

ZHAI WU WEI JI

JI QI FENG XIAN XING CHENG JI ZHI YAN JIU

刘志强 ● 著

债务危机

及其风险形成机制研究

吉林人民出版社



债务危机及其风险形成机制研究

刘志强 著

吉林人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

债务危机及其风险形成机制研究 / 刘志强著.

长春:吉林人民出版社,2011.8

ISBN 978-7-206-08077-7

I. ①债…

II. ①刘…

III. ①债务危机—风险机制—研究

IV. ①F810.45

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第164045号

债务危机及其风险形成机制研究

著 者:刘志强

责任编辑:杨九屹

封面设计:孙浩瀚

责任校对:赵洪涛

吉林人民出版社出版 发行(长春市人民大街7548号 邮政编码:130022)

印 刷:吉林省显达印务有限公司

开 本:880mm×1230mm 1/32

印 张:11

字 数:310千字

标准书号:ISBN 978-7-206-08077-7

版 次:2013年7月第1版

印 次:2013年8月第1次印刷

定 价:30.00元

如发现印装质量问题,影响阅读,请与出版社联系调换。



前 言

由于 20 世纪末期频繁的金融危机，金融风险问题引起了人们的广泛重视。进入 21 世纪，后金融危机的阴影挥之不去，2008 年爆发的美国次贷危机引发了全球性的金融危机。到了后金融危机时代，迪拜和希腊的债务危机此起彼伏，再次吞噬着世界各国的反危机成果，这将大大减缓全球经济复苏的步伐，主权债务危机也严重影响了全球经济稳定，使人们更多地关注到发达国家的财政风险问题，并担心未来是否可能进入一个债务危机频发的时代。

本书从系统性经济风险与经济安全入手，分析债务危机与财政风险的本质和特征，通过债务危机与财政风险形成的经济分析，判断财政风险向债务危机的转化机制。主权债务是指一国以自己的主权为担保，不管是向国际货币基金组织还是向世界银行，抑或是向其他机构借来的债务。当一国出现不能或延期偿付其国家主权债务的可能性，就称为主权信用风险或主权违约风险，当风险积累到一定阶段的时候可能会出现主权债务违约。主权债务违约一般会导致本币大幅贬值、通货膨胀迅速上升、经济显著下滑等宏观经济风险，进而导致债务危机爆发，所以主权债务危机的爆发以及主权信用风险的形成不仅仅影响到一个国家的宏观经济政策与经济发展，

甚至影响全球经济的稳定与协调发展。因此，通过主权债务违约历史及经验分析，利用俄罗斯、阿根廷和欧洲的主权债务危机的典型化事实，分析其风险形成机制，寻找其共性和特征，就有其重要意义。

另外，针对愈演愈烈的债务危机，扩张性财政政策在维系经济增长和稳定就业的同时，也导致政府债务风险的扩大，而使政府进入危机路径的正是其所依赖的引致高赤字和高债务风险的不可持续的财政政策作用机制。各国政府在危机和债务风险的治理上又陷入紧缩性财政政策作用机制的争论中，因而其在理论探讨、政策评价和实践经验的借鉴上都具有重要的价值。

目前各国爆发的债务危机是否验证了债务和税收等价，也就是李嘉图等价定理是否成立，依然是在理论上有所争议的问题。从回顾李嘉图等价定理及其成立的条件入手，具体分析发达国家债务风险以及美国和日本的债务风险的形成路径，评析李嘉图等价定理的稳健性，最后给出理论及政策上的启示。在分析拉美债务危机的财政风险形成的典型化事实的基础上，对财政风险形成从经济政策、发展模式和经济结构三方面进行经济分析。又在内部制度的框架下分析中国系统性经济风险的形成，在外部制度的框架下分析债务危机的财政风险的形成。最后从正式规则和非正式规则两方面对欧洲债务危机的财政风险形成的比较制度进行分析。

在过去的 20 年中，还从未出现如此大规模的主权信用危机。虽然目前看来美国和欧洲债务危机并不会演变为全球性危机，但是由于美国和意大利等一些发达国家的主权信用风险仍将上升，使得未来主权信用风险可能成为次贷危机后全球经济和金融市场所面临的主要风险。但债务危机并不是单纯的、无法偿还的债务造成的，主要是由于债务造成的主权信用风险的扩大，而主权评级在其中起

