

莫尔纳·达尼尔 (Molnár Dániel)、  
莱格什·加博尔 (Regős Gábor)

# 维谢格拉德四国集团 国债管理方法的转变



在匈牙利, 国债的妥善管理是一项特别重要的任务, 因为尽管近几年的下降趋势, 国债占国内生产总值的水平还是较高, 超过70%。在处于相似情况的国家如捷克、波兰和斯洛伐克, 该指标在34%至51%不等。自2010年以来, 匈牙利的经济政策也非常重视使国债融资更加安全, 而且在这方面也取得了成绩。从国债管理的角度来看, 我们可以区分三种风险因素, 也可以把这些风险称为原罪。第一个是用外币借债、第二个是借债时间短、第三个是对外借债。在我们的报告中, 从理论方面研究, 在2010年至2017年间, 匈牙利、捷克、波兰和斯洛伐克这些国家风险的转变如何?据我们的研究结果, 匈牙利和斯洛伐克在这三个方面当中两个方面处于接近在危机后的向好状况中、捷克只有一个方面情况比危机后有所好转, 而波兰在所有三个方面都增加了风险敞口。

《经济文献杂志》(JEL) 编码: E44、F34、H12、H63、H74

关键词: 国债、国债管理、原罪, 维谢格拉德四国集团、国库券

---

莫尔纳·达尼尔 (Molnár Dániel) 宏观经济分析师, 世纪之末 (Századvég) 经济研究股份有限公司 (molnar.daniel@szazadveg.hu), 莱格什·加博尔 (Regős Gábor) 宏观经济业务经理, 世纪之末 (Századvég) 经济研究股份有限公司 (regos@szazadveg.hu)

## 序言

围绕着关于国债占GDP的比重价值的专业话语，即这个指标也是加入欧元区的唯一马斯特里赫特标准。但是，国家的具体的债务情况是由许多因素来决定的：债务的结构（外汇还是本国货币），其到期结构，以及是哪些参与者（国内或国外，家庭或金融业）持有它。所有这些都共同影响着国债负担和政府动荡时期的回旋余地。在本研究的框架内，我们研究自2008-2009年危机以来匈牙利国债结构如何与维谢格拉德国家（捷克、匈牙利、波兰、斯洛伐克，即V4集团）之间的相比变化，然后从艾肯格林和豪斯曼（Eichengreen, Hausmann）及合作者制定的“原罪论”角度进行研究，在2010年至2017年间，国债主要指标如何改变。由此说明了，维谢格拉德国家为可能的，甚至在不久将来有可能发生的危机、或其债务方面的不利影响做好对应准备的程度。

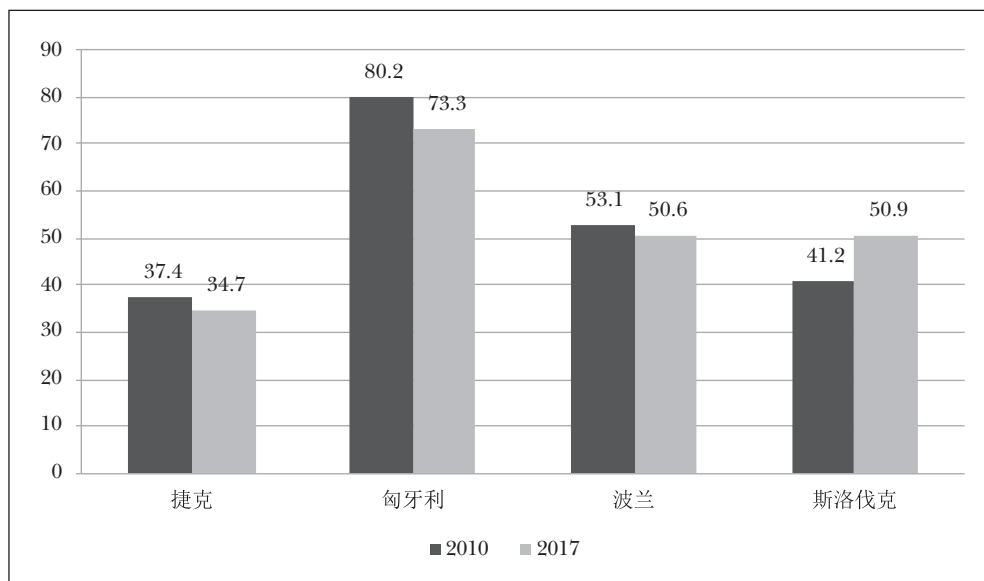
## 国债和利息负担的演变

高额的国债影响着国家的增长前景。莱因哈特（Reinhart）等人（2012年）揭示，极为高的国债（高于GDP的90%）会减缓经济增长：研究表明，2010年至2017年的增长率比国债较低时期平均慢了1.2个百分点。因此，首先值得研究的是该地区的债务程度是如何演变的。在2010年至2017年，本地区各国的国债占GDP比重各不相同：捷克以2.7个百分点降至34.7%、波兰以2.5个百分点降至50.6%，而匈牙利以6.9个百分点降至73.3%。相比之下，所研究的期限，斯洛伐克的国债从GDP的41.2%增加到50.9%。斯洛伐克国债增加的部分原因是由于较宽松的财政政策。在所研究的八年期间，斯洛伐克预算的主要赤字（不包括利息收入和支出的赤字指标）平均占国内生产总值的1.8%。相比之下，波兰的原始赤字比率为1.6%，而捷克则为0.4%。与此相反，排除匈牙利预算中的利息余额，在2010年-2017年的平均值产生了相当于GDP1%的盈余，尽管较大的贷款组合导致了较高的利息负担，这有助于显著减少国债。纪律严明的财政政策以及政府优先考虑的事项中出现的债务对GDP的比重降低也为此做出了贡献。

根据初步数据，截至2018年底，国债对GDP的比重降至71%以下。这是在由2010年底的80.2%的幅度后出现了显著的成就。近8年的下降得益于财政政策出现的转机：2010年大选成立后的政府指定的目标是（由于前8年财政预算赤字从55.3%涨到80.2%的）要使国债对GDP的比重降低。值得一提的是，在2008年危机之前，不仅匈牙利国家，就是在企业和家庭的债务也长得过高。不仅是借贷量，而且（与国债一样）贷款组合的构成也成为了问题：除了在零售贷款中货币贷款的份额很高之外，而且在危机后，偿还债务也造成了问题。不利的经济拖累了贷款业务，所以匈牙利国家银行以几个不同的计划（“增长信贷计划”的几个阶段）刺激重新启动该业务。

对维谢格拉德集团成员国而言, 国债水平是受马斯特里赫特标准而制约。该条约包括加入欧元区的条件, 而且对于欧元区成员国也是普遍适用的规则。因此, 希望加入欧盟成员国的债务对GDP的比重不得高于60%。然而, 在实践中, 欧洲中央银行将国债的下降也视为足够的。此外, 在匈牙利还有一项更严格的, 被列入《基本法》的财政规则。据此, 在国债高于50%时, 议会只能通过导致债务对GDP的比重下降的预算。此外, 当通货膨胀和实际GDP增长均超过3%时, 国债同比的增长值不得高于通货膨胀率和增长率一半比值的差数。匈牙利法规的特殊之处在于它不仅适用于起草和通过, 又适用于施行(Kovács, 2016)。

