

欧洲主权债务危机对中国的启示

顾 宁

(吉林大学 商学院,长春 130012)

[摘要]欧洲主权债务危机的发生和演进不仅给后危机时代的全球经济复苏带来了严峻的挑战，也提醒各主权国家应该对政府债务问题给予足够的重视和警惕。中国中央政府债务虽然远在警戒线之下，但是庞大的隐形地方政府债务问题不容忽视，目前中国地方政府债务风险实际上已经超过金融风险，成为威胁国家经济安全与社会稳定的主要因素。因此有必要从严控地方政府原始举债规模、降低地方债务违约率、加强逾期债务清偿能力三方面对地方政府债务风险进行有效防控。

[关键词]欧洲主权债务危机；地方政府债务；风险控制

doi :10.3969/j.issn.1673-0194.2010.17.017

[中图分类号] F831.59 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0194(2010)17-0039-03

2009年12月，希腊政府正式宣布其2009年财政赤字将达到GDP的12.7%，而公共债务将占到GDP的113%，均远远超过欧盟《稳定与增长公约》所规定的3%和60%的上限。三大国际评级机构一个月内相继调低希腊的主权信用评级，致使其融资成本显著增加，发债融资愈发困难，希腊主权债务问题浮出水面。无独有偶，同为欧盟成员国的爱尔兰、意大利、西班牙和葡萄牙等国的财政状况也同样不容乐观。西班牙已被下调主权信用评级，葡萄牙2009年预算赤字预计占GDP的8%，爱尔兰为10%以上，

[收稿日期]2010-07-13

[作者简介]顾宁(1978-)，女，吉林长春人，吉林大学商学院讲师，经济学博士，主要研究方向：金融学。

高于其他行业。

(2)地产板块处于弱式有效市场。应用事件研究法，可以考察股票的所有有关信息是否被反映在股票价格中。若所有的公开信息和内部信息都反映在当前股价中，称处于强式有效市场，此时投资者即使能够得到内幕消息，也没有任何利用价值，不会获取到超常收益；若所有的公开信息已被反映在当前股价中，称处于半强式有效市场，即投资者不会从公开信息中获取超常收益；若仅仅是过去股价变动的信息被反映在当前股价中，称处于弱式有效市场，即新消息的公布或内部信息的泄露，都会使投资者获得超常收益。对沪深两市地产股超常收益率的研究表明，事件发生日前后，累积超常收益率都呈现出高于零的状态，在政策出台前，投资者对利率变动的预期较为敏捷，就已经获得超常收益；而在政策出台后，投资者对政府仍存在进一步降息的预期，导致累积超常收益率继续增加。因此，中国的地产板块仍处于弱式有效市场。

综上所述，政府可继续利用利率政策调控房地产市

意大利也深陷主权信用危机的泥潭^[1]。近期同样受主权债务问题困扰的还有英国，在应对金融危机过程中，英国是除美国外各国政府中拿出最多资金救助金融机构的国家，这些救助可能会在将来转化为财政成本。2009年11月30日，摩根士丹利针对英国的一项研究报告称，评级机构有下调英国AAA评级的可能性。信用评级公司惠誉警告称，英国是发达经济体中最有可能被下调主权信用评级的国家，这是主要的国际投行首次发出类似警告。据说，国际金融市场上做空英镑的资金已经是当年索罗斯投机英镑时的8倍^[2]。欧洲央行行长特里谢(Jean-Claude Trichet)在2010年达沃斯世界经济论坛上指出，债务问题在发达经济体中具有“普遍性”。由此可见，欧洲主权债务问题已经接

场，同时需健全市场交易机制，培育成熟投资理念，规范信息披露制度，确保信息公平传递，促进房地产市场健康、合理、有序地发展。

主要参考文献

- [1] 韩颋馨. 股权分置改革对证券市场的影响研究[J]. 湖南财经高等专科学校学报, 2007(4): 79-81.
- [2] 张月飞, 陈耀光. 沪深港股市有效性的检验比较——基于事件研究法[J]. 浙江学刊, 2006(4): 193-196.
- [3] 喻国平. 事件研究：经济和金融研究的重要方法[J]. 金融与经济, 1998(10): 14-16.
- [4] 袁显平, 柯大钢. 长期事件研究方法论——一个综述[J]. 数理统计与管理, 2007(9): 809-820.
- [5] [美] 约翰·Y·坎贝尔, 安德鲁·W·罗, 艾·克雷格·麦金雷. 金融市场计量经济学[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2003.
- [6] 袁显平, 柯大钢. 事件研究方法及其在金融经济研究中的应用[J]. 统计研究, 2006(10): 31-35.
- [7] 李楚霖, 杨明, 易江. 金融分析及应用[M]. 北京: 首都经济贸易大学出版社, 2002.

