

看待中国债务问题需要科学评估框架

□中国国际经济交流中心研究员 张茉楠

2008年以来，中国的债务问题受到国际社会的关注。中国债务规模和杠杆率上升速度较快，但对中国债务问题需要放在中国经济结构和制度性成因的大视野中去考察，需要全新的评估框架。

债务背后的结构性问题

事实上，任何金融危机本质上都是债务危机，政府在危机中负有最后贷款人的责任。回顾全球债务危机的历史，在过去200多年时间里，全球至少发生了250次以上的主权债务违约，60多次国内债务违约，债务违约几乎每隔几年或十几年就集中爆发一次。历史上，债务违约往往不是孤立事件，而总是与经常项目逆差、本币汇率高估、公共部门杠杆和债务高企、财政亏空、外汇储备不足等因素相互交织，共同触发危机。从墨西哥金融危机(1994)、亚洲金融危机(1997)、到此后俄罗斯金融危机(1998)、巴西金融危机(1999)，再到2008年美国次贷危机和2010年的欧洲主权债务危机。

事实上，判断一国债务和杠杆率何时触发风险临界点，仅以“政府债务/GDP”这一比重进行讨论有失偏颇，不能仅从“负债侧”进行讨论，还需要从“资产侧”进行讨论。从国家资产负债表和一国债务可持续性角度是更加合理的评估尺度。

(一) 需要全面核算中国的国家资产负债表

2017年8月24日，中国社科院财政税收研究中心课题组发布的《中国政府资产负债表(2017)》显示，中国政府总资产中，即使考虑社保基金缺口，中国政府的总资产也完全能够覆盖总负债，且还有较大空间。从政府负债看，2010—2015年，如果计入社保基金缺口的参考值，政府总负债从约40万亿元增至约70万亿元；如果不计入社保基金缺口的参考值，政府总负债从约30万亿元增至约60万亿元，5年间分别增长了约70%和约100%，政府负债规模的快速增长较快。但如果将政府资产结合起来考虑，2010—2015年，中国政府总资产规模达到百

改革开放至今，中国也出现过四次债务问题。1978年后的债务问题，主要是中央财政赤字；1988年后的债务问题，主要是企业间“三角债”；1998年后的债务问题，主要是国企经营问题造成的金融机构坏账。而2008年国际金融危机之后，有关中国可能爆发债务危机的说法和担忧，很大程度上是基于中国债务率和杠杆率快速上升的数据。

我国各经济部门中杠杆率究竟处于何种水平，目前官方并未发布有关权威数据。一些研究机构、国际组织发布了各自对杠杆率的测算，口径不同，算法不同，得出的杠杆率水平也不尽相同。国际上，衡量一国债务最直接的指

标是债务总量以及其与GDP的比率，即债务杠杆率或债务比率，并将杠杆率分解为政府部门、非金融部门、金融部门、居民部门等4个部门的杠杆率。BIS(国际清算银行)最新数据显示，中国全社会杠杆率(不含金融机构)自2008年以来迅速上升，从142%上升至2016年末的257%，同比增幅较上季度末下降4.4个百分点，连续3个季度保持下降趋势。目前中国总体杠杆率略低于发达国家平均值，与欧元区、英国、美国大体相当，略高于G20国家237%的水平。

从部门和结构看，2016年末，中国非金融企业部门杠杆率约为166.3%，较2008年的96.3%

上升了70个百分点，在全球处于较高水平。此外地方政府的预算软约束、投资冲动和事权大于财权等现实导致地方政府通过融资平台积累了大量债务。根据财政部公布的数据，截至2016年底，中央和地方债务余额是27.33万亿元，按统计局公布的2016年GDP初步核算数据，负债率约为36.7%。近年来地方政府债务增长远快于中央政府债务增长，2010年地方政府直接和或有债务占政府广义债务53%，2016年这一比例上升到65%。广义地方政府债务的快速增长是政府债务扩张的主要因素，而这也是IMF和国际评级机构多次警示中国债务风险的原因。

