



物价稳定， 债务可持续

公共债务居高不下之时，物价稳定的重要性更胜从前
里卡多·里斯



21世纪以来，公共债务飙升至历史新高。无论是发达经济体还是新兴市场经济体，在大多数单个国家中，情况皆是如此：2000年以来债务稳步增加，2008年金融危机后突然飙升，2020年新冠疫情暴发初期再创新高。在新冠疫情暴发和各国实施额外的公共支出于支持家庭和企业生存之前，全球公共债务便已经开始增加。美国联邦政府自2001年以来便一直未出现过财政盈余。其公共债务如今已高达30万亿美元，相当于GDP的130%左右，创下了自1791年以来的历史最高纪录。即使是过去为应对战争、自然灾害和主权债务危机而大举借债的国家，如今的借款规模相对于其经济规模而言都超出以往任何时候。

在过去20年里，各国央行在控制通胀方面取得了巨大成功，这似乎并非巧合。自2000年以来，许多国家的物价以接近官方目标的速度保持稳步增长。这个货币政策的黄金时代具有三大特点：一是建立了使央行独立于财政（货币政策与财政政策因而得以分离）的制度安排；二是为货币政策赋予了明确的通胀目标制职能；三是引入了使用多种工具、聚焦不同期限利率的操作策略。低通胀致使公共债务利率走低且保持稳定。其结果是，即使债务本身继续增长，利息支付在政府预算中的份额仍然保持稳定。

然而，随着全球物价飞速上涨，且美国的年度通胀已达到20世纪80年代初以来的最快速度，这个黄金时代是否即将终结？许多新兴市场的利率已经开始上升，是否会引发一系列主权债务危机？哪怕冒着引发社会动荡的风险，政府是否也要恢复财政操守并控制债务？在公共债务居高不下的情况下，货币政策的财政影响如今是否已经大到足以破坏央行的独立性延续？货币政策和财政政策现在必须由单一机构协调吗？当今宏观经济政策中很少有问题的紧迫性能与这些相匹敌。

公共债务的“特殊性”

各国政府维持公共债务的方式有两种。第一

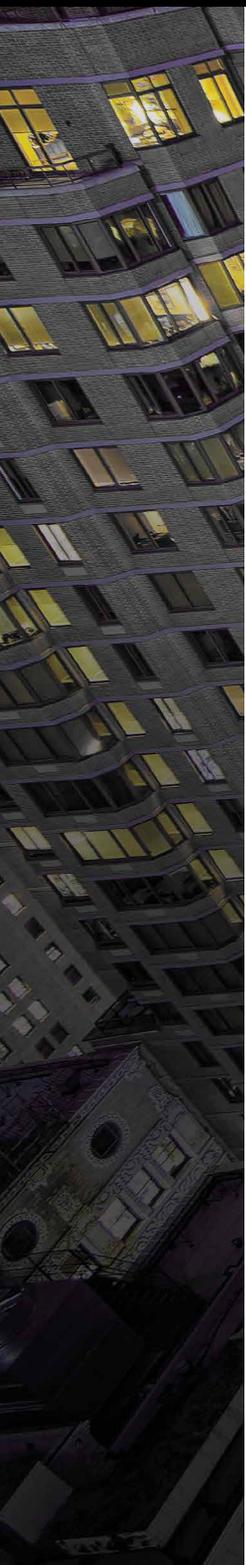
种是确保征税税额高于转移支付和购买支出，以维持未来的基本财政盈余。在整个19世纪和20世纪，公共债务是靠实际和预期盈余来维持的；如果遇到战争或自然灾害，各国政府会收紧公共财政开支。然而，进入21世纪以来，几乎所有发达经济体的财政盈余都微乎其微或者不复存在。美国的预测数据表明，在未来30年内，美国都会存在巨额的财政赤字。大多数欧洲国家提高税收或削减公共服务支出的能力似乎也有限。很难说，针对过去20年的公共债务增加，国会相应提高未来的税收或削减未来的支出。

相反，最近公共债务的增加是以另一种方式维持的。各国政府向投资者借款的利率，已能低于相同投资者的贴现率。这里的“贴现率”是投资者通过在私人部门中开展投资获得的回报率。两种回报之差，意味着政府收取了某种形式的债务收入。换句话说，如果政府用借来的资金投资私人股本，则上述收入便是此等投资的利润。即使政府没有直接这样做，投资回报之差也代表了贷款人的一种机会成本，因此，也代表了借款政府的一种收益——这种收益是通过以当前低利率对债务进行展期来收取。政府只要保持其债务能吸引投资者，满足其对安全性、流动性（或债务能提供的任何其他优势）的需要，此等债务便是可持续的。正是公共债务的这种“特殊性”使其支付的利率如此之低。

