

我国财政风险向金融风险转嫁研究

曾康霖¹ 程均丽²

(1, 2, 西南财经大学中国金融研究中心 610074)

内容摘要: 本文在对财政风险向金融风险转嫁的一般分析的基础上, 考察了我国财政收支的脆弱性, 并着重研究了我国财政风险向金融风险的转嫁。

关键词: 财政风险; 金融风险; 政策性贷款; 国债; 社会保障基金

美籍奥地利经济学家熊彼特(Schumpeter, 1918)在研究财政体制与现代国家制度的关系中指出,“财政上的变化是一切变化的重要原因之一”,“所有的变化都会在财政上有所反映”。美国著名经济学家麦金农(Mckinnon)在《经济自由化的次序——向市场经济过渡时期的金融控制》一书中分析经济自由化的次序时也指出,“财政应先于金融, 财政控制应当优先于金融自由化”。在中国, 金融体系以国有银行为主体, 政府的财政能力与银行体系的稳定息息相关, 如果说, 防范金融风险是当务之急, 则不能不研究财政收支变化对金融风险的影响, 同时要关注财政风险的存在及其向金融风险的转嫁。

一、财政风险的涵义

一般说来, 风险是指产生负面效应的可能性, 这种可能性既可产生于企业、个人, 又可产生于政府。政府作为社会成员看待, 如果它拥有的经济实力难以支撑它的生存和发展, 就会发生财政风险, 乃至财政危机。有人说, 财政风险, 是指“国家财政出现资不抵债(insolvency)和无力支付(default)的风险”(张春霖, 2000); 或者“政府拥有的公共资源不足以履行其应承担的支出责任和义务, 以至于经济、社会的稳定与发展受到损害的一种可能性”(刘尚希, 2003)。我们认为, 这样观察含义比较笼统, 不容易把握。一般说来, 财政风险不是全国性的, 而是局部的, 它通常产生于一定的时空中, 表现在特定的领域, 如地方政府财政拮据, 难以为继; 再如, 在一定区域, 不能向社会公众提供公共产品进行公共服务, 致使民心骚动、社会不安等等。

衡量一个国家的财政风险不能只看赤字, 因为赤字是可以遮掩和顺延的。重要的是要看, 政府债务的积聚程度和社会公众的忍耐程度。当政府的债务积聚到不堪负重, 不能遮掩、拖延、民心向背时, 财政风险就要从可能性变为现实。财政风险的现实性, 可称为财政危机, 集中表现为社会公众对政府丧失信心, 政府机制运转失灵, 群众难于安居乐业, 社会风气颓废, 不安定的因素增加等等。财政风险能够转嫁给金融, 加大金融风险, 但财政危机不可转嫁, 它只能由政府增强信用, 取信于民, 否则, 将导致政府破产。政府破产, 意味着政府信用丧失, 不能取信于民, 被人民抛弃。

相对金融风险来说, 财政风险, 具有局部性(发生在特定领域)、潜在性(逐步积聚的)和社会性(不主要表现为现实的财政收支, 而主要表现为政府对公众的欠债), 它关系着执政之基和社会安定。

二、我国财政收支的脆弱性

这些年来, 人们更多地关注金融风险, 很少研究财政风险, 似乎财政状况一帆风顺、风平浪静, 其实并非如此。我国存不存在财政风险, 先来探讨财政收支的脆弱性。

概括地说, 脆弱性相对坚实性而言。指出我国财政收支的脆弱性, 是要表明我国一些地区财政收入的基础不牢固, 财政支出效益不理想, 财政结余的动用不规范。

（一）财政收入的基础不牢固

这些年来我国财政收支一直高速增长，据国家统计局提供的信息，在上个世纪 70 年代中期以前，税收增长低于经济增长，导致税收占 GDP 的比重下降，但 70 年代中期以后，税收增长高于经济增长，税收在 GDP 的比重不断上升。这种状况持续到现在，2004 年税收在 GDP 的比重已达 19%，其增长速度为 25.7%，大大超过了 GDP 的增长速度。

