



# 控制债务

伊曼纽尔·巴尔达西、桑吉维·古普塔、卡洛斯·暮拉斯-格拉纳多斯

在应对“大衰退”余波的过程中，决策者必须考虑到各种紧缩性政策

始于2008年的那场严重的金融危机重创了世界经济，导致产出大幅下降，经济前景也变得扑朔迷离。这场危机同样损伤了许多经济体的公共财政状况。从全球债务的大量积聚中，我们可以看到这种负面影响，而且其在发达经济体比新兴市场经济体体现得更为明显。

发达经济体的公共债务预计于2015年年底平均将达到GDP的1.08倍。这比2007年年末危机前的水平高出约35个百分点。二战以后，这些国家还是第一次面临如此之高的债务水平（见科塔雷利和沙赫特，2010年），这在很大程度上反映了资产价格泡沫破灭之后，政

府收入的永久损失、更低的潜在产出，以及政府的反周期财政刺激措施。对于此类国家而言，公共债务在危机前就开始上升，这主要是因为政府支出的增加。但在全球衰退之后，债务的上升变得迅猛，而且规模巨大，某些国家的借贷已经到了战时水平。

在缺乏政策变革的情况下，发达经济体的财政状况预计将变得更糟。人口老龄化可能会给医疗保健和养老金支出带来不断增大的压力（IMF，2010年）。发达经济体将无法改变这种局势，即便它们寻求实施旨在削减债务负担的政策（财政整顿）。

在新兴经济体，危机的影响较为温和，而且其财政状况也要比发达经济体强劲（也有例外，比如中东欧经济体）。但是新兴经济体承担债务的能力较弱，因为其提升财政收入的手段更加有限（例如，它们庞大的非正规部门逃避税收），而且它们的税基也比发达经济体的波动性更大。新兴经济体依旧会遭受发达主权国家债务问题的溢出效应，而且其在为即将到期的现存债务进行再融资时可能会面临某些问题。

## 危机促使债务积累

金融危机尾声时，高企的公共债务水平早有先例。研究表明，银行业危机对发达和新兴市场经济体的财政状况均有重大影响。例如，罗格夫和莱因哈特（2009年）发现，在由不同历史时间段组成的样本中，政府债务在银行业危机之后的三年里平均上升86%；莱文和瓦伦西亚（2008年）公布的数据表明，在过去30年中，银行业危机的平均财政成本接近GDP的15%。此外，公共债务与GDP比率在这些时间段中平均上升约40个百分点（见巴尔达西、古普塔、暮拉斯-格拉纳多斯，2009年）。

但史无前例的是，在本次危机中，许多国家——那些在全球产出中占据最大份额的国家——在脆弱的全球经济环境（这意味着高度的不确定性）中积聚了大量政府债务，这会带来重大问题，原因有四。

第一，高债务水平增加了主权风险，提高了主权借贷的成本。第二，高债务会限制政府将财政政策作为反周期工具（例如，作为危机袭来时的政策工具）的能力。第三，高债务导致的高利率对产出增长和生产率具有负面影响。第四，在部分大型经济体的汇率无法贬值且扩张性财政政策空间有限的情况下，各国同时采取财政紧缩措施的需要可能会危及全球的总需求。

## 重塑债务稳定性

那么，这些国家将如何降低其债务与GDP比率呢？它们既可以实施新的财政收入和/或支出措施，以削减财政赤字，或者采取促进增长的措施；抑或双管齐下。主要财政收支（不计算利率成本的财政收支）的改善可以减少新的借贷，并有助于降低债务存量。更高的产出增长率有助于从两个方面改善整体财政状况：提高财政收入以及降低支出与GDP比率。

但是，在最近的财政危机之后，降低公共债务可能将充满挑战。在过去20年中，发达和新兴经济体都实施了足以将债务降至审慎水平的调整，但本次的财政整顿必须在全球性风险更高、市场更混乱、需求

