

新冠肺炎疫情下的发达国家 公共债务问题

□ 扈大威

〔提 要〕 新冠肺炎疫情暴发后，发达国家为应对疫情冲击出台的大力度财政干预措施，让其本已捉襟见肘的公共财政状况进一步恶化，债务失控风险上升。目前各国采取多种措施力图稳住债务市场，压低融资成本，控制债务规模继续攀升，并着手制定中长期减债计划，但前景并不乐观。严重的债务负担将诱发滞胀危机和债务危机，损害福利计划的财政基础，并削弱发达国家的国际行动力和影响力。

〔关键词〕 发达国家、公共债务、财政干预、世界经济

〔作者简介〕 扈大威，中国国际问题研究院国际战略研究所研究员

〔中图分类号〕 F810.5

〔文献标识码〕 A

〔文章编号〕 0452 8832 (2021) 6 期 0119-17

2008 年爆发的全球金融危机使发达国家的公共债务问题成为世界经济中一个引人注目的风险来源，公共财政问题逐步成为国际经济治理的优先事项。新冠肺炎疫情暴发后，发达国家为应对疫情带来的经济冲击被迫实施赤字财政，公共债务可持续性岌岌可危，已经成为影响国际金融稳定 and 世界经济平稳运行的核心变量，需要我们密切关注。

一、发达国家应对疫情的扩张性财政政策

自 2020 年 3 月世界卫生组织宣布新冠肺炎疫情构成全球大流行以来，

美国、欧洲等国家和地区已受到多轮疫情的严重冲击。经济上，因为抗疫需要而采取的封锁措施和社交隔离使经济活动骤停；同时，疫苗研发施打和病毒变异等因素的不断变化导致疫情反复，也影响了经济活动和信心的恢复。^[1]

疫情给发达国家经济带来的巨大不确定性和外部冲击主要体现在以下几个方面。第一，经济出现大幅下滑。根据国际货币基金组织发布的《世界经济展望》（World Economic Outlook），2020 全年发达经济体的增长率为 -4.5%，低于 -3.1% 的世界平均增速。其中，美国经济增长率为 -3.4%，欧元区经济增长率为 -6.3%，日本和英国经济增长率分别为 -4.6% 和 -9.8%。^[2] 受疫情影响，这些国家的金融市场也出现了剧烈波动。第二，失业率上升，民生困难严重。由于疫情大面积暴发和封锁导致的经济活动停摆，发达国家失业率猛增，大批民众陷入经济困境。第三，国际贸易和产业链遭到中断。由于全球疫情大面积扩散，边境管制和生产停滞对贸易的影响不断累积，各国阻断病毒传播的措施制约了关键原材料的供给。疫情引发的全球经济衰退迫使国际贸易活动整体收缩。世界银行分析显示，国际平均进出口规模在 2020 年下降幅度为 13.4%，超出 2009 年全球金融危机期间 3 个百分点，刷新二战结束以来最严重的贸易收缩纪录。^[3]

为应对疫情冲击，发达国家政府吸取应对 2008 年金融危机的经验教训，果断出台大力度货币和财政政策，力图稳定形势。

在货币政策方面，各国央行迅速采取果断行动，稳定金融市场。一是降低利率，实行前瞻指引，缓和 market 紧张，支持总需求，促进经济复苏。美联储 2020 年 3 月两次下调联邦基金利率，从 1.50~1.75% 降至 0~0.25%。加拿大、英国、澳大利亚和新西兰等国央行也大幅下调利率。二是购买资产，解决关

[1] Richard Baldwin and Beatrice Weder di Mauro eds., *Economics in the Time of COVID-19*, CEPR Press, 2020, pp.1-30.

