

中国债务:问对的问题,看真的危机

■ 万喆 中国黄金集团首席经济学家

债务会不会引发信用危机?会不会引发效率危机? 债务预期隐含危机,危机可能不在表面,而在结构深处。

中国的债务究竟有没有危机? 此命题讨论由来已久。部分人惊声尖叫,中国非金融部门的杠杆率已经超过 200%, 危机迫在眉睫。另一部分人嗤之以鼻,2015 年全国政府性债务负债率 41.5%,危机之说纯属无稽。如何看待?

问题

中国有没有债务危机? 笔者认为,目前为止没有。为什么? 首先得说清楚债务危机这个概念。一般它指的是主权债务危机,主要是外债,就是一国政府以国家主权为担保,向其它国家、组织、机构等借贷的债务。当国家经济形势紧张,机构们精神随之紧张,双方或多方的债务关系自然紧张,一点就着一触即溃,国家信用瞬间崩塌,国家偿付能力瞬间从腾蛇变飞蛇。

如果债务危机是说这个,恐怕中国没有。中国素来勤于积累而厌恶举债。截至 2016 年 3 月末,中国全口径外债余额为 88165 亿元人民币,而且趋势还在下降。

那么就谈对国内,有没有债务危机? 目前为止,没有。

为什么? 如果说债务危机就是债权人和债务人之间丧失了信任, 而形成的强制与无力清偿之间矛盾的危机, 那么对内我们目前也没有这个危机。国内债务的结构决定了这一点。从杠杆率上看,居民和民营企业的杠杆率都相对较低,高的是国有的杠杆率。债务人和债权人都是国有资本,相当于兄弟姐妹和父母的债务,总体而言,还不能说是你死我活不死不休的债务危机关系。

你不得不承认,不同的发展模式有不同的特点,理论不能生搬硬套。然而,这个问题并没有完。有时候,答案不那么对劲,因为没有问到真正的问题上。所以,请你再问一次。

在推出超常规的货币政策和财政政策后,如果安倍经济学仍无起色,日本还有什么宏观经济手段可以使用?

■ 徐一睿 日本专修大学经济学部副教授

几年过去了,安倍经济学效果如何? 日本首相安倍晋三在今年参议院选举中提到“安倍经济学没有失败,我们必须将安倍经济学推行下去”,日本银行购买了大量的国债来推动超量化货币政策。但安倍经济学所谓的政策目标,2 年内实现通胀率 2%, 名义经济增长率 3%, 可以说完全以失败告终。笔者在 2013 年即在公开采访中表示,“没有真正经济增长支撑的通胀预期不可能持久,特别是在居民收入没有增长的前提下,2%的通胀率几乎不可能实现。”

安倍经济学的崩盘

首先来看一下日本银行总裁黑田东彦关于 2%的通胀率目标。在最近的三年里,通胀率目标实现期一而再再而三的共 4 次往后推移。从数据上看,企业物价指数同比连续 14 个月,环比连续 12 个月下跌。消费者物价指数也基本在 0 点周边徘徊。

再看一下日本的经济增长率。安倍自民党上台之前日本执政党的 2010 年至 2012 年的三年中,虽然其经济政策备受以安倍为首的自民党指责,但至少此间三年日本的实际 GDP 平均增长率依然可以达到 1.7%,但在安倍上台后的三年里(2013 年至 2015 年)日本的实际 GDP 平均增长率为 0.6%,如果剔除掉消费税增税前的提前消费,日本的实际 GDP 增长率基本为 0,甚至可能已经出现负增长。

此外,名义 GDP 的增长目标也根本没有实现。2013 年仅为 1.7%,2014 年为 1.5%, 2015 年为 2.2%。2015 年 9 月 24 日安倍首相在原有的安倍经济学的基础上又提出了新的三支箭,其中的一支箭指出到 2020 年日本的名义 GDP 将达到 600 万亿日元。2016 年 500 万亿日元的 GDP,到 2020 年实现突破 600 万亿,日本每年的名义经济增长率需要超过 3%。按照日本内阁府的模拟计算,日本在实现 2%的通胀率的前提下,2017 年消费税增税导致名义经济增长率下降为 2.4%,2018 年上调为 3.9%,此后将维持 3%以上的名义增长率。先不说日本能否实现 2%的通胀目标,日本泡沫经济崩溃至今,3.9%如此之高的名义经济增长率就从来没有出现过。安倍经济学提出的目标充其量只能说是画饼充饥。

最后看一下日本的实际工资增长情况。民主党执政时的 2010 年为 1.3%,2011 年为 0.1%,2012 年为 -0.9%,3 年累积为上升了 0.5%。而开始安倍经济学以后,2013 年为 -



没有债务危机是不是就意味着不会因为债务而产生危机呢? 答案是,不是的。

债务会不会引发信用危机?

