

# 主权债务管理:模式选择、宏观协调与金融稳定

刘晓星,吕兴家,张颖

(东南大学 金融系,江苏 南京 211189)

**[摘要]**近年来的欧美主权债务危机表明,有效的主权债务管理有助于实现政府宏观经济职能和金融系统稳定。通过分析主权债务管理演变的历史经验,本文着重探讨了主权债务管理三种代表性模式选择的理论和现实基础;主权债务管理作为财政货币政策重要的联结点,如何实现主权债务管理与宏观经济政策的有效分离与协调;最后从债务存量、债务结构、投资者结构和债务资本市场结构四个层面分析了主权债务管理影响金融系统稳定的作用机制。

**[关键词]** 主权债务管理;模式选择;宏观经济政策;金融稳定

**[中图分类号]** F815.45 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1671-511X(2014)01-0044-07

2008年全球金融危机发生之前,主权债务管理一直被认为是一项纯粹的技术管理工作,对其他经济政策的影响有限且可控。然而随后的欧美主权债务危机及其采取的应对措施改变了主权债务国家各经济政策之间相互作用的机制和强度。为了有效应对危机,各国政府相继出台了大规模经济刺激计划,实施非常规的量化宽松货币政策大量购买政府债券,释放大量流动性。许多发达经济体的主权债务供给规模显著增长,债务余额的平均期限大大缩短,债务水平因此处于数十年来的最高点。最新的流动性审慎监管要求使得银行和其他金融机构对主权债务需求出现结构性变化。近年来,随着欧美主权债务危机规模及其影响的不断扩大,各国央行和政府出台的一系列刺激和救助政策引起了学术界对主权债务管理相关问题越来越多的讨论。所谓主权债务(Sovereign Debt),是指一国以自己的主权信用为担保,通过发行债券等方式向社会借款形成的债务<sup>[1]</sup>。与主权债务含义相似的还有政府债务(Government Debt),国家债务(National Debt)以及公共债务(Public Debt)。由于这三种债务同样都是政府部门以政府信用(主权信用)作为担保进行融资,以未来财政收入作为还本付息的来源<sup>[2]</sup>,所以本文将这三种债务统一纳入主权债务的管理范畴,结合主权债务管理的历史变迁,深入分析主权债务管理的选择模式、主权债务管理与宏观经济政策以及金融稳定的关系。

## 一、主权债务管理的历史变迁

主权债务管理最早出现于三百多年前,当时的英格兰银行已代为管理政府债务,瑞典在1789年成立国家债务管理部(National Debt Office, NDO)管理中央政府债务。以1988年新西兰政府债务管理部(Debt Management Office, DMO)和1990年爱尔兰国家财政管理署(National Treasury Management Agency)的成立为标志,主权债务管理逐渐呈现出专业化的发展趋势<sup>[3]</sup>。数百年来,主权债务是政府用来为战争或其他极端事件融资的重要途径,而如今主权债务的发行更多的是出于对实际投资、医疗、教育等基础设施建设的考虑。主权债务管理随着主权债务的发展历经了两个主要发展阶段,具体如图1所示。

### (一)传统的分散管理阶段

在现代主权债务管理改革发生之前,传统的政府债务由多个政府部门(包括中央银行、财政部、议会和商务部等)共同参与管理。其中,央行通常负责诸如竞价买卖债券以及交易清算等技术要求较高的工作,财政部和议会负责债务管理的策略和执行。当然也有一些国家的央行由于具有相对更大的权力而承担了整个债务管理工作。

该阶段的主权债务管理理论方法单一,主权债务的发行和融资决策仅仅基于债务成本最小化的原则,忽

**[收稿日期]** 2013-10-11

**[基金项目]** 国家自然科学基金项目(70973028,71273048,71101026)、东南大学重大科学研究引导基金项目(SKYD20110006)、江苏省青蓝工程资助项目的阶段性成果。

**[作者简介]** 刘晓星(1970—)男,湖南隆回人,博士,东南大学金融系教授,博士生导师,研究方向:金融市场、金融工程与风险监管。

视了不同债务组合的总体风险、风险结构以及与财政、货币政策和金融稳定之间的协调。主权债务管理决策权和执行权的职责分离不利于信息传递的速度和质量,分散的管理机制造成了政策目标及框架缺失、部门利益交叉、职责边界模糊,容易导致主权债务的管理混乱,效率不高。

