

结构性改革下的赤字与债务管理： 任务、问题与策略^{*}

何代欣

[摘要]2014年之后,中国政府开始面临财政赤字逐步扩大和地方政府债务风险陡增的新局面。本文以经济社会全面转型、结构性改革和正在硬化的财政约束为背景,分析了我国当前赤字与债务管理的状况,发现本次赤字与债务管理问题由收支格局变化与管理体制转型共同主导,而管理体制转型又由广义的赤字与债务负担管理而非静态警戒线管理为主导。造成当前赤字与债务管理相对滞后的原因包括:经济波动、财政周期与国际间财政协调的影响;缺乏对赤字与债务数量规模及收敛特征的预判;过度依赖中央兜底偿付责任;疏于对赤字分类管理、债务与资产、债务期限结构和国际收支等关键细节的把握。本文研究表明,广义政府赤字低于一般公共预算赤字,结构性改革期间可适度放松赤字率至3%~5%的区间;考虑到人民币国际化大背景,一定规模政府债务有利于金融定价稳定和国际收支平衡。为了更好地加强赤字与债务管理,中国应将其纳入到结构性改革的总体设计、推进偿付责任划分和债务规模余额管理、全面实施广义政府赤字与债务的分类管理模式。

关键词: 结构性改革 财政赤字 债务规模 财政管理

JEL 分类号: E62 H63 H68

一、引言

赤字和债务从来都是令人紧张的话题,但这不应成为回避和缺乏准备的理由。相对于大多数国家,中国对赤字和债务的管理,总体趋于谨慎。这一方面源自历来财政管理的以收定支传统,另一方面中国较强的政府收入能力和相对充裕的可支配资源,保证了财政可持续。收入不会永远高速增长,赤字和债务问题终究会以各种形式呈现。世界主要大国都经历过赤字与债务的起伏(Alesina and Tabellini, 1990; Azzimonti et al., 2014)——有的国家处理比较妥当(如德国),有的国家情况相对糟糕(诸多债务危机国)。

目前看,中国政府部门债务负担率57.8%(李扬等,2012)和赤字率2.39%(预算数,2015)相对于同类经济体不算高^①。但现实中的赤字与债务管理政策,显然不只是参照几个加总的绝对性指标可以做出的(何代欣,2013;戎梅和王永中,2015)。稳增长、调结构过程中,中国的赤字与债务管理政策面临诸多新情况。首先,财政收入减缓和支出增加推升的赤字长期增长趋势,正在形成。其次,政府债务规模结构尚未完全清晰。其中,地方政府杠杆过高带来的财政风险,很可能蔓延至金融乃至更广阔的领域。最后,全球性政府财政危机的传染性,让中国赤字与债务管理需要从谨慎到科学

^{*} 何代欣,中国社会科学院财经战略研究院,副研究员。本文是中国社会科学院创新工程项目“深化财税体制改革与建立现代财政制度研究”的阶段性成果之一。作者感谢项目组成员的意见和建议。文责自负。

^① 2016年1月,美国财政部数据显示:政府债务总规模为13.63万亿美元,债务负担率为105%,新增债务(约为赤字率)3.8%。<http://www.treasurydirect.gov/NP/debt/current>

审慎。基于上述的事实与判断,本文将对中国政府赤字与债务管理的主要背景变化、运行机制特征及关键问题进行探讨,期待能为下一阶段改革提供参考。

二、背景变化与新任务

(一)经济社会全面转型

中国经济社会转型是全方位的。这对赤字和债务管理政策形成了根本上的冲击。首先是人口结构转变。人口结构转变对政府财务状况的影响是长期的(Blanchard, 1985; Buiter, 1988)。2012年,中国人口红利观点出现拐点。支撑中国经济高速发展的核心要素——劳动力,出现数量上的峰值(图1)。与之对应,人口抚养比重全面上升。2004年我国少年儿童抚养比为26.77%,2014年降低为22.45%;2004年老年人口抚养比为11.87%,2014年升至13.7%(表1)。抚养比的变化意味着,中国从家庭保障过渡到社会保障的福利体系,已步入长期扩张的通道,财政负担自然增加。还应注意,劳动年龄人口生产效率的提高速度能不能填补绝对劳动年龄人口数量减少的损失,直接决定了未来产出水平。其次是经济转型。经济发展引发的产业转型和转移,会对财政收支结构产生影响(Krugman, 1995)。中国经济新常态呈现加速转型特征(李扬和张晓晶, 2015)。2013年以后,推动中国GDP增长的力量从第二产业彻底过渡到第三产业(图2)。与传统上按三大产业分类观测GDP构成不同,三大产业对GDP的累积同比拉动,更能体现出经济转型的特征。现阶段,中国以工业为主,依靠对工业增加值征税的政府收入体系,不得不在未来,转变为更多侧重于服务业,依靠对服务产出征税的政府收入体系。最后是国际地位转变。从经验上看,开放经济体的政府赤字与债务管理,将大不同于半开放或者封闭经济体(Ludvigson, 1996; Aguiar and Amador, 2016)。2015年,中国依然是世界第一大投资目的地国,实际利用外资1262.7亿美元。与此同时,过去十年,中国悄然成为世界主要投资国(图3)。中国对外直接投资从211.6亿美元(2006)上升至1231.2亿美元(2014)。更值得关注的是,2014年,中国对外直接投资首次超过了实际利用外资。当然,大家最为熟悉的要数中国的GDP总量已经仅次于美国。2015年,6.9%的GDP增速是虽然是1990年以来的最低值。但与2015年预测的全球平均增速2.9%(Economist, 2015)相比,依然不低。此外,人民币迈出了实质意义上的国际化步伐。2015年末人民币正式加入国际货币基金组织的特别提款权一揽子货币,比重位列美元、欧元之后,日元、英镑之前^①。

(二)结构性改革

结构性改革会对各方面有比较显著的短期影响,并需要一定的改革成本。这都会推升赤字和债务规模。首先,去产能、去库存会降低主体税种的收入贡献能力(Trabandt and Uhlig, 2011),政府赤字和债务都有上升可能(Barro, 1979; Natvik, 2013)。财政部公布的财政收支情况显示,2015年1~12月累计,全国一般公共预算收入152217亿元,比上年增长8.4%,同口径增长5.8%^②。其中,所占比重最大的国内增值税31109亿元,同比增长0.8%,剔除营改增转移收入影响后下降0.5%,主要受工业生产增速放缓(全年规模以上工业增加值增长6.1%,同比回落2.2个百分点)、工业生产者出厂价格持续大幅下降(全年PPI下降5.2%)以及前期扩大营改增范围减税力度加大等因素影