到推波助澜的作用，分析它们之间相互影响的关系，是掌握债务风险形成的重要路径。因此，世界各国在面对主权债务风险和在新的全球化经济中如何重新发展的问题时，都需要在经济刺激和宏观稳定上取得一个有效的平衡，这也成为当前迫切需要解决的经济政策问题。针对债务危机和财政政策作用机制的理论及实践的分析表明，各国应该根据自身国情制订相应的经济刺激方案和退出策略，防止政策的脉冲性调整和产能过度扩张，防止财政赤字过度膨胀和货币政策过度宽松，而审慎的宏观经济政策是保持宏观经济稳定的基础，任何脱离实际的大规模投资和极度宽松的政策基础都将存在极大的风险。



目 录

前 言	1
第一章 债务危机与财政风险的本质及特征分析	
第一节 债务危机与财政风险的本质分析	1
第二节 债务危机与财政风险的特征分析	5
第三节 债务危机与财政风险形成的经济分析	13
第四节 债务危机与财政风险转化机制分析	29
第五节 债务危机与系统性经济风险分析	41
第二章 主权债务危机及其风险形成机制分析	
第一节 主权债务违约历史及经验分析	56
第二节 俄罗斯主权债务危机及其风险形成机制 分析	64
第三节 阿根廷债务危机及其风险形成机制分析	79
第四节 欧洲主权债务危机的典型化事实	89
第五节 欧洲主权债务危机的风险形成机制分析	99
第三章 债务危机及其风险形成的财政政策作用机制分析	
第一节 赤字风险与扩张性财政政策作用机制分析	118
第二节 债务风险与扩张性财政政策作用机制分析	125

第三节	债务危机与财政政策可持续性分析·····	135
第四节	希腊债务危机及其财政政策作用机制分析·····	141
第五节	债务危机与紧缩性财政政策分析·····	154
第四章	债务危机与李嘉图等价定理关系分析	
第一节	李嘉图等价定理述评·····	172
第二节	债务危机与李嘉图等价定理评析·····	174
第三节	美国、日本债务风险与李嘉图等价定理评析·····	186
第四节	李嘉图等价定理与发达国家债务风险路径分析·····	199
第五节	李嘉图等价定理的理论及政策启示·····	212
第五章	债务危机及其财政风险形成的制度分析	
第一节	债务危机及其财政风险形成的内部制度分析·····	224
第二节	拉美债务危机及其财政风险形成的内部制度 分析·····	232
第三节	中国地方性财政风险形成的内部制度分析·····	252
第四节	中国财政风险形成的内部制度分析·····	261
第五节	债务危机及其财政风险形成的外部制度分析·····	270
第六节	欧债危机及其财政风险形成的内部制度和 外部制度分析·····	275
第六章	债务危机及其主权信用风险影响分析	
第一节	债务危机及其主权信用风险形成的理论分析·····	288
第二节	债务危机及其信用风险形成的实证分析·····	302
第三节	债务危机及其主权评级影响的分析·····	312
第四节	债务危机及中国主权信用风险影响的分析·····	327
参考文献	·····	339



第一章 债务危机与财政风险的本质及特征分析

由于 20 世纪末期频繁的金融危机，金融风险问题引起了人们的广泛重视。进入 21 世纪，后金融危机的阴影挥之不去，2008 年爆发的美国次贷危机引发了全球性的金融危机。到了后金融危机时代，迪拜和希腊的债务危机此起彼伏，再次吞噬着世界各国的反危机成果，这将大大减缓全球经济复苏的步伐，也使人们更多地关注到发达国家的财政风险问题，并担心未来是否可能进入一个债务危机频发的时代。

第一节 债务危机与财政风险的本质分析

债务危机具体是指一国政府失信、不能及时履行对外债务偿付义务的风险，通常由企业破产形象地引申为“国家破产”，其实质是一个国家的主权信用危机。与债务危机紧密联系，财政风险则是指发生债务危机的可能性，财政风险通常集中表现为赤字和债务的膨胀，当这种膨胀超越一国经济和社会的承受力时，就将演变成债务危机，并由此引发一国经济、政治的全面危机和社会动荡。

一、债务危机与财政风险的内涵分析

虽然以前人们对债务危机和财政风险的关注相对较少，但是并不意味着债务危机和财政风险不重要，从某种意义上看，债务危机和财政风险的危害性远大于金融风险和金融危机。

自1997年爆发东南亚金融危机后，有关金融风险的研究在我国引起广泛关注。相对于大量、系统的金融风险和金融危机的研究，财政风险方面的探索则较少且零散。目前，国内对于财政风险和债务危机的内涵存在不同看法，只有首先从理论上界定财政风险与债务危机的内涵，才能正确、清晰地剖析债务危机与财政风险的形成和转化机制。