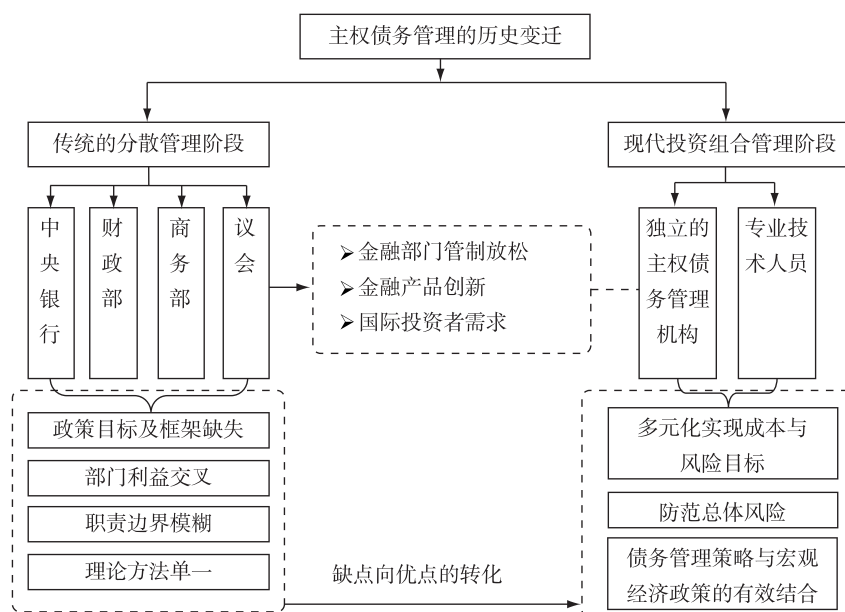


图 1 主权债务管理的历史变迁示意图

## (二) 现代投资组合管理阶段

上世纪 80 年代以来,全球金融自由化浪潮兴起,金融部门管制不断放松,金融产品创新日新月异,各金融市场因此实现了迅速发展,为货币政策与主权债务管理的权责分离提供了可能。债务管理者可以根据成本目标和风险偏好通过一级市场发行债务工具,中央银行在二级市场实行公开市场操作或者其他独立于一级市场的政策工具实现货币政策目标。随着金融全球化的不断推进,国际资本的跨国流动变得频繁,为了应对金融市场的大幅波动,大量结构复杂的金融产品问世,政府部门需要专业人员帮助他们调整政府资产负债组合的成本和风险特性。同时大量国际投资者为了投资国内证券市场,要求定期披露政府金融头寸,公布透明的债务管理策略,保证与国内投资者同等的市场地位。面对金融市场环境的这些变化,政府部门传统的债务管理框架已经不能有效地处理政府资产负债表风险,各国迫切需要专业化手段实现主权债务组合的高效管理,直接导致了主权债务管理体制的深度变革<sup>[4]</sup>。因此,上世纪 80 年代末,爱尔兰、瑞典、丹麦等国就相继成立了独立管理主权债务的管理机构,雇佣拥有投资组合管理经验的专业人员,参照私人金融机构管理政府债务组合并且获得了很大成功。这些国家改革的成功经验表明:(1)主权债务管理的成本和风险目标是可以组合多样化来实现的;(2)除债务水平以外,主权债务结构也是风险衍生和传递的重要原因,主权债务管理部门可能的错误决策增加了政府资产负债表的总体风险;(3)无论金融冲击来自国内还是国外,审慎的债务管理策略、强大的宏观经济和切实有效的结构调整政策都是抵御金融市场冲击的重要环节。这些经验获得了世界各国的广泛认同,提高了全球主权债务管理水平。

## 二、主权债务管理的模式选择

主权债务的管理对象至少要包含中央政府所承担的国内国外债务,有时还包含公共部门的负债。Wheeler 认为主权债务管理是建立和运用审慎策略以满足政府融资需求以及其他既定目标的一个过程<sup>[5]</sup>。根据笔者对主权债务管理的理解,债务管理模式其实也就是由哪些政府机构决定债务发行的品种和债务结构调整方案,并将之付诸实施。近 20 年来,高涨的债务水平、提高央行独立性的诉求、债务管理的政策目标变化影响了各国政府主权债务管理模式选择。在 1980 年代末之前,主权债务管理一直被认为是货币政策的延伸,直到 1990 年,主权债务管理才逐渐成为独立的政策工具有着自己的政策目标。2001 年,世界银行和国际货币基金组织联合发表了《公共债务管理指导纲要》(Guidelines for Public Debt Management),纲要中

列出了三种主流的主权债务管理机构设置模式,分别由中央银行,独立的债务管理机构(SDMO)以及财政部负责主权债务日常管理(表 1)。

#### (一)中央银行负责制

中央银行负责制曾广泛应用于各国主权债务管理,目前大部分发达国家已经摒弃了这一管理模式,只存在少数发展中国家。在这些新兴市场国家中,由于央行代为管理外汇储备,在实施货币政策时与

金融市场广泛接触,央行的管理人员拥有比财政部对金融市场更深刻的理解,在管理人员紧缺的情况下,政府不得不让中央银行承担管理政府债务组合的责任。理论上,中央银行的货币政策目标和债务政策存在着不可调和的利益冲突。央行为了抑制通胀的压力,不得不上调基准利率,而此举会增大政府债务的利息压力,违背了债务管理成本最小化的目标;央行在发行政府债券时,出于降低政府债务成本的考虑,有操控金融市场利率的动机。即使主权债务管理由央行框架下的独立部门负责,债务管理决策仍然可能被内部消息所影响,在这种情况下,无论货币政策还是债务政策都不是最优的。