[2] International Monetary Fund, "World Economic Outlook: Recovery During a Pandemic," October 2021, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>. (上网时间：2021 年 10 月 15 日)

[3] 吉嘉：“国际经济复苏面临前所未有的不确定性”，《财政科学》2020 年第 9 期（总第 57 期），第 62 页。

键性金融市场失灵问题，并进一步支撑总需求。美联储于 2020 年 3 月重启量化宽松计划，无限量购买国债及抵押担保证券。欧央行于 2020 年 3 月推出“大流行紧急购债计划”（PEPP），初始额度高达 7500 亿欧元，此后又分别追加 6000 亿欧元和 5000 亿欧元购债额度，总规模达到 18500 亿欧元，用于购买成员国政府债券和商业票据。^[1] 三是提供流动性和信贷支持，根据不同成本及抵押条件向金融和非金融机构提供限期信贷。四是各国监管当局放宽监管和宏观审慎标准，包括放宽资本和流动性要求以及放宽抵押品资格，以方便提供信贷。

在财政政策方面，各国根据疫情对经济社会冲击的特点，采取有针对性的救助和刺激措施。一是在疫情早期即紧急推出旗舰项目，统筹考虑疫情防控和经济振兴需要，大力度实施干预，以稳定民心、安抚市场。美国政府于 2020 年 3 月出台的“新冠援助、救济与经济安全法案”（CARES）总计拨款 2.3 万亿美元，是美国历史上最大规模的单一救济法案。欧盟则于 2020 年 5 月通过“下一代欧盟”（Next Generation EU）计划，其中包括 4500 亿欧元拨款和 4100 亿欧元贷款，此外还就总额 10743 亿欧元的欧盟 2021-2027 年度长期预算达成协议。德国、法国、英国、意大利和西班牙等国也先后推出本国一揽子财政救助措施。二是面向企业提供贷款和担保，帮助企业渡过难关。美国联邦政府通过 CARES 法案向受疫情影响的企业贷款 5000 亿美元，向小企业发放 3670 亿美元贷款。欧盟出资 5000 亿欧元为企业提供安全保障。意大利和西班牙分别为本国企业提供 7500 亿和 1000 亿欧元贷款担保。三是以保民生为重点，向受疫情影响的居民提供精准援助。美国政府数次向美国公民发放现金，帮助人们摆脱因失业导致的财政困境；将失业福利发放拓展到暂时裁员者、临时工和自由职业者；为避免租客和抵押贷款购房者因无法缴付房租或按期还贷而遭驱逐或被取消抵押品赎回权，规定延长抵押贷款还款期限及抵押品赎回权中止的期限。欧盟在疫情暴发后鼓励雇主采取暂时休假等措

[1] European Central Bank, “Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP),” <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>. (上网时间：2021 年 10 月 20 日)

施，尽量避免裁员，抑制失业率上升。四是拨款推动疫苗研发，为新冠病毒检测支付费用。美国联邦政府还向医院、地方政府和教育机构拨款，并向依靠免费学校午餐而学校受疫情影响关闭的家庭发放现金等。^[1]

根据国际货币基金组织2021年4月发布的《财政监测》（Fiscal Monitor）报告，仅2020年美国向受疫情影响的家庭、企业、州及地方政府提供的援助就相当于其GDP的16.7%，日本和英国政府提供的援助分别为本国GDP的15.9%和13%，欧元区成员国的财政援助力度也达到了GDP的10%。^[2]各国政府应对疫情的财政支出远远超过了2008年金融危机后的财政支出。截至2021年3月17日，世界各国用于应对疫情的财政支出累计达到16万亿美元。其中，10万亿美元为追加财政开支和税收减免，6万亿美元为政府提供的贷款、担保和资本注入。^[3]

上述干预措施有效缓解了疫情造成的生命损失和对经济民生的影响，有针对性的财政措施还减少了工作岗位流失，防止了大规模企业倒闭潮，并减少疫情对经济潜力的长久损害。据估计，财政干预措施使各国GDP降幅减少了2个百分点。但与此同时，赤字支出对发达国家财政状况构成巨大压力。美国2020财年预算赤字增加200%，达到3.1万亿美元；2021财年再次出现3万亿美元赤字，致使该国公共债务总额急剧增加，债务形势濒于失控。

二、发达国家财政形势因疫情进一步恶化

新冠肺炎疫情是在发达国家财政和货币政策空间都已经极度逼仄的情况下突发的一场公共卫生事件。大力度的赤字财政进一步透支各国政府本已捉

[1] “Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) Act: What Was in the \$2 Trillion Corona Virus Stimulus Bill?,” Investopedia, <https://www.investopedia.com/coronavirus-aid-relief-and-economic-security-cares-act-4800707>. (上网时间：2021年10月11日)

[2] International Monetary Fund, “Fiscal Monitor: A Fair Shot,” April 2021, p.5, <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021>. (上网时间：2021年10月11日)

[3] *Ibid.*, pp.9-10.

