

基于政府债务危机触发机制 分析中日政府债务情况

傅建源

(广东邮电职业技术学院经济管理系 广州 510630)

【摘要】 本文从20世纪90年代历次政府债务危机出发,设计了政府债务危机分析框架和债务危机四大触发机制,进而依次从财政收支、债务负担、经济发展状况和市场行为特征四个维度分析中国和日本的政府债务情况。分析结果表明,日本政府债务规模难以持续,其债务偿还存在诸多风险,相比之下,中国政府债务总体上仍处于安全区域,风险主要来源于宏观经济增速放缓和个别地方政府债务过重。

【关键词】 政府债务风险 财政收入 财政支出 政府债务危机 GDP

一、引言

政府债务是指政府及政府所属机构凭借其信誉以债务人身份所借入的债务。政府债务危机就是政府对所欠债务偿还的拖欠现象,只要政府不能如期、如数偿付所欠债务的本金或利息,即为出现债务危机。20世纪80年代至今的30余年间,全球已爆发了三次规模巨大的政府债务危机:1980年的拉美债务危机、1998年的俄罗斯债务危机以及2009年开始的欧洲主权债务危机。这三次政府债务危机均对债务国乃至全球经济造成巨大负面影响。

目前世界经济实力排名分居第二、第三的中国和日本,政府债务状况也令人极为担忧。其中,我国中央及地方政府债务规模约为20万亿,但若加上其他隐性债务,则接近40万亿元,约占2012年GDP的77%;而日本政府债务规模在2012年末占其GDP的比重为214.3%。而且两国政府的债务都主要以内债为主,外债较少。中国和日本离债务危机到底还有多远?应从哪些角度去考量?本文将从多次债务危机历史中总结出政府债务危机的分析框架及触发机制,并用该分析框架结合相关实证数据给出答案。

二、债务危机分析框架与触发机制

债务国政府可供偿债的流动资金若无法覆盖到期的债务支出项,就会导致债务被迫违约或债务被迫重组,这是政府债务危机爆发的根本原因。

(一) 债务危机分析框架

根据上文对债务危机触发的定义,我们将政府看作一个经济主体,建立政府债务危机触发条件方程式,并依据方程分析政府偿债能力的影响因素以及常见的危机触发机制。假设某一个时点 t 上,政府资产负债表中可供偿债的流动资产为 LA_t ,所需偿还的到期债务为 MD_t ,则债

务危机爆发的条件为:

$$LA_t - MD_t < 0 \quad (1)$$

其中: LA_t 包括两大项目:一是财政存款 FD_t ,二是属于政府的其他流动性较高的资产 OLA_t ,如公司股权、他国国债等。

$$LA_t = FD_t + OLA_t \quad (2)$$

而 FD_t 等于上期财政存款余额 FD_{t-1} 加上当期非债务性财政收入 $NDFI_t$ 以及政府债务性收入(通过政府举债获得的资金) DFI_t ,减去当期政府非债务性财政支出 $NDFE_t$,亦即:

$$FD_t = FD_{t-1} + NDFI_t + DFI_t - NDFE_t \quad (3)$$

故式(2)可变为:

$$LA_t = FD_{t-1} + NDFI_t + DFI_t - NDFE_t + OLA_t \quad (4)$$

由式(4)可知, LA_t 代表了政府当期的债务偿付能力,该变量取决于政府的上期资金存余、当期财政收支、举债能力以及掌控的其他流动资产。其中,上期资金存余 FD_{t-1} 与政府长期执行的财政收支政策密切相关,一般而言,保守财政政策会改善该变量数值,而持续的赤字政策则会使该数值恶化。

当期非债务性财政收入 $NDFI_t$ 包括税收性收入、费用性收入和国有企业利润缴款收入,这三项收入大小主要与该国税种范围、税率水平、经济发展状况、政府主导项目的经济效益、国有企业发展状况等因素呈正相关。