需要更加科学合理的评价尺度

万亿元以上水平，2015年超过125万亿元，与当年GDP比重超过180%；平均来看，中国政府总资产大致1.8倍于当年GDP，体现了政府资产长期稳定的发展趋势。因此，需要以国家资产负债表作为综合衡量尺度来全面评估中国债务问题。

(二) 需要考虑债务增长的可持续性问题
另一方面，衡量债务风险仅仅从规模和增长速度方面做出考察仍不够，因为其无法判断是否对债务具有清偿能力。因此，需要我们引入对债务可持续性的评估指标。

从国际经验看，虽然债务杠杆率水平与经济发展水平呈现出负相关性，但债务和货币扩张能否得到有效维持，对经济增长和金融稳定同样具有重要影响。由于债务形成的投资或消费能够推动GDP增长，只要(人均)债务增速快于杠杆率增速，那么(人均)名义GDP仍能实现正增长。因而，债务可持续能力不同的国家，在相同杠杆率水平下，经济表现并不相同。

从债务可持续性的角度来判断债务风险，

这里有几点需要更加明确：一是只要债务成本低于债务产生的收益，那么债务就是可持续的。二是债务/GDP比例只是用来衡量债务压力大小，但并不是作为预测债务危机的充分条件。比如，日本的债务/GDP持续数年高居全球前列，但日本并未发生债务危机，主要是日本发债成本较低，90%属于国内投资者长期持有，加之储蓄率较高，民众和央行长期持有国债，因此发生偿付性风险的可能性较小。

(三) 债务问题需要放在中国经济结构的大视角下考察

深入分析中国债务结构也可以发现，虽然中国债务和杠杆率上升速度很快，但是以债务/资产来衡量，中国的大部分负债并非如西方国家更多用于投入消费和福利，而是用于固定资产的投资特性，形成基础设施与规模庞大的国有资产等，这有利于形成再生产能力。此外，中国债务问题是一个与结构相关的长期性问题，需要放到经济结构的大视角和大周期中去考察。以被认为债务风险较高的非金融部门为

例，也与中国深层次的结构性问题密切相关。中国非金融企业部门杠杆率高，原因之一是高储蓄结构。中国是全球储蓄率最高的国家之一。从资金流量表看，家庭部门是主要的净储蓄来源方，而企业部门则为净借资方。家庭部门的高储蓄率意味着大量的储蓄盈余可以转化为企业部门的投资。这种高负债和美国“寅吃卯粮”的高负债率完全不同。中国的高负债率主要源于非常高的储蓄率。其二是金融资本结构。企业以银行信贷融资为主而较少进行股权融资，股权融资与债权融资出现严重倒挂就会导致实体部门积累更多的债务。其三是不同部门杠杆结构待重估。正如近日周小川行长指出，中国地方政府通过各种融资平台借款，形成了较多的债务，这在统计上体现为企业部门债务，会导致企业部门债务高估。如果将这部分统计为政府债务，企业部门债务会大幅下降，而政府债务相应上升。因此，需要重新平衡不同部门的杠杆率，不至于引发杠杆率过于集聚于某一部门的风险。

化解债务风险需要全新结构性框架

通过影响银行信贷投放为前者提供资金。另一方面，财政与金融关系不清晰，中央银行不仅承担“准财政职能”，而且通过释放流动性等操作为政府性债务融资提供便利，虽然有助于降低财政体系的风险，但实际上将政府性债务扩张不可持续风险转移到了金融体系。

一是应清晰界定财政与中央银行的职责，防止产生财政变相透支问题；完善财政对中央银行损失的补充机制，建立有效的历史挂账处理方式解决中央银行承担金融改革与金融稳定成本的问题，提高央行资产负债管理体系改革的方案中不难发现，对地方债的管理，仍然还是要采用建立在国家信用基础上的财政工具。从几十年政府投融资体制的发展过程可以看到，在中央政府对地方政府债务兜底的情况下，仅仅采取财政工具，是很难化解这一问题的。

