模偏小，实际上是过度利用了地方政府信用，而没有充分利用信用水平更高的主权信用。

值得注意的是，提高中国国债在全球的接受程度既包括提高中国国债的国际投资接受度，也包括提升其在“全球金融管道”（global financial plumbing）中作为抵押品的接受度。目前发展中国家整体在全球抵押品市场中所占的份额很低，亚洲证券业与金融市场协会（ASIFMA）和国际资本市场协会（ICMA）在2020年开展的调查显示，在欧洲交易商进行回购交易使用的抵押品中，日本抵押品的占比为6.4%，日本以外亚

洲国家抵押品的占比仅为 1.6%；在日本以外亚太地区进行的国际回购交易中，中国抵押品的占比为 3.8%，日本、澳大利亚、美国抵押品（主要是国债）的占比最高。发展中国家证券用作国际抵押品的主要阻碍包括发展中国家市场基础设施不完善、关于抵押品和交易的法律规定存在不足、市场流动性较差、债权人保护不足等，从这些方面看，我国近些年国债市场的发展其实已经为国债用作国际抵押品打下了较好的基础，并且已经

在推动这类业务展开。

不过，为全世界提供安全资产也有成本，因为这相当于为其他国家提供保险。外国投资者愿意持有一国国债，是因为在遭遇全球经济冲击时该国国债价值能维持稳定。为此，发行国需要承诺维持国债背后的抵押品价值稳定，即承诺本国征税稳定，这使本国利用税收减免对冲经济下行的空间受限。实际上，也只有风险应对能力足够强的国家才能为世界提供安全资产。

注：

1. 根据万得（Wind）、证券业和金融市场协会（SIFMA）的统计，2020 年末中国国债的总托管量为 19.5 万亿元人民币，约折合 2.827 万亿美元（按照 2020 年美元对人民币的平均汇率 6.8974 折算），美国 2020 年末的国债余额为 20.973 万亿美元。

作者单位：复旦大学中国社会主义市场经济研究中心
复旦大学经济学院
责任编辑：张铁龙 印颖 鹿宁宁

参考文献

- [1] DANG T V, GORTON G, HOLMSRROM B. Ignorance, debt and financial crises [R]. Yale University and Massachusetts Institute of technology, working paper, 2020.
- [2] GORTON G, LEWELLEN S, METRICK A. The safe-asset share [J]. American Economic Review, 2012, 102(3): 101-06.
- [3] GOURINCHAS P O, REY H. From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege [M]//G7 current account imbalances: sustainability and adjustment. University of Chicago Press, 2007: 11-66.
- [4] GREENWALD D L, LEOMBRONI M, LUSTIG H, et al. Financial and Total Wealth Inequality with Declining Interest Rates [R]. National Bureau of Economic Research, 2021.
- [5] J CABALLERO R, FARHI E. The safety trap [J]. The Review of Economic Studies, 2018, 85(1): 223-274.
- [6] JIANG Z, KRISHNAMURTHY A, LUSTIG H. Foreign safe asset demand and the dollar exchange rate[J]. The Journal of Finance, 2021, 76(3): 1049-1089.
- [7] KRISHNAMURTHY A, VISSING-JORGENSEN A. The aggregate demand for treasury debt [J]. Journal of Political Economy, 2012, 120(2): 233-267.
- [8] LIU E, MIAM A, SUFI A. Low interest rates, market power, and productivity growth [R]. National Bureau of Economic Research, 2020.