^① 2015年11月30日,国际货币基金组织正式宣布人民币2016年10月1日加入SDR(特别提款权)。2016年10月1日,特别提款权的价值由美元、欧元、人民币、日元、英镑这五种货币所构成的一篮子货币的当期汇率确定,所占权重分别为41.73%、30.93%、10.92%、8.33%和8.09%。特别提款权(Special Drawing Right, SDR),亦称“纸黄金”(Paper Gold),最早发行于1969年,是国际货币基金组织根据会员国认缴的份额分配的,可用于偿还国际货币基金组织债务、弥补会员国政府之间国际收支逆差的一种账面资产。

^② 数据来源:中华人民共和国财政部 http://gks.mof.gov.cn/zhengfuxinxi/tongjishuju/201601/t20160129_1661457.html。

表 1 我国人口抚养比变化(2004~2014)

年份	总抚养比:少年儿童抚养比(%)	总抚养比:老年人口抚养比(%)	总抚养比
2004	26.77	11.87	38.63
2005	27.42	12.71	40.10
2006	25.53	12.72	38.25
2007	24.56	12.86	37.42
2008	23.68	13.04	36.72
2009	22.98	13.24	36.21
2011	22.13	12.27	34.40
2012	22.20	12.68	34.88
2013	22.20	13.10	35.29
2014	22.45	13.70	36.16

数据来源：中国人口年鉴(2004~2014)。

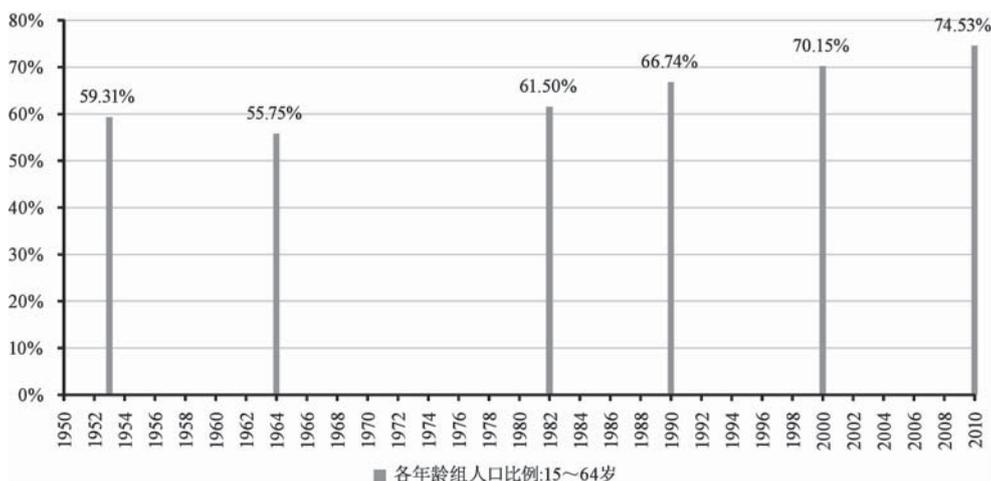


图 1 中国六次人口普查数据中劳动力年龄段人口比例

数据来源：Wind 资讯。

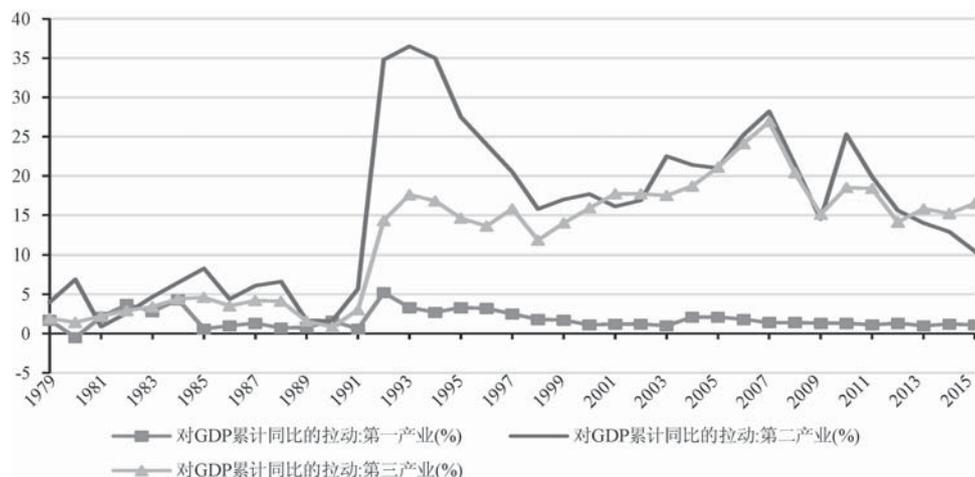


图 2 三大产业对 GDP 累计同比拉动 (1978~2015)

数据来源：Wind 资讯。

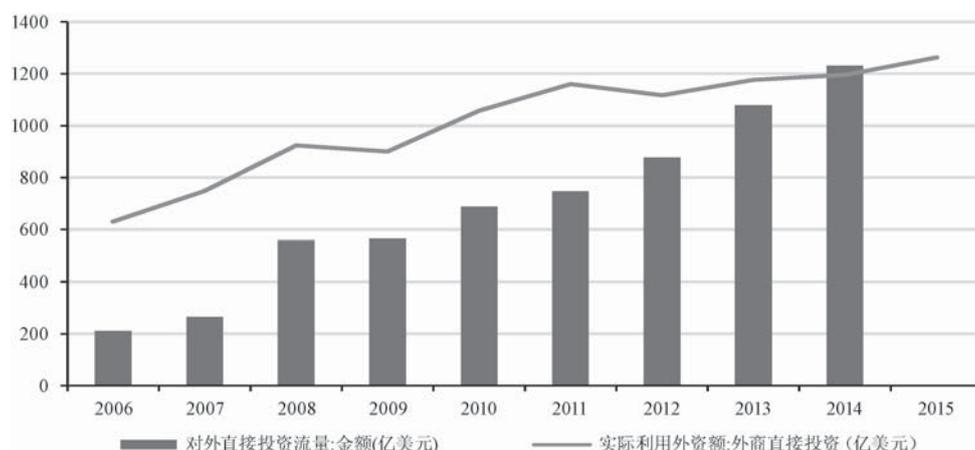


图3 中国吸引外资和对外投资情况(2006~2015)

