

学术支持:
清华大学新经济与新产业研究中心
中央财经大学中国改革和发展研究院
总顾问:成思危(原全国人大常委会副委员长)
高级顾问:张文台(全国人大环资委第十一届副主任)
编委:管益忻 陈宇 黄文夫 赵红 白卫星
编委会主任:管益忻
副主任:陈宇
主编:管益忻
副主编:启文 白卫星

学术顾问:(按姓氏拼音排序)
巴曙松 蔡继明 陈东琪 陈栋生 陈佳贵
程恩富 迟福林 戴园晨 范恒山 樊 纲
高尚全 顾海兵 谷书堂 贺茂之 洪银兴
黄范章 贾 康 江春泽 金 碚 李成勋
李江帆 李京文 李维安 刘诗白 刘 伟
茅于軾 任玉岭 宋洪远 宋守信 宋养琰
谭崇台 王东京 卫兴华 魏 杰 吴 澄
徐长友 晏智杰 杨家庆 杨启先 张曙光
张晓山 张卓元 赵人伟 郑新立 朱铁臻
周叔莲 周天勇 邹东涛

警惕政府性债务风险与商业性债务风险叠加所诱发的滞后金融风险

■ 文宗瑜 财政部财政科学研究所博导

政府投资拉动经济增长，是中国应对 2008 年全球金融危机的重要措施之一。受“各地地方政府搭 4 万亿便车”加大投资及国企与民企趁机盲目扩张规模的影响，2009 年与 2010 年的中央政府 4 万亿刺激经济增长计划实际演变为“28 万亿投资大跃进”，而且其中的大部分是各地重复性的固定资产投资与产能过剩 70%以上行业的新上项目投资。正是这种投资冲动，使中国经济运行潜伏下了政府性债务与商业性债务的违约风险。2013~2015 年是政府性债务与商业性债务的集中偿债期，一旦潜伏的政府性债务与商业性债务违约风险相互叠加，会使商业银行的坏账死账急剧增加，诱发滞后的金融风险。在全球金融危机即将结束之际可能出现的中国滞后金融风险等，会严重拖累中国经济复苏而加剧中国经济“硬着陆”风险。因此，必须未雨绸缪，多策并举，警惕并防范政府性债务风险与商业性债务风险相互叠加所诱发的滞后金融风险。

一、地方政府过度负债及违约率渐大的政府性债务风险面临着爆发

政府性债务是地方政府各种形式的贷款和负债。地方政府负债形式主要包括：①商业银行对各种地方政府融资平台的贷款；②各种地方政府融资平台向非银行金融机构的举债；③各类政府工程或项目的欠款。在地方政府的各类负债形式中，第一种是显性负债，第二种与第三种属于隐性负债。截止到 2012 年底，地方政府性债务累计约 18 万亿左右，其中显性债务约 13.2 万亿（2009 年与 2010 年合计约 10.7 万亿、2011 年与 2012 年新增约 2.5 万亿），隐性债务约 4.8 万亿。在近 18 万亿规模的政府性债务中，与金融风险直接相关联的是各种地方政府融资平台的约 13.2 万亿贷款。除此以外，约 4.8 万亿隐性负债中的一部分也与金融风险有间接关联，估计其中的 60%左右是影子银行贷款、政府工程抵押贷款、金融衍生品融资等，如果地方政府不能按时偿还这部分隐性债务，也会间接提升商业银行的金融不良资产率。

当然，眼下政府性债务风险仍然主要集中在各种地方政府融资平台从商业银行获得的约 13.2 万亿贷款。这部分贷款的大部分是基于 2009~2015 年地方政府土地出让收入、地方财政收入持续保持高速增长而签订的贷款合同，但是，2013~2015 年可预见的地方政府土地出让收入、地方财政收入增长正在放慢，使地方政府到期足额偿债的违约率无限加大。商业银行对各种地方政府融资平台在 2012 年年底到期贷款的近 75%实行了贷款展期，预计 2013 年年底各种地方政府融资平台到期贷款展期率仍然不会低于 75%。商业银行对各种地方政府融资平台到期贷款实行贷款展期实属无奈，一是地方政府确实偿还不了，如果商业银行当年就把各种地方政府融资平台偿还不了的贷款归类为违约贷款，会使商业银行金融不良资产率大幅度上升，影响商业银行高管的绩效考评及绩效薪酬；二是中央政府相关职能部门对商业银行的斡旋及施加压力。到 2012 年底及再到 2013 年底，各种地方政府融资平台较大数额到期不能偿还的贷款在商业银行的资产负债表及信息披露中虽然反映不出来，但是，实际潜伏的违约风险正在积聚。2013~2015 年是各种地方政府融资平台贷款的偿债高峰期，也是政府性债务风险的爆发期。

