

基于私人债务视角的信用评级与政府债务关系分析

徐培文

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 本文介绍了私人债务稳定政府信用的理论逻辑, 在对我国私人外债与政府信用的关系进行分析的基础上, 得出我国私人外债规模和比例的提高有利于政府信用稳定的结论。进一步分析发现, 我国私人外债以企业间贸易信贷为主体的结构特征, 并不尽合理。过度依赖对外贸易将不利于政府信用的稳定。

关键词: 信用评级 政府债务 私人债务

引言

在过去的二十年里, 新兴市场和发展中国家的私人对外借贷出现了强劲的增长。Oyace lasun 和 Philipp harms (2011) 的研究指出: 一方面, 发展中国家私人外债在 1990 年的时候, 仅占有已偿付外债的 16%, 但是该比例在 2006 年增长到了 77%; 另一方面, 非政府担保的外债未偿付的比例由 1990 的 5% 上升到 44%。在持续深化的全球金融危机中, 私人债务与发展中国家政府信用风险的关系引人关注。

Cecchetti et al. (2011) 认为总债务包括居民、企业和政府三个部门, 而麦肯锡 (2010, 2012) 的研究纳入了金融部门债务。李扬 (2012) 指出在标准的分部门资产负债表中一般都没有主权资产负债表, 通常只有政府资产负债表。他认为主权资产负债是将中央和地方政府、国有或国有控股金融机构 (包括央行)、非金融国有企业的资产负债表加总, 类似于广义的政府资产负债表。并且指出, 主权资产负债表在很大程度上是与私人部门资产负债表相对的, 其不包括居民部门和私人企业部门。因此, 本文将主权资产负债表产生的债务定义为公共部门债务, 简称公共债务, 其余债务则定义为私人部门债务, 简称私人债务。这种分类方法, 本质上和世界银行的外债分类方法一致。世界银行债务人报告制度根据外债偿还责任和借用方式的不同, 把外债划分为三类, 即公共外债、公共担保的私人外债和无担保的私人外债。当中, 公共外债和公共担保的私人外债又称政府外债, 它们是由国家来承担全部或部分偿还责任。对于无担保的私人外债, 国家不承担任何责任, 私人将承担全部偿还责任。

按照居民和非居民标准, 债务可以划分为内债和外债, 其中外债指的是境内机构对非居民承担的以外币表示的债务。从内债的角度来看我国的私人债务和公共债务, 李扬 (2012) 认为中国企业负债率较高, 其根本原因就是以银行为主导的金融所决定的间接融资为主的金融结构。本文认为, 中国企业负债率较高并不意味着私人债务比例较高, 因为在计算的过程中没有将政府担保的企业剔除出去, 比如说国有企业和地方政府融资平台。由于国内私人债务和公共债务界定模糊, 具体数据很难统计和分析, 所以本文的研究侧重于对外债务。总的来说, 本章内容的基本逻辑是: 第一, 私人债务比例的提高有助于政府信用评级的稳定; 第二, 政府信用评级的稳定有助于缓解政府债务问题所带来的负面影响。

一、私人债务稳定政府信用的理论逻辑

针对私人债务对政府信用的稳定作用, 赞成和反对的声音一直都存在。第一, 反对观点的产生是基于这样一个认识: 大规模的私人借贷将会增加政府信用的脆弱性, 间接导致政府违约。私人债务突然发生的大规模违约可能会导致公共部门至少承担一部分私人债务, 从而可能造成政府偿债困难。根据反对观点的逻辑, 公共和私人债务都会对政府信用产生影响, 只不过私人债务的影响是间接的。第二, 肯定私人债务对政府信用具有稳定作用的观点认为: 私人债务由借款主体承担全部清偿责任, 国家不负任何责任。因此, 私人借款主体面临的偿还债务压力更大, 从而促使它们更加积极主动的发展经济。更重要的是, 根据主权信用评级

上限原则，私人借贷的潜在稳定作用和政府违约的结果联系在一起：一旦政府违约，对国外信贷有依赖的私人部门将会面临融资困难的局面。私人外债占总外债余额的比例越大，政府违约对私人部门造成的影响越大，显著提高政府的违约成本。

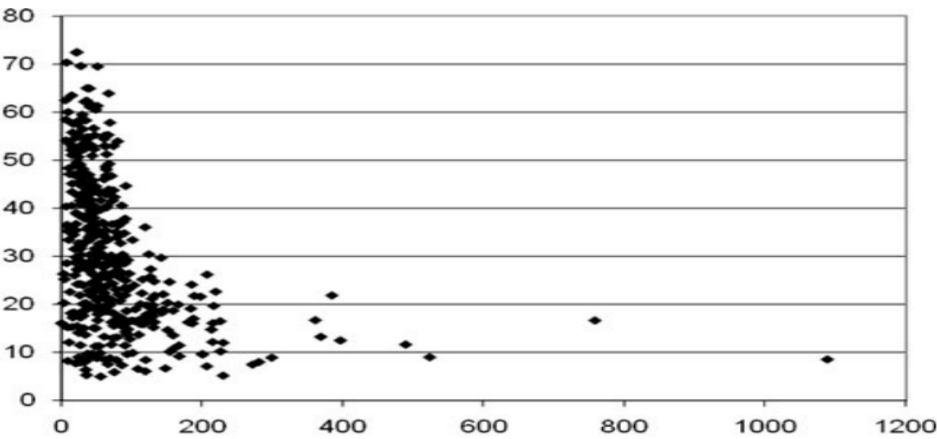
从逻辑上来看，私人债务有稳定政府信用的作用：第一，提高政府违约的经济成本。私人债务对政府债务违约特别敏感。政府债务违约导致私人债务的风险暴露增大，从而对主权国家的经济和金融产生较大冲击。显而易见，主权国家并不愿意承担这种违约成本。第二，提高政府违约的政治成本。对国际金融市场依赖较大的私人部门企业，会成为政府违约的最大阻力。因为政府违约的发生，对它们的财富和收入影响最大，所以它们会极力主张还款，甚至阻止容易违约的企业进入国际信贷市场。