在 1997 年之前,英格兰银行一直代为管理政府国库和主权债务,1997 年 5 月,英国财政大臣宣布将主权债务管理的职责移交给财政部,而利率决定权交给英格兰银行,旨在分离债务管理与货币政策,给予主权债务管理独立的政策地位和问责机制。然而在很多发展中国家,央行仍然承担着一系列政府债务的日常管理,比如出于流动性管理的目标在国内市场实行日常的公开市场操作、国库券和政府债务的竞标等等。但是央行在代表债务管理机构承担这些职责的同时,为了避免与货币政策目标之间的冲突,央行与 DMO 之间通常会有合作协议以规定操作对象和范围,确保主权债务的日常管理不会成为货币政策变化的政策信号。

#### (二)SDMO 负责制

上世纪 90 年代,部分 OECD 成员国政府成立了独立于财政部的债务管理部(SDMO),SDMO 作为一个单独的政府部门负责主权债务的日常管理。具体来讲,财政部等政府部门只能决定主权债务管理的长远规划和指导方针,具体的债务管理方案则完全由 SDMO 根据客观经济情况决定。在这样的制度下,财政部基于其政策目标和风险偏好决定主权债务管理的中长期策略,而 SDMO 负责具体的策略实施和债务发行。这种模式由于以下优势曾一度受到推崇:(1)债务管理功能在传统的财政部管理范畴内处于边缘位置,财政部会首先考虑其核心业务如经济预测、预算编制、财政支出提案分析等;(2)债务管理机构独特的内部运作机制有利于主权债务的专业化和科学化管理。从技术上看,主权债务的风险成本管理与私人部门债务并无本质的区别,因而,借鉴私人部门债务管理机构的运作机制有利于提高主权债务管理的效率,通过设置与业绩相挂钩的薪酬激励制度,产生竞争机制,可以有效吸引专业人才;(3)支持者认为财政政策与债务管理职责的分离可以向市场表明政府进行规范化债务管理的决心,有效阻止操纵市场和内部交易的发生;(4)众多发达国家的实践经验表明债务管理机构需要一定程度的独立性,以免受政府短期政治利益对债务管理政策的干扰,如果公众认为 SDMO 不会因为追求短期政治利益而采取危险的举债策略,那么这不仅有利于降低公债的风险和成本,而且因公众预期所导致的时间不一致性问题<sup>①</sup>的概率也会大大降低。Cassard 和 Folkerts-Landau 认为一个透明的债务管理政策需要一个有效的组织框架,能够避免当局的政治干扰,拥有明晰的政策目标和绩效标准,由合格的工作人员运行,遵循可靠的风险管理原则。但也有部分学者认为 SDMO 模式并不适用于所有的国家,发展中国家独立的债务管理机构反而会阻碍其债务管理功能的发展。Blejer 认为,一些新兴市场国家的金融市场仍处于初级阶段,由财政部进行主权债务的日常管理,并加强与央行的合作与信息交流,这种模式也是可行的<sup>[6]</sup>。Kalderen 也认为,在这种情况下,独立的债务机构很难促进债务管理功能的协调发展<sup>[7]</sup>,包括国内债券市场的发展与宏观经济政策的协调等等。

#### (三)财政部负责制

随着对债务管理认识的不断深入,各国政府逐渐将债务政策作为其宏观经济政策的一个重要组成部分,反映在机构设置上表现为由财政部负责债务管理策略的制定,基于以下两方面考虑支持将 DMO 设立在财政部框架内,部门主管由财政部任命并对财政部负责。(1)财政部的经济预测功能和政府债务融资计划之

表 1 各国政府主权债务管理模式选择

模式	国家
中央银行负责制	1997 年前的英国,少数发展中国家
SDMO 负责制	奥地利,爱尔兰,葡萄牙,瑞典,德国,匈牙利等国
财政部负责制	比利时,哥伦比亚,新西兰,加拿大,澳大利亚,法国,荷兰,美国,波兰,法国,1997 年之后的英国

① 时间不一致性(Time Inconsistency)又称“动态不一致性”,政策当局在 T 时按最优化原则制定一项 T+N 时执行的政策,但这项政策在 T+N 时已非最优选择。

间不可避免存在着相互影响。DMO 安排债务发行之前需要了解本年度政府财政收支状况、现金头寸规模、财政部对未来利率汇率变化的预测以及对于政府债务成本的预测。虽然 SDMO 也可以与财政部完成此类信息共享,但是在政府建立债务管理信用之前,将 DMO 设置在财政部下显然风险更小且更高效。(2)一个全新债务管理框架的引入需要一段时间来适应和完善整个管理工作流程,在此期间,一定程度的监管是相当必要的。在 DMO 建立起有效的风险管理文化之前,在财政部框架下设立 DMO 更有利于及时监控工作进展并对发现的错误及时纠正。