需要特别强调指出的是，面对各种地方

政府融资平台日渐增加的到期不能偿还贷款额，地方政府与相关商业银行都抱有侥幸心理。就地方政府的侥幸心理而言，当大多数地方政府融资平台都不能按期偿还贷款时，中央财政出台政策进行解救、中央财政也会伸出援手，即使中央政府中央财政不解救不援手，也是由地方政府的后任行政长官来解决；就相关商业银行的侥幸心理而言，各种地方政府融资平台的债务，如果地方政府偿还不了，中央政府会替其偿还。在某种意义上，地方政府性债务面临的重大风险是地方政府与相关商业银行放任不管的想法及做法。正是地方政府与相关商业银行押注中央政府及中央财政会施以援手而不积极采取措施的现状，使地方政府性债务风险日渐积聚并放大。

二、若干产能严重过剩行业的巨额到期贷款，使商业性债务风险进一步放大

若干产能严重过剩行业是指钢铁、造船、机械装备、远洋运输、电解铝与氧化铝、铜加工、煤化工、光伏、风电、LED、房地产等，其产能过剩大多在 70%以上，甚至有的产能过剩在 300%以上。这些行业在 2008 年之前已呈过剩之态势，2009 年与 2010 年地方纷纷搭“中央政府 4 万亿刺激经济增长计划”便车，无限加大这些短期内能贡献更多 GDP 的行业及项目投资，从而导致这些行业在短时间内从已经过剩转变成了严重过剩。截止到 2012 年底，这些产能严重过剩行业在各家商业银行的贷款累计近 35 万亿左右，巨额贷款在 2013~2015 年是偿债高峰期，由此形成了商业性债务风险。

若干产能过剩行业在 2013~2015 年面临着去库存去产能的巨大压力。与去库存相比，去产能更难、压力更大，去产能面临着三个阻力：一是地方 GDP 增长的阻力。这些产能过剩行业在往都是大项目，对地方 GDP 增长贡献更大，可以说，企业愿意去产能，地方政府不一定愿意；二是商业银行的阻力。这些产能过剩行业的企业在 2009 年与 2010 年的扩大产能主要依赖商业银行贷款，新上项目或新上项目的企业实行去产能，涉及到商业银行的贷款责任并影响商业银行的财务指标，商业银行既不愿意也不支持；三是分流员工及就业率的压力。过剩产能对应着数以万计甚至百万计的员工就业，去产能的分流员工需要对员工给予经济补偿并进行安置，这也面临着与员工、地方政府难以达成一致意见的阻力。产能严重过剩行业去产能进程的缓慢，除了拖累经济增长及中国经济转型，还导致了这些产能严重过剩行业中的企业偿债能力严重弱化。在某种意义上，若干产能过剩行业在 2013~2015 年的偿债高峰期，会产生程度比较严重的偿债违约，从而使商业性债务风险进一步放大。

三、政府性债务与商业性债务的违约叠加，可能会导致商业银行风险集中放大

就所有商业银行的总资产及贷款规模而言，仅是地方政府债务的一部分甚至大部分违约，或仅是产能严重过剩行业商业债务的一部分甚至大部分违约，都不会导致滞后的金融风险。但是，如果政府性债务违约与商业性债务违约集中到一个时间段，形成两种违约叠加，就会放大商业银行风险。可以说，在 2013~2015 年商业银行面临的风险主要是来自政府性债务与商业性债务的违约叠加。