二、私人债务稳定政府信用的综合分析

（一）私人债务和政府信用的直观分析

由于国内私人债务和公共债务界定模糊，具体数据很难统计和分析，所以本文的研究侧重于对外债务。根据世界银行和惠誉评级的历史数据，得到政府债务规模和政府信用指标的散点图，结果显示政府债务规模和政府信用呈负相关，如图 6-1 所示：纵轴表示的是惠誉对政府信用评级的得分值（将评级历史数据对比评级模型的截断点，逆向估计出评级得分值），横轴表示是的外债总额占国民总收入的比例（需要对得分值与比例值的单位进行处理）。

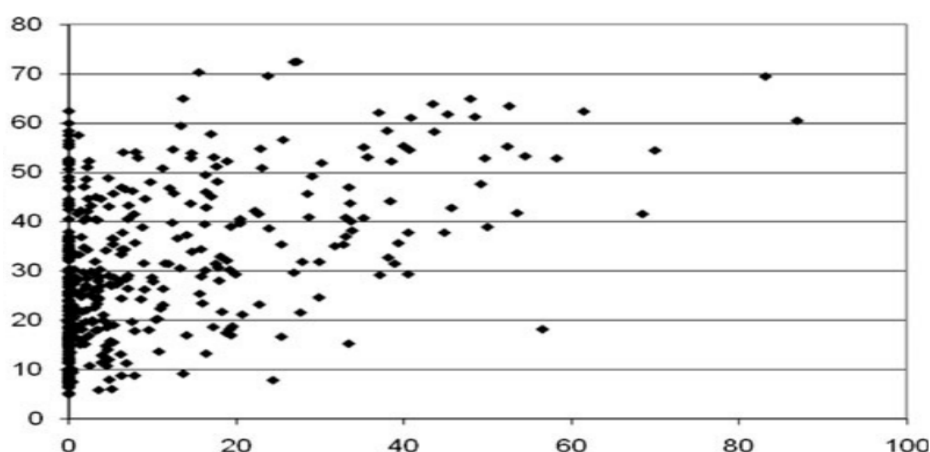
图 2-1 政府信用指标和外债总额/国民总收入指标的关系



数据来源：世界银行数据库和惠誉历史评级信息

从私人长期外债/总长期外债指标和信用评级指标的散点图可知，私人债务比例越高，政府获得的信用评级越高。如图 2-2 所示：纵轴表示是政府信用评级的得分值，横轴表示的是私人长期外债对总的长期外债的占比。

图 2-2 政府信用指标和私人长期外债/总长期外债指标的关系



数据来源：世界银行数据库和惠誉历史评级信息

（二）考虑多种因素的私人债务和政府信用的关系分析

随着全球金融市场的不断发展，各国政府已逐渐成为资本市场上最大的债券发行者，而国家信用评级也被看做反映一国公共和私人部门债务状况的重要指标。目前全球各国所获得的主权信用评级主要来源于国际三大评级机构，即标普、穆迪和惠誉。专业的评级公司在进行主权评级时主要考虑的因素包括宏观环境、债务情况和政治结构等多种因素。

通过对影响主权信用评级的因素进行了实证分析，随机效应有序概率估计的结果显示：人均 GDP 均衡项、通货膨胀均衡项、财政收支均衡项、经常账户余额均衡项、外汇储备均衡项为影响主权信用评级的长期因素，而失业率偏离项、通货膨胀偏离项、财政收支偏离项和外汇储备偏离项为影响主权信用评级的短期因素。也就是说国际评级机构评级过程中的定量分析部分，并没有考虑到债务结构因素。基于这样一个事实，考虑如果将私人外债和影响主权信用评级的其他因素放在一起，私人债务稳定政府信用的效应是否仍然存在？

私人外债占比（+）

私人债务是完全由私人部门全部承担偿付责任的债务，一旦发生债务危机，国家不会承担任何责任。因此私人债务的增加会导致企业竞争压力的增大，为了保证债务的偿还，私人部门会尽力提高生产效率与资本利用率，这对行业和国家的发展都具有重大意义。

外债总额（-）

一国的外债总额反映了一国的公共部门和私人部门在国际资本市场上的借贷情况。外债总额的增加带来的负面影响之一是偿债压力的增大，一旦企业或政府的状况不佳，偿债能力减弱，会影响投资者的信心。从而对该国的信用评级造成负面影响。

GDP 增长率（+）

GDP 增长率是度量一国经济发展情况的重要指标。增长率的高低反应了该国经济的活跃程度，增长率越高，国际市场对该国发展的信心越大，投资的兴趣也越高，有利于该国政府信用评级的稳定。

主要贸易伙伴 GDP 增长率（+）

利用主要贸易伙伴的 GDP 增长率来度量国家政府信用的优点是，这个变量与国内经济增长情况显著相关，同时，又与该国的信用评级没有内生性关系，可以从另一个角度很好的反应一国的经济发展情况。主要贸易伙伴 GDP 的增长率越高，一定程度上可以间接表示该国的经济状况较好，从而有利于该国的主权信用评级。

外汇储备量（+）

外汇储备，指一国政府所持有的国际储备资产中的外汇部分，即一国政府保有的以外币表示的债权。它是一个国家经济实力的重要组成部分，可以用于平衡国际收支，稳定汇率，偿还对外债务。外汇储备越高，表示该国的偿债能力越高，也可以从侧面反映出该国的国际

地位比较高，从而有利于该国的主权信用评级。

通货膨胀率（-）

通货膨胀率为物价平均水平的上升幅度，同样也是货币购买力的下降速度。通货膨胀率过高，不仅会导致该国货币贬值，还会使得国家进出口、就业、国际收支等受到一系列负面的影响。此时货币政策的用武之地不大，国家的宏观调控也受到影响。因此，通货膨胀率对该国的主权信用有负面影响。

