



人大重阳金融研究

简报

Chongyang Financial Studies Report

第7期

2013年4月13日

中国人民大学重阳金融研究院主办

CIFS, Renmin University of China

预防隐性债务的潜在爆发危险

——“中国债务风险与应对”思想沙龙纪要

2013年4月13日，中国人民大学财政金融学院、中国人民大学重阳金融研究院和中国人民大学中国对外战略研究中心联合举办了题为“中国债务风险与应对”的第七期思想沙龙，邀请了来自国家金融监管机构、政策性银行、研究机构、内外资一线实务机构的10名官员、专家和投资者就近期被国际投行热议的“中国债务风险”问题进行了深入研讨。

与会嘉宾一致认为，从“大金融”角度来看，中国的信用规模扩张迅速，但不能简单与“债务风险”划等号。实际上中国债务的总量风险不大，但结构性风险和流动性风险很大，尤其是地方融资平台的隐性债务风险值得警惕。一方面中国应该实行债务余额管理，另一方面要避免落入“紧缩性陷阱”。与会者发言的主要内容如下：



一、“中国债务风险”受到高度关注

翟东升（中国人民大学中国对外战略研究中心秘书长）：最近国际上的媒体和投行在炒作“中国有可能成为下一个债务危机的触发地”。早在2011年曾经有一轮“做空中国”的话题，当时我们研究的结论是“做空中国对中国利大于弊”。现在时隔两年又有新的讨论，这次是针对中国债务杠杆率问题，包括杠杆率绝对值，说最近两年中国的杠杆率上升速度太快，具有潜在不可持续性。

王元龙（国际金融论坛副秘书长）：中国债务规模重要的研究我找到六项，第一，国家审计署认为中央政府债务率是25.8%，这是现在看来最低的数据，但只是说中央政府，没有加其他的。第二，国务院发展研究中心魏加宁认为中央和地方债务总额是24万亿元，相当于GDP的59%。第三，民生证券的李衡和管清友的报告做得很详细，他们认为2010年广义政府债务率是63.1%。第四，摩根斯坦利认为从2008年开始中国的债务就超过GDP总量的200%。第五，野村证券的张智威近期报告认为是207%。第六，中国社科院的刘煜辉认为2012年底是221%。总的来说，国外经济学家特别是国外投行、外金融机构普遍把中国的债务说得很高，耸人听闻；国内的研究机构靠谱一些；至于媒体、财经评论员就太不专业了，根本没有办法以他们的说法为依据。

李衡（民生证券研究院宏观分析师）：中国债务风险的权威测算结果有三个：第一个是2010年美国西北大学史宗翰教授根据国开行向各省级政府的授信协议测算2010年和2011年政府的债务规模，提出中国政府2009年债务率为71.3%，如果授信全部转化为贷款，到2011年政府的负债规模可能会提高到96%，总量达到24万亿元。而国家审计署的2011年实际数据是10.7万亿元，远远低于他的数据。因为到2010年6月份开始清理地方融资平台时，大部分授信并没有转化为政府的债务。第二个是中国社科院李扬副院长计算出的，他认为2010年中国政府债务率是181.2%。这个数字不仅包含国债和地方融资平台债务，也包括国有企业的资产负债，即央企和地方国有企业的债务。第三个是国务院发展研究中心余斌测算的中央政府债务和地方省市县债务，包括城投债、平台贷款、信托，以及地方养老金隐性负债，其中地方养老金隐性规模说不清楚，有可能会成为未来债务的风险爆发点。余斌的结论是，到2010年中国政府的债务率达到59.2%。但是余斌的研究没有包括四大行的不良贷款、政府性的债务、政策性银行的债务比如农发行、国开行。而我们民生证券的研究结



论是2010年中国政府（中央政府+地方政府）整个债务率（广义政府债务率）是63%，这个水平不算太高。

曲凤杰（国家发改委对外经济研究所博士）：如果算整体的债务规模，用“大金融”概念来算的话，债务信用规模很大，但那不等于是风险。外债方面，从最新的数字看的话，中国的外债所有指标包括负债率、偿债率等都远远低于国际安全警戒线。外债管理方面，我国对举借中长期外债进行审批，对短期外债实行余额管理，外债风险是可控的。政府债务方面，国债2012年末是7.76万亿，除以GDP，数字是15%，就是国债负债率远远低于国际警戒线。采取谨慎的方法把地方政府需要偿还和负有担保责任的债务都算在内，政府负债率应该在50%左右。政府债务风险主要在于通过地方融资平台的设计，地方政府实际上间接向银行借钱，地方政府依赖融资平台融资“经营城市”，融资规模越大离公共财政越远。一旦经济减速，地方政府“经营”行为可能面临损失，那个时候会产生连锁反应。

