

债务风险管控及其警戒线

□ 王东京

我曾多次说过，债务问题并不只是经济问题，若管控不当，一旦出现债务风险不仅会引发社会震荡，甚至演化成政治问题。事实上，中央高度重视债务风险管控，学界这方面的研究成果也不少。我写这篇文章，是要对如何确定债务风险的警戒线作分析。债务分企业债务与政府债务，考虑行文方便，让我分别讨论。

先讨论企业债务。目前国内的企业债，主要来自银行贷款。众所周知，银行作为融资中介机构，自有资金仅8%，所用信贷资金大多是储户存款。也正因如此，银行要把信贷安全放在首位。为规避风险，通常要求贷款企业有对应的资产抵押，其资产负债率不得超过50%。时至今日，此指标已成为银行普遍公认的风险警戒线。

对企业负债率为何不能高于50%，当年读大学时教科书作这样的解释：企业总资产=负债+权益资产（自有资产）；资产负债率=负债/总资产。一个企业资产负债率达到50%，表明该企业负债等于自有资产。当企业不能还贷时可用自有资产抵债，银行无风险；若负债率高于50%，表明该企业资不抵债，银行放贷则有风险。

听上去，以上解释无懈可击，而我之前对此也深信不疑。1991年从人民大学毕业后到中央党校任教，为党员干部授课，需常去企业作调研，在调研过程中我发现一个现象：有的企业负债率高达60%，并未出现还贷困难；而另有一些企

业，资产负债率不到30%却还不起贷款。此为何故？这现象引起了我对信贷警戒线的反思。

自己思考了很多年，现在得出的答案是，企业资产不能从账面看，而应从资产的市场价值看。我的理由简单，企业账面资产是个存量，而资产的市场价值却是个流量。经济学的资产定价原理说：资产的市场价值=该资产的年收益/银行年利率。而根据此公式可以推定，若资产的年收益不同，等量资产的市场价值也会不同。

举个例子解释。有甲、乙两个企业，账面资产相等，皆为1000万元，但它们的资产年收益不同：甲企业资产的年收益为80万元；乙企业资产的年收益为40万元。假定银行存款年利率为5%，那么按照上面资产定价公式计算，甲企业资产的市场价值（80万元/5%）为1600万元；而乙企业资产的市场价值（40万元/5%）为800万元。

显然，按账面资产计算与按市场价值计算，负债率会大不相同。仍用上面的例子。假定甲企业负债550万元，账面资产负债率（550万/1000万）为55%；乙企业负债450万元，账面资产负债率（450万/1000万）为45%。若按资产的市场价值计算，甲企业的负债率（550万/1600万）为34%；而乙企业的负债率（450万/800万）为56%。如此一来，乙的负债率却反而高于甲。

从这个角度，我们就不难理解为何有些企业负债率高于50%没有风险，而有些负债率低于50%的企

业却出现了偿债困难。原因在于，上面的负债率是账面资产负债率。由此见：将“账面资产负债率不得高于50%”作为警戒线并不可取。我的观点，银行贷款的警戒线，应是企业资产收益率不低于银行利率。因为资产收益率低于利率，表明企业资产缩水，偿债风险加大。

回头再讨论政府债务。国际上通行的说法，政府举债的警戒线，是预算赤字不能高于GDP的3%。为何是3%？学界尚无论证，是经验数据。可经验数据未必就是规律。从证伪的角度讲，只要有一个国家的赤字率超过3%而未发生债务危机，此说就被推翻。而现实中这样的例子很多。2014年，美国赤字率为4.1%、英国为5.7%，日本为8.8%，可这些国家皆未出现偿债危机。

是的，确定政府举债规模，不能单看经验数据，而应分析相关变量的逻辑关系。笔者以为，下面三组变量需重点研究。

第一组变量：国债与税收。“李嘉图—巴罗等价定理”明确讲，政府今天的国债，等于企业明天的税负。该定理的逻辑是，政府发行国债，大多是用于基础设施投资，而基础设施投资不直接产生利润，偿还国债最终只能靠企业纳税。所以李嘉图和巴罗认为，政府扩大发债其实就是加税。

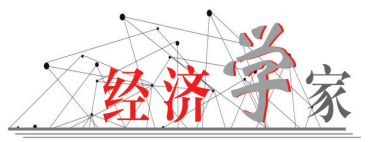
第二组变量：税率与税收。国债规模越大，政府还债就得征收更多的税。而“拉弗曲线”却说，税率存在最佳均衡点。当税率低于最