数据来源:Wind 资讯。

响。企业所得税虽然同比增长 10.1%,但是房地产企业所得税 2871 亿元,下降 3%;工业企业所得税 7425 亿元,下降 5.3%,主要受工业企业利润下降(全年下降 2.3%)的影响。其次,去杠杆、降成本都是增加支出的活动^①。结构性改革要求提高公共支出规模和增进支出效率(Aschauer, 1989; Devarajan et al., 1996; Eberhardt and Presbitero, 2015)。2015 年全年,我国所有的公共财政支出同比增速都高于公共财政收入同比增速^②。中央与地方公共财政支出增速高于收入增速,也高于 GDP 增速^③。特别是,关乎地方主要可支配财力来源的国有土地使用权出让收入 32547 亿元,同比减少 8840 亿元,下降 21.4%。最后,补短板则是扩大政府有效投资的新提法。以城市化为例,我国城镇化率从低于 30%起步,到 2014 年约为 54%,刚刚完成了 75%总目标的一半。政府投入公共事业的空间还很大。但是城市公共基础设施建设却在 2004 年以后悄然减速。图 4 显示了全社会固定资产投资完成额与城市市政公用设施建设固定资产投资完成额的同比变化。2003 年以前,城市公用设施投资增速很快,带动了全社会投资。自 2004 年开始,城市公用设施投资明显放缓。至 2014 年,城市市政公用设施建设固定资产投资同比增幅是-0.63%。这里没有计算公共服务成本增加,也没有计算新增城市人口的城市化成本。表 2 还列出了全社会投资完成情况的同比变动数据。全社会投资增幅趋缓局面下,财政如何有效投资,考验各方面的智慧。这也说明,补短板对财政赤字和债务的压力会比较大。

(三)正在硬化的约束

硬化约束客观上来自存量债务和预算改革。表 3 展示了 2003~2014 年,中央财政债务变化情况。首先,新增赤字产生不一样的边际效应。2015 年,中国实际赤字率达到 3.48%,高于预算赤字率 2.39%^④。2003~2011 年间,中国预算赤字率却大于实际赤字率(图 5 和表 4)。财政持续增收令赤

① 中央本级一般公共预算支出 25549 亿元,增长 13.2%,同口径增长 12.77%;地方财政用地方本级收入、中央税收返还和转移支付资金及动用结转结余资金等安排的支出 150219 亿元,增长 16.3%,同口径增长 13.24%。

② 2015 年 1~12 月累计,教育支出 26205 亿元,增长 8.4%;文化体育与传媒支出 3067 亿元,增长 9.3%;医疗卫生与计划生育支出 11916 亿元,增长 17.1%;社会保障和就业支出 19001 亿元,增长 16.9%;城乡社区支出 15912 亿元,增长 11.5%;农林水支出 17242 亿元,增长 16.9%;节能环保支出 4814 亿元,增长 26.2%;交通运输支出 12347 亿元,增长 17.7%。

③ 中央本级一般公共预算支出 25549 亿元,增长 13.2%,同口径增长 12.77%;地方财政用地方本级收入、中央税收返还和转移支付资金及动用结转结余资金等安排的支出 150219 亿元,增长 16.3%,同口径增长 13.24%。

④ 财政部 2015 年财政收支情况显示,全国一般公共预算收入 152217 亿元,全国一般公共预算收入 152217 亿元,收支差额-23551 亿元。国家统计局数据显示,2015 年国内生产总值 GDP 为 676708 亿元。



图 4 全社会固定资产投资和公用设施投资增速对比 (1990~2014)

数据来源:Wind 资讯。

表 2 投资完成情况同比增幅:全社会、城市与农村

年度	全社会固定资产投资完成额: 实际同比(%)	城市市政公用设施建设固定资 产投资完成额:同比(%)	农村固定资产投资完成额: 同比(%)
1991	13.11	40.99	
1992	25.26	65.71	
1993	27.79	84.28	
1994	18.09	27.64	
1995	10.93	21.26	
1996	10.35	17.46	22.40
1997	7.03	20.45	7.50
1998	14.12	29.31	2.90
1999	5.52	7.66	3.70
2000	9.06	18.85	9.70
2001	12.60	24.40	7.70
2002	16.66	32.79	11.10
2003	24.99	42.88	21.80
2004	20.10	6.72	17.40
2005	23.98	17.64	19.50
2006	22.08	2.91	21.60
2007	20.15	11.34	19.40
2008	15.56	14.79	21.30
2009	33.19	44.42	27.30
2010	19.53	25.58	19.60
2011	16.10	4.27	15.30
2012	18.99	9.78	8.30
2013	18.90	6.89	7.20
2014	14.70	-0.63	

数据来源:中国统计年鉴(1990~2014)。

字作用不大,财政盈余连年增加。2012年开始,中国预算赤字每年用尽,甚至在一些年份开始调入中央稳定预算基金(2014年为1000亿)。为了防止压死骆驼的最后一根稻草出现,政府对待新增赤字的态度与对待存量赤字(即债务)是不一样的(Aguiar and Amador,2014)。一般而言,长时期赤字会对财政支出形成压力,决策部门会更加谨慎制定预算。比如美国2009年的财政预算赤字率为9.9%,到2014年仅设定为2.8%,财政预算赤字空间大幅减小。欧盟的情况也很类似。欧元区所有国家财政赤字在2009年和2010年达到峰值,分别为5813.6亿欧元和5892.2亿欧元。经过一系列的政治谈判,2014年的赤字被削减至2609.3亿欧元,财政风险因此下降。其次,政府资产负债表对赤字和债务的约束。中国社会科学院的研究数据显示,2011年之后,中国国家净资产超过30万亿元。2013年达35.2万亿元。虽然中国政府部门债务负担率仅为57.8%,没有超过所谓的60%债务警戒线标准,但是中国全社会债务总水平占GDP比重已达235.7%(李扬等,2014)。2010年后,地

表3 中央财政债务情况(2009~2014)

