

国家主权债务危机

理论、影响与中国的战略

赵 瑾◎等著

中国社会科学出版社

国家主权债务危机

理论、影响与中国的战略

赵 瑾◎等著



F812.5
23



北航

C1725082

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国家主权债务危机：理论、影响与中国的战略/赵瑾等著.
—北京：中国社会科学出版社，2014.3

ISBN 978 - 7 - 5161 - 3910 - 3

I. ①国… II. ①赵… III. ①国家主权—债务—危机
IV. ①F832.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 097195 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 王 曦
责任校对 孙洪波
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名：中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083635
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 三河市君旺印装厂
版 次 2014 年 3 月第 1 版
印 次 2014 年 3 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 28.5
插 页 2
字 数 497 千字
定 价 68.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书，如有质量问题请与本社发行部联系调换
电话：010 - 64009791
版权所有 侵权必究

序 言

欧债危机是21世纪初国际经济重大问题,从目前来看虽然没有引发全球经济危机,但在此期间美国不断提高债务上限,日本累计债务余额突破1000万亿日元大关,全球重要的三大发达经济体几乎在同一时间面临同样的债务问题,让我们不得不思考这样的问题,即债务危机为什么会从20世纪80年代的拉美发展中国家转向21世纪初的发达国家?为什么会从美洲转向欧洲?当中国经济出现下行趋势,中国地方债问题开始引起全球关注的时候,国家主权债务危机能否从发展中国家进入发达国家之后转向新兴经济体?能否在空间上由美洲进入欧洲后,随着日本债务危机和中国地方债问题而进入亚洲?

经济全球化的发展和深化,增强了国与国之间的相互联系,不仅美日欧大国宏观经济政策的变化影响我国经济发展,而且我国宏观经济政策的选择也受大国宏观经济政策变化的影响。作为中国社会科学院创新工程项目,本课题研究试图从理论与实践两个层面,美洲、欧洲、亚洲不同地域,以及全球经济的联动中把握国家主权债务危机发生、发展的基本规律和不同国家差异性的表现形态,为中国防范地方债危机爆发提供可资借鉴的经验,为构筑我国国家治理的财政基础和财政支柱作出努力和探索。

全书共分六篇,第一篇是理论篇,第二、三、四篇是实践篇,第五篇是经验篇,第六篇是战略篇。

第一篇国家主权债务危机理论。本篇从理论层面研究了国家主权债务危机产生的原因、国际传导机制和主权债务风险评价与危机预警。重点回答了三个问题,即一国为什么会发生债务危机?在相互联系的国际经济中,一国发生的主权债务危机将通过什么样的路径在国际传导?哪些风险评价和预警体系能够提示一国国家主权债务风险,并及时应对?

第二篇国际主权债务危机。本篇从实践层面以美、日、欧为例，分析了世界三大发达经济体财政赤字形成的历史过程、公共债务累积的原因，并重点分析了三大经济体中，美国财政赤字是否具有可持续性？其爆发债务危机的潜在风险是什么？欧债危机爆发后，欧洲委员会、欧洲中央银行和IMF在欧债危机应急救助中成立了哪些组织？如何创新机制以开展救助？安倍经济学能使日本脱离爆发主权债务危机的风险吗？从长期看，日本防范公共债务危机的关键是什么？

第三篇国际主权债务危机的影响。大国债务危机的影响既是区域性的，也是全球性的，不仅影响国际金融市场的稳定性，而且对实体经济和经济增长也产生了负面影响。本篇共分两章，第七章首先在理论上阐述债务危机对实体经济的影响机制。在此基础上，从实体经济和金融市场两个层面重点分析了国际主权债务危机对全球经济的影响。第八章研究了美债危机和欧债危机对中国经济的影响。

第四篇应对国际主权债务危机的国际协调与各国对策。随着全球经济联系的不断加强，全球经济治理结构也发生了重要变化。美日欧作为全球重要的三大发达经济体，其债务危机发生将对全球经济造成巨大冲击和影响。本篇从多边、区域、双边三个层面研究了欧债危机没有在全球蔓延，以G20为平台进行的国际多边协调、在欧盟框架下进行的区域内协调、欧盟成员国之间的双边协调机制发挥的重要作用，以及在制止美债危机和日债危机爆发中国际协调的方向。

