



## “大反派”：债务问题纵览

作者：[Vitor Gaspar](#) 和 [Marialuz Moreno Badia](#)

2016年10月5日

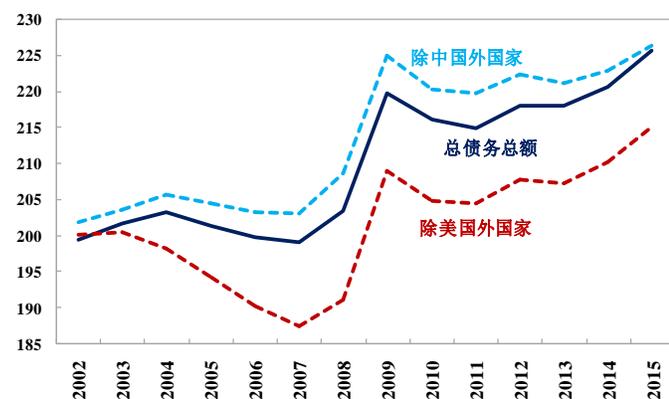
大萧条期间，美国经济学家欧文·费雪曾警告指出：过度负债和通缩压力会相互强化，十分危险。他将债务和通缩比作一个“大反派”。现在，这个大反派的兄弟——过高的债务和过低的通胀仍在舞台上兴风作浪，至少在发达经济体是这样。

不过，直到今天我们仍然没有掌握全球债务的全貌。2016年10月的[《财政监测报告》](#)首次给出了全世界实际债务规模的数值。情况不容乐观：全球债务再创历史新高，达到152万亿美元，占全球GDP的225%（图1）。约100万亿美元（总债务的三分之二）为非金融企业和家庭所有，也即私人部门债务。余下的则为公共债务。

正如费雪警告所言，如此高的债务水平是全球经济复苏的重大阻碍，加剧了陷入债务-通缩螺旋的风险。但各地区的债务水平各异，风险也不尽相同。趋势差异十分明显：

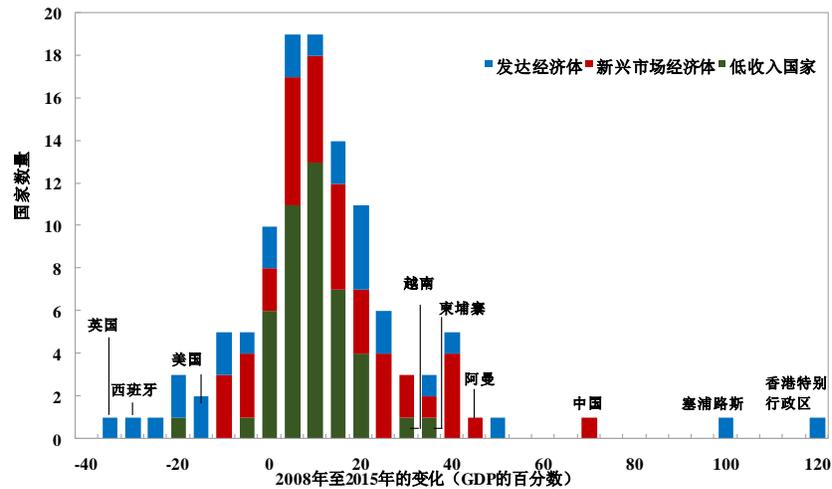
- 首先，各发达经济体去杠杆的进展不一，他们中许多国家的私人部门债务比重都在持续上升（图2，蓝色部分）。同时，公共债务有所增加，部分原因是私人部门的坏账被转移到了公共部门的资产负债表上。
- 其次，低利率导致部分系统重要性新兴市场经济体的非金融企业债务激增，特别是中国（图2，红色部分）。许多发达经济体政府资产负债表快速恶化之前，都出现过类似的债务激增，因而近期新兴市场经济体的债务扩张使人们开始质疑其财政的健康状况。

图1  
全球债务创历史新高  
(全球总债务占GDP比重：按加权平均计算)



来源：Abbas等，2010年；国际清算银行；Dealogic；基金组织《国际金融统计》；基金组织标准化报表；基金组织《世界经济展望》；经济合作与发展组织；基金组织工作人员估计。

图2  
各国情况各异  
(全球私人债务变动的分布, 2008年至2015年, 占GDP的百分比)



来源: Abbas等, 2010年; 国际清算银行; Dealogic; 基金组织《国际金融统计》; 基金组织标准化报表; 基金组织《世界经济展望》; 经济合作与发展组织; 基金组织工作人员估计。

- 第三, 低收入国家金融市场得到深化(规模和流动性均有改善)且能够更多利用市场融资, 这使私人 and 公共部门债务均有所增加, 不过债务比率依然普遍偏低。小微信贷和手机银行的发展也促进了普惠金融发展。若能保持债务可持续, 金融发展将是一件好事, 应被视为包容性增长的一部分。

## 令人清醒的幕间休息

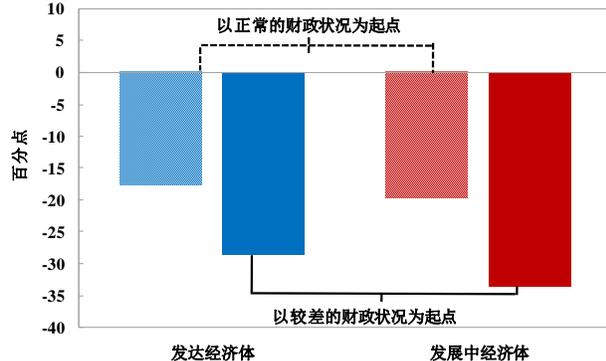
对过高私人部门债务的担忧并不仅限于其会演变为公共债务的风险。过高的私人部门债务还与金融危机息息相关。此外, 比起普通的衰退而言, 金融衰退持续时间更长、程度更深。它们会使产出遭受更大损失, 让更多人失去工作。所有这一切, 最终又归结于公共债务和赤字问题。