年度	中央财政债务余额:年末余额限额:预算数(亿元)	中央财政债务余额:国债发行额(亿元)	中央财政债务余额:国内债务发行额(亿元)	中央财政债务余额:国外债务发行额(亿元)	中央财政债务余额:国债还本额(亿元)	中央财政债务余额:国内债务还本额(亿元)
2009	62700.00	16280.66	16209.02	71.65	9323.92	9271.40
2010	71208.35	17849.94	17751.59	98.35	10517.72	10500.57
2011	77708.35	15609.80	15386.81	222.99	11076.19	10963.98
2012	82708.35	14527.33	14264.67	262.66	9008.71	8927.56
2013	91208.35	16949.32	16709.33	239.99	7761.38	7617.64
2014	100708.35	17876.57	17588.99	287.58	8957.66	8748.73

数据来源:中华人民共和国财政部中央财政债务情况表(2009~2015)。2015年数据截至第3季度^①,因不具备可比性,故暂未列出。

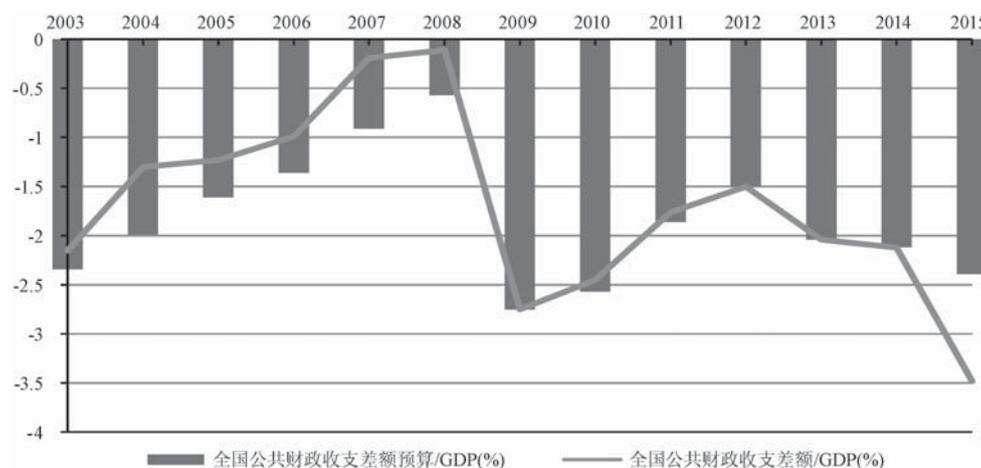


图5 预算“赤字”——预算收支差额和实际“赤字”——收支差额的对比(2003~2015)

数据来源:Wind 资讯。

^① 来自财政部国库司2016年1月29日数据,截止为2015年第3季度。<http://gks.mof.gov.cn/zhengfuxinxi/tongjishuju/201601/P020160129632826414939.pdf>.

方政府债务规模(23万亿元)超过中央政府债务规模(24万亿元)。最后,新预算法和地方政府性债务问题对未来赤字与债务管理提出了新要求。2014版预算法的颁布实施,明确了赤字和债务管理的基本模式。如何约束赤字发生和对债务进行有效管理,有了最新依据。按照疏堵结合——“开前门、堵后门、筑围墙”的改革思路,新预算法第35条和第94条,从举债主体、用途、规模、方式、监督制约机制和法律责任等多方面做了规定。这从法律上解决了地方政府债务怎么借、怎么管、怎么还等问题。实际运行过程中的情况不该被忽视。图6显示了地方政府性债务余额构成情况。可以看到,2010年和2013年两次普查中,市一级财政都承担了超过40%的地方性政府债务。从变化趋势看,县一级政府性债务占地方政府性债务总比重,仍处于上升通道。

表4 预算与决算收支差额及赤字率(2003~2015)

年度	全国公共财政收支 差额(亿元)	全国公共财政收支 差额预算(亿元)	全国公共财政收支 差额/全国公共财政 收支差额预算(%)	全国公共财政收支 差额/GDP(%)	全国公共财政收支 差额预算/GDP(%)
2003	-2934.70	-3198.30	91.76	-2.15	-2.34
2004	-2090.42	-3198.30	65.36	-1.30	-1.99
2005	-2280.99	-3000.00	76.03	-1.23	-1.61
2006	-2162.53	-2950.00	73.31	-0.99	-1.36
2007	-508.43	-2450.00	20.75	-0.19	-0.91
2008	-354.31	-1800.00	19.68	-0.11	-0.57
2009	-9500.00	-9500.00	100.00	-2.75	-2.75
2010	-10000.00	-10500.00	95.24	-2.45	-2.57
2011	-8500.00	-9000.00	94.44	-1.76	-1.86
2012	-8000.00	-8000.00	100.00	-1.50	-1.50
2013	-12000.00	-12000.00	100.00	-2.04	-2.04
2014	-13500.00	-13500.00	100.00	-2.12	-2.12
2015	-23551.00	-16200.00	145.37	-3.48	-2.39

数据来源:全国公共财政收支差额来自全国一般公共预算收支决算表(2003~2015);全国公共财政收支差额预算,全国公共财政收支差额预算/GDP(%)来自全国一般公共预算表(2003~2015);全国公共财政收支差额/GDP来自本研究计算,GDP数据源自国家统计局(2003~2015)。

三、主要问题与关键环节

(一)如何促成经济周期与财政周期的协调

中国财政赤字和政府债务问题有自身的特点。正如 Barro(1974)所言,形成赤字和债务的原因有很多,且不同因素在不同时段的影响往往不一样。目前看,经济周期和财政周期是令赤字和债务规模变动的最主要原因。当然,近期国际范围内的主权债务危机,也在一定程度上产生了间接影响。

经济周期的影响主要是通过产出变化引发的财政赤字和政府债务规模变动。国际经验表明,大多数国家的经济周期都会对财政赤字和债务规模变动产生显著影响。本质上,经济波动会对借