债务本身就是个信用问题。当政府的全面掌控能力被普遍怀疑,信用低下,债务危机发生的可能性就大大提升, 而危机发生的门槛则大大降低; 但也并不是政府能力越大信用就越高。有些国家政府曾基于财政压力进行强制性借贷或者货币贬值, 很强势, 结果, 市场活力很低, 投资意愿很弱, 仍会引发债务和经济危机。因此, 权力公开公正, 市场更加透明, 信用的效度才能达到最大。

当前中国债务状况仍然不够透明, 不利于政府信用的形成, 不利于政府财务体制的健全和债务管理的加强, 不利于财政风险的预警, 同时也不利于市场沟通和稳定。

此外, 当前计算的多为显性直接负债, 而相关的隐性负债和或有负债, 如国有银行债务和不良资产、养老金的转轨成本等, 进行“不透明”。过去债务不透明, 政府认为自己想知道就能知道, 别人知道不知道无所谓。但现在市场逐渐成熟, 状况改变, 政府想知道也不一定知道, 以为别人不知道, 但瞎猜更易损害市场。

不仅如此, 债务的“不透明”根源还在于政企关系的“不透明”。政府不仅仅承担了政府本身的债务信用, 还承担了相关国有银行、企业等债务的信用风险, 这种不清楚不明朗的关系, 容易引发各种道德风险。尽管有相关

法规予以禁止, 但由于相应退出机制等缺位, 事实上其不但不会在发生债务危机的时候受到“惩罚”, 还可能因“连带关系”而受到保护, 最后反而进一步冒进。

在此状况下, 道德风险就会演变成债务风险、信用风险, 如果雪球越滚越大, 最后就可能酿成信用危机下的系统性危机。

债务会不会引发效率危机?

债务本身就是个效率问题。金融革命对于生产率、生产力造成了很大影响, 并导致了生活水平、社会结构的变化, 债务市场是随着商品经济的发展和货币兑换需求的增加而自然出现的。如果一国政府完全不举债, 会财政抑制, 市场效率低下。因此, 我们所谈论的, 不是有没有债务, 而是怎么管理债务, 让债务发挥最大效用。

机制上不顺畅, 就难以保证效率。当前地方债务压力较大的重要原因是基建缺口。中国基础设施建设确实不足, 但是一方面财政上中央和地方倒挂, 地方上钱少建设任务却重; 另一方面基建项目投资大时间长, 但地方债务偿还期限却过短。于是长期资金错配、时间错配、资源错配, 其根本是财权和事权不匹配, 权责不对等。

权责不对等也会造成监管不足。地方举债机制不完善, 另提供合理的资金来源和融资渠道, 还容易另辟蹊径, 法外开恩, 造成寻租和腐败。而监管制度建设落后, 流于表面, 债务的合理利用和规划也就谈不上高效。一方面债务使用效率不能保证。资金使用缺

乏统筹安排和战略规划, 结果产生了许多投资过剩, 收益率过低。另一方面债务管理效率不能保证。很多地方没有债务管理机构。目前为止, 有一些省都没有, 更不用说下面的市和县。

长此以往, 债务不少, 却无法保证“好钢用在刀刃上”, 投资效率低, 偿还能力受限, 资金追逐短期目标, 实体经济非但不被灌溉反而被拖累, 这就是效率危机, 如果形成了恶性循环, 也可能引发系统性危机。

债务预期也隐含危机

债务本身就是个远期问题, 把将来的钱拿到现在花。所以, 未来会发生什么影响支出和偿付变化的因素, 债务承担者必须有较为清晰的预计。

从财政上说, 是个预算问题。目前中国中长期预算相对缺乏, 对于未来包括养老、银行债等长期预算的表内情况预估比较少。而目前中国发展比较快, 预算环境发生的变化也比较快, 比如社会福利不断增加, 而福利增量想减是很困难的; 又如如政治上的环境保护、军事国防都是长期的。当前预算主要框架还是以一年为周期, 虽然也有三五年的预算, 但总体来说视野相对短。主要注重现金流的管理, 对于长期的承诺和责任的管理相对比较少。随着中国经济体量变大, 国际上地位上升, 而国内的老龄化日益严重, 预算视野不足就可能成为未来隐患, 甚至可能会影响财政可持续性。