一些政府的债务比其他政府的债务更特殊。发达经济体（尤其是美国）政府支付的利率远低于新兴市场经济体。一些国家凭借其良好的声誉和完善的制度，能够最大限度地增加债务收入，无论是在新冠疫情暴发之前还是期间，这些国家都能够维持更大规模的债务增长。然而对所有国家都相同的是，它们的利率都与全球均衡利率挂钩（其有时被称为“ r^* ”，在该利率下，全世界储蓄的需求和供给相等）。至少近20年来， r^* 一直呈下跌趋势，因为人口结构的老龄化已经导致更多人为退休生活进行储蓄，生产率增速的放缓减少了对资本的需求，且不平等和财务风险的加剧亦迫



当通货膨胀超出债券持有人预期时，财富会从债券持有人转移至政府。



使广大家庭增加储蓄、让企业减少了投资。

当通货膨胀超出债券持有人预期时，财富会从债券持有人转移至政府。

发达和新兴市场经济体都不同程度地受益于这些长期变化以维持其债务。此外，预计这些趋势在未来几年不会突然生变。而且即使趋势有变，也不会单独影响政府债务。例如，生产率的突飞猛进会提高债务利率，但同时也会提高资本的边际产量和政府的税收收入，从而使政府债务更容易维持。

货币政策也会以其他方式影响债务收入。鉴于当今许多政府主要以本国货币举债，其公共借款的成本还取决于偿债时的其货币的价值。此外，借款的主权国家无法被迫严格执行偿债（这与个人或企业不同），因此其债务偿还存在自愿的因素。通货膨胀和主权违约是公共债务持有人必须承担的两种风险，这些风险也会因此削弱债务的吸引力，从而减少政府的债务收入。在过去的20年里，货币政策通过至少五个渠道使债务收入保持在高位。这些渠道是否会继续使债务收入保持高位，对确定债务的未来可持续性至关重要。

确保政府债务收入可持续的五大渠道

首先，利用通货膨胀来降低政府必须支付的实际价值，是一种诱惑。与此相关的是债务货币化，即通过印钞来偿还债务，这反过来会导致通货膨胀。在过去的20年里，由于央行保持着独立性，许多国家已经不再考虑通过这种方式来偿还债务。这使得公共债务免受通胀风险的影响，这对外国投资者来说尤其如此——他们即使预见到通货膨胀，也会因货币贬值而遭受损失。情况是否可能发生变化？中央银行的历史表明，出现大流行病等国家紧急情况时，财政部往往会接管中央银行的职能。

其次，中央银行在过去因民众对通胀的疏忽而

受益。央行年复一年地实现了大约2%的稳定通胀。广大家庭和企业已经习惯于不去关注物价的变动，因为即使经历了金融危机、选举周期以及大宗商品与石油价格冲击，中央银行仍然会采取措施让通胀接近目标。这种对低通胀和稳定通胀的预期意味着，市场要求政府支付的名义利率也随着均衡利率下降了。这种情况也可能发生改变。2021年和2022年的通胀飙升已经对这种不重视通胀的观念造成了冲击。2021年夏季已经有明显迹象表明，美国家庭已经开始预期美国未来的通胀会加剧。如果这种情况持续下去，政府债务的利率将会上涨，因为贷款人将寻求对政府偿债货币价值的损失进行补偿。

第三（及相关），债券持有人为应对高通胀通常会通过寻求更多的补偿，以覆盖通胀进一步波动的风险。通过提供低通胀和消除这种通胀风险，过去20年的物价稳定使政府的债务收入实现了最大化。此外，随着通货膨胀和政府利率波动，财政部的利息支出也会随之波动。若无财政缓冲，这将使财政部更有可能提高税收，而这种做法可能具有扭曲性，从而增加经济中投资的整体风险。