(一) 化解地方债风险须加快财政体制与金融体制一体化改革

针对当前债务风险的焦点，如何从根本上解决地方债务问题，必须强化央行对地方政府债务的监督管理职能，增强财政体制改革与金融体制一体化改革。从目前对地方债务管理的改革思路，以及新一轮财政管理体制改革的方案中不难发现，对地方债的管理，仍然还是要采用建立在国家信用基础上的财政工具。从几十年政府投融资体制的发展过程可以看到，在中央政府对地方政府债务兜底的情况下，仅仅采取财政工具，是很难化解这一问题的。

一方面，一些本该由财政承担的责任交给了金融市场主体，政府性债务扩张不可持续风险将转移至金融体系。政府通过融资平台公司、国有企业直接参与经济活动，同时

支出需要的前提下，实现国库闲置现金余额的最小化和现金运用收益最大化。对还款来源主要依靠财政性资金的公益性建设项目，由于建设资金需求量大，为弥补资金缺口，地方政府不惜对外举债、背负利息。央行应积极加强地方国库现金管理问题研究，在保证国库资金安全的前提下，推出既符合国家的宏观经济治理，又能满足地方财政利益诉求的现金管理模式，充分合理利用闲置的库存资金资源，最大限度地减少政府债务余额和利息支出。

(二) 化解非金融部门债务风险须加强实体经济与金融改革协同性

对于非金融部门(实体经济)需要重新审视“去杠杆”的路径选择。随着中国人口老龄化临近、生产成本上升将使得全要素生产率增长趋于放慢，而劳动力无限供给时代的结束和连续多年高投资已使得人均资本达到较高水平，投资边际收益率下降不可避免，新增资本需求持续减弱。特别是从债务负担来看债务利率可能处于一个上升通道，因此，须从供给端着眼发力有效“去杠杆”。

首先，调整企业资产负债表，建立市场化

的企业资本金补充机制，使企业恢复到健康的资产负债率水平。通过市场化方式(留存利润、权益融资、私募基金、股权转让等)补充企业资本金。本质而言，宏观杠杆率攀升与微观杠杆率平稳反映出的问题是单位资产创造的收入下降。因此，特别是针对国有企业杠杆率居高不下的状况，应该大幅度消除政府隐形担保，抑制地方政府竞争性投资，激发民间资本市场活力，进而提高社会资金形成和配置效率。

其次，必须以大力提高中国资本形成效率为中心，进一步深化投资体制改革，对企业实行负面清单制度(哪些领域不可进入)，对政府实施正面清单制度(哪些领域可以进入)，降低公共部门的低效投资。

最后，改革金融监管体制，打破刚性兑付，同时大力发展规范的股权融资，健全投资者保护制度，充分发挥资本市场在降杠杆和优化资源配置的功能。一方面，优化国有资本布局和加快国有企业改革，优化债务融资的微观基础；另一方面，货币政策方面要保证相对稳定的利率水平，利率平稳是金融稳定关键，也是降低杠杆率的关键。

还有一个细化风险的例子，就是在选用测量信用风险指标的时候，人们经常使用的信用息差。

法博齐就有一个很好的诠释：信用息差被定义为企业债券收益率高于可比期限国债收益率的差。早期的时候，人们认为这个息差仅代表了信用风险，但是随着认识理解的加深，人们对这个息差有了更加深的理解——信用息差包含了宏观经济因素的风险因子与信用风险两者。宏观经济因素的风险因子包含国债收益率曲线当时的水平与坡度、经济周期以及消费者信心等因素；这个息差包含了信用风险，以及市场在不同经济周期下对信贷产品的供需关系，信用风险仅仅是这个信用息差中的一部分。信用违约率在评估债券价格的时候，更加准确与干净。而信用息差的方法将供需融入到定价体系中，让人们很容易被市场误导。