贸易开放程度（+/-）

反映某国贸易开放程度的概念有贸易开放度，出口渗透率、出口率等。贸易开放度衡量的是该国某年进出口贸易总额在该国 GDP 总额中所占的比例。某国的贸易开放程度展现了该国对外贸易的依存度以及对外开放情况，对外贸易的对经济增大的贡献度合理，有利于该国经济发展及国际地位的提升。同时，若过于依赖对外贸易，国家的经济安全将受到威胁；过低，也不理想，反映的是该国的国际化水平不高。因此，贸易开放程度对一国主权信用的影响要视情况而定。

Oya celasun 和 Philipp harms（2011）构建回归模型的时候使用的是机构投资者对政府信用评级的历史数据，即 Institutional Investor's Country Credit Rating（IICCR）。回归模型如下所示：

$$IICCR_{it}^{av} = \beta_1 PRIVSHARE_{it}^{ini} + \beta_2 DEBT_{it}^{ini} + \sum_{k=1}^K \gamma_k x_{k,it} + \xi_t + \varepsilon_{it}$$

考虑到数据的可获得性，本文用国际三大评级机构中的惠誉评级的历史数据替代该指标进行回归，回归效果不是非常好，私人债务指标仅在 10%的置信水平下有一定解释力，但是仍然可以说明私人外债比例越高，越有利于政府信用的提高。虽然将债务结构指标纳入信用评级的定量分析有待进一步研究，但是至少可以认为私人债务指标可以作为评级机构定性的分析的重要参考指标。

三、中国私人债务与政府信用的现实分析

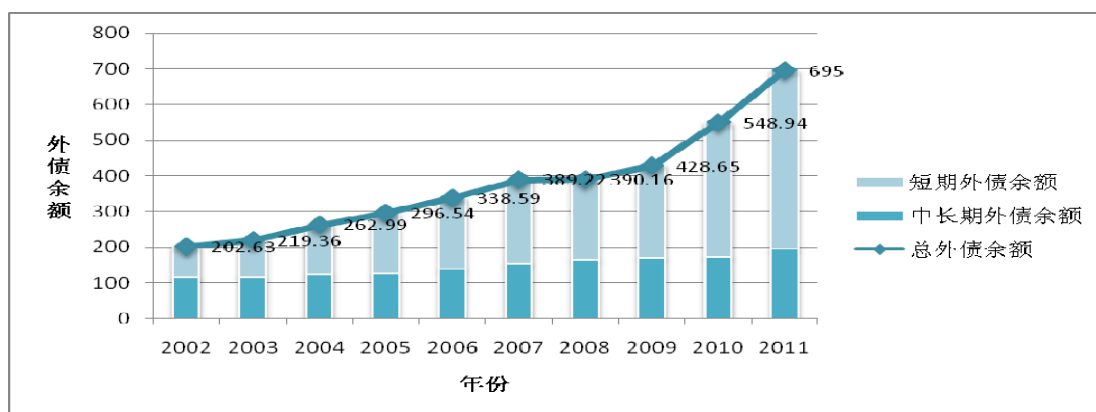
（一）中国外债的趋势分析

1、中国的外债余额和增长率

1988 年以来，随着改革开放的不断深入和综合国力的不断增强，我国外债的流入额、流出额和余额基本上都稳步上升。如图 6-3 所示，2002 年以来，考虑到外债余额上涨过快，中国政府加大外债偿还力度，使得外债余额的增长率稳定在 12-18%之间。到 2011 年底，我国总外债余额达到了 6950 亿美元，环比增长 26.61%。

2002-2011 的十年间，只有 2008 年的外债余额增长率出现下降，仅比 2007 年增长 0.28%，造成这一现象的主要原因是国际金融危机所带来的全球流动性紧张。从数据来看，2008 年的外债流入增长率小于外债流出的增长率，并且外债净流入规模低于 2007。

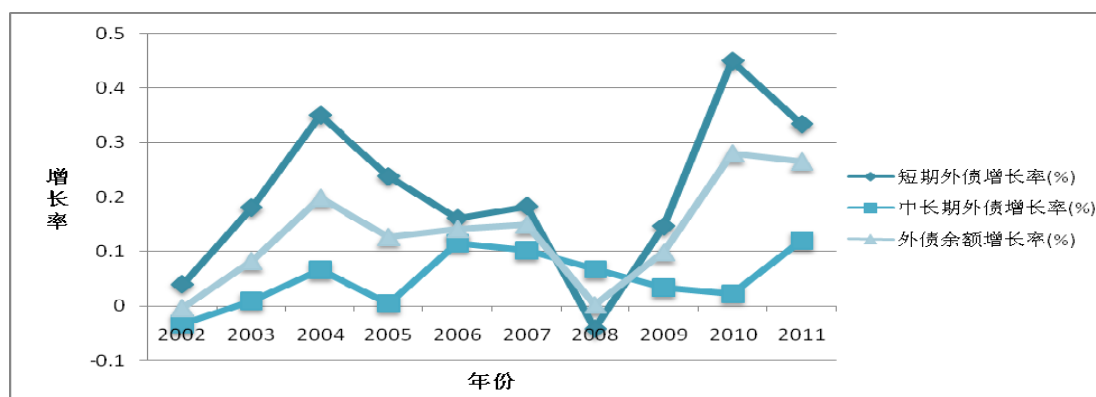
图 3-3 2002-2011 年我国外债总体情况（单位：十亿美元）



数据来源：根据外汇管理局数据整理

如图 3-4 所示，2002-2011 年间中国短期外债增长率的波动幅度最大，而中长期外债增长率相对比较稳定。从短期外债来看，其增长率在 2008 年到-4.23%达最低点，随后在 2010 年迅速达到 44.91%的最高点，这反映的是国内相对较高的利率水平和人民币不断强化的升值预期所导致的国际投机资本的快进快出，其对国内金融市场和要素市场带来的冲击值得警惕。从中长期外债来看，其反映的是国外资本对我国经济长期稳定增长的信心。