第五篇国际主权债务危机的启示与借鉴。研究三大经济体主权债务危机的目的是提出我国应对国际债务危机的战略以减缓国际经济危机对中国经济的冲击，并警示我国防范地方债务危机爆发。本篇在研究美债危机、欧债危机、日债危机的基础上，分别阐述了不同国家主权债务危机对中国的启示与借鉴。内容包括实体经济与金融经济的关系，公共投资低效与高效的路径选择、财政重建与财政改革、人口老龄化与社保体制改革、警惕房地产金融泡沫等。

第六篇中国的战略与对策。在战略篇中，我们从经济发展战略、贸易发展战略、投资发展战略和金融发展战略四方面研究了中国的应对战略与对策。

课题组研究历时不到两年，在理论和实践两个层面对美日欧三大发达经济体主权债务危机的研究得出了以下基本结论：

1. 财政赤字是引发国家主权债务危机的基本原因,但不同国家引爆债务危机的具体原因各有不同。

从理论层面看,财政赤字是形成主权债务并引发主权债务危机的基础性原因。而一国对外贸易经常项目的逆差和国内私人部门净储蓄的累积又是导致政府财政赤字的基本原因。国际主权债务危机的发展历史显示,几乎每次危机的爆发背后都隐藏着对外贸易失衡的阴影,但从引起一国对外贸易赤字的具体原因来看,每个面临财政赤字和主权债务危机威胁的国家也各有不同,主要表现在外部经济环境恶化、经济的“去实体化”与“空心化”、企业竞争力的丧失、金融体系与金融霸权、僵化的汇率制度等方面。与此同时,一国私人部门净储蓄的变化之所以会带来政府财政赤字变动,其主要原因在于政府的干预主义倾向。

从实践层面看,不同国家经济发展模式、发展战略、发展阶段不同,引爆债务危机的成因也各不相同。研究显示,美债危机发生的主要原因在于财政与贸易双赤字、国债发行制度约束不断软化,以及人口老龄化和社保支出增加;欧债危机发生的深层次原因是重债国财政危机、银行业危机、国民经济竞争力危机与欧盟制度设计危机的叠加;日债危机的远期原因是20世纪90年代公共投资的扩大,近期原因是随着人口老龄化带来的社保支出增加,以及改革滞后导致经济长期停滞等。

2. 国家主权债务危机通过接触性路径和非接触性路径跨国传导,对全球经济和中国经济造成一定冲击和影响。

债务危机不仅通过贸易和金融直接的经济联系在国家间传导,也通过投资者心理预期的变化跨国传导。欧美债务危机对国际金融市场稳定带来冲击,并给欧美国家的实体经济乃至全球经济的稳定和未来走向造成了深刻冲击。与此同时,对中国外贸出口、外汇储备安全、资本市场,以及中国宏观经济政策选择也带来了不同程度的影响。

3. 应对国际主权债务危机应加强国际协调。

在全球经济一体化的国际环境中,宏观经济政策协调已经成为全球经济治理机制的重要内容。应对美债危机,美国既在国内进行了财政政策协调,也在国际上通过G20全球经济治理平台开展了货币政策协调。应对欧债危机,主要开展了三个层面的国际协调,一是以G20为平台,欧盟以外的国家积极参与欧债救助与治理;二是在欧盟框架下以欧盟理事会和欧洲委员会为首的区域内利益协调;三是债务危机国与欧盟以及与其他欧

盟成员国之间的双边协调。应对日债危机，G20、IMF 和 OECD 的国际协调重在督促日本深化改革，强调经济增长是日本解决债务危机的重要选择。

4. 发达经济体的国家主权债务危机对于构筑我国国家治理的财政基础和财政支柱具有重要意义。

一是实行“集中”和“重点”投资，提高公共投资效率。如我国应根据国家“十二五”规划，制订公共投资五年计划，提高我国公共投资效率；确立公共投资的重点，集中加强民生和环境的公共投入，克服4万亿投资反映出的项目安排比较分散问题；加快公共投资体制改革，让民间资本介入公共投资，引入国际通用的PFI方式，有效运用民间资金、技术和管理能力。二是制订财政改革和中长期财政计划，防范债务危机爆发。即国家审计署应及时公布地方政府债务规模的审计结果，并释放深化财税体制改革的信号，提出解决地方债务的改革方案、财政重建的具体数值指标。三是财政整顿与促进增长双轮驱动，降低公共债务水平。四是合理优化债务结构，特别是在地方债务危机风险加大的情况下，应深化地方财政体制改革，处理好中央和地方的关系，建立化解地方债务的长效机制。五是实行综合配套改革，重建财税体制，增强国家治理能力。六是在中国经济增速下滑，财政赤字扩大的情况下，改变以政府为主导的公共投资模式，让民间资本介入公共投资，实现自主性经济增长。七是注重发展实体经济，警惕房地产金融泡沫等。