对于税收大大超过 GDP 增长的原因，实际部门和理论界在认识常有分歧，但有一点是多数人的共识，即我国税负趋重，重复征税的现象存在。在这种状况下，讨论财政收入基础不牢固的问题，需要指出以下几点：

1、部分地方财力过分依赖单一财源，财政收入不稳定。在一些地区财政收入依靠少数企业集团，而当这些企业资金链断裂，生产经营难以为继，而面临破产边缘时，地区财政收入就处于困境。特别是民营经济占主要地位的地区，一旦企业之间的困境相互传递，企业家的信心丧失，转移抽逃资金，地方财政收入困境立即反映出来。这也是我国某些地区既成的事实。

2、总体财政收入相当程度上依赖中央银行银根松紧，一旦紧缩银根，总体财政收入缺乏保障。中央银行供给基础货币，商业银行派生存款，二者构成货币供给量。财政收入，是政府对货币的需求，如果中央银行紧缩银根，减少基础货币供给和降低商业银行派生存款的能力，减少货币供给量，自然影响财政收入的征收入库。实际当中的反映是：在每年年终企业要完成税收任务时，必须求助于银行，银行借款→上缴财政→完成税收任务，也不是什么秘密。这种状况表明：财政收入的增减依赖于央行的货币政策，财政政策需要货币政策支撑。

3、部分税收成为对银行不良资产的转嫁。我国的主要税种是增值税、营业税和所得税，其中增值税占较大比重。增值税的消长对税收增长影响较大。我国现行增值税的征管条例规定，增值税实行“价外征收”即在交易额之外单独向买方收取，也就是说增值税的税负最终是由买方承担的，如果买方购进商品和劳务后，不能有效地进行生产或销售，则承担的税负就不能“转嫁”出去。这些年来我国经济发展中存在的一个不能忽视的问题是：经济持续发展，而物质大量积压。在这种状况下便产生了一个问题：积压的大量物资中所含的增值税不能转嫁出去，由谁承担了呢？在国有经济为主体，其资金需求主要来源于国有银行的条件下，以银行贷款上缴税收，不仅是可能的，而且是必然的。还要强调的是，这种状况的存在与我国税收的征管体制相关。纳税是每一个企业、公民应尽的义务，可是现实是把“义务”变成了“任务”，一些企业为了完成上缴税收的任务，不惜占用银行借款。这样，就形成了一个“经济增长——税收增加——商品积压——借款难还”的局面。而企业所借之款不能偿还银行，银行的不良资产增加。国有银行的不良资产的处理最终要靠财政支撑，这样，就形成了一个“借款纳税产生不良资产——不良资产处理靠财政收入支撑”的循环。尽管这样的循环是非良性的、不正常的、违规的，但它揭示了在我国税收增长与银行不良资产消长的相关性，税收转嫁为银行不良资产。

（二）财政支出的效益不理想

财政支出效益不理想，既反映在中央职能部门的专项支出中，又反映在地方的建设项目中。

1、损失浪费严重。

据 2003 年 6 月 27 日《中国审计报》报道，国家审计署审计的 2002 年 15 个省（区、市）国债资金管理使用情况表明，一些国债项目损失浪费严重，效益低下问题比较突出。9 个省的 37 个污水处理项目，总投资额 58.41 亿元，其中使用国债资金 19.95 亿元。但由于前期准

备不充分，配套资金不到位以及运行费用不足等原因，有 15 个项目未按计划完工或开工；16 个已完工项目中，有 7 个达不到设计要求，还普遍存在配套设施落后于主体工程建设的问題，造成设备闲置，项目整体效益难以发挥。另据《中国青年报》（2005 年 8 月 30 日）报道，目前我国财政资金的使用效益并不高。腐败和浪费造成大量财政资金的损失。据统计，去年有 2000 亿元用于公费出国培训、考察，3000 亿元用于公车，2000 亿元用于公费吃喝招待。仅甘肃这个地方财政收入一年仅百亿元的省份，近年每年用于养公车的费用就超 10 亿元，2003 年公车费用居然占当年财政收入的 15.5%。