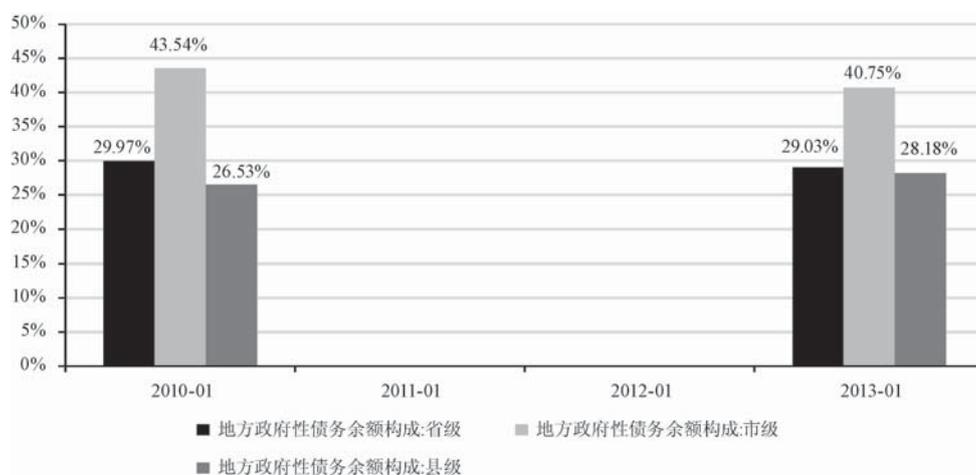


图6 地方政府性债务构成：两次普查中的省市县债务余额变化

数据来源：Wind 资讯。

贷关系产生深远的影响。依据 Bernanke and Gertler(1989)的说法,借款人在经济波动时的选择是避险,降低代理成本和关注净财富价值是投资低迷的诱因。政府要做的是扩大社会产出水平,赤字以及赤字累积而成的负债便产生了。黄贇琳(2005)对中国经济周期和财政政策研究发现,技术进步和政府支出形成了对经济波动的冲击。但随后,经济波动又导致赤字与债务规模的上升。因此,理解经济周期与财政赤字和政府债务规模的变动要从两方面入手:第一,市场与政府之间的资金传导机制;第二,互为因果循环关系。

财政周期的影响主要是宏观调控引发的财政赤字与政府债务规模变动。财政周期是宏观调控的一种结果(Mendoza and Yue,2012;Ghosh et al.,2013)。事实上,过去三十年,大多数国家鲜有运用财政政策调控经济运行。因为1980年代后,以英美为代表的发达国家,财政盈余不足以支撑大规模扩张性支出,加之货币政策数量化工具的更加精确化应用,使得财政政策退居幕后。但中国1998年以后的财政周期特征明显。一方面,我们开始有了财政盈余,特别是中央财力增强;另一方面,资产价格上升推升了国有资产溢价,国有经济部门做大做强,更有力地推动了宏观调控。财政周期形成的赤字和债务较之以往国家并没有太大区别,这说明财政周期主要是承担宏观调控成本造成的。

国际间财政影响主要是通过国际间财政税收约定和国际债券市场定价发挥影响。中国经济的国际化进程不止于产品和服务贸易,还在于国际投资和国家间财政协调。在税收领域,我们签订了多项多边和双边协定,收入不再是国内之事,财政投资也不简单是国内行为。国有政策性银行与财政关系密切。它们的资金或股份都有财政色彩,海外投资的收益和亏损都与财政有关。此外,中国既是债务国又是债权国。我们拥有的大量主权债务(以美国国债为代表),债券价格变动和收益水平波动,都是我国财政收支盈余的影响因素,而且这类影响还会不断扩大。

(二)怎样理解赤字与债务规模的动态特征

赤字与债务管理政策的更新,关键是引入动态的概念。虽然庞氏骗局经常被提及,但这是一个事实上不存在的问题,即使有一些经济学上的意义。因为没有人能确切知道任何一个国家的确切资产状况,所以即使知道赤字和债务规模,也很难判定国家是否应该破产。加之,所有的资产、负债和借款瞬息万变,期限结构和偿付责任都有讨价还价的余地,因此动态特征更是多层面(Lorenzoni and Werning,2014)。当然,赤字和债务规模同经济增长的关系十分重要,这决定了财政管理中,到底选择先紧缩财政还是先发展经济。可以说,动态的概念是两个层面的:第一,数量化的规模特征;

第二,规模是否收敛。

赤字是怎样累积的?大多数情况下,赤字是财政收不抵支造成的。但现阶段的赤字远比财政收支范围更广。以中国为例,一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险预算都可能发生赤字。因此,广义的债务规模背后实质是广义赤字累积的结果。图5展示了2003~2015年其他预算口径结余。这些赤字与表5中的公共预算赤字一道构成了新增政府债务。更进一步来看,社会保险基金预算结余在2014年停止增长,中国人口老龄化趋势却在加剧,医疗和养老负担很可能在未来某个时段快速增加。这意味着,在该预算当期未有显现的赤字,在未来都是财力缺口。

表5 其他预算口径下的结余:广义赤字(2003~2014)

年度	全国政府性基金结余 (亿元)	全国国有资本经营结余 (亿元)	社会保险基金收支结余: 本年(亿元)	社会保险基金年末滚存 结余:合计(亿元)
2003			547.60	2176.11
2004			1090.06	4069.46
2005			1492.19	5552.47
2006			2105.42	7695.70
2007			2830.26	10550.38
2008			3540.51	14093.85
2009			3594.00	17710.00
2010	2833.86		3760.71	21438.31
2011	1416.52		6880.53	29817.90
2012	1204.03	93.10	7480.00	37540.00
2013	1767.89	151.84	7249.66	44884.08
2014	2649.82	-6.12	6758.24	51635.19
2015	34.00	481.00		

数据来源:中华人民共和国财政部(2009~2015)。

债务规模如何收敛?债务规模收敛的最一般解释是未来某一天能够连本付息还清债务。目前看,这在企业和个人层面还有些许可能性,但在政府层面基本没有。因为大多数国家的策略是只要能支付到期利息,就能够通过借新债还旧债的方式接续债务。政府破产也不是因为真的发生了资不抵债。为了衡量债务收敛,Hamilton and Flavin(1986)给出了时间序列对政府借款约束的条件。债务收敛只是财政可持续的一个必要条件,而财政可承受能力是一个更具说服力,也更加广义的财政可持续定义(Bohn,1995)。简言之,财政可承受能力要依靠债务规模锚定财政状况,但财政收支的平稳性,以及政府资产保有量,乃至货币政策才可能更全面和准确的分析出财政风险高低(D'Erasmus and Mendoza,2016)。