1、政府性债务无力偿还与商业性债务无力偿还，使两种违约叠加的几率加大。

各种地方性政府融资平台从商业银行巨额举债，是预期地方政府土地出让收入、地方



【内容提要】
约 18 万亿地方政府性债务与约 35 万亿若干产能过剩 70%以上行业的商业性债务，正步入偿债高峰期。政府性债务与商业性债务的违约叠加，会诱发滞后的金融风险。面对债务违约率的不断上升，地方政府与商业银行均押注中央政府及中央财政会伸出援手而消极应对，程度不同地加剧了风险。为防范滞后的金融风险，中央政府应能够容忍经济周期的自然调整、允许中国经济弱复苏弱增长的周期适度延长，把宏观调控的重点转到严控各地呼之欲出的“地方版刺激经济增长计划”及“土地城镇化”运动、商业银行表外经营与影子银行类产品及盲目放贷冲动、广义货币供应量(M2)过快增长及信贷杠杆放大等。与此相适应，为谨防滞后金融风险、房地产泡沫破裂及资产价格大幅下跌、农产品与副食品价格快速上涨、人民币由对外升值与对内贬值突然转变为“对外对内双双贬值”等现象相继出现，拖累弱复苏的中国经济“硬着陆”，中央政府要转变“重调控轻改革”的思维及做法，积极探寻深化改革的突破口，加大改革力度，通过深化经济体制改革与社会体制改革应对并化解风险。

财政收入会再持续多年高速增长。面对地方政府土地出让收入增长放慢、地方财政收入增长放慢，地方政府偿债遇到了困难。但是，地方政府押注中央政府及中央财政会伸出援手，不仅不积极采取措施，反倒为了新任地方行政长官一个任期内的政绩增加而继续大规模借新债搞“地方政府版的刺激经济增长计划”。在某种意义上，政府性债务是地方政府无心偿还，放任到期的贷款违约。产能严重过剩行业的商业性债务面对的是相关企业库存居高不下、营业收入大幅下降、资金周转放慢甚至停滞的经营困难局面，大多数企业对到期贷款缺乏偿债能力。在某种意义上，商业性债务是产业严重过剩行业的相关企业无力偿还，导致到期贷款的偿债违约。政府性债务无心偿还与商业性债务无力偿还，加大了两两种违约叠加的几率。

2、商业银行的依赖性思维及措施迟缓也在助推两种违约的叠加。

绝大多数商业银行的国有属性及 1998 年、2003~2006 年中央财政给拟上市商业银行进行金融不良资产剥离与国有资本注资，使商业银行到现在仍没有摆脱对政府的严重依赖。中央政府自 2003 年以来全力推动商业银行上市，是为了把商业银行推向市场、自主参与国际国内市场竞争，实现政企分离。到目前为止，四大国有商业银行、全国性商业银行、规模较大的区域性商业银行与部分地方商业银行等，均已在国际国内证券市场上市。但是，商业银行仍没有从根本上摆脱对政府的依赖，当然，商业银行也不想摆脱对政府的依赖。规模较大的商业银行虽然是上市公司，但仍依托垄断经营获取超额金融。到 2013 年 4 月底，中国 A 股证券市场 2469 家上市公司完成了 2012 年度财务报告的公布，全部 A 股上市公司利润总额 1.9544 万亿，但仅有的 52 家金融类上市公司净利润高达 1.0900 万亿。可见中国的商业性银行多么赚钱，也可见由于商业银行垄断经营使金融资源配置效率多么低下。试想，为实体经济服务的金融业拿走了利润的大部分，创造财富的实体经济又如何发展如何生存？商业银行的垄断经营使中国经济资源的配置处于极度扭曲之中，由此导致了全球化背景下中国经济逆世界经济周期、逆自然经济周期波动。那么，商业银行通过垄断经营获取超额利润会不会提高商业银行的抗风险能力？答案是否定的。

商业银行的垄断经营依托了对政府的依赖。可以说，商业银行对眼下的政府性债务风险、商业性债务风险看得很清楚，而且商业银行内部的中高层管理中也可能有人已经预见到政府性债务风险与商业性债务风险的相互叠加。但是，商业银行决策者及大多数管理人员的依赖性思维认为，商业银行有了风险有政府支撑、有财政“埋单”，政府不敢视商业银行风险而不管、财政尤其中央财政也不敢在商业银行危机时不出钱。因此，面对日渐加大及临近的金融风险，大多数商业银行仍是在继续大力发展影子银行、倍增表外资产、违规放贷等。可以说，商业银行面对可预见的大量贷款违约与措施迟缓，也在助推政府性债务违约与商业性债务违约的叠加。

