

我国政府性债务风险： 中短期风险可控、长期仍需警惕

摘要：从长期来看，与我国目前所处发展阶段、人口结构相比，目前的政府债务负担偏高。按目前的情况发展，中国政府的总负债率将可能在 2020 年触及 60%，并在 2030 年逼近 90%。如果不对财政政策的思路、以及政府负债行为机制进行调整，则中国政府债务问题的严重性将在接下来的十多年中迅速上升。从中期来看，中国政府债务面临的问题，主要是由期限结构错配带来的短期流动性风险。更进一步看，这实际上是融资渠道的不匹配带来的风险。即，政府的这些投资项目的融资应转向债券市场，而不是银行信贷渠道。从短期来看，在经济增速放缓，预算内收入和土地财政增收乏力的大背景下，地方政府债务的短期风险点增多，局部违约的可能性也在上升。

关键词：地方政府 政府债务 风险

引言

2008 年金融危机以来，为了保增长、扩内需、调结构，2008 年底中央开始实行积极的财政政策。此后几年中，货币政策基调虽然已经从适度宽松转向了稳健；但财政政策仍然维持着“积极”的表达方式。在此过程中，地方政府通过地方融资平台等渠道，突破了财政预算有限、以及限制发债等制度约束，为地方建设提供了大量资金。但是在此过程中，地方政府债务规模迅速积累，期限结构不合理，

企业与地方政府借贷的界限模糊不清，且缺乏及时、定期提供的信息披露；因此，潜在风险的积累、信息披露机制不完备、相关信息不透明、以及对未来中国经济走向不确定性的预期，都削弱了投资者对政府信心的信心。

2013年4月，国际评级机构惠誉就将中国的长期本币信用评级从AA-降至A+，这也是1999年以来，中国的主权信用评级首次被一家大型国际评级机构下调。惠誉的理由，就是“基础层面的结构性弱点”，其中就包括对地方政府债务问题的担忧。当时，惠誉估计，到2012年底，地方政府债务达到12.85万亿元人民币，相当于GDP的25.1%，超过2011年底的23.4%；与此同时，到2012年底，中国总的政府债务占GDP的49.2%。此外，惠誉认为中国地方政府还可能面临来自政府相关企业的大量潜在债务。

之后，在2013年4月，国际评级机构穆迪虽然确认中国主权信用评级为Aa3不变，但也将前景由“稳定”下调至“负面”。其中的理由也涉及到对中国地方政府债务问题，以及金融系统潜在风险的担忧。在此背景下，国际投资者的信心也开始波动，反映到中国的国际收支平衡表上，2013年2季度，在中国跨境资本流动中，出现了短期资本大规模流出的情况¹。

为了摸清政府债务的真实情况，2013年8月至9月，审计署组织全国审计机关，按照“见人、见账、见物，逐笔、逐项审核”的原则，对中央、省、市、县、乡的地方政府性债务情况进行了全面审计，并于2013年12月30日发布了《全国政府性债务审计结果》公告。

该公告显示：截至2013年6月底，全国各级政府负有偿还责任的债务20.69万亿元，负有担保责任的债务2.93万亿元，可能承担一定救助责任的债务6.66万亿。以上全口径债务合计达30.27万亿元。从负债率来看，截至2012年底，全国政府负有偿还责任的债务余额与当年GDP（518 942亿元）的比率为36.74%；如果对或有债务按风险系数进行折算，则2012年底全国政府性债务的总负债率为39.43%，仍然低于国际通常使用的60%的负债率控制标准参考值。