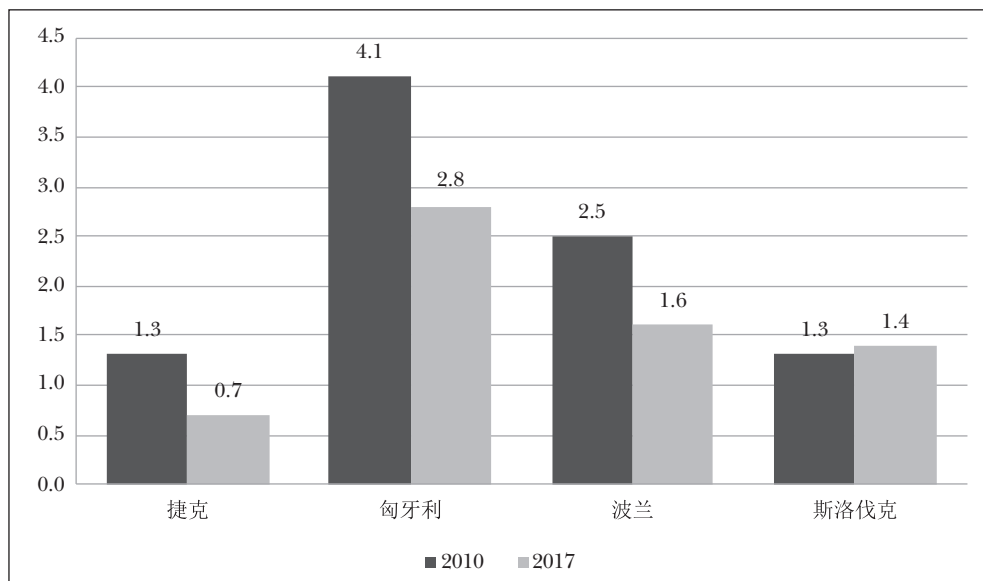
图1、国家总债务与GDP比重(%)



来源: 根据欧盟统计局数据自行编辑

与债务对GDP的比重同时, 还值得研究各国为了支付债务负担应支出多少, 因为这些才是表明债务的实际成本。欧盟统计局(Eurostat)的数据表明, 捷克预算的利息负担在2010年至2017年期间, 从GDP的1.3%下降到0.7%了。在同一时期, 波兰的利息支出从GDP的2.5%降低至1.6%, 而匈牙利的利息支出从GDP的4.1%降低至GDP的2.8%。而斯洛伐克的债务上升同时, 债务负担与GDP比重的增长较低, 仅增加了0.1个百分点, 达1.4%。降低利息负担之所以非常重要, 是因为各国政府能够将这些可以掌握的资源用于发展经济、提高竞争力以及通过社会福利政策用于提升社会福利。

图2、利息支出与GDP比重的演变（%）



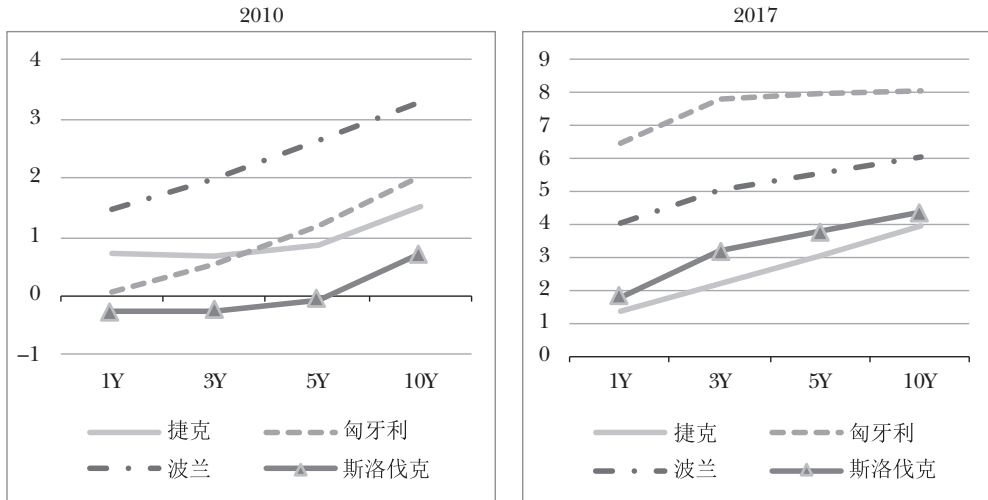
来源：根据欧盟统计局数据自行编辑

捷克、波兰和匈牙利的利息负担下降，除了国债幅度的下降之外，主要是通过利率的环境变化来解释。这也说明，斯洛伐克的利息支出增长为什么低于国债增长率。

2010年，匈牙利二级市场收益率还是最高的：一年到期时为6.5%，而在三年以上到期时，二级市场收益率约为8%左右。然而，到了2017年年底，收益率显著下降：在一年到期时，匈牙利政府债券只能以0%的利率发行，但在所研究的7年中，10年期的收益率也以超过6个百分点，大幅下跌。利率受到货币政策的部分影响。截至2010年底，央行的政策利率为5.75%，到2016年5月降至0.9%。但是，匈牙利国家银行不仅通过政策利率对收益率施加影响，注意到央行目标，即维持货架稳定，还启动了多种不同的计划以降低收益率（Lentner, 2018）。此外，有利的国际环境和对匈牙利的国际评价改善也导致了利率下降。后者在5年CDS息差（国家风险指标）中也清晰可见。其在2010年底在匈牙利的价值为386.75个基点。迄今为止，这是在所研究的四个国家中最高的，但该指标的价值在2017年底下降至91.12个基点。

该地区其他国家也发生了类似的趋势。在波兰，短期的，即1年的收益率从4%降至1.4%，而长期10年的收益率则从6.1%降至3.3%。与匈牙利同样，波兰货币政策对收益率也发挥了重要作用。截至2010年底，波兰中央银行的基准利率为3.5%，而到2017年仅为1.5%。此外，对波兰经济的评价也显著改善了：在所研究的期间，5年期CDS息差的价值从146个基点降至55.74个基点。

图3、维谢格拉德四国集团成员国在有关年度最后一天的收率曲线(%)



备注：斯洛伐克2010年底的五年期参考收益率是作者评估值

来源：根据Reuters Datastream的数据自行编辑

在所研究的时间阶段，捷克收益率下降幅度最小，但是为此需要于几个不同的因素发挥作用。一方面，在2010年底，捷克收益率在本地区是最低的：一年到期时为1.4%，而10年到期时，二级市场收益率略低于4.0%。因此，到2017年底，债券收益率仅实现少量的下降：在短于5年到期情况下最高可达1%，而10年到期的收益率下降至1.5%。另一个发挥作用的因素是捷克央行2010年的基准利率已处于0.75%的低水平。相比之下，截至2017年底，央行开始了紧缩周期：在2012年底为0.05%的基准利率在2017年下半年分两个阶段上调至0.5%。这也对债券收益率产生了影响，因为截至2016年底，在二级市场上的5年到期捷克国债的收益率为负值的。与匈牙利和波兰那样，捷克5年期国家风险溢价在所检查的时间段降低了，但其幅度小一些：从91个基点降至39.03个基点。后者是维谢格拉德国家当中最低的。