替美国次贷危机成为全球关注的焦点。

欧洲债务问题出现的原因十分复杂,最直观的动因在于机会主义行为冲动造成的过度负债。以希腊为例,在2003—2007年国际金融市场比较稳定,融资环境较为宽松的情况下,希腊政府没有主动控制债务规模,而是不断举债,过度借贷的苦果伴随全球经济衰退和金融危机而显现,前期债务大量到期,流动性风险陡增。

欧洲主权债务危机的发生和演进不仅给后危机时代的全球经济复苏带来了严峻的挑战,也提醒各主权国家应该对政府债务问题给予足够的重视和警惕。对于中国而言,虽然我们远离欧洲主权债务市场,短期内也不会发生主权债务危机,但是庞大的隐形地方政府债务问题不容忽视。尤其是金融危机后,为了保持经济的增长速度,各级地方政府都启动了庞大的扩大财政支出刺激经济增长的计划。据统计,2008年底,中央政府宣布4万亿元刺激经济计划之后,地方政府随之提出的投资计划总额超过了24万亿元。这一过程中积累了大量的地方政府债务风险。贾康研究认为,截至2009年4月,地方债务总余额在4万亿元以上^[3];中金公司研究报告称,至2009年末,地方政府融资平台贷款余额约为7.2万亿元,其中2009年净新增约3万亿元。预计2010年和2011年后续贷款约为2万亿~3万亿元,到2011年末将达到10万亿元;世界银行的分析报告认为,至2009年底,地方政府债务的规模估计有9万亿元左右;Victor Shih研究认为,截至2009年底,中国地方政府债务规模为11.4万亿元,并且这个估计值与实际债务规模相比仍然可能低估了20%~30%。2010—2011年,地方政府可能进一步升高至24.2万亿元。尽管各方的测算结果有所差异,但是地方政府债务“规模庞大”却是不争事实。地方政府债务风险并不是一个独立的系统,它的不断聚积不但会导致私人风险的形成,而且在我国现行的财政体制下也会导致中央政府的财政风险。目前中国地方政府债务风险实际上已经超过金融风险,成为威胁国家经济安全与社会稳定的主要因素。

决定地方政府债务风险大小的因素无外乎3点:原始负债规模、已有债务违约水平、逾期债务清偿能力,因此可以从上述三方面入手加强地方政府债务的风险控制。

一、严控地方政府原始举债规模

原始举债是一切债务问题形成的根源。很多地区不顾自身经济与财力条件举债投资于生产建设项目,不但投资的直接经济回报率很低,而且导致信贷资源过度向政府集中,政府资源配置的比重过大,对民间投资产生挤出效应,即所谓的“国进民退”,进而引发财政风险和金融风险。因此地方政府债务风险控制的首要环节就是控制原始举债的规模。

目前地方政府债务主要是通过数量众多的融资平台形成的,通过融资平台举措的债务规模平均占地方政府债务余额至少70%,所以对地方融资平台的有效清理是控制

原始举债规模的核心。

清理地方融资平台首先要对融资平台进行分类,把经营性平台和基础设施建设平台进行区分,一些确要承担基础设施投资的平台有必要继续存在;对于经营性的业务必须进行剥离,转变为经营性企业;对于那些没有实际业务的融资平台要坚决清理。其次,保留下来的融资平台要提高其市场化程度,利用市场机制提高融资平台的管理效率,地方政府不能为之提供担保。同时积极引入战略投资者,一方面充实平台的资本实力,另一方面引入新的管理理念和人才。第三,必须强化融资平台的风险内控机制。比照一般企业标准,现存很多融资平台的经营处于亏损状态,完全依赖政府的资金注入实现净现金流流入,财务危机十分明显,直接威胁政府的运转安全和偿债能力。因此,必须建立融资平台的风险内控机制,比如建立筹资、投资等财务活动的科学决策程序,建立企业财务风险跟踪监督机制和预警体系等,以此保证平台自身运转健康,起到地方政府债务风险缓冲带的作用。

二、降低地方债务违约率

真正的债务风险来源于债务违约,债务违约是债务风险累积、传导、转嫁的起点^[4]。单纯考虑举债规模而不分析偿债能力是以往债务分析的薄弱环节,如果各级地方政府有能力自行消化各种原始举债,那么债务风险就不会累积和扩散。所以在调节原始举债规模的基础上,有效规避各种途径的新增债务违约、强化地方政府对本级负债的当前偿债责任,也就成为控制风险的核心步骤。