四、警惕滞后金融风险，并谨防其拖累弱复苏的中国经济“硬着陆”

中央政府 2009 年与 2010 年的 4 万亿刺激经济增长计划演变成“28 万亿投资大跃进”，成为未来经济运行中一连串不确定性的基点。最大的不确定性有二：一是突然性地提高了中国信贷水平及广义货币供应量(M2)，通过信贷杠杆而铺下的长期固定资产投资摊子，不断要求更大规模的信贷增量，一旦银行信贷增量跟不上，就会形成大量坏账死账，政府性债务与商业性债务的风险恰恰在于此；二是突然性地拉高了各类资产价格与生活物资价格，使上游的土地房屋及资源能源等投资品的投资过剩、下游的农产品与消费品等生活物资的投资不足，一旦投资品与生活物资出现较大的不对称性，将面临资产泡沫破裂与生活物资价格更昂贵及高通胀的风险。

在中国以扩大投资应对全球金融危机的“大救市”后，中国经济逆世界经济周期、逆自然经济周期波动的特征已经出现，因此，要高度警惕全球金融危机即将结束之际的中国滞后金融风险，更要谨防滞后金融风险等拖累弱复苏的中国经济“硬着陆”。

1、容忍经济周期的自然调整，全力防范经济运行的滞后金融风险。

处理政府与市场关系的“拿捏”是政府调控的适度，如果过度，必然会抑制市场经济自身的内生性力量。中央政府 4 万亿刺激经济增长计划演变成“28 万亿投资大跃进”的教训要认真总结。当下中国经济的“弱复苏弱增长”与某些经济学家预言的“中国经济还会保持 10~20 年高速增长”形成反差，因此，许多“地方政府版的刺激经济增长计划”呼之欲出。在继续通过负债杠杆的放大拉动地方固定资产投资增长上，商业银行与地方政府十分默契。一些商业银行表外资产的快速增长、地方政府与非银行金融机构合作增加隐性负债拉动投资增长的现象，不仅在加剧商业性债务风险，而且在加剧政府性债务风险。因此，在中央政府宏观调控中，要能够容忍经济周期的自然调整，允许中国经济“弱复苏弱增长”的周期适度延长，不再通过外部刺激而抑制市场经济的内生性力量，或许更有利于中国经济的复苏加快与经济转型加快。中央政府的宏观调控重点要转到约束地方政府出台“地方版刺激经济增长计划”及“土地城镇化”运动、商业银行继续扩大放贷规模的冲动及表外经营行为，同时，还要控制货币供应量的继续过快增长及通胀势头。在某种意义上，控制地方政府的盲目投资冲动行为、商业银行盲目放贷行为及货币超发，比中央政府直接干预经济运行，更有利于防范潜在的滞后金融风险。

2、转变“重调控轻改革”的思维而深化改革，防止弱复苏的中国经济“硬着陆”。

与以美国为代表的其他市场经济发达国家的经济较快复苏相比，中国经济运行仍处于“弱复苏弱增长”的态势。2008 年以来欧美国家以消费领域与服务业技术创新实现的消费模式及消费结构转变而大大减少了对中国产品进口的依赖，中国出口贸易受制于出口结构不合理而增长缓慢。中国经济复苏力度不强，除了出口贸易增长缓慢的影响，主要是受 2009 年与 2010 年扩大投资“大救市”后遗症的拖累。这种后遗症不仅表现为若干产业的产能过剩、政府性债务风险、商业性债务风险等，而且形成了政府调控的政策惯性及本能，只要经济运行稍稍不符合预期，各政府职能部门就出台政策进行调控，调控政策往往是头痛医头、脚痛医脚，甚至一些深层次的涉及改革或改革深化的问题也使用调控手段去解决。这种“重调控轻改革”思维甚至以调控替代改革的政府行为，不仅抑制了经济运行内生性力量的持续恢复，甚至有可能错过各种风险尤其滞后金融风险防范的时机，拖累弱复苏的中国经济“硬着陆”。

