

金融抑制回归

政府正在再次寻找控制市场以
压低金融债务成本的方法

卡门·M. 莱茵哈特、雅各布·F. 奇
科贾德、M. 贝伦·史班西亚



公共或私人债务处于有纪录或接近纪录的水平，在可预见的未来，削减政府赤字和债务可能仍是最发达经济体政策讨论的最优先议题 (Reinhart 和 Rogoff, 2010 年)。从历史上看，有多种手段可以降低债务占国内生产总值 (GDP) 的比率，包括：

- 经济增长；
- 持续的财政（支出和税收）调整，如经济紧缩计划；
- 拖欠偿还债务或重组私人 / 公共债务；
- 对通货膨胀采取措施，以减少债务的实际价值；
- 实施金融抑制政策，即主要由政府使用资金（通常低于市场利率）的官方政策，否则这些资金就将流向其他借贷者（见专栏 1）。

由于这些削减债务的手段并不是相互排斥的，因此通常综合采用这些措施以减少债务。在减少二战后债务占 GDP 比率方面，金融抑制发挥了重要作用，最近随着发达经济体公共债务的大量增加，金融抑制有可能再次被启用。

金融抑制在保持通货膨胀稳定的同时，在清偿债

务方面最为成功，而且就像通货膨胀本身，金融抑制只对以本国货币形式存在的债务发挥作用。较低的名

专栏 1

金融抑制的特征

金融抑制是指政府采取政策以使其本身能够获得资金，而在不受管制的市场环境中，资金将流向其他地方。政府采取的政策包括通过俘获国内投资者（如养老基金或国内银行）、直接或间接地采取利率上限、跨国资本流动调节以及政府和银行之间更加紧密的联系，或者直接通过将一些银行收归国有或通过严肃的“道德劝说”，将资金主要借给政府。金融抑制有时也与相对较高的法定存款准备金（或流动性需求）、证券交易税、禁止收购黄金或安排大量不可交易政府债务有关。在当前的政策讨论中，金融抑制问题通常置于“审慎的宏观监管”这一更宽泛的范围中。“审慎的宏观监管”指的是政府努力确保整个金融体系的健康。

义利率有助于减少偿还债务的成本，而负实际利率的高频出现会消除或减少政府债务的实际价值。通货膨胀并不需要市场参与者突然间完全参与，而且（按照历史标准）参与程度也不应该非常高。

我们认为发达经济体大量的公共和私人债务以及新兴经济体（其正面临资本流入迅猛增长的态势）能够感知到的货币失调和高估的危险，这些因素相互作用，导致在融资方面产生“本土偏好”以及金融抑制的复苏。虽然新兴市场可能越来越多寻求金融管制措施以排斥国际资本，但发达经济体却有留住资本、吸引国内投资以为已有的公共债务融资的动力。考虑到潜在的经济过热、通货膨胀压力增加以及相关的竞争问题，新兴市场经济体正在改变其制度框架，以阻止外国投资者对更高收益的不断追求。这使发达和新兴市场经济体拥有共识，即同意加强国际资本流动监管或限制国际资本流动。从更广泛意义上说，就是要重新回到一个受到更加严格监管的国内金融环境，换句话说，即金融抑制。当然，政府并没有将这些行动称为金融抑制，但这些措施具有“审慎的宏观监管”政策的特征，旨在用于确保整个金融体系的安全。

保持低利率

金融抑制的一个主要目标是使名义利率低于在竞

争较强的市场上应有的利率水平。金融抑制同样还能降低政府对现有债务存量的利息支出，从而促进削减赤字。然而，当金融抑制产生负实际利率（名义利率低于通货膨胀率）时，金融抑制将减少或清偿已有债务，使之与税收相等——将资金从债权方（储蓄者）转移至包括政府在内的借贷方（Reinhart 和 Sbrancia, 2011年）。

但金融抑制税与所得税、消费税或营业税不同，其税率取决于金融制度和通货膨胀情况。与更直观和通常高度政治化的财政措施相比，金融抑制税率更为透明。由于赤字削减通常涉及非常不受欢迎的支出减少和税收增加，寻求减少未偿债务的政府当局可能会发现更为隐蔽的金融抑制税收在政治上更可行。