5. 我国应在经济发展、贸易、投资、金融四个层面构筑全方位应对债务危机的战略与对策。

第一，在经济发展战略上，摆脱经济增长高度依赖外部出口市场和外商直接投资的“外部依赖”型增长模式，建立以国内需求，特别是消费需求为依托，以国内企业为基础的内源型增长模式。为此，一是以消费扩大内需；二是推进市场化改革；三是培育自主创新与自我发展能力。

第二，在贸易发展战略上，我国应该积极扩大内需，以本次危机为契机，抓住机遇倒逼我国外贸增长方式的转变，调整外贸结构。一是以扩大内需为主，保持外需稳定增长；二是调整我国对外贸易结构和增长方式，大力发展服务贸易，提升我国产品国际竞争力；三是实施自贸区战略，实现市场多元化，改变我国出口集中在欧美市场的现状，大力发展同周边国家和新兴经济体的贸易经济合作，推动区域经济一体化的发展；四是反对

贸易保护主义,建立应对贸易摩擦的长效机制。

第三,在投资发展战略上,我们认为援助贷款或增持相关国家主权债务等间接投资的方式并不是一个理想的救助选择,相反,在危机背景下通过扩大中国的对外直接投资间接实现对危机国的救助,不仅能够缓解相关国家的宏观经济失衡和债务危机的压力,而且对我国经济的发展也具有相当的积极意义。为增加对外直接投资,应有效规避投资过程中可能发生的风险,一是在政府层面上,加强战略规划与产业引导、建设海外投资扶持体系;二是在企业层面上,加强前期准备、重视“跨文化”能力建设、增强风险防范意识、建设国际化人才支撑体系。

第四,在金融发展战略上,一是实行我国资本账户的有序开放。即先放开长期资本流动,再放开短期资本流动;在长期资本的范围内,先放开直接投资,再放开证券投资;在证券投资的范围内,先放开债券投资,再放开股票投资;在所有形式的资本流动中,先放开资本内流,再放开资本外流。二是增强人民币汇率的浮动弹性。三是加速推动人民币国际化。四是扩大外汇储备资产投资用途以有效地保值增值。

本课题是中国社会科学院创新工程项目。财经战略研究院院长、学部委员高培勇作为本课题的顾问,一直关注课题的进展,并对课题研究提出了大量指导性意见。首席研究员赵瑾负责课题总体设计、组织讨论和研究。

写作具体分工如下:

赵瑾(中国社会科学院财经战略研究院):撰写第二章、第六章、第九章第三节、第十章第三节;张宇(南开大学国际经济研究所、南开大学跨国公司研究中心):撰写第一章、第三章、第十一章第一节和第三节;汪川(中国社会科学院财经战略研究院):撰写第四章、第七章、第八章第一节、第九章第一节、第十章第一节、第十一章第四节;余慧倩(中国社会科学院财经战略研究院):撰写第五章、第八章第二节、第九章第二节、第十章第二节;江皎(中国社会科学院研究生院):撰写第十一章第二节。冯静、夏萌、白清也为本课题研究做了不少工作。

发达国家主权债务危机是继金融危机后 21 世纪初国际经济的新问题。目前国际上对我国地方债的热议也预示着未来我国可能会面临同样的问题。本课题旨在就国家主权债务危机理论、美日欧三大不同经济体危机发生的差异性、应对债务危机的国际协调、中国应对国际主权债务危机影响

的战略,以及为中国防范地方债务危机的爆发提供可资借鉴的经验与教训的研究上有所突破和创新。但随着中国老龄化进程的加快,如何全面认识国家主权债务危机,深化对中国地方债问题的研究,以及如何深化财税体制改革,构筑我国国家治理的财政基础和财政支柱等问题上,我们还有很长的路要走。

赵瑾

2013年12月

目 录

第一篇 国家主权债务危机理论

第一章 国家主权债务危机的形成	3
第一节 经济失衡、财政赤字与主权债务积累	3
第二节 债务困境与主权债务危机	16
第二章 国家主权债务危机的国际传导机制	38
第一节 接触性路径	38
第二节 非接触性路径	45
第三章 国家主权债务风险评价与危机预警	48
第一节 财务指标分析法	48
第二节 资产负债分析法	50
第三节 债务可持续性分析法	55
第四节 综合指标预警体系分析法	57