至此，关于中国政府债务总体规模的各种估测版本及其争论，暂告一段落，但是对于这一债务结构、规模所隐含的风险，各方仍然没有完全的共识。我们的

¹ 潘圆圆、刘洁、张明，《2013年第2季度中国跨境资本流动报告》，中国社科院世经政所国际投资研究室国际投资研究系列(IIS)讨论稿，2013年9月5日。

分析将显示：

从长时期的维度来看，与我国目前所处的发展阶段、人口结构相比，目前的政府债务负担偏高。按正文的基准情形，中国政府的总负债率将在 2020 年达到 60%，并在 2030 年达到 90%。可见，如果不对财政政策的思路、以及政府负债行为进行调整，则中国政府债务问题的严重性将在接下来的十多年中迅速上升。

从中期几年内的时间来看，中国政府债务、尤其是地方政府债务面临的问题，主要是由期限结构不匹配带来的短期流动性风险。根据审计署的报告，从 2013 年 6 月截至的数据来看，在各个偿债年度中，2014 年至 2015 年，到期需偿还的政府负有偿还责任债务分别占 21.89%，17.06%，这二年合计需偿还比例接近 4 成。而另一方面，地方政府债务的投向多为市政建设、交通运输设施建设、农林水利建设等等。这种借短投长行为，必然隐含着潜在的流动性风险。从表面来看，这是由期限结构不匹配导致的，更进一步看，这实际上是融资渠道的不匹配带来的风险。即，政府的这些投资项目的融资应转向债券市场，而不是银行信贷渠道，这不仅符合“盘活存量”的调整方向，同时也是中期内需要采取的措施。

从短期来看，在经济增速放缓，预算内收入和土地财政增收乏力的大背景下，地方政府债务的短期风险点增多，局部违约的可能性也在上升。这将导致投资者的风险溢价上升，甚至对国债的无风险基准利率水平产生影响。在此背景下，利率水平的上升，又将对固定资产投资、消费等产生负面影响，并进而危及宏观经济的稳定。

一、从长期来看，我国政府债务风险的严重性值得警惕

钟伟、郑英、张明（2013）的研究表明，运用美国中情局、英国经济学人信息部以及国际货币基金组织的公共债务率数据，通过横向的横截面比较，以及纵向的时间序列比较，均可得到人口老龄化程度加剧与公共债务率上升两者之间线性相关的结论²。

具体来说：从财政收入来看，人口老龄化将导致经济潜在增速下降，并进而

² 钟伟、郑英、张明，《国家破产：主权债重组机制研究》，上海财经大学出版社，2013 年。

使财政的税基增速下降；但与此同时，从财政支出来看，人口老龄化又将带来养老、医疗卫生等社会福利开支的负担的加重。除此之外，从生命周期理论来看，人口老龄化还将使得一国总体净储蓄以及储蓄率下降，因此，真实利率将出现长期的上升趋势。上述这些因素，都意味着财政状况，尤其是债务负担将面临着日益严峻的问题。

从经合组织等发达国家经验看，随着人口老龄化程度加剧，这些国家在养老金、医疗卫生以及长期护理等支出增速，都显著快于 GDP 增速和财政总支出增速，从而导致这个领域的支出占各国 GDP 比例以及占财政支出比例迅速上升，加上这些支出大部分需要政府承担，造成政府财政压力日益沉重（钟伟、郑英、张明，2013）。

目前，中国也正处于人口结构日益老龄化的过程之中。但是令人担忧的是，中国的人口年龄结构变化，不仅具有一般普遍性，即：收入水平不断提高的过程中，人口结构也同时老龄化。而且，中国的人口老龄化速度还远快于收入水平提高速度，这是中国面临问题的特殊性。中国在经济高速成长的几十年中，其人口结构也发生了更大的变化，而且正在以更快的速度推进。人口转变与人均收入提高之间的这种缺口，可以被表述为“未富先老”（蔡昉，2013³）。

根据 2010 年人口普查数据，中国人口平均预期寿命从 1981 年的 67.8 岁提高到 2010 年的 73.5 岁。与此同时，人口老龄化程度也迅速提高，2010 年，65 岁及以上人口占总人口的比重达到 8.87%。如果按照国际惯例，即把 65 岁及以上人口比重超过 7% 的人口结构称作老龄化人口，则中国已经于 20 世纪 80 年代中期就进入老龄化社会了。