佳均衡点时，提高税率能增加政府税收；若税率高过最佳均衡点，提高税率反而会减少税收。这是说，政府能收多少税，并不仅仅取决于税率的高低，更大程度上是取决于企业的经营状况。

第三组变量：政府投资与企业投资。经济学家已经证明，政府发行国债对企业投资存在挤出效应。理由是，政府国债的最大买家是银行，当信贷资源一定时，国债规模越大，银行给企业的贷款就会越少。而企业作为重要的纳税人，投资减少，政府税收当然会减少。

通过上面三组变量的分析，我们可得出这样的结论：国债（预算赤字）规模应该由税收决定；而不能反过来，政府收多少税由国债规模决定。如果说得更明确些，那就是政府每年还本付息的（债务）额度，不得大于当年新增税收。可以肯定，政府只要遵循此原则，举债就不会有风险，也不会为了偿债而加重企业税负。

最后我想再多说一句。经济学家可以依据经验事实提炼规律，但是要知，从经验事实中提炼的规律是“定律”而不是“定理”。“定律”要受时空条件的约束。时空条件改变后，定律就有可能失灵。因此我们在确定债务规模时，大可不必迷信经验数据而作茧自缚。



我国不存在全面大规模通货膨胀基础

□ 娄飞鹏

2021年以来，我国反映通货膨胀的物价指数变化呈现新特点，突出表现为消费者价格指数（CPI）和生产者价格指数（PPI）走势分化。根据国家统计局的统计数据，从累计同比数据看，1—6月CPI同比上涨0.5%，PPI同比上涨5.1%；从单月同比数据看，CPI从3月开始由负转正，6月同比上涨1.1%，PPI从1月开始由负转正，6月同比上涨8.8%。从中可以发现，CPI走低而PPI走高，尤其是PPI快速走高特点明显。也正是如此，社会各界关注PPI高增长是否会传导至CPI，进而引发全面通货膨胀。总体来看，CPI、PPI出现上述变化是多种因素作用的结果，目前我国宏观经济运行基本处在合理区间，科学精准实施宏观政策，有利于物价平稳运行的因素不断增多，后续物价平稳运行的基础坚实，不存在全面大规模通货膨胀的基础，预计全年物价水平总体可控。

新冠肺炎疫情对经济发展造成较大影响，也对2020年CPI、PPI造成较大影响，进而通过基数效应等渠道影响今年的CPI、PPI走势。2020年初，为有效应对新冠肺炎疫情，企业延迟复工复产，甚至在部分经济领域按下“暂停键”，从供给端稳定供给面临较大困难，同时附加春节等季节性效应，居民为应对疫情出现囤积商品的情况等需求端旺盛，共同推动了2020年上半年CPI走高而PPI较低。在我国新冠肺炎疫情得到有效控制后，供给端逐步恢复对居民消费需求满足程度提高，加上国内外疫情发生存在时差，国外疫情持续蔓延大量增加对我国出口商品的需求，以及房地产投资韧性较强等，导致下半年CPI虽然为正值但明显走低，PPI虽然为负值但有所走高。在新冠肺炎疫情影响下，2020年CPI呈现前高后低的态势，而PPI呈现前低后高的态势，这将通过基数效应影响2021年CPI、PPI的走势。

面对2021年以来CPI、PPI走势变化，虽然PPI走高趋势明显，但我国不存在全面大规模通货膨胀的基础。

首先，宏观经济运行基本处在合理区间。从经济基本面角度看，全面通货膨胀更易于在经济过热阶段出现。今年以来，我国统筹推进疫情防控和经济社会发展，宏观经济延续稳定恢复态势，宏观经济不仅没有过热而是存在经济恢复不均衡和向常态化回归的压力。根据国家统计局的统计数据，我国规模以上工业增加值实际累积同比增速从1—2月的35.1%逐步降至1—5月的17.8%，两年平均增长7%；社会消费品零售总额累积同比增速从1—2月的33.8%降至1—5月的25.7%，两年平均增长4.3%。对此，一方面是2020年一季度经济负增长导致低基数效应，随着经济恢复基数抬升，今年同类经济指标增幅下降，后续随着基数的进一步抬升，仍然有下降空间。另一方面是单就工业增加值累积同比增速看，其两年平均增速基本回归正常区间，单就社会消费品零售总额累积同比增速而言，仍然明显低于2019年。这反映出经济供给恢复相对较好而需求恢复相对较弱，经济仍处于持续恢复并没有过热的問題。

