

●杨大楷

国家外债规模的理论与实践

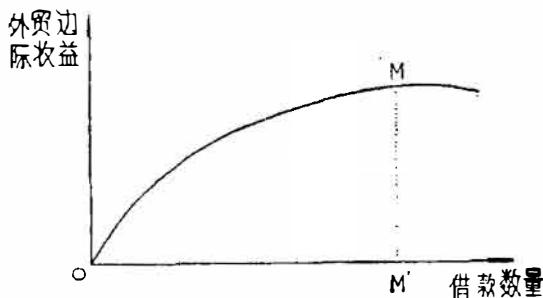
我国对外举债在五十年代就有了初步实践，而采用国际上通用的各种形式，广泛利用不同社会制度国家的资金，则是党的十一届三中全会以后的新的突破。至1979年底，我国通过各种方式实际使用外资金额达577.85亿美元，其中贷款393.21亿美元。这些资金对国民经济的发展起了重要的作用。但是，债务的作用又是双重性的。如何使借入的外资趋利避害，促进国内四个现代化建设，关键在于要解决好几个问题：（1）经济增长中借款的目的与债务的应用；（2）决定一定时间内的适当借款额度或债务的累积率；（3）债务的结构与组合；（4）有效的债务管理。本文尝试从经济及金融角度出发，研究上述第二个问题。其余三个问题安排在其他文章研究。

一 对外借款适度规模的理论探讨

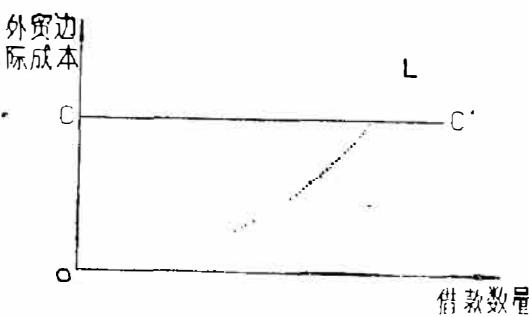
对外借款的动力是为加速国内经济增长创造条件。它符合这样的观点：一个发展中国家在初级发展阶段由于国内积累和资产存量较低，每增加一个单位的外资投入，如果得到合理的应用，通常都能获得较高的投资收益，然而，对外借款又须以偿还本金并且支付一定的利息为前提。这就意味着，借款国必须按债务期限将一部分国民收入作为使用外资的成本支付给境外资金的所有者。从量的角度考察，我们可以将借款国每增加一个单位的外资投入所增加的国民收入定义为对外借款的边际收益；而借款国每增加一个单位的外资融入所转移出境外的国民收入定义为对外借款的边际成本。

考察首先从边际收益入手，当外资最初从境外融入借款国时，借款国都趋向于提高它们的投资率。每增加一个单位的外资，国民收入的增加值将不断提高，对外融资的边际收益呈递增态势，从而体现了规模经济效益。但是，当外资的流入量达到一定规模后，由于国内生产要素的配套或供给等方面的原因，每单位追加的外资只能按短线生产要素组合，造成追加外资使用效果下降，从而国民收入的增加值亦趋下降，对外融资的边际收益呈递减态势，如图1所示。

对外借款的边际收益 图1



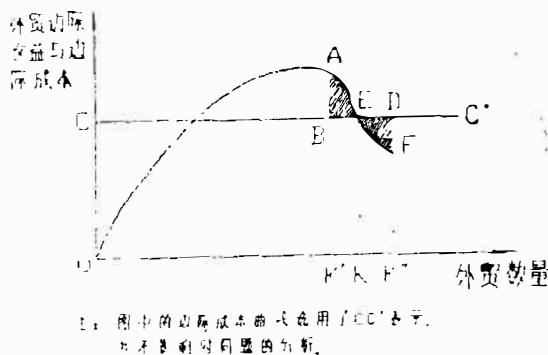
对外借款的边际成本 图2



其次考察边际成本。随着资本流入量的增加，每增加一个单位的外资，外资的边际成本——利息支付额将不断提高，如图 2 所示。这是因为，在外资供给总量有限的条件下，随着外资需求的增加，外资的价格——借款利率或实际利率将不断上升（图中的虚线 L）。也可能是另外一种情况：一个发展中国家能够连续对外融资在整个国际资本市场中所占的比重一般都不大，她所增加的融资流量对国际资本市场的利率变更产生的影响极小，因此也可以把该国利用外资的边际成本曲线近似地看作一条水平线 CC'。