截至2010年底，斯洛伐克的1年和5年到期的收益率还在1.8%至3.8%不等，而到了2017年底，5年到期的情况下也出现了负值收益率。就负值收益率的产生，主要是欧洲央行的货币政策发挥了作用。斯洛伐克的收益是直接地，而该地区其它国家收益是受间接影响的。截至2010年底，欧洲央行政策利率仍为1.0%，随后逐步下降至0%。然而，欧洲央行的债券收购计划对债券收益率产生了重大影响。自2009年7月以来，欧洲央行实施了资产购买计划，但其规模和影响最大的计划，即公共部门二级市场购买计划（PSPP）仅在2015年3月份推出的。在此范围内，欧洲央行购买了欧元区成员国中央政府发行的国债，以及认可机构、地区和地方政府，国际组织和多边开发银行发行的债券。在此框架内，截至2017年

底，央行所购买债券净价值超过19,000亿欧元，这其中近90%是成员国发行的国债。这对收益率曲线的长端产生有显著影响。就斯洛伐克而言，截至2017年底，欧洲央行购买了价值近108亿欧元的斯洛伐克国债，这是相当于当时国债的近25%。其它三个维谢格拉德集团成员国，由于没有加入欧元区，只能通过投资者重组投资组合而间接受到资产购买计划的影响。然而，斯洛伐克5年期CDS溢价（部分也归因于欧元区成员资格）在2010年底仍然是维谢格拉德国家中最低的（83个基点），随后下降至42.15个基点。除了有利的收益环境外，斯洛伐克的评级改善也导致了收益率的下降。

在此基础上，维谢格拉德四国集团成员国只是在较小的程度上利用有利的市场趋势（宽松的货币政策和该地区国际评价的显著改善）来减轻国债负担，甚至尽管欧洲央行采取了非常规货币政策，斯洛伐克的国债对GDP的比重还增加了。尽管如此，本地区的国家并未处于不利境地：捷克、波兰和斯洛伐克国债比率远低于马斯特里赫特60%的阈值，而且匈牙利指标也以8个百分点低于欧盟平均水平。

## 外币债务的作用

在债务管理有关的文献中出现了所谓的“原罪论”。这是艾肯格林（1999年）和豪斯曼以及合作者等人（2002年）制定的。在他们的研究报告中，作者认为有三种原罪现象。其中第一个原罪，是一国无法以本币在国外发行债券，因此以外币发行。根据所累积的外币资源幅度，该国家可能受到一系列负面影响。

— 该国家产生资产负债表开放外汇头寸，当汇率波动剧烈或本币汇率大幅贬值时，以本币计算的债务水平大量上升。

— 在设定基准利率时，央行不得不特别注意防止不利的汇率变动，从而降低货币政策的有效性。

— 央行被迫维持很高的外汇储备，这也意味着更高的成本。

— 外汇债务限制央行遏制流动性危机以及充当其最后贷款人的角色。

— 较高外汇债务提高风险溢价，从而破坏信用评级机构的评级。

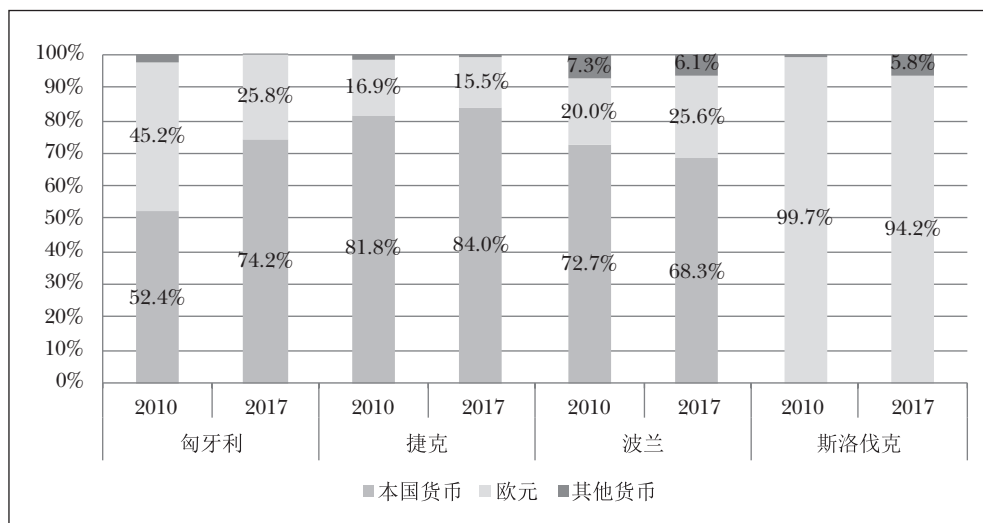
— 在有关国家增加资本流动的波动。

奥利维（Olivier在2003年）确认了艾肯格林和豪斯曼（1999年）的发现，即一些欠发达国家不能用在外国发行的本地货币或长期债务融资其国债。取而代之的是，欠发达国家以外币融资国债，也就是说，即在国外发行政府债券。因此，一旦发生金融风波，他们会变得更加脆弱。作者认为，货币政策缺乏可信度是外币债务上升的明确原因。货币政策越可信的，就越有可能以本币发行长期政府证券。

克拉森斯（Claessens）和合作者（2007年）研究了外币举债的新方面：利用面板数据显示，除了经济规模之外，国家金融体系的（以向私营部门放贷和股票市值计算的）规模也就形成成为较大本币债券市场发挥作用。如果这个市场形成和发展，国家也就会越来越少地被迫发行外币债券。

尽管如此, 对外币债务的论点主要是国债可提供给更广泛的投资者层面获得, 这导致与本国货币债务相比以较低的收益率。通过这种方法, 政府和央行可以获得外汇, 而且进入某些国外市场也可以带来政治利益。

图4、按外汇种类揭示的马斯特里赫特国债构成



来源：根据欧洲央行数据自行编辑

维谢格拉德国家以外币计价的马斯特里赫特国债比例的变更各不相同。在捷克略有下降, 从18.2%降至16%, 而在匈牙利显著下降, 从47.6%下降到25.8%。在2018年, 外汇比率进一步下降, 但是在撰稿的时候, 从欧洲央行数据库中尚未公布相关的数据。相比之下, 波兰以外币计价的国债比例从27.3%增长至31.7%。在2010年和在2017年, 外汇在国债中的作用在斯洛伐克是最低的。然而, 斯洛伐克的情况与其他维谢格拉德国家的情况有所不同: 作为欧元区成员国, 斯洛伐克中央银行对本国货币发挥的作用不如其他三个维谢格拉德国家的货币政策制定者, 所以对国债变更的影响也小得多。