此外, 政策预期的一致性也很重要。无论是宏观整体政策或者财政政策、货币政策, 如果相互相容性不强, 政策转向很突然, 或者在执行过程中被异化得厉害, 都会引起政策不连续性的质疑, 加重对债务预期的疑虑。目前对于债务的缺乏信心也来自于 1998 年 2002 年曾有过的突然比较紧缩的政策, 过度紧缩会导致资产负债表失衡。当前, 中国正处在改革的紧要关头, 在相机选择的同时, 需要有较为明确的目标、战略和执行方式。从别国经验看, 政策预期不一致会打击投资和经营信心, 导致经济发展停滞, 甚至债务危机, 从而引发系统性金融风险。

立体改革, 合理利用债务

合理利用债务融资, 是考验新时期政府治理能力的一个重要因素。应从横向、纵向、跨度、系统四个方面进行全方位立体改革, 完善制度。

横向上, 透明化。完善国家的资产负债表和基本预算编制, 增加包括或有和隐形债务在内的债务公开透明度; 并大力促进债务市场的形成。让公开公正的债务市场将政府财政与私人金融融通, 创建更有力的融资渠道, 也有利于国家创建完整的现代金融体系, 提升综合国力。

纵向上, 进行债务管理制度的深度调整。建立全面系统的债务管理体系, 依法治理, 保证债务问题的独立性; 转变管理思路, 使财政预算从投资型向消费型改变, 未来要实现可再生性的财政支出。可进行绩效预算。

跨度上, 要制定中期和长期的预算管理。需合理制定支出的总上限, 设定平均的财政盈余目标, 制定三到五年的滚动预算。在跨年度的时间框架内, 了解各种政策及环境变化对支出的中长期影响, 预估政策或支出在未来的成本, 从而真正实现总额控制。此外, 许多或有负债需要更长期的时间框架来反映其社会责任, 比如养老、医疗等, 需进行长期的提前预测, 从而进行长期风险控制。

系统上, 创建完整的现代金融体系。包括管理良好的公共财政、稳定的货币、中央银行、银行业系统、证券市场和现代公司。

后记

对于今日中国而言, 危机必然存在, 挑战从无间歇, 纵然危机不在眼前, 也只能枕戈待旦, 未雨绸缪, 绝不能高枕无忧, 一梦黄粱。

而况, 危机可能不在表面, 而在结构深处。

愚者暗于成事, 智者见于未萌。全球都正在陷入政治、经济、价值危机中, 人人都需自省。对于崛起中的中国, 不妨以更宽阔的胸怀和自信的态度, 早一步发现各种“危机”, 充分准备, 解决问题, 争取在世界新一轮结构性改革中取得先机, 获得的才能是屹立世界的契机。

安倍经济学陷入危机?

0.9%, 2014 年为 -2.8%, 2015 年为 -0.9%, 3 年累积实际工资下降了 4.6%。

安倍经济学背后的真正目的

可以说安倍执政的这几年来, 虽然所谓的安倍经济学已经彻底失败, 但是安倍政权非常善于通过媒体宣传其提出的所谓的安倍经济学, 安倍经济学一词在日本已经深入人心。

我们可以看到两年前实施的日本众议院大选也好, 前几天刚结束的参议院大选也好, 安倍领导的自民党发表的政治公约中, 安倍经济学都被刊登在最醒目的地方。而在各地的选举演讲中, 包括安倍首相在内, 所有的自民党候选人都会把演讲时间大量的用于解说为什么日本需要推进安倍经济学, 不断表示安倍经济学并没有失败, 现在是走向胜利的关键时刻, 如果不将安倍经济学进行下去, 日本将陷入万劫不复之地。

但只要选举一结束, 议会中的实际议题, 马上就会被转移到几乎在自民党的政治公约中找不到的被放在最不起眼页面上的修改宪法的讨论中。

此外, 日本的主流媒体则成了安倍鼓吹安倍经济学的助推器, 曾经作为监督政府主力军的主流媒体, 逐渐成为了政府的护卫军。国际 NGO 组织无国界记者团发表的“世界报道自由排行榜”显示, 2010 年鸠山由纪夫政权的时候, 日本的报道自由排名世界第 11 位, 到 2012 年民选党末期的野田佳彦政权的时候, 日本依然排名世界第 22 位, 而进入 2013 年安倍上台后日本的排名一下跌落至 53 名, 此后名次不断下滑, 2016 年发表的最新排名已经跌至 72 位。创下此排名公布以后日本排名的新“高”。