由于理解的不断加深，当前人们也有能力将过去那些无法建模的因素进行量化，从而达到更接近真实公允价值的方法，这也是细化风险对金融市场的贡献。

最后简单谈谈利率在资产管理领域中风险管理的新动向。在为固定收益产品定价时，永远离不开的一个风险因子就是折现时用的无风险利率。但是，市场上的各种利率种类五花八门。直至今天，不同的金融市场参与者都还没有一个统一公认的利率基准。也就是说，在进行折价的时候，究竟使用哪种利率作为无风险利率，至今还在争论不休。但是，选择的利率种类不一样，对于固定收益产品的定价结果却天壤之别。以短期利率为例，有些人习惯使用Libor，而在我们看来，Libor是含有信用风险的，它不能算作一个无争议的无风险利率。我们倾向于使用远期利率，因为它是含有担保的，并且比较接近市场上真正通过技术计算出来的无风险利率水平。

虽然自2008年国际金融危机爆发以来，人们对金融市场的理解获得了可喜的进步，金融风险管理的重要性也愈加显著，但在资产管理领域，我们面前的路仍旧很长。

新型城镇化驱动经济内生增长

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

近日，在华盛顿召开的IMF和世界银行年会上，中国人民银行行长周小川发表演讲指出，今年以来我国经济增长动能有所回升，上半年GDP增速达6.9%，下半年有望实现7%。实际上，2016年四季度以来，中国经济企稳回升。中国经济之所以有超预期表现，除“稳增长”政策作用外，以新型城镇化为引擎的内生驱动增长，释放出巨大动能。

周小川行长在演讲时指出，推动经济增长的动力，主要来自家庭部门消费的快速增长。今年1—8月，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，消费对象逐渐从传统的商品转向服务。因此，服务业发展加快，第三产业增加值占GDP比重从2015年之前的40%上升为当前的55%。巨大的内需潜力被释放、被激活，经济增长显现出强大韧性。

本世纪初，哥伦比亚大学教授、诺贝尔奖获得者斯蒂格利茨提出了“世纪论点”，即中国的城镇化将是21世纪影响人类进程的两件大事之一。一直以来，由于城乡二元分割、社会保障均等化不够，户籍人口城镇化率只有30%—40%，与常住人口城镇化率相差15—20个百分点。目前，我国城镇常住人口达7.93亿，但城镇非户籍常住人口达2.45亿，占比达31%。同时，还有1.5亿的“留守人群”待城镇化。

党的十八大以来，城镇化全面提速。“以人为本”，即进城人口融入城市，渐进享受均等化的公共服务和城市化红利，也即“新型城镇化”。到2020年，户籍人口与常住人口城镇化率将缩小2个百分点；1亿农业转移人口将在城市落户。五年来，城镇化体制机制不断完善，如各大城市相继降低户籍门槛。京沪深等超大、特大城市，以回归居民管理的居住证代替流动人口管理的暂住证，并以积分制、排队制，建立起常住居民努力工作、贡献力量、融入城市、分享红利的“激励相容”的机制。

另外，针对进城农民、外来人口的社会保障体系也基本建立。近年来，“新农保”、“新农合”、大病保险和孤寡救济等保障形式在农村基本实现全覆盖。土地保障形式不断创新，比如农民进城后，农耕地对外承包、农业产业化入股，政策上完全保障“离乡不离土”、“人走地不走”，不得强行要求进城或“上楼”农民退出宅基地、退出承包耕地。而且，近年来就业地城市也将最低收入保障、社会救助、住房公积金等扩展到非户籍人口。由此，针对进城农民、外来人口，以“土地”+“社保”为主要内容的、兜底式的保障体系初步建立。

同时，近年来“互联网+”、通信“村村通”拓宽视界，进城工作带来财富效应，道路和通信等基础设施大规模铺设，降低了城乡交

流融通的成本。新型城镇化之蓬勃也史无前例：一方面，子女在城市“扎根”的，父母或进城养老、或进城带小孩；另一方面，新生代农民工、子女年幼或未在城市“扎根”的，举家流动，父母进城“边打工、边陪读”，或帮助子女购买住房。此外，农业产业化、机械化大发展缩短农忙(三个月左右)时间，“农闲进城、农忙回乡”也已常态化。