当期债务性财政收入 DFI_t 取决于政府的融资意愿和融资成本。若政府融资意愿持续很强,而市场又没太多融资成本或制度约束的话,就容易纵容政府过度负债,将自己拖入债务困境。而市场流动性越充裕,或者市场给予的信用等级越高,政府融资成本就越低,反之亦反。以上信

息均会通过政府债务利率水平反映出来。

当期非债务财政支出 NDFE_t 与政府的支出决策有关,若实施积极财政政策或高社会福利政策,则会加大该值。当期其他流动资产 OLA_t 除了要考虑资产市值之外,还需考虑资产的变现能力、变现成本,在分析时对此变量的核算应遵循会计保守原则。

式(1)中的当期到期债务 MD_t 可分为到期的内债 MID_t 和到期的外债 MED_t, 亦即:

$$MD_t = MID_t + MED_t \quad (5)$$

到期债务的高低取决于政府总体债务规模以及债务结构,其中,债务结构包括内外债结构与期限结构。此外,到期外债的偿还成本还涉及本币的汇率风险,如果经济形势、外贸数据良好,国际资金持续流入,政府外汇储备充足,则容易保持本币汇率稳定,甚至升值,从而降低外债偿还成本,反之则容易迫使本币贬值,让外债偿还成本上升。

结合式(4)、式(5),可将式(1)变形为:

$$FD_{t-1} + NDFI_t - NDFE_t + DFI_t + OLA_t < MID_t + MED_t \quad (6)$$

出于数据获取便利的原因,我们暂且将 FD_{t-1} 和 OLA_t 忽略不计,故式(6)可简化为:

$$(NDFI_t - NDFE_t) + DFI_t < MID_t + MED_t \quad (7)$$

式(7)是本文分析债务危机的框架,由此不等式可知,政府债务本息的偿还资金主要来自两方面:第一是非债务性财政收支的差额,第二是债务性财政收入。我们可将政府债务危机触发机制描述为:导致不等式(7)成立的经济反应链条。

(二) 债务危机的四种触发机制

1. 低效财政支出行为的债务触发机制。政府开支的增加通常会对财政收入 NDFI_t 造成正向拉动影响:因为政府支出项目会拉动国民经济发展,或增加政府可收费项目。但财政收支状况能否因此改善则取决于财政支出换取财政收入的效率:增加单位财政支出能否换取财政收入对等或更大幅度的增加,即 $\frac{NDFI_t - NDFI_{t-1}}{NDFE_t - NDFE_{t-1}} \geq 1$, 如果不能,则该财政支出政策必然使财政赤字不断扩大,从而削弱政府的偿债能力,成为政府债务危机的一大诱因。

2. 非理性举债决策的危机触发机制。非理性举债决策主要表现为两种:一是前期无法抑制举债冲动,过度举债,当发现 MID_t + MED_t 大于 NDFI_t - NDFE_t 时,为了避免违约,政府常会选择举新债还旧债,即通过增加 DFI_t 来填平资金缺口,但此做法会导致债务规模继续扩大,后续偿债压力进一步上升,若政府持续用这种方式偿还旧债,则会陷入“借新还旧——还款压力加大——进一步借新还旧”的恶性循环圈,直到无法继续融资;二是片面考虑短

期债务较长期债务容易获取而且成本较低,从而过分加大短期债务比例,如果短期债务集中到期时让政府资金链断裂,就会引发债务危机。

3. 债务国经济衰退的危机触发机制。债务国经济的健康平稳发展是其政府收入来源的根本保障。纵观各次债务危机,无不存在经济衰退的身影。经济衰退会引发一系列经济反应:首先,政府的财政收入 NDFI_t 则会减少,为了刺激经济,政府还经常会加大财政支出,让非债务性财政赤字进一步扩大,政府的偿债能力被进一步削弱;其次,若政府积极财政政策无力改变经济衰退,则容易引发市场负面预期及行为,该机制将在下文详细探讨。

