



债务洞察

呼吁制定新的财政规则

发达经济体和新兴市场经济体同样需要新的债务可持续性标准

阿米尼奥·弗拉加

2021年圣诞节那天，意大利总理马里奥·德拉吉 (Mario Draghi) 和法国总统埃马纽埃尔·马克龙 (Emmanuel Macron) 在《金融时报》上发表了一篇关于欧盟财政规则改革必要性的评论文章。二人的笔调是乐观的：疫情防控形势良好（从宏观经济角度来看），债务率也不再上升。与此同时，他们提出：为应对气候变化和疫情等关乎人类存亡的重大挑战，必须动员大规模投资，包括公共投资。对此看法，我很难不予赞同。接下来，他们认为必须降低政府债务水平——不过并非通过提高税率、削减社会性支出或进行财政调整等手段。二人单独指出促增长的结构性改革是一个解决方案，制定更好的、不妨碍投资的新财政规则也是一个不错的解决方案。不过，似乎这并不合理。

人们认为，旧的马斯特里赫特规则令人费解且十分复杂。这里暂停一下。在我的印象中，很大程度上，这些废弃已久的规则仅要求两点：债务率低于60%，名义财政赤字不超过GDP的3%。当时，这些规则背后的理念是，各国会将债务和赤字水平维持在这两个限值之下，这样如有需要，它们便能有一定的回旋余地。然而，事与愿违。到2019年，法国的债务率已高达98%，意大利更是达到了135%。新冠疫情暴发以后，二者进一步上升了约20个百分点。原本3%的预算赤字上限在大多数情况下已经被视为下限。

利差收窄

事情何以演变至此？30年前的《马斯特里赫特条约》签署之后，利率随之下跌，犹如圣诞老人从天而降，通过烟囱投掷了一份惊喜大礼。30年前，德国的10年期国债收益率达到了6%以上，而如今已经趋近于零。意大利国债对德国国债的利差一直起伏不定，但目前为136个基点，这无疑近邻效应所致。尽管法国的债务率高于德国43个百分点，但两国之间的利差仍然很低。旧的财政规则早已不合时宜，不妨推陈出新。

此外，虽然新兴市场经济体已经（或本应）受益于充裕的全球流动性，但其所经历的整体情况并不尽如人意。与发达经济体相比，新兴经济体无法获得同样多的融资，即使以本国货币融资也是如此（但与20世纪80年代相比，已经是个可喜的变化），因此积累的债务也

插图: JOEL KIMMEL

少于发达经济体。根据 IMF 最近发布的《财政监测报告》，新兴市场经济体的政府总债务目前平均为 GDP 的 64%，略高于发达经济体水平（122%）的一半。

即使是比较稳定的新兴市场经济体，其债券收益率也比发达经济体高得多。近年来，这些较稳定的新兴市场经济体一度曾包括巴西、印度、印度尼西亚、墨西哥、俄罗斯和南非，而所有这些国家的 10 年期本币债券收益率都在 7% 左右。俄罗斯现在已经达到 8%；其他几个国家处于 7% 或以下，但仍然高于发达经济体。

财政滑坡

在新兴市场经济体中，巴西的债务率相对较高，达到了 83%。其财政滑坡始于 21 世纪头 10 年的后期，经过 2014 年的大规模财政崩溃以后，巴西的财政基本收支从盈余转为赤字，总体变化幅度接近 GDP 的 6 个百分点。巴西自 2015 年以来一直处于基本赤字状态。但与发达经济体实际利率 10 多年来一直处于负区间的状况不同，巴西的通胀挂钩 10 年期国债收益率超过了 5%，比美国通胀保值债券高出了 6%。巴西 10 年期票据的名义收益率超过 10%，与美国国债的利差更大。又加之巴西的人均增长率非常低，其债务动态不容乐观。巴西的债务率在 2014 年还处于 53% 的较低水平，但 2020 年却达到了 89% 的峰值。由于经济衰退导致利率低下，加之通货膨胀又出乎预料的高，如今这一比率回落至 83%。随着现在利率回升，其债务率又将不可持续地向上攀升。

巴西近年来的财政史值得回顾。20 世纪 90 年代，巴西实施了包括调整国家财政结构在内的一系列重大改革，2000 年又颁布了当时广受赞誉的《财政责任法》，尽管政府支出比率不断增长，但巴西此时的财政状况似乎健康且可持续。然而，好景不长。《财政责任法》随后名存实亡，不再具有约束力，只是尚未盖棺定论罢了。从那以后，巴西宪法增加了对政府实际支出的冻结，但是此等举措如今亦是漏洞百出。民众对国家财政制度的信心几乎荡然无存，巴西急需一种全新制度。

四大支柱

IMF 最新发布的《财政监测报告》提出了财政框架的

三个理想要素：“(1) 公共财政的可持续；(2) 可通过酌情采用逆周期财政政策实现稳定经济；(3) 特别是对财政规则而言，需要做到简单易执行。”这份报告还提到了“财政韧性”，我将其列为第四重要的要素。

我在最近的一篇专栏文章中提出了巴西新财政制度的若干支柱：

1. 公共债务的规模应加以调整，以便以合理的成本获得融资（通常处于压力之下），以防需要财政扩张。
2. 应设置基本财政收支，以便债务率在正常时期保持稳定。
3. 如果债务率因某种原因偏离了目标水平，则应调整基本财政收支，逐步将债务率拉回目标水平。
4. 应维持较长的平均债务期限，短期债务的集中度也要有限度。这将符合政府应该有的长远视野，且将降低因融资突然中断而引发类似挤兑的金融或货币危机的风险。

这些支柱能够体现 IMF 推荐的四个要素。它们对发达经济体也是有益的，正如目前所发生的这样。诸如债券利差和增长率等关键参数因国家而异，但相同的逻辑适用于所有国家。

支柱 1 中所述的债务率目标相当主观，取决于经济、政治、制度和历史等若干因素。因此应定期修订支柱 1 和支柱 2 中的目标，但又不能过于频繁，且应在预先宣布的日期进行修订，以便最大程度地减少短期政治诱惑。一个国家宏观经济制度的成败可以通过其长期债务融资成本来合理衡量。然而，即使利率低下之时，亦不可忘记市场存在繁荣 - 萧条的周期变化。正如本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham) (沃伦·巴菲特 (Warren Buffett) 的导师) 的那句著名论断“市场先生是一名躁郁症患者”所言，市场起伏动荡，不可盲目信任，应进行良好的市场风险管理。因此，发达经济体当前的超低利率不应被视为将永久存在。在这种情况下，我认为在四大支柱中，支柱三适应调节功能是最重要的。

如果管理得当，本文设想的财政制度将为发达市场和新兴市场经济体提供一个有韧性且可能持久的稳定之锚。 

阿米尼奥·弗拉加 (ARMINIO FRAGA) 是 GÁVEA INVESTIMENTOS 公司的联合创始人，曾任巴西央行行长。