2、专项支出不到位。

据《中国审计报》报道，原铁道部、交通部等 11 个行业基本养老保险统筹移交地方管理后，财政部自 1998 年开始，陆续将存放在这些部门的行业统筹资金结余收缴到中央财政养老保险基金专户，截止 2002 年底余额为 59.34 亿元。按国务院规定，上述资金应主要用于平衡移交过程中地区的资金缺口问题。但财政部一直将这部分资金存放在中央财政养老保险基金专户，没有按规定安排使用，每年又另外通过预算支出，安排行业统筹移交地方后的资金缺口。这种做法，不仅造成了这部分资金的长期闲置，而且还加大了中央财政支出负担。

3、多头审批，重复要钱。

据报道，中央财政安排的专项转移支付项目（如为改善中小学办学条件、地方救灾等）由于涉及到若干职能部门（如财政部、民政部、农业部、教育部），于是产生：地方多头申请、上面多头审批，这不仅使专项资金难以统筹安排，而且给贪污浪费制造了可乘之机。

（三）财政结余动用的不规范

增收节支是我国财政的运行准则。每年增收节支后的结余，照理该移入次年的预算安排。可是，我国的特色是财政有了结余，各部门都争着要，而且财政系统有的职能部门和个人也趁机“寻租舞弊”。常见的做法是利用职权对口安排。更有甚者将国家明确规定不应给予补助的地区和单位纳入补助范围。这种无视预算安排，擅自动用国家财政资金的行为，怎样认识，值得研究。不论怎样，它也是财政脆弱性的一种表现。

三、财政风险向金融风险转嫁的一般分析

财政风险能够通过政府债务融资、政府借款担保和中央银行充当最后支付人等途径向金融风险转嫁，由此我们可以说，这种转嫁是财政风险以金融风险的形式释放。

（一）政府债务融资

当代，债务融资已经成为政府预算活动中一种普遍而经常的现象。如果政府债务管理不善，操作不当，将是财政风险积聚的来源。政府债务融资积聚财政风险，最明显的一个例子就是财政赤字引发通货膨胀。因为过度发债容易导致支出扩张，加大赤字规模，赤字导致债务逐年累积，而越滚越多的债务利息支付又进一步加大了赤字缺口。在“债务—赤字陷阱”中，政府债务规模逐渐膨胀，一旦陷入了债务危机，面对还债和支出的双重压力，最终政府只得对债务实施货币化，即使债权贬值。这是财政风险向金融风险转嫁的一般途径。

（二）政府借款担保

政府借款担保，尤其是隐性担保，是一种财政风险向金融风险转嫁的比较隐蔽的又一渠道。导致这种状况的主要原因是，政府为了避免预算约束而采取的财政机会主义行为。这样的效应是产生财政收入或者支出的跨期替代，通过利用预算外活动来实现预算目标，还会导致政府或有风险的无序扩张。比较而言，政府担保聚财敛财，不仅不会增加政府的即期财政支出，而且在理论上可以无限地使用，且在实施方式也具有更大的灵活性。

一些国家，由于政府对金融部门提供各种显性或者隐性的担保，金融体系积聚了政府的显性负债、隐性负债和或有负债，金融系统成了政府财政机会主义行为的最大活动空间。

（三）中央银行充当最后支付人

理论上讲，经济社会要持续运转，必须具备 3 个条件：偿付能力(solvency)、流动性(liquidity)和信心(confidence)，对这三者来说，它们不是替代关系而是互动关系。其中，偿付能力是最基础的要素，一个经济体若失去了偿付能力，就会难以为继，而流动性可以做到的只不过是缓解矛盾、延缓过程，而信心是事业的保证。在信用货币流通的条件下，中央银行是信用货币的原始供给者，中央银行的信用靠政府信用支撑。