从联合国 2010 年的估计和预测看，中国老龄化程度甚至更高。根据这个数据，2010 年中国 65 岁及以上人口占总人口的比重为 9.4%，2020 年将提高到 13.6%，2030 年为 18.7%。

在此背景下，人口老龄化将拉低中国经济的潜在增速。根据基于人口结构变化的估算研究，到 2020 年中国的潜在经济增速将下降至 5.6%（蔡昉、陆旸，2012）⁴。在此背景下，政府税收难以保持以往的增速，而且由于人口结构老化对房价的

³ 蔡昉，求解中国未富先老，东方早报，2012 年 2 月 1 日。

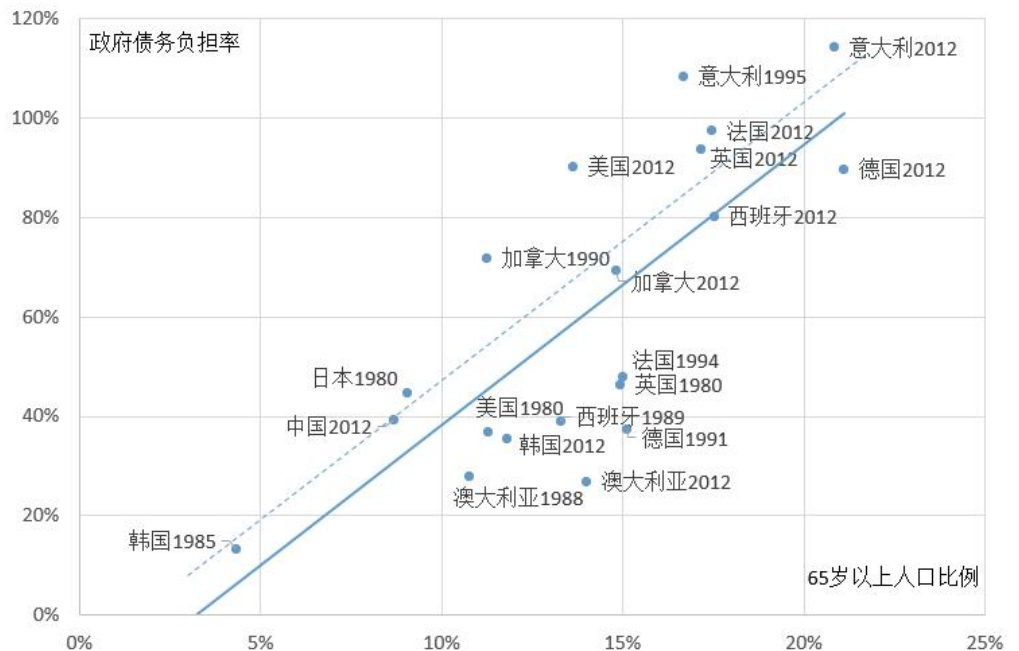
⁴ 蔡昉、陆旸，《未来中国经济增长的可持续性》，中国社科院人口与劳动经济研究所工作论文，

影响（徐建炜、徐奇渊、何帆，2012）⁵，依赖于土地收入的地方财政也将面临困境；而另一方面，如前所述，人口老龄化将对中国的养老体系、医疗卫生制度等现行框架带来挑战，各级政府将在这方面面临巨大的财政支出压力。

下面我们将基于中国的人口结构变化趋势，结合国际经验，对中国的财政压力进行展望。图 1 是样本经济体的政府债务负担率—65 岁以上人口比例散点图。其中，中国的散点是 2012 年的组合，此外还有 10 个经济体在 2012 年的散点⁶，以及这些经济体在历史上有数据的最早年份对应的散点。这些年份通常集中于 1980 年代或 1990 年代。图 1 中的实线，是这 21 个散点对应的趋势线。与钟伟、郑英、张明（2013）分析一致的是，人口老龄化与政府债务负担率基本呈现出正向的线性关系。

