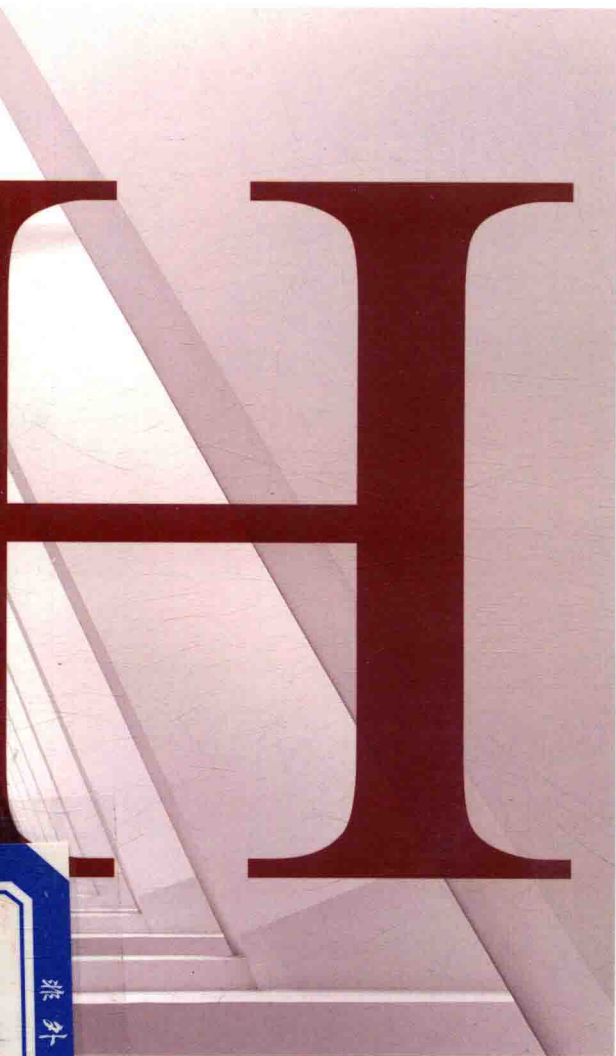


HOUCIDAI WEIJI SHIQI
JINRONG FENGXIAN CAIZHENGHUA WENTI YANJIU

李伟 著

后『次贷』危机时期 金融风险财政化问题研究



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

海外借

后“次贷”危机时期金融风险财政化问题研究

李 伟 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

后“次贷”危机时期金融风险财政化问题研究/

李伟著. —北京: 经济科学出版社, 2018. 6

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9037 - 3

I. ①后… II. ①李… III. ①债务危机 - 研究 - 欧洲 IV. ①F815.03

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 027001 号

责任编辑: 王 丹 赵 芳

责任校对: 王肖楠

版式设计: 齐 杰

责任印制: 邱 天

后“次贷”危机时期金融风险财政化问题研究

李 伟 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 16.75 印张 3000 字

2018 年 6 月第 1 版 2018 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9037 - 3 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)



前言

PREFACE

“十三五”时期是国家经济体制改革步入深水阶段的重要周期，更是财税体制改革的一个攻坚阶段。适应、把握、引领“新常态”是整个“十三五”阶段我国市场经济体制深化改革的总体背景和逻辑主线。为确保粗放向集约、高能耗向低排放的经济发展方式转变取得实质性进展，作为“国之重器”的公共财政和“重器之鼎”的政府预算无论在总量还是在结构上都起着控制速度和引导方向的关键作用。而在金融体系多年来的成长和发展过程中，典型的“市场失灵”现象也频频出现，加剧了以银行破产为核心的系统性金融风险爆发成金融危机的可能。出手救助并解决“市场失灵”问题是公共财政建设的天然功能，但这种救助责任属于财政的隐性或有负债范畴，其直接揭示了金融系统动荡可能对财政产生或有冲击。正如汉娜（2000）所言，金融系统风险并不必然需要财政加以救助，只有在特定时间发生时方会冲过阈值而需要财政救助的介入，同时法律上也并未对财政救助金融企业做出明确的力度约束和范围锁定，救助行为本身实乃政府稳定经济金融的无奈之举。

