

不宜夸大当前国内债务风险

□中国社科院金融所银行研究室
曾刚

4月初，国际三大评级机构之一的惠誉将中国偿还长期本币债务评级从“AA-”降至“A+”，评级前景为稳定。其中，对中国债务可持续问题的担忧是下调评级的主要原因。这次评级下调将中国债务风险问题再一次推向风口浪尖。

债务风险或被高估

有一些研究认为，在过去几年中，中国非金融部门的总债务规模快速膨胀，余额已超过100万亿元（不同的报告估计结果在105万亿元至120万亿元之间），债务余额与GDP之比从2008年的124%迅速上升到200%左右（不同的报告估计结果在190%至220%之间）。在总量估计的基础上，有些研究还进一步估算分部门的债务负担情况，其计算逻辑是先分别估算居民部门和政府部门的债务规模，然后从总量中扣除，最后得到企业部门负债总额。按此估算，居民部门、政府部门和企业部门的债务余额，分别为18万亿元、30万亿元和60万亿元左右，与GDP之比分别为35%、65%和125%左右（不同研究的估算结果有差异，不过结论大体相同）。根据上述结果，这些研究者得出了两个主要结论：其一，在总量上，中国债务与GDP比重偏高。信贷投放所带来的GDP增长渐趋微弱，意味着债务偿付能力有恶化的迹象。其二，分部门来看，抛开地方政府债务不论，非金融企业部门的债务水平也远高于一般国家，已达到不可持续的程度，具有相当的脆弱性。

应该承认的是，上述这些研究关注到了近几年来中国债务迅速膨胀的事实，并及时进行了风险警示，但由于其侧重债务负担的分析方法存在局限，很可能高估了风险的严重程度，进而做出了不恰当的前景判断。简单来说，有以下几点值得商榷。

第一，仅凭债务估算来进行

风险判断是片面的。无论是国家层面还是部门层面的研究，资产负债分析应同时涉及资产和负债两端，仅考虑债务总量，显然不能准确评估真实的偿付风险。

第二，相关研究也缺乏对期限错配状况和经济主体债务重组能力的分析。从现有的理论文献来看，高负债引发金融风险的路径大致包括期限错配、货币错配以及资本结构错配等几个方面，其中期限错配最为重要。需要指出的是，资源跨期配置本是金融的基本功能，所以期限错配本身不是问题，关键在于错配的程度与经济主体的承受能力是否一致。如果经济主体的现金流收入足以偿付到期债务，抑或经济主体可以较容易地通过金融市场对债务期限进行重组，那么较高的债务规模，甚至较大的期限错配敞口都不一定会引发风险。

第三，现有债务总量估算方法本身存在缺陷，估算结果与风险程度不存在密切关联，进而也无法提供明确的政策建议。目前，有关负债总量的计算方法，多是将不同债务工具直接加总得到，并未区分这些债务工具的发行主体，以及这些主体相互之间存在金融交易的可能。由此不难看出，一国债务总量高度依赖其金融结构（部门债务结构则与其经济结构高度相关），一般说来，金融交易越复杂，估算出的债务规模会越大。正因如此，作为国家资产、负债分析开创者之一的Goldsmith，曾将基于这种总量估算得出的金融相关比率，作为衡量一国金融发展水平的指标（当然，该指标的有效性存在争议）。

从实际来看，不同国家的债务规模（无论是总体层面还是部门结构层面）有很大的差异。根据OECD的统计，用美国、日本和德国的数据简单比较可以发现，三个发展程度相似的国家，债务总量和结构有明显的不同。从总量看，2012年末，非金融部门债务（不含非金融企业部门的股票和权益）与GDP之比最高的日本，为468%；最低的是德国，为253%；美国居中，为306%。分

部门看，美国的非金融部门中，政府部门、非金融企业部门和居民部门的债务规模比较接近，与GDP的比重分别为110%、110%和85.7%；日本分别为238%、151%和78%；德国则为89%、105%和59%。