然而, 值得一提的是, 由于欧洲央行的计算方法, 图4、上按外币分布显示的外汇债务看似有点不对。举例说, 据匈牙利国债管理中心的数据, 匈牙利截至2017年底, 只有46.7%的外币债务以欧元计价。然而, 债务管理中心以进行掉期交易达到所发行的所有债务的总现金流量(债务和利息负担)都以欧元计价, 以便债务只以福林-欧元汇率为风险。<sup>1</sup>除欧元外, 匈牙利国家还以美元、日元和人民币发行过国债, 后两者是在当地市场上发行的(武士和熊猫债券)。从匈牙利的角度来看, 2017年发行的熊猫债券极为重要: 因此, 匈牙利国家成为了第一个既发行国内(熊猫), 又发行国外(香港)市场上的人民币债券的外国发行人, 而且这项交易又是以中国政府推行的“一带一路”倡议的一部分。与匈牙利同

样，波兰国债管理机构也进行掉期交易，但不是有关外币债务总额执行的。譬如在2017年，波兰外币债务（包括掉期业务）78.3%是以欧元计算的、12.9%是以美元，而5.5%是瑞士法郎，以及3.3%是以日元计算的。而捷克国债管理机构像匈牙利那样，只冒以欧－克朗汇率的风险。

基于该情况可以说，在该地区国家当中，匈牙利国债偿受第一个原罪的风险敞口显著地下降，同时捷克国债风险敞口略有减轻，反而波兰的却增加了。就斯洛伐克而言，由于其是欧元区成员国，所以传统意义上的第一个原罪没有出现。然而，值得强调的是，尽管从融资角度来看，虽然外币债务是一个重大风险，但是国债管理机构完全消除外币债务并不一定是最佳策略：正如我们以上揭示的那样，虽然有一定的优势，但是通过掉期业务可以显着降低风险。

## 国债期限

根据艾肯格林和豪斯曼（1999年）以及艾肯格林的合作作者（2002年）的观点，第二种原罪在于短期债务。问题是当一个国家无法以长期和固定利率条件下融资其债务时，融资的展期风险可能相当大。就因为这个原因值得提倡债务存量剩余平均到期时间的增加，因为这样可以减少本国货币发行的债务存量的脆弱性。

斯坦因（Stein，2012）特别强调，在大量的或者主要是短期融资的情况下，有些参与者（如银行中介机构）会低估一些市场参与者产生的大规模减价销售（fire sale）的社会成本。因为银行可以决定增资或出售金融资产以提高偿付能力。二者在微观层面上都导致谨慎运行，但是如果银行大规模选择后者的情况下，金融资产价格可能导致大幅下跌，甚至是系统性风险。类似于这个情况的是，一些个国家主要承担短期债，而且低估流动性的限制和更新国债时的利率/收益率增加的重要性。

相比之下，格林伍德（Greenwood）等人（2015）指出，政府也可以通过管理国债来实施宏观审慎政策。如果国家背上短期债务，在市场上取代私营部门对短期的需求，并将其推向更长的期限。所以作者认为，只要短期债务的社会成本低于私营部门的资金生成成本，政府就必须举短期债。换句话说，据他们的意见，直到在发行无风险金融工具方面比私营部门具有相对优势，国家应该举借短期债务。在短期债务成本当中，作者主要强调了税收的波动。安杰勒特斯（Angeletos，2002年）强调，税收制度的任何变化都会下降社会福利程度，因此政府须始终努力确保不变的税收制度。只有债务负担的变化完全补偿预算支出和税基的变化时（假如税的现值与支出和还本付息的现值相同），才有可能实现这一点。在举借短期债的情况下，政府需要通过提高税率（以及增加债务以平稳税收）来对财政平衡波动做出反应。而如果举借长期债务，在危急时，债券的市场价值会减少，从而导致国家产生的利润，弥补成本的上升和税收的下降。

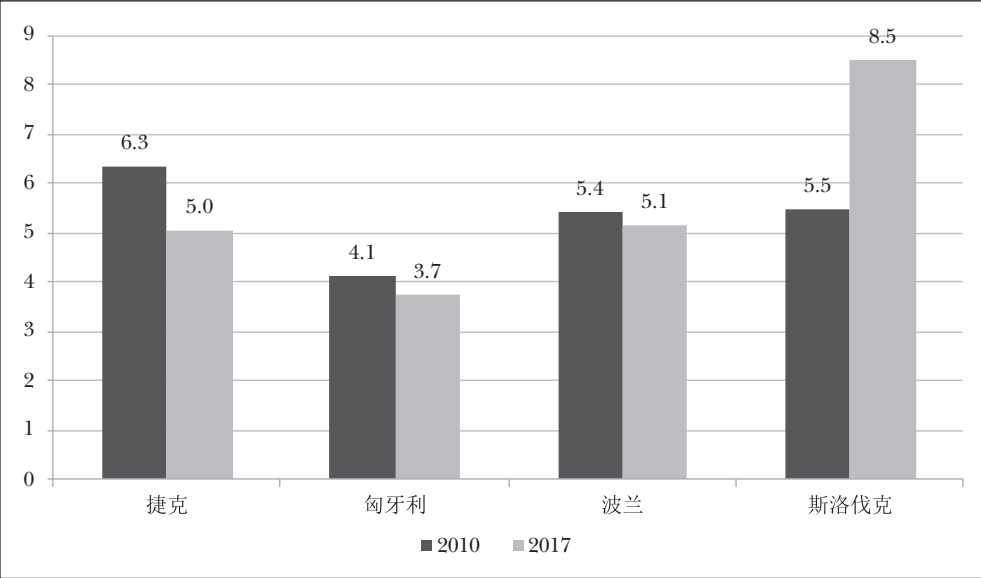
布罗内尔(Broner)和合作作者(2013年)分析的是新兴国家(EME)主要发行短期债券而不是长期融资这一事实的原因。他们得出的结论,主要是因为短期融资比长期融资便宜。在危机期间,短期和长期债券的利率和收益率之间的差异(期限溢价)增加。这又将政府证券投资组合进一步转向短期融资和较短的平均剩余期限。此外,米萨勒和布兰查德(1991年)认为,在高主权债务的经济中,政府被迫降低到期日,以维持其信誉和确保投资者政府目标并不是国债的飞涨。

但是,值得注意的是与期限有关的二元性。在危机期间,长期债务是有利的,因为利率上升对收益率在晚一些的时候才会产生影响。因此,预算的利息负担也只会以延迟的方式上涨,也就是说财政预算的资源可以用来缓解危机的症状。与此相反,如果经济在景气周期开始时具有较长的到期债,那么这些资金将在危机期间,最早会用于支付在高利率环境下发行的政府证券的收益率,以及在到期前将其回购。也就是说,在最佳情况下,值得在景气周期中尽可能地提高国债的平均期限,然后,当经济不景气,及衰退时,如果市场条件的环境允许,值得举借短期债。