图 3-4 2002-2011 年我国外债增长率情况

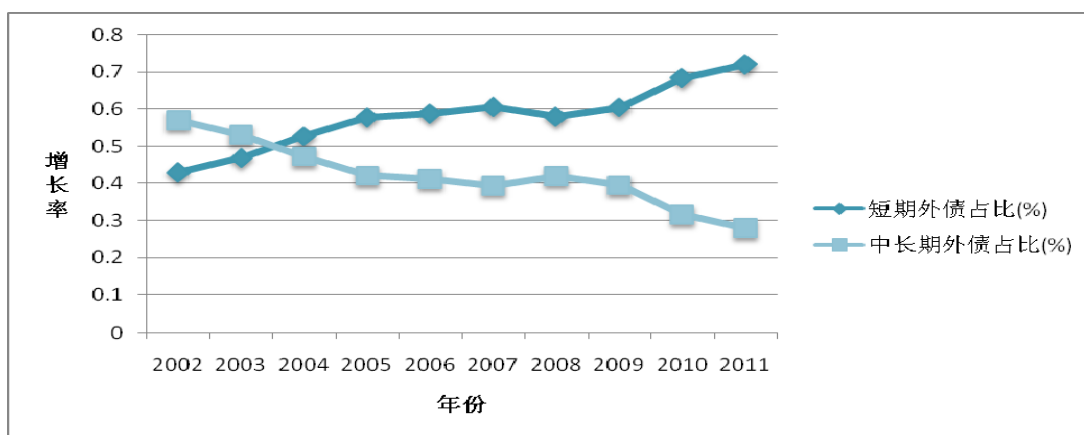


数据来源：根据外汇管理局数据整理

2、中国外债的期限结构

2002-2012 年间，我国外债的期限结构变化较大。2004 年前，中长期外债的比例高于短期外债。随后二者的地位出现反转并且逐渐拉开差距，短期外债从 2002 年的 42.97%增长到了 2011 年的 72.07%。一方面，随着外汇储备的不断增加和基础建设的不断完善，招商引资等长期资金需求开始逐步下降；另一方面，由于国内的利率管制和信贷调控，出于对更廉价资金的需求，不少国内企业开始寻求海外融资，例如万科、碧桂园、龙湖地产等房地产企业，国家开发银行等政策性银行。

图 3-5 2002-2011 年债务期限结构变化情况



数据来源：根据外汇管理局数据整理

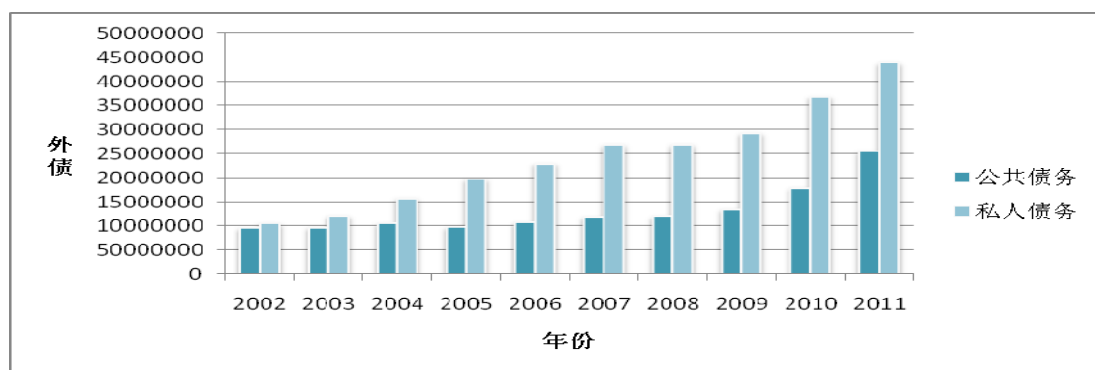
（二）中国外债的债务结构分析

外债的债务人结构对外债管理和外债风险控制都有着重要的影响。按照我国外债统计口径的分类，债务人和债务类型一共有七类：国务院部委、中资金融机构、外资金融机构、外商投资企业、中资企业、企业间贸易信贷和其他。其中国务院部委属于国家政府机构，其所发行的外债由国家直接承担全部偿付责任；中资金融机构不管是考虑国有成分占主导地位还是考虑金融企业特殊性所导致的大而不能倒，政府通常都会为其提供担保；对中资企业而言，通常只有大型国有企业才具有海外融资的能力和优势，当然私人企业通过海外融资来实现资金来源多样化的趋势将会越来越明显，但短期之内仍然可以认为政府会为中资企业的海外融资承担一定程度的责任。外资金融机构、外商投资企业和企业间贸易信贷，这三类主体的债务完全由私人承担的，国家基本上不会提供任何担保。因此，本文将国务院部委、中资金融机构和中资企业的债务划分为公共外债，而将外资金融机构、外商投资企业和企业间贸易信贷的债务划分为私人外债。至于“其他”项，该类债务主体的数据主要来源于国外银行及其他金融机构贷款和向国外出口商、国外企业或私人借款两项，性质上更偏向于私人债务，所以将它纳入私人外债的范畴。通过对国家外汇管理局公开数据的整理和分析，可知中国外债的债务结构具有如下特征：