王戈（高盛中国固定收益业务负责人）：国外较少看资产负债率这个指标，没有国内的监管审批这个制度，但十分重视企业和地方政府的还款能力，重视模型测算，根据关键指标如利息覆盖倍数等设置关键性的条款，比如当EBIDA达到某一临界点时即不允许新增债务或强制赎回。同时，交叉违约也是非常重要的关注点。

二、如何评估债务总量风险

邹平座（中国人民银行研究局首席研究员）：中国政府的资产应该说是非常大的，中国土地、自然资源都属于政府，大部分没被算进“资产”，该用什么报表核算中国的资产负债？有人认为中国的 M_2 已达100万亿元人民币是严重超发，这其实是个伪命题，西方考察货币供应量的时候是看 M_3 的。从 M_3 层次看，包括债券、股票市值和一些证券化产品，美国达到将近500万亿人民币，日本300多万亿人民币，中国 M_3 大概170万亿左右，所以我们不是货币供应量多了，而是我们的货币结构是个倒三角形， M_2 很大， M_3 比较小， M_4 更小。 M_4 是准货币，包括资源。再下面就是实体经济。中国的金融结构流动性像把刀插在实体经济上，倒三角形，极不稳定，这是造成我们金融资源效率低下的根本原因。

王大树（北京大学经济学院教授）：我国的债务问题不在于规模，而在于混乱，关键



是地方政府很多做法不规范，10万亿元债务是财政部认帐的，还有很多不认帐的、不经过地方融资平台弄的，有的越到基层越混乱。隐性的债务是最要命的问题。隐性的债务有一个好处是可以赖帐，不好处是规模不清楚。中央的债务清清楚楚，有债务风险的是地方政府，地方政府真正认帐的不多，其他隐性的东西说不清，是有风险的。

彭俊明（君范投资有限公司董事长）：内债上，地方融资平台分为三个：一是完全公益性的，二是有一定的自我收益的，三是完全可以自我盈利的。很多地方融资平台实际是第三类，负债被地方政府给“雪藏”起来了，这是隐性的地方债务。国内还有一个隐性的债务是社保，将来我国老龄化到一定程度的时候，政府必然要承担。外债上，中国没有任何问题，内债上，谁也统计不出来，除非把刚才说的第三类算出来之后再把隐性的社保这块加进去才能真正反映出来。企业债方面，我了解到很多国企低息从银行贷款，再高息到社会上放高利贷，这要引起重视。民营企业的高利贷现在统计不出来，最怕的是隐性债务人们不知道其规模，但某天却会突然爆发。目前最令人担心的还是地方债和国有企业隐性债务传导的问题。

曲凤杰：总体看，中国债务风险其实都在债务本身之外。财政风险角度看，巨额的或然负债是潜在风险，而财政风险可能不会转化为现实，但政府通过融资平台满足投资冲动、城市大拆大建、产业园区盲目扩张的行为却是造成我国产能过剩矛盾加剧和土地等资源严重浪费的重要根源。从中国经济可持续发展角度，这种财政的结构性风险还是很大的。金融风险角度，中国的金融体系不完善，金融深化不够，发展空间很大，如果风险控制得很好，以现在的杠杆率和金融和企业部门的信用规模看风险不大。问题也在于结构，信贷更多地投向国有企业、很多投向了产能过剩领域，这里蕴藏着潜在的风险。至于外债，值得担心的不是债务风险，而是债权风险。分析我国国际投资寸头表，购买国外低收益的债券占我们整个对外债权70%，对外直接投资占比很低；美国正好相反，美国对外资产主要是高收益的股权投资，负债是低成本的债券。从投资净收益看，美国是有收益的债务国，我国是没有收益的债权国。不仅没有获得收益，国际收支的失衡给我国宏观调控带来很大压力，也是产生内部失衡包括投资消费失衡和产业结构失衡的重要原因。

王文（中国人民大学重阳金融研究院执行副院长）：陈雨露校长写的《大金融论纲》认为一个国家的金融体系竞争力取决于三点：一是稳定性，二是效率，三是危机处理能力。从这个角度来讲，我国的金融竞争力还可以，相对稳定。



马赢（中国人民大学财政金融学院博士后）：从地方政府融资平台的视角来看，值得关注的问题可能不仅仅在于债务的总量，一个可能是透明度的问题，部分项目融资可能通过例如BT（建设-移交）等形式、途径发生而并未直接进入视野；另一个是结构与质量的问题，比如说抵押物的具体性质，再比如说过去几年采用的城市滚动开发与经营的模式在目前调控、转型的背景下还能有多大的生命力。