金融抑制税与所得税、消费税或营业税不同。

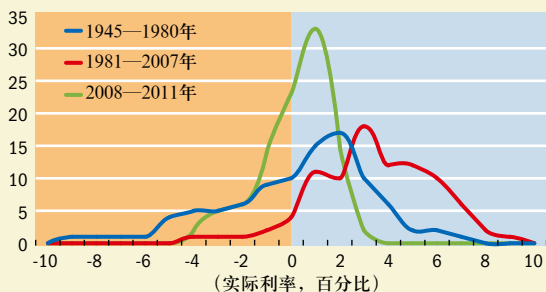
第一次世界大战前，自由资本市场制度和国际资本流动在金本位制度下处于其全盛期，但随后开始衰退，经济大萧条和第二次世界大战为自由放任的银行业的棺材钉下了最后一根钉子。第二次世界大战后，以固定汇率和严格受控的国内和国际资本市场为特征的布雷顿森林体系开始运行，结果导致发达经济体在

图1

实际利率

二战后的35年和全球危机后的三年以来，实际利率，如发达经济体短期国债的实际利率，平均为负值。

（观测值比例，百分比）



资料来源：Reinhart 和 Sbrancia (2011年)；IMF的《国际金融统计》以及作者的计算。

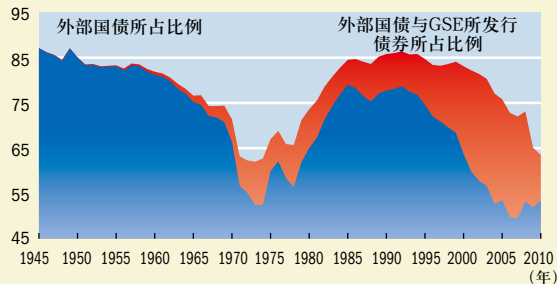
注：所代表的经济体是澳大利亚、比利时、加拿大、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、日本、新西兰、瑞典、美国 and 英国。2011年的利率是截至2月份的月观测值。

图2

私人参与者撤退

官方参与者，主要是美联储和国外中央银行，正在购买更大比例的可交易美国国债以及由政府支持企业（GSE，如房利美和房地美）所发行的债券。

（占总数的百分比）



资料来源：美联储、资金流动和作者的计算。

注：未偿还的美国国债加上GSEs所发行的债券包含金融信贷市场工具（钞票、票据和债券），加上GSE发行和GSEs支持的抵押贷款，减去储蓄债券和预算机构证券。外部可交易债券是高于美联储和世界其他地方所持有证券差额的总和。

不同程度上出现了非常低的名义利率以及通货膨胀。这些发达经济体包括：澳大利亚、比利时、加拿大、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、日本、新西兰、瑞典、美国和英国。在发达经济体和新兴经济体，不论是短期国库券（见图1）、中央银行贴现率、存款还是贷款的实际利率，都是负数，并在以后的35年内仍将保持较低的水平（一般而言是负值）。设定存款固定利率最高值（这使实际存款利率甚至比短期国库券负实际利率更低），导致国内储户持有政府债券。在那时，几乎各地都出现了这一情况，而这有助于推迟来自寻求更高收益投资者的资金溢出的发生。

尽管另一个更加自由的资本流动时代始于1980年，而近期的金融危机再次使发达经济体已为负值的实际利率进一步下降。过去四年间，21个发达经济体的实际利率约有一半的时间为负，而在82%的时间，其实际利率不到1%。不少国家处于不能偿付贷款或重组的边缘，尽管这些国家的那些高利率投资者需要证券，但仍然全面出现较低实际利率的情况。2007年以来，实际中央银行贴现率和银行存款率也显著降低。

非市场力量

毫无疑问，解释负实际利率较高发生率的一个关键因素是，危机期间许多发达经济体和新兴经济体所采取的雄心勃勃的扩张性货币政策（更广泛意义上还包括官方中央银行介入）。这提出了一个更大的问题，即当前利率在多大程度上反映了较大的官方参与者在