宏观经济列车的起步动力和由“高速”转为“中高速”的平顺换挡都是由国家财政来提供燃料和润滑，保持速度的能力却很大程度上取决于金融体系的运转效率。政府购买尤其是基础设施投资日渐成为扩大内需、提振经济的有效手段；银行理财、衍生金融工具等却越来越成为市场主体追求资产增值的可行方式。但是我们也必须看到，迅猛的经济增长速度并不能完全掩盖系统性金融风险财政化的重要趋势，尤其是银行系统作为我国金融体系的核心，是决定我国是否发生系统性金融风险的关键主导者。

目 录

CONTENTS

第1章 导论	1
1.1 选题理论背景及现实意义	1
1.1.1 “次贷”危机、欧洲和日本的主权债务危机升温对 财政和金融安全的关注热度	2
1.1.2 金融风险财政化问题研究的现实意义	4
1.1.3 金融风险财政化问题研究的理论意义	6
1.2 选题的国内外研究现状	7
1.2.1 国外研究成果综述	7
1.2.2 国内研究成果综述	9
1.3 研究内容框架和研究方法	12
1.3.1 内容框架	12
1.3.2 研究方法	15
1.3.3 技术路线	15
1.4 研究可能的创新之处	16
1.5 未来研究的攻坚方向	17
第2章 金融风险财政化的基本理论	19
2.1 金融风险财政化的特征梳理和聚类分析	19
2.1.1 金融风险基本理论	19
2.1.2 财政风险的基本理论	23
2.1.3 各类财政风险生成机制比较	28
2.2 金融风险财政化的传导机理	34
2.2.1 金融风险转向金融危机	35

2.2.2	政府信用注入金融信用最终形成财政负担	36
2.2.3	财政收入管理体制加速财政风险升级为财政危机	36
2.3	公共风险和财政风险	38
2.3.1	公共风险的形成与特征	38
2.3.2	公共风险的分类与构成范围	39
2.3.3	公共风险向财政风险转化能够推动公共服务效率 提升	40
第3章	我国财政和金融风险现状的实证分析	42
3.1	财政风险指标及现状分析	42
3.1.1	一般公共预算收支总量风险	42
3.1.2	公共预算赤字和国债负担可持续性的模型分析	51
3.1.3	政府收入结构性风险	55
3.1.4	收入分配型财政调控风险	59
3.2	金融风险指标及现状分析	65
3.2.1	金融机构市场风险	67
3.2.2	证券市场的运行风险	70
3.2.3	房地产金融风险	73
3.2.4	利率市场化风险	77
3.2.5	金融监管制度风险	78
3.2.6	金融机构系统性风险的主要来源——商业银行	80
第4章	我国金融风险财政化的博弈模型和压力测试	83
4.1	财政风险和金融风险的共生性	83
4.1.1	财政资金和金融资金的直接关系是金融风险财政化的 逻辑起点	84
4.1.2	财政风险和金融风险的共生性特征	86
4.1.3	金融风险财政化的传导机制	88
4.2	金融风险财政化机制的博弈模型分析	92
4.2.1	不完全信息条件下金融风险财政化静态博弈模型	92
4.2.2	完全信息条件下金融风险财政化动态博弈均衡模型	100
4.3	房地产金融风险土地财政化的博弈模型分析	103
4.3.1	土地财政博弈关系各局中人主体利益描述	105