图 1 显示，中国处在高于趋势线的位置。按趋势线位置，中国在 2012 年人口结构，对应的政府债务负担率大致应处在略高于 30% 的水平，而实际上这时的比例已经达到 39.43%。如果这一线性趋势成立，这就说明，中国目前的债务水平，已经高于目前人口结构所对应的潜在比例。

图 1 政府债务负担率和人口老龄化结构的正向线性关系



数据来源：政府总体债务负担率，来自 McKinsey, 2013. 65 岁以上人口比例，来自 World Bank, 2013.

2012。

⁵ 徐建炜、徐奇渊、何帆，《房价上涨背后的人口结构因素国际经验与中国证据》，《世界经济》，2012 年第 1 期。

⁶ 澳大利亚、加拿大、法国、德国、意大利、日本、韩国、西班牙、英国、美国。

从两个方面的信息综合来看，中国目前的负债效果令人堪忧：

第一，中国目前的人口老龄化水平，显著低于以下情况：1980年的美国、1989年的西班牙、2012年的韩国、1991年的德国、2012年的澳大利亚、1988年的澳大利亚。但是，中国的政府债务负担率，却已经显著高于、或者相似于上述情形中的债务负担率。

第二，中国2012年的政府债务负担率，高于或接近于以下8种情况下的政府债务负担率：英国1980年、日本1980年、西班牙1989年、法国1994年、德国1991年、美国1980年、澳大利亚1988年、韩国1985年。也就是说，在除了中国之外的所有10个样本中，上述8种情况的政府债务负担率均低于中国在2012年的情况；而上述8种情况中，除了韩国1985年的人均GDP略高于中国2012年人均GDP之外，其他7个经济体的人均GDP均是中国2012年水平的2—4倍。另外，虽然意大利1995年、加拿大1990年的政府债务水平高于中国2012年，但这两个经济体彼时的人均GDP也是中国2012年人均GDP水平的3倍以上⁷。

从长期来看，中国的政府债务负担发展趋势也值得警惕。

首先，陈卫（2006）⁸根据全国人口普查数据，对中国的长期人口结构变化进行了推算，其结果显示：2020年和2030年，中国65岁以上人口的比例分别将达到12.03%、16.59%。

其次，基于图1中穿过2012年中国散点的虚线趋势线，即假设中国的政府负债使用效率不变，在2020年中国65岁以上老龄人口占比达到12.03%时，中国政府债务负担率将临近60%；在2030年65岁以上老龄人口占比达到16.59%时，中国政府债务率将逼近90%⁹。

