

□ 李晓宇

我国外债发行现状及“九五”后两年政策选择

一、改革开放以来我国外债发行状况及其特点分析

(一) 外债规模进一步扩大,但增长速度大幅度回落

80年代以来,我国借用外债大致经历了3个发展阶段。1984年以前,是我国对外借款的起步阶段,外债总体规模较小;1985—1988年是我国外债高速增长阶段,外债余额年平均增加80多亿美元,增幅超过同期国民生产总值增幅18个百分点,这一时期外债增长过猛,说明我国借用外债还处于不成熟阶段;“八五”期间,我国对外借款平均每年增加100多亿美元,年增长速度为15.2%,与前两个时期相比,增幅大幅度回落;不仅如此,其间外债余额的增长速度还低于同期GDP和出口的增长速度,说明我国对外举债已步入相对稳定的发展阶段。但从绝对数目来看,1995年外债余额达到1065.90亿美元,1996年底达到1162.75亿美元。

(二) 中长期、短期外债比例优化

从偿还期限的角度外债可分为中长期外债和短期外债两大类。国际公认的短期债务的警戒线为25%。若短期债务比重过大,一旦资金周转不灵,就有可能引起偿债困难。80年代中期,我国的短期外债一度曾占我国外债余额的40%以上,在这种情况下,如果发生经济危机,后果不堪设想。鉴于此,我国有关部门很快对债务结构进行了调整,有效地抑制了短期债务过快增长的势头,“八五”期间,中长期外债增长速度继续快于短期外债的增长速度。1996年我国长、短期外债余额比为87.9:12.1,中长期外债比重增大,有利于我们在时间上根据国情对还债资金进行调剂,降低了债务风险。

(三) 商业贷款比重略有下降,官方优惠贷款比重有所提高

从来源上看,外债有政府贷款、国际金融组织贷款、商业贷款和其他形式借款4大类。政府贷款和国际金融组织贷款属于官方优惠贷款,一般期限较长,利率较低,但贷款条件较为严格,在使用方面也有许多附加条件。商业贷款的借款程序相对宽松,但其利率高,且多为浮动利率,易受国际金融市场波动的影响。此外,商业贷款的还款期较短,偿还期集中,客观上加重了债务国的还本付息负担。“八五”期间,国家采取措施积极筹措官方优惠贷款,严格控制商业贷款的增长,商业贷款的比重逐年下降。1991年国际商业贷款占外债余额的52.2%,1995年末,商业贷款在我国外债余额中的比重为49.4%,1996年继续下降为49%,同期官方优惠贷款的比重则从27.4%相应上升为33.5%,从而在一定程度上减轻了我国的还本付息压力。

(四) 外债币种构成趋于合理,汇率风险有所下降

我国对外借款初期,外债币种构成中只有美元、日元、德国马克、港币等少数几个币种,其

中,由于受客观因素的影响,我国的国外贷款和外国债券多数来自于日本,日元债务曾一度占据了我国外债总量的绝大部分。由于债务的币种构成过于集中,汇率变动给外债造成很大的风险;80年代后半期,我国开始通过各种途径增加外债币种,降低日元外债比重。“八五”期间,我国外债币种持续增加,日元外债比重进一步降低。目前,外债币种已增至20多种,日元外债比重已从1986年的38.6%降到27%左右。这在一定程度上避免了日元汇率暴涨而引起的债务骤增,减少了外债汇率损失。

