

承担债务

Carlo Cottarelli

为了恢复经济增长、整顿金融部门，美国及其他发达经济体的政府均实施了前所未有的重大干预政策。然而，此次金融危机对财政资金的影响巨大：以债务占GDP的比重测算，预计这将是二战以来发达经济体政府债务增加量最大、波及国家范围最广的一次。而且，此次政府债务增加所产生的背景是：早已存在的养老金和医疗支出给政府带来了长久的压力，对不久后将迅速地转入人口老龄化的国家尤为如此。

各国政府几乎别无选择，只能实施干预政策，以保护其金融体系免于崩溃；出台财政刺激政策，从而抑制私有经济需求的紧缩。然而，此举或许并不能最终解决问题。我们不难做出这样的假设：在高利息成本和低经济增长的经济体中，政府的债务在GDP中所占的比率将滚雪球式地变得越来越高，最后导致投资方质疑全球政府资金的可持续性。迄今为止，总体来说上述情况尚未发生（尽管在很多国家，信贷违约已经日益增多）。而且，人们一直普遍认为政府违约的可能性会很小。但是，由于在防范金融和经济体系彻底崩溃中，投资方对政府信誉的信心至关重要，故而使投资者保持信心将具有举足轻重的作用。此外，债券持有者对财政偿付能力的怀疑本身也会削弱财政刺激措施的效果，因为他们会要求更高的风险补偿，从而提高利率。

那么，各国政府该如何应对使其需求远远超过国库库存的金融危机呢？本文介绍了关于金融危机直接和间接成本的量化成果，这一成果来自IMF财政事务部近期的研究。我们调研了财政部门的干预规模及间接的、无法控制的成本，如经济放缓和资产价格暴跌对国家税收的影响，以及旨在启动经济增长的财政刺激措施产生的间接成本。这篇文章通过以下两个方面将此次金融风暴置

于一个更为广阔的背景之下：(1)将此次危机与以往一些发达经济体债台高筑和需求减缩的情况相比较；(2)将正在蔓延的金融危机与早已存在的、更为严峻的人口老龄化带来的长期挑战相比较。文章最后总结了在维持现有公共支出偿付能力的同时，鼓励恢复正常经济增长的财政政策和可能实施的战略，并提出了IMF能够发挥建设性作用的几个主要领域。

直接成本及负债

此次金融风暴史无前例的规模和性质已经促使政策制定者在支持纷纭复杂的金融机构和市场中做出了卓绝的努力。这些干预之举主要涵盖了资金注入、资产购置、直接贷款或政府担保和中央银行担保。虽然考虑到在相关的资产收购后，资本净值或总赤字未必发生变化，但尽管如此，由政府直接承办的操作大都导致公共债务的增加——至少在没有津贴补助的情况下，特定资产交易反映了实际市场的价值。

中期的财政政策对经济从危机中复苏的作用

某展示橱窗，中国香港。



资金注入和资产购置，再加上政府直接贷款的总成本，平均已经占了二十国集团（G20）中发达国家GDP的5个百分点（见专栏）。然而，随着时间的流逝，最终财政政策的影响将取决于已收购资产出售的回报率。以往银行业危机的经验表明：这种回报率的差异很大，并且只有当经济已经恢复了稳定增长时，这种回报才凸显其重要价值。

除了已经对政府的债务总额产生直接影响的资金注入、资产购置和政府贷款外，中央银行信用贷款最高限额和信贷担保中，新产生的或有负债数额更大。实际上，很多国家都已提高了存款保险的限额，并且有些国家还为银行间的贷款和其他金融工具提供担保——有几次其数额相当于GDP的数倍。虽然此类担保的最终净成本在乐观预期中代价有限，但在实际情况中，可能产生的后果会更加多变并且可能更糟糕，尤其是在经济和金融危机迂回不散的时候。因此，将此铭记在心至关重要。

财政刺激

面对经济放缓，许多国家已经出台了整套的财政刺激政策。有时，媒体大标题上显示的数字的确醒目、令人难忘，然而，在关注政府顶着压力为民众提供救助的同时，一定要明了有多少措施是真正包含在次年财政预算以内的。这样，才能区别媒体大标题上的数字与实际用于救助的数额。有时这两个数目的差异悬殊。更正了这些数据后，虽然政府的财政拨款数目稍有减少，但是依然意义重大。例如，它平均占了2009年G20国家GDP的1.5个百分点。