近年来，三四线城市商品房市场快速回升，甚至在“去库存”政策边际效应减弱、热点三四线城市启动调控之后，仍保持在高位。很大程度上在于，基础设施跟进及一系列配套改革下，新型城镇化将内需潜力完全释放。未来，房地产租赁市场崛起，租售共存推进，不仅将实现外来人群“扎根”城市的梦想，还将进一步释放内需潜力。

作为城镇化高级形态，城市群在过去5年发展迅速：“八纵八横”等中长期铁路网规划“落地”；京津冀、珠三角和长三角等跨行政区域公共服务和产业统一规划开启；以中心城市为枢纽的高铁、快速干线，轨道交通建设不断向外延伸；大城市、中心城市的辐射作用空前强化，城市群实现“1小时”通勤和生活。

由此，中心城市外围区域大规模开发(包括集体建设用地入市)，轨道交通及沿线新市镇建设、站点高密度开发、城市更新等开启。另外，中心城市与次中心、城市群内

其他中小城市在产业链上实现重构。比如，在京津冀一体化框架下，北京积极疏导非首都功能，探索“通州副中心—燕郊”、“北京—雄安新区”统一规划、功能重新布局；深圳制造业向东莞、惠州等珠三角及泛珠三角转移；面向深莞惠、粤港澳大湾区，华为、腾讯、顺丰等信息、高端制造和现代物流企业重构“研发—制造—物流”产业链新格局，这些都将深度挖掘新型城镇化红利和释放全要素生产效率。

2016年7月，住建部等三部委发文，提出到2020年，培育1000个各具特色、富有活力的特色小镇，引领带动全国小城镇建设。此后，作为推进新型城镇化均衡发展的载体和创新形式，小城镇建设、宜居新村导向的农村危房改造在全国如火如荼地发展起来。越过农村基层，居住条件、公共服务水平越低，存量房质量及公共配套亟需改善。借助街道硬化、安全饮水、农村合并、垃圾集中处理、通信网络、农村通等惠民工程，广大基层农村也享受到城市化红利，生产生活开始向城市靠拢。到2030年，“三个一亿人”战略全面实现，我国城镇化水平将达66%，新增城镇人口3亿左右，相当于现有城市常住人口的近40%。未来5年，新型城镇化及各项配套改革深入推进，新型城镇化作为内需增长和经济转型引擎的作用也将进一步夯实。

把握资管行业风控新趋势

□同济大学副教授 王倩

当前国际金融市场，货币、资产管理以及杠杠化成为热议话题，无论是实际业界还是理论领域，人们都尝试寻找解决它们的线索，资管风控就是其中一个不可忽视的问题。

在资产管理领域，从宏观总架构趋势来看，人们转变了从前对于单个金融产品的关注，开始更多关注公司层面的风险管理。它建立在原有的资产配置基础上，并从多角度对其风险回报进行优化。它从公司层面的风险偏好出发，结合资产管理的策略与各个功能部门之间的相关联性，对整个公司层面进行风险量化。其整个风险管理流程从基本的金融产品头寸，一直渗透到高级管理层。通过这种方式，风险管理的工作流程覆盖了公司的各个角度，成为一个完整的架构模式。它超出在资产管理领域原有对风险管理的有效应用范围。

上面的内容是在宏观上的理解，在具体技术层面，各种定性、测量、管理等技术方法也在不断的发展，下面我们就做个简单的诠释。

之前，在金融领域，风险管理中常用的测量方法为险价值。当面对不同金融产品，例如股票、债券等进行风险比较时，它成为一种统一的方法。不足体现在其方法的有效上。例如，是否各种金融市场都能够毫无顾虑地使用在险价值的方法，它对数据的质量是否有很高的要求，它的不同方法的适用范围等，都显示了在险价值的局限性。部分机构已经开始采用将收益与风险相结合的方法，来表达个体与机构所面临的风险。因为单纯的比较风险，达不到优化风险收益值的目的，所以需要结合相关产品的绩效。收益风险是一种值得推广的方法。