如此明显的数据差异，使我们很难推断出能反映债务可持续性的临界水平，无论是债务总量还是分部门的结构均是如此。

第四，具体到前述有关中国债务估测的各种研究，除总量估算方法本身的缺陷外，还有一些更具体的问题需要强调。其一，由于严格的金融管制（包括金融许可证监管与2010年以后的贷款额度管控等），中国的融资过程比一般国家要更为复杂。其二，一些研究的估算中还包含了不恰当的项目，如权益性融资（包括股票发行和PE投资等）、未贴现银行承兑汇票以及其他一些银行表外项目等。具体来说，权益性融资与偿付风险往往呈反向变化关系（因其可改善企业资本结构的错配），将其纳入债务总量考察显然不合情理。而至于未贴现承兑票据等表外工具的迅速膨胀，很多是因为银行利用票据“空转”来创造存款，以改善其存贷比指标，与实体经济无直接关联，且不构成企业真实的债务偿付负担，将其纳入计算，也会明显高估非金融部门的实际债务水平。

第五，现有基于总量估算的研究，由于方法上所存在的局限，在很大程度上可能高估了中国目前债务的总量。而且，在没有充分考虑债务总量和结构与一国金融、经济结构的关联性的情况下，做出了似是而非的判断，无论从理论还是各国的实践，都难得得到有力支持。在这种情况下，过度悲观进而“唱空”中国经济和金融前景，并不明智。

优化金融结构和监管

正确的应对需要注意以下几个方面。第一，不应过度夸大目前的债务风险。从整体上讲，对债务总量的迅速膨胀及其可能产生的风险应保持高度警惕，但也不宜

过度悲观，以至在关键时期做出错误的政策判断。在发展仍有空间，改革和结构调整仍需深入的阶段，未来的重点不应在于过于严格的债权紧缩和限制，而在于提高金融对实体经济的支持力度，为经济结构调整与转型创造适度的资金环境。

债务资金使用才是真正值得关注的问题，债务规模并不那么重要，对于仍有一定发展空间的大国来说，情况尤其如此。

第二，加快金融市场发展，推动金融结构优化。从资金的供求角度来讲，债务的可持续性不仅取决于债务主体的偿付能力，在很大程度上还取决于资金供给面的情况，因为这决定着债务重组空间的大小。从目前看，中国高储蓄的现实还没有根本性改变，充裕的资金供给意味着维持较高负债规模的基本条件依然存在。当然，不可否认的是，由于中国金融结构过度依赖银行为主体的间接融资，导致在资金供求的结构上，经济发展过程中长期性资金需求与相对短期的银行信贷资金之间存在较严重的期限错配。对此，需要在未来逐步化解，除推动银行对合格信贷项目进行重组展期外，更重要的是要加快中国金融市场发展，通过长期债务工具以及股权融资市场，来优化金融结构，以降低期限错配和资产负债率。

第三，优化金融监管，提高金融效率。债务规模的高低与一国金融的复杂程度有较大关系，而中国过去几年中快速膨胀的债务，有相当部分是因为融资过程的复杂化所致。这种复杂化，并非金融需求的多元化使然，更多只是因为金融监管存在的一些扭曲所致。比如，金融许可证限制使一般机构和个人不能直接参与借贷活动，而必须通过某种形式的金融中介；贷款额度限制，使银行需要借助某些“通道”，通过多次交易，方能完成一笔融资；为达到存货比要求，银行或通过虚增表外项目（如开立承兑汇票、信用证以及保函等）来增加保证金存款等。所有这些

交易，在总量上虽然导致了债务规模的扩张，但却并未新增对实体经济的资金投入，由此产生了债务总量与GDP比重过快上升，单位信贷规模所带来的GDP迅速下降等现象。

所有这些活动，削弱了金融与实体经济之间联系，甚至还可能给实体经济造成负面影响，例如，抽离了实体经济发展所需的资金、存在引发资产泡沫的隐患等，需要加以重视。核心的举措，应在于有序优化监管体系。一是尽量简化监管措施，避免监管指标过多、过复杂可能导致的叠加效应或相互冲突；二是加强不同监管部门之间的协调，建立和完善跨部门的监管机制，以统一监管标准，弥补监管真空；三是应稳步推进金融监管，特别是放松对数量方面的管制，为金融市场化深入创造良好的政策环境；四是应继续完善资本监管，推动银行风险管理体制的进一步完善，并提高银行风险抵补能力。