(三)是什么导致了赤字与债务管理的落后

赤字和债务管理的落后,很大程度来自我们对一些关键性问题缺乏了解,也源于我们近些年财政压力不大,疏于对赤字和债务的关注。比如欧盟使用的债务规模警戒线,该如何理解把握(Reinhart et al.,2015),这种带有政治协约性质的一致性静态标准,是不是可以真正维持财政的可持续性,进而预防财政风险发生?再比如,中央政府与地方政府的赤字与债务管理该如何区分?二者之间的关联又是什么?怎样构筑稳定的政府间财政关系下的赤字与债务管理体系?这些疑问目

前并没有比较可靠的分析解释。事实上,如果能够比较全面地回答上述问题,就能够为目前各方面关注的赤字与债务管理改进,提供更具价值的意见和建议。

赤字和债务管理的一个误区是对绝对数量标准过度关注。世界上对赤字和债务管理最为著名的范例是,欧盟根据《稳定与增长公约》制定的债务负担率 60%和年赤字率 3%的警戒线标准^①。从这一标准的制定逻辑、历史进程和执行情况来看,这是一个没有太大约束力的政治协定。首先,静态的警戒线不符合经济学常识,只是符合管理的便利性。其次,欧盟成员国对这条警戒线的遵守仅限于一些关键节点,比如近期需要获得救助的“金猪五国”(PIIGS)(Trachanas and Katrakilidis, 2013),再比如有些成员国加入《稳定与增长公约》的前后差别。欧元区债务危机发生在近期。大家熟悉的是债权国要求债务国改善财政状况,相对不熟悉的是加入《稳定与增长公约》中的往事。意大利作为世界第八大经济体和仅次于英法德的欧洲第四大经济体(世界银行,2015),赤字和债务问题持续多年。为了达到欧盟的标准,1997年意大利将财政赤字率控制在 3%以下,但债务负担率没有达标。在此之后的 2004~2013 年之间,意大利债务负担率从未低于 100%,2014 年达到 132%^②。这说明这些绝对意义上的数量标准,本身就有一些问题。维持财政稳定,中国还应该有自己的立场和方式。

赤字和债务管理的另一个关键性内容是,谁来兜底财政亏空的责任。过去三次的全国地方性债务审计,创新性地按政府偿付责任高低,将现有债务进行了分类,并对不同地区的债务情况进行了统计(图 7)。可以说,这项基础性工作的重要性毋庸置疑。但一些关键性的环节,依然需要进一步明确。首先,责任主体之间赤字与债务到底是什么关系?区分中央与地方债务有助于分解债务负担的责任主体,这体现了稳定的中央与地方财政关系。未来的问题是,中央、省、市、县政府各自的赤字和债务,是否能完全独立行使偿付责任?其次,现行的政府债务余额管理仅限于中央财政,实际负有兜底责任的地方债如何纳入债务总余额?实际上,除了美国是典型的债务限额管理,大多国家实施债务规模余额管理。中国政府债务余额管理还在处在摸索阶段,结合政府间财政关系的内容还比较薄弱。最后,广义上的财政风险防控问题。目前的中国政府财政风险问题,已经大大超出了十年前学界探讨的范畴。地方债务问题有政府间财力分布的因素,也有发展转型过程中的冲击(地方负担的投资建设支出)。近来屡次发生的国外地方政府破产已引起各方面重视。债务牵涉的政治问题与治理问题关注不够(Bethencourt and Kunze, 2015),特别是地方财政风险管理的探讨依然不足。现实中,地方政府债务负担正在强化地方政府防控财政风险的主体意识。

(四)广义债务管理:不同债务分类下的综合考虑

广义政府赤字与债务管理是国际趋势。因为只有更多的债务信息

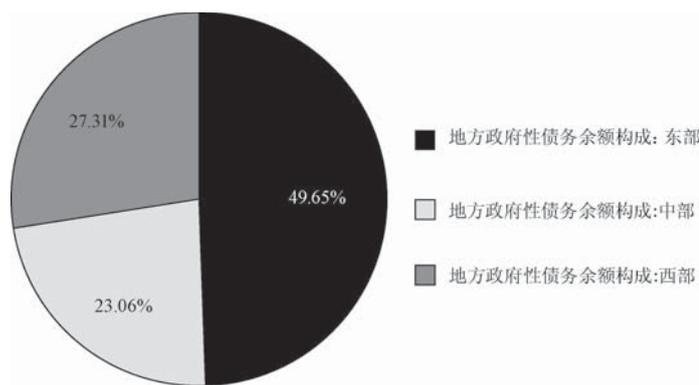


图 7 地方政府债务构成

资料来源:2013年12月《全国性政府债务公报》。

① 欧元区各国政府的财政赤字不得超过当年国内生产总值(GDP)的 3%、公共债务不得超过 GDP 的 60%。按照该公约,一国财政赤字若连续 3 年超过该国 GDP 的 3%,该国将被处以最高相当于其 GDP 之 0.5%的罚款。

② 穆迪指数 <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=it&v=143>。

集中起来,才能有助于判断分析债务规模是否过限,也才能够全面准确地制定债务管理政策。依据现阶段对广义政府债务的理解,这里有四个方面内容:赤字分类管理、债务与资产、债务期限结构和国际收支。

首先是赤字分类管理。中国复式预算中的四个预算赤字都要纳入赤字口径。这有助于全口径的政府赤字状况分析。考虑到赤字的不同属性,管理政策需要注意一些基本事实。比如公共财政预算赤字会直接累积债务,并可以调用预算调节金;政府性基金预算的支配和管理,部门和地方政府权限更大,与地方和部门赤字关系紧密;国有资本经营预算具有企业法人责任属性,债务和赤字更接近企业财务;社会保险基金预算赤字短期内不会发生,长期趋势需要密切关注。

其次是债务与资产。中国政府债务基本严格用于政府投资而非消费。因此,投资产生的资产与债务是有对应关系的。近十年,以房地产为主的固定资产价格上涨迅速,政府资产增值速度并不一定低于债务规模增速。财务管理视角下的资产与债务关系,会更好地诠释债务管理的实质(Röhrs and Winter, 2015)。传统上割裂政府债务和政府资产的做法亟待更新。当然,资产定价的波动性也需要加以考虑。