4.3.2	博弈模型框架的描述	106
4.4	我国上市商业银行压力测试设计与模拟	113
4.4.1	压力测试对象选择	113
4.4.2	明确承压对象、指标和压力因素、指标	114
4.4.3	设计压力情景,建立压力传导模型	115
4.4.4	压力测试分析过程	117
第5章	金融风险财政化的案例借鉴和实证研究	122
5.1	西方国家金融风险财政化经典案例	122
5.1.1	“次贷”危机让“旋转门计划”致命弱点显露无遗	122
5.1.2	2001年阿根廷以支付危机为主要特征的债务危机	123
5.1.3	冰岛国家破产风险	124
5.1.4	苏联解体采用“休克”疗法	125
5.1.5	东南亚金融危机	126
5.1.6	金融风险财政化经典案例的共有特征及经验教训	127
5.2	我国财政赤字和货币供应量联动性模型分析	130
5.2.1	经济变量的选择	131
5.2.2	回归分析及模型结果的解释	133
5.2.3	政府收支与货币供给量相关性分析	139
5.3	我国金融风险财政化联动机制和政府宏观调控策略	141
5.3.1	财政、货币和流动性政策配合引发的联动风险	141
5.3.2	我国财政和金融风险相互传导的历史背景	145
5.3.3	我国金融风险财政化具体模式的实证研究	145
5.4	银行业危机财政化成本预测	150
5.4.1	数据来源	150
5.4.2	变量的介绍和描述性统计	150
5.4.3	回归分析和预测	152
5.5	金融杠杆放大政府投资“挤出效应”	154
5.5.1	金融风险财政化“挤出效应”形成的主要原因	155
5.5.2	政府购买性支出“挤出效应”的理论和实证分析	156
5.5.3	政府投资行业选择的经济学悖论	162

第6章 后“次贷”危机时期欧洲主权债务危机的借鉴意义	170
6.1 西方发达国家债务危机的背景进程回顾	170
6.1.1 欧洲主权债务危机	170
6.1.2 美国国债规模上限频繁“触顶”	173
6.1.3 日本债务风险	175
6.2 主权债务危机对中国金融风险财政化问题的警示作用	176
6.2.1 重启经济加速增长模式所必需的扩张财政政策性 风险	177
6.2.2 财政货币政策救市步骤不一致导致程序性风险	179
6.2.3 财政投资的增量投入导致经济结构被扭曲	181
第7章 我国养老保险个人账户运行的隐性债务风险	184
7.1 我国人口老龄化的趋势和特点	185
7.2 我国养老保险个人账户隐性债务（IPD）的形成及规模	187
7.2.1 养老保险个人账户隐性债务的形成	187
7.2.2 形成我国养老保险个人账户“空账”债务的原因	188
7.2.3 我国养老保险个人账户“空账”债务的规模及测算	189
7.2.4 结论	194
7.3 个人账户“空账”债务的危害	195
7.4 优化顶层设计的机制设想	196
7.4.1 适当提高劳动者法定退休年龄	196
7.4.2 制度外筹集资金消化“空账”债务	199
7.4.3 社会保障“费改税”，发展补充养老保险	201
7.4.4 加强基金投资运营管理，促进个人账户资金的保值 增值	202
7.4.5 适当考虑采用“定额累退”的养老金支付机制	202
第8章 控制我国金融风险财政化途径的政策建议	204
8.1 明确政府和金融市场活动的界限，“助人”之前财政应 完成“自助”	204
8.1.1 构建符合市场经济要求的公共财政体系	205
8.1.2 提高财政规范收入能力	206
8.1.3 深化公共支出管理体制改革	210

8.1.4	公平收入分配稳定社会秩序是金融风险能够顺利 财政化的前提条件	214
8.1.5	建立政府债务风险预警系统	218
8.2	优化金融运行环境,控制金融风险泡沫不涨不破	218
8.2.1	完善金融机构尤其是商业银行的内控机制	219
8.2.2	强化对金融机构进行的外部监管	220
8.2.3	完善存款保险制度和建立特种救助银行	222
8.2.4	营造良好的宏观金融环境	223
8.3	有效控制金融风险财政化的政策建议	224
8.3.1	深化国有企业改革是核心手段	225
8.3.2	帮助金融资产管理公司找准出路,加快其转型进程	228
8.3.3	建立防范金融风险财政化的应急预警机制	230
8.3.4	切断房地产金融风险向土地财政风险的传递链条	230
8.4	同步财政货币政策协调配合节奏,控制宏观调控政策性 风险	235
8.4.1	健全国家宏观调控体系的总体布局	235
8.4.2	完善产业、收入、区域政策和其他宏观经济政策的 协调配合	236
8.4.3	加快推进政策性金融制度改革	236
8.4.4	加速利率市场化进程,增强人民币汇率浮动弹性	237
8.4.5	为宏观经济政策配合创造良好的外部环境	237
8.4.6	调整政策方向,优化政策措施	238
8.5	借助《中华人民共和国预算法》修订完善分税制,控制地方 政府性债务风险	238
8.5.1	匹配各级政府的财权事权与支出责任,完善分税制 财政管理体制	239
8.5.2	积极化解地方政府债务存量	240
8.5.3	对地方政府性债务增量严格控制	242
8.5.4	加强和金融机构协调配合,合理规避债务融资平台贷款 风险	243
参考文献		246
后记		253

