



预测家庭的债务走势

阿米尔·苏菲讨论了家庭部门的债务状况，以及他为何预测不会出现全球性的经济大衰退

保罗·梅达斯

家庭债务——包括所有消费性债务和住房抵押贷款——的**显著增加**，历来都预示着经济衰退可能近在眼前。

芝加哥大学布斯商学院经济学和公共政策教授阿米尔·苏菲（Amir Sufi）接受IMF经济学家保罗·梅达斯（Paulo Medas）的采访，讨论了家庭债务状况与经济衰退的关系，不平等加剧带来的风险，以及他有关何时才会回归低通胀和低利率的预期。

《金融与发展》：私人部门和房地产市场的债务在疫情期间并没有像全球金融危机时那样激增。这是为什么？

苏菲：有两点主要差异可以解释其中的原因。首先，在疫情暴发之前，信贷没有显著增加，新冠疫情引发的经济衰退显然与金融

部门无关，并且完全不具备信贷危机引发的经济衰退所特有的“繁荣—萧条”周期变化。

第二个主要因素是政府（至少是美国政府）采取了非常激进的政策干预措施，以缓解家庭的财务困难。例如，美国的住房抵押贷款延期政策极为宽容。这些重要的财政刺激措施还有助于减轻新冠疫情给家庭资产负债表和违约率造成的冲击。

《金融与发展》：当前，通胀快速上升，经济增速放缓，利率抬升。假如房价下跌、失业率上升，你是否担心可能这会给经济造成更多的负面影响？

苏菲：目前的环境与以往的经济周期存在很大不同。究其原因，当前的通胀水平与财政刺激和成本冲击直接相关，尤其是与能源和供应链问题带来的冲击直接相关。受到冲击的通常是债务负担沉重的家庭——他们的一些债务对利率非常敏感。利率上升将导致消费支出普遍放缓。

但这次情况有所不同——美国家庭资产负债表实际上非常健康，这在一定程度上是强有力的财政刺激措施的成果。因此，利率上升带来的影响会比平时小一些。

从零售企业首席执行官的财报电话会议来看，通货膨胀确实对支出产生了影响。这些企业高管表示，由于通货膨胀的关系，消费支出正在大幅下降。当然，利率上升确实会影响到对利率较为敏感的经济活动，特别是购房购车。

不过总的来说，我认为目前并不存在真正严重的经济衰退所具备的那些典型因素，也即私人部门债务高企以及投资和支出的暴跌。

《金融与发展》：一些国家是否比其他国家更脆弱？

苏菲：过去几年我多次说过，中国的经济环境将恶化。这不仅源于防疫封锁措施（其已引发了广泛关注），也是因为其房地产市场的问题。而这种情况通常会导致严重的经济衰退。假如房地产问题继续拖累中国经济，我丝毫不会感到意外。

《金融与发展》：有些人认为我们正在进入高通胀、高利率时期，房地产业主可能因此而更加脆弱。但也有些人认为，我们正在向较低的自然利率回归。你对此怎么看？

苏菲：我的观点是，我们将在三到五年后恢复到低通胀、低利率的均衡状态。长期因素将继续压低利率，或是维持低利率状态。目前的情况主要是由激进的财政刺激和成本冲击造成的，尤其是由于能源价格高涨和供应链扰动。各国央行都已明确表示，将通过加息来影响通胀预期，我认为这种做法是会成功的。

长期国债收益率处于低位，收益率曲线倒挂。市场预期显示，从长期来看，长期利率可能持续走低。

需要注意的是，假如乌克兰战争和气候变化分别刺激军费开支和绿色投资大幅增加，则确实可能会在未来几年给利率和通胀带来上行压力。

《金融与发展》：人们很想知道，政府在危机期间能够有多大的预算空间来支持家庭。你能谈谈这个问题吗？

苏菲：国债的主要优势在于，就算其利率低于其他证券的市场利率，人们也愿意持有，这为那些希望维持预算赤字的政府创造了有利条件。

许多人认为，只要名义利率低于名义增长率，就可以吃到免费的午餐。他们认为，“赤字尽管增加好了，反正永远都不用偿还”。必须指出，这种观点是不正确的。因为假如国债市场饱和，人们会降低对国债的估值，到那时就必须提高国债利率。

假如赤字增幅过高，名义利率将高于名义增长率，届时将不得不削减赤字。

《金融与发展》：在疫情期间，许多国家的私人 and 公共债务激增。这会带来哪些风险？

苏菲：疫情暴发前的风险（可能这已被放大了）类似于日本式的风险——经济长期萎靡不振，债务负担加重，利率走低，通胀

低迷。假如国债得不到有效利用，增发国债只会增加这种风险。

要实现可以抵消债务负担的经济增速，就必须设法提高生产率的增速。必须找到有效的方法，切实减少收入不平等，例如提高中产阶层的薪资，以切实增加需求，希望这能推动企业增加投资。疫情过后，重要的是应提高生产率增速，减少收入的不平等。

《金融与发展》：一些国家的房价持续下跌。高企的债务会因此更难管理吗？

苏菲：债务攀升预示着出现了深层次的问题——站在金字塔顶端的那部分人的收入比例不断增加，使经济无法产生足够的需求。我认为这才是债务负担高企的主要风险。

全球收入不平等的加剧正在推高资产价格，拉低利率。同时还导致需求不足，而我们增加需求的唯一途径是：让中低收入家庭借到更多的钱。

因此，真正的风险是陷入经济长期停滞的陷阱——一种高负债、低利率、低家庭支出的平衡状态。

《金融与发展》：在这种情况下，你会建议各国政府怎么做？

苏菲：基础设施支出意义重大，尤其是假如这方面的开支可以提振生产率并提高中产阶层的薪资。由于利率走低，各国政府可以借钱来建设基础设施，由此或许可以实现令人满意的生产率增速。FD

为控制篇幅和行文明晰，我们对采访内容进行了编辑。

保罗·梅达斯（PAULO MEDAS）是IMF财政事务部的一位处长。