4. 市场负面冲击的危机触发机制。一旦市场产生负面预期,相关机构就会迅速做出反应:首先,降低债务国政府债务的信用等级,提高对债务国政府的借贷利率,甚至停止对政府新增贷款资金,这会令式(6)的 DFI_t 难以获取;其次,看空债务国货币,国际资金开始撤离,本币贬值会让政府外债成本更重。

从历次债务危机的经验来看,以上触发机制都不是孤立存在,而经常是共同存在,并相互作用、相互加强的。

三、中日两国政府债务情况分析

要分析政府是否会陷入债务危机,就必须关注债务危机各种触发机制中的关键变量。其中,上文所述机制一对应关键变量为政府财政收支情况,机制二对应关键变量为政府债务负担指标,机制三对应关键变量为债务国经济状况指标,机制四对应关键变量为债务信用等级、债务利率水平,若政府外债比例大,则还需关注国际资金流动。下面我们将从这四组关键变量分析中国和日本的政府债务情况。

(一) 两国财政收支情况分析

1. 日本政府收支情况分析。日本政府 1990~2012 年的财政收支变化如下图所示(数据根据日本政府财务省网站公布的财政收支数据调整而得,下同)。

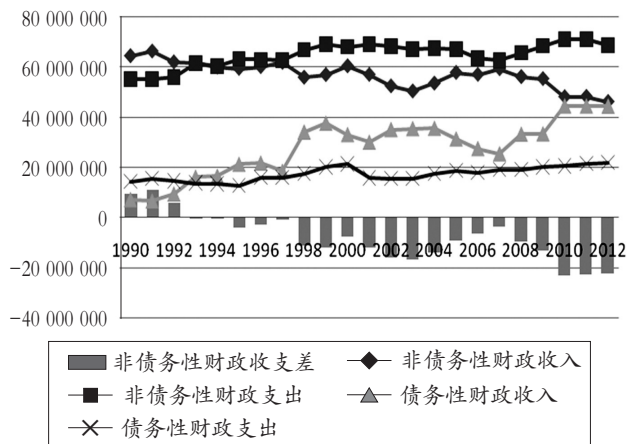


图 1 日本政府财政收支变化

财政收入对债务收入的依赖度 = 债务性财政收入 ÷ (债务性财政收入 + 非债务性财政收入) × 100%

自1990年日本楼市衰退以来,为刺激本国经济,日本政府出台多轮刺激政策。如图可见,日本非债务性财政支出长期维持在60万亿至70万亿日元,经历了两次上升期,分别是1990~1999年和2007~2010年。2012年该项支出达到68.4万亿日元,相对于1990年55万亿日元的支出水平,涨幅为24.4%。但是,政府非债务性财政收入却长期处于下降趋势,从1990年的64.3万亿日元下降至2012年的46万亿日元,跌幅高达28.5%。两组数据一升一降背后,日本政府财政收支困境不言而喻。这一点从非债务性财政收支差变化也可看出:该数值1993年后就持续为负,且负值不断扩大,到2012年,该数值为-22.3万亿日元。

根据计算公式 $\frac{NDFI_t - NDFI_{t-1}}{NDFE_t - NDFE_{t-1}}$,可算出日本政府

的非债务性财政支出效率并将其描绘成图,如图2所示,日本政府非债务性支出的效率数值在过去23年间只有5次超过1。非债务性财政支出的低效迫使政府加大对债务收入的依赖,财政收入对债务收入的依赖度如图2所示,该数值呈上升趋势,2012年该数值达到49%,亦即接近一半的财政收入依靠政府发债获得。