可见，如果中国不对目前的政府负债机制进行调整、改变目前负债使用的效率，则在接下来的十多年中，中国所面临的主权债务问题的严重性也将逐渐凸现出来。

⁷ 这里的人均GDP数据，来自世界银行，是基于购买力平价的2005年不变价格人均GDP，以国际元表示。

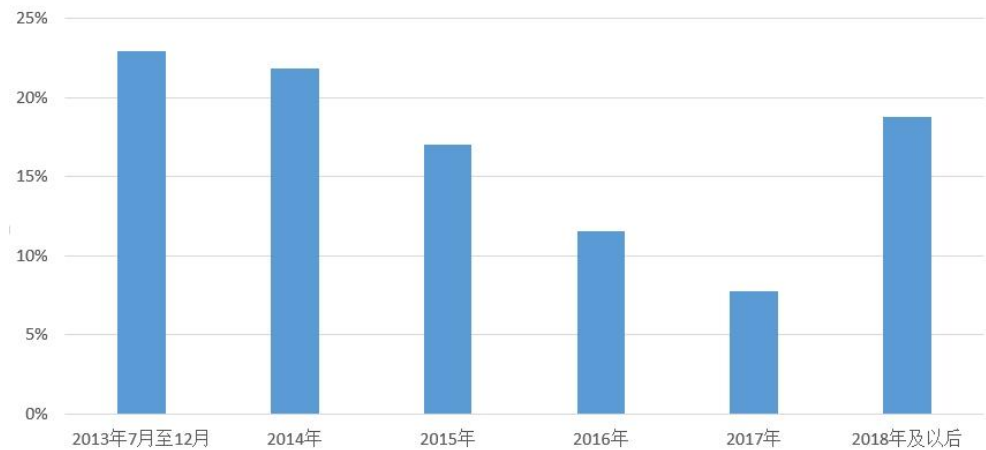
⁸ 陈卫，《中国未来人口发展趋势：2005~2050年》，《人口研究》，2006年第7期。

⁹ Reinhart与Rogoff 2010年在《美国经济评论》上发表的论文，基于大量的国际经验进行研究并指出：一旦一国政府债务占GDP比率超过90%，则该国中位数经济增长率将会下降1个百分点。这篇文章产生了较大影响，甚至被认为，给欧债危机爆发后IMF与德法等国要求南欧国家实施财政巩固政策提供了理论依据。而在2013年，另外几位美国经济学家发现，Reinhart与Rogoff的论文在数据计算过程中存在操作失误，在样本选择过程中存在主观偏差，其加权方法也令人质疑。但随后，Reinhart和Rogoff对质疑进行了两次回应和反击。

二、从中期来看，期限结构的错配是中国政府债务面临的主要问题

根据审计署的公告，从未来偿债年度看：2013 年 7 月至 12 月、2014 年地方政府到期需偿还、并负有偿还责任的债务分别占 22.92% 和 21.89%，2015 年、2016 年和 2017 年到期需偿还的分别占 17.06%、11.58% 和 7.79%，2018 年及以后到期需偿还的占 18.76%。其中，2013 年 7 月至 2015 年需要偿付的比例占 61.88%。