迄今，几乎2/3的财政刺激政策体现在政府资金的支出措施上，尤其是强调增加对基础设施建设的支出。很多国家还宣布了保护弱势群体的计划——包括增加失业津贴，将现金发放给穷人，以及抚养儿童和赡养老人。一些国家已经加强了对中、小型企业的扶持，也

有国家已对特殊产业（如汽车行业）提供扶持。

在国家税收方面，采取的措施主要是针对家庭，通常是通过削减个人所得税和间接税。虽然一些刺激消费的计划可能产生经常性成本，比如新建基础设施项目的维护费用，但是大多数刺激措施在一个特定的阶段后都会终止。尽管很多税收政策是永久性的，但有一些措施却是自动调整的。现今的减税注定会被今后几年的增税所抵消。（比如在英国，眼下增值税的削减将被2010年开始实施的增税措施相抵消）。

危机对财政的其他影响

金融海啸所引发的全球经济衰退，也会通过自动稳定机制对政府的税收产生不利的影响。如果经济活动恢复得相对较快，减税的影响应该不会引起很大的关注。但是，如果此次经济滞缓转变为长期的萧条，对财政资金可持续性的影响将更为严峻。

此外，股价和房价暴跌，以及金融部门利润的巨大损失，已经引发了危机更加难以遏制的影响。这导致了诸如资本收益和企业利润等项目的税收锐减。此外，由于世界经济放缓，可能导致商品价格大幅下降，以致产生另一个不利结果——对商品生产商来说，那就是商品的营业收入暴跌。

养老基金体系（公立和私营的都包括在内）也已遭受了资产价格暴跌所导致的巨大损失。而且政府可能会面临公众压力，被要求补偿在金融危机中受到不利影响的养老金体系参与者。

提供贷款

综合考虑各种成本，很明显公共债务在短期及更长一段时间（见表）都将受到金融危机的严重影响。实

债务增加

经济危机将使发达经济体的公共债务剧增。（G20¹中发达经济体收支差额和政府债务的变化占GDP的百分比；与前一阶段的对比差异）。

	2008 (A)	2009 (B)	2008—2009 (A+B)
财政收支平衡			
G20发达经济体	-2.3	-3.8	-6.1
G20新兴市场经济体	-0.3	-3.2	-3.4
G20	-1.5	-3.6	-5.1
公共债务			
G20发达经济体	4.4	10.0	14.4
G20新兴市场经济体	-2.0	1.9	-0.1
G20	2.0	7.0	9.0

资料来源：2009年1月的《世界经济展望》，并根据美国最终的经济刺激计划和英国最近经济扶持措施做了更新。

¹如能得到数据，指整个政府；否则指IMF的《世界经济展望》公布的最全面的财政总额，同样做了相应更新。本表展示了：购买力平价GDP的加权平均值。

二十国集团（G20）

二十国集团（G20）包括19国的财长及其中央银行行长，即阿根廷、澳大利亚、巴西、加拿大、中国、法国、德国、印度、印度尼西亚、意大利、日本、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、韩国、土耳其、英国和美国，以及由欧盟委员会轮值主席国和欧盟中央银行代表的欧盟。IMF的总裁和世界银行的行长，以及国际货币与金融委员会和发展委员会主席也都包含在内。这些国家的GDP约占全球的90%，贸易量占世界贸易的80%（包括欧盟内部的贸易），人口占世界人口的2/3。

际上，根据IMF对2009年1月经济增长的预测，如经济增长进一步下滑，我们的计划的收效将每况愈下。

- 预计与2007年相比，G20中发达经济体的财政收支平衡状况在2008—2009年间占GDP的比例将恶化6个百分点。其中一半是由于政府财政政策的刺激和财政部门的扶持，另一半是来自经济的自动稳定机制和无法控制的负面效应导致税收损失。对G20中的新兴经济体而言，经济的恶化程度稍轻，所反映出的危机对产量的影响较低，或许是因为其中的许多国家提供财政刺激的空间更小。也就是说，随着危机的蔓延，新兴经济体感受到的经济紧缩正在日益加剧。

- 预计G20中发达经济体政府的负债率将提高到14.5%，其中政府的一揽子财政扶持基金占一半。而G20中新兴经济体所受的影响较小。但是，预计2009年政府的债务将一反2002年起持续走低趋势。