再次是债务期限结构。中国地方政府债务发行与管理在 2010 年以后全面更新起步。最初 3 年的地方政府债务发行,集中在中央财政代发。债务期限较短问题制约了债务调期和替换融资平台的步伐。最近兴起的地方政府债务转置,被寄希望于解决历史遗留问题,为真正实现“堵后面开前面”奠定基础。客观而言,政府债务期限结构的灵活性远大于企业。政府的持续经营能力和中国政府资产的广泛性,决定了相关工作还有很大空间。

最后是国际收支。国际收支对政府债务的影响主要集中在外债和货币定价两个层面。表 6 显示了中国国际收支与外债情况。可以看到,2005~2008 年国际收支差额占 GDP 比重有一个峰值,而经常账户差额占国际收支差额比重波动较大。外债方面,2004 年以后,偿债率远低于 15% 标准;负债率在 2008 年开始低于 10%,2014 年的 8.64% 是二十年来的新低;债务率从未突破过 100% 的标准,过去十年维持在 30% 至 35% 之间。可以说,国际收支环境有利于中国债务管理。货币定价是一个复杂而间接的问题。人民币国际化伴随着人民币汇率波动增加。人民币价格变化对债务影响的传导作用,需要关注但目前不明显。理论上,在资本账户逐步开放和人民币价值重估过程中,政府债务会受到一定的冲击。在一些关键性环节,债务管理政策特别是外债管理政策很可能会更加灵活。

四、积极稳妥的应对策略

(一) 将赤字和债务管理纳入结构性改革的总体设计

结构性改革对赤字与债务管理提出了更高要求。第一,应对经济波动,财政赤字和债务很可能要做好成本补偿准备。从以往经验看,英美两国的供给改革都积累了一定财政赤字和债务规模。中国的供给侧结构性改革会在世界经济下行周期中展开。有一定的财政实力,是我们的优势。第二,理解财政周期受到人口结构变化和经济转型的影响。社会保障覆盖面和支出强度都在长期上升的通道中。社会保障支出会很快成为民生支出、乃至财政支出的主要方向。资金需求测算才能对赤字和债务管理有所预判。经济转型需要的有效投资还有赖于政府出手。精确化投资是改善投资效益、减轻债务压力的关键。第三,全面审视国家间财政协调对赤字与债务规模变动的关系。我国签署了多项双边和多边税收协定,特别是主要贸易国的关税协定,对财政收支都会有一定影响。中国持有的大量美国政府债券和其他国家债券,存在价格和汇率波动影响。这类收益或损失,应计入我国广义政府收支变化。

表6 中国国际收支与外债情况(1995~2014)

年份	国际收支总差额： 占GDP比重(%)	经常账户差额：占国际 收支总差额比重(%)	外债风险指标： 偿债率(%)	外债风险指标： 负债率(%)	外债风险指标： 债务率(%)
1995	5.50	4.02	7.60	15.20	72.40
1996	5.48	15.34	6.00	14.20	67.70
1997	6.06	63.71	7.30	14.50	63.20
1998	2.45	125.13	10.90	15.20	70.40
1999	2.41	80.30	11.30	15.30	69.50
2000	1.85	91.40	9.20	13.50	52.10
2001	3.92	33.36	7.50	14.70	56.80
2002	4.63	52.31	7.90	13.60	46.10
2003	5.94	43.96	6.90	13.70	39.90
2004	9.12	38.93	3.20	13.90	34.90
2005	10.03	58.13	3.10	12.60	33.60
2006	10.30	82.46	2.10	12.30	30.40
2007	12.69	78.94	2.00	11.10	29.00
2008	10.10	91.29	1.80	8.60	24.70
2009	8.73	55.07	2.90	8.60	32.20
2010	8.65	45.33	1.60	9.30	29.20
2011	5.39	33.89	1.70	9.50	33.30
2012	2.17	117.30	1.62	8.96	32.78
2013	5.21	29.98	1.57	9.40	35.59
2014	2.49	85.17	1.91	8.64	35.19

数据来源：国家外汇管理局。

(二) 精确把握赤字与债务的数量规模和收敛特征

将动态分析框架全面纳入赤字与债务规模管理的政策制定过程,发挥中央制国家在处理财政事务上的优势,避免陷入僵化的赤字与债务规模警戒线管理模式(Eslava, 2011)。第一,动态调整年度赤字预算。鉴于2015年实际赤字率已达3.48%,可将中央一般公共预算赤字设定在3%~5%浮动区间。浮动赤字是增加预算灵活性的关键。中央政府赤字和债务的可用空间都大于地方,加强中央财政支出责任可以落实在增加预算赤字上,真正实现在结构性改革过程中减轻地方财政收支压力。实施中期预算规划,逐步摒弃3%的所谓国际警戒线标准,运用财政预算调节基金增大年度赤字波动,提高财政对改革的支撑能力。第二,辩证理解经济学意义上债务规模绝对收敛的结论,将政府债务规模纳入政府总财富视角考虑。结构性改革推动下的CPI波动和货币发行量变化,都是促成政府债务规模收敛的重要外部因素。因此,债务的绝对数量规模并不代表财政的健康程度。结合浮动的公共预算赤字改革,中国政府债务规模的收敛特征和数量标准应该是指数化的形态。

(三)全面推进偿付责任划分和债务规模余额管理

将债务偿付责任划分和债务余额管理,作为全面推进赤字与预算管理现代化的核心内容。认识到债务偿付责任划分,有助于稳定中央与地方财政关系。推进债务余额管理,有助于发挥财政政策灵活性。第一,将债务偿付责任划分作为深化财税体制改革的一项重要内容。以建立“谁借债谁还款”的偿付责任机制为依托,加强各级政府财政风险管理。注意配套事权与支出责任划分改革,不让下级政府被迫借贷。将各级政府债务管理与财政收支约束挂钩,尽快建立省以下政府信用评级体系,为实现真正意义上的各级政府地方自行发债和自主偿还,奠定前期基础。第二,认识到债务余额管理是提高财政灵活度,避免债务管理僵化的可行途径。我国未来的债务管理既要遵守预算主管部门的规定,更应体现政府使用债务工具的灵活性,改变中央财政债务发行额小于债务余额的局面。将债务余额管理中的债务规模限额管理和预算差额管理进行全面优化,不到万不得已,不轻易使用债务限额管理,确保债务政策的弹性。提高预算差额管理的时效性,适时解决预算周期与财政周期不一致对赤字和债务管理的不利影响。

