



基于存流量方法的欧美债务危机 对我国影响研究

叶永刚 吴 为

摘 要: 2007 年起,美国次贷危机及欧洲主权债务危机相继爆发,世界经济发展陷入低迷。我国家户部门受欧美债务危机影响并不显著,但因外需下降,我国出口产业受到冲击,外汇储备增速明显放缓,公共部门资产及企业部门盈利能力有所下降。同时,我国金融部门受美国次贷危机影响要大于受欧债危机。

关键词: 宏观金融工程;宏观资产负债表;欧美债务危机

一、引 言

2007 年 8 月,以美国次贷危机开始,影响全球的金融危机爆发,世界经济陷入低迷,一些国家开始在金融危机期间出现政府资产负债表严重恶化的情况,使得金融危机的影响进一步扩大。随着冰岛、迪拜政府相继出现债务危机,受巨额财政赤字影响,希腊政府主权信用评级由 A 一下降为 BBB+,随后,爱尔兰、西班牙、葡萄牙、意大利等国家纷纷出现主权债务危机,欧洲主权债务危机开始全面爆发,而美国、日本、英国等国家也存在主权债务危机爆发的风险。2010 年,欧洲大部分国家相继推出紧缩性的财政政策,欧洲央行也开始实施一系列超宽松货币政策,但由于债务危机的深层原因在于国家资产负债结构所带来的信用脆弱性,欧洲主权债务危机的恶化趋势并没有得到根本性的改变。欧美债务危机愈演愈烈,对全球经济复苏造成了较为严重的阻碍。

国内外学者从不同角度对欧美债务危机进行了一系列研究,Candelon 与 Palm 运用标准资产负债表的方法对银行危机和政府债务危机间的潜在联系进行了研究(Bertrand Candelon & Franz C. Palm, 2010: 81),从财务角度说明了政府债务危机是美国金融危机的延续和深化;姚玲指出在欧债危机在短期内对中欧双边贸易具有负面影响,但在长期仍具有进一步发展经贸合作的空间(姚玲, 2011: 29);秦焕梅、陈学彬认为政府财政赤字和国债余额急剧上升是美国发生债务危机的主要原因,而欧元区国家发生债务危机的深层次原因在于其国家经济结构和产业发展比例严重失衡(秦焕梅、陈学彬, 2012: 87);霍建国在分析了欧美债务危机的演变及趋势的基础上,认为其会加剧我国外需减弱问题、减少我国对欧盟进出口贸易、使我国与美国双边贸易发生结构性变化(霍建国, 2011: 36)。

二、宏观金融工程框架下的存流量分析

(一) 宏观资产负债表方法

宏观资产负债表,是在宏观金融工程思想下,通过将一个经济体(区域、国家、经济联盟等)分为公共部门、金融部门、企业部门以及家户部门共四大部门,并在此基础上对各部

门的资产及负债情况进行加总,从而得到关于该经济体在某一时刻四大部门的资产负债指标的报表(叶永刚、宋凌峰、张培,2012:61)。结合宏观金融工程的思想,本文中对于宏观资产负债表的研究主要从公共部门、金融部门、企业部门以及家户部门四个方面着手。

(二) 宏观资产负债表的存量分析

1. 宏观资产负债表的存量分析。资产负债表是反映企业某一特定日期资产、负债、所有者权益等财务状况的会计报表,宏观金融经济学研究定义宏观资产负债表为反映一个地区、一个国家或一个经济体在某一特定日期资产、负债、所有者权益等财务状况的会计报表。从上述定义可知,资产负债表在微观和宏观层面,反应的都是经济主体在某一特定日期的资产、负债以及所有者权益的存量。
2. 宏观资产负债表的流量分析。宏观资产负债表所体现的流量分析主要体现为两张宏观资产负债表之差,即两个不同时点间宏观资产负债表之差。通过编制不同时间的宏观资产负债表,能将不同时间的资产负债存量转化为流量,从而利用宏观资产负债表对经济主体进行流量分析。此外,利用账面资产负债表进一步编制的或有权益资产负债表,能表明在同一时点上账面价值的资产负债表和市场价值的资产负债表之差,由于账面价值的资产负债表只反映资产、负债的历史状况,而市场价值的资产负债表能将每天的市场信息反映到资产负债表中,进而体现出对于特定价格损益的预测。宏观资产负债表方法的流量分析反映了对资产负债价格变动的预期,从而将存量的静态方法动态化。