安倍带领的自民党在日本主流媒体的护航下, 通过不断鼓吹安倍经济学, 画饼充饥, 获取选民的支持。而选举获得胜利, 并需要修改宪法的议员席位后, 其修改宪法的真实目的就图穷匕见了。

隐现负利率危机

为了给安倍经济学保驾护航。黑田总裁带领的日本银行不断从市场上购入国债, 并与 2016 年 2 月 16 日开始将日本政策利率下调为负利率, 开始了一场疯狂的大冒险。

随着日本银行这场大冒险的展开, 日本国债的利率也随之降低, 特别是进入 6 月以后国债的利率不断下跌, 根据日本财务省的数据显示, 7 月 1 日发表的日本 5 年国债的利率 -0.361%, 10 年国债的利率为 -0.262%, 20 年国债的利率为 0.043%。

日本政府近年来财政赤字不断扩大, 政

府债务累积 2016 年预计将高达 838 万亿日元, GDP 比也将高达 230%。2016 年预算, 政府收入总额为 96.7 万亿, 其中税收仅有 58 万亿, 而国债收入就高达 34 万亿, 占政府总收入的 35.6%。国债中的建设国债为 6 万亿, 而赤字国债则高达 28 万亿。而在政府支出中, 用于还本付息的支出就高达 24 万亿, 占日本政府支出总额的 24.4%。

国债利率下跌, 对于日本政府来说意味着其偿还成本的下降。只要发行的国债能够消化, 这无疑对于日本是一件好事。但问题似乎并不这样简单。

日本的国债基本由日本国内的银行以及相关金融机构大量持有, 国债的负利率意味着银行即使满期持有国债, 但却没有多少收益甚至于亏损。那么, 为什么银行还会继续持有国债, 原因很简单, 在安倍经济学的助推下, 日本银行会不断地比市场价更高的价格购入国债。这也就意味着日本银行本身在不断囤积亏损。

虽然日本银行正在不断地囤积亏损, 但各大银行却已经开始对日本国债失去信心。对银行来讲, 现如今持有国债的风险正在不断扩大。如果一旦国债价格下跌, 银行的亏损有可能会带动另一次金融风暴。

日本的几家大银行已经开始纷纷抛售国债, 更甚者日本三大银行之一的三菱东京 UFJ 银行进入 6 月提出要将其持有的“国债市场特别参加权”返还给财务省, 7 月 15 日起三菱东京 UFJ 银行所持的“国债市场特别参加权”正式失效。这个“国债市场特别参加权”是 2004 年开始实施的制度, 在三菱东京 UFJ 退出以后还有包括外资金融机构在内共 21 家银行和证券公司持有此特殊权利。银行如果持有此权利就可以与财务省就国债购买直接对话并给予相应的优惠措施, 但同时也规定银行必须购买发行额 4% 以上的国债。

当然这并不是说, 三菱东京 UFJ 银行不会继续购买国债, 但至少是一个非常明显的信号, 日本的银行已经逐渐对购买日本国债失去信心。三菱东京 UFJ 银行的脱离“国债市场特别参加权”是否会产连锁反应, 还有待关注。

日本银行为了阻止国债价格大幅度下降, 只能不断高额购入国债。最近一年日本银行的国债持有量剧增 32.7%。2016 年日本银行发表的第一季度资金循环报告中显示, 截至 3 月份为止, 日本银行的国债持有额高达 364 万亿日元, 占日本国债累计金额的 33.9%。与此同时民间金融机构的国债持有量正在不断减少, 仅为 239 万亿日元, 一年中锐减了 16.5%。而且日本银行持有的国债还在继续增加, 2016 年 7 月 10 日, 日本银行发表

的营业报告显示, 7 月日本银行国债持有量已经增至 383 万亿日元, 仅仅不到四个月日本银行的持有量又续增了 5%。

日本的大企业也曾经是购入日本国债的重要组成部分。但近来日本企业对国债的购买热情也在不断降温。大企业将原有的购买国债的资金纷纷转向银行存款。根据日本 2015 年上市企业财务报表加以计算可以看出, 日本的汽车行业的银行存款高达 10.7 万亿日元, 仅仅一年时间存款额就剧增 30%。其中, 日本最具有代表性的丰田汽车的银行存款额从 2014 年 3 月末的 2.4 万亿剧增至 2015 年 3 月末的 3.9 万亿日元, 剧增了 62.5%。其定期存款前几年来大致为 1-2 千亿美元, 现如今已经突破 1 万亿日元大关。根据日本经济新闻 7 月 22 日刊登的采访, 丰田汽车表示: “由于国债的利率为负利率, 丰田持有的国债在满期后将不再投资国债, 而是转为银行存款”。除了汽车业, 其他产业的银行存款额也在不断高攀, 零售业 14%, 房地产业 23%, 石油业 49%, 煤气天然气业 57%。日本的企业罢购国债的现象极其显著。