如果将上述两方面联系起来考察，图 3 表明对外借款的适度规模应是外资投入的边际收益等于对外融资的边际成本时的外资量 OK。当外资投入量小于OK为OK'时，外资边际收益大于其边际成本，表明国内尚有未被充分利用的生产资源和投资机会，此时增加外资流入量至OK，仍能使国民收入取得净增加ABE份额；相反，当外资借入量大于OK为OK''时，外资投入的边际收益将小于其边际成本，这表明国内已暂时没有足够的可供利用的生产资源和投资机会。超过OK部分的外资流入量KK'将使国民收入的转让大于国民收入的增加，其净减少份额为EDF部分。

图 3 对外借款的适度规模



来自对32个发展中国家的借款和投资情况调查的世界银行的报告证实了上述分析：直到最近，借款国都趋向于提高它们的投资率。起初，债务与国内生产总值比率与经济增长的变化之间的关系存在着正的关系；但在以后，巨额的资本流入帮助提高投资率，但投资常常是低效益的，债务与国内生产总值及经济增长的变化之间呈现了负的关系。在一个实际利率上升和世界经济产量收缩的环境中，增加借款不能再转化为更高的经济增长。虽然可以维持的债务水平随国家而异，但只有当所有的投资的收益率超过借款的成本时，借款才能成功。^①

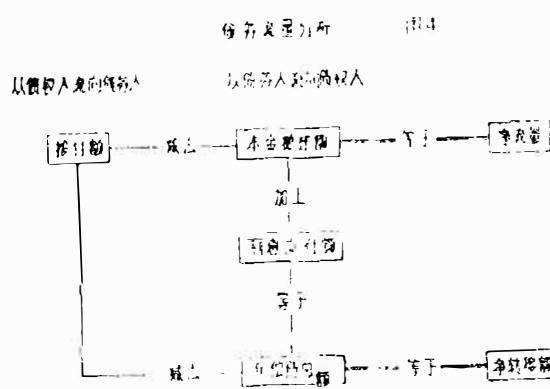
从借款国角度看，适度的借款规模需要它严格遵循一条谨慎的原则：新增借款成本不应超过新增投资的收益率。为了做到这一点，债务国尤其必须密切关注与新增借款成本相关的债务的流量与存量，借款利息及转移；与新增投资收益相关的国民收入或国民总产值的经济变量，外贸出口创汇及增长率；以及与新增借款成本和收益相关的国内配套资源与国际风险环境的变化情况。

二 外债规模的存量与流量

必须从债务存量和债务流量的角度考察债务规模的适度问题。债务存量即债务余额，是借款国在一个会计年度终了时的总负债数额。一国外债余额反映该国在一定时点上当年和历年从境外融入并正在使用的尚未偿还的债务规模。存量规模的形式与各个年度的债务流量紧密相关。

债务流量是借款国在一个会计年度里的负债数额。一国债务流量反映了贷款国在会计年度的时期内向借款国已拨付的数额。如图 4 所示：净流量是指拨付额减去本金偿还额，用以测算借款国新筹集的资金是否超过已到期的债务。如果债务水平保持适中，净流量都应为正值；但是，当借款国持续不断地为国内投资筹措外资，净流量就会变为负

值。净转移是指拨付额减去利息和本金摊还额。负的净转移意味着还本付息总额超过了总流入额，净实际资金从借款国转移给贷款国。当实际利率超过拨付额增长率，任何借款国都必须预料到其最终要向债权人进行净转移。



根据世界银行《世界债务总表(1989)》的资料，可整理出我国外债存量与流量的相关指标。(1)从1984至1991年期间，我国的外债余额呈逐年增长态势，年递增率为21.9%，其中长期债务余额的递增率29.5%，超过短期债务余额的递增率7.7%，并且在整个余额中占有绝大部分，显示了债务存量在结构上的稳定性。(2)尽管国家持续不断地为国内投资筹措外资，但是净流量始终保持了正值，这显示了债务水平的适中性。(3)由于本金摊还额和利息支付额在1990—1991年里发生“挤兑”现象，资金流量呈现净转移，这样就需要对外贸易有顺差。