三、欧美债务危机对我国影响的实证分析

(一) 数据说明

本文中关于中美欧三方宏观资产负债表及相关流量表的编制涉及到较多数据,其中部分数据直接通过相关统计网站或数据库搜集所得,将在后文结果分析部分分别说明,而关于中国宏观资产负债表的编制则运用了《宏观金融工程:理论卷》中所述的方法,表 1—4 为中国四部门数据编制结果及数据来源说明。

表 1 2007—2012 年中国公共部门资产负债表 单位:亿元

		2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
中央 银行 资产	国外资产	124825.2	162543.5	185333	215419.6	237898.1	241417
	外汇	115168.7	149624.3	166460.9	206766.7	232388.7	236670
	黄金	337.24	337.24	669.84	669.84	669.8	670
	其他国外资产	9319.23	12582.02	9508.57	7983.06	4839.5	4077
	对存款货币银行债权	7862.8	8432.5	7161.92	9485.7	10247.5	16701
	对非货币金融机构债权	12972.34	11852.66	11530.15	11325.81	10644	10039
	对非金融部门债权	63.59	44.12	43.96	24.99	25	25
	其他资产	7098.18	8027.2	7799.46	7597.67	6763.3	11042
政府	国有净资产	200585.4	227495.6	267916.5	311794.6	360589.1	415760.4
	经营性资产	144595.6	166210.8	198720.3	234171.1	272991	319754.7
	非经营性资产	55989.83	61284.82	69196.18	77623.51	87598.14	96005.68
	土地	373426.9	386870.3	407761.3	483197.1	515232.3	533919.4
	公共部门资产合计	726834.4	805265.9	887546.2	1038845	1141399	1228904
中央 银行 负债	储备货币	101545.4	129222.3	143985	185311.1	224641.8	252345.2
	发行货币	32971.58	37115.76	41555.8	48646.02	55850.1	60645.97
	对金融机构负债	68415.86	92106.57	102429.2	136665.06	168792	191699.2
	准备金存款	68094.84	91894.72	102280.7	136480.9	168791.7	191699.2
	非金融机构存款	157.96	591.2	625	657	908.37	1348.85
	债券	34469.13	45779.83	42064.21	40497.23	23336.7	13880
	国外负债	947.28	732.59	761.72	720.08	2699.4	1464.24
	自有资金	219.75	219.75	219.75	219.75	219.8	219.75
	其他(净)	14837.14	13586.45	18648.64	7592.23	6438	4525.91

政府	外债(Y)	607.26	472.22	500.73	560.14	633.71	817.79
	内债(Y)	51467.39	52799.32	59736.95	66987.97	71410.8	76747.91
	公共部门负债合计	204093.4	242812.5	265917	301888.5	329380.2	350000.8
	公共部门所有者权益合计	522741.1	562453.4	621629.2	736957	812019.1	878903

数据来源:中国人民银行网站、中国国家外汇管理局网站、中国地价网、《中国会计年鉴 2008—2013》、《中国统计年鉴 2008—2013》。

表 2 2007—2013 年中国上市金融部门资产负债简表单位:亿元

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
总资产	320851.5	372151.9271	471718.5	677320.8	800760.1054	927657.4114	1030174.655
流动资产	76907.29	93494.87718	110598.7	173397.3	232342.2307	277350.6203	290828.4587
非流动资产	243944.2	278657.0499	361119.8	503923.5	568417.8746	650306.7911	739346.1959
总负债	297312.4	346950.3288	441147.6	632627.8	747266.6035	864034.7361	958087.2504
流动负债	289231.6	338536.9746	430640.3	618563.3	727303.3511	836204.2722	922841.5116
长期负债	8080.739	8413.354201	10507.37	14064.48	19963.25236	27830.46391	35245.73877
总权益	23539.11	25201.59828	30570.86	44693.08	53493.50189	63622.67528	72087.4042