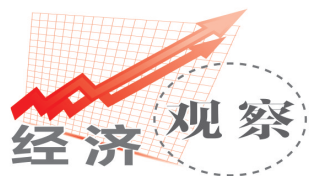
其次，宏观经济政策科学精准。通货膨胀的发生，背后往往是货币超发或者是信贷快速扩张。新冠肺炎疫情发生后，我国灵活把握货币政策调控的力度、节奏和重点，强调精准直达，营造了适宜的货币金融环境。2021年以来，我国稳健的货币政策灵活精准、合理适度，保持连续性、稳定性、可持续性。根据中国人民银行的统计数据，2021年上半年，我国广义货币M2同比增长8.6%，社会融资规模存量同比增长11%。无论是和历史数据纵向对比，还是与名义经济增速横向比较，我国货币政策并没有大规模宽松，而是通过货币政策为实体经济增长提供了适宜的流动性环境，既保持对经济恢复的必要支持力度，又没有大规模刺激。

再次，价格调控机制作用积极。国内的价格调控机制在稳定价格上正在发挥积极作用。从PPI看，当前我国PPI同比增速较高的一个重要原因是大宗商品价格快速大规模上涨。2020年第二季度开始，受我国经济在新冠肺炎疫情得到控制后率先恢复，欧美日等经济体居民需求增加等扩大对大宗商品的引致需求，而新冠肺炎疫情限制了大宗商品的供给，以及欧美国家大规模投放流动性，投机资金流入大宗商品领域等因素影响，大宗商品价格快速大规模上涨。为此，我国及时通过加强供需双向调节，加强市场监管，打击囤积居奇、哄抬价格等多种措施保供稳价。目前来看，我国的价格调控机制发挥了较好作用，大宗商品价格快速上涨势头得到较好

控制。从CPI看，2020年三季度以来，国内生猪存栏量较快增长，猪肉平均批发价格2021年初以来大幅下降，显著拉低了CPI。对此，价格调控部门也积极引导市场预期，并有相应的政策设计可以及时启用稳定物价。

综上，就国内的情况看，无论从宏观经济运行，宏观调控政策实施，还是从价格调控机制看，我国都不存在全面大规模通货膨胀的基础。从全球看，随着疫苗加快投放和接种率持续上升，2021年二季度以来全球经济步入加快复苏的轨道，国际机构普遍上调了对全年经济增速的预测。随着发达国家尤其是美国经济复苏供应能力增加，有可能减少对我国出口商品的需求，国际贸易高速增长态势可能减弱。随着新兴经济体国家经济逐步恢复，国际上大宗商品等原材料供应压力将逐步缓解，有助于稳定价格水平。即使因为全球经济复苏而增加对大宗商品的需求，大宗商品价格受2020年下半年基数较高因素影响，进一步大幅上涨的可能性也较小，加上国内工业品市场竞争较充分，PPI向CPI传导预计也有限。这也意味着，我国不存在全面大规模通货膨胀的基础。

尽管如此，面对2021年以来全球通货膨胀的上涨幅度和速度超出预期，为了进一步稳定好物价水平，需做好以下几方面准备。一是着力促进供需动态平衡。供给方面，坚持供给侧结构性改革主线，调整优化供给结构，提升供给体系质量，保障重点商品供应。需求方面，积极实施扩大内需战略，适度扩大财政支出，促进城乡居民增收，落实好提振汽车、家电等大宗消费相关政策措施，促进餐饮、文旅等服务消费恢复。二是做好宏观政策调控，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕。三是做好预期管理，加强相关部门与市场的沟通，管理好各类市场主体的预期。四是尽管概率较小，但仍然需要予以防范，具体是关注欧美发达国家持续宽松货币政策的外溢风险，其通货膨胀是否会通过国际经济、国际金融渠道向国内传导尤其是对PPI的传导，并根据情况采取针对性应对措施。



为绿色发展完善绿色金融支撑

□ 谢 宁



发展绿色金融，是实现绿色发展和重要措施，也是支持绿色产业和经济社会可持续发展的重要举措。习近平总书记主持召开中央财经委员会第九次会议时强调：“要完善绿色低碳政策和市场体系，完善能源“双控”制度，完善有利于绿色低碳发展的财税、价格、金融、土地、政府采购等政策，加快推进碳排放权交易，积极发展绿色金融。”