首先，债务危机（Debt Crisis）通常是指在国际借贷领域中大量负债，超过了借款者自身的清偿能力，造成无力还债或必须延期还债的现象。债务危机是金融危机的一种类型。金融危机（Financial Crisis）则泛指一个地区或国家的金融体系出现剧烈动荡及混乱的局面，从而对实质经济造成了负面影响。

其次，国际上关于财政风险的内涵主要有两种观点：一种认为财政风险主要是指直接债务风险；另一种则将财政风险视为爆发财政危机的可能性。债务危机的实质是指一个国家的主权信用危机，具体是指一国政府失信、不能及时履行对外债务偿付义务的风险，通常由企业破产形象地引申为“国家破产”。

国内学术界关于财政风险的一种理解是从财政自身角度来考察的，认为它是债务风险或损失可能性。例如，财政风险是指我国现在执行的有关财政政策使未来财政工作遭受损失或损害的可能

性。^① 部分学者将财政风险看成政府在从事财政经济活动过程中，由于财政政策与制度安排以及各种因素综合影响而导致的政府经济活动预期与活动结果不一致，将导致财政风险的发生。^② 国内学术界关于财政风险的另一种理解主要是从发生债务危机的可能性上考察的。例如，财政风险应当是国家财政和经济部门在财政性资金运营过程中，由于财政经济制度缺陷和各种经济因素的不确定性，致使财政收支状况恶化而引发财政危机的可能性。^③ 有的专家认为，财政风险是指财政面临支付危机的可能性，集中表现为赤字和债务的膨胀，当这种膨胀超越一国经济和社会承受力时，将演变成债务危机，并由此引发一国经济、政治的全面危机和社会动荡。^④

再次，本书的观点认为，单纯从某一个方面理解债务危机和财政风险是不完全的。研究债务危机，仅仅就债务危机讨论债务的实际意义不大，必须将其和财政风险联系起来。任何债务都是未来的支出成本，反映的是未来的支出压力，体现出一个时期政府的支出责任和义务，是一种风险的存在。因此，财政风险应当是未来政府出现债务危机的一种前期反映。但财政风险不等同于债务危机，债务危机是确定性事件，而财政风险是不确定的事件，只是一种可能性。因此，财政风险是包括各种经济、政治等因素（民族国家的内部因素、区域性和全球性的外部影响因素）在内的直接影响一国财政稳定或由财政间接承担损失的以及所有能够影响国家经济安全甚至会导致债务危机的可能性。

① 陈学安，侯孝国：《财政风险：特点、表现及防范对策》，《财政研究》2003年第3期。

② 闫文谦：《关于财政风险的理论分析》，《生产力研究》2002年第2期。

③ 曾纪发：《财政风险定义辨析》，《江西财税与会计》2001年第7期。

④ 丛明，胡哲一：《财政风险若干问题分析》，《经济研究参考》2001年第26期。

二、债务危机与财政风险的本质分析

事实上，无论研究者对财政风险在多大程度上是从债务危机还是从损失可能性的角度加以分析，都只有深入分析研究财政风险与债务危机的特征，才能明确财政风险与债务危机的内涵，更准确地把握其本质。对债务危机与财政风险的本质研究，可以具体从以下几方面进行。

首先，应当从宏观性和系统性方面确定两者的本质。从宏观角度研究，财政风险在很大程度上就是一种系统性风险，这是因为财政风险通常会带来经济全局性、系统性的损害。在微观经济活动中的风险，如投资风险、企业经营风险等，其后果是可估量的、有形的经济风险。国家财政是一种宏观经济运作，其风险损失不仅仅包括巨大的经济损失，更可能对国家政治、经济和整个社会造成深远的影响，甚至造成社会经济动荡和社会政治的不稳定。另外，从系统角度研究，财政风险应放在国家经济安全的大环境中去考察，经济系统中任何一个子系统的安全状态都可能影响到财政风险的大小。经济活动中充满了风险，而那种会对整个经济体系产生重大影响的宏观意义上的风险则被称为系统性经济风险。

其次，应从公共性方面把握两者的本质。一个社会的风险是多种多样的：有自然风险，如地震、风暴、旱涝等，这类风险往往是人类现有的力量难以抗拒的；有经济风险，包括投资风险、债务风险、价格风险等；有社会风险，如道德风险、法律风险等。对企业或家庭来说，上述风险都可以通过各种途径转移和分散出去，如各类保险公司、担保公司以及期货市场上的套期保值就是适应这种需要而产生的。但对整个社会和国家来说，上述风险最终会综合成为财政风险，尤其是当风险范围扩大到一定程度时，表现更为明显。