数据来源:国泰安数据库(CSMAR 中国上市公司财务报表数据库)。

表 3 2007—2013 年中国上市企业部门资产负债简表单位:亿元

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
总资产	91012.14	112103.8537	143331.4	180441.2	222476.2942	259077.6161	293357.8443
流动资产	37626.7	45588.95993	62365.37	84831.86	109066.8869	125772.0991	143242.2981
非流动资产	53385.43	66514.89372	80966.05	95609.39	113409.4073	133305.517	150115.5462
总负债	47525.83	61000.76821	82532.49	104638.3	132649.4063	157129.8413	180056.5836
流动负债	35043.14	44016.94753	57751.66	74009.21	95796.40766	112346.8603	129082.8876
长期负债	12482.7	16983.82068	24780.83	30629.12	36852.99865	44782.98099	50973.69592
总权益	43486.3	51103.08544	60798.93	75802.92	89826.88789	101947.7748	113301.2607

数据来源:国泰安数据库(CSMAR 中国上市公司财务报表数据库)。

表 4 2007—2011 年中国住户部门资产负债简表单位:亿元

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
总资产	940958	965053	1202375	1366683	1622450
非金融资产	605463	622183	791506	871851	1044416
金融资产	335495	342870	410869	494832	578034
总负债	50652	57058	81787	112542	136012
净资产	890306	907995	1120588	1254141	1486438

数据来源:wind 咨询金融终端。

(二) 实证结果分析

从实证结果来看,虽然住户部门资产负债规模在我国四部门中处于较高水平,但由于我国金融产品发展的程度同欧美国家相比尚不发达,居民利用金融产品的意识和程度还不高,因此住户部门受欧美债务危机的影响并不显著。下面主要从公共部门、金融部门及上市部门分析我国受欧美债务危机的影响:

1. 从公共部门资产负债来看,欧美债务危机减缓了我国外汇储备一直保持的高增长趋势,并使得我国国际收支的“双顺差”逐步向“一顺一逆”进行调整。

图 1 所示为我国公共部门资产中所持外汇储备规模的变动情况我国 2001 年加入世贸组织后,每年在国际贸易中均保持了高额的贸易盈余受人民币升值预期所影响而大量进入我国的投机“热钱”也进一步推动了我国外汇储备的高速增长。2006 年 1 月,我国外汇储备为 8451.8 亿美元,到 2014 年 9 月时达到 38877 亿美元,增长速度远远超过国家生产总值。应注意到,图 1 中外汇储备增长的趋势分别在 2008 年与 2012 年出现明显放缓。

随着欧美债务危机对于我国实体经济影响程度的逐渐加深,我国外汇储备规模的增长速度也出现

明显下降,这主要是欧美债务危机冲击我国外贸出口所引起。美国和欧盟是我国在国际贸易活动中最重要的贸易伙伴,同时也是我国最大的进出口市场,欧美债务危机在使美国和欧盟本国经济陷入低迷的同时,也通过贸易传导渠道,对全球经济发展造成了冲击。图2、图3为2006年以来我国对美国及欧盟的出口总额及增速变化,除去周期性变动外,可以看到在2006年至2007年、2010至2011年两个阶段,我国出口额均保持了较高的增长趋势,其月平均增长幅度高于2%,而2008年和2011年,我国对美国及欧盟的出口额增速出现明显下降,月平均增长幅度低于1%。