纵观历史，此次危机或许并非如此异常

当前的危机已导致发达经济体的政府负债率为二战后上升最快，波及范围最广的。然而，以往此比率也曾上升至更高点——特别是二战期间；此外，尽管这主要由长期的经济衰退逐渐形成，但在大萧条时期，也曾出现过政府外债占其GDP比率普遍提高的现象。考虑到现今逐步蔓延的危机，追溯先前包括一些最发达的经济体（见图）债台高筑和经济减缩在内的主要特点，会对我们有所帮助。这些可能让我们以适度的乐观心态来审视如今的债务增加。

- 以前，一些世界上最大的经济体曾几次累积了巨额债务——超过GDP的100%，并且有时未曾经历经济与社会的动荡就减轻了此债务。

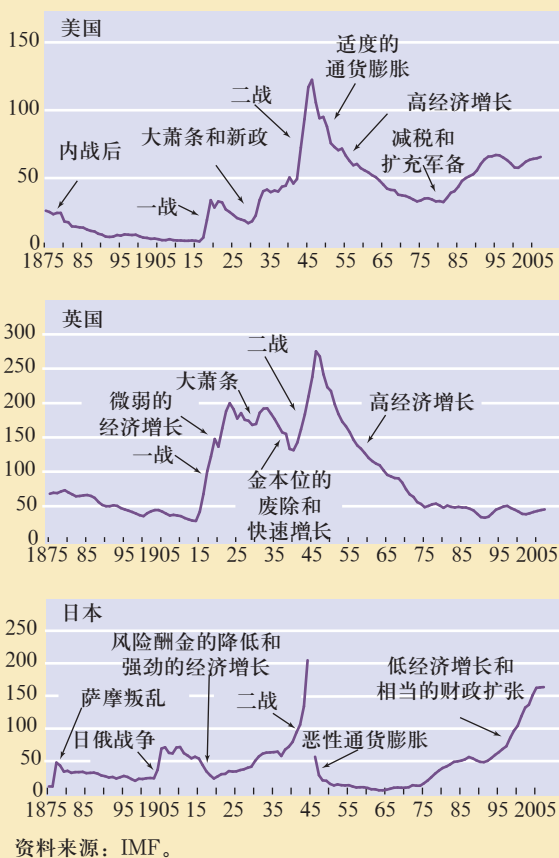
- 在过去的几个世纪中，在绝大多数情况下成功降低政府负债率的一个主要因素是持续和快速的经济增长。比如，二战后经济的快速增长使美国政府债务占GDP的比率从1946年的121%降到了1965年的50%。相反，过度保守的财政政策和一贯遵从金本位制度的做法，以及19世纪20年代和大萧条时期放缓的经济增长，使英国政府的负债率从1919年的130%上升到了1933年的178%。

当然，在考虑当前的经济前景和强调保持财政偿还能力的必要性时，我们应该更加谨小慎微。

- 对发达经济体而言，破坏性地减轻债务的方法并非无人问津。在大战之后或国内政局不稳时，政府会利用恶性通货膨胀来削减债务，并且，特别是在20世纪50年代之前，温和通胀在降低债务实际价值中也发挥了重要作用。在两次战争期间经济严重放缓时，也会有部分政府违约的事件发生。比如：19世纪20年

波峰和波谷

历史上，战争使公共债务增加
(公共债务，占GDP的百分比)



代后期的意大利；美国废除金本位制度时，在1933年债务合同中取消了“黄金条款”，遏制了美国公共债务对其GDP25%的升幅。

- 以史为鉴，将两个重要的差异铭记于心至关重要。首先，在战争期间——过去一些政府债务最大数额和最快增长的时期——政府通过对经济实施包括资本控制在内的全面调控，以促成国内的债务融资；民众也都感受到肩负着支持战争的使命。第二，与过去的危机相比，当前的金融危机确实具有史无前例的特点，尤其是包含与财政部门义务担保相关的或有负债规模空前。

不容疏忽的更严重的危机：人口老龄化

今天的债务累积与以往经历相比，有一个更大的差异：当今世界中早已存在的养老金制度和医疗制度所面临的财政挑战。

虽然在当今大多数发达经济体和某些新兴经济体

的国家中，养老金制度和医疗制度已经得到了高度的发展（并且代价昂贵），但二战前的情况并非如此。举例来说，富兰克林·罗斯福在应对大萧条的施政方针中，最富盛名的功绩之一便是在1935年建立起了美国的社会保障体系（立竿见影地增加了养老金基金和延迟支付的养老金）。