绿色金融可引导和激励更多社会资本投入绿色产业，同时有效抑制污染性投资，不仅有助于加快我国经济绿色转型，也有利于促进环保、新能源、节能等领域的技术进步，提升经济增长潜力，主要表现在三大功能。一是资源配置的功能，通过政策制度激励，引导和撬动更多的金融资源向低碳项目、绿色转型项目、碳捕集与封存等绿色创新项目倾斜。二是风险管理的功能，通过气候风险压力测试、环境和气候风险分析、绿色和棕色资产风险权重调整等工具，增强金融体系管理气候变化相关风险的能力。三是市场定价的功能，推动建设全国碳排放权交易市场，发展碳期货等衍生产品，通过交易为排碳合理定价。

充分发挥绿色金融的三大功能，提高绿色金融对碳达峰碳中和和经济社会发展绿色转型的贡献度，需进一步明确发展绿色金融的主要原则。首先，坚持政策推动与市场发展相结合。发挥金融政策、财政政策和产业政策的协同激励效应，针对绿色低碳产业和项目给予多层次、多元化的金融支持，形成政策合力。同时，坚持市场规律和市场化机制，通过金融资源引导生产要素优化配置，促进碳达峰碳中和和经济社会绿色低碳发展。其次，坚持目标导向与问题导向相结合。坚持目标导向，围绕碳达峰碳中和、经济发展方式转变和提高经济社会治理能力，提升绿色金融服务实体经济的能力和水平。同时，坚持问题导向，针对绿色金融发展

中存在的堵点、难点和痛点问题，精准施策、尽快破题。再次，坚持改革创新与防范风险相结合。鼓励积极探索、先行先试，在绿色金融重点领域和核心环节进行探索创新。同时，提高对绿色金融风险的识别能力，建立市场化法治化金融机构气候与环境信息披露制度，完善金融机构气候变化和环境风险压力测试，增强金融体系管理气候变化相关风险能力，切实防范化解金融风险。

为绿色发展构建和完善绿色金融体系，需进一步完善绿色金融发展的支撑体系，探索创新发展绿色金融的新路径。

绿色金融政策体系。围绕“碳达峰碳中和”的目标和经济社会绿色低碳发展的总体要求，加强绿色低碳绿色金融的顶层设计，完善绿色低碳发展的法律保障和政策体系，特别是加强货币政策、财政政策、监管政策和产业政策对绿色金融领域的支持配合，进一步丰富绿色金融支持政策工具箱，协调出台更多重点支持绿色低碳发展的优惠政策，引导金融机构增加绿色资产配置、

强化环境风险管理，提升金融业支持绿色低碳发展的能力。

绿色金融标准体系。遵循“国内统一、国际接轨”原则，重点聚焦气候变化、污染治理和节能减排三大领域，不断完善绿色金融标准体系，为规范绿色金融业务、确保绿色金融实现商业可持续性、推动经济社会绿色发展提供重要保障。

绿色金融产品服务体系。通过加强政策激励、鼓励产品创新、完善发行制度、规范交易流程、提升透明度等方式，大力推进绿色信贷、绿色证券、绿色保险、绿色担保、绿色基金等业务创新，完善多层次绿色金融产品和市场体系，为绿色低碳发展提供更多更优金融产品和服务。强化数字化手段的运用，大力发展数字绿色金融。

绿色金融基础设施体系。积极推动建设全国碳排放权交易市场，发展碳期货等衍生产品，通过交易为排碳合理定价。积极培育排污权、用能权、用水权交易市场，丰富交易产品，扩大交易量。建立绿色金融综合服务平台、绿色金融信用信息共享平台，畅通融资供需对

接，提升服务效率和融资成功率。鼓励金融机构积极稳妥参与碳市场建设，提升交易市场的定价权威性和交易效率。

绿色金融风险防范体系。持续推动金融机构、证券发行人、公共部门分类提升环境信息披露的强制性和规范性。利用金融科技推动环境信息披露与共享，降低金融机构与绿色主体之间的信息不对称。建立完善金融机构环境风险压力测试体系，有效覆盖极端天气引发的“实体风险”和传统经济向绿色低碳转型的“转型风险”。鼓励金融机构引进国际先进绿色金融发展与管理理念，积极创造条件宣布采纳负责任银行原则、负责任保险原则、负责任投资原则，主动参与碳中和行动。