图 2 地方性政府债务偿债时间分布

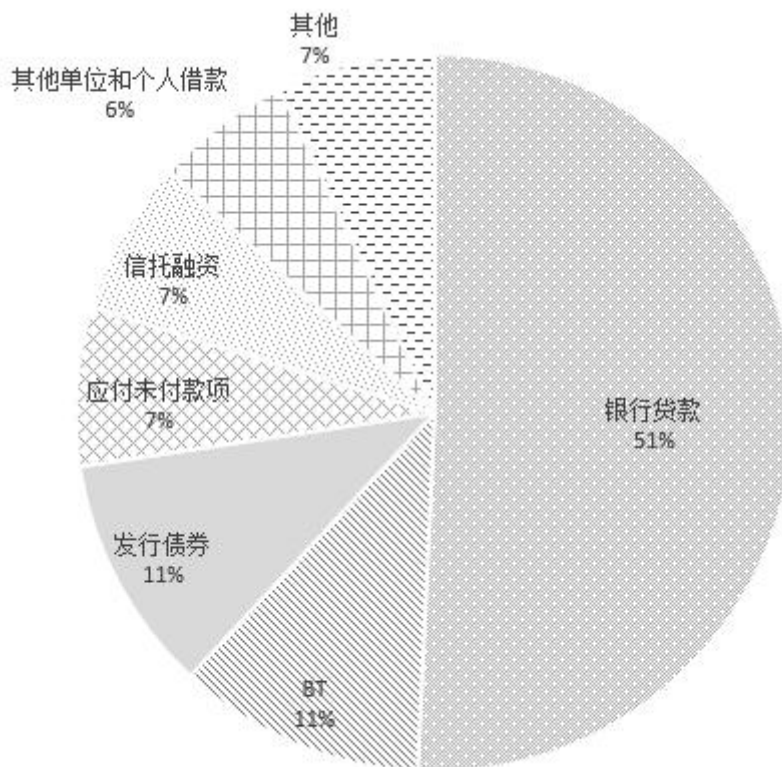


数据来源：审计署，2013。

因此，尽管在中期内，地方政府债务的负担比率并不高，从而其偿付能力并没有问题，但是期限结构错配，从而可能导致的流动性风险，是中国政府债务面临的主要问题。

但是，期限结构的错配只是表面现象，隐藏在这一问题的背后，是融资渠道的错配。从图 3 来看，地方政府债务的融资渠道中，银行贷款一项就占到 51%，是地方政府债务融资的最重要渠道。此外发行债券占 11%，由于其中的中期票据、短期融资券的相当一部分购买者也是银行，所以发行债券融资在一定程度上也依赖于银行。因此，银行在地方政府债务融资中所发挥的作用远远大于 51% 的直接比例。

图 3 地方性政府债务举债来源分布



数据来源：审计署，2013.

商业银行贷款作为最重要的融资渠道，其与地方政府债务的融资特点存在以下错配关系：

第一，期限结构的错配。商业银行对资产流动性高，除了抵押住房贷款这类优质资产，银行一般不会提供期限太长的贷款。因此，商业银行作为地方政府债务的融资来源，就会使债务的存续期限过短。从图 2 来看，2013 年 7 月至 2015 年，两年半之内，需要偿付的比例占 61.88%；2013 年 7 月至 2016 年，三年半之内，需要偿还 73.46% 比例的债务。

而另一方面，地方政府债务的投向以公共产品为主，其很重要的一个特征就是投资周期长。根据审计署 2013 年末的报告，地方政府债务的投向中，市政建设占 35%、交通运输设施建设占 24%、农林水利建设占 3%，以上三类就占到 62%。这些都属于长期建设项目，资金的收回过程远远大于前述银行贷款的期限。

从国际经验来看，美国、日本等发达国家的地方政府债券期限有 1 年、3 年、5 年、10 年、15 年、30 年等，期限设置丰富，这样更能匹配举债双方的资金偏好。而且债券发行后，可以在二级市场流动，即使是商业银行持有，流动性也将大为

增强。

第二、举债成本的错配。商业银行贷款属于间接融资手段，而发行债券融资属于直接融资。由于（1）跳过了银行这一中间环节，（2）债券在二级市场上的流动性较强，从而可以部分地弥补收益率的考虑，因此，债券融资成本通常可以低于银行贷款。

从有限的例子来看，2010年中央代发的地方政府债券以及2011年四省市试点自行发行的3年期债券利率普遍在2%左右，5年期的债券利率普遍在3%左右，而同一时期，3年期的贷款基准利率为6.15%，5年期的贷款基准利率为6.4%。债券融资成本明显低于贷款。

第三、监管者的错配。目前，在地方政府通过银行贷款获取主要融资的背景下，对这类贷款的最终监管者涉及财政部、银监会、审计署等机构，直接的风险管理者是各商业银行的风险控制部门。

但是，由于在现有的行政体制下，地方政府完全可能会动用自身的行政权力，对商业银行的借贷行为进行干预，而银行又迫于政府压力、并根据中央政府对地方政府的隐性担保，放弃审慎信贷的原则，对地方政府进行不恰当的放贷。另一方面，财政部、银监会、审计署等机构的监管中，不但存在着部门之间的协调问题，而且由于各省、市、县、乡的政府主体数量庞大、涉及项目众多，有限的中央部门，不可能对所有项目的背景、资金投向、担保物情况、偿还机制等信息完全掌握。因此，目前的两层风险控制、监管机制难以有效运行。