随着对金融产品和风险管理方案的理解不断加深，对数据的加工程度不断优化，从前一些对冲风险的传统方法也面临着考验。以衍生品对冲为例，之前对冲股票下行风险主要采用期权(例如看涨、看跌期权)等衍生品的方式，而随着理解金融市场上相关产品的能力不断加强，人们开始使用能够对冲掉该股票下行风险的非衍生品类金融产品。由于使用衍生品对冲风险的成本很大，对冲误差常常造成收益损失，而使用大数据加工分析后的非衍生品头寸，完全可以达到既能够对冲下行风险，又能够减免由于使用衍生品误差所带来的损失，可谓一举两得。

对于风险管理除了测量方法以及技术进步以外，对新的风险种类的认识也在不断发展。例如当下人们提出了传染风险、大事件风险、交易对家风险，伴随着原有种类的风险以及原有风险管理的技术方法，风险管理的整体架构不断完善。这也是精细化的一个体现，在资产管理领域，这些进步尤为受到关注。

精细化风险尤其体现在为资管领域中固定收益产品定价上。以大事件风险为例，在当前的理解下，影响债券价格的不仅只有利率风险、信用违约风险，人们又加入了大事件风险对债券价格的影响。在这里，大事件是指重组、再融资、去资本、兼并重组、证券回购的一些典型的企业资本融资等事件。将这些事件考虑到债券定价中，是对原有定价方式的深化。许久以来，人们一直尝试用各种不同的数学方法来解决这个问题。在这里，我们有个简单的建议：仍采用原有的方法，再引入一个大事件调节阀。这个大事件调节阀可以将这些资本融资的事件发生后对整个债券价格的影响的因素，重新架构到原有的固定收益产品定价公式中，其得出的结果能够很好地映射大事件发生后债券价格变化的反应。

还有一个精细化风险的例子，就是在选用测量信用风险指标的时候，人们经常使用的信用息差。法博齐就有一个很好的诠释：信用息差被定义为企业债券收益率高于可比期限国债收益率的差。早期的时候，人们认为这个息差仅代表了信用风险，但是随着认识理解的加深，人们对这个息差有了更加深的理解——信用息差包含了宏观经济因素的风险因子与信用风险两者。宏观经济因素的风险因子包含国债收益率曲线当时的水平与坡度、经济周期以及消费者信心等因素；这个息差包含了信用风险，以及市场在不同经济周期下对信贷产品的供需关系，信用风险仅仅是这个信用息差中的一部分。信用违约率在评估债券价格的时候，更加准确与干净。而信用息差的方法将供需融入到定价体系中，让人们很容易被市场误导。

由于理解的不断加深，当前人们也有能力将过去那些无法建模的因素进行量化，从而达到更接近真实公允价值的方法，这也是精细化风险对金融市场的贡献。

最后简单谈谈利率在资产管理领域中风险管理的新动向。在为固定收益产品定价时，永远离不开的一个风险因子就是折现时用的无风险利率。但是，市场上的各种利率种类五花八门。直至今天，不同的金融市场参与者都还没有一个统一公认的利率基准。也就是说，在进行折价的时候，究竟使用哪种利率作为无风险利率，至今还在争论不休。但是，选择的利率种类不一样，对于固定收益产品的定价结果却天壤之别。以短期利率为例，有些人习惯使用Libor，而在我们看来，Libor是含有信用风险的，它不能算作一个无争议的无风险利率。我们倾向于使用远期利率，因为它是含有担保的，并且比较接近市场上真正通过技术计算出来的无风险利率水平。

虽然自2008年国际金融危机爆发以来，人们对金融市场的理解获得了可喜的进步，金融风险管理的重要性也愈加显著，但在资产管理领域，我们面前的路仍旧很长。