二、外债规模、结构的比较与分析

(一)外债偿还能力指标分析

尽管我国近年来外债每年以100亿美元的速度增长,1996年底达到1162.75亿美元,成为全球第三大债务国。但从上述指标来看,1996年偿债率、负债率、债务率分别为6.7%、14.3%、75.6%,各指标均低于国际公认的安全线25%、20%、100%,以此观察分析,我国外债还有较大的弹性系数和活动空间,外债在现有基础上还可以有所增加。从横向来看,1996年发展中国家偿债率为6.1%,比我国略低,但其中未包括向国际货币基金组织的债务偿还;负债率为30.2%,远高于我国的14.3%。整个亚洲平均负债率为22.7%,四个新兴工业化经济(韩、台、港、新)为14.9%,与我国差不多,虽然1997年下半年以来受到东南亚金融危机的冲击,但主要原因并不是因为外债规模过大,而是因为经济结构不合理,汇率制度不恰当以及外债结构不合理,使用不当等原因。其实,即使负债率达到29.1%,只要偿债率保持适当的水平6—7%,也不会遇到偿债困境。从中我们可以得出结论:负债率反映一个国家长期的偿债能力,而偿债率反映了近期的偿债能力。从纵向来看,一方面,虽然外债余额增加很快,但偿债率持续下降,说明我国出口发展很快,外汇储备增加速度超过了外债增长速度,增强了我国的偿债能力;另一方面,我国外债与外汇储备之比基本呈下降趋势,说明我国外汇储备的增长主要是依靠出口推动的,而不是依靠借外债(资本流入)促成的,这又为我国吸引资本流入创造了条件。

(二)外债结构分析

我们研究外债结构的主要目的在于以最低的成本(政治成本和经济成本)从国外筹集资金,规避利率和汇率风险,避免出现偿债高峰。

表1 我国外债来源结构(占外债余额的比例)

年度	外国政府贷款	国际金融组织贷款	国际商业银行贷款(发行国际债券)	其他
1990	16.0	12.0	55.5	16.5
1991	15.7	11.7	52.1(8.5)	20.5
1992	16.6	12.1	51.2(7.9)	20.2
1993	17.1	12.5	49.2(9.4)	21.2
1994	21.1	14.0	51.0(11.6)	13.9
1995	20.7	13.9	49.4(10.0)	16.0
1996	19.1	14.4	49.0	17.5

资料来源:《中国统计年鉴1997》,《'95中国外债发展报告》

从来源结构来看,贷款成本较高的国际商业银行贷款仍然占据主导地位,占外债总额的50%左右,这对低收入的发展中国家中国而言,一般不宜大规模利用,否则,将会直接危及偿债

能力。外国政府贷款和国际金融组织贷款基本呈现稳中有升的态势,二者属优惠贷款,我们应积极争取,但比重增加的空间有限,因为毕竟主动权掌握在他人手中。在国际商业贷款中,国际债券的比重也呈稳中有升的态势。这应当是可喜的局面,因为一方面,发行国际债券主动权掌握在我们手中,我们可以根据国际金融市场上的资金供给情况选择有利时机进入市场筹资;另一方面,由于我国经济发展的强劲势头,国际贸易的良好状况,我国在国际市场上筹资信誉、债信评级都有所上升,相应筹资成本也日趋下降,我们应趁此良机,由国家财政在国际金融市场上发行国际债券进行筹资。

从期限结构看,长期债务占绝对支配地位,约占88%左右(表2)。一般说来,长期债务便于国家根据国民经济需要,作出统筹安排。例如对国民经济薄弱部门,能源、交通等重大基础设施的投资,一般时间较长,在短期内不可能受益,这就需要长期性贷款,以便能够或者尽可能地在借入资金的投资发挥效益后偿还。长期性债务也比较便于管理,不象短期债务那样频繁变动不定。此外,如果期限错开也不大可能形成还债高峰。但从表2中我们也可以看出,长期债务的偿还期限却并不均匀,最高年份达到107.2亿美元,最低年份为60.8亿美元,二者差额达到46.4亿美元。

表2 我国外债偿还期限结构 单位:亿美元,%

年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996
长期债务余额	502.57	584.75	700.27	823.91	946.74	1021.67
短期债务余额	103.04	108.46	135.46	104.15	119.16	141.08
二者之比	83.0 : 17.0	84.4 : 15.6	83.8 : 16.2	88.8 : 11.2	88.8 : 11.2	87.9 : 12.1
还本付息额	80.2	80.3	89.2	107.2	71.7	60.8