第 1 章

导 论

1.1 选题理论背景及现实意义

2008 年下半年以来在全球范围内爆发的金融危机，引发了国际经济形势的剧烈动荡。源自于美国银行、投行、保险等金融机构的一场“次贷”风波导致的经济衰退尚在复苏，迪拜债务危机和欧洲主权债务危机又让众多专家学者发出了世界经济可能“二次探底”的警告。尤其是冰岛的“政府破产”风波和以“欧猪五国”（PIIGS：P——葡萄牙、I——爱尔兰、I——意大利、G——希腊、S——西班牙）为代表的欧洲主权债务危机的爆发，重新引发了人们对于政府为应对经济危机而推行的各种经济刺激计划是否应该退出，以及何时应该退出的激烈讨论。

在美国“次贷”危机影响至今余威犹在的背景下，欧洲各国财政的债务危机也在持续发酵，巴黎的暴恐袭击事件让欧洲经济深陷“二次探底”的风险，日本则在经历了“消失的十年”之后将大量的企业债务转由政府承担，国债负担率高达 250%。值此错综复杂的国际政治经济局势下，中国迎来了 2016~2020 年第十三个五年计划，如何绕开“中等收入陷阱”实现全面小康的目标，如何在经济增速“软着陆”的同时确保国民福利开支的刚性，成为下一轮公共财政建设的首要问题。

政府部门过早放弃扩张性财政政策的实施，无疑将会丧失重振经济增长速度的原动力；但若继续维持数额庞大的政府投资和社会福利类的开支，同时降低税收规模，一旦出现政府主权信用评级的下降导致公债投资者信心缺失，公债可持续性风险将成为动摇国家政治经济基础、进而引发社会动荡的根源。进入后“次贷”危机时期，财政成为很多出现危机的金融领域的最终“拯救

人”，金融风险财政化的趋势难以阻止，但是如果放任政府继续为金融危机“买单”，那么最后还有谁有足够的力量可以拯救政府这一“拯救者”呢？

1.1.1 “次贷”危机、欧洲和日本的主权债务危机升温对财政和金融安全的关注热度

1. 美国“次贷”危机形成的联邦政府债务风险

自2007年夏季以来被引爆的美国“次贷”危机，在短短的一年半的时间里造成了极大的破坏力，形成了全球性的金融恐慌。索罗斯在和全国政协副主席、外交学院院长吴建民的交流中也宣称：“次贷可能是自1929年经济大萧条以来美国本土发生的最严重的一次经济危机。”^① 房价暴跌、投行破产、股市崩盘、失业泛滥，美国的金融风暴迅速吹到了全世界的各个角落。追根溯源，“次贷”由一国的房地产行业性金融风险转化成全球性的大规模经济危机，令各国首脑如坐针毡，全球金融市场不得不为“次贷”危机买单。

虽然经济学理论界对政府究竟是否应该使用纳税人的钱救市尚未有一个一致意见，但是在“两房”国有、雷曼兄弟宣布破产后，美国政府已经无法继续等待，频频祭出各种调控“法宝”，在连续四轮的量化宽松货币政策（QE）仍然不足以推进经济增长动能、缓解劳动力市场失业风险后，动用财政资金“救市”解决金融危机已成为不可避免的趋势。小布什的7000亿美元、奥巴马的7870亿美元的救市计划固然在一定程度上重塑了投资者的信心，但因扩张财政带来政府债务负担膨胀，巨额的财政赤字直接诱发了美国经济遭受的政府偿债危机，这场债务危机的重创进一步引发专家学者关于美国经济“二次探底”的警告。2011年美国共和党、民主党就政府预算案达成协议，在距离临时预算到期仅1小时的最后时刻避免了联邦政府关门的一场闹剧后，2013年美国债务达到上限，两党无法达成一致，联邦政府不得不短暂“停摆”，美国因为债务问题将“闹剧”变为了“现实尴尬”。