李衡：风险不在于债务规模有多大，关键在于债务发展的趋势。政府债务有三块增长较快：铁道债、政策性银行负债、地方政府负债。政策性银行债务的增长速度为25%到30%。铁道债从2009年开始“大跃进”，2011年动车事故之后债务扩展速度下降。地方政府债务增长速度非常快，从90年代末期到现在，地方政府债务每年基本增长30%，扣除2009年四万亿的影响，每年增速为29%。

三、结构风险和流动性风险很大

贾庭仁（国家开发银行专家委员会常委）：从去年到现在看地方融资平台贷款，银行资产增加比较多的是中小企业，私人贷款倒没有增加；平台贷款和房地产贷款风险较大，反而银行的资产质量还不错。隐藏的问题是体制问题和不透明。结构风险方面，中央政府的债务比较清楚，而地方债务却是笔糊涂债，究其原因在于信息不透明、口径不一致、数据不连续。中央政府和地方政府的财权、事权不一致，界定政府债务的界限不清晰，这两个原因导致了地方政府急功近利、不受约束。同时，不透明的财税制度增加了官员的投资冲动风险。政府换届导致规划资金浪费的情况表明非财务因素的风险也是存在的。

唐毅亭（北京乐瑞资产管理有限公司董事长）：虽然现在中国整体负债比例不高，但因为增量非常快，导致潜在的风险比较大。“影子银行”定义太杂，可能用“银行表外业务”合适一点。我们国家传统的融资格局是商业银行存款在负债方，贷款在资产方。这三四年以来发展起庞大的理财、信托体系，负债方各种各样的理财、信托产品，资产方是各种各样的项目和权益。现在存量规模并不是太大，但增量非常可观，几乎和贷款是平起平坐的。贷款相对清楚，拨备率、不良率，拨备指标，商业银行资本充足率都会缓和风险，但影子银行对实体经济构成负债，对经营它的金融企业构成了一种资产负债表，因为有强制兑付、刚性兑付的要求，所以虽然叫理财产品，其实相当于负债，这个负债实际



没有任何资本做弥补。

王大树：我认为中国现在的地方政府债务问题的主要原因或制度性原因，是中央和地方政府财权和事权不对称，我感觉中国债务问题没有近忧但有远虑。近忧基本没有，即使有流动性风险，融资平台可以展期，是很容易解决的问题。其实我们有很多办法可以解决这个问题，比如调整分税比例。我认为分税体制必须要调整，营改增之后地方政府又叫苦起来，营业税少了，部分已经改成增值税了。原来分税制定的比例严重不合理，通过债务可以看出。国外地方有主体税种，个人所得税和企业所得税，最主要的是房地产税，我们地方政府没有什么税。分税制，好收的税都中央拿去了，难收的税给地方政府留下了。

王元龙：中国的债务问题，我认为主要有两点。首先，中国债务规模的增速和实际数量增速过快，规模过大，特别是近几年债务扩张非常迅速，必须引起关注；其次高杠杆率必然会造成金融体系的脆弱和它的潜在风险，因此一定要认真关注这个问题，并想办法解决。同时，我认为大问题不在于中央债务，而在于地方债务。中国地方债务的风险主要表现为不规范、不透明，特别是地方政府存在许多造假行为，导致隐性风险很大。而且，在与十多家香港金融机构接触后，我发现，他们认为最大的风险，是银行不良贷款的风险，其次是影子银行的风险，最后才是债务风险。可见，债务风险不是孤立的债务风险或地方债务风险，而是银行因素最终造成地方债务风险。

翟东升：中国潜在的债务规模有多大，我认为可以从三个方面去看：一是体制改革，包括事业单位的体制改革；二是搞新型城镇化，这个过程中会有很多的债务；三是人口老化加速。把三块加在一起，我认为债务要比我们表面上看到的数字要大。

王戈：对于交叉违约情况缺少关注是导致中国债务不断膨胀的原因之一，单笔债务对于资产负债表可能不是很大的融资，但结合其他所有债务条款结合起来看可能远远超过其负债能力。国外看这个问题从两方面，一是债务总量，二是相互债务勾际之间引发流动性风险可能使企业丧失偿债能力。未来对于资本市场产生更大冲击或更快冲击的很可能是流动性的风险、结构性风险。还有一种风险是未知恐惧的风险，因为某些原因，现在真正债务兑付的风险都没有表现出来，如果将来出现部分债务兑付不了，有可能会引发市场瞬间的崩溃，就像刚学骑车知道会摔倒，但不知道究竟什么时候摔倒，未知的恐惧也是一个很大的风险。