如果金融系统出了问题，危及到社会经济的正常运转时，都必须由中央银行出面，采取多种途径“收摊子”，因为只有靠中央银行提供货币去维系偿付能力、流动性和信心。从这个意义上说，财政风险向金融风险转嫁最终集中在中央银行。

四、关注我国财政风险向金融风险的转嫁

现阶段，金融改革正处于攻坚时期，在推进金融改革进程中，必须关注财政风险向金融风险的转嫁。这种转嫁的正面效应是金融资源被政府运用，但负面效应是金融机构承担了财政利用金融资源可能带来的损失。概括地说，转嫁，就是财政风险由金融承担，这主要反映在以下几个方面：

（一）金融机构承担持有国债的风险

国债作为弥补财政赤字的手段，它的作用应该限定在财政方面。但是，在我国，亚洲金融危机后有很长一段时间，为了实施积极的财政政策启动内需而大量发行国债，商业银行则利用信贷资金认购。由此一来，金融机构持有大量国债，将财政风险和金融风险更直接、更紧密地联结起来了。

1998—2000 年，政府共发行公债 6480 亿人民币，几乎相当于 1998 年中央政府总支出的两倍。当时，由于金融体系强调风险，银行“惜贷”，形成了大量的存差，遂将资金用于大量购进国债。90 年代上半期，商业银行持有的国债占其总资产的比重不到 1%，到 2000 年已接近 7%，到 2002 年 5 月末，金融机构持有国债 9367 亿元，占国债市场总量的比重为 56.7%；其中，商业银行持有国债达 8291 亿元，占全部国债市场总量的比重为 50.2%。这表明，金融机构特别是商业银行已成为国债市场上最主要的投资人。与此相对应的是，居民储蓄存款一再攀升，其国债购买量大大削减。同时，国债利率却节节走低（银行争相认购造成），人民银行在 2002 年公布的二季度货币政策执行报告不得不对金融机构进行风险提示。

2002—2004 年，国内银行在降低不良资产的行政命令下，信贷迅速膨胀。但保险资产结构又“被迫”实现了战略性转变。为了给富裕资金寻找出路，2005 年，我国保险资金运用中债券投资比例首次超过银行存款，债券取代了银行存款而成为保险资金投资体系中的主力军，最新统计数据显示，截至 5 月底共持有国债 3250.02 亿元。

金融机构持有大量低利率国债所隐含的风险主要有两种：一是利率风险，二是流动性风险。如果中央银行上调存贷款利率，商业银行持有低息中长期债券的风险将凸现，可能出现另一种“利差损”。相反，如果中央银行降息，则保险公司会因当初的高息保单而受损。雪上加霜的是，若利率风险迫使金融机构急于兑现手中“无利可图”的低息债券，而国债市场的投资主体集中，且持有国债的品种期限结构大都趋同，因此变现可能会遇到困难，即遭遇流动性风险。

（二）金融机构承担社会保障基金不足的风险

社会保障基金，是国家依法筹集并用于保障国民基本生活和增进国民福利的专项资金，它是社会保障制度的基础和条件。根据官方来源，目前全国社会保障基金的规模只有 1477 亿元，个人账户有账无钱的空账规模已很大。据世界银行测算，空账规模约占年度 GDP 的 40% 多一点。有关部门曾有过不同的估计，但都在 30000 亿元左右。我国的社保基金严重不足，甚至连现在的现收现付都不能维持，现在每年筹集的三四千亿的养老保险基金，基本都用于保证现在 3600 万退休人员养老金的发放。社会保障基金不足的风险对金融体系的影响主要是：

(1) 财政实力不能解决社会保障资金问题，银行会被迫充当“第二财政”，拿钱既救穷又救急。劳动和社会保障部 2005 年 1 月在出台的《2005 年失业保险工作要点》明确提出，在失业保险资金筹措与调度上，可以从银行贷款加以解决。银行信贷维持社会保障体制的运转，这种新形势下的信贷资金“财政化”，必然重新导致资金配置效率低下，这不仅不利于银行不良资产的化解，还会加大不良资产规模。