1、私人债务规模增长很快

由图 6-6 可知，整体来看，中国公共债务和私人债务的规模从 2002 年到 2011 年都在逐年增加，其中私人债务的增速明显快于公共债务。私人债务的快速上升是我国市场经济不断成熟的标志，这主要得益于我国政府及相关部门不断推动的改革所带来的红利。具体来说：十六大提出了要深化国有资产监督管理体制改革，使得国有企业得到规范和管理；十七大提出了转变经济发展方式的重要理论，由过去主要依靠投资和出口拉动经济增长，成功转变到依靠消费、投资、出口协调拉动来实现经济长期、均衡、持续的增长；开始更多的关注公平和效率的关系；加大价格改革力度等一些政策和措施，一定程度上给私人部门创造了一个更为公平的竞争和经营环境，使私人部门有了更大的发展空间。其次，随着我国经济实力不断加强和国际地位的不断提高，我国经济的市场化进程得以持续推进。随着国际经济一体化的加强，各国之间的经济联系逐渐增多，在更多国际资本市场参与者涌入中国的同时，国内私人部门越来越多的企业也开始进入国际市场谋求机会。整体来说，私人债务较快的增长提高了国内企业在国际市场的适应力和竞争力，有利于我国经济和金融实力的整体提升和对外开放。

图 3-6 2002-2011 年公共债务和私人债务情况（单位：千美元）



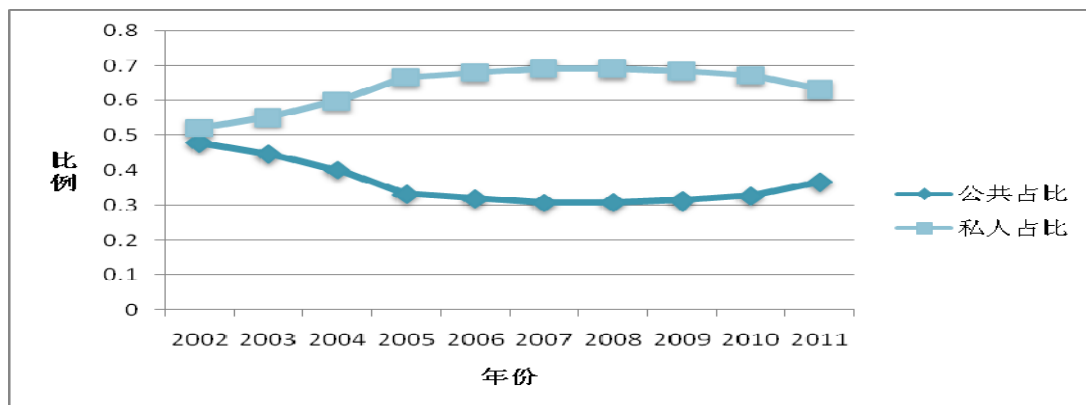
数据来源：根据外汇管理局数据整理

2、私人债务占比较高，差距不断扩大

从图 6-7 可知，2002-2011 的十年间，我国对外债务中的私人债务占比不断上升，从 2002 年的 52.22% 上升到 2012 年的 63.27%，更是在 2007 年达到了最大值 69.20%。公共债务占比和私人债务占比之间的差距正在逐渐拉大，二者的差距在 2002 年仅为 4.4%，2011 年时为 26.55，2007 年为 38.40%，达到历史高峰。

自 2003 年 QFII 正式登上中国证券市场的舞台开始，随着准入主体范围的不断扩大和人民币持续的升值预期，QFII 成为我国资本市场上举足轻重的机构投资者。国内证券市场的广度和深度不断拓展，特别是在地方政府自行发债试点之后，越来越多的政府和企业通过多种方式内外融资的趋势也将越来越明显。QFII 本质是一种有创意的资本管制，中国人民银行 2012 年发布的《我国加快资本账户开放的条件基本成熟》指出我国正处于资本账户开放机遇期。随着资本和金融账户的逐步开放，公共债务和私人债务都会增加，但是由于国内利率市场化还在推进过程当中，私人部门相比公共部门的生存压力更大，竞争意识更强，也就是说私人债务的增长速度会高于公共债务。

图 3-7 2002-2011 年两类债务占比情况



数据来源：根据外汇管理局数据整理

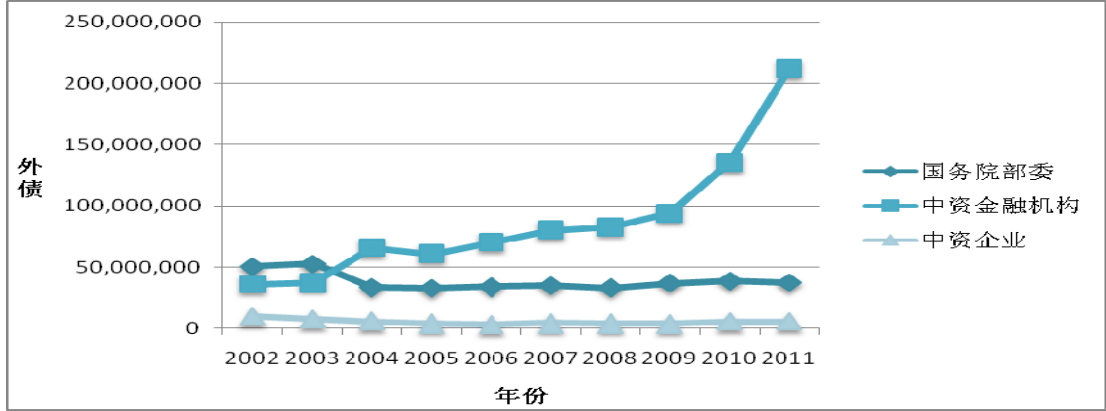
3、公共债务结构分析

私人债务快速增长可以归因于竞争的压力和对利润的追求，公共债务增速较慢的原因何在？根据公共债务的定义，图 6-8 显示了国务院部委、中资金融机构和中资企业 2002-2011 年对外负债的情况，公共债务当中的绝大部分是中资金融机构债务，中资企业和国务院部委的债务十年间几乎没有变化，甚至有些许下降。

就中资金融机构而言，2011 年其债务余额为 2096 亿美元，占 47.6%，占比值较上年末上升 7.5 个百分点。金融机构在对外债务当中占比较大可以归因于两个因素：第一，外国企