降低地方政府债务违约首先要消除地方政府的“依赖”心理,必须明确上级财政部门对下级部门的有限救助责任,使基层政府形成一种良性预期,在最初的举债环节便开始考虑债务能否及时清偿,尽自身最大努力预防违约。其次,提高地方政府所筹资金的使用效率。在地方政府债务风险的诸多表现形式中,地方政府债务的效率风险是其中重要一项,该风险主要指由于债务资金的使用效率不高,可能使偿债资金不能从债务资金的投资项目中有效获得的风险。地方政府债务的效率风险越高,违约的可能性也就越大。目前我国地方政府债务资金的使用效益普遍不佳,由于“产权模糊”和“预算软约束”等制度缺陷的存在,地方政府一旦发现来钱快、易进入的项目,全国各地便纷纷上马,以至于很多政府投资的生产建设项目产业结构趋同、产能效率低下、重复建设严重。鉴于此,中央政府必须加强对地方政府财政资金使用效率的监管,包括强化预算执行管理,重点加强财政收入管理,建立预算支出执行责任制度,提高预算支出执行的均衡性并推行预算支出绩效评价,选择恰当的绩效评价方法,建立完善的绩效评价信息管理系统。此外,还要引入“外部控制”,自觉接受人大、审计监督,增强预算透明度,加大信息公开力度。

三、加强逾期债务清偿能力

在控制原始负债规模、降低债务违约水平的基础上,

浅谈人民币对美元升值问题

石贊姝

(浙江工业大学 经贸管理学院, 杭州 310023)

[摘要] 随着中国经济的发展,人民币汇率问题逐渐成为国际金融的焦点问题,国际上的观点大致分为两种:一是认为人民币应该升值,二是认为人民币升值毫无益处。本文就人民币升值与否问题展开讨论,探究影响人民币汇率变动的各种因素,分析人民币升值对我国经济的影响,最终得出人民币升值弊大于利的结论。

[关键词] 人民币汇率;影响因素;升值压力

doi :10.3969/j.issn.1673-0194.2010.17.018

[中图分类号] F832.6 [文献标识码] A [文章编号] 1673-0194(2010)17-0041-03

自改革开放以来,中国经济发展快速稳定。中国经济在世界经济中地位越来越重要,其他国家必然关注中国汇率的变化。人民币升值还是贬值已经成了一个世界性问题,它涉及世界各国的经济、政治甚至社会问题。人民币汇率已成为多方关注的对象。探讨人民币升值的原因及其影响十分必要。

表1 中国经济增长率(1997-2009年)

时间	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
GDP 增长率(%)	8.8	7.8	7.1	8.0	7.5	8.3	9.3	9.5	10.4	10.7	11.4	9	8.7

数据来源:《中国统计年鉴》和中经网统计数据库

由表1可以看出,自2003年以来,中国经济步入快速增长期,2007年GDP增长率达到11.4%,中国经济形势良

[收稿日期] 2010-04-11

对于已经积累下来的逾期债务也要进行逐步、科学的清偿,这样才能真正有效化解地方政府债务风险。

清偿逾期债务不能仅靠中央财政的救助,关键是要加强地方政府自身的清偿能力。从财政收入渠道看,地方政府除用税收手段筹资外,另外可行的方式就是向公众发放债券。在目前适度宽松的财政政策取向下,税收增加的可能性显然不大,因此现实的选择是考虑逐步放开地方政府发行债券的限制,这不但可以增加财政收入,对逾期债务进行清偿,而且可以将原有的“隐性债务”显性化,摆脱对土地财政的过度依赖。

当然,地方债并非“免费的午餐”,控制不好就会造成地方政府新的债务负担,所以在允许地方政府发行债券的同时还必须辅之以相应的制衡措施。首先要完善法律监督机制,修改《预算法》和《担保法》,授予地方政府发债权;颁布《地方债券法》,对地方举债的主体资格、基本门槛标准、报批程序、资金用途、发行规模等做出详细的法律规定;考

一、影响人民币升值具体因素分析

(一)经济增长

一国经济增长,会增加出口和外汇供给,本国投资利润率高,将吸引外资进入,这将增加外汇供给,导致外币贬值,本币升值。

好。即使在金融危机爆发之后,我国也能够将GDP的增长速度维持在理想水平。鉴于我国多年来经济增长速度一直保持在比较高的水平,GDP一直是稳步增长,人民币汇率总体保持稳定,对其他国家货币有相对上升的趋势,相应地给人民币带来了升值的压力。

虑出台《地方政府破产法》,从法律上明确地方政府拖欠债务时所应采取的措施、手段和步骤,隔断中央与地方各级政府之间的财政风险联系^[5]。其次要引入市场监管机制,对地方政权实行严格的资信评级,建立规范的信息披露制度,并适时引入私人债券保险制度,由地方政府为其按时还本付息向私人保险公司申请保险,降低地方政府债券投资人的风险。

主要参考文献

- [1] 丁纯.从希腊债务危机看后危机时代欧盟的经济社会状况[J].求是,2010(7).
- [2] 何帆.谁会引爆下一个主权债务危机[J].中国证券报,2010-05-12.
- [3] 贾康.聚焦地方债务[J].半月谈,2009(7).
- [4] 郭玉清.化解地方政府债务的目标设计与制度选择[J].天津社会科学,2009(6).
- [5] 张海星.地方政府债务的监管模式与风险控制机制研究[J].宁夏社会科学,2009(5).