文献中有几个指标可用于计量债务的期限。其中值得一提的是三项:平均剩余期限(ATM)、平均利率变动时间(ATR)和久期。所有这三个指标都计量国债期限,但是考虑到不同类型的风险(Mohai, 2018)。平均剩余期限是国债组合中剩余期限的加权平均值,从而显示国债的展期风险。相比之下,ATR注意到浮动利率债券的利率在期限内可能会多次变动。因此,以其纠正,也就是说,固定利率政府债券的情况下,这个指标的价值显示的是平均剩余期限,而浮动利率债券的情况下显示的是下一次设定利率之前的平均期限。因此,ATR主要显示国债的利率风险,也就是说,在投资组合中潜在的利息上升可在多长时间以内产生影响。而久期是在许多方面不同于ATR和ATM:它基于市场价值而并非是面值,并且注意到在到期之前应付的利息。然而,由于后者,它主要反映的是市场环境的变化,这不会从根本上影响国债管理,因此主要是以投资者使用。尽管如此,不少国债管理单位在设定基准时仍使用这个指标。直到2019年,匈牙利国债管理中心使用的是久期作为基准,但是从今年开始,改为使用ATR,而波兰和捷克国债管理机构在其宗旨中既考虑了ATR又考虑到了ATM。相比之下,斯洛伐克国债管理机构设定了再融资风险中以1年和5年内到期债券比率的目标。同样的,在重新定价风险的情况下,主要考虑以1年和5年内重新定价的债券比例,而作为次要指标考虑的是久期。

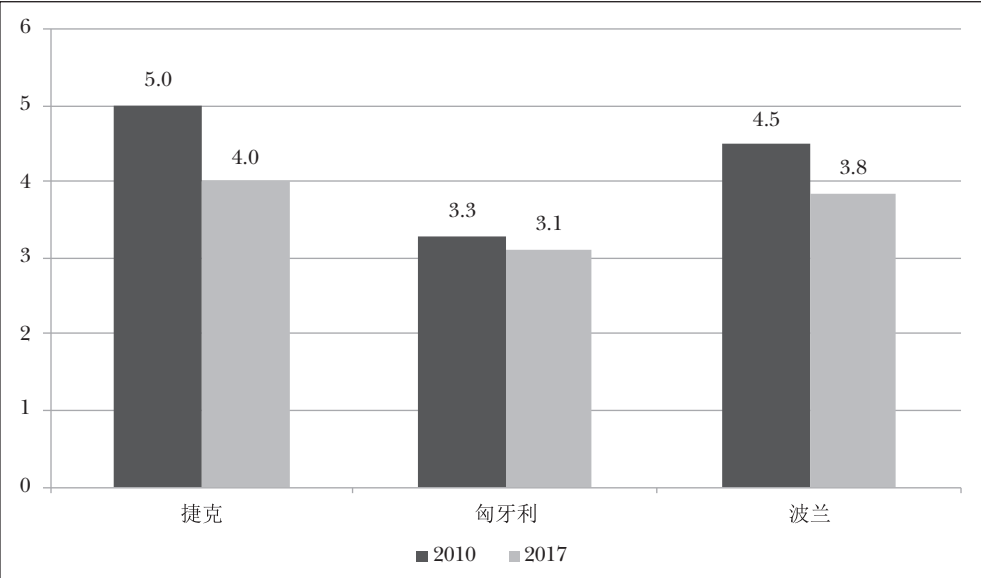
维谢格拉德国家当中三个的平均剩余期限下降了:在捷克大幅度降低,以1.3年降至5.0年,而国债管理机构在融资计划中在2017年规定的目标是6.6年。匈牙利ATM有所下降,以0.4年降低至3.7年。波兰数据也显示出下降趋势,但是值得注意的是,在波兰与捷克相比,ATM的价值仍然高于国债管理机构设定的基准(国内国债最低4年,外债最低5年)水平。尽管如此,可以说,在2017年底,比2010年三个国家更加面临展期风险。与此同时,斯洛伐克国债组合的平均剩余期限从5.5年显著上升至8.5年。

图5、平均剩余期限（ATM）的演变（年）



来源：根据捷克财政部、匈牙利国债管理中心、波兰财政部和ARDAL的数据自行编辑

图6、平均利率变动时间（ATR）的演变（年）

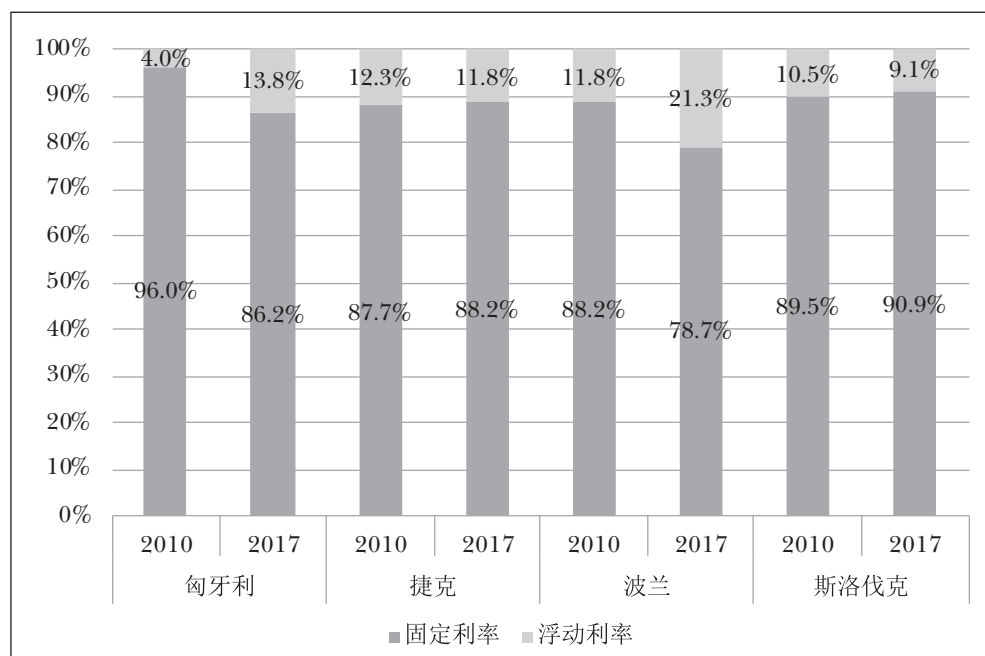


来源：根据捷克财政部、波兰财政部和Mohai的数据自行编辑

与ATR有关的也出现了类似的情况：捷克指标从5.0年降至4.0年。后者相当于国债管理机构设定的目标。匈牙利指标从3.3年下降到3.1年，而波兰指标从4.5年下降到3.8年。<sup>2</sup> 换句话说，这三个国家国债组合的利率敏感度在被研究的7年内增加了。但是，斯洛伐克国债管理机构没有提供关于ATR的数据。其主要原因是由于其管理的国债完全是固定利率的，亦即浮动利率债券的重新定价，在利率上涨时对斯洛伐克不会造成风险。

