

## 未来十年中国主权债危局

### ——中国金融系统性风险评论之三

9年前，我与两位师友完成了一个世界银行委托的主权债重组课题，当时该课题是为阿根廷主权债务危机而作。去年，我们终于将该课题成果付梓出版（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月版）。没想到的是，书中的大部分内容居然毫不过时，因为主权债务危机再度在欧元区爆发。事实上，笔者始终认为，欧元区国家要彻底走出主权债危机，大规模的债务重组是必要之路。拖得越晚，最终的调整越痛苦。更进一步来看，中国政府的债务风险自美国次贷危机爆发以来，也处于显著上升的过程中。未来十年，中国中央政府的杠杆率很可能迅速抬升，如果应对不当，爆发某种形式的主权债危机也未可知。

长期以来，中国中央政府债务占GDP比率一直维持在20%左右，远低于国际公认的60%警戒线。预算法规定地方政府不能直接举债，因此地方政府债务也局限于养老金缺口、对地方国有企业的隐含担保等或有债务。在次贷危机爆发前，中国政府总债务占GDP的比率应该在30-40%左右，债务负担与其他新兴市场国家相比相对较轻。

次贷危机的爆发改变了这一切。为应对次贷危机对中国经济造成的负面冲击，中国政府出台了4万亿的财政刺激方案。但中央财政只出1.18万亿，剩下部分由地方财政来出。在

分税制框架下，地方政府的预算收入与支出本身就不能匹配，必须靠中央转移支付与土地出让金才能最终平衡。因此，为了拿出足够的资金以融通庞大的基础设施投资，地方政府开始大规模使用地方融资平台作为自身融资中介。地方政府以土地、基础设施、地方国企股权等资产作为资本金注入融资平台，再由融资平台向商业银行申请贷款，最终将募集资金用作基础设施投资。为配合中国政府的4万亿财政刺激方案，银监会与央行也放松了信贷的闸门，导致2009年与2010年的人民币贷款增量都超过了9万亿。

扩张性的财政货币政策使得中国经济很快触底反弹，在次贷危机后出现了一枝独秀式的增长，但同时也造成了产能过剩、资产价格泡沫与地方债务剧增等一系列负作用。根据审计署在2011年的第一次普查，截至2010年底，地方政府债务达到10.7万亿元，占到当年GDP的27%。而根据审计署在近期公布的第二次普查结果，截至2013年6月，地方政府债务已经飙升至17.9万亿元，占到GDP的33%。其中地方融资平台的相关债务已经超过10万亿元。

地方政府债务高企本身并不是问题，问题在于，地方政府未来是否有能力为这些债务还本付息。中国的独特问题在于，地方政府、融资平台与商业银行三者之间形成了错综复杂的关联，而这一关联能否持续，关键取决于房地产市场是繁荣还是衰退。

一方面，无论是融资平台的资本金还是抵押品，基本上都是地方政府划拨的土地；另一方面，地方政府对融资平台提供的隐性担保，很大程度上又是以未来的土地出让金收入作为支撑的。目前，与房价、地价密切相关的贷款，大约已经占到中国商业银行贷款总额的一半以上，这其中既包括开发商贷款与住房抵押贷款，也包括对地方融资平台的贷款以及以土地或房产为抵押的其他企业贷款。换句话说，如果中国房地产市场繁荣、房价一路上涨，则地方融资平台能够轻松地还本付息、地方政府的财政收入充裕、商业银行的资产负债表非常健康，而如果中国房地产市场开始向下调整，则地方融资平台、地方政府与商业银行的风险会同时爆发。

一旦地方融资平台、地方政府与商业银行陷入危机，中央政府绝不会坐视旁观。而中央政府救援的结果，无非是通过各种方式（例如向银行系统注入资本金、成立新的资产管理公司帮助银行剥离不良资产，甚至帮助地方政府还款等），将地方政府债务与商业银行不良资产，转变为政府的当期财政赤字与累积政府债务。政府应对危机的结果，无非是用公共部门的加杠杆来应对私人部门的去杠杆，古今中外皆然。

因此，中国能否避免地方债务危机的爆发，归根结底取决于中央政府的财力是否能堪重负。如果说在次贷危机爆发前，30-40%的政府整体债务水平，使得中国政府有很大债务腾

挪空间，那么，截至 2013 年 6 月底，根据审计署最新普查的数据，中国政府整体债务占 GDP 的比率已经攀升至 56%，这就意味着政府的腾挪空间已经显著收窄了。

问题在于，56%这一数字，未必是中国政府总体债务水平的真实反映。一方面，这一次债务普查尽管覆盖了中央、省、市、县、乡五级政府的债务，但并没有包括诸如政策性银行金融债、社保账户资金缺口之类的或有债务；另一方面，根据各种坊间传闻，不少地方政府这次申报的债务水平依然显著低于真实债务水平。根据一些国内外投行的估计，当前中国政府的真实债务占 GDP 水平或在 70-80%左右。

更严重的问题是，未来一段时间内，商业银行的不良贷款剧增，可能不仅限于地方融资平台贷款，前者对开发商与其他企业的贷款也可能难以收回本息。正如笔者在本系列第一篇文章“私人部门的两大风险”中所指出的，随着国内外需求的持续低迷，中国在制造业与基础设施领域均会出现显著的产能过剩，而相关企业去杠杆化的结果，就是银行坏账的大幅上升。最终，银行坏账会再度转换为中央政府债务。

另一个值得关注的问题，则是居民收入倍增计划也会加剧中央财政的压力。笔者认为，在收入分配方面，真正需要的结构调整，是国民收入分配从政府与国企部门向居民部门的倾斜，即收入再分配。而如果中国政府的相关思路，是在不影响政府与国企利益的前提下提高居民部门收入的话，那么只有两条路可走，一是政府举债，二是通货膨胀。从国际经验来看，政府先通过举债来增加居民福利，再通过通胀来撇清债务的可能性更大。

如果上述情形在未来同时发生，则未来五至十年内，中国政府的真实债务水平，可能上升至 90-100%。随着国内经济潜在增长率的下降，以及利率市场化可能导致利率水平上升，一旦经济增速低于利率水平，那么中国政府债务的可持续性就会面临挑战。未来十年内中国面临爆发主权债危机的风险，这并非危言耸听。关键在于如何未雨绸缪、及时应对。

**IIS 简介：**国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、肖立晟、林念、王宇哲、高蓓、陈博、刘洁与徐以升。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

**责任条款：**本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。