资料来源:《中国统计年鉴1997》

从外债的利率结构来看,一个合理的债务利率结构通常是以固定利率的债务额占总债务额的比重约在70—80%以上,而按浮动利率计算的对外债务占总债务的比重约在20—30%左右。之所以要控制浮动利率债务,是因为国际金融市场变化多端,如果借入过多浮动利率的债务,这部分债务很有可能在将来因为利率上升,而加大债务负担;当然也有可能市场利率出现下降而得到一部分好处,但此种货币利率上升,彼种货币利率也有可能下降,得到的好处不会大。浮动利率债务不仅因为利率浮动而受到损失,还使得债务总额变化不定,不便于一个国家对外债进行宏观控制,也无法计算某年的确定偿还额。截至1991年末,在我国605.6亿美元的债务中,浮动利率债务为154.4亿美元,占总债务的25.5%,固定利率债务为471.2亿美元,占74.5%,固定利率债务中包括一部分原为浮动利率后作了“swap”成为固定利率的债务。从这两类债务的比例可以看出,我国外债仍是以固定利率债务为主,这对于准确测算未来的利息支付,避免因利率上扬带来的潜在损失是有利的。

从外债的币种结构来看,截至1995年底,外债余额1065.9亿美元,其中美元债务占55.3%、日元27%、法国法郎3.4%、港币2.3%、德国马克2.1%、其他币种占3.4%。负债过分集中于美元和日元,汇率的细微变化都会对外债余额和外债还本付息产生重大影响。自1985年以来日元一直持强劲升势,到1995年底为1:101,日元升值了48.99%,最低曾到1:80,更是升值一倍多。随着日元不断升值,中国对外还本付息日益加重。截至1995年,中国共偿还日元贷款本息29150.5亿日元,如果偿还单位以美元购买日元还款,按还本付息年汇率与还付

息数折算,共约实际支付美元 245.8 亿;如果还款单位以人民币购买日元折合人民币 2040 亿元,分别比按 1985 年和 1989 年汇率计算多支付 98.6 亿美元和 42 亿美元;或多支付 202 亿元人民币和 1153 亿元人民币。尽管日元利率较低,但由于日元升值,无形中加大了日元债务的筹资成本,加重了债务负担。部分使用日元贷款的企业因日元升值造成还款困难,有些甚至越还越多。

汇率变化对外债余额影响也较大。1993 年末日元债务余额为 22676 亿日元,与 1992 年末的 22516 亿日元相比不大,但如果折成美元后却使中国外债余额增加 36.4 亿美元;1992 年末余额比 1991 年末余额少 976 亿日元,但折成美元后,债务余额却增加 7.6 亿美元(见表 3)。而自 1995 年以来,美元走势逐渐增强,尤其是东南亚金融危机以来,日元的持续下跌有可能引发新一轮的金融危机,至 1998 年 6 月底,美元兑日元已达 140 左右。由于我国以美元和日元债务为主,二者汇率的变化,无疑对中国的外债余额和每年的还本付息额产生巨大的影响。

表 3

年份	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
日元	—	13203	15336	18700	20835	22249	23225	22516	22676	26798	29084
折算率	198	163	135	125	143	137	138	128	106	99	101
折美元	—	81.0	113.6	149.6	145.7	162.4	168.3	175.9	213.9	270.7	287.9
汇率差	—	14.3	19.5	11.1	-21.0	6.8	-1.2	12.7	36.4	17.9	-5.88