(2) 国有股减持对股市的冲击。国家的社会保障基金欠债是财政对资本市场的最直接的影响。鉴于中国特定的就业结构和国有企业的主导性地位，国有企业职工的养老保险事实上属于财政的隐性负债。工资是劳动力再生产的价格，应该包括养老、住房、医疗、教育等方面的费用。但是，长期以来，国有企业只发给工人生活费，其余部分应当用于社会保障的资金被国家拿走，用于了再投资和充实国有资本。现在企业保障变成社会保障后，国家应出资补充社会保障资金，偿还对职工的这部分欠债。这是一笔数额庞大的隐性债务，据国家体改办研究所和美国安泰保险公司的精算，如果按目前企业和个人的缴费率、退休年龄、投资回报率计算，未来 30 年，总共有 7.6 万亿元。

政府采取了很多解决社会保障基金欠债的办法，如调整财政支出结构、开辟新税源等，但收效不明显。于是，卖出一部分国有股来补充养老保险和社会保障费用，就是顺理成章的事，2001 年国务院颁布了“减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法”。但是，国有股减持，实际上是股市的扩容，对股市产生利空，结果，将财政风险转移到本来已经十分脆弱的中国股市，2001 年以来，股市一直阴雨绵绵。国有股减持不得不暂停，却一直是笼罩在中国股市一片挥之不去的浓厚阴云。

(三) 金融机构承担动用外汇储备注资的风险

金融改革要继续推进，就必须解决那些已经明显暴露的金融风险问题。近两年来，国有商业银行改革一直在努力化解不良资产。迄今为止，国家已通过中央汇金投资有限公司对中行、建行和工行以外汇储备的形式进行救助式注资 600 亿美元，这是继 1998 年国家向四大国有银行注资 2700 亿元人民币之后的再次援手。1998 年的国债注资，将国有商业银行的资本充足率从 2.92% 提升到 5.87%，但 2002 年又下降到 4.53%。此次动用外汇储备注资商业银行，可以说是中国金融改革的背水一战，主要是基于维护金融系统稳定的考虑。这也是中国的一个创举，由此解决了国有商业银行的资本金和不良资产两大瓶颈，为国有银行股份制改革上市奠定了基础。

但是，外汇储备注资将财政风险以看似合理的方式引入了银行体系。一般来讲，可以用于注资的资金有 3 个来源：财政资金、中央银行增发货币、外汇储备。而此次注资动用的是国家外汇储备，虽然是在中国外汇储备快速增长的背景下，为更好地利用巨额国家外汇储备探索的一条新途径，另一方面也是迫于沉重的财政压力。由于财政面临着非常严重的风险，本该由它化解因自身“缺位”造成的历史性银行不良资产，现在又不得不通过“货币化”的方式转嫁，外汇储备注资蕴藏着风险。这些风险主要是：

(1) 注资外币贬值风险。如果用以注资的外币贬值，则外汇注资缩水，直接导致注资政

策无效和改革成本提高。按照规定，外汇储备注资必须与不良贷款处置相结合，在政策设计上，外汇注资是不能随意动用的，每核销一部分不良资产，在央行或外汇资本金代理人——中国汇金投资公司审核批准的前提下才可以用相应的资本金冲抵。因此，在面临注资外币贬值风险时，这些注资银行却不能对这笔巨额资本金进行自主管理、经营，使其保值增值。