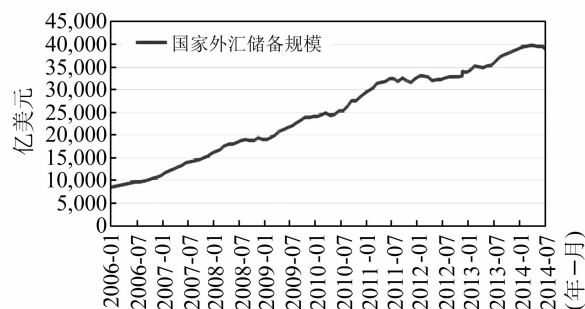


图1 中国国家外汇储备规模

数据来源：中国国家外汇管理局网站。

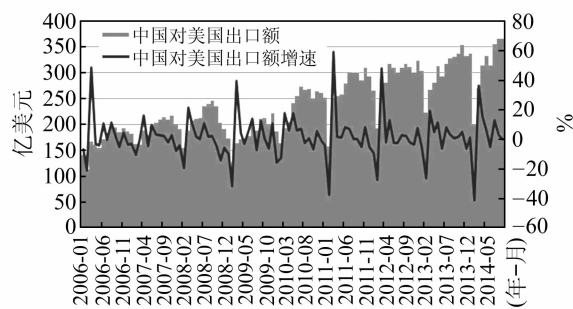


图2 中国对美国出口额及增速

数据来源：wind 资讯金融终端。

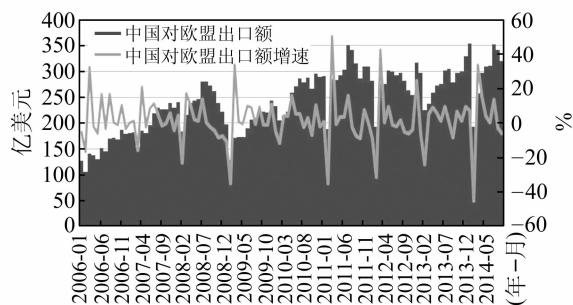


图3 中国对欧盟出口额及增速

数据来源：wind 资讯金融终端。

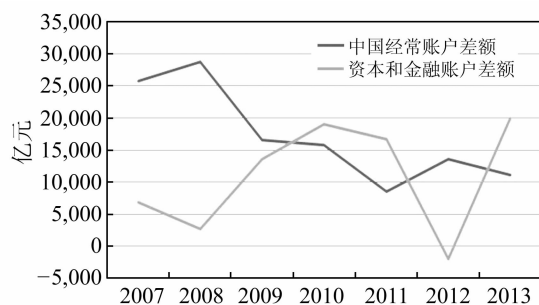


图4 中国经常账户及资本和金融账户差额

数据来源：中国国家外汇管理局网站。

从我国国际收支平衡表中的账户数据更易看出我国国际贸易中的变化,图4为2007—2013年我国经常账户差额、资本和金融账户差额,其中经常账户差额自2007年以来呈现整体下降趋势,而资本和金融账户差额则仅在欧美债务危机发生期间明显下滑,出现1999年以来首次经常账户顺差、资本和金融账户逆差的状态。

受欧美债务危机影响,世界主要国家经济发展速度有所放缓,其进口规模及对外投资规模出现不同程度下滑,我国作为全球重要的进出口和投资大国,其影响表现在国际收支平衡表中经常账户差额、资本和金融账户差额的减少,一定程度上遏制了我国近年来高速增长的外汇储备规模。

2. 从上市金融部门来看,美国次贷危机与欧洲主权债务危机对我国金融机构的影响有所差异,这主要是由我国金融资产结构的特点所决定的。

图5、6反映的是我国上市金融部门账面资产负债及或有资产负债状况,所选取的研究对象为在我国沪深上市的46家金融机构。2007年末,我国上市金融部门账面资产负债率达92.66%,为近几年最低水平,到2010年第二季度时达到最高点94.08%,而在此期间,或有资产负债率也从2008年第一季度的78.23%上升至2010年第二季度的89.99%;而在欧债危机发生期间,我国上市金融部门账面资产负债率呈现缓慢下降趋势,其或有资产负债率也仅出现小幅度上升。

欧美债务危机对我国上市金融部门影响的差异在于我国的外汇储备中,美元资产所占比例相对较高。图7为2000年以来我国所持有的美国国债规模及其占外汇储备比率,尽管从2010年来,我国持有美国国债的增长速度有明显放缓,但其占我国外汇储备比例仍保持在30%以上的水平,这也是由于美

元在全球贸易结算中一直处于统治地位所造成的。此外,作为全球债券中最主要的固定收益产品之一,美国金融机构的次级抵押债券在我国金融机构资产投资组合中广泛存在,以雷曼兄弟公司债券为例,截至 2008 年 9 月 20 日,我国共有 7 家中资银行对其进行贷款或持有其债券,总债务规模达 7.22 亿美元,随着雷曼兄弟公司的破产,其资产处理过程将对我国金融机构产生长远影响。