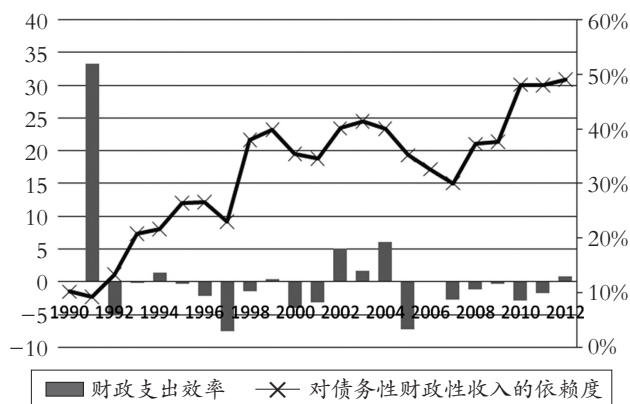


图2 日本财政支出效率及
财政收入对债务性财政收入的依赖度

由以上分析可见,日本政府自身创收能力持续低迷,不断扩大的非债务性财政赤字主要靠举债融资填补。

2. 中国政府收支情况分析。中国政府从1990年至2012年的财政收支变化如图3所示。

由图3可知中国非债务性财政收支从1990年以来均持续单边上升态势,而且在2003年之后上升速度开始提升。非债务性财政收支的差额被控制得较好,一般在零轴附近,2008年美国金融海啸及2009年欧债危机之后,该数值才呈负向增大现象,2012年差额为-6 063.7亿人民币。政府债务性财政收入也从2009年开始明显增大,2010年达到峰值1.78万亿人民币,在2011年、2012年出现回落。

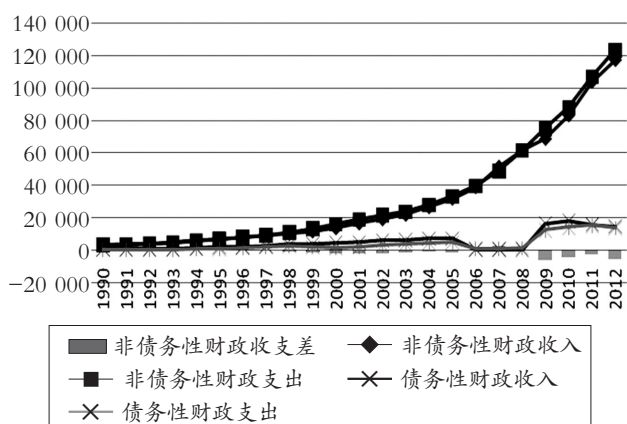


图3 中国政府财政收支变化

注:原始数据来自国家统计局统计年鉴及国家财政部年度决算报表,其中2006~2008年政府债务性收入数据缺失,下同。

由图4可见,中国政府的非债务性支出效率比日本较高,23年内有8次数值高于1,一般保持在0.8左右,且未出现日本的负值效率现象。这也解释了中国财政收支差控制较好的原因。较小的赤字规模对应的是财政收入对债务性财政收入的依赖度也较低,除去三个空缺数据,依赖度在10%到25%之间,最高峰出现在1998年,达到25.1%,近期峰值为2009年的19.2%,2012年该数值为11.02%,表明政府非债务性资金来源充足。

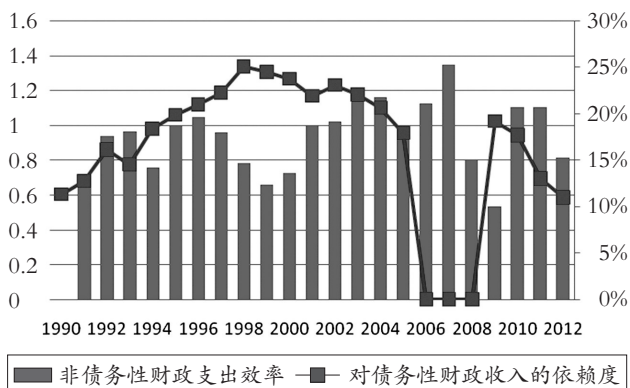


图4 中国财政支出效率及
财政收入对债务性财政收入的依赖度

由上分析可知,由于中国政府的非债务性财政收入保持增长,财政支出效率较高且稳定,财政收支差额较小,政府财政收入对债务性财政收入的依赖度就较低。

(二) 两国债务负担分析

1. 日本政府债务负担分析。日本政府同期债务偿付金额从2001年起就稳步攀升,到2012年,该金额达21.9万亿日元。在非债务性财政收支不敷出的背景下,日本政府只能靠不断“借新还旧”以维持资金不断裂,因此举债规模也相应持续攀升——日本政府年债务性财政收入从1990年的7.3万亿日元劲升至2012年的44.2万亿日元,