无论是用临时预算案避免政府停摆，还是国会让步提高奥巴马手中这张政府信用卡的信用额度，抑或是辞退信用评级机构的总裁，对于缓解债务危机的风险而言都是治标而不能治本的策略。2009年7870亿美元经济刺激计划，2010年500亿美元的基础设施投资计划、2000亿美元的减税、1000亿美元的

^① 复旦大学管理学院，“硅谷银行管理大师论坛”，2011年11月8日。

企业研发税收优惠,包括2011年9月共4470亿美元的就业刺激计划,乃至奥巴马极力推行但却受到共和党坚决反对的“医改法案”,都要求财政继续扩张,颇有点“好了伤疤忘了疼”的意思。由目前的情况来看,美联储加大印钞机的出钞速度似乎已成必然。“次贷”对于美国经济的影响正在由金融领域逐渐转向财政领域,端倪已现。

2. 欧洲主权债务危机

21世纪初希腊的真实国债规模高企,为顺利加入欧元区,请美国高盛公司为自己的国债量身定做了一套“货币掉期交易”模式,进行有效的账务处理后,希腊国债负担率满足了《马斯特里赫特条约》中规定的“60%以内”的警戒线要求,希腊得以顺利入欧。其后8年,凭借着“高负债、高福利”的方式刺激经济的希腊,其国内经济的发展速度领先全欧。但是自2008年全球性“次贷”危机爆发后,欧洲各国的贸易和税收环境明显恶化,希腊的政府偿债能力出现风险,三大信用评级机构纷纷调低希腊政府主权债务信用评级,投资者开始恐慌式抛售希腊国债,欧洲主权债务危机自此拉开帷幕。欧元区第三大经济体意大利、第四大经济体西班牙纷纷被拖下水。

而欧元区的前两大经济体德国和法国,对于是否救助处于债务危机中的希腊其实也是深陷两难的尴尬:一方面,如果斥资救助希腊使用的是本国纳税人的钱,纳税人本身对于希腊负债发展的模式就心存厌恶,使用自己辛苦工作给政府缴纳的税收救助他国公民的福利,国内民众压力这一关并不好过;另一方面,如果对希腊放任不管,任其在债务危机的泥潭中越陷越深,目前的欧盟和欧元区其实正处于政治经济区域一体化的关键阶段,希腊能把意大利和西班牙拖下水,也难保不会把自己拖下水,毕竟德国和法国自身的债务负担同样难言轻松,并且还是“欧猪五国”的大债主。英国“脱欧”的公投结果也同样是政府债务问题在欧盟内部的错综复杂的利益关系延伸表现。

希腊政府的财政紧缩方案,导致全国范围的大罢工,2009年之后连续多年的经济衰退、税基被侵蚀后政府偿债危机反而进一步加剧,成为国际货币基金组织历史上第一个出现债务违约和欠款金额最多的发达经济体。债权人连续不断地多轮施压,希腊被迫于2015年7月举行全民公投,就紧缩政策(增税、降低国民福利标准)征求民众态度,公投的结果为“否”,希腊民众不同意债权国提出的要求,由此在欧元区中希腊已“众叛亲离”。其他成员国不顾希腊“政府破产”的威胁,要求其尽快退出欧元区。但是如果双方关系进一步恶化,希腊“退欧”成真,一旦其肆无忌惮大规模印制本币以偿还欧元历史债

务,肯定不是各方所希望看到的局面。于是多重压力之下,博弈各方暂时达成一致:欧元区向希腊再度提供纾困基金,条件是希腊的财政紧缩必须接受苛刻的财政监督。工人群体频繁的罢工抗议让希腊政府深陷政治和经济的“螺旋困局”。