资料来源:《'95 中国外债发展报告》

三、我国“九五”后两年外债政策的选择

(一)外债规模政策

外债与外资是发展中国家特别急需的资源,对外筹资对于我们来说是千载难逢的机遇。一方面,国际资本寻找出路和市场;另一方面,我们现代化建设事业需要资金和技术。这两方面的碰撞与结合是顺乎潮流,强国富民的好事。根据债务规模与国民经济增长等速同步的预测,有的学者测算 2005 年我国外债可达到 2400—2800 亿美元之间。有的学者认为比这个还要大。另据世界银行的专家预测,1995—2004 年中国公共基础设施建设投资总需求将达到 7440 亿美元(尚不含三峡工程和农业建设等投资)占 GDP 的 7.4%。按现行汇率计算,约合人民币 6.14 万亿元,这样庞大的资金需求是我国自身难以筹集的。“九五”期间,国际金融组织和外国政府向中国提供贷款的趋势不会出现大的逆转,国际资本市场的商业性资金仍将相对充裕。尤其在东南亚金融危机后,中国在国际上负责任的态度以及国内经济的稳定与高速增长,使中国成为国际资本的最佳选择。国际资本市场的名义利率,仍可能处于较低水平。国际金融组织和发达国家双边贷款,虽会因筹资困难而不可能有大的增长,但国际资本为了进入中国,仍会在融资方面采取积极态度。对中国对外筹资而言,挑战与机遇同在。

在东南亚金融危机中,东南亚国家货币纷纷贬值,之后,日元也大幅度贬值,这对人民币造成了贬值压力。但从目前情况来看,人民币贬值可能性不太大。因为:第一,人民币自去年金融风暴发生以来,不仅没有贬值,反而稳中有升,而亚洲各国货币都大幅度下滑。在这种情况下,从理论上说,中国出口贸易必受严重打击。但如果考虑到中国出口商品在许多方面并没有同亚洲国家竞争,这个打击就没那么严重。这一点可以从中国今年第一季度的出口仍有微增,而五

月份的出口降1.5%而得到证实。因此人民币虽然坚挺,对中国出口的负面影响却不太大。第二,中国出口贸易对经济增长率的贡献约占20%。如果按照中国预测的8%经济增长率来算,出口贡献约为1.6%。即使出口不理想,估计仍可达到6%的增长率。第三,人民币不贬值,中国承担一定的成本,付出一定的代价,是为亚洲乃至世界作出了巨大贡献。人民币一旦贬值,无疑会加剧亚洲金融危机,甚至诱发世界金融危机。中国作为世界性大国,选择人民币不贬值具有强大的国际战略意义,明显地加强了中国在亚洲国家乃至其他国家心目中的地位。第四,中国拥有近1200亿美元的外债,人民币贬值10%,外债负担增加120亿美元,而刺激外贸出口的增加效果是有限的,即使以1997年与亚洲国家有关的400亿美元贸易为基数增加10%,即增加40亿美元,也远不足以抵销对外收支的损失,更不用说由于人民币贬值带来的对外国投资的信心冲击而可能造成的潜在损失了。

对于我国“九五”后两年外债规模,我们认为应持谨慎态度。从前文偿债指标分析,偿债率在债务危机中扮演了更为重要的角色。最近无偿债困难的国家偿债率在5.7—7.3%左右,而我国大部分年份均高于这些国家,如果我国外债增长过快,再加上人民币的坚挺,对外贸易(主要是出口)增长趋缓的话,这一指标就不容乐观了。然而,从我国外债以100亿美元左右的速度增长来看,偿债率呈逐年下降趋势,我们认为这个增速是可以接受的。

(二)外债结构政策

从资金来源结构来看,我们应积极争取外国政府贷款和国际金融组织贷款,虽然增长空间有限,但达到20%还是有可能的。对国际商业贷款要严格审批,由于发行国际债券的诸多优越性,尤其在改善汇率风险方面具有其他各种贷款不可比拟的优势,其国际商业贷款中的比重应达到20%左右。

从期限结构来看,我国目前的外债偿还期限结构还是比较合理的,短期债务一直呈下降趋势。但要注意的是,债务的还本付息时间不能过分集中。

从利率结构来看,我国外债仍应以固定利率债务为主,这对于准确测算我国的外债规模和外债负担是有利的;同时也有利于避免因利率上扬带来的潜在损失。

从币种结构来看,随着中国外债规模的扩大,汇率的变化对外债余额和还本付息额影响也越来越大。中国的外汇储备已达到了1400亿美元,汇率的变化将对它产生重大影响。由于外债的偿还通常要以外币偿还,所以如何安排外债和外汇储备的币种组合变得非常重要。