第六，应适度提高风险容忍度，在促进融资效率的同时，提高金融体系应对风险的能力。本质上讲，金融经营风险的行业，因此，问题的关键不在于是否存在风险，而在于其是否得到了适当的管理。从发展的角度看，随着经济结构调整的逐步深入，部分行业、局部地区，甚至部分金融机构出现一定程度的风险，都是正常的现象。从某种意义上，这样的优胜劣汰或许正是我们所愿意看到的。鉴于此，未来工作的一个重点，并不是防止风险暴露，而在于夯实金融体系应对和管理风险的能力。在认识层面，应适度提高风险容忍度，在银行拨备覆盖充足的前提下，应更坚决地加快产能过剩行业的风险揭示和处置，避免因拖延和风险掩盖可能产生的长期不利影响。在制度层面，应逐步建立和完善市场化的金融风险（包括金融机构风险）处置机制，降低各级政府对风险处置的干预程度，提高金融体系的风险应对能力。

券商创新需夯实制度基础

□万联证券研究所所长 傅子恒

题是创新人才不足。证券业协会在这一方面可以有所作为。比如，可以协同整合与组织力量进行相关金融创新方面的理论知识介绍与培训；创设与提供专题平台让那些业务创新领先者分享经验；推进或鼓励、引导社会机构进行相关创新业务的评比等。

第四，继续推动解决市场竞争影响证券行业健康、和谐发展的深层次问题。比如，一直以来各方反映强烈的二级市场投资价值缺失问题，新股近年来大面积“破发”问题，可以让作为承销机构的券商与超募发行人的上市公司承担一定的市场稳定与投资吸引力的连带责任。对那些上市不久业绩很快“变脸”的上市公司，应该对公司主要负责人与管理人员以及券商承销保荐机构进行严厉的处罚。

上市公司高管短期内辞职套现对上市公司、对市场会造成的伤害无疑是巨大的。无论从上市公司健康成长、从投资者以及创业板市场各个层面来看，都应对创业板公司高管辞职套现的短期行为进行有效约束。

反思出现这一现象的诸多原因，我们认为涉及到的市场制度缺陷在于两个层面：一是高管自认为上市公司股价被高估，二是套现条件太过宽松。股价高估只能令高管产生套现动机，而由产生“劫机”到“付诸实施”是有条件与过程的，如果套现条件很严苛，仅有动机尚不足以促使高管们即刻行动。

在此，建议考虑将所有规章制度与政策规范集中进行一次清理。如果从1981年财政部发行国库券算起，改革开放后我国证券行业发展已经历了30余年时间。适应市场经济体制改革推进与深入，30余年的时间里，不同的证券行业主管单位颁布了各类规章制度与法律规范，尤其是近几年以来新颁布的制度规范与此前的规范差异较大，一些规章制度仍在延用，一些制度已经废止。

其次，建议将证券创新大会的召开常态化，每年5月份或相对固定时间举办一次。每次大会可以对一年来的券商创新活动与制度建设情况进行总结，形成券商等金融机构核心业务部门、业内专家进行交流的平台，让来自一线的证券金融机构尤其是创新活动成就突出的机构介绍经验，推动行业共同进步。同时，证监会、证券业协会等部门可以对市场关切的热点问题进行综合汇总，对市场呼声较高、亟需解决而又可以解决的问题及时出台相关政策规范进行解决。2012年初步形成的高效务实、稳扎稳打的风格应继续保持、发扬。

再次，综合各方面的情况，当前制约证券业创新的一个突出的问

中国民生银行
CHINA MINSHENG BANKING CORP., LTD.

手机 随身 民生 随行

功能强大，特色鲜明

- 本行他行账户查询，一目了然
- 跨行资金归集，资金管理快捷方便
- 跨行互联互通，转账汇款实时到账
- 二维码收付款，扫一扫“码”上收款
- 大额转账，生意结算更方便
- 手机号转账，本行他行账户都能收
- 网点查询、排号，省时省力
- 信用卡服务全面，生活更便利
- 投资理财丰富，专属理财独享
- 本行跨行汇款，手续费全免
- 不登录，也能享受丰富的移动增值服务

民生手机银行

客户端下载：苹果用户可通过 iPhone、iPad 中自带的 App Store 下载我行手机银行客户端。

安卓用户可通过 <http://www.cmbc.com.cn:83/m/cmbc.apk> 链接下载。

Windows Phone 用户可通过手机自带的商城下载使用。

签约开通：您可以通过手机银行客户端自助注册，也可通过个人网银贵宾版U宝或到营业网点签约开通。

本海报内容不构成任何要约，本海报所述业务内容及情况最终解释权在法律法规许可范围内归中国民生银行。



95568
www.cmbc.com.cn

安卓版手机银行客户端下载，请使用手机中二维码扫描程序扫描右侧二维码直接打开链接下载。