更低迷的环境中进行。另外，如果各国开始财政整顿，则支撑增长的货币政策的适用范围将受到限制，因为许多发达经济体的政策利率很低。而且决策者将发现其难于运用汇率政策提高竞争性，因为其他许多国家此时同样需要进行财政整顿。

为了保证财政的可持续性，理想的债务水平是多少呢？这是个难以回答的问题：制定目标时必须考虑关于可持续债务的具体国情，包括财政政策、人口变化趋势、未偿付的津贴以及长期利率和产出率。举例来说，对于那些危机之前的债务与GDP比率较高的国家，回到危机前的债务水平可能不足以解决问题。一个广泛采用的方法是设置特定的债务与GDP比率临界值，发达经济体的该比率为60%，新兴经济体为40%——这反映出后者感知的风险更高。对发达经济体来说，债务与GDP比率的60%的目标数值大约是其危机前水平的中值。

当国家遭遇持续时间更长（因此也更严重）的银行业危机时，其很难成功地实现财政整顿。

## 过往的银行业危机

什么因素能够解释危机后的公共债务整顿的成功？为什么有些国家能够比其他国家更快地将其公共债务降至审慎水平呢？

为了回答这些问题，让我们回顾一下1980—2008年间发生在发达和新兴市场经济体、低收入经济体的100次银行业危机（见巴尔达西、古普塔、暮拉斯-格拉纳多斯，2010年）。这一分析聚焦于影响成功的债务削减所需时间的因素。成功的债务削减被定义为债务与GDP比率被降至60%/40%这两个临界值，但是我们同样利用其他临界值来检验结果的真实性。

为了评估债务削减成功的可能性所对应的影响因素，我们首先确定各个成功的债务削减案例的时间。这些时间段被定义为公共债务降至某一水平（以GDP的百分比表示，其低于某一目标临界值）所需的时间。成功的债务整顿所需时间在1—24年之间；其中值大约为10年。

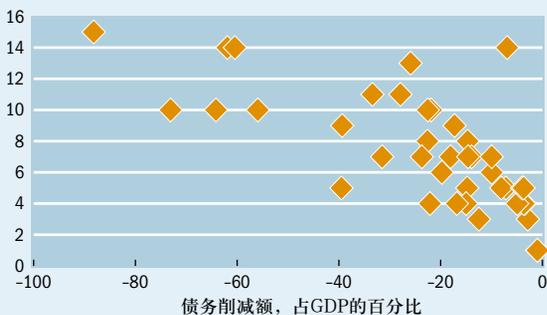
我们接着要解释不同时间段的成功的债务削减所需时间的差异，这基于以下三组变量。首先，我们设定危机的财政成本，采取的方式是纳入调整期之前的银行业危机持续时间，以及危机期间积累的债务规模。

图1

### 这需要时间

金融危机之后，当所需的削减额为GDP的40%或以下时，一国通常需要6—8年来处理政府债务。

(持续期，年)



资料来源：作者的计算。

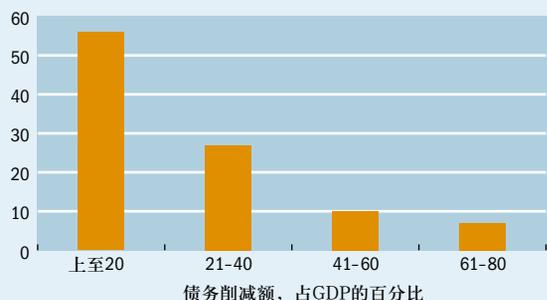
注：平均而言，危机引发的债务堆积将持续两年。

图2

### 难以减债

危机之后，在面临债务上升的国家中，只有17%的债务削减规模达到GDP的40%及以上。

(危机后各国债务削减状况的百分比)