自2008年的金融危机以来，央行以第四种方式来提高政府的债务收入。其宏观审慎政策的一个影响在于，其要求金融机构持有更安全、流动性更高的资产，同时增加了金融机构持有高风险私人资产的成本。国债能够充当抵押品并满足监管机构的要求，需求有所上涨。各国央行通过降低另一场金融危机爆发的可能性，降低了对未来需要高成本财政救助的预期。总体而言，宏观审慎政策帮助提高了更大规模公共债务的可持续性，即使这并非其主要目标。然而，情况发生变化的风险仍然存在。在爆发财政危机而非金融危机的情况下（这种可能性不特别高，但依然存在），宏观审慎的做法变得令人不快。国债市场为整个系统提供了抵押品的基础。

当这个市场成为金融不稳定性的主要来源时，宏观审慎政策与金融抑制之间仅一线之隔。中央银行可能会利用其权力提高国债需求，以防止发生政府债务危机。但无力或不愿偿还债务的财政部会利用这一点，使财政赤字越来越大。到一定程度后，市场便会土崩瓦解。

第五种联系存在于货币政策与通过债务收入维持高债务的能力之间。在过去10年中，量化宽松政策使央行纷纷从私人手中收购长期国债，并将其替换为存放在央行的隔夜银行存款。此等存款的利率较低，较短期或较长期的利率差别不大，因此央行的资金成本不高，因为央行收取的国债利息略高于其支付给其他银行的利息。但各国央行一般是通过提高短期利率，使其远高于长期利率的方式，来应对通胀激增的。如果这种情况发生在当前，央行会遭受损失，因为其向存款人支付的利息，会高于因持有先前收购的国债所收取的利息（这些国债的利息仍然很低）。此等损失可以通过印钞和征收铸币税来弥补，但这样必然又会引发高通胀。又或者，财政部可能被要求对央行注资，从而将此等损失转嫁给财政部。这种方法会增加政府赤字。由此可见，无论采用哪种方式，由于量化宽松政策，私人部门持有的公共债务的期限都已经缩短。当情况突然变化时，市场将需要抛售公共债券，而这本身又可能会引发危机。因此，各国陷入了短期利率可能不得不迅速增加的境地，这意味着整个国家的预算约束将会进一步收紧。

维持物价稳定的理由

有一种方法可以确保央行继续通过这五个渠道来促进公共债务的可持续性，即致力于物价稳定。

物价稳定可以保护公共债务免受通胀风险，稳固通胀预期，消除与通胀相关的风险溢价，重申出于宏观审慎政策而对通胀予以关注，并就央行资产负债表政策以及政府在多大程度上为其提供财政支

持提供指导。物价稳定可以实现债务收入的最大化，并有助于维持公共债务。

物价稳定的理由似乎令人惊讶，因为其违背了常人的直觉，即当公共债务高企时（如当前情况），一定程度的通货膨胀难道不好么？以牺牲债券持有人的利益为代价换来的通货膨胀税，补充了在次优世界从其他形式的扭曲税收中征得的税款——在此等世界，债务必须以一种或另一种扭曲的方式支付。此外，如果央行保持低利率从而避免直接的债务危机，以换取未来某个时候才出现的通胀上涨，则其似乎是一种值得付出的代价。简而言之，保持高额公共债务的可持续性是否与物价稳定相冲突？

答案是否定的，因为通胀的这些所谓的好处只有在通胀未被预见时才会发生。当通货膨胀超出债券持有人的预期时，财富将转移至政府手中，就像2020年美国发生的情况那样。只要央行能够保持低利率并增加资产负债表的规模，同时又不损害其通胀职能的可信度，那么国债的长期实际利率便会保持在低位，债务收入则会保持在高位。但实际通胀也只能在这么长的时间内偏离预期通胀。一旦国债投资者开始预期或担心通货膨胀，则从上述五个论点考虑，货币政策需要优先考虑保障物价的稳定。如果公共债务的可持续性依赖于在正好恰当的时间内让通胀超出债券持有人预期，那么这将是一种有风险且不稳健的政策。

只要公共债务被视为具有特殊性，且其相关债务收入很高，那么，各国政府就可以在不急剧转向紧缩政策的情况下避免主权债务危机。这就要求提高央行独立性，而非反之。同时，这还要求各国政府和央行均对通胀目标做出更有力的承诺。超出预期的通货膨胀并不会持续太久。但维持目前的高额公共债务，却是一项将要延续多年的重要任务。^[1]

里卡多·里斯 (RICARDO REIS) 是伦敦政治经济学院的 A. W. 菲利普斯经济学教授。