1. 调整储备币种结构

选择何种货币作为储备货币主要取决于下列因素:(1)一国对外贸易和其他金融性支付所使用的币种,需要考虑进出口商品的来源流向和数量,以及贸易伙伴国之间的支付惯例。在世界进出口贸易中,美元是最主要的结算和计价货币(占60%),美国已成为我国的第二大贸易伙伴。(2)一国外债的币种构成,需考虑本国取得国际金融机构和政府贷款的币种构成,以何种货币发行国际债券。(3)国际货币体系中主要货币的地位,其市场的深度、广度和弹性。目前美元仍然毫无争议处于主导地位,而且至90年代摆脱经济衰退以来,经济保持了良好的增长势头。1999年1月1日欧元正式引入,欧洲中央银行也随即开始运作,必将扮演国际货币中的重要角色。但据国内研究人员提供的数据:在外汇市场上,欧元核算占25%,大于马克的37%,但小于欧元之和的70%;在国际贸易中,欧元核算量占25%,大于马克的17%,与现在的马克相当,但小于欧元之和的20%;在全球私人储备中,欧元占14%,小于马克,只相当于欧元之和的50%。由于欧元的诞生是 $1+1<2$ 的关系,这样欧元出现后不仅不会削弱美元的国际地位,反

而会将其增强。当然,随着欧元的日益稳定,欧元的地位将上升。(4)储备货币汇率与利率的比较,以及收益率之间的比较,做到储备货币的保值、升值。从目前美国的经济强势看,美元收益率要高于其他货币。从以上几个方面看,美元无疑仍应成为我国储备的主要币种。而日元由于其国内经济形势不好,对日本政府恢复经济信心不足,已经贬值到1:140左右,而且尚无上升的势头。综合考虑以上各种因素,我们认为近期内不宜调高日元的比重,美元储备应占总储备的60—70%左右,日元占20%左右,余下为其他币种,随着日本经济的恢复和欧元的稳定,应逐步增加其比重。

2. 调整债务结构

债务结构应随着中国的出口收汇及进口用汇情况的改变而作相应调整。与外汇储备相适应,日元债务比重应逐年下降至20%左右。但在实际情况下,结算货币的比例变化是随时发生的,而债务比例的变化有时要经过几年、甚至十几年的时间才能实现。90年代以来,中国一直在做这方面的努力,但日元债务比例一直徘徊在27%左右(见表4)。这一比例仍高于结算货币的相应比例,汇率风险依然存在。

3. 适时开展人民币与外币的远期业务

目前人民币汇率基本稳定,且经常有升值可能,所以开展此项业务时机已经成熟。企业可以根据还款计划,通过金融机构将未来的还本付息金额固定为人民币或某种外币,以避免汇率风险。

表4 我国日元外债余额比重表

年度	1991	1992	1993	1994	1995
日元外债余额(亿美元)	168.3	175.9	213.9	270.7	287.9
占外债余额比重	27.8	26.4	27.2	28.7	27.0

资料来源:《'95中国外债报告》

(三)我国今后三年内、外债政策的协调配合

国家举债的根本目的就是为了弥补国内建设资金不足,推动经济高速、健康发展。而国家债务收入(无论是外债还是内债)的投向主要是用于基础设施的建设和缓解“瓶颈”制约的行业,尤其在我国目前的税收收入仅能维持“吃饭财政”的局面下,债务收入对产业结构的调整就具有更重要的作用。在这方面,内、外债功能重合,为了更有效率的使用资金,我们应当加强内、外债的协调配合。