当然,此模式的设立是基于财政部根据公共政策目标制定债务管理策略,如果财政部迫使 DMO 大量发行短期债券以降低短期内债务成本<sup>①</sup>,会使政府资产负债表上积累大量风险。实际上,越来越多的 OECD 成员国政府赋予债务管理操作层面的独立性,强调 DMO 执行债务管理政策的自主权,债务管理部门无论是作为独立的机构设置,还是定位于财政部和中央银行的一个机构,DMO 都应当有足够自主权负责主权债务管理策略的执行。这对具有高度专业知识的公债管理部门有效实施风险管理尤其必要。

从本质上讲,主权债务管理过程包括建立健全清晰的管理目标和管理框架、审慎的成本风险管理体系和债务组合管理策略、有效的组织框架和管理信息系统、严谨的内部风险管理文化;确保债务组合的运作符合当局制定的主权债务管理策略,并且能够切实有效地执行;建立健全汇报机制以确保债务管理者对债务管理运行直接负责。各国实践表明,只要组织目标清晰,部门之间信息共享,决策之间相互协调,不同的债务管理模式都是可行的。

### 三、主权债务管理与宏观经济政策

早期的主权债务管理一直被当作财政货币政策的工具,不具有独立性,然而随着全球金融市场体系的迅速发展和资产选择的多元化,人们对其管理理念逐渐发生改变,认为在三大政策体系中,主权债务管理政策既是一项相对独立的经济调节政策,同时也是财政货币政策的联结点,这也就更加凸显了政策协调的重要性。主权债务管理与宏观经济政策之间的联系取决于他们各自的政策目标,而目标进而取决于制度背景与金融系统环境。发达国家拥有完备的金融市场和高度替代的金融产品,他们倾向于政策执行层面的分离。而大多数发展中国家不具备这样的条件,他们更强调政策制定以及执行之间的协调,包括央行负责主权债务的管理。

#### (一) 主权债务管理与宏观经济政策的分离

早期的文献认为主权债务管理从未被看作一项独立的宏观经济政策,而是从属于财政或货币政策的工具,Tobin 认为无法严格划分货币政策和主权债务管理的边界,因为不管是美联储还是财政部都在很大程度上参与了债务管理,而且他们都能影响整个债务体系<sup>[8]</sup>。还有一些学者研究了主权债务管理在政策协调中的问题,Barro 从税收平滑的角度讨论了主权债务管理在宏观经济中所扮演的角色<sup>[9]</sup>;Calvo 和 Guidotti 认为债务管理是确保与货币政策保持时间一致的工具<sup>[10]</sup>。这些文献通常遵循以下两种模式:(1)鉴于当局对税收平滑的考虑,主权债务管理政策被当作支持财政政策的工具;(2)鉴于当局对经济政策时间不一致性的考虑,Togo 认为主权债务管理政策被当作支持货币政策的工具<sup>[11]</sup>。然而,越来越多的实践表明主权债务管理应当作为一个独立的宏观经济政策工具,拥有相对独立的政策目标。如果对主权债务没有恰当的政策分配和清晰的责任框架,新通过的财政责任法案中所设定的财政政策目标将很难达到。在 1980 年代末 1990 年代初,一些欧洲国家负债累累,为了减少债务成本波动对《稳定与增长公约》(Stability and Growth Pact)中所约定目标的影响,比利时、法国、爱尔兰、葡萄牙决定不同程度地下放主权债务管理的权力;新西兰政府因此在 1988 年成立了专门的债务管理办公室(DMO)。1997 年,为了消除主权债务管理与货币政策之间的利益冲突,英国政府成立了隶属于英国财政部的债务管理办公室(DMO),把债务管理的职责从英格兰银行中分离出来。

主权债务管理与宏观经济政策的分离取决于各自的政策目标。短期上看,主权债务管理职责的分离避免了三大政策之间的利益冲突和相互制约,提高了决策当局政策运用的效率和公信力,而且可信度高的政策往往能够达成更好的政策效果。比如,可信的货币政策能够平息通胀预期,减少市场对未来不确定性的担