四、应对建议

王元龙：总体上看，中国债务没有近忧，但有远虑，其对策主要有四：（1）深化改革，转变经济发展方式——这是最核心的；（2）缩小债务风险，防范危机爆发，确保中国经济持续健康地发展；（3）对债务风险要统筹防范，比如财政、税收，不能头痛医头，脚痛医脚；（4）政策取向，具体而言就是：堵后门，整顿地方和其他债务混乱状况；修围墙，治理并且落实各种法规规范运作提高透明度；开前门，比如市政债券，赋予地方政府在合理、有监督之下的举债，规范透明的举债方式来逐步替换、置换地方融资平台和一系列隐性债务。

贾庭仁：第一，重视债务风险。杠杆经营具有普遍性，特别是高杠杆造成市场风险、财务风险双重叠加。尤其在经济放缓的情况下，潮降下来会出现问题。建议在发展中解决风险问题，以免导致更大的风险。第二，银行要解决问题，要关注资产质量，关注那些没有露出的风险。现在对铁路系统要对它的债务进行梳理，根据建设总体规模，未来还要继续建，还要加大投资，把债务结构和债务期限调整一下，当一个公司完全不公开现金的时候你根本不知道他的风险在哪儿。公共产品堵不如疏，通过透明公开高效操作就可以避免风险。第三，财务风险如果出现问题将来会先从金融风险上爆发，现在的企业融资主要还是以间接融资为主，间接融资的主体是银行，而且金融系统出现问题具有突发性和系统性，影响广泛。

彭俊明：债务风险不是太大，财政部结算前财长下放给地方债20万亿，我们再加10万亿是30万亿，光一项就能把流动性覆盖。房产税如果按国际通行的收1%，每年就是1万亿，这1万亿就可以覆盖每年30万亿相当可观的利息。对策上讲肯定是“开源节流”。从清偿力上讲，中国政府是世界上最有钱的政府，只要不被个人列入私有财产的都是国有的，短期以及未来都不太可能出现清偿率不够的风险，顶多流动性不够。我们仰仗着税和开源节流、外汇储备，流动性问题基本可以应付。

王戈：监管机关应该有联席协调机制，更好地对各种债务进行统计、监测和监管，保证债务发行处于健康有序的状态。同时，应该建立科学的监管观念、体系，用科学的模型、体系对债务的规模、评级、利率进行评估，使投资者有据可依，这可以科学有效地防范风险。



马赢：从观念上看，不再盲目追求高增长，为地方减轻增长冲动的压力；从制度上说，建立较科学的政绩评价体系，同时提高融资决策失误的成本，尽量避免出现类似“委托-代理”现象，抑制地方激进的债务融资冲动；通过开征房产税等方式改革财税体系是可行的模式。

李衡：理想的解决方法是实现债务余额的管理，即将铁道债、政策性负债和地方政府负债这三大块增长水平降下来。如果能够将地方债务降到15%左右（包含5个百分点的利息支出，因为每年铁道债和国债的融资成本在5%左右），名义GDP增长率降到10%左右。扣除利息支出之后，政府债务的增长水平能够降到和名义GDP同步，这就意味着“国进民退”回归到“国进和民进同步”，那么中国的债务扩张是可持续的。

翟东升：我们现在的确存在着总量、结构、趋势上的债务问题，但更重要的风险，我们要防止矫枉过正，陷入紧缩风险。尽管我们认为我们财政问题趋势上存在去杠杆化，但要在发展中解决问题，而不是生生切下去。在我们未来管理债务风险过程中，尤其当市场出现崩塌（这未来几年也许存在），这时候尤其要注意把货币政策和财政措施对接起来。

邹平座：中国未来的发展还有六大红利：一是制度红利，包括城镇化改革、市场化改革、对外扩大开放，制度改革还会创造巨大的红利。二是劳动力红利，中国的劳动力红利没有释放完，数千万人没有放在能够发挥能力的位置上，我们的劳动力矛盾是结构性矛盾。三是科技红利，要通过科技拉动新一轮的增长，同时解决中等收入陷阱问题。四是资源红利，还有大量的未释放资源潜力。五是国际化红利，中国人要“走出去”，劳动力和各种要素要在全球优化配置，如果路线正确的话，人民币将会是世界主要货币，有可能会超过美元。六是生态红利。这六大红利管理好的话就能支持中国十年、二十年的增长，管理不好的话可能出现危机。如果我们不能有效地压缩不合理的需求，实体经济垮掉的话，中国会发生东南亚式的危机，所以我们要避免“紧缩性陷阱”。