内外债政策协调配合的关键在于总量与结构上的配合。总量上协调配合也就是在适度国债总规模的前提下,确定内外债的合理比例问题。一个国家的偿债能力总是有限的,内债多了,外债自然要少一点。因此在总量的比例确定上一方面要考虑内、外债原有的规模基数,确保两者的合理增长比例;另一方面又必须考虑两者对国民经济增长的不同影响效果。当内债的使用效率大于外债时,要适当增加内债的比重,而当外债的引进对技术的改进、管理水平的提高以及国民经济的增长更有效用时,可适当调整借用外债的额度,从而在总量合理的限度内保证我国内外债务对国民经济增长的促进作用。

从结构上看,两者的配合主要在于使用结构和偿债期限结构的配合。在使用结构上,外债对内资的配套需求主要取决于两个方面:一是外债项目本身所需要的配套资本;其二是外债流入后产生的货币供给效应而对国内资本产生诱导需求,即外债的流入会相应提高一国经济发

展中的投资开发能力,从而导致国内经济发展对货币需求的增加。比如,世界银行贷款项目要求东道国配套资金占到70%。近年来,部分借用国际贷款项目的国内配套资金严重不足,有的虽已签约,但无法开工;有的中途停工,无法按计划进度实施。国内配套资金不足,还直接影响到借用国外贷款后续项目的签约和谈判。因此,对已签约、生效的项目,要抓紧落实各项建设条件,配套内资要及时到位。对新提出的借用国外贷款项目,应严格审查国内配套资金的落实情况。对国内配套资金不落实、建设条件不充分、审批手续不完备的项目,不得对外签约。同时,还要做好对外谈判签约和国内审批进度的衔接。在制定外债计划时,要充分考虑与国家财政货币政策之间的协调,防止造成扩大国家财政支出和货币投放的压力;另一方面,对于确实需要上的外债项目,则要落实配套资金和配套设施,财政、信贷方面要给予足够的资金支持和政策支持。如财政方面,除保证必要的配套投入外,为减轻财政支出的负担,国家可利用财政税收政策倾斜,来推行国家的政策意图,如运用税收优惠政策引导外债投向中西部地区和基础设施、基础工业、高新技术行业等国家鼓励发展的地区和行业;对于银行信贷支持,也要突出国家适度从紧、结构性调整的货币政策,保证重点项目配套资金的到位。在期限结构上,关键在于从内外债的总体上来把握,错开偿债高峰的到来,避免内、外债偿还期限的过分集中,诱发债务危机,维护我国的债信状况,同时也可以使我国债务规模不会因期限结构的不合理而波动。

参考文献:

- 夏锦良:《公债经济学》,中国财经出版社1991年4月版。
邓子基、张馨、王开国:《公债经济学》,中国财经出版社1990年版。
杨大楷:《国债论》,上海三联书店1995年1月第1版。
高坚:《中国国债—国债的理论与实务》,经济科学出版社1995年5月版。
《95'中国外债发展报告》,中国财政经济出版社1997年版。
甄炳禧:《债务:第三世界的桎梏》,世界知识出版社1991年8月版。
唐思宁:《外债系统分析及应用研究》,中国人民大学出版社1995年2月版。
尚平顺、严彩郡:《中国外汇体制改革理论与实践》,中国经济出版社1995年8月版。
张玮、刘利:《中国债务问题研究》,中国金融出版社1995年11月版。

(作者单位:上海财经大学硕士研究生;单位邮编:200083)

孙铮的《物价变动会计理论与实务》获奖

本校会计学院博士研究生导师孙铮教授的学术专著《物价变动会计理论与实务》(立信会计出版社出版)一书问世后,受到会计学界的重视和好评。该书由我国著名会计学家姜尔行教授作序,序文认为全书有四大特色,一是理论与实务并举,二是立足本国进行研究,三是面向世界进行研究,四是内容丰富。该书对于我国物价变动会计的研究评述尤为深刻,对国外物价变动会计也作了详尽的评价与分析,是作者多年来关于物价变动会计研究的一份可贵成果。孙铮教授这部专著继他的《股份有限公司财务会计》(立信版)一书获得上海发展汽车工业教育基金优秀著作奖(一万元)以后,再一次荣获这一奖项。

(朱百鸣)