升幅为505.5%。

根据日本财政部公布的数据,从1996年起,日本政府债务规模占GDP的比重不断上升,2012年已达214.3%,远高于已深陷债务危机的意大利和希腊(2012年,意大利的该数值为127%)。

由于债务偿还资金主要来自财政收入,所以要观察政府偿债资金压力,应该计算债务性支出占财政总收入的比重。由图5可见,该比重在1995年达到谷底15.91%,随后逐渐上涨至2000年的22.97%,新一轮数值上升始于2003年,到2012年该比重创出新高,达到24.29%,这个趋势反映了政府偿债压力的不断增加,并且参照国际惯例,该比例应控制在20%以内,可见日本政府偿债资金压力偏重。

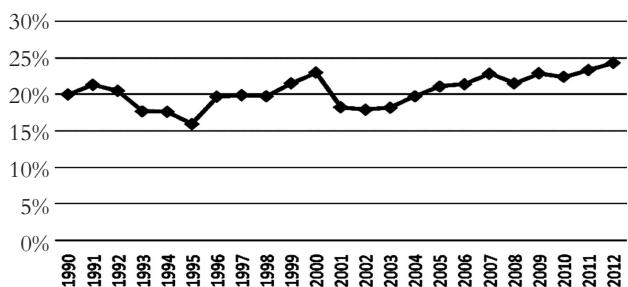


图5 日本政府债务偿还资金压力分析

2. 中国政府债务负担分析。中国政府债务规模目前并没有具有连续性的年度公开数据,国家统计局及财政部只公布了2005~2012年中央财政债务年度余额,但对地方政府债务余额提之甚少。国家审计署2011年对地方政府债务规模进行过全面审计,审计范围包括政府负有偿还责任的债务、有担保责任的或有负债,以及有救助责任其他相关负债。数据显示,截至2010年底,全国地方政府债务余额10.72万亿元。2012年至2013年,审计署又对36个地方政府本级政府债务进行审计,发现截止2012年底,债务规模较2010年上升12.94%。

在全面审计结果出来之前,我们只能依据已知的相关统计数据推测。假设全国地方政府债务也是按该速度增长,那么2012年底,全国地方政府债务规模约为12.1万亿。加上中央政府债务7.76万亿,原铁道部债务2.79万亿,政策性金融债8.4万亿,中国政府截止2012年底的债务规模约为31.05万亿。

2012年中国GDP总量为51.93亿元,政府负债占GDP比重为59.8%,相较于美国、英国、德国、加拿大等发达国家的同期数据(美国102.2%,英国99.9%,德国86.4%,加拿大85.8%),该比率并不算高,但也接近国际60%的警戒线。根据统计局及财政部公布的年度政府还本付息数据,可计算出政府年度还本付息资金支出项占财政收入的比例,如图6所示,该比例在过去13年间并未超过20%,2012年该数值为10.4%,偿债压力在安全范围内。