襟见肘的财力，显著推高了公共债务水平。

疫情暴发前，发达国家的公共财政状况已趋于恶化，并呈现以下特征：

一是总体公共债务水平同步处于高位。发达国家的公共债务水平普遍高于新兴国家和发展中国家，并超出国际公认的安全负债警戒线。据国际货币基金组织统计，2019 年发达经济体公共债务占 GDP 之比为 105.3%，新兴经济体和中等收入经济体为 52.6%，低收入发展中国家则为 43.3%。一般认为，公共债务占本国 GDP 之比以不超过 60% 为安全稳健，欧盟《稳定与增长公约》（Stability and Growth Pact）即以此标准作为欧元区成员国财政纪律加以执行；世界银行研究报告则把合理公共债务负债水平确定为 GDP 的 77%，超出这个指标就会拖累经济增长；^[1] 美国经济学家莱因哈特（Carmen M. Reinhart）和罗戈夫（Kenneth S. Rogoff）则把不影响正常经济增长的公共债务水平确定为 GDP 的 90%。^[2] 无论以何种标准看，疫情前发达国家的公共债务水平已远超安全警戒线。

二是依托强大金融市场压低债务融资成本。发达国家资本雄厚，金融市场高度发达，政府融资成本远低于新兴市场和发展中国家。即便如此，为维持高水平的债务经济循环，减少利息支出压力，发达国家仍不得不依靠央行压低利率，频繁诉诸量化宽松政策，人为控制政府负债成本。疫情前，主要发达国家都依靠央行干预维持国债市场运行，利率形成的市场机制事实上已受到严重损害，价格信号发生扭曲，一定程度上掩盖了债务风险的严重程度，并导致债务成瘾和债务依赖。

三是公共债务可持续性承压，部分国家和地区爆发公共债务危机。在公共债务的 GDP 占比超过 80% 之后，发生债务流动性危机乃至债务可持续性危

[1] Mehmet Caner, Thomas Grennes, and Fritz Koehler-Geib, “Finding the Tipping Point -- When Sovereign Debt Turns Bad,” World Bank Policy Research Working Paper 5391, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/3875>.（上网时间：2021 年 10 月 18 日）

[2] Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, “From Financial Crash to Debt Crisis,” NBER Working Paper 15795, March 2010, <https://www.nber.org/papers/w15795>.（上网时间：2021 年 10 月 18 日）

机的概率大大上升。由于货币联盟制度设计的缺陷，在市场投机压力下，欧元区部分边缘国家国债收益率走高，融资成本大幅上升，率先爆发局部主权债务危机。在美国，小布什、奥巴马和特朗普三任总统连续实行减税和大力度赤字财政，任内新增国债分别达到 4.3 万亿、9.5 万亿和 7.6 万亿美元；围绕提高政府债务上限，民主、共和两党较量亦持续不断，时时牵动资本市场神经。日本的公共债务率也在不断走高，陷入严重的资产负债表衰退，大部分政府开支都要通过发债筹集，经济增长极度乏力。

四是经济金融化加重债务负担。自 20 世纪七八十年代经济金融化、金融全球化进程启动以来，发达国家内部因金融体系的无序扩张而产生并堆积大量债务，这些债务主要表现为买入现存资产，而非向生产领域投资。^[1]与此同时，实体经济则因投资不足而增长乏力。一方面，债务创造驱动了金融繁荣和资产泡沫的形成、破裂；另一方面，经济繁荣时期留下的债务积压导致后危机时期经济复苏乏力。2008 年金融危机后，发达经济体央行诉诸过度宽松的货币政策，释放大量流动性；这些流动性无法进入实体经济，提升劳动生产率，而是在过度膨胀的金融体系里打转，攫取金融收益，构成了低利率（负利率）、低通胀、低增长、高债务的局面。