而从债券市场的融资来看，第三方独立评级机构可以起到重要的监督作用，其可以根据地方政府的财政收入潜力、债务规模、资产债务结构、政府治理能力等等，对地方政府债务进行信用评级。此外，除了商业银行之外，丰富的市场投资者构成，例如，保险公司、养老基金、个人投资者、甚至国外投资者等等。对于这些投资者的“用脚投票”，地方政府的行政干预将会失效，从而市场力量将对地方政府发挥真正有效的“监管”作用；如果地方政府发行的现有债券遭到抛售，则地方政府将难以获得新的债券融资。

综上所述，目前地方政府主要依赖于银行贷款的融资方式，存在流动性、融资成本、监管机制等方面的错配。解决这些问题，需要发展债券市场，使地方政

府由过于依赖于银行贷款，转向更多地依靠债券市场获得融资。这也是我们在中期内需要努力实现的。

三、从短期来看，局部风险可能推升市场利率

虽然目前总体上政府债务的偿付能力本身没有问题，但是局部地区、个别项目的地方政府债务仍然存在显著的风险性。根据审计署 2013 年末的《公告》，地方政府性债务至少存在以下潜在风险：

其一、部分地方债务负担较重。截至 2012 年底，有 3 个省级、99 个市级、195 个县级、3465 个乡镇政府负有偿还责任债务的债务率高于 100%；其中，有 2 个省级、31 个市级、29 个县级、148 个乡镇 2012 年政府负有偿还责任债务的借新还旧率¹⁰超过 20%。

其二、债务所基于的收入结构不合理。地方政府性债务对土地出让收入的依赖程度较高。截至 2012 年底，11 个省级、316 个市级、1396 个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额达 34 865.24 亿元，占省市县三级政府负有偿还责任债务余额 93 642.66 亿元的 37.23%。

很明显，一旦房地产价格持续降低，一些严重依赖于土地出让收入、而且本身债务负担已经较重的地方政府，将不排除出现债务支付危机的可能。一旦出现地方政府债务的违约，即使是个别地区，也将对整体市场的流动性、利率水平产生影响，进而对整体的宏观经济稳定产生影响。但是，目前对于地方政府债务的管理政策，存在着一定程度上的两难性，这种两难情形中的任何一种选择，都可能在短期内使金融市场的流动性问题进一步恶化。

第一种情形：道德风险失控，持续推高市场利率。

2014 年全年还将有 3.57 万亿地方政府债务需要偿还，在 2013 年 7 月以后的偿还负担中占比 20%，2014 年是重要的偿债高峰期。如果在这一年，对地方融资平台的约束不利，继续放任使用隐性的政府信用来进行融资，就难以形成对地方预算的硬约束，甚至在一定程度上促成地方政府继续举新债偿还旧债，在这种情况下，道德风险将进一步刺激借款需求，从而继续推高市场利率，民间投资、尤其是制造业投资将面临更大程度上被挤出的境地。

¹⁰ 借新债偿还的债务本金占偿还债务本金总额的比重。

第二种情形：官方对地方政府债务的预算和发债行为进行强力规范，引发的现实违约风险同样会推高利率。

从长期利益、整体角度来看，这是整顿地方财政的必要措施，但在短期内，尤其是在 2014 年的偿债高峰期，这很可能将导致某些地方政府和某些项目债务的展期、甚至违约。一方面，这将导致银行的不良贷款上升，另一方面，这也将导致市场的风险厌恶情绪上升。这些都会使得融资更为困难，同样会对市场投资形成短期负面影响。

因此，在短期中处理地方政府债务问题潜在的风险，需要清楚上述两难困境，在此基础上，对这一问题进行统筹的、适度的应对。我们的具体政策建议如下：

第一，2014 年的外需改善将为解决国内问题提供一定政策空间。随着欧、美、日等主要经济体的复苏态势巩固，中国的出口增速将从 2013 年的 7.8% 上升到 2014 年的 12%。而 Cui 等（2009）¹¹ 基于中国省际面板数据的研究表明，出口增速的上升，将通过投资、就业、收入、消费等环节，对中国整体经济增速产生积极影响。其经验估计结果显示，经过价格指数平减之后的出口实际增速，每增加 4 个百分点，中国 GDP 增速将上升 1 个百分点。Cui 等（2009）论文中实际出口使用的是 GDP 平减指数，假定之后该指数与 2012 年的情况相同（实际上，在正常范围内，该估计结果对于平减指数并不是很敏感），则出口增速从 7.8% 增长到 11%，将拉动 GDP 增长约 0.75 个百分点¹²。