金融市场而非市场的立场。非市场力量在决定利率方面的较大作用是金融抑制的一个重要特征。

在美国证券市场，正在发挥越来越重要作用的官方参与者（即美国和外国的中央银行）在图2中一览无遗，而私营或市场外交易所的作用正在减少。这表明在1945—2010年期间，外部可交易美国国债加上政府支持企业（GSEs，如房利美和房地美）发行的债券所占份额的变化。外部证券主要是不由其他政府机构或美联储持有的部分。美联储购买的债券与（更重要的）国外中央银行（特别是中国，但也包括新兴的亚洲国家和其他新兴经济体）购买的美国国债在2010年占外部可交易债券的近50%；如果将政府支持企业发行的债券包括进来，这一比例将达到65%。这一比例是20世纪70年代初布雷顿森林体系崩溃以后美国实施扩张性财政政策以来最低的。后布雷顿森林体系时代（就像现在）是一个石油、黄金和日用品价格上涨、负实际利率、货币混乱和最终导致较高通货膨胀的时期。

近期的金融危机再次使发达经济体已为负值的实际利率进一步下降。

英国的情况与之类似。英格兰银行在危机后实施了量化宽松政策（英格兰银行作为英国的中央银行，购买了英国国债和其他金融资产）；2009年10月，还要求商业银行持有更高比例的英国债券（金边债券）

消除债务

金融抑制能够通过被称为流动性效应的方式消除大量政府债务，这相当于增加政府的收入，并已被新兴和发达经济体所采用。

国家	时期	流动性效应收入占比	
		占国民生产总值的百分比	占税收收入的百分比
阿根廷	1944—1974年	3.2	19.3
澳大利亚	1945—1968年、1971年、1978年	5.1	20.3
比利时	1945—1974年	2.5	18.6
印度	1949—1980年	1.5	27.2
爱尔兰	1965—1990年	2.0	10.3
意大利	1945—1970年	5.3	127.5
南非	1945—1974年	1.2	8.9
瑞典	1945—1965年、1984—1990年	0.9	6.5
英国	1945—1980年	3.6	26.0
美国	1945—1990年	3.2	18.9

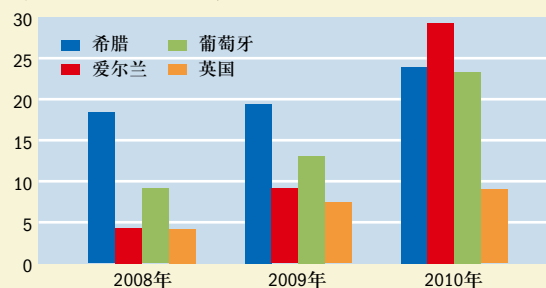
资料来源：Reinhart 和 Sbrancia (2011年)。

图3

购买本国产品

在政府压力下，希腊、爱尔兰、葡萄牙和英国的银行已大幅增加所持有的国内公共债务。

（占国家一般总债务比例）



资料来源：Reinhart 和 Sbrancia (2011年)；IMF的《世界经济展望》。

注：持有的国内公共债务包括政府总贷款和债券。总额并不包括欧洲中央银行所购买希腊、爱尔兰和葡萄牙的债券，截至2011年3月，其约占三个国家组合总政府债务的12%。总额并不包括通过养老金形式持有的政府债务。

垄断市场

近年来，发达经济体政府采取多种措施以创建或增加对公共债务的需求或者直接使用私人存款，如下：

法国，2010年：将养老储备金转为法国官方债务的受制买方。法国政府清偿国家退休储备基金（FFR），旨在为养老金体系提供长期的金融支持，并将370亿欧元的FFR用于2011—2024年每年向政府机构——社会保障体系债务服务基金（CADES）支付21亿欧元。2024年，所有FFR的剩余资产将转移至CADES。这意味着FFR资产分配的根本改变，从较长期手段变为较短时期手段，在整个时间段内，使FFR成为法国政府债券较大的受制买方。