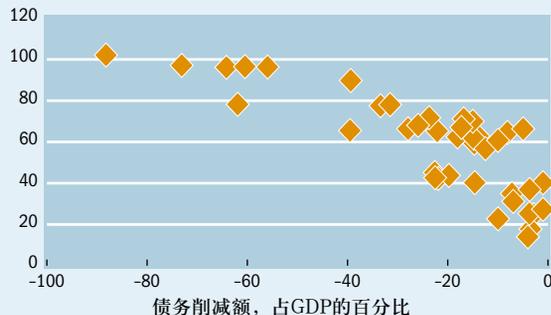
资料来源：作者的计算。

图3

### 当初始状况很糟时

更高的债务削减额主要发生在危机伊始债务与GDP比率较高的国家中。

(危机前的公共债务, 占GDP的百分比)



资料来源：作者的计算。

我们同样设定债务调整的质量（定义为这种调整有多少是属于开支的节省，因为研究表明基于支出的调整更具有可持续性）。不同于其他的研究，我们考虑了财政调整质量和调整规模之间的相互影响，因为对于那些具有大规模调整需求的国家来说，单靠支出的削减可能不足以带来所需的财政整顿。如果想只依靠支出削减实现大规模的财政整顿，政府可能需要采取无效率的储蓄措施（例如，限制公共投资的融资，尽管其可能有助于支撑增长）。这意味着这些国家的调整将需要在削减支出和增加政府收入之间取得平衡——在艰难的危机后债务削减背景下需要检验的关键假设。

我们同样通过纳入私人投资份额、存款利率和预算构成来设定相应的政策。

我们的分析表明，当国家遭遇持续时间更长（因此也更严重）的银行业危机时，其很难成功地实现财政整顿。这凸显出更高的不确定性和永久的产出损失，两者使得财政调整的难度更大，在某些情况下，危机前积聚的大型结构性财政失衡必定会在较弱的经济环境中卷土重来。

降低公共债务需要时间。对于发达经济体来说，通常需要6—8年来削减规模等于本次危机中上升的债务（见图1）。这意味着，为了保持借款人的信心，各国应该持续采取财政调整战略，并且需要在经济条件允许的情况下尽快实施。

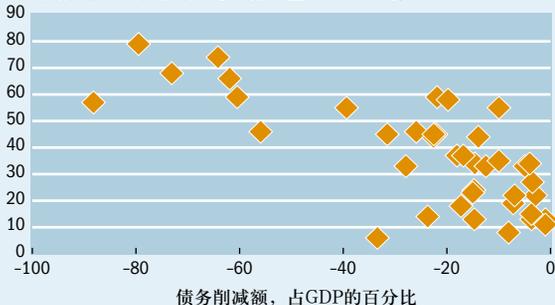
来自过往的危机后债务削减的证据表明，只有12%的国家能够将债务削减至危机前的水平。只有17%的国家的债务削减规模达到GDP的40%及以上（见图2）。这凸显了在危机后环境下进行财政调整的难度。更大的债务削减规模往往代表了更高的初始债务水平，这是因为财政可持续性引发了被迫的预算整顿（见图3）。

图4

### 削减支出很重要

债务削减政策通常在削减当前支出的情况下更容易获得成功。

(当前支出削减额相当于总预算调整额的百分比)



资料来源：作者的计算。

注：总调整额也可以包括长期支出的削减和税收的增加。

## 两条经验

在设计债务整顿战略时，决策者该知晓两个问题。

· 削减低优先级的支出有利于财政调整：当减少当前支出时，债务整顿通常更有可能成功（见图4）。当一国的债务增加与金融危机无关时，这一点同样适用。为什么？因为转移支付（比如养老金、补贴以及其他津贴）和工资的削减减少了非相机抉择支出的压力，此类支出不仅有着随时间增加的趋势，而且同样增加了关于趋势增长的预期。削减这种支出不但能为预算带来短期储蓄，还将限制公共支出增长的势头。