值得研究的是浮动利率对其他国家发挥的作用，因为它会显示ATM和ATR之间的差异。就此而言，又可以参考欧洲中央银行的数据。该数据与国债管理机构所管理的国债无关，而是与马斯特里赫特国债有关的。此外，在数据库中只有对于期限超过一年的国债才有固定和浮动利率的细分。

图7、按利率分解一年以上到期的国债



来源：根据欧洲央行的数据自行编辑

总体而言，在本地区使用浮动利率政府证券为极小的。2010年至2017年期间，斯洛伐克和捷克的马斯特里赫特国债以内浮动利率的作用略有下降。在这两个经济体中，1年以上到期的国债的约10%具有浮动利率。同时，在匈牙利和波兰，浮动利率政府证券的作用显著增加，导致2017年波兰长期国债的五分之一是以浮动利率的。

## 国债持有者结构分布

此外，从国债管理角度来看，所有者结构分布也很重要，也就是说，所发行的国债是由国内还是由国外投资者持有。第三种原罪是与此相关的，即是当本币计价债务的很大一部分由外国持有时。以外国投资者参与本币债券组合中的活动可能会造成非常不稳定的因素，可能会大量超过国内市场参与者而使之改变其结果。这尤其是在危机期间会对国家造成不利影响。收益率可能突然上升，而外国投资者的销售在国内二级市场上可能导致显著的融资困难。相比之下，如果相当大比例的国债是境内居民持有的，国家支付的利息负担也留在国内，利息的支付不会导致资本外流。

此外，帕尼扎（Panizza，2008年）提出，新兴国家的公司往往无法进入国际资本市场，所以国家通过提供担保或用所获得的金额放贷而发挥中间人作用。扩大国内投资者的基础可能会降低风险，所以值得支持决策者在这方面努力，但是他们应需要做出重大妥协。就成本而言，大多数新兴国家无法在内部市场举借长期和可接受利率的债务。例如，波兰的数据也清楚地表明了这一点：截至2017年底，波兰国内债务的平均剩余期限为4.49年，而外债为6.46年。

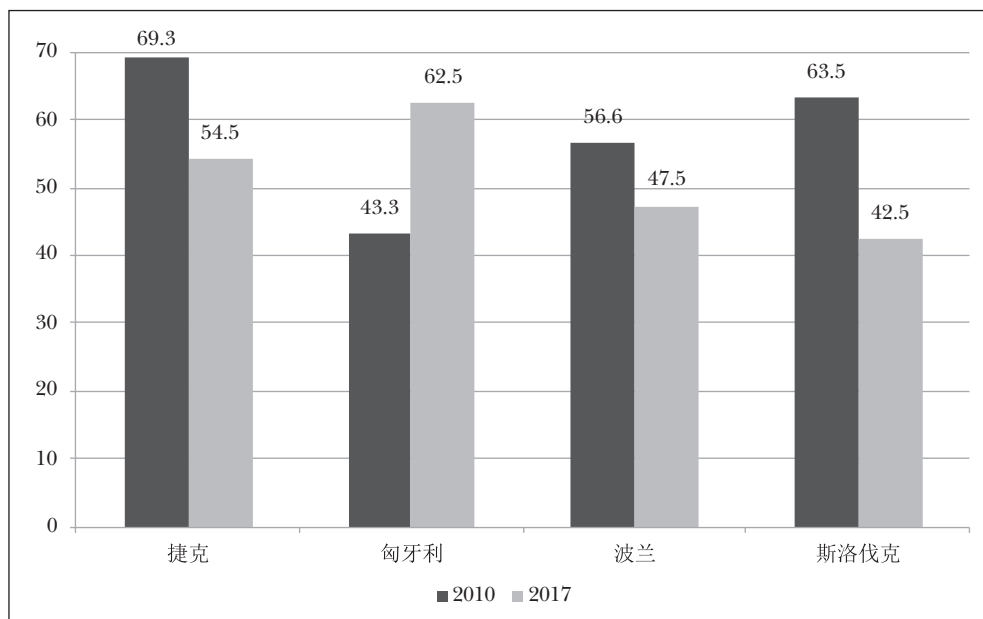
帕尼扎（2008）认为，资本管制可能在内债的成功中发挥作用，但是在这方面的研究文献产生了好坏参半的结果。然而，就内债的成功而言，如果投资者信息不灵通，扩大投资者的圈子会导致相反的效果。同样，吸引外国投资者进入，可能会通过资本流出的波动性和金融不稳定性对国内市场产生不利影响。帕尼扎强调，尽管国内市场上举借债务更昂贵，但政府应该采纳这个办法，因为内部市场的创造可以产生重大的外部效应。

一个运作良好的国内政府证券市场也可以促进国内金融市场的发展，提高储蓄和投资。政府证券是适销的资产，所以也适合在银行市场间进行交易，从而改善银行流动性，减少货币政策干预的必要性。此外，政府债券利率也可以作为金融业发行债券的基准，因而支持公司债券市场的发展。此外，政府债券投资者提供国外投资的替代方案，从而可以缓解资本外流并且产生储蓄回流，从而加深金融体系（Abbas、Christensen，2010）。

就内债的其它风险而言，国内市场负债的主要缺点之一是挤出效应。也就是说，政府通过在国内发行政府证券，私营部门可能使用的部分储蓄由政府使用，从而减少投资幅度，因而减缓经济增长。然而，这只有在没有足够广泛的金融体系，且私营部门参与者无法进入国际资本市场的国家成为问题。此外，除较高和安全收益之外，鼓励银行业的参与者为风险项目提供融资较低的投资，这样可以降低投资风险。

欧洲中央银行数据表明，2010年，匈牙利在马斯特里赫特主权债务中外国投资者的比例最高：当时匈牙利国家在海外支付了一半以上的国债利息。然而到2017年，在这方面发生了根本性的变化：境内居民持有的国债占上风，因此在融资匈牙利国债中，国内投资者的作用最高。在其他维谢格拉德国家则发生了相反

图8、居民持有的国债份额(%)