(四)实施广义政府赤字与债务的分类管理模式

现代财政制度不仅是收支活动的口径,而且是赤字与债务管理的全口径。考虑到不同赤字和债务特征,分类管理模式的实行,是精细化财政管理的体现。第一,广泛实施四本预算下的分类赤字管理模式。一般公共预算按照经典的赤字管理办法,注重赤字与债务累积的关系。政府性基金预算赤字关注政府职能变迁与赤字发生之间的关系。国有资本经营预算赤字关注国有资本运行过程中的收益与成本关系。社会保障预算赤字关注社会保障水平提高和覆盖面增大的可承受能力。第二,明确政府债务与政府资产之间的对应关系。全面摸排既有债务对应的政府资产情况。将资本市场定价和资产可变性程度,作为判定政府债务风险的重要依据。特别关注跨区域性政府债务与资产匹配情况,重视区域性债务风险。第三,全面构筑基于市场机制的政府借贷期限结构管理模式,明确政府发债需要市场认可之根本原则,运用市场手段倒逼债务期限的合理形成。逐步放宽中央政府规定的地方借贷期限限制,解决期限过短导致的借款使用和偿付不便,将政府债务期限结构优化纳入财政可持续性的研究范畴。第四,注意国际收支变化对政府赤字和债务管理的影响。世界上主要大国都受到过政府债务危机的威胁,但这不应成为减少国际借贷的理由。在国内资金运行成本较高,国际资本价格相对低廉情况下,适时增加外债规模,有利于化解部分政府债务压力。人民币国际化,特别是资本账户逐步放开,将为中国政府债务走出去提供契机,这是人民币参与世界资本市场定价规则的重要环节。一定的外债规模,有助于金融定价稳定和国际收支平衡。

参考文献

- 何代欣(2013):《主权债务适度规模研究》,《世界经济》,第4期。
- 黄贇琳(2005):《中国经济周期特征与财政政策效应——一个基于三部门RBC模型的实证分析》,《经济研究》,第6期。
- 李扬、张晓晶(2015):《“新常态”:经济发展的逻辑与前景》,《经济研究》,第5期。
- 李扬、张晓晶、常欣、汤铎铎、李成(2012):《中国主权资产负债表及其风险评估(上)》,《经济研究》,第6期。
- 李扬、张晓晶、常欣、汤铎铎、李成(2012):《中国主权资产负债表及其风险评估(下)》,《经济研究》,第7期。
- 戎梅、王永中(2015):《主权债务可持续性:一个文献综述》,《金融评论》,第2期。
- Aguiar, M. and M. Amador (2016): “Fiscal Policy in Debt Constrained Economies”, *Journal of Economic Theory*, 161, 37–75.
- Aguiar, M. and M. Amador (2014): “Sovereign Debt”, *Handbook of International Economics*, 4, 647–687.
- Alesina, A. and G. Tabellini (1990): “A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt”, *Review of Economic Studies*, 57, 403–414.
- Aschauer, A.(1989): “Is Public Expenditure Productive?”, *Journal of Monetary Economics*, 23, 177–200.

- Azzimonti, M., E. de Francisco and V. Quadrini (2014): "Financial Globalization, Inequality, and the Rising Public Debt", *American Economic Review*, 104, 2267–2302.
- Barro, R. (1979): "On the Determination of Public Debt", *Journal of Political Economy*, 87, 940–971.
- Bernanke, B. and M. Gertler (1989): "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *American Economic Review*, 79, 14–31.
- Bethencourt, C. and L. Kunze (2015): "The Political Economics of Redistribution, Inequality and Tax Avoidance", *Public Choice*, 163, 267–287.
- Blanchard, J. (1985): "Debt, Deficit and Finite Horizon", *Journal of Political Economy*, 93, 223–247.
- Buiter, H. (1988): "Death, Birth, Productivity Growth and Debt Neutrality", *Economic Journal*, 98, 279–293.
- D'Erasmus, P. and E. Mendoza (2016): "Distributional Incentives in an Equilibrium Model of Domestic Sovereign Default", NBER, Working Paper, w19477.
- Devarajan, S., V. Swaroop and H. Zou (1996): "The Composition of Public Expenditure and Economic Growth", *Journal of Monetary Economics*, 37, 313–344.
- Eberhardt, M. and A. Presbitero (2015): "Public Debt and Growth: Heterogeneity and non-linearity", *Journal of International Economics*, 59, 45–58.
- Eslava, M. (2011): "The Political Economy of Fiscal Deficits: A Survey", *Journal of Economic Surveys*, 25, 645–673.
- Ghosh, R., J. Kim, E. Mendoza, J. Ostry and M. Qureshi (2013): "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies", *Economic Journal*, 123, 4–30.
- Hamilton, J. and M. Flavin (1986): "On the Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing", *American Economic Review*, 76, 808–819.
- Krugman, P. (1995): *Development, Geography and Economic Theory*, Cambridge: MIT Press.
- Lorenzoni, R. and I. Werning (2014): "Slow Moving Debt Crisis", MIT and Northwestern University Working Paper.
- Ludvigson, S. (1996): "The Macroeconomic Effects of Government Debt in a Stochastic Growth Model", *Journal of Monetary Economics*, 38, 25–45.
- Mendoza, G. and V. Yue (2012): "A General Equilibrium Model of Sovereign Default and Business Cycles", *Quarterly Journal of Economics*, 127, 889–946.
- Munnell, H. (1992): "Infrastructure Investment and Economic Growth", *Journal of Economic Perspectives*, 6, 189–98.
- Natvik, G. (2013): "The Political Economy of Fiscal Deficits and Government Production", *European Economic Review*, 58, 81–94.
- Reinhart, M., V. Reinhart and K. Rogoff (2015): "Dealing with Debt", *Journal of International Economics*, 96, S43–S55.
- Röhrs, S. and C. Winter (2015): "Public versus Private Provision of Liquidity: Is There a Trade-off?", *Journal of Economic Dynamics & Control*, 70, 314–339.
- Trachanas, E. and C. Katrakilidis (2013): "Fiscal Deficits under Financial Pressure and Insolvency: Evidence for Italy, Greece and Spain", *Journal of Policy Modeling*, 35, 730–749.
- Trabandt, M. and H. Uhlig (2011): "The Laffer Curve Revisited", *Journal of Monetary Economics*, 58, 305–327.

(责任编辑:罗 滢)