因此，广义上的财政风险不同于一般经济实体的风险，银行风险、国企财务风险等都可能转化为财政风险，是社会经济风险的最终承担者。有的甚至将财政风险等同于国家经济安全，因为财政是社会经济、政治的综合反映，当财政不能提供足够的财力使国家机器正常地运转，遭受损害的可能性加大时，财政风险就越大。在整个制度结构中，财政处于边际位置，是防范公共风险（即由政府承担的风险）的最后一道防线，是公共风险的最终承担者，也就是财政起到对市场机制难以化解的所有风险的兜底作用。因此，财政风险是各类经济与社会风险的中心，国家财政是防范各类私人或公共风险的最后屏障，财政风险的累积与债务危机的爆发意味着国家信用的丧失甚至政权的更替。从这方面可以看出，财政风险并不仅仅是财政部门的风险，而是整个国家及政府的风险。财政风险的危害性比其他经济风险无法比拟的。

再次，应从动态性方面把握两者的本质。财政风险与债务危机的关系动态地表现为：财政作为一切社会经济风险的最终承担者，是政府应付各种危机的能力的保证；经济系统即使在平稳状态下，依然存在财政风险，只不过其相对于债务危机而言，仍处于安全状态下。伴随着财政风险不断累积和扩大的结果，就可能是一国主权债务危机的爆发。因此，积极防范财政风险，避免发生债务危机，实质上就是确保政府应付各类风险和危机的能力的统一。

第二节 债务危机与财政风险的特征分析

从上述分析可以看出，财政风险的本质简单地说就是所有会对一国财政造成损失或带来危机的可能性。债务危机与财政风险的形

成无论是由可以预见后果的直接负债引起的，还是由与特定事件的发生相联系的间接负债引起的，无论是由法律与契约规定的显性负债引起的，还是由隐性的政府必须承担的道义上的债务引起的，任何类型的债务可能带来的财政风险的后果都需要了解。因此，对债务危机与财政风险的特征以及债务危机与财政风险形成和转化的典型化事实，本书从以下几方面加以分析。

一、债务危机与财政风险的隐蔽性

与企业 and 银行的微观经济风险相比较，财政风险的形成具有一定的隐蔽性。对源于市场不确定性的经营或投资，其风险实际上是人所共知的，而且由于风险越高收益越大，人们可以较为理性地去预期并决定是否去冒险。但是对于以政府权力和信誉为担保的主权债务可能出现的风险则是很难预期的，因为财政是以国家政权为依托的，可以强制性地扩大收入来源，如发行货币、扩征税收等，而一般企业和银行却不具备这种能力。由于财政风险形成的隐蔽性，使得人们不能仅仅从显性的、直接的影响因素去判断财政风险的形成机制。因此，对于以政府权力和信誉为担保的财政可能出现的风险则是很难预期的，只有在这种隐蔽性超出了整个国民经济承受能力的情况下，财政风险才会显现出来，进而转化为现实的债务危机。例如，2009年11月，阿联酋第二大酋长国——迪拜酋长国，宣布其最大的国企“迪拜世界”的590亿美元债务延迟偿付，由此引发了迪拜债务危机。从表面上看是因为迪拜房地产的过度膨胀，发展模式过度依赖其高收益和高风险的房地产和外资。但其根本原因是迪拜政府与其所属开发公司的非理性融资，在全球证券市场大举借债，远远超出了自身还债能力，随着全球金融危机的蔓延，造成信用危机。在此之前，“迪拜模式”在新兴经济体中广受追捧，

其财政风险形成的隐蔽性和速度是罕见的。根据国际金融协会的统一，2007年其资本账户为290亿美元的盈余，而2008年就出现了550亿美元的赤字。迪拜政府不得不以借新债还旧债的方式偿还外债，仅2009年2月份以来就多次发行债券。这种政府过度举债的财政风险没能及时控制和化解，便引发了债务危机。^①

在一些转轨制国家中，大部分都没有风险自动暴露机制，使得企业、银行金融等风险也存在着较长的潜伏期，并且在体制转轨过程中各种经济风险可以无限外推，并最终向财政转移。财政风险同社会各种风险构成很强的相关性，各种风险潜存于制度变革之中，并且为了推进改革，政治家或政府常常采取激进的措施或人为地限制风险的暴露，结果将导致制度变迁中的风险被暂时地压抑。但正是财政风险的这种隐蔽性特征，造成了人们对财政风险的麻木，缺乏敏感性，也许正是财政风险的隐蔽性，致使财政风险不是动态地化解，而往往是不断地累积。一旦达到某个临界点，在内部矛盾激化或由于外部因素发生突然变化的情况下而形成危机的突发性。财政风险就会像火山爆发一样，突发为债务危机，并由此演化为经济、政治的全面危机，引起社会动荡。在中外历史上，因财政问题而导致政权垮台的例子屡见不鲜。例如，前苏联的解体、东欧的巨变和拉美国家的频繁政权更迭，最终都是因国家财政丧失了支付能力所致。又如，2009年10月初，希腊政府突然宣布2009年政府财政赤字和公共债务占国内生产总值的比例预计将分别达到12.7%和113%，远超欧盟《稳定与增长公约》规定的3%和60%的上限。希腊债务危机的爆发之所以令人惊愕，是因为希腊政府多

