

# 债券卫士卷土重来

## 市场会再次强制推行财政政策吗？

拉马纳·拉玛斯瓦米



照片：ONUR PINAR PHOTOGRAPHY

债券市场卫士 (Bond Market Vigilantes) 正在消失。它是指那些厌恶财政上肆意挥霍的证券交易者，也包括那些主张小政府的政客。直至2008年，他们对全球财政政策施加的重大影响已长达20年之久，如今却唯恐影响不复存在。近年来，债券市场已经无法将风险溢价——更高的收益率——分配给那些财政政策不可持续的国家。那些支持小政府的传统政治力量也沉寂无声。例如，美国国会中财政鹰派最近的沉默就让更多人感到困惑。

到底发生了什么？发达经济体的经济结构是否已经改变，以适应较之过去规模更大的公共债务？共和党支持充分就业经济中的财政扩张是否反映了某种政治危机，还是表明经济发生了更深层次的变化？债券市场会再次向政府施压吗？厘清这些问题对政策和市场都至关重要。

量化宽松，即央行大规模购买政府债券，从根本上改变了债券和收益率的关系，这并不是多么重大的启示。出现一个新的债券超级买家，毫无疑问会推低收益率。债券收益率对通胀远比对财政可持续性敏感得多，这一点却不太明显。并且，量化宽松并没有像最初设想的那样快速或尽可能地推高通胀。在量化宽松环境下的直接购买债券，购买数量有限致使量化宽松无法推高通胀以及债券收益率对通胀的高度敏感，这三者的组合是保持债券利率多年低迷的强效剂。

低债券收益率彻底改变了债务和赤字的关系。当收益率走低时，可以挤出的无息政府支出更少。这类支出的减少迫使政客们在竞争性的支出目标间做出艰难选择。如果有更多的选择余地，没有理由用支出限制去对抗任何人。这就像是一次免费的午餐，而谴责免费午餐则显得不切实际。支持小政府和平衡预算的政治力量的沉默正反映了这种高债务与低收益的共存。

也可以这样推测，拥护小政府的政客的沉默表明他们对财政政策有着更为深入复杂的理解——在需求不足的经济体中，货币政策不足以拉动经济，需要进行财政扩张以阻止经济继续萎靡不振。因此，我怀疑这样的顿悟可能使那些财政鹰派陷入困境。持续低利率是对财政政策政治转变更具说服力的解释。

关于主权违约的看法转变也在作怪。日本和欧元区的量化宽松经验从根本上改变了如今市场对违约的态度。相比美国而言，日本和意大利面临着更为艰巨的债务可持续性挑战。日本和意大利虽然大不相同，但它们的债务体量都很大，增长都很缓慢，人口老龄化速度也都在不断加快。

## 低债券收益率彻底改变了债务和赤字的关系。

这些都对债务可持续性造成了巨大挑战。

像美国一样，量化宽松在日本和欧元区的既定目标是推高通胀。但是，其意料之外的效果却是将违约溢价逐出债券市场，即使央行极力否认，仍有人认为这才是量化宽松“不可告人的意图”。当一个公共债务占GDP的比率高达240%的国家，就像日本，试图将10年期的债券收益率锁定至接近于零的水平，那么债券市场将难以为违约概率定价。因此，当量化宽松成为央行不可或缺的调整手段时，它从根本上改变了市场对违约的认知，以及对其定价的能力。财政上的肆意挥霍限定了政府的最低开支水平。

正是由于市场无法定价风险溢价，而不是经济结构变化，孳生了几乎没有抵押减值的更高债务水平。政治进程吞噬了所谓的免费午餐。如果还有什么，那可能是发达经济体的经济结构保证了如今较低的债务水平。人口老龄化预示了未来在健康和养老保险等方面的支出会增加，随之而来的还有增长乏力。

量化宽松政策对于科技、全球化和劳动力弱势地位的强有力的反通胀力量进行了分层，使债券卫士无能为力。尽管量化宽松正逐渐从强势的美国经济中退出，但它仍然在日本和欧元区发挥作用。由于低通胀及其提供的隐性财政支持，量化宽松在这两个地区撤出的障碍很大。因此，即使量化宽松已经逐步撤出美国，全球债券市场仍将继续受其影响。

通胀是债券卫士复活的关键。我们并不知道过去20年的结构性通胀减缓趋势还会持续多久。如果全球化走向衰退，那么这一趋势就不太可能持续下去。我们可能处在这样一个拐点，反对自由贸易和劳动力跨境流动相互作用。通过税收激励手段，政策也可能推动更大规模的“回岸生产”，

并使依赖国际供应链的成本企高。

如果通胀减缓的趋势转变为通胀，那么将迫使量化宽松从全球范围内撤出。同时也会剥离隐性财政支持，而这一支持是量化宽松不言而喻但却强大的一个特征。将债券卫士推向灭绝的一连串事件将出现反转。谷歌搜索中将会开始大量出现关于债券卫士的报道，财政鹰派会重新出现在国会的发言席中。随后，政府会经历阵痛，这将对财政政策政治的转变产生深远影响。<sup>FD</sup>

拉马纳·拉玛斯瓦米 (RAMANA RAMASWAMY) 是剑桥大学皇后学院的杰出访问学者。