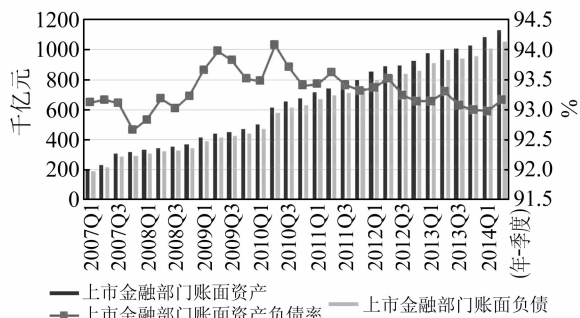


图 5 中国上市金融部门账面资产负债

数据来源:国泰安数据库(CSMAR 中国上市公司财务报表数据库)。

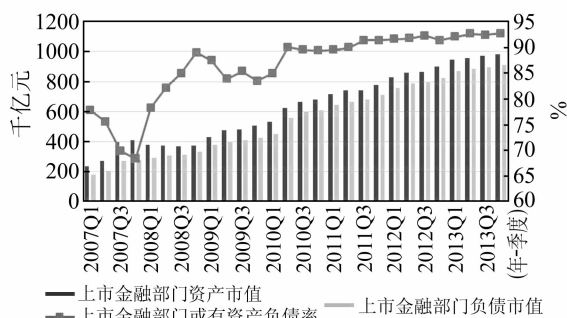


图 6 中国上市金融部门或有资产负债

数据来源:国泰安数据库(CSMAR 中国上市公司财务报表数据库)。

3. 从上市企业部门来看,欧美债务危机主要是通过国际贸易渠道进行风险传递,即受债务危机影响而使全球经济发展放缓,从而对我国出口产业造成影响。

我国正处于贸易结构转型的关键时期,出口在我国 GDP 中仍占有较大比重,随着欧美债务危机在全球的传递,西方国家普遍出现高通胀和高失业率的现象,内需低迷,造成我国外需下降,削弱了我国企业部门的盈利能力。此外,受欧美债务危机影响,汇率市场对美元及欧元普遍持看空态度,随着欧盟、美国及日本纷纷出台量化宽松的货币政策,人民币在国际外汇市场中的升值压力不断加大,如图 8 所示人民币兑美元及人民币兑欧元的汇率从 2007 年以来一直呈下降趋势,一方面抬高了我国出口产品的相对价格,同时还容易造成国际热钱大量涌入,不利于我国汇率市场的稳定。

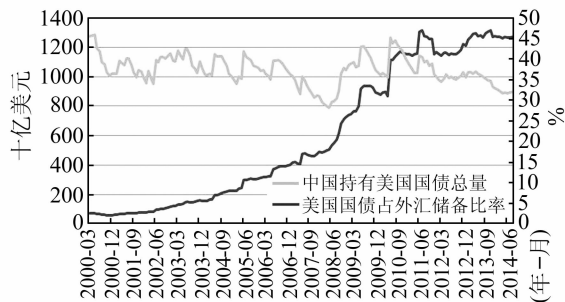


图 7 中国持有美国国债总量及其占外汇储备比

数据来源:wind 资讯金融终端,中国国家外汇管理局网站。

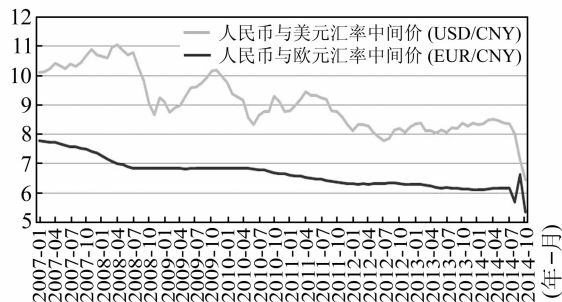


图 8 人民币与美元、欧元汇率中间价

数据来源:中国国家外汇管理局网站。

外需下降和人民币升值压力对于我国出口产品造成了较大影响,图 9 所示为我国上市金融部门净利润率,所选取的研究对象为在沪深上市的 2064 家企业。2007 年第四季度,我国上市企业净利润率达到高峰 8.21%,随着美国次贷危机的爆发,该指标在 2008 年第四季度降低至 4.99%,并在短暂的回升后,从 2010 年开始又呈现出持续的下降趋势,最终保持在 5% 的水平上下波动。