^① 董彦岭，刘青：《迪拜债务危机：原因、影响及启示》，《财经科学》2010年第2期。

年以来一直在华尔街金融机构的帮助下靠虚假数据欺骗欧盟，掩盖财政风险。为了加入欧元区，希腊政府 1999 年宣称政府赤字占 GDP 仅为 1.8%，当时这一数字远低于《稳定与增长条约》中所规定的 3% 的底线，直接帮助希腊成功晋级。^①

二、债务危机与财政风险的复杂性

由于风险形成原因的复杂性，必须以全面的观点去认识财政风险的形成机制。一方面，国家在发展过程中，由于宏观经济政策的不确定性而出现的政策性风险，经济体制改革的成熟性而出现的改革风险，社会制度变迁中人们观念行为的异化而形成的道德风险，以及财政管理内部和社会转嫁的经济风险，多种风险交织在一起，内生性与外生性并存，远比一般的风险复杂。财政是政治和经济的集中反映，国家政治、经济生活中的所有不确定性因素和矛盾，最终都会反映为国家财政上的矛盾，反映为国家财政的困难和压力。因此，财政风险实际上是财政压力和其他风险转化的结果，风险的大小随着政治、经济制度中不确定性因素的变化而变动。这些因素既可能是制度内部的，如分配体制不规范、管理制度不完善、政策运用失误，也可能是外部政治、经济环境变化，这可能使国家财政运行和政策措施在实施中产生预期效果与实际结果的偏差，甚至背离，由此使国家财政风险变化或者激发，成为债务危机。20 世纪 90 年代之前，金融危机通常表现为某种单一形式。比如，20 世纪 60 年代的英国英镑危机是单纯的货币危机，20 世纪 80 年代的美国储贷协会危机是典型的银行危机。但自从进入 20 世纪 80 年代以后，货币危机、银行危机以及债务危机同时或相继爆

^① 杨琳：《欧洲和拉美主权债务风险、趋势及其影响》，《财经问题研究》2010 年第 4 期。

发，成为金融危机的一个典型特征。特别是由于发展中国家国内金融市场、银行系统不健全，债务危机一旦爆发往往都会引起货币危机、银行危机等各种金融危机的集中爆发，最终导致经济陷入严重衰退。回顾历史可以发现，从20世纪80年代以来爆发的拉美危机、俄罗斯危机等历次债务危机都不离这一窠臼。1998年8月17日，俄罗斯联邦政府宣布卢布贬值，并推迟所有外债偿还期，引发俄罗斯债务危机。当时国内状况是：俄罗斯自1992年推行休克疗法以来，持续经济低迷，到1996年后开始逐渐好转，并开始吸引外资。事实上俄罗斯自1992年以来一直存在财政赤字，政府采取的是通过发行国债等方式加以弥补。从表面现象上看，财政赤字的缺口并不是很大，但俄罗斯从1997年10月到1998年8月，却经历了由三次金融大风波构成的金融危机，而国际能源价格下降，使俄罗斯雪上加霜。还有一个因素也加重了俄罗斯经济和金融的困境，就是长达一个半月的政府危机。从1998年3月23日叶利钦让切尔诺梅尔金总理下台到1998年5月5日基里延科完成新政府的组建，俄罗斯基本上处于无政府状态。在此期间，各种经济困难急速加剧。新政府刚刚开始工作，即遇上五月亚洲金融风暴。接着是各地矿工因拿不到工资而罢工，甚至拦阻铁路运输。俄罗斯为支撑国内经济正常运转，就得大量借新债还旧债，而且要借更多新债。一边要还内债，另一边要弥补财政缺口，债务负担便越来越重。此时，俄罗斯内债达700亿美元，外债达1300亿美元。1998年预算中偿还旧债和弥补赤字加在一起，占国家开支的58%。经过前期危机的冲击后，1998年俄罗斯大笔债务陆续到期，拖欠需要偿还，新政府要承担偿债任务，而且责任重大，这才公布了债务危机的严重情况，并直接导致了卢布贬值和政府债务违约，这也使得当年的俄罗斯债务危机夹杂于金融危机、生产危机和预算危机之中。这场