业“走进来”。中国经济长期保持高速增长，特别是 2008 年金融危机过后，中国经济迅速恢复，中国经济俨然已经成为世界经济一个强而有力的增长点。因此，许多国外企业在中国设立分支机构，并开展相关业务，其资产负债表都会在统计中当作中国企业计入。这些国外企业当中很大一部分是金融企业，较大的提高了金融部门债务。第二，中国金融机构“走出去”。我国国内金融市场正逐步融入国际金融体系，外币利率、期货市场价格与国外金融市场已存在一定程度的联动。中央政府和有关监管当局积极鼓励我国金融机构向国际市场进军，国内很多银行纷纷拓展其国际业务，在多个国家和地区设立了分支机构。“十二五”规划纲要提出，支持香港发展成为离岸人民币业务中心和国际资产管理中心，巩固和提升香港国际金融、贸易、航运中心的地位，增强金融中心的全球影响力。香港是中资券商、基金公司、期货公司“走出去”的第一站，中国将以香港为起点，逐步扩大我国金融市场对外开放的发展，从而推动人民币国际化，积极打造国际金融中心。整体来看，随着改革开放的继续推进、香港和上海国际金融中心竞争力的不断增加、人民币国际化进程的加快，我国对外债务当中的金融部门债务比例将会持续呈现上涨态势。

图 3-8 2002-2011 年公共债务变化情况（单位：千美元）



数据来源：根据外汇管理局数据整理

2000 年开始中国政府把鼓励国内企业“走出去”上升到国家战略层面，随后中国企业出海呈现出井喷式增长，这种态势与中国企业的全球化和中国经济的全球化相互呼应。但是图 6-8 显示，中资企业对外债务在 2002-2011 的十年间基本上没有增长，造成这一现象的主要原因是：第一，中资企业当中，政府机构和政府担保的企业占绝大部分比例，这些企业本身就是国内业界的翘楚，能够以较低成本获得资金和政府支持，其海外扩张过程中扮演是实力雄厚的资金供给者角色。第二，中资企业海外拓展因政治等原因阻力重重。华为等企业在美国遭到美国国会的恶意指控，三一重工的关联企业在美国修建风电场遭到了否决，中海油收购尼克森能源公司遭到加拿大政府的反复审查等等。

我国国务院部委，在国际资本市场上更多的是以债权人的身份出现，所以其对外债务规模较小和占比较低很容易被理解。2013 年 1 月美国财政部的数据显示中国政府持有的美国国债已经达到 1.2645 亿美元，是美国最大的债权国。

4、私人债务结构分析

从表 3-1 可知，2011 年私人债务当中占主导地位的是企业间的贸易信贷，比例接近 57%，外商投资企业居第二位，占比 31%，外资金融机构仅有 12.29%。一方面，进出口在中国宏观经济当中占有举足轻重的地位，过去相当长时间是我国经济增长的主要动力；另一方面，外商投资企业和外资金融机构在华的分支机构有一部分被当作中国企业计入了中国的资产负债表，所以和预期的规模相比要小一些。

表 3-1 2011 年私人债务结构情况（单位：千美元）

部门	绝对值	占比
外资金金融机构	54,053,724	12.29%
外商投资企业	136,359,742	31.01%
企业间贸易信贷	249,200,000	56.67%
其他	134,478	0.03%

数据来源：根据外汇管理局数据整理

（三）私人债务对中国政府信用的影响

1、中国对外债务的结构特征有利政府信用的稳定

中国对外债务当中私人债务占比较大，其对政府信用的正面影响可以通过两条路径来实现：一方面，私人债务的增加会导致企业竞争压力的增大，为了保证债务的偿还，私人部门企业会尽力提高生产效率与资本利用率，从而导致企业违约率下降。私人部门企业对金融资源和要素的争夺，会间接地迫使公共部门的国有企业等参与竞争，这对国家经济的长远发展有重大意义。与此同时，国内企业融资渠道多元化的实现，有利于推动和深化我国的利率市场化改革和国有企业改革。另一方面，对其他国家或国际投资者而言，某国私人债务的比例提高有利于其在该国资产组合的优化配置，从而起到分散风险或者规避类似主权违约等系统性风险的作用。

2、多因素条件下私人债务对政府信用的影响

Oya celasun 和 Philipp harms（2011）强调了私人外债在多因素条件下对政府信用的稳定作用，我国对外债务的结构特征在前面已经作了介绍和分析，对影响我国政府信用的其他因素的介绍和分析如下：

第一，外债总额（-）和外汇储备量（+）。我国的外汇储备量超过三万亿美元，居世界第一位。截止至 2011 年，我国总外债余额为 6950 亿美元，尽管上涨趋势很明显，但是和我国庞大的外汇储备相比，不值得太过担忧。我国的外汇储备大多是靠让渡对国内真实资源的使用权而得来的，这种模式不可持续，负面效果也很多：一方面，很容易使得中国成为全球国际收支失衡的替罪羊，引起贸易摩擦；另一方面，外汇储备的使用是由成本的，并不是越多越好，特别是以牺牲资源和环境为代价换回来的外汇储备。因此，合理管理我国的外汇储备和恰当利用国外的资金，有利于发挥私人债务对我国政府信用的稳定作用。

第二，通货膨胀率（-）。作为最先从国际金融危机当中走出来的国家，在欧洲诸国还深陷债务危机泥潭的时候，美国持续推行量化宽松的货币政策，美元的升值趋势非常强劲。中国的人民币目前处在升值还是贬值的十字路口：一方面，经济增长压力。如果跟随美元升值，即相对欧元和日元升值，而对欧盟和日本的出口占我国出口总额的 80%，那么经济增长率将面临较大压力。另一方面，通货膨胀压力。如果跟着日元和欧元贬值，在保障出口的同时却会带来较为严重的国内通货膨胀。国际大宗商品以美元计价，通过原材料和能源影响我国企业的生产成本，产生输入性的通货膨胀，比如：我国的玉米和小麦大部分都是从美国进口，这两种粮食是国内饲料的主要原料。如果人民币相对美元贬值，玉米和小麦相对价格将会上涨，通过影响占 CPI 权重 1/3 的肉制品的价格导致国内通货膨胀的产生。目前来看，我国政府选择的人民币升值来控制通货膨胀的上涨，这也有利于稳定政府信用。