限制与老龄化有关的支出，包括医疗保健和养老金的支出，对减缓人口趋势压力（这种压力将伴随很多国家的财政整顿）起到极为重要的作用。在这方面，津贴改革对“增长优先”这种概念同样有着正面效应。例如，延后退休年龄可以在短期刺激私人消费，有助于减轻财政调整的不利影响，同时保证了养老金体系在中期的融资可靠性。通过将预算组成向增长友好型项目倾斜（可以利用规模提升的基础设施激发中期生产率）增加公共投资的比重，从而提高债务削减成功的几率。

· 增加额外的税收收入也是有必要的：从另一方面讲，削减支出可能对于拥有大规模调整需求的国家是不充分的。与之前关于财政整顿的研究不同，我们发现提高税收是拥有大规模调整需求的国家成功削减债务的关键。这表明我们需要在节省开支和提高财政收入的措施之间找到平衡。财政收入对大规模整顿的贡献和初始的税收与GDP比率是独立的：即便在税收与GDP比率较高的情况下，财政收入改革仍有助于债务的减少。

但是，在设计提高税收的措施时，需要使其不损伤效率，并且要扭扭曲最小化，尤其是在之前税收与GDP之比已经较高的情况下。我们可以通过减少多余税率并扩大税基来简化税收体系，这有助于在增加财政收入的同时转移生产性投入的税收负担。例如，金融部门和碳税收可以有助于改善预算状况，并解决效率问题（见IMF，2010年）。

## 可信的策略

我们的发现强调了可信的财政调整策略的重要性，这些策略锚定了市场关于财政可持续性的预期。缺少可信度的财政政策会扰乱债务削减，并有可能导致关于主权风险增加的预期的自我实现。这就是为何旨在强化财政框架的措施能使面临这些挑战的国家受益。例如，在需要时通过独立的财政机构采取财政规则指导预算政策的制定并改善财政透

明度。

其他政策将强化财政政策方面的努力。

· 当货币政策创造并保持了合适的环境且纳入风险溢价时，债务更有可能降低——对于要摆脱危机并准备消除财政和货币支持的国家而言，这是一条重要经验。

· 有利于增长的结构改革（包括产品和劳动力市场的自由化）不可或缺，而且对于危机后的财政整顿来说更为重要：高增长使得债务的削减更为容易，也更具可持续性。

我们认为，支出和财政收入措施的正确搭配同样有助于降低信用风险溢价并促进增长，还将给经过周期性调整的主要财政收支带来持续的改善。

## 政策含义

削减当前的支出通常更能有利于债务整顿获得成功，但当调整需求很大时，增加税收将带来更具可持续性的债务削减。这表明在避免无效率情况并支持雄心勃勃的财政整顿计划时，我们需要在节省支出和提高财政收入的措施间找到平衡。但是，我们需要谨慎实施提高税收的措施，从而保持经济运营的效率，并将扭曲最小化，在税收已经很高时更应如此。■

伊曼纽尔·巴尔达西（Emanuele Baldacci）是IMF财政事务部副处长、桑吉维·吉普塔（Sanjeev Gupta）是该部门的副主任，卡洛斯·暮拉斯-格拉纳多斯（Carlos Mulas-Granados）是康普顿斯大学的经济学教授、ICEI研究院的研究员，以及西班牙马德里IDEAS基金会的执行董事。

参考文献：

- Baldacci, Emanuele, Sanjeev Gupta, and Carlos Mulas-Granados, 2009, "How Effective Is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises," IMF Working Paper 09/160 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2010, "Restoring Debt Sustainability after Crises: Implications for the Fiscal Mix," IMF Working Paper 10/232 (Washington: International Monetary Fund).
- Cottarelli, Carlo, and Andrea Schaechter, 2010, "Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies," IMF Staff Position Note 10/13 (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 2010, "Fiscal Exit: From Strategy to Implementation," Fiscal Monitor (Washington, November).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: a New Database," IMF Working Paper 08/224 (Washington: International Monetary Fund).
- Rogoff, Kenneth S., and Carmen M. Reinhart, 2009, "The Aftermath of Financial Crises," NBER Working Paper 14656 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).