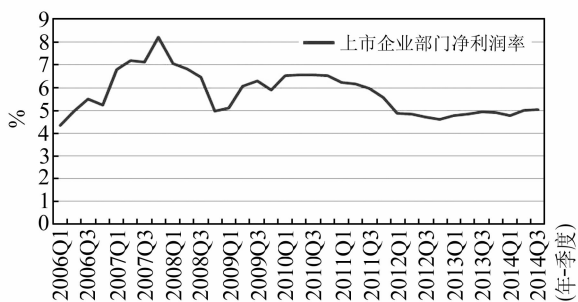


图 9 中国上市企业部门净利润率

数据来源:国泰安数据库(CSMAR 中国上市公司财务报表数据库)。

四、结论及建议

从实证结果看,由于欧美债务危机导致外需下降,我国外汇储备及出口产业均受到冲击,出现不同程度的增速下滑,我国公共部门资产及企业部门盈利能力有所下降;而由于美元的主导地位,我国金融部门受美国次贷危机中影响比欧洲主权债务危机更大;但我国家户部门受欧美债务危机的影响并不显著。

欧美债务危机的风险仍在全球蔓延,结合研究结果,本文提出几点应对建议:

第一,我国应加大推进外汇储备多元化的力度。欧美国家在应对债务危机期间,通过多次量化宽松政策造成我国外汇储备中的美元、欧元资产大幅贬值,针对我国巨额的外汇储备,我国应进一步开拓其他外资投资渠道,在维持我国外汇储备收益能力的情况下,加强我国抵御国际经济波动的能力。

第二,加强我国金融机构的风险防范能力。一方面,应加强对我国金融机构,特别是银行业的监管,增强银行风险管理的内生机制;另一方面,加快金融机构改革,在提高银行业金融创新能力、鼓励并购海外资产的同时,逐步减少存贷收入在银行收入中的比例,拓展银行表外理财业务。

第三,我国应加快经济增长方式,加强经济结构调整。我国应增强市场对资源配置的主导作用,引导企业提高自主创新能力与产业机构调整,增强我国出口产品的技术含量与竞争力;此外,在注重外需的同时,还应以扩大内需为核心,增强国内消费对于工业增长的拉动作用。

参考文献:

[1] 霍建国(2011). 欧美债务危机对中国对外贸易的影响及对策. 国际贸易, 8.
[2] 秦焕梅、陈学彬(2012). 欧美债务危机对中国经济的影响. 国际经济合作, 4.
[3] 姚 铃(2011). 2010 年中欧经贸关系回顾及对策建议. 国际经济合作, 3.
[4] 叶永刚、宋凌峰、张 培(2012), 宏观金融工程: 理论卷. 北京: 人民出版社.
[5] Bertrand Candelon & Franz C. Palm(2010). Banking and Debt Crises in Europe: The Dangerous Liaisons? *DE Economist*, 158.

The Influence of Debt Crisis in Europe and the United States on China Based on the Method of Stock and Flow

Ye Yonggang (Wuhan University)

Wu Wei (Wuhan University)

Abstract: As the debt crisis in Europe and the United States, the world economy had faltered since 2007. While the influence of the crisis to China's households was not significant, due to the decline in external demand brought by the crisis, either China's foreign-exchange reserves or export industry was affected, thus the growth rate of public sectors assets as well as the profitability of corporate sectors both decreased. Besides, the influence of the U. S. subprime crisis to China's financial sectors was more significant than that from the European sovereign debt crisis.

Key words: macro financial engineering; macro balance sheet; debt crisis in Europe and America

■作者地址: 叶永刚, 武汉大学经济与管理学院; 湖北 武汉 430072。Email: w831w@126.com。

吴 为, 武汉大学经济与管理学院; 湖北 武汉 430072。

■基金项目: 教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目(12JZD029)

■责任编辑: 刘金波