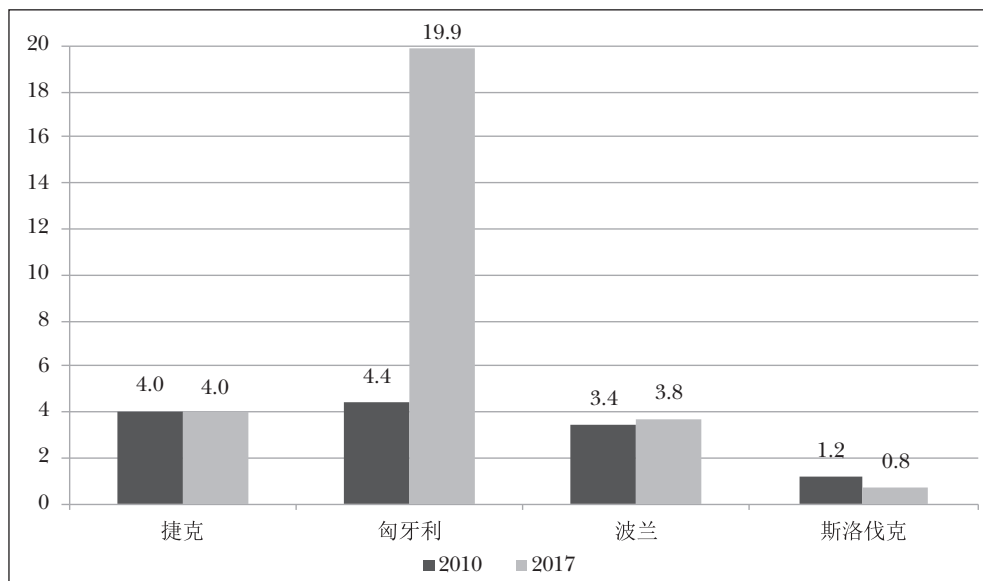
来源：根据欧洲央行的数据自行编辑

的表现：境内居民持有的国债份额下降了。因此，在波兰和斯洛伐克，而且捷克国内投资者的比例也大幅度的以14.8个百分点下降了。

除了国内外所有者比例之外，另一个重要问题是在特定国家哪类投资者持有政府证券：国家向基金管理公司、银行、中央银行还是向居民借债。近年来，匈牙利国债管理转型的一个关键因素之一是鼓励居民参与。基本上有两个论点可以增加居民参与。一方面，居民对市场环境的变化不太敏感，所以在动荡时期不太可能决定减少政府证券，这意味着政府有稳定的投资权层面。另一方面，中央预算将政府证券利息支付给居民，其中一部分通过居民的消费和税收流回到预算中。其缺点主要是较高的成本：国债管理机构为了向居民销售政府证券而需要维持销售网络。此外，为了不同组合对居民有吸引力，需要提供与投资者机构比较高的利率。

图9、显示居民在国债融资中的作用是如何变化的。欧洲中央银行数据表明，捷克、波兰和斯洛伐克的非金融部门在政府债务中的份额极小。在三个国家当中，斯洛伐克根本没有特意为居民制定政府债券计划，而捷克虽然曾经有过，但国债管理机构在2014年底已决定终止。在当时的融资计划的基础上，捷克国债管理机构仍然要散户投资者发挥更大的作用。然而，为了降低销售成本，而要规避金融中介商，直接解决销售问题。但是自2016年以来，由于国债和利息负担在下降，所以国债管理机构不再考虑这一分块。

图9、非金融部门持有的国债份额（%）



来源：根据欧洲央行的数据自行编辑

另一方面，波兰居民、基金和社会组织可以购买多种不同的政府证券计划。其期限为3个月到10年，面值统一为100波兰兹罗提，而且可以通过波兰PKO银行网络购买。尽管如此，虽然自2010年以来略有增加，该分块在总债务中的作用仍然很低。相比之下，匈牙利非金融部门的作用在2010年至2017年期间显著增加。截至2010年，该部门的份额基本上与其它维谢格拉德国家的份额一致。然而，2017年，债务总额的近五分之一集中在非金融部门的手中。在匈牙利，零售政府的债券增长可归因于几个因素。一方面，零售投资者可以获得多种不同类型（到期日，利率）的计划，这对于具有不同储蓄偏好的个人来说是一个有吸引力的投资机会。另一方面，投资的收益率明显高于银行存款可以实现的收益率，所以对那些想要储蓄的人非常有吸引力，而且通过国债管理中心的大量营销活动也广为人知。

根据基恰克（Kicsák, 2016）的计算，匈牙利所有者结构的转变，也就是说，零售政府证券份额的增加并没有伴随着预算支出的增加，因为较高的利率被增加的税收收入，和较低的供应程度降低的市场收益率原因所抵消了。同时，还有投资组合重组原因，使匈牙利的外债下降，由此缓解了其脆弱性。

总的来看，本地区国家当中捷克、波兰和斯洛伐克对于第三类“原罪”的敞口，在2010年至2017年期间上升了。就后两者而言，外国投资者持有了多数国债份额。相比之下，在匈牙利，国内融资占上风：通过引入散户投资者，政府决策者成功地迫使外国融资在国债中占据少数。然而，政府计划进一步地加强发

展：在未来的5年内，为了完全取代外国融资，希望将零售政府证券的存量翻倍（Kuti、Koroknai，2019）。

## 总结

近年来，维谢格拉德国家的国债发生了重大变化。由于低收益率环境和对该地区有利的国际评级，该地区的国债利息负担大幅减少了。尽管如此，捷克和波兰的债务对GDP的比重仅略有下降，而在斯洛伐克，在2010年至2017年间进一步上升。匈牙利的国债下降幅度最大，在2010年至2018年以10个百分点降低，但仍然是这四个国家中最高的。在匈牙利，债务对GDP的比重下降主要是政府纪律严明的财政政策推动的，而这得到了匈牙利中央银行创造的低利率环境的支持。而后者是为国际金融市场的资金提供充足的保障而成为可能。然而，债务对GDP的比重只能部分反映对潜在危机的准备程度，因为它也受到国债及其它不同因素的影响。最近几年，匈牙利也采取了措施以确保国债融资更安全。

按本论文的框架内，我们在“原罪论”基础上展示了维谢格拉德四国集团成员国的国债结构是如何演变的。外币债务，也就是说，第一“原罪”的作用在匈牙利大幅度下降，而捷克略有下降。在此基础上，相比2010年，这两个国家处于更有利的地位。然而，外币债务的作用在波兰，从而暴露于汇率风险略有增加，而在斯洛伐克，国债几乎全部以本国货币，即以欧元计价的。

据文献，第二类“原罪”是举借短期债。我们研究的平均剩余期限和平均利率变动时间这两个指标方面都发生了不利的变化。在捷克、匈牙利和波兰，国债的到期日都减少了，而斯洛伐克的国债却大幅增加了。也就是说，维谢格拉德国家在2017年底的展期风险和利率风险比2010年加大。

第三种“原罪”是对外国投资者的负债。从这个角度来看，在进行研究的8年内，只有匈牙利形势成为较有利的地位。国内多数投资者主要是以鼓励居民参与投资。然而，斯洛伐克和波兰发生了相反的表现：2010年的多数国内投资者被多数外国所有者所取代，而且非居民投资者的作用在捷克也显著增加。

总体而言，维谢格拉德国家在三种“原罪”方面表现各不相同：匈牙利和斯洛伐克在这三个当中占两方面，而捷克只有一个方面接近在危机后处于更有利的形势，同时波兰在所有三个方面都增加了风险敞口。但是，对将来可能发生的危机在多大程度上影响到该地区各国，而且国债是否能够抵制危机，仍然是一个令人关切的问题。