即使考虑到 2013 年年中以来，SHIBOR1 年期利率上升约 0.6 个百分点，10 年期国债利率上升 1.23 个百分点。这些利率上升，如果完全传递到企业的投资成本环节，则 2014 年全年 GDP 增速将被拉底 0.66 个百分点。但这一负作用，仍然小于外部需求改善带来的正向效应。因此，这就为解决国内的地方政府债务问题，提供了一定的政策腾挪空间。

第二，官方也可以采取“搁置存量，严控流量”的措施，争取避免前文提及的两难情形。具体地：一方面，将存量上有问题的债务进行剥离，交由资产公司另行管理；另一方面，改革中央、地方两级财政体系的财权和事权不对等问题，尽快规范地方政府的预、决算体制，允许地方政府在债券市场发债等等。

¹¹ Li Cui, Chang Shu and Xiaojing Su (2009), How Much Do Exports Matter for China's Growth? Hong Kong Monetary Authority, China Economic Issues, Number 1/09, March 2009.

¹² 徐奇渊，《中国经济：外部经济向好将为国内改革提供有利条件》，中国外部经济环境监测《全球宏观经济形势季度报告》，中国社科院世界经济与政治研究所，2013 年 4 季度。

第三，可以牺牲一定的经济增速，以杜绝道德风险问题。需要强调的是，第二点中的解决方案中也存在重要问题：即不良债务的一笔钩销，容易使未来债务问题管理中的惩罚机制难以置信，从而并不能杜绝道德风险问题。因此，在金融市场风险总体可控、预案充分的背景下，应该允许一些债务出现违约和重组。从前面的分析来看，即使以 7.5%为经济增长目标，这样做的政策空间也是具备的。

参考文献:

[1] 潘圆圆、刘洁、张明,《2013 年第 2 季度中国跨境资本流动报告》,中国社科院世经政所国际投资研究室国际投资研究系列(IIS)讨论稿,2013 年 9 月 5 日。

[2] 钟伟、郑英、张明,《国家破产: 主权债重组机制研究》,上海财经大学出版社,2013 年。

[3] 蔡昉, 求解中国未富先老, 东方早报, 2012 年 2 月 1 日。

[4] 蔡昉、陆旸,《未来中国经济增长的可持续性》,中国社科院人口与劳动经济研究所工作论文,2012。

[5] 徐建炜、徐奇渊、何帆,《房价上涨背后的人口结构因素国际经验与中国证据》,《世界经济》,2012 年第 1 期。

[6] 陈卫,《中国未来人口发展趋势: 2005~ 2050 年》,《人口研究》,2006 年第 7 期。

[7] Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, 2010. "Growth in a Time of Debt," American Economic Review, American Economic Association, vol. 100(2), pages 573-78, May.

[8] Li Cui, Chang Shu and Xiaojing Su (2009), How Much Do Exports Matter for China's Growth? Hong Kong Monetary Authority, China Economic Issues, Number 1/09, March 2009.

[9] 徐奇渊,《中国经济: 外部经济向好将为国内改革提供有利条件》,中国外部经济环境监测《全球宏观经济形势季度报告》,中国社科院世界经济与政治研究所,2013 年 4 季度。

免责声明:

本报告非成熟稿件,仅供内部讨论。版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所全球经济治理研究室、经济发展研究室所有,未经本中心许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登,如有违反,我们保留法律追责权利。

联系邮箱: iwep100732#163.com