现今，多数发达经济体和几个新兴经济体的国家都承受着人口老龄化对养老金和医疗制度成本的影响带来的长期财政压力。根据可获得的G20的数据显示，2005年到2050年间，预计养老金和医疗费用的支出占GDP比率将上升超过3个百分点。的确，这远比金融危机带来的压力更为严峻：以现在净价值计算，金融危机带来的负债压力还不及人口老龄化影响的5%。然而，与显而易见且迫在眉睫的金融危机带来的影响相比，老龄化问题具有步履缓慢的特征。我们将面临的威胁是：今天暂时忘却人口老龄化带来的严峻挑战，而延误了出台应对的解决方案，直到有一天，我们将为此付出更加高昂的代价。

经济复苏战略

基于这些考虑，尽管经济从危机中成功复苏既需要重建健全的金融体系，又需要在短期内实施国家所能承受的巨额刺激措施，各国仍应尽快明确其战略，以保证其财政偿还能力。

政策制定者们将不得不平衡两种对立的风险。

- **经济长期萧条和停滞的风险：**此时，不采取任何经济和财政措施的成本甚至比采取相应措施的成本更高；如果经济和财政状况进一步恶化，或许就有必要优先为财政部门提供额外支持，尽管这可能进一步扩大了对债务总额的需求。

- **对政府偿还能力丧失信心的风险：**

从这个角度来看，有必要密切关注诸如实际利率、通货膨胀预期值、债券和信贷违约的情况，以及债务到期等反映财政隐患的各种指标。

这两种风险的权衡将取决于特定国情。实际上在能否承担更大的经济刺激方面，各国的情况大相径庭。在制定这方面政策时，计划承担债务的能力和暗示偿还能力不强的各种指数都将作为相关的参考数据。

然而对所有国家来说，如果政府能够令人信服地明确其战略，保证其财政偿还能力，权衡这两种风险的成果都会得到改善。其中，保证财政偿还能力的策略应该建立在四项基础上。

第一，整套财政刺激政策应该尽可能由临时性措施组成，以免永久性地增加政府赤字。因为私人部门需求有可能长期低迷，所以可能不得不延长采取刺激

政策的时间。但是，决不能令刺激政策永久化。

第二，应该在一个中期的财政框架中制定政策，从而一旦经济形势好转，该框架便能巩固财政状况。一个（由财政责任法规、财政条例，或独立的财政委员会支持的）中期财政框架将有助于巩固支出和税收政策。但是，鉴于日益增强的经济前景的不确定性，财政框架应该具有充分的灵活性，以便在需要的时候提供额外的财政支持。

第三，各国政府应该实行结构改革，以促进经济增长——这是以往通过削减债务负担、成功巩固财政状况的众多案例中的一个重要举措。在财政领域中，这应包括实行支出改革，从而在保留高质量增长和高回报率的项目的同时，减少非生产性的支出。在税制改革方面，应该鼓励工作和投资；此外还要消除现行的多数税收制度中宁愿举债而不愿合理融资的偏见。

第四，需要制定一个明确的计划改革养老金和医疗制度，以应对人口老龄化带来的长期压力。调整的数额和速度将视特定的国情而定。可是，对于大多数国家来说，现在延缓此项改革，最终将迫使其采取更有力、更有难度的措施来应对。从某种意义上说，人口老龄化带来的巨大挑战或许也可以被看作是在当今金融危机席卷全球背景下产生的一个机遇：通过诸如提高退休年龄这样的措施来强调老龄化带来的压力。这对于排解市场上对于政府财政偿还能力的忧虑或许会大有帮助。

机遇与挑战并存

这些观点并不新奇——其中有些是IMF长久以来的建议政策。然而，每况愈下的财政状况已经彰显了实施这些政策的必要性。

从政治经济学的角度看，在经济严重疲软时，实行重大的财政改革可能是颇具挑战性的。但是，机遇与挑战共存。事实上，有些时候危机给政治上难于实施的改革点燃了希望之火。而且，危机可能为大刀阔斧的改革提供了广阔的空间。在此期间，可以把扶持经济的短期刺激政策与长久的改革措施相结合。

IMF和其他的国际金融机构一起，在推进财政改革中起到了重要的建设性作用。鉴于其会员国遍及全球，IMF在援助中具有不可替代性——通过提供国家政策和技术援助，向所有受到危机不同程度影响的成员国提供援助。在未来的几年中，其最受瞩目的援助措施将在养老金和医疗体系改革、中期的财政框架、预算报告和财政法规等方面展开。

Carlo Cottarelli是IMF财政事务部主任。