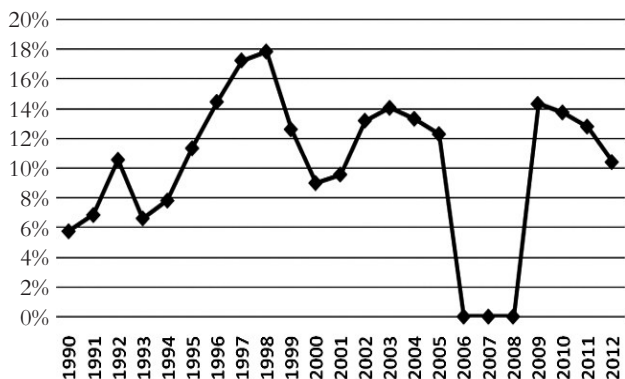


图6 中国政府债务偿还资金压力分析

(三)中日两国经济发展状况分析

从日本统计局可获得1994~2011年现值法计算下的日本年度GDP数据,利用Eviews6.0将该时间序列与日本同时期的非债务性财政收支以及收支差数据进行相关度分析可见,1994~2011年,日本GDP数值与非债务性财政收入的相关系数为0.70,与非债务性财政支出的相关系数为-0.57,与非债务性财政收支差的相关系数为0.69。

从我国统计局获取1994~2011年的相同数据,用相同方法分析可知,中国GDP数值与非债务性财政收入的相关系数为0.99,与非债务性财政支出的相关系数为0.99,与非债务性财政收支差的相关系数为-0.39。

两国过去18年经济数据表明,国家非债务性财政收入与GDP增长紧密正向相关,财政收入增长依赖于GDP增长。日本的GDP与非债务性财政支出有负向影响作用,说明政府财政支出遵循逆向调控原则——经济增长放缓,则国家财政支出加大,反之则减少。而中国此项相关系数为正,或许说明了中国政府财政支出对GDP的正向推动作用巨大。因此两个国家的这项指标数值不同,其实是反映了两国政府经济调控思路的不同。也正因为如此,在日本,GDP增长会带来非债务性财政收支差额的明显改善,而在中国,收支差额还会伴随GDP的增长而恶化。

从以上分析可知,若要提升政府偿债能力,国家GDP则应当保持正向增长,同时要改变依赖政府财政支出推动经济发展的模式,否则政府的偿债能力会伴随经济增长而恶化。

近期日本采取宽松货币政策和弱势日元政策,刺激国内居民加杠杆增加需求,帮助日本企业改善出口环境,这两项政策收到实效。2012年日本GDP一改下降趋势,较上年增长1.9%,2013年以来各项经济指标持续改善:6月份Markit制造业PMI较5月继续上升,继续创下2011年2月的新高。同时,5月工业产值、零售销售环比增速也较4月扩张,5月CPI也止住下跌趋势。各种迹象表明日本经济已呈现良好复苏态势。但从长期来看,日本经济还面临国内劳动人口减少及全球经济放缓下贸易保护主义抬

头的不利因素。由此可见,日本政府偿债能力改善及债务规模下降还言之尚早。

由于欧美等发达国家金融危机之后需求减少、贸易主义抬头,加上国内地方政府债务繁重,多项行业产能过剩等原因,中国经济正面临政府、企业去杠杆,经济结构调整、减速的挑战。GDP季度增速从2010年第一季度的12.1%持续下降至2013年第二季度的7.6%,PPI指数从2012年3月份以来持续同比负增长,制造业PMI指数从2010年之后则逐渐回落,目前在50荣枯线附近徘徊。这些数据均表明中国经济发展存在越来越大的不确定性,政府偿债能力有恶化风险。

(四)政府债的投资者市场行为分析

1. 日本投资者行为分析。得益于日本通货紧缩及央行宽松货币政策,日本利率水平自上世纪70年代以来持续下降,2013年央行利率更是维持在0%~0.1%的超低水平,2013年6月,日本十年期国债利率为0.823%。低利率环境对于日本政府低息举债、降低偿债成本而言功不可没。但是,为什么日本政府债务收益率极低却仍能获得市场资金支持呢?主要有三方面原因:一是日本经济持续低迷,物价持续通缩,而且国内劳动人口增长率不断下降,这让国内个人和企业投资者难以找到更好的投资项目,而且日本投资者有强烈的本土投资偏好,因此他们为政府赤字大量融资,所以目前日本政府债务90%为内债;二是日本央行通过购买国债资产量化宽松货币政策,推动国债需求,据日本央行2012年3季度报告,央行持有本土国债104.9万亿日元,占此类债券总规模的11.1%;三是市场保持相信政府对经济和财政状况的调控能力。