<sup>①</sup> 在正常利率期限结构下,理论上发行短期债券比发行长期债券成本要低。

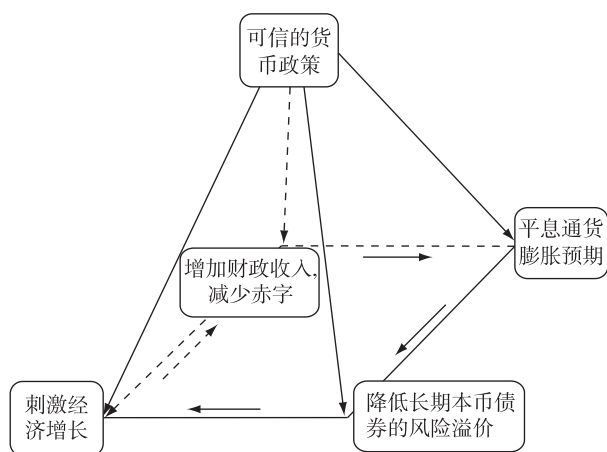


图2 基于主权债务管理分离的货币政策作用机制

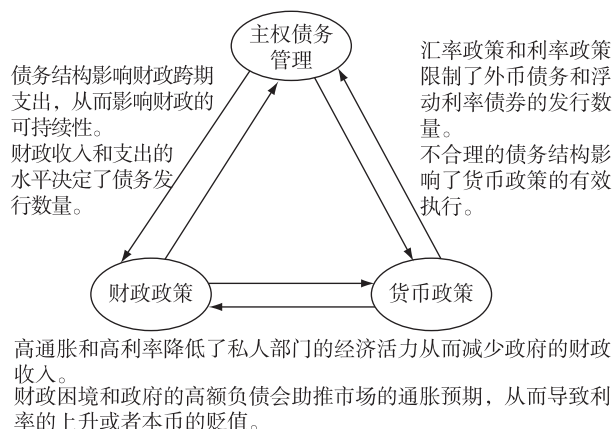


图3 主权债务管理和财政货币政策的相互协调机制

忧，从而降低长期本币债券的风险溢价，进而刺激经济增长，减少财政赤字，这反过来又进一步强化了货币政策的可信度，如图2所示。新西兰、瑞典、丹麦、爱尔兰等国家的经验表明，可信而且一致的宏观经济政策组合有利于此种良性循环，从而总体上有利于促进社会福利的增加。国际货币基金组织和世界银行认为主权债务管理的目标是在审慎的风险水平内，保证政府融资需求的同时，使政府的债务支出在中长期内最小。Togo认为财政政策的目标是以最平稳的预算政策稳定产出，改善资源配置；货币政策以保证产出的同时稳定物价为主要目的<sup>[11]</sup>。如何有效分离这三类政策通常取决于两个条件：(1)丁伯根法则认为，要实现N个政策目标，必须要有N个政策工具，而且这些政策工具必须是相互独立的，或者说是线性无关的；(2)决策部门政策组合保持一致，如果政策组合是相互冲突或者不可持续，那么市场将会迫使当局改变政策组合。因此，主权债务管理者与财政政策制定者的目标存在差异，债务管理部门通过监控债务结构及其变化来确保债务组合的预期成本和风险在政府财政可承受范围内；财政政策通常是考虑政府总支出和税收对一系列宏观经济变量的影响，诸如对资源配置、社会福利和经济增长的影响。然而，两者都希望政府能够审慎举债，维持合理债务结构的同时，确保债务水平维持在一个可持续的路径上。

#### (二) 主权债务管理与宏观经济政策的协调

在现实情况中，大多数发展中国家并不具备足够多的政策工具来实现所有的政策目标，所以在有限的资源条件下，政府通常在多个目标之间寻求平衡(包括效率和公平的权衡和税收负担跨期的分配等)。2010年7月，在瑞典的斯德哥尔摩，33个国家的债务管理者和央行行长共同参与了由IMF和瑞典国家债务局(SNDO)共同举办的第十次年度磋商论坛，会上出台了指导各国管理主权债务风险的斯德哥尔摩条约(Stockholm Principles, 2010)。条约中第六条指出，随着政策目标之间相互联系的日益增强，各个机构在保持独立性的同时，应当加强债务管理与货币、财政和金融监管部门之间的沟通。理论上，主权债务管理的政策选择和常规货币政策会有加强或抵消效应，但是实际上迄今为止并没有造成难以收拾的局面<sup>[12]</sup>。即使在各国央行纷纷采取资产负债表扩张政策等非常规货币政策时，主权债务的发行决策也没有明显制约货币政策的效果，这也主要得益于债务管理部门和货币当局组织机构上的独立安排以及政策部门之间的交流机制。Togo认为在保持政策执行独立性的基础上，各部门加强政策的沟通和协调是更为现实和民主的三者协调方法。主权债务管理部门与货币当局保持决策和操作上的独立性旨在减少决策延迟、动机扭曲、职责模糊的问题，而部门之间的相互协调是为了达成更好的政策组合效果。尤其是2008年次贷危机以及欧美主权债务危机爆发后，各国较高债务水平以及财政、货币和监管政策不断加强的不确定性意味着不同机构需要在各方面保持密切沟通和协调。图3解释了主权债务管理和财政、货币政策之间的相互协调作用机制。