第二篇 国际主权债务危机

第四章 美国主权债务危机	67
第一节 美国财政收支的历史走势及原因探析	67
第二节 新世纪美国财政状况逆转的原因探究	80
第三节 美国财政赤字可持续性分析	88

2 目 录

第四节 未来美国财政状况及潜在风险评估	98
第五章 欧洲主权债务危机	109
第一节 欧债危机演进路径与特征分析	109
第二节 欧债危机经济与制度深层面原因探究	141
第三节 欧债危机应急救援中的制度创新分析	149
第六章 日本主权债务危机	165
第一节 日本财政收支现状与特点	165
第二节 日本财政赤字高企的原因	170
第三节 日本公共投资低效分析	177
第四节 安倍经济学与日本主权债务：风险与展望	189
第三篇 国际主权债务危机的影响	
第七章 国际主权债务危机对全球经济的影响	203
第一节 国际主权债务危机的影响机制分析	203
第二节 国际主权债务危机对实体经济的影响	209
第三节 国际主权债务危机对金融市场的影响	226
第八章 国际主权债务危机对中国经济的影响	240
第一节 美债危机对中国经济的影响	240
第二节 欧债危机对中国经济的影响	243
第四篇 应对国家主权债务危机的国际协调和各国对策	
第九章 应对国家主权债务危机的国际协调和各国对策	253
第一节 美国债务危机中的政策协调机制	253
第二节 欧盟应对欧债危机的国际协调与对策	265
第三节 应对日债危机的国际协调与日本对策	303

第五篇 国际主权债务危机的启示与借鉴

第十章 国际主权债务危机的启示与借鉴·····	317
第一节 美债危机对中国的启示与借鉴·····	317
第二节 欧债危机对中国的启示与借鉴·····	321
第三节 日债危机对中国的启示与借鉴·····	328

第六篇 中国的战略与对策

第十一章 中国的战略与对策·····	337
第一节 经济发展战略·····	337
第二节 贸易发展战略·····	375
第三节 投资发展战略·····	393
第四节 金融发展战略·····	407
参考文献·····	425

第一篇

国家主权债务危机理论

第一編

國家主義與社會主義

第一章 国家主权债务危机的形成

第一节 经济失衡、财政赤字与主权债务积累

所谓的主权债务，是指主权国家以自己的主权作担保，通过发行债券等方式向国内私人部门以及国际机构、外国政府或国际金融机构所借的款项，即一国政府的负债。而一旦主权债务超过了主权国家的偿付能力，进而引发主权债务的评级下滑、延期偿付甚至违约，则会形成所谓的主权债务危机。主权债务危机的爆发直接源自主权债务的积累，而由于主权债务主要体现为政府对国内私人部门和国际社会的负债，这种债务负担的累积也更多地与政府的财政赤字存在密切的联系。从某种意义而言，政府不断增加的财政赤字正是形成主权债务，进而引发主权债务危机的基础性原因。

一 国民经济恒等式：理解主权债务的线索

自20世纪后半叶以来，国际范围内爆发了多场主权债务危机，如20世纪70—90年代以墨西哥、阿根廷等国为代表的拉美主权债务危机、俄罗斯主权债务危机，以及进入新世纪以来弥漫于美国及欧盟等发达国家上空的主权债务阴云。尽管就危机形成的原因而言，不同国家的主权债务危机因各自国家的历史沿革、经济发展路径以及制度安排等具有不同的内在根源，但在纷繁复杂的诸多因素背后，我们能否从中梳理出一些关于财政赤字和主权债务形成的规律性特征呢？

（一）国民经济恒等式

经典宏观经济学中的国民经济恒等式为我们理解政府财政赤字以及主

权债务的形成提供了一个最为简洁和直观的线索。根据国民经济核算的基本原理,在一个包含政府和外国部门的核算框架中,一国的总收入或总支出(Y)主要包括消费(C)、储蓄(S)、向政府缴纳的税收(T)以及从国外购买产品和服务而形成的进口(IM)。基于上述各方面,可以得到总收入表达式为:

$$Y = C + S + T + IM \quad (1.1)$$

同时,从总支出的角度来看,一国的总收入或总支出(Y)则主要包括消费支出(C)、投资支出(I)、政府采购支出(G)以及因外国对本国商品和服务等的需求而形成的本国出口(EX)。因此有:

$$Y = C + I + G + EX \quad (1.2)$$

根据(1.1)与(1.2)可得:

$$(G - T) = (IM - EX) + (S - I) \quad (1.3)$$

(1.3)式也被称为国民经济核算恒等式。其中,等式左侧($G - T$)项体现了政府的支出与税收收入之间的缺口,即代表了政府的财政赤字;等式右侧($IM - EX$)项体现了进口支出与出口收入之间的缺口,即代表了该国的经常项目逆差或对外贸易赤字; $(S - I)$ 项为储蓄与投资之间的差额,即该国的净储蓄。从该等式可以看出,一国政府财政赤字的出现主要根源于国民经济内在的基本结构,即对外贸易部门和国内经济部门内部及其之间的相互平衡性。总体而言,一国对外贸易经常项目的逆差和国内私人部门净储蓄的存在是引起政府财政赤字的基本原因。

(二) 贸易逆差与财政赤字

就(1.3)式所展示的关系而言,在保持总收入与总支出平衡的条件下,一国的对外贸易赤字($IM - EX$)将恒等于政府债务负担($G - T$)与私人部门债务负担($I - S$)之和,也即对外贸易逆差存在的背后实际上需要公共部门或私人部门以负债作为支撑。因此,一国总体(公共部门和私人部门)债务水平的增加几乎是该国经常项目逆差所引发的一个必然结果。

然而,由于一国的对外债务实际上包括了政府负担的主权债务以及私人部门承担的私人负债,对外贸易逆差在引起该国总体外债负担加剧的同时又是否构成引发主权债务积累的原因则存在一定的疑问。事实上,考虑公共部门负债与私人部门负债之间的相互替代关系,贸易逆差是否会表现为政府的财政赤字,在很大程度上取决于私人部门的负债水平能否进行充

分和有效的调整。

首先,在一国存在贸易逆差的情况下,如果该国私人部门的储蓄可以进行有效的下调,则可以此为该国的超额进口需求提供所需的资金。在这种情况下,总收入中进口水平(IM)的扩张将会被私人储蓄(S)的下降所抵消,进而可以在保持现有的政府支出和税收规模的状态下维持总收入与总支出之间的平衡。就本质而言,这种调整实际上体现了总收入内部各组成部分之间的结构性调整,不会引起总收入与总支出规模的改变,因此也不会对政府的财政收支状况产生影响。

其次,当一国存在贸易逆差,且私人部门储蓄无法进行有效下调的情况下,通过私人部门的对外负债实现外部的资本注入以及由此带来的私人部门投资水平(I)的上升,同样可以实现为本国超额进口需求融资的目标。在这种情况下,贸易逆差的存在会引起私人部门负债增加,但只要私人部门的负债规模足以弥补贸易差额,则外贸逆差的存在同样不会对该国公共部门的赤字状况及债务负担产生影响。

基于上述分析可以看出,当私人部门的负债水平可以得到有效调节并由此消除贸易逆差影响的情况下,政府的财政赤字与贸易逆差之间并不会存在必然的联系。只有当本国私人部门的储蓄或负债无法进行有效的调节,或其规模无法完全弥补进出口贸易的差额时,贸易逆差的存在才会成为引发政府财政赤字以及公共债务负担加剧的诱因。特别是在一国奉行凯恩斯主义宏观调控机制的情况下,由于贸易逆差的存在会使得该国处于总支出低于总收入的非均衡状态,国内需求与支出水平的不足会使得该国面临一定的失业与衰退压力。而当私人部门的储蓄或负债无法进行有效调节以恢复经济总量平衡的情况下,政府为了缓解因总需求不足带来的失业与通胀压力,通常会通过增加自身的支出水平来实现需求水平的扩张,或通过减税来为本国超额的进口提供资金支持,并由此实现总支出的扩大和经济总量的平衡。而不论是政府财政支出的扩大还是税收的减免,其所带来的最直接表现便是政府财政赤字的增加。

综合以上分析可以认为,一国经济的外部失衡尽管不会必然引发政府的财政赤字的变化,但在某些特定的条件下,当私人部门的储蓄和投资无法实现有效和充分的调整以消除外部失衡的影响时,政府财政支出的调整以及由此引发的财政赤字的变化往往成为解决外部失衡困境的最后希望所在。特别是在该国对外贸易长期存在大规模逆差的情况下,扩大财政赤字