3. 日本主权债务迷局

自20世纪90年代地产泡沫破灭后,日本同样利用政府资金保护了金融体系相对平稳的过渡,但是财政因此而债务缠身,“消失的十年”更是让日本的经济基本面渐趋恶化,税收增长刚性不再,直接威胁到政府债务的主权信用。当然和欧美各国的债务问题不同的是,日本的政府债务风险其实主要是由企业债务转化而来,在政府债务高企之后,企业储蓄水平却有明显提高,所以目前国内投资者对于日本国债的认购能力并无太大问题。再有日本国际贸易领域多年来经常性账户的持续顺差,保证了政府手中足够的外汇储备,对外债的偿付能力有比较充分的保证。因此,目前的日本并未表现出和欧美同样的债务危机倾向。

但这并不意味着日本的主权债务完全可以“高枕无忧”:日本债务的超低收益率是依托国内企业高储蓄率决定的购买意愿所维系的,在福岛地震“核泄漏”事故后,“复兴债”的发行进一步加剧日本政府债务负担,2013年日本国债负担率高达247%,三大信用评级机构先后下调了日本主权债务的信用评级或前景预期,“庞奇融资”采用的“借新还旧”模式难以持续;而“杀敌一千、自损八百”的安倍经济学在债务问题上更加推波助澜,日本货币政策的量化宽松显示出安倍推高通胀率达2%的决心,希望以此刺激民众消费,并借由日元贬值刺激出口,但由于安倍错误的外交决策,苦不堪言的日本在华企业极大拖累了日本经济的复苏,而为给经济打“强心针”所发行的20万亿日元的国债则更是尾大不掉;日本的债务结构使内债占到90%以上,一旦未来政府偿债要动用多年积累的外汇储备,必然面临由于本外币兑换导致的日元升值压力,从而影响到对外贸易的复苏。

1.1.2 金融风险财政化问题研究的现实意义

相比较于传统并稍显保守的计划经济,市场经济体制自身具备固有的风险经济特征,这些风险特征的表现形式多种多样,如结构扭曲风险、对外贸易风险、投资失误风险、信用偿还风险、金融风险、财政风险等,都成为社会公共

风险的延续。政府是公共物品服务的生产提供主体,也是私人物品服务的市场购买主体,本身就要扮演市场供求关系的双方决策主体,并在直面各种市场风险的同时提高自身的抗风险能力。政府凭借社会管理者的身份面向纳税人,凭借生产资料所有者的身份面向国有企业,凭借公理道德和公序良俗维持者的身份面向社会公众,这就决定了政府财政既是各类公共风险的救助主体,也是以上那些公共风险的承担和配置以及最终的救助者。尤其在我国,转轨阶段一步步走过来的公共财政体制更要注意保证和体现社会主义制度的优越性,这就要求政府财政部门必须承担起公共风险规避与管理的责任。

在我国,对社会资金的适度二次再分配是财政平衡收入分配差距的基本功能,而直接影响社会资金走向的三次再分配则是金融体系的职能范畴。在目前经济体制转轨背景下,由于历史原因,财政和金融运行模式一直是一种“大一统”的状态,直到今天仍存在着并未完全理顺的、彼此犬牙交错的螺旋机制^①。本书研究选择金融风险财政化这一经济领域的风险传导问题,正是因为市场经济体制建立并逐步完善的过程中,金融体系作为社会资金从分配领域重新注入生产领域的核心媒介,其运作风险已经极大影响到财政资源配置效率以及核心关键决策。

将政府信用注入金融信用(注资形成显性风险的转移化、担保导致或有风险的隐蔽化、贴息带来隐性风险的显性化),推行金融机构国有化无疑是导致金融风险财政化的主要表现。为避免金融风险进一步向财政转化,我国着手进行国有商业银行股份制改革,建立“一行三会”的监管体系加强对金融机构的风险监控管理。但实践中无论是发行特种定向国债,还是动用外汇储备补充商业银行的注册资本进行股改,抑或是成立资产管理公司帮助商业银行剥离不良贷款,必然会形成巨大财政压力,并且这些压力绝非只是表现在债务问题的可持续性上,对整个社会的资本结构形成巨大的扭曲效应,金融风险财政化的成本之高令人咋舌。