从绝对数额研究债务的存量与流量只是问题的一个方面。问题的另一个方面是还必须把这种存量与流量放在本国经济和国际环境中进行考察与比较。

三 外债存量与国民经济的分析

从存量角度研究债务规模的适度问题，已经得到了多数借款国的重视。因为由债务存量引起的支付义务，直接依靠本国各年度出口创汇的国内经济生产能力。

能够最广义的反映一国经济中生产能力

的流量性指标是国民生产总值。把借款国的债务存量同本国的经济生产能力加以对比——债务余额/国民生产总值——实质上是考察债务存量和用于偿债的国民收入流量。与其他国家相比，我国“债务余额/国民生产总值”的比率是比较低的，我国的比率一直保持在11.2%以下，在1989至1991年里，她的比率仍然只有10.1%、10.9%、10.4%。^②这表明我国的外债规模是偏小的。

如何看待这个比率的警戒线？人们通常认为，如果一国的“债务余额/国民生产总值”比率接近50%，偿债困难就难以避免。然而，这一标准在世界银行的统计数据里只得到部分验证。因为所有负债沉重的国家的确都突破了这条警戒线，而所有负债适中的国家也随后逼近这条警戒线。我们认为，不能简单地以“今天这条标准在提高”来概括上述现象。今天负债适中的国家并不排除明天有落入“负债沉重”行列的可能，况且整个低收入国家和东亚、太平洋地区的国家至今仍在这条警戒线下谨慎地控制着债务存量。在汇率出现频繁波动的情况下，名义货币的国民生产总值可能相当不稳定，债务存量根据美元计量，而国民生产总值以本国货币计量，这样计量上的偏差就难以避免。这个比率的警戒线只是从一个侧面反映一国的债务状况，还必须联系其他比率进行权衡。

权衡债务存量的第二种方法是比较一国的出口。因为，借款国的出口为履行今后的偿债义务提供了实际的外汇资源。将借款国的债务存量同本国的出口能力加以对比——债务余额/商品及劳务出口总额——实质上表明了该国需用多少年的出口创汇才能清偿现存的总债务。一般地说，经济越开放，出口的国民生产总值的份额越高，国家履行外债义务的能力越强，可承受债务的绝对数也越大。与其他国家相比，中国的这个比率是比较低的，世界银行《世界债务表(1989)》所示，1989年为74.2%，1990年为71.0%，

1991年为67.2%。较低的比率表明，我国的外债规模并不大，且具有较强的履行外债义务的能力。

国际上通常认为，“债务余额/商品及劳务出口总额”是考察一国外债适度与否的重要指标，并且把这条警戒线定在200%的水平上。^⑤世界银行的统计数据基本上证实了这一点：所有负债沉重的国家都超越了这条警戒线，超越率达到100个百分点。然而，所有负债适中的国家，比例也都达到警戒线水平，但却未出现偿债困难。这当中的一条重要原因是，后者的出口占本国生产总值的份额较高，具有较强的偿债能力，而前者相反。另一条原因是，从债务存量的组成看，后者的债务期限结构和优惠债务比重较之前者为多，实际偿债能力比较强。

四 外债流量与出口创汇流量的分析

偿债总额是债务流量中的一项中心变量。由本金摊还额和利息支付额组成的偿债总额通常与拨付额呈正向相关变动，而与净流量和转移净额呈负向相关变化。作为制约债务流量的另一项变量是借款国的出口创汇额。因为能够为借款国履行当年偿债义务的通常靠同期的实际创汇额度；一旦转移净额和净流量出现负值，最终依赖出口顺差进行弥补。偿债总额和出口创汇对债务流量的制约关系决定了必须把偿债总额与出口创汇联系在一起。

把一国在一定时期内的外债还本付息额同该国同期的商品及劳务出口创汇联系在一起，这就是偿债率。对于债权国，这一比率指明借款国偿还债务的难易度；对于债务国，该比率则说明必须用来还债因而不能用于进口和促进增长的外汇收入。国际上通常认为，20—25%是偿债率的警戒线。超过这一比率说明偿债能力可能较低；不及这一比率则偿债能力可能强。按照这一标准，同大多数国家相比，中国的偿债率是比较低的，