爱尔兰，2010年：采用国家养老储备金对银行进行资产重组。由于银行业危机，爱尔兰国家养老储备金（NPRF）可能为重组爱尔兰银行投入约175亿欧元。国家养老储备金于2001年设立，用于资助2025年后爱尔兰的社会福利和政府公务员养老金。然而，2010年的一条法律指示爱尔兰国家养老储备金投资爱尔兰政府债券，并为2011—2013年爱尔兰政府将国家养老储备金用于资助资本支出提供担保。爱尔兰政府也建议以0.5%的私人养老基金为抵押，开展基金工作项目。

日本，2010年：取消日本邮政业务私有化，增加储蓄最高限额。新政府取消了2007年提出的日本邮政私有化计划，日本邮局也运行着一个庞大的储蓄系统，该系统是世界上最大的金融联合体，资产超过300万亿日元。新的法律将存款人能够在日本邮政银行的存款额翻番，增加到2000万日元，并将日本邮政保险公司的人身保险额从1300万日元提高到2500万日元。由于日本邮政一直

将约75%的资产用于购买日本政府债券，而消费者可能将存款转移至特定公司以享受政府保障，因此取消日本邮政私有化增加了受日本政府债务控制消费者的能力。

葡萄牙，2010年：将以前私有化的葡萄牙电信养老金私有化项目重新转归葡萄牙政府。葡萄牙政府能够迅速预定28亿欧元的额外收入，约占国民生产总值的1.6%。因此，葡萄牙政府能够大量削减2010财年预算赤字，与欧盟年度赤字削减目标相一致。

西班牙，2010年：限制存款的最高利率。财政部要求由其决定的各机构存款利率高于市场利率，从而使为存款保证基金的投资翻番。

英国，2009年：增加需持有的政府债券。英国金融服务管理局要求英国的银行、投资银行及分行或国外机构的分支机构持有更多高质量政府债券，并仅在第一年就将对短期基金的依靠减少20%。2011年：皇家邮政私有化。英国财政部计划在私有化前接受235亿英镑的转移资产和295亿英镑债务。

2008年以来，许多新兴市场国家采取一种或多种措施控制外国资本的流入，包括：巴西：2008年、2009年和2010年；捷克共和国：2008年；匈牙利：2011年；印度尼西亚：2010年；韩国：2009年、2010年；秘鲁：2009年、2010年；菲律宾：2010年；波兰：2011年；俄罗斯：2010年、2011年；南非：2010年；泰国：2010年；土耳其：2010年。

资料来源：Kirkegaard 和 Reinhart（2011年）；Magud、Reinhart 和 Rogoff（2011年）。

以满足更严格的清偿标准，这使得外部金边债券占全部未偿债券的约70%。如果国外政府（通过中央银行）持有比例增加，外部金边债券所占份额将显著降低并接近美国债券市场的水平。

欧洲中央银行购买的由希腊、爱尔兰和葡萄牙在2010年5月至2011年3月间发行的债券超过1000亿美元，并占三个国家政府总债务的约12%。

在购买政府债务方面，中央银行已成为一支更大的力量，这一状况在不确定的未来还将持续。担心货币贬值（同时还有对其国际竞争力的不良影响）推动许多新兴市场的中央银行大量购买美国国债。换句话说，对政府公债的买卖正日益受到非市场方的欢迎，而对债券价格相对于潜在的风险预测的信息内容提出质疑，已成为金融抑制系统的共同特征。

流动性效应

我们通过测算所谓流动性效应，即通过金融抑制政策削减的政府债务数额，确定了二战后发达经济体所削减的公共债务的数额（Reinhart 和 Sbrancia，2011年）。

为确定金融抑制所清偿的债务数额，要求政府对一段时期的债务预测进行重组。由于政府债务结构的复杂性，其在一段时间内在一个国家和不同国家间有着极大的不同，因此这样的重组是必要的。政府负债融资总成本受不同息票率、可交易和不可交易债务到期日和销售情况以及证券化债务与金融机构贷款比例等多种因素影响。