### 四、主权债务管理与金融稳定

欧美主权债务危机发生后，尽管各国央行相继采取了资产负债表扩张政策以缓解市场流动性不足，但是大部分国家的主权债务政策至今尚未对货币和金融系统造成难以控制的影响。然而对于一些面临财政困境的国家，主权债务管理与金融稳定似乎是一个棘手的问题，这些国家的早期债务政策，包括期限结构、海外

市场参与程度等都影响了主权债务危机的动态演变,主权债务的延期风险甚至已经扩散至银行系统,严重制约了银行在市场上的融资。已有大量实践表明,主权债务管理一般从债务存量、债务结构、投资者结构和债务资本市场结构四个层面影响金融稳定。

(一)债务存量对金融稳定的影响机制。债务存量可以从多种渠道影响金融稳定。一方面,债务工具的价值决定于利率等风险因子,对该变量的金融冲击会显著影响政府的债务成本,进而冲击政府的资产负债表,影响一国的金融稳定。其债务规模越大,未来所承担的债务成本越高,对政府形成冲击的影响就越严重。另一方面,较高的主权债务水平很可能导致一国主权信誉的缺失,进而导致主权债务价格的剧烈波动,而其他金融资产很多都是基于主权债务所代表的无风险收益率定价,这种波动会传递到各项金融资产,由于金融机构之间较高的相互依存关系,通过系统性影响降低市场参与主体即金融机构资产负债表的稳健性。然而当前的债务存量往往是以往财政、货币政策的作用结果,是债务管理者所承担任务的一个重要来源。因此债务管理部门应当实施债务可持续性分析以及密切监测分析结果,及时发现未来可能出现的偿付能力不足等问题。

(二)债务结构对金融稳定的影响机制。不合理的政府债务结构通常是导致实体经济和金融系统脆弱的根源,债务结构主要分为债务工具结构及债务期限结构,现有的文献主要从以上两个层面讨论以外币计价的债券以及短期债券对金融稳定的影响。通常情况下,严重依赖短期债务的债务期限结构是金融不稳定的重要来源之一,因为较短期限往往会导致较高的延期和再筹资风险,利率的上升会产生负面的财政效应。短期债务比例过高可能会导致潜在的信心危机,投资者担心政府没有足够的资金偿还到期债务,进而引发债务危机的发生。债务管理者应当通过建立巨额现金储备,确保与现金管理政策之间有效的协调,及时吸收部分即将到期的预先融资债务,以降低政府无力偿还短期债务的风险,已有的债务危机表明,面临冲击时不合理的主权债务工具结构(如过度使用外币计价债券)将承受较大的风险。这一点在拉美国家主权债务危机中表现尤为突出。在1994年底,墨西哥政府发行的Tesobonos<sup>①</sup>从前一年国内债务工具4%的占比增长到了近100%,而当年年底的国内比索严重贬值,导致债务总额显著增加,带来了严重的金融不稳定,并且迅速蔓延到该地区其他严重依赖与外汇挂钩的债务工具国家,导致拉美债务危机爆发。此后,许多拉美国家相继改善债务工具结构以减少债务冲击对金融稳定的影响,他们通过减少汇率连结债券的发行以及增加通胀连接债券(通常有更长的成熟期)的发行来减少债务风险暴露。

(三)投资者结构对金融稳定的影响机制。不同的投资者有不同的风险偏好和负债结构,因此他们对新信息的反应也不尽相同,一个多元化的投资者结构能够有效降低对金融冲击的影响。债务管理者应当对投资者构成给予足够的重视,他们可以针对特定群体的投资者发行目标债券以加强该群体对特定债务工具的参与程度<sup>[13]</sup>。从投资者角度来讲,最好的投资品种是能够匹配他们负债状况以及风险收益特征的债务工具,但是这些工具对于债务管理部门可能并不是最优的债务组合,由于投资者中包含了银行、共同基金、养老金、国际投资者和个人投资者,债务管理者需要在满足这些投资群体的具体需求与降低政府利息成本之间取得恰当的平衡。例如,为了方便在回购市场进行短期融资以及资产负债管理的需要,银行对高流动性的债券需求较大;相反,发行商和养老金这类的长期投资者偏好持有长期国债这类信用风险较小的资产。而国际投资者一般是风险厌恶型,偏向于长期持有一国债券,包含了一定比例国际投资者的投资者结构有利于减少主权债务的脆弱性。但是,由于国际投资者对债务资产的忠诚度较低,在危机发生时,容易引起大规模的抛售,因此国际投资者比例过高的国家更易受到金融危机的冲击。所以对债务管理者来说,在这些投资者构成比例之间找到一个平衡是至关重要的,尤其是国际投资者的份额,如果比例过低,国家则不能利用投资者多元化所存在的潜在收益,而如果该比例过高的话,一国金融稳定则易受到冲击。