第三，GDP 增长率（+）。我国 GDP 增长率在全球范围内来看，都是非常高的，这是非常有利的因素。值得注意的是，我国的靠政府投资拉动的经济增长模式和人均 GDP 指标偏低的现状仍然有较大改进和提高的空间。

第四，贸易开放程度（+/-）。贸易开放程度应该视情况而定：对外贸易开放程度太低对应的是某国国际化程度过低，效果为负；经济对外贸的依赖度过高，表明该国的经济安全很容易受到冲击，效果为负；合理的对外贸易开放程度有利于政府信用的稳定。我国的经济曾

经相当长一段时间过度依赖于进出口，次贷危机之后，政府不断下调经济增长目标，着力通过发展内需来提振经济。因此，可以认为我国的对外贸易指标正不断趋于合理，这种趋势有利于我国政府信用的稳定。

第五，主要贸易伙伴的 GDP 增长率 (+)。虽然中国的主要贸易伙伴诸如美国、欧盟和日本等经济体的增长率远低于中国，但是它们横向对比仍然是不错的。欧债危机之后，中国通过各种途径给欧盟诸国提供帮助：一方面，可以提高自身政治影响力；另一方面，帮助欧盟诸国恢复经济就是帮助自己。因此，主要贸易伙伴 GDP 增长率指标对中国政府信用稳定的正面影响多于负面影响（负面影响源自于原先过度依赖对欧美等国的出口）。

整体来看，近年来中国外债在规模持续增长的同时，结构呈现出不断优化的特征，与实体经济直接相关的外债份额持续增加。私人部门的债务正逐渐由内债向外债转移，越来越多的机构和企业选择在海外进行债权或股权类融资。究其原因：第一，内部因素。中国的资本市场目前仍然不够发达，其广度和深度不能与我国迅速增长的财富相匹配。并且，资本市场是否足够发达在很大程度上决定了市场资源的配置效率，影响着企业的创新能力、自我革新、自我升级。而我国资本市场效率低、结构不够合理，再加上一系列的政策调控和管制，最终促使越来越多的企业和机构选择海外融资。第二，外部因素。一方面，国际金融市场的游戏规则更为透明和灵活；另一方面，在国内存在利率管制和信贷控制的大背景下，低成本资金驱动着国内很多私人部门企业主动实现融资结构多样化。据不完全统计，2012 年年初至今，中海、华润置地、雅居乐、合景泰富等地产企业，通过发行美元债券、优先票据、海外银行贷款等多种形式，实现海外借债超过 400 亿元。客观上来说，目前能够得到国际评级机构和国际金融市场认可而走向国门的的企业并不多，但是这种趋势是有利于我国的人民币国际化和利率市场化等一系列改革的。总而言之，私人债务有利于稳定甚至提高我国政府信用水平。

四、结论和政策建议

本文通过分析中国对外债务的结构特征，得出私人债务规模和比例的提高有利于我国政府信用稳定的结论。这里必须指出的是，虽然我国私人债务规模和比例都大于公共债务，但是我国私人债务以企业间贸易信贷为主体的结构特征，并不太合理。前面也分析了过度依赖对外贸易将不利于政府信用的稳定，我们的改革目标应该是提高非银行类中资企业在整个对外债务当中的比重，当中资企业并不局限于政府提供担保的大型国有企业的时候，就可以将其从公共债务这一类划到私人债务这一类当中来了。合理的私人债务结构应当包括：第一，规模适度的企业间贸易信贷，其期限偏短期；第二，中资企业当中的私人企业占主体地位，其期限偏中长期；第三，中资企业当中的政府担保企业，其期限偏长期。本文认为，在家底积累到一定程度的时候，我国政府应当逐渐弱化其经济建设职能，承担更多的福利职能，这样会显著提高私人债务比例，进而有利于稳定和提高政府信用水平，缓解政府债务问题所带来的各种负面影响。从长远来看，降低政府对经济活动的干预，是解决政府经济建设职能和福利职能相互交叉与冲突问题的根本。

转变政府职能是指政府按照经济社会发展的需要，在一定时期内，对其所发挥的作用和功能的范围、方式、内容以及其所担负的职责的转移变化。政府角色转变有多种表现方式，可以由政府所制定的各种规章制度等表现出来，也可以由政府间以及政府与企业、团体等相关利益主体间的关系转变来表现。具体建议如下：

1、调整政府和市场的分工，减少对市场经济的过度介入

政府和市场之间并没有十分明晰的界限，而且在经济发展的不同阶段，政府与市场的分工也是不同的。因为经济发展方式转变、结构调整具有一定的社会性，市场无法确定其长远发展方向，加之不完全竞争、外部性、外溢性等因素的存在，在经济发展方式转变期间，必须按照转变政府职能的原则，坚持政府调控与市场机制有机统一，立足优化发展环境、提供公共服务、宏观调控和社会管理四项政府职能，处理好政府与政府、政府与企业、政府与社

会的关系。总体上也就是把握一点：凡是市场机制能够解决的问题，政府就不要介入；对满足社会公共需要而必须提供的公共产品和公共服务，政府则要积极介入。比如，政府在产业多样化和产业升级过程中的作为，应被限制在为新产业提供信息、为同一产业中不同企业的相互关联投资提供协调、为先驱企业补偿信息外部性、以及通过鼓励外商直接投资来培育新产业这四个方面。政府必须有效承担起在提供硬性和软性基础设置过程中的领导作用，以降低单个企业的交易费用，促进经济体的产业升级和经济发展过程。现阶段，健全的市场机制和有效的宏观调控，都是社会主义市场经济体制不可或缺的重要组成部分。市场作用多一些还是政府作用多一些，必须相机抉择。在应对国际金融危机冲击中，加强和改善宏观调控，及时纠正市场扭曲，弥补市场失灵，防止经济出现大的起落。因此，必须不断完善社会主义市场经济体制，充分发挥市场在资源配置中的基础性作用，激发经济的内在活力。同时，科学运用宏观调控手段，加快经济发展方式转变，促进经济社会长期平稳较快发展。