2005年7月21日，中央银行宣布，实行新的汇率形成机制，同时，人民币对美元汇率升值2%。这样，中行、建行、工行刚刚获得的600亿美元外汇储备注资（其中，中行225亿美元、建行200亿美元、工行150亿美元）贬值，帐面资产减少。国泰君安证券研究所的统计资料显示，如果不考虑它们所作的对冲，这3家银行仅刚注资的美元资产就将贬值4.5亿美元。美元贬值对各商业银行资本充足率的影响主要通过两方面进行：一是美元资产贬值直接导致资本减少；二是汇率风险加大，使衍生产品的市场风险增加，从而扩大风险资产总额；两方面因素的作用，使银行资本充足率趋于下降。人民币升值15%，将使中行、建行两大银行资本充足率水准下降1个多点，以建设银行和中国银行接受注资后的资本充足率15%计算，将下降到13%—14%。根据专家预测，美元还将继续贬值10—20%。

(2) 货币增发风险。一旦国有银行迫不得已要动用自有资本，或者绕过中央银行的管制，这些注资外汇储备就有可能流入市场，第二次转化为人民币的基础货币，等于是增发货币。即使国有银行不将这些注入的外汇结汇，其实也完全可能通过货币错配效应、外币信贷扩张效应使得注入的外汇储备又转而回到外汇市场，央行又被动地需要动用基础货币购买(赵勇，2004)。从本质上讲，外汇储备注资，也是一种通过增发货币补充商业银行资本金的方式，最终会形成人民币的扩张。这样，在某种程度上，潜在的银行危机可能会转化为潜在的货币危机。

总之，在我国，要研究企业——财政——金融之间的风险转嫁机制，比较典型的机制传导过程是：企业无积累——财政缺资金——银行填窟窿。在我国，企业特别是国有企业负担是够重的，一个企业，半个社会，运营成本高，税负重，盈利率低。在这种情况下，经济发展主要靠银行，企业向银行的借款要么续短为长，要么拆东墙补西墙，要么占用别人资金，负债率居高不下。企业负债率居高不下是金融风险加大的集中表现。不可讳言，在我国，财政负担也很重，政府投资靠财政，社会保障靠财政，各种补贴靠财政，如果投资失误，社会保障支出不足，补贴不到位，往往要银行出面“兜底”。特别是关系到社会稳定的事，都要中央银行出面解决，这表明金融与财政“一荣俱荣，一损俱损”。

所以，仅仅防范和化解金融风险是不够的，要在金融改革的同时对财政进行改革，加强财政建设，防止财政风险向金融风险转化，努力将财政风险控制在自行运行的层面上。此外，在政策制定中，也要改进货币政策与财政政策的配合关系，同时强化货币政策的独立性。

参考文献：

[1] Schumpeter, Joseph, Alois, 1918, "The Crisis of the Tax State ", in *International Economic Papers*, No.4 (1954);

[2] Homi Kharas, Deepak Mishra, fiscal policy, hidden deficits and currency crises, *World Bank Economists' Forum*, Washington, D.C: World Bank, 2001;

[3] 张春霖，如何评估我国政府债务的可持续性？《经济研究》，2000年2期；

[4] 刘尚希，财政风险：一个分析框架，《经济研究》，2003年5期；

[5] 赵勇，论外汇储备注资国有银行对货币供给量的影响，《金融与经济》，2004年4期；

[6] 吕伟，政府或有负债风险管理：基于广义资产负债框架的整合方法，西南财经大学，博士论文，2004

A Study of Fiscal Risk's Transference to Financial Risk in China

Zeng Kang-lin Cheng Jun-li

(Chinese Finance Research Centre of Southwest University of Economics and Finance)

Abstract: Based on the general analysis of fiscal risk's transference to financial risk, the paper observes and studies the fragility of fiscal revenue and expenditure, and studies emphatically fiscal risk's transference to financial risk in China.

Keywords: fiscal risk, financial risk, policy loans, national debt, social security funds

收稿日期:2005-8-20

作者简介: 曾康霖(1935-), 男(汉族), 四川泸州人, 西南财经大学中国金融研究中心名誉主任教授, 博士生导师。程均丽(1970-), 女(汉族), 博士, 西南财经大学中国金融研究中心讲师。

(责任编辑: 王艳娇)