(四)债务资本市场结构对金融稳定的影响机制。发展国内债券市场是一国经济发展的重要组成部分,金融系统的稳定运作严重依赖于债券的交易和流通,而高效流通的市场是金融系统运作良好的先决条件。流动性不足的市场容易受到资产价格急剧下降的冲击,从而导致金融机构的大量损失,威胁一国的金融稳定,因此提高主权债务的流动性也成为债务管理者的一项重要任务,Crocket认为债务管理者需要选择恰当的方法提高债券的流动性,这不仅能够有效减少主权债务的发行成本,还能够提高资本市场的效率<sup>[14]</sup>。因

① tesobonos 债券是一种由第三国计价(主要是美元)的债券,其具体运作原理是:国际金融机构以外币形式(主要是美元)为某国政府或者企业进行外币债券融资,双方约定以美元或第三方货币作为计价单位,但是却以该国货币为计价单位支付债券的利息。实际上该债券本质是一种以本国货币作为利息偿付的中短期外币贷款。

此,发行基准债券创造流动性已成为公认的最佳做法。首先,基准证券的发行有助于建立无风险收益率曲线,以提供其他金融机构或企业进行债券定价的参照收益率。如果企业能够通过债券直接融资,他们将减少依赖金融中介,从而降低金融机构的系统风险<sup>①</sup>。其次,低风险的基准债务工具可以作为抵押品在金融市场上流通。抵押品的存在可以大幅减少金融机构所面临的信用风险。如果没有基准债务工具,贷款规模会变小,价格会更高。作为金融系统的利益相关方,主权债务管理部门应积极参与监管制度的制定,试着调整规则以提高债务管理政策的有效性,总体考虑债务政策对宏观经济政策组合以及金融稳定的影响。

## 五、研究结论

主权债务管理的历史变迁表明,随着现代金融市场的迅速发展和金融产品的日益创新,主权债务管理面临各国不同的制度背景和金融市场环境,需要彼此基于政府对公共政策的权衡选择各自合适的主权债务管理模式。主权债务管理一般从债务存量、债务结构、投资者结构和债务资本市场结构四个层面影响金融系统稳定。在国家整个宏观政策体系中,主权债务管理政策既是一项相对独立的经济调节政策,同时也是财政政策与货币政策的重要联结点。主权债务管理部门与货币当局保持决策和操作上的独立性旨在减少决策延迟、动机扭曲、职责模糊的问题,而部门之间的相互协调是为了达成更好的政策组合效果。随着政策目标之间相互联系的日益增强,各个机构在保持独立性的同时,应当加强债务管理与货币、财政和金融监管部门之间的沟通协调,以实现主权债务有效管理和宏观经济系统稳定。

### [ 参 考 文 献 ]

- [1] Missale A. Sovereign debt management and fiscal vulnerabilities [R]//Threat of fiscal dominance? (pp.157-176), BIS Papers, 2012, No65.
- [2] Blommestein, H J, P Turner. Interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal dominance and financial instability[R]//Threat of fiscal dominance? (pp.213-237). BIS Papers, 2012, No65.
- [3] Zampolli, F. Sovereign debt management: as an instrument of monetary policy: an overview[R]//Threat of fiscal dominance? (pp.97-118). BIS Papers, 2012, No65.
- [4] Allen W. Government debt management and monetary policy in Britain since 1919[R]//Threat of fiscal dominance? (pp.15-55). BIS Papers, 2012, No65.
- [5] Anderson P. A Caputo Silva and A Velandia-Rubiano: "Public debt management in emerging market economies: has this time been different?"[R]. World Bank Policy Research Working Papers, 5399, 2010, August.
- [6] Blejer M. Public Debt Management and Monetary Policy: Macroeconomic and Institutional Interactions[R]//European Union Accession. The Challenge for Public Liability Management in Central Europe. Edited by the European Borrowers Network (A European Commission and World Bank Initiative), 1999.
- [7] Kalderen L. Debt Management Functions and Their Location[R]//Sundararajan, Peter Dattels, Hans Blommestein editors. Coordinating Public Debt and Monetary Management. Washington, DC: International Monetary Fund, 1997.
- [8] Tobin J. An essay on principles of debt management[M]//Fiscal and Debt Management Policies, Englewood Cliffs, 1963, pp 143-218.
- [9] Barro R. Notes on optimal debt management[J]. Journal of Applied Economics, 1999(2): pp 281-289.
- [10] Calvo, Guillermo A, Pablo E Guidotti. Credibility and Nominal Debt[R]. IMF Staff Papers 37, 1990, September: 612-35.
- [11] Togo E. Coordinating public debt management with fiscal and monetary policies: an analytical framework[R]. World Bank Policy Research Working Papers, 2007.
- [12] Committee on the Global Financial System (CGFS). Interactions of sovereign debt management with monetary conditions and financial stability. A report of a Working Group chaired by Paul Fisher[R]. CGFS Papers, 2011, No 42.
- [13] Cassard M, David F. Risk Management of Sovereign Assets and Liabilities[R]. Washington, DC: IMF. Working Paper, 1997.
- [14] Crocket A. Market Liquidity and Financial Stability[J]. Financial Stability Review, Special Issue on Liquidity 11 (Paris: Banque de France, February).