2、制定市场规则，纠正市场失灵

市场经济是一种法制经济，要求市场交易和市场管理规则必须一致、公平、透明、稳定。政府应当制定经济主体之间进行自由竞争的公平规则，并监督这一游戏规则的执行。要实现这一目标，除了依靠政府的强制力外，没有任何组织任何办法可以替代，正如弗里德曼所言“政府的必要性在于：它是竞争规则的制定者，又是解释和强制执行这些已被决定的规则的裁判者”。在市场经济框架下，社会资源的配置，将主要通过市场价格机制的导向作用来实现。但由于垄断现象的不可避免等多种外部效应的存在，市场价格机制又可能出现不能正确反应成本和收益，市场信号不准或失真，市场调节也可能出现失灵的情况。在这种情况下，企业可能因市场失灵产生的错误导向导致经营、投资失误，市场供给者或需求者也可能为了自己的利益而破坏契约关系和市场规则，引起市场失灵。对这些市场失灵，必须而且只有依靠政府干预和管理才得到纠正。因此，政府必须通过自己行政权威的发挥和经济职能的履行，制定各种法规和市场规则，规制一切市场主体与市场行为，维护市场契约关系和市场秩序，努力创造良好的竞争环境。

3、组织生产公共产品

市场经济条件下，随着经济的发展，企业和人民群众会对公共产品，如道路、机场、水电等基础设施及其它公共事业、公益事业、保障体系提出更高的要求。但是，由于公共产品投资成本大，建设时间长，收益回报周期长，有些甚至没有直接收益，普通企业及社会投资者一般不愿参与，依靠市场调节很难达到供给与需求的平衡，需要政府通过财政、金融、产业政府等政府行为和公共政府手段支持或补贴公共项目建设，尤其是对以全社会公共利益为目的的项目，政府应责无旁贷全面参与或直接经营；对以盈利为目的的公共项目，政府应在定价、市场准入等方面适当予以干预和监督，保证其为社会提供更好的服务。

4、营造统一开放的市场环境，保护公平竞争

对于创造统一、开放、有序、公平的市场环境，政府担负着十分重要的责任。美国学者奥肯说过，“市场的运行事实上，日常生活亦是一依赖于政治制度的各种强制性权力。国家运用这些权力，建立并保障市场上的权力，直接提供某些基础的服务，并间接地创造出信任、理解和有安全保障的环境，这对企业日常生活是生命攸关的。”政府要通过加强市场的建设和制度管理，把对内开放和对外开放结合起来，打破社会生产和经济生活狭小、分割和封闭的障碍，使市场主体获得法律上和经济负担上的平等地位，都能机会均等地在市场上取得生产要素，并努力推动一切经济活动都进入全国乃至全世界的大市场中去，促使国内市场在统一的基础上与国际市场融为一体。

参考文献：

[1]Black, F. and M. Scholes,1973:“The pricing of options and corporate liabilities”, Journal of Political Economy

81,P637-659.

[2]Merton, R., 1974:"On the Pricing of Corporate Debt: the Risk Structure of Interest Rates", Journal of Finance 29:2,P449-70.

[3]Mundlak Y,1978: "On the pooling of time series and cross section data",Econometrica, Econometric Society 46(1),P69-85.

[4]See Robert S. Kaplan and Gabriel Urwitz, 1979:"Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry" ,Journal of Business 52,P231-261.

[5]Diamond, D. V. and P. Dybvig,1983:"Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", Journal of Political Economy 91:3,P401-419.

[6]George S. Cluff and Paul G. Farnham, 1984: "A Problem of Discrete Choice:Moody' s Municipal Bond Ratings," Journal of Economics and Business 37,P277-302.

[7]张宏斌, 2005:《我国政府经济管理职能转型问题研究》, 大连理工大学, 硕士毕业论文。

[8]韩翔, 2005:《地方政府财政风险评估与预警体系研究》, 中诚信官方网站 9 月。

[9]张国生, 2006:《改进我国政府资产负债表的思考》,《财经论丛》第 3 期。

[10]王建国, 2006:《我国银行间债券市场的发展瓶颈和解决对策》,《上海金融》第 8 期。

[11]付庆红, 2007《公共财政视角下的地方政府债务问题研究》, 西南财经大学, 硕士学位论文。

[12]陈超等, 2008:《我国企业债券融资、财务风险与债券评级》,《当代财经》第 2 期。

[13]周潮, 2009:《财政赤字、货币供应与金融稳定: 基于中国的经验证据》,《上海金融》第 2 期。

[14]李兴乾, 2009:《国际援助规划决策的经验及其启示》,《国际经济合作》第 3 期。

Analysis on Relationship between Credit Rating and Government Debt Based on the Perspective of Private Debt

Xu Peiwen

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: this papers describes the theoretical logic of private debt stabilizing government credit. Based on a realistic analysis of the relationship of the private external debt and government credit, a conclusion is made that the increment of size and proportion of our private external debt enhances the stability of government credit. And we point out that it is not reasonable that trade credit between enterprises becomes the main body of China's private external debt. Through previous analysis it is obvious that excessive reliance on foreign trade will be detrimental to the stability of government credit .The objectives of the reform should be to increase the proportion of non-bank Chinese enterprises in the entire external debt. And if large state-owned enterprises guaranteed by government are not main body of non-bank Chinese enterprises, we could regard its debt as private debt, instead of public debt.

Key words: credit rating; government debt ; private debt

收稿日期: 2013-9-25

作者简介: 徐培文, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 金融理论与实践