因为这些举措本身旨在缓解金融机构的经营风险,有利于财政政策和货币政策的协调运作。但不可否认的事实却是:金融风险最后还是很可能转成财政风险。道理很简单,财政发行公债补充银行资本金构成银行的实有资本,而财政日后必须保证其所发公债对外投资获得债券票面利率以上的收益,自己才能按时付息,否则财政必然承担风险。而银行的不良资产是在特殊的金融环境

^① 比如20世纪90年代为提高财政资金使用效益,对国有企业推行的“拨改贷”、淘汰落后产能处理僵尸企业执行的“债转股”,都是以企业为媒介,联系财政和金融领域的典型机制。

下,经过企业的低效率运行,由银行信用的被动扩张形成的。这部分不良资产的处理,无论是在银行还是转到资产管理公司,收不回来的部分最终都要直接或间接落在国家财政身上。

此外,“土地财政”的运行机制同样蕴藏着巨大的财政和金融风险。“以地生财”在房地产市场出现周期性波动的条件下难以为继,土地财政是以政府信用为担保向金融机构所做的间接融资;商业银行基本参与了土地储备、交易、房地产开发和房产销售的全过程,地方财政收入过度依赖土地出让金又倒逼金融的循环链开始显现:地方财力不足—依赖土地财政—各地竞相招、拍、挂土地—房地产泡沫堆积—危及银行信贷安全—房地产金融风险日益凸显;土地财政还有可能紧逼我国 18 亿亩的耕地红线,进而威胁粮食安全。

1.1.3 金融风险财政化问题研究的理论意义

随着凯恩斯理论在西方政府理财思路上逐渐占据主流地位之后,政府依赖财政手段干预经济运行已经成为宏观调控政策中公认的最有效方式。政府采购、税收等财政现象不仅能够在总量上调节宏观经济运行供求关系上的平衡,在经济结构上还能够履行优化资源配置、平衡收入分配等客观职能。作为政治和经济的集中反映,所有不确定性因素和矛盾,最终都会反映在国家财政上,表现为现实和潜在的国家财政风险,甚或可能爆发财政危机。

而作为现实经济主体资金连接桥梁和纽带的金融体系,在宏观经济运行环境中日益处于核心地位,它是否在健康运行也决定着国民经济是否能够健康持续发展。金融机构作为央行确定实施货币政策的主要媒介,在肩负着资金融通责任的同时,也要成为某些宏观调控手段及经济杠杆的作用主体。在现代市场经济制度下,随着宏观经济发展水平不断加速,货币化程度不断深入,在货币信用关系基础上形成的金融产业从一开始就面临着风险。与此同时,金融衍生工具的多样性和金融杠杆的倍数放大效应,金融监管职能履行的不断弱化,都在加剧金融机构的运行风险。因此,金融机构的个体运行风险极易引发系统性风险,具有较强的扩散性和传染性,其影响往往超过人们的预料。

综上所述,本书正是试图在源自全球“次贷”危机的欧洲主权债务危机爆发并持续发酵的背景下,对我国财政救市政策的可持续性进行剖析,警惕政府债务规模持续扩大可能带来的偿债风险,结合我国显性公债发行和养老保险个人账户“空转”等隐性债务负担及相关实证状况,论证为应对金融危机所采用的本轮积极财政政策面临的可持续性风险,探讨如何避免让中央和地方各

级政府频繁陷入“经济刺激计划”引发的政府债务陷阱当中。

1.2 选题的国内外研究现状

1.2.1 国外研究成果综述

1. 系统性金融风险主要来源于商业银行

(1) 系统性金融风险外部来源。系统性金融风险来源的外部风险主要表现为负外部性的不利因素引发金融系统失衡,进而产生系统性风险,如宏观经济衰退、资产价格大幅波动、政府的不正当干预(Taylor, 2009)。金融稳定委员会(FSB, 2009)将系统性风险直接定义为市场缺陷中的一种负的外部性,即由于经济周期波动、国家宏观经济政策变动、外部金融冲击等风险因素,对全球金融体系以及实体经济产生严重的负外部性的可能性。可见,外部经济冲击是带来系统性金融风险必不可少的因素之一。然而,虽然系统性风险与外部冲击有关,但是学术界普遍将风险来源的研究重点聚焦在金融系统内部。