财政状况不佳会使金融衰退雪上加霜(图3)。对于新兴市场经济体尤其如此, 他们往往在危机中削减了公共支出。

这种模式说明了为什么在形势较好时使用过度宽松的财政政策, 会经常导致在形势较差时支出被削减, 在金融危机中这将带来尤为沉重的代价。但即便是不出现危机, 私人债务高企也可能阻碍增长, 因为债务缠身的借款人最终会大幅削减消费和投资。

发达经济体(私人部门债务水平最高)在去杠杆化方面停滞不前, 这可能主要归因于较低的名义增长环境。对比美国和欧元区颇具启示性, 因为危机之后, 美国私人部门债务的缩减幅度远高于欧元区, 而美国同时也具有更高的增长率(图4)。

图3  
疲弱的财政, 疲软的复苏<sup>1</sup>  
(金融危机中损失的GDP, 按百分点计)



来源: 基金组织《政府财政监测》; 基金组织工作人员估计。  
<sup>1</sup>GDP损失和公共支出是根据金融危机后五年之内的累积变动计算的。

考虑到其风险和不确定性，是否应完全避开债务？债务对于创业和创新极为重要，因而也对增长具有重要意义。各国应避免的是过度的私人债务。因此，监管政策应确保私人部门债务得到妥善监测并具有可持续性。[税收政策](#)也可以帮助逐步减少税收扭曲，降低金融和非金融企业对债务而非股权融资的偏好，从而帮助抑制过高的杠杆。

## 新的一幕，新的角色

同时，对于深陷过高私人部门债务泥潭的国家而言，有利于增长的财政政策可以帮助其进行调整。当然，其解决方案将取决于国家的具体情况和可用的财政资源，这些资源可能是在形势较好时通过储蓄和减少公共债务而获得的。

一般而言，在金融体系严重承压的国家，尽早解决深层次的问题至关重要。对于那些旨在减少私人债务的政府资助项目（如补贴债权人，以延长债务期限；或提供担保）和加速资产负债表清理的措施（如通过资产管理公司进行清理）而言，这些精心设计和有针对性的措施是非常有效的。

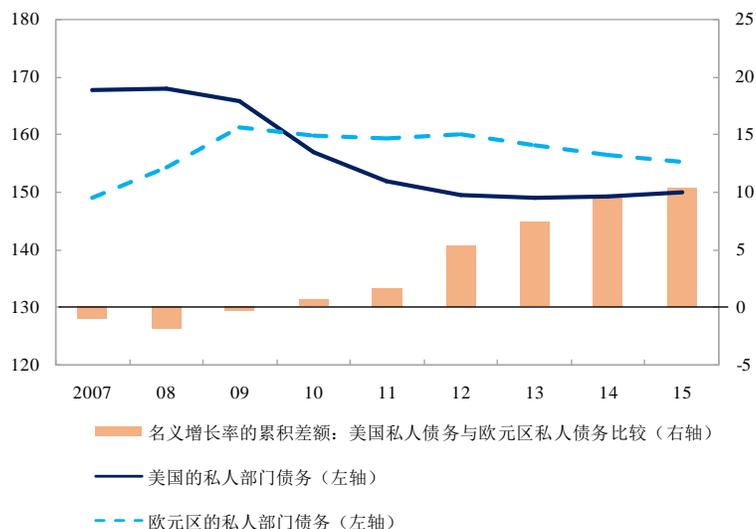
这些措施的设计，对最大程度降低其成本和减少道德风险是至关重要的。尤其是，这些措施应该针对具体的部门或个人，应当符合一定的条件，并应包括与借款人分摊成本。健全的破产清算程序也必不可少。

不过，仅凭财政政策终究无法做到这一点。财政政策必须得到配套政策的支持，包括货币政策和结构性政策，并通过协调一致的可信政策框架予以实施，从而达到预期的目标。

对于台上这出戏来说，现在是时候赶走“大反派”，迎来名义增长即将提速的激动人心的全新一幕了。

图4  
增长加速了去杠杆的进度

（私人债务，按GDP百分数计；增长百分数）



来源：Abbas等，2010年；国际清算银行；Dealogic；基金组织《国际金融统计》；基金组织标准化报表；基金组织《世界经济展望》；经济合作与发展组织；基金组织工作人员估计。

\*\*\*\*\*



**Vitor Gaspar**, 葡萄牙人，现任国际货币基金组织财政事务部主任。在加入基金组织之前，他曾在葡萄牙中央银行担任多个高级政策职务，包括最近担任的特别顾问。2011—2013 年，他曾任葡萄牙财政部长；2007—2010 年，任欧盟委员会欧洲政策顾问局局长；1998—2004 年，任欧洲中央银行研究部主任。**Gaspar** 先生拥有里斯本新大学经济学博士学位并在该大学做博士后。他曾就读于葡萄牙天主教大学。



**Marialuz Moreno Badia**，现任国际货币基金组织财政事务部副处长，负责协调《政府财政监测》报告的撰写工作。曾开展巴西、希腊、爱尔兰、西班牙等多个发达和新兴市场国家的国别工作。主要研究领域包括财政体制、债务可持续性、财政与金融的相互关联等问题。拥有波士顿大学博士学位。