债务组合的重组必须反映到期债务的实际比例，以及可交易债务相对于不可交易债务的比例。债务组合的重组还必须包括计算总的名义利率和实际利率（经消费者物价指数调整）。

清偿发生的一年也是证券组合实际利率为负的一年。这是一个保守的定义。一个更全面的定义将包括政府债务的实际利率低于市场实际利率的时期。

这一定义包括从政府债务的实际负利率中获得的政府结余资金。这些结余资金被认为相当于政府收入，就像正常的预算收入，计算其所占 GDP 或税收收入的比例为一段时期内不同国家的流动性效应提供了标准方法。来自流动性效应的政府结余（收入）相当于计税基数与实际（负）利率的乘积。在此情况下，计税基数是累积的未偿还国内政府债务。

1945-1980年，美国至少有1/4的时间出现了流动性效应，而在其他国家可能更为频繁。

1945—1980年，美国至少有 1/4 的时间出现了流动性效应，而在其他国家可能更为频繁（见表）。政府所节省的资金数额通常较大且从来不是微不足道的。

对美国 and 英国而言，每年的流动性效应平均约占 GDP 的 3%—4%。这一规模的年度赤字削减在 10 年内迅速累积（即使没有一次性付清）。对澳大利亚和意大利而言，保持着较高的通货膨胀率，流动性效应更明显（每年约 5%）。这些较保守的估计进一步凸显了金融抑制在第二次世界大战后几十年间，在减少债务方面发挥的重要作用。

当前的金融抑制

发达经济体目前较充足的是政府债务，随之而来的政策挑战是为其找到可能的买主。值得关注的是，通过世界各国的中央银行大量购买政府债务将使名义和实际利率保持在低位。此外，最新的国际银行监管标准（巴塞尔 III）通过给予银行优惠待遇以满足资本需求，鼓励银行持有政府债务。

其他产生或扩大政府债务需求的方式可能更直接（见专栏 2）。例如，在金融危机最严重时期，英国的银行被要求在其所持证券组合中持有更多的金边债券。希腊、爱尔兰和葡萄牙的银行已经清偿了相当数量的国外资产，并利用其收益购买国内公共债务（见图 3）。因此，债务以低于市场的利率转入养老基金或其他更多受控国内金融机构的方法已经在几个欧洲国

家实行。西班牙最近再次提出一种实际银行存款最高利率形式。类似的趋势也在东欧国家蔓延。

而且，自布雷顿森林体系崩溃以来，新兴市场实行资本管制以期控制资本流入（热钱）失衡、潜在的经济过热、通货膨胀压力增大以及相关的竞争问题，国际社会对此的接受度高于其他任何时期。事实上，许多新兴市场已经开始采用这一政策。

评估这些多样化的政策的相对优缺点超出本文所述范围，但这无疑为未来的研究提供了充分理由。

明天还拥有什么

金融抑制有助于二战后迅速削减债务。目前，许多发达经济体的公共债务水平已达到二战以来的最高值。一些政府面临债务重组的可能。政府和私人的外部借贷（相对不稳定的资金来源）处于历史峰值。决策者在一段时间内将可能专注于债务削减、债务管理以及使偿还债务成本处于合理水平。在此背景下，金融抑制（其所希望达到双重目标——保持较低利率、创造或维持国内投资者）将继续受到青睐，而我们描述和讨论的措施和进展可能只是冰山一角。■

卡门·M. 莱茵哈特（Carmen M. Reinhart）和雅各布·F. 奇科贾德（Jacob F. Kirkegaard）是彼得森国际经济研究所研究员，M. 贝伦·史班西亚（M. Belen Sbrancia）是马里兰大学的一名研究生。

参考文献：

Kirkegaard, Jacob E., and Carmen M. Reinhart, 2011, "The Return of Financial Repression in the Aftermath of the Great Recession," forthcoming Peterson Institute Working Paper (Washington: Peter G. Peterson Institute for International Economics).

Magud, Nicolas E., Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, 2011, "Capital Controls: Myth and Reality—A Portfolio Balance Approach," Peterson Institute Working Paper 11-7 (Washington: Peter G. Peterson Institute for International Economics, February).

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2010, "From Financial Crash to Debt Crisis," NBER Working Paper 15795 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research); forthcoming in American Economic Review.

Reinhart, Carmen M., and M. Belen Sbrancia, 2011, "The Liquidation of Government Debt," NBER Working Paper 16893 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, March).