(2) 系统性金融风险内部生成。系统性金融风险来源的内部因素理论众多,主要可以分为金融系统脆弱性、信息不对称条件下的金融市场失灵、内部运作风险等几个方面。

在金融系统脆弱性理论方面,凯恩斯和费雪曾在早期从金融体系内在不稳定和债务通缩角度来分析金融系统脆弱性。随后,明斯克(Minsk, 1975; 1977; 1978)较为具体地提出了金融脆弱性理论。他认为,金融体系的周期性是导致系统性金融风险发生的主要原因,即经济繁荣时期由于过度投放信贷和投资,造成金融系统财务风险累积,在经济衰退期集中爆发从而引致危机。

在信息经济学理论方面,主要强调的是由于信息不对称引发银行挤兑风险(Diamond and Dybvig, 1983),或是由于道德风险和逆向选择,从而产生系统性金融风险。银行挤兑风险的产生,是在银行短期负债和长期资产的期限结构存在不匹配的背景下,一旦债权人(储户)对银行经营能力失去信心,便会产生存款人的集中挤兑,使银行资金缺口放大。当这种风险在多家银行乃至其他金融机构之间蔓延,流动性便会出现危机,最终引发系统性金融风险。而道德风险和逆向选择更多是由于金融机构承担过度风险所造成。无论是委托一代

理关系下作为代理人的金融机构，由于未遵守合约规定而经营高风险业务的道德风险，还是由于受到政府担保，金融机构疏于风险防范的逆向选择，都是由各方信息不对称引致的金融资产配置不合理而造成风险累积的结果。

(3) 积累系统性金融风险的主要根据地——商业银行。在我国，金融体系主要由银行、证券、保险、基金等多种类型的机构组成。不过，不论是从前文的系统性风险的定义和来源，还是从资产规模、历次金融危机产生过程等多方面看，银行都是众多金融机构中最容易爆发系统性金融风险且对外溢出效应最大的部门。

从前文对系统性金融风险的定义和来源的角度可以看出，银行出现危机后对金融系统的破坏性大且传染性广。因此，大部分的研究都将系统性风险的分析重点集中在了银行机构。从金融系统脆弱性的角度，芝加哥大学教授考夫曼（Kaufman, 1999）认为，银行由于存在杠杆高、现金资产比率低以及短期融资与长期投放的矛盾，具有先天的脆弱性。马丁·苏特纳（Martin Sultner, 2003）也曾指出，由于资产负债结构不匹配、信贷业务的顺周期性以及与实体经济联系最紧密，银行具有较大的风险溢出性，因此也成为最有可能引发系统性风险的机构。可见，银行高负债的运营模式，以及现金持有率低的逐利性特点，使银行部门相较于其他机构而言存在更多的风险。并且在服务实体经济中，银行的吸纳资金的短期化和资金投放的长期化相矛盾的特点，使银行在其运行中时刻存在风险爆发的隐患。

2. 汉娜的风险矩阵列示系统性金融风险的财政救助责任

很多西方学者采用财务分析的方法，剖析政府资产负债结构，使用资产负债折现净值来准确度量国家财政风险。汉娜·波拉科娃和艾舍卡·莫迪（Hana Polackova and Ashoka Mody, 2000）认为：政府面对的风险首先来自其收入、资产、或有直接负债的结构。当政府的资产负债结构或收支结构严重失衡的时候，政府的净价值就会受到威胁，这种威胁可以直接体现为增加的财政赤字与债务负担（较高的赤字率和负债率），也可能体现在某些间接的隐性成本当中。当然因为财政在发行债务的同时还有开征税收的权力，所以即使政府资产负债存量净价值为负，轻易也不会出现类似于企业破产的问题。但是，当政府被迫通过增加纳税人的负担来对预算赤字和国债偿还进行融资时，透支税本和税源实际上也是付出了巨大的财政成本。

另外，从历史上的金融危机的传导途径可以看出，银行出现危机几乎是历次危机必经环节。在历次的金融危机中，许多货币危机、债务危机都会演变为