这表明偿债能力和偿债信誉都高于多数国家。

偿债率是一个敏感性的指标。这种敏感性不仅在于它鉴别借款国对已经发生的债务的实际清偿能力，而且还在于它所引起的理论界近年来的争论。争论的焦点是，这个指标在对外债务指标体系中是否处于中心地位。我们认为：（1）偿债率衡量一国债务流量和偿债信誉方面的重要作用是无可否认的。偿债总额是债务流量中的一项中心变量，它综合反映了借款国在会计年度里由优惠债务构成、债务实际利率、债务期限共同影响下的需要支付并已经支付的债务数额；商品及劳务出口创汇是借款国能够履行同期偿债义务的实际外汇资源。偿债率把二者联系在一起，表明了借款国信用行为的本质特征。（2）偿债率又不是万能的。它只是侧重从债务流量的角度鉴别一国的债务规模和清偿能力，虽然债务流量与债务存量是相互联系的。然而侧重存量规模和清偿存量能力的预测还得依靠其他指标。债务指标体系总是从不同角度或侧面来反映和考察一国债务规模和债务结构的。从这个意义看，偿债率是这个大家庭中的“普通一员”；如果在这个大家庭中有所侧重，偿债率又是债务流量中最具有代表性的“重要一员”。例如，“偿息额/出口”、“本金摊还额/出口”都是更具体地反映债务流量与清偿能力之间的关系，从综合性角度看，这二项指标都不如偿债率更为概括。（3）由上述质的讨论可以引出量的观点。判断一国债务流量的全面水平可以提出一些简略的规定——譬如比照低收入国家和东亚及太平洋地区的偿债率水平，把中国的偿债率控制在20%——但必须加以小心，因为没有一个简单的规定可以适应或取代所有的情况。一个国家维持一定债务比率的能力决定于很多因素，包括该国的出口前景；对未来贸易额及利率预计的准确程度；以及国家在必要时进行迅速调整的灵活性。这就不排除某些证明有能力在困难发

生时能采取必要措施的国家，例如负债适中的国家，有能力维持30%的外债偿债率；而个别不够灵活的国家，偿债率低于20%也有可能发生困难。

如上所述，考察一国债务流量的第二个数字是偿息率。偿息率把利息偿还额与商品及劳务出口所创外汇联系在一起。对于债务人，利息偿还额是使用国外资源一项重要成本，而出口额代表了经济中的对外收入。与偿债率不同的是，这个比率更强调了国内资源净流出的程度。与偿债率相关的是，利息偿还额毕竟是还本利息额的一个组成部分，并且在浮动利率环境里，名义利息支付额的增量（或减量）可能是实际本金支付额增量（或减量）补偿贷款国在通货膨胀率上升（或下跌）时购买力损失后的结果。所以，有必要把偿息率视作考察债务流量的一项补充性指标。

同样从世界银行《世界债务表(1989)》的资料说明，与其他国家相比，我国的偿息率是相当低的——仅及低收入国家和东亚及太平洋地区的 $1/2$ ；负债适中国家组别的 $1/3$ ；负债沉重国家的 $1/5$ 。在随后的1989年，我国的这一比率也只有5.2%，1990年为5.0%，1991年为4.6%。较低的比率显示债务流量规模也是不大的。只是由于期限结构交叉欠妥发生“挤兑”，我国在1990—1991两个年度里才出现了转移净额的负值。

五 外债规模的临界值

为了把债务规模控制在一个适度的水平内，借款国和债务国都在探索外债规模的临界值。直到最近，世界银行根据国际货币基金组织公布的债务数据，以及陷入偿债困难的国家的各项指标的1988年非加权中数，提出了发展中国家债务规模的临界值，它们是：（1）债务余额与国民生产总值之比为50%；（2）债务余额与出口额之比为275%；（3）偿债额与出口额之比为30%；（4）利息支付额与出口额之比为20%。

对临界值的运用，世界银行的设计原则是，必须把上述4项关键性指标联系起来判断一国的债务规模，这样可以克服在仅使用单项指标时所含的偏差。在操作上：（1）如果一国有3项指标超过临界值，则该国被定义为债务负担沉重。之所以需要3项临界值，是因为如果1项比率出现不规则的较低值，这并不能排除该国存在着严重的债务负担。（2）如果一国有3项指标达到临界值的60%。则该国被定义为债务负担适中。（3）其他情况则被视为债务负担较轻。世界银行按上述操作以1988年的数字在114个发展中国家确定出27个债务负担沉重的低收入国家：其中非洲有24个，亚洲有2个，拉丁美洲有1个；此外，还确定出19个债务负担沉重的中等收入国家；另外25个国家被确定为债务负担适中；其余的国家均被列为债务负担较轻。世界银行的统计表明，如果将临界值提高10%，高负债国组别中就会减少8个国家。