就滞后金融风险等拖累弱复苏的中国经济“硬着陆”而言，要谨防滞后金融风险、房地产泡沫破裂、资产价格大幅下跌、农产品与副食品价格快速上涨、人民币由对外升值与对内贬值突然转为“对外对内双双贬值”等现象的相继出现。在当下“热钱流入中国”的观点及判断甚嚣尘上的情况下，更要多一些对人民币财富资产正悄悄外流及某个时段外资突然加速流出的警惕。

面对后金融危机时代，大多数国家资产价格包括房地产价格“地板价”而中国资产价格包括房地产价格“天花板价”的资产价格悬殊，中国的资本流出风险大于“热钱流入中国”的风险。对中国经济弱复苏过程中的各种风险及不确定性因素，应从“重调控”转到“重改革”，积极探寻深化改革的突破口，加大改革力度，以深化经济体制改革与社会体制改革应对并化解风险，助推中国经济由弱复苏逐渐转变为持续增长。

处理政府与市场关系的“拿捏”是政府调控的适度，如果过度，必然会抑制市场经济自身的内生性力量。中央政府 4 万亿刺激经济增长计划演变成“28 万亿投资大跃进”的教训要认真总结。当下中国经济的“弱复苏弱增长”与某些经济学家预言的“中国经济还会保持 10~20 年高速增长”形成反差，因此，许多“地方政府版的刺激经济增长计划”呼之欲出。在继续通过负债杠杆的放大拉动地方固定资产投资增长上，商业银行与地方政府十分默契。一些商业银行表外资产的快速增长、地方政府与非银行金融机构合作增加隐性负债拉动投资增长的现象，不仅在加剧商业性债务风险，而且在加剧政府性债务风险。因此，在中央政府宏观调控中，要能够容忍经济周期的自然调整，允许中国经济“弱复苏弱增长”的周期适度延长，不再通过外部刺激而抑制市场经济的内生性力量，或许更有利于中国经济的复苏加快与经济转型加快。中央政府的宏观调控重点要转到约束地方政府出台“地方版刺激经济增长计划”及“土地城镇化”运动、商业银行继续扩大放贷规模的冲动及表外经营行为，同时，还要控制货币供应量的继续过快增长及通胀势头。在某种意义上，控制地方政府的盲目投资冲动行为、商业银行盲目放贷行为及货币超发，比中央政府直接干预经济运行，更有利于防范潜在的滞后金融风险。

2、转变“重调控轻改革”的思维而深化改革，防止弱复苏的中国经济“硬着陆”。

与以美国为代表的其他市场经济发达国家的经济较快复苏相比，中国经济运行仍处于“弱复苏弱增长”的态势。2008 年以来欧美国家以消费领域与服务业技术创新实现的消费模式及消费结构转变而大大减少了对中国产品进口的依赖，中国出口贸易受制于出口结构不合理而增长缓慢。中国经济复苏力度不强，除了出口贸易增长缓慢的影响，主要是受 2009 年与 2010 年扩大投资“大救市”后遗症的拖累。这种后遗症不仅表现为若干产业的产能过剩、政府性债务风险、商业性债务风险等，而且形成了政府调控的政策惯性及本能，只要经济运行稍稍不符合预期，各政府职能部门就出台政策进行调控，调控政策往往是头痛医头、脚痛医脚，甚至一些深层次的涉及改革或改革深化的问题也使用调控手段去解决。这种“重调控轻改革”思维甚至以调控替代改革的政府行为，不仅抑制了经济运行内生性力量的持续恢复，甚至有可能错过各种风险尤其滞后金融风险防范的时机，拖累弱复苏的中国经济“硬着陆”。

就滞后金融风险等拖累弱复苏的中国经济“硬着陆”而言，要谨防滞后金融风险、房地产泡沫破裂、资产价格大幅下跌、农产品与副食品价格快速上涨、人民币由对外升值与对内贬值突然转为“对外对内双双贬值”等现象的相继出现。在当下“热钱流入中国”的观点及判断甚嚣尘上的情况下，更要多一些对人民币财富资产正悄悄外流及某个时段外资突然加速流出的警惕。