<sup>①</sup> 亚洲企业过度依赖金融机构融资被认为是导致1997—1999年东南亚金融危机的主要原因之一。

**(7) Sovereign debt management: mode selection, macroeconomic coordination and financial stability**

*LIU Xiao-xing, LÜ Xing-jia, ZHANG Ying* • 44 •

Sovereign debt crises in Europe and the US in recent years have showed that effective sovereign debt management (SDM) can help governments make macroeconomic regulation and achieve the stability of financial system. By analyzing the history of SDM, this paper discusses the rationale of the three typical modes of SDM, explores how to separate SDM from macroeconomic policies and how to integrate them since SDM is an important point connecting fiscal policy with monetary policy and finally analyzes the influence mechanism of SDM on financial stability from the four aspects of debt stock, debt structure, investor structure and structure of debt capital market.

**(8) Transmission effect of the US quantitative easing policy and its enlightenment**

*MA Ye-qing, YIN Yi-ling, ZHANG Yu* • 51 •

People's Bank of China (PBC) carried out a repurchase operation in the open market in the latter half of 2012, which set a record in the hours of operation record and the day volume of transactions in ten years. Because both the reverse repurchase of PBC and the US quantitative easing policy are essentially the release of liquidity in the market, the research in US quantitative easing policy is of great importance for China. By a quantitative analysis of the monthly data of the US QE1, this paper explains the transmission effect of US dollar and anticipates the correlation between monetary policy and domestic price. Our findings show that domestic price is slightly influenced by exchange rate fluctuation and the transmission effect of US dollar weakens sharply under the quantitative easing policy. For this reason it is concluded that monetary policy aimed to stabilize domestic price can minimize the influence of exchange rate.

**(9) A study of economic capital measurement and its database in commercial banks**

*ZHOU Kai* • 57 •

It is well-known that the measurement of economic capital must be based on data accumulation. This paper discusses the influence of data accumulation on the efficient measurement of the three risks of economic capital, i. e., credit risk, market risk and operational risk. Economic capital measurement is a choice that China's large banks have to make against international competition under the supervision of *Basel III*. As for the small and medium-sized banks, it is a prerequisite and strategy they should take in order to achieve management transformation, a balance between risk and return and an increase of the overall profit-making capacity.

**(10) Factors analysis of the availability of loans to farmers in Jiangsu province: a comparative study of formal and non-formal financial sectors**

*LIU Rong-mao, CHEN Dan-lin* • 61 •

Farmer's borrowing is an important problem for the rural finance research. This paper starts with the differences between formal finance and non-formal finance sectors and then analyzes the influential factors of farmers' access to formal financial and non-formal financial loans on the basis of the sample data in Jiangsu province. Due to its limitations of information acquisition, formal financial sector stresses family income, value of collateral, guarantees and other factors. By contrast, non-formal financial sector is more concerned about farmer's social capital, personal skills and other factors since it has more advantages in obtaining information on farmers. Our conclusion is that influential factors of farmers' access to loans through formal financial sector in Jiangsu include age, number of laborers, income, mortgage and guarantees, and influential factors through non-formal financial sector are income, skills, personal reputation and guarantees.

**(11) Political elements in the budgeting of colleges and universities**

*QIAO Chun-Hua* • 68 •

Budgeting is essentially political, but all literature about budgeting of colleges and universities is based on finance and accounting. An analysis of the political elements in the budgeting of colleges and universities, such as power struggle, political influence and political trickery is not to deny its political nature, but to call for the moral rule, rule by law, and democracy.

**(12) An art order of change and immobility**

*LIANG Jiu* • 73 •

The establishment of art studies as an independent discipline in China entails an order of art. Defined as a discipline, the word "arts" rather than "art" is more accurate; meanwhile we should also conceive a concept of change and immobility: what changes embodies the four essential factors: emotions, concepts, values and means while what remains unchanged is the artistic taste. We hope to establish an order of the Chinese art studies under the guidance of these principles, carry forward the research in national art studies, and ultimately found the academic schools of our own.

**(13) Tempo of cultural development**

*TIAN Chuan-liu* • 76 •

The cultural development has been swift in China. However, careful consideration should be given to slowing it down in order to achieve a healthier development. In this sense, we need to follow the laws of cultural development and avoid the single-minded pursuit of faster speed and larger scale.

**(14) Futurism without a future: a comparative study between Boccioni and Joyce**

*HE Yun* • 82 •

The prevalence of Einstein's theory of relativity gave an impetus to European artists. They tried to conceive a brand-new artistic concept by breaking the boundary between time and space, or sight and hearing. Futurism was considered a pioneer and