按同一口径，1988年我国外债的4项关键性指标的数据是：（1）外债余额与国民生产总值之比为11.0%；（2）外债余额与出口额之比为76.6%；（3）偿债额与出口额之比为7.9%；（4）利息支付额与出口额之比为4.0%。如果以世界银行提出的临界值为标准，我国的各项指标值仅及世界银行标准的 $1/4$ 左右。这表明，我国属于债务负担轻的国家。

中国外债规模的临界值是多少——维持现有水平，还是按世界银行的标准，或者是介于二者之间的某一个水平？这是近年来国内理论界十分关注的热点。很多学者为此设计了一系列复杂的指标和计算公式。我们的基本观点是：（1）在指标设置上，原则上赞同世界银行提出的4项关键性指标。因为它们具有直观、简洁、重点突出，以及实际部门便于操作的基本特点。（2）在临界值水平的确定上，参照世界银行的标准，但持

一种比较审慎的做法。

如果这种观点能够成立，可供选择的临界值方案有三种：（1）维持我国现有债务规模的低度水平。4项关键性指标的流量与存量，其增长比率大致保持在指数1的程度内。（2）扩大我国现有债务规模为中度水平。4项关键性指标的流量与存量，其增长比率保持在指数2.5的幅度内。（3）适度扩大我国现有债务规模为低中度水平。4项关键性指标的增长比率保持在指数1.5以下的状态。这样各方案临界值均在债务负担较轻的行列。

我们倾向于把临界值订在低中度水平的方案上。这是因为：（1）在战略发展态势上，中国正处于调整与改革并重的时期，经济结构调整已牵涉到对能源、交通、通讯的大量投资。这些项目往往需要大量国外融资，虽然，其中一部分能通过国内价格逐步接近国际水平来弥补，但调整的功效仍需要时间来表现。（2）从经济增长态势看，中国的国民经济发展正进入持续稳定发展的阶段。7.5%的年增长率需要占进■额80%的生产资料和原材料的持续投入。（3）况且，对外融资正越来越成为国家宏观经济调节的一种重要手段。同样的手段可以进行两种调节：在债务规模偏大的情况下，债务增长原则上应保持或低于经济增长水平，相反，在国内储蓄率上升、汇率定值较低的情况下，对外融资增长则可以略高于经济增长。（4）更为重要的是，关键性指标已经显示，中国现有的债务规模不是偏大而是偏小。虽然在1985年以前，我国的债务中优惠债所占比例较小，但在该年之后，我国获得的优惠债比例逐年增高，这就加厚了偿债的“缓冲垫”。

趋向性的理由同样也不■避这样一个现实，即九十年代初期我国所面临的偿债高峰。既然外债规模不大，为什么会出现偿债高峰。国内多数学者都集中在债务主要比例的“热点”上。虽然这不失为一种研究思路，然而却没有获得具有说服力的解释。根

据前述世界银行《世界债务表（1989）》中的数据资料所示，债务存量的主要比例在九十年代初期不仅没有升高，反而随国民经济的增长下降了1—10个百分点；从流量看，主要比率也只上升了0.4—2.89个百分点，相对于中国这样一个大国的产出，敏感性尚不至如此脆弱。如果与多数处于同等收入水平的国家比，得出的结论只能是债务规模偏小。

我们面临的同债务规模有关但又不等于债务规模偏大的偿债高峰，标象的原因是债务流量减少了45%，尽管存量只增加了8.7%。持续的融资虽然使净流量保持了正值，但绝对额下降了65%，负的净转移意味着还本付息总额超过了总流入额，而弥补负净转移额的外贸又出现逆差。由流量引出的里象根源在于到期的长短期债务的结构交叉欠妥。^④ 偿债高峰自然不是一件愉快的事，但高额的国际储备净增长额保持了中国对外财务上的健全。

这是我国能够平稳地渡过偿债高峰的物质基础。当然还可以采取一些措施：从治标的角度而论，新的对外融资和出口增长潜力是改变债务流量形式和规模的一种方法——这就是回到了我们对低中度临界值主张的观点，就治本角度而言，例如设计交叉到期债务，既是对债务流量的改变又是对债务结构进行具有远见的变革——这就涉及到债务结构的分析。

注：①世界银行：《1985年世界发展报告》，中国财政经济出版社1985年9月版，第46—50页。

②世界银行：《世界债券表（1989）》，第74页。其中1990年和1991年的数字为估计数。在本节除了特别注明外，以下均同。

③这一数据引自：《专题报告编》1989年第5期第7页。

④这些数字均根据1991年和1988年有关指标的绝对额算出。