日本银行推行的负利率, 日本各大银行存款放在日本银行的存款却在不断增加, 这意味着各大银行每年都必须不断支付日本银行存款利息, 但各家银行却又不能从企业方面获取存款手续费(负利率)。企业在各大银行的存款金额扩大, 将进一步压缩银行的收益。

虽然由于中国经济减速, 英国脱欧等大

环境的变化, 世界整体的投资环境并不看好, 但大银行的投资机会依然要好于地方的中小银行。大银行可以通过国债减持, 将资金转向其他投资, 但日本地方的银行由于缺乏新的投资方向, 只有继续持有国债。一直以来这一趋势都是日本国债的主要承接方, 但近来这一趋势发生了明显的变化, 日本的地方中小银行所持有的国债总额已经超越了大银行的持有额。如果日本国债价格下跌, 对于支撑着日本地方经济的地方银行的打击将是致命的。

以负利率为主导的非常规货币政策推动下, 日本经济非但没有如之前预期的那样取得成效, 相反日本国债风险开始显现。货币政策遇上瓶颈, 只能推动财政政策来寻求解决。8 月 2 日安倍政府通过内阁决议将推动新一轮金额高达 28.1 万亿日元的名为“实现投资未来的经济对策”的经济刺激方案。此规模在雷曼危机之后的财政刺激案中从金额上看排名第三, 仅次于 2008 年(56.8 万亿)和 2009 年(37 万亿)。5 月在日本举行的伊势志摩 G7 峰会上, 安倍曾指出“当今世界经济正处于雷曼级别的危机状况”, 当时备受 G7 参会国的各大媒体批评。5 月 26 日举行的峰会午餐会上德国总理默克尔就曾和安倍进行了一场舌战。8 月日本进一步退出大规模的财政刺激方案, 从其本身可以看出当初安倍提出的世界经济危机的根源正是日本。日本一改之前紧缩财政方略, 推动大规模宽松财政政策。正说明日本的以负利率为主导的货币政策已然失败, 只能靠政府推出大规模财政政策来救火。但在实施了超常规的货币政策和推出大规模的财政政策之后, 如果安倍经济学依然没有起色, 试问日本还有什么宏观经济手段可以使用?

共享经济和新农奴制风险

(上接 01 版)

数字平台让这种模式有可能推广至医疗、教育等领域快速增长的人手。在美国, 总部位于纽约布朗克斯的合作家庭护理协会雇佣了 2000 人, 这些人有高于平均水平的工资以及更为有利的日程标准和福利。一个与优步类似的叫车应用 Swift 由司机自己运营和所有。旨约最近发行了一只 200 万美的基金, 旨在帮助印刷店、社区咖啡馆和高端商品手工业等公司开发数字合作机构。

扩大此类模式的规模需要政府干预。例如, 从现行法律可以看出, 企业注册为有限责任公司比注册为合作社容易得多。我们需要反思假定个人与大企业实力不对等的劳动法, 监督也是如此。人们已经围绕 Airbnb 之类平台出错的法律赔偿以及如何将之与酒店类似情况区分开产生了争议。“便携式

福利”——许多科技界巨头支持这一想法——将为美国共享经济的劳动者提供基本的社会保障, 使得他们更具创业精神。在人均初创企业数量至少 40 年来一直在下降的情况下, 这一点至关重要。

针对新兴的共享经济调整规则将会非常耗费时间, 而且也会引发政治上的担忧。但回报可能是巨大的。尽管传统商品和服务贸易不景气, 但麦肯锡全球研究所的一项研究显示, 电子商务、视频流媒体、网络搜索等领域的跨境数字流动在过去 10 年里增加了 45 倍, 而且预计在今后 5 年还会增长 9 倍。

此外, 在推动跨境数字流动飙升的公司中, 小企业和个体业主所占的比例要高得多。这向人们描绘了一种包容性更强、政治争议更少的全球化模式。将更多权力交给那些创造它的个人可能不仅会促进我们的经济, 而且还能促进我们的政治。