面对后金融危机时代，大多数国家资产价格包括房地产价格“地板价”而中国资产价格包括房地产价格“天花板价”的资产价格悬殊，中国的资本流出风险大于“热钱流入中国”的风险。对中国经济弱复苏过程中的各种风险及不确定性因素，应从“重调控”转到“重改革”，积极探寻深化改革的突破口，加大改革力度，以深化经济体制改革与社会体制改革应对并化解风险，助推中国经济由弱复苏逐渐转变为持续增长。

不过，赵庆明表示，一些短期的因素导致资金流出新兴市场国家是暂时的，因为资金是逐利的。“81 的美元指数仍没到达前期高点，而美国国债收益率也仍在上升，这些都表明，判断资金已经开始回流美国似乎为时过早。”赵庆明说。

(经济参考报)

种种迹象表明，全球资金流向正开始新一轮的变局，而该变局到来的速度令许多人始料不及。全球资金追踪机构新兴市场投资基金研究公司(EPFR)最新公布的一期数据显示，在截至 6 月 5 日的一周内，有超过 40 亿美元的资金从新兴市场股票基金中撤出。与此同时，从中国股票基金中撤出的资金量达到了 2008 年第三周以来的最高，从中国香港股票基金撤出的资金则达到了近十年最高。

全球资金流向新变局：热钱加速撤离新兴市场

■ 王 健 中国社科院金融所研究员

资金正在从新兴市场国家撤出的迹象远不止如此。MSCI 新兴市场指数目前已跌至自去年 9 月 6 日以来低点，该指数今年以来已下跌了 9%，而同期 MSCI 全球指数上涨 10%。据彭博社报道，海外热钱的回流在近期给新兴市场带来恐慌，泰国股市 6 月 11 日暴跌 4.97%，菲律宾股市暴跌 4.64%，印尼股市暴跌 3.9%。“海外投资者不惜任何代价要将资金从泰国股市和其他金融资产中抽走，资金流已经发生逆转，由内流变外流，虽然泰国经济和收入增长仍然良好。”曼谷 Kasikorn 证券公司投资策略师 Kavee Chukitkasem 说。

“新兴市场已经进入剧烈震荡阶段……投资者担心美联储将逐步退出债券购买计划。”彭博社援引分析师的话称。而法兴银行



新兴市场策略负责人甚至在最近的报告中预计，“新兴世界的牛市结束了。我们不再认为新兴市场今年会上行。”

对中国而言，前期较大规模的资本流入趋势能否持续也存在不确定性。外汇占款被

视为观察跨境资金流动的重要指标。今年以来截至 4 月底，央行口径新增外汇占款已超过 1.2 万亿元，而全口径外汇占款新增量已超过 1.5 万亿。5 月份的数据尚未公布，而业内分析认为，伴随着 QE 退出预期的增强，人民币升值趋势的放缓，“热钱”流入的动力也在减弱。

最近，人民币汇率频现“中间价升、即期成交价跌”的现象，多名交易员称，市场购汇盘最近已经多于结汇盘了，不排除市场近期出现逆转的可能性，市场变化很快。“外汇局 5 月份发文从加强银行结售汇综合头寸管理、严查虚假贸易、加大外汇管理核查检查力度等多方面严控外汇资金流入，一定程度上调节了外汇市场的供需。另外，中国最新公布

的经济数据尤其是出口数据也并不乐观，影响了市场情绪。以上这些因素，短期内限制了人民币进一步升值的幅度。”国际金融问题专家赵庆明表示。业内人士表示，市场预期的转变而引发的流入中国的资本规模大幅下降甚至发生逆转的可能性是存在的。不过，今年全年，中国面临的资本流入的可能性仍大于资本流出的可能性。

不过，赵庆明表示，一些短期的因素导致资金流出新兴市场国家是暂时的，因为资金是逐利的。“81 的美元指数仍没到达前期高点，而美国国债收益率也仍在上升，这些都表明，判断资金已经开始回流美国似乎为时过早。”赵庆明说。

(经济参考报)