但是,日本政府债务扩张以及低息举债也面临严峻挑战:①随着日本经济的复苏,物价指数开始止跌反升,一旦通货膨胀率上升,日本市场利率也会随之上升,一旦如此,投资者将推迟债券购买,政府融资成本将上抬;②随着经济前景被看好,日本股市在2013年开始上扬,市场风险偏好增强,对政府债务的投资热情降低;③日本央行目前持有国债数量巨大,已超过其自设的资产规模上限,未来增持的空间将受政治舆论压力限制;④从2011年开始,穆迪、标普等评级公司开始纷纷下调日本主权债务信用评级,市场对政府偿债前景愈发担忧。不少资金开始减持日本国债。

2. 中国投资者行为分析。中国政府债务的投资者主要是国内银行、信用社、信托投资公司、基金公司等,其次是个投资者。由于中央财政数据较为健康,因此国债及中央政府债务受市场肯定度高,目前中国国债利率维持在3%~4.5%之间。

地方政府债务若采取债券形式,则市场给予的利率区间与国债利率相同,若采取银行借贷的形式,其利率水

平与同档期银行贷款利率相近:6%~8%之间,可见地方政府债务的认购资金稳定而充足。原因有两方面:①地方政府对银行、信用社、信托投资公司等借贷决策具有很强的隐性影响力,较容易获得资金。②市场坚信中央政府对地方政府债务存在隐性担保,将其视为国债替代品。

但中国政府债务投资者并非高枕无忧。2013年国家审计署的地方债务审计报告指出:①部分地方债务率或偿债率超过警戒线:36个地方政府本级中,10个地区的债务率超过100%,最高的达188.95%,如加上政府负有担保责任的债务,有16个地区债务率超过100%,债务率最高的达219.57%。有14个地区的偿债率超过20%,最高的达60.15%。如加上政府负有担保责任的债务,有20个地区偿债率超过20%,最高的达67.69%。②部分地方以土地出让收入为偿债来源的债务余额增长,但随着经济景气度下降,房地产调控政策效应显现,地方的土地出让收入增幅下降,偿债压力加大。③债务用于地方高速公路及二级公路的规模增长较快,但此类项目盈利性受经济增速放缓、货车流量下降等因素的影响而下降。④地方政府融资平台公司偿债能力堪忧。2012年底,36个地方政府本级的223家融资平台公司中,有68家资产负债率超过70%;有151家当年收入不足以偿还当年到期债务本息;有37家2012年度出现亏损。

四、结论

综上所述,日本政府债务规模已到达难以持续的高度,即使市场利率很低,但偿债压力仍然沉重,需深度依赖“借新还旧”维持收支平衡,其未来偿债风险主要来自国内经济发展前景的不确定性,国内利率水平跟随物价上涨的可能性以及投资者对日本债务偏好的改变。

相较之下,中国政府债务的规模和偿债压力总体而言均较安全,中央政府债务处于安全区间,主要风险在于国内经济增长减速带来的财政收入增速放缓,以及有扩张冲动而又监管约束不到位而且信息披露不够充分的地方政府债务。同时,从审计署报告来看,中国地方政府债务风险不能一概而论,不同地方政府的财政状况并不相同,应客观地区分看待。

【注】本文受广东省哲学社会科学项目“基于商业伦理视角的广东电子商务(移动互联网)营商环境研究”(编号:GD12CGL05)及广东外语外贸大学研究生科研创新项目“实际控制人性质、公司治理与财务重述”(编号:13GW-CXXM-12)资助。

主要参考文献

1. 叶谦,沈文颖.拉美债务危机和欧洲债务危机成因的比较及其对我国的启示.经济问题探索,2011;10
2. 邓小华,王宝宝,李颖.欧洲主权债务危机的原因、模式及启示.经济问题探索,2011;11