## 备注

<sup>1</sup> 欧洲央行在考虑外汇掉期业务条件下显示国债的构成。

<sup>2</sup> 波兰国债管理机构只有为国债设定了ATR基准（2.8年-3.8年）。在2017年，波兰国债管理机构还稍微超过了这个基准（3.84年）。

## 参考文献

- Abbas, S. Ali – Christensen, Jakob (2010): The Role of Domestic Debt Markets in Economic Growth: an Empirical Investigation for Low-Income Countries and Emerging Markets. *IMF Working Papers*, Vol. 57, No. 1, 209–255, <https://doi.org/10.1057/imfsp.2009.24>. 阿里·阿巴斯、雅各布·克里斯滕森（2010年）《国内债务市场在经济增长中发挥的作用：对低收入国家和新兴市场的实证研究》国际货币基金组织工作报告57(1): 209-255
- Angeletos, G. M. (2002): Fiscal Policy With Noncontingent Debt and the Optimal Maturity Structure. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 3, 1105–1131, <https://doi.org/10.1162/003355302760193977>. G. M.安格雷托斯（2002年）《非持续性债务的财政政策与最优贷款期限结构》《经济学季刊》117(3): 1105-1131
- Broner, Fernando – Lorenzoni, Guido – Schmukler, Sergio (2013): Why Do Emerging Economies Borrow Short Term? *Journal of the European Economic Association*, Vol. 11, No. 1, 67–100, <https://doi.org/10.1111/j.1542-4774.2012.01094.x>. 费尔南多·布朗纳、基多·劳伦佐尼、塞吉欧·施姆克莱尔（2013年）：《新兴经济体为什么举借短期债》《欧洲经济学联盟杂志》11(1): 67-100
- Claessens, Stijn – Klingebiel, Daniela – Schmukler, Sergio (2007): Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: the Role of Institutional and Macroeconomic Factors. *Review of International Economics*, Vol. 15, No. 2, 370–413, <https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2007.00682.x>. 斯丁·克拉耶森斯、达妮埃拉·克林格比尔、塞吉欧·施姆克莱尔（2007年）《国内货币和外币国债：制度和宏观经济因素的作用》《国际经济学评论》15(2): 370-413
- Eichengreen, Barry – Hausmann, Ricardo (1999): Exchange rates and financial fragility. *NBER Working Papers*, No. 7418, <https://doi.org/10.3386/w7418>. 巴里·艾肯格林、里卡多·豪斯曼（1999年）《汇率和金融脆弱型》美国国家经济研究局工作报告第7418号
- Eichengreen, Barry – Hausmann, Ricardo – Panizza, Ugo (2002): *Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption*. Conference Paper, Inter-American Development Bank. 巴里·艾肯格林、里卡多·豪斯曼、乌戈·帕尼扎（2002年）《原罪-痛苦，神秘和救赎之路》会议文件，美洲开发银行
- Greenwood, Robin – Hanson, Samuel – Stein, Jeremy C. (2015): A Comparative-Advantage Approach to Government Debt Maturity. *The Journal of Finance*, Vol. 70, No. 4, 1683–1722, <https://doi.org/10.1111/jofi.12253>. 罗宾·格林伍德、塞缪尔·汉森、杰里米C·斯坦（2015年）《国债到期的比较优势法》《财经杂志》70(4): 1683-1722
- Kicsák, Gergely (2016): Lakossági állampapírok – Stabilabb finanszírozás. Magasabb ár? *MNB Szakmai cikkek*, [www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-lakossagi-allampapirok-stabilabb-finanszirozas.pdf](http://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-lakossagi-allampapirok-stabilabb-finanszirozas.pdf). 基恰克·盖尔盖伊（2016年）《零售政府证券 – 更稳定的融资。更高的价格吗？》《匈牙利国家银行专业论文》
- Kovács Árpád (2016): Szabályalapú költségvetés: út a költségvetési stabilitáshoz. *Polgári Szemle*, 12. évf., 4–6. sz., 18–41. 科瓦奇·阿帕德（2016年）《一规则为基础的中央预算：走向财政预算的稳定》匈牙利《公民评论》杂志 12(4-6): 18-41
- Kuti Zsolt – Koroknai Péter (2019): Egyszer már sikerült – hogyan duplázható meg a lakossági állampapír-állomány? *MNB Szakmai cikkek*, [www.mnb.hu/letoltes/frissített-lap-szakmai-cikksorozat-1-miert-kell-uj-lakossagi-allampapirstrategia-leadasra.pdf](http://www.mnb.hu/letoltes/frissített-lap-szakmai-cikksorozat-1-miert-kell-uj-lakossagi-allampapirstrategia-leadasra.pdf). 库蒂·若尔特、克罗

- 克奈伊·彼得(2019年)《曾经成功了一次 – 如何加倍消费市场上的政府债券存量?》  
《匈牙利国家银行专业论文》
- Lentner, Csaba (2018): Excerpts on New Hungarian State Finances from Legal, Economic and International Aspects. *Pravni vjesnik*, Vol. 34, No. 2, 9–26, <https://doi.org/10.25234/pv/5996>. 伦特奈尔·乔巴(2018年)《从法律, 经济和国际角度看新匈牙利国家财政》克罗地亚《Pravni vjesnik》34(2): 9-26
- Missale, Alessandro – Blanchard, Olivier (1991): The Debt Burden and Debt Maturity. *NBER Working Papers*, No. 3944, <https://doi.org/10.3386/w3944>. 亚历桑德罗·米撒尔、奥利弗·布兰查德(1991年)《贷款负担和到期日》美国国家经济研究局工作报告第3944号
- Mohai Ádám (2018): Az államadósság kamatkockázatának mérésére szolgáló mutatószámok alkalmazásának tapasztalatai az ÁKK-ban – áttérés a duráció helyett ATR benchmark meghatározására. Államadósság-kezelő Központ, [www.akk.hu/uploads/DnQvqA7G.pdf](http://www.akk.hu/uploads/DnQvqA7G.pdf). 莫哈伊·亚当(2018年)《匈牙利国债管理中心在使用测量国债风险指标方面的经验 – 由ATR取代久期来确定基准》匈牙利国债管理中心
- Olivier, Jeanne (2003): Why do emerging economies borrow in foreign currency? *IMF Working Papers*, <https://doi.org/10.5089/9781451858891.001>. 珍妮·奥利维尔(2003年)《新兴经济体为什么借入外币?》国际货币基金组织工作文件
- Panizza, Ugo (2008): Domestic and External Public Debt in Developing Countries. *United Nations Conference on Trade and Development Discussion Paper*, No. 188, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1147669>. 乌戈·帕尼扎(2008年)《发展中国家国内外债务状况》联合国贸易和发展会议讨论文件, 第188号
- Reinhart, Carmen – Reinhart, Vincent – Rogoff, Kenneth (2012): Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, No. 3, 69–86, <http://dx.doi.org/10.1257/jep.26.3.69>. 卡门·莱因哈特、文森特·莱因哈特、肯尼斯·罗格夫(2012年)《公共债务负担: 自1800年以来的先进经济事件》《经济学视角》26(3): 69-86
- Stein, Jeremy (2012): Monetary Policy as Financial Stability Regulation. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 127, No. 1, 57–95, <https://doi.org/10.1093/qje/qjr054>. 杰里米·斯坦(2012年)《货币政策作为金融稳定性的规制》《经济学季刊》127(1): 57-95