五是错失财政整固良机。发达国家未能抓住金融危机后世界经济逐步复苏的有利时机进行财政巩固，以改善赤字状况，实现财政盈余，为未来可能发生的紧急支出预留财政缓冲空间。同时，各国在金融危机后出台的一系列包括量化宽松、控制收益率曲线、负利率或零利率、大银行定向放款在内的超常规货币政策，其边际递减效应逐步显现，事实上透支了政府信用，挤压了发达国家政府为应对下一次危机预留的财政和货币政策缓冲空间。

自 2008 年金融危机以来，发达国家的经济即陷入所谓“长期停滞”（secular stagnation）的状态。大多数观察家认为，在美联储和其他国家央行激进货币政策的推动下，由金融危机导致的异乎寻常的深度衰退必然转

[1] [英]阿代尔·特纳：《魔鬼和债务——货币、信贷和金融体系重建》，王胜邦、徐惊蛰、朱元倩译，中信出版集团，2016 年，第 3 页。

化为强劲复苏，但实际的经济走势远较人们预测的疲弱，也比此前历次危机复苏的步伐缓慢。^[1] 尽管危机后美国联邦基金利率停留在接近为零的位置长达6年之久，欧元区关键利率为负，七国集团央行集体扩张资产负债表超过5万亿美元，释放了大量流动性，但到2015年，美国GDP总量比国会预算办公室2009年8月的预测值少了1.3万亿美元，而欧元区由于在边缘国家实行了紧缩政策，其整体经济增速远低于美国。^[2] 经济复苏缓慢导致发达国家公共债务与GDP之比居高不下，债务负担随之加重。

造成经济长期停滞的根本原因在于一国储蓄过剩而投资不足，而这是由经济、社会、人口和技术进步等多种因素导致的，例如贫富分化使财富向储蓄倾向更强的富人集中，人口老龄化使退休后存活年限延长，促使人们增加储蓄以备养老之需，技术进步和新经济业态对投资的需求大幅减少，外国央行和主权财富基金对发达国家资产的投资减少了本国居民投资机会等。由于资本过剩而导致实际利率不断下降，储蓄与投资需在实际利率为负时才可能勉强实现平衡。英格兰银行的一项研究发现，发达工业化国家经济的中性利率（neutral real interest rates）在过去30年间下降了大约4.5个百分点，并有可能持续保持在低位。^[3]

从国民经济恒等式^[4]的角度理解，发达国家公共债务的增加实际上是经

[1] 对于金融危机后异常乏力的经济复苏，经济学家提出了多种理论解释，包括罗戈夫（Kenneth Rogoff）的债务积压理论，戈登（Robert Gordon）的供给侧逆风理论，伯南克（Ben Bernanke）的储蓄过剩说，以及克鲁格曼（Paul Krugman）的流动性陷阱说，参见 Lawrence H. Summers, “The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do About It,” *Foreign Affairs*, March/April 2016, Vol.95, Issue 2, pp.2-9.

[2] Lawrence H. Summers, “Accepting the Reality of Secular Stagnation,” *Finance & Development*, International Monetary Fund, March 2020, Vol.57, No.1.

[3] Lukasz Rachel and Thomas D. Smith, “Secular Drivers of the Global Real Interest Rate,” Bank of England Working Paper No.571, December 11, 2015, <https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2015/secular-drivers-of-the-global-real-interest-rate>.（上网时间：2021年10月18日）

[4] 国民经济恒等式是利用基本会计准则对一国宏观经济中官方、私人及外国三个部门之间的关系进行分析的一种方法，其基本思想是三者加总为零，即一方资产表现为其他两方的负债，一方负债表现为其他两方资产。如不考虑外国部门，即不考虑经常账户和资本账户的盈亏，假定一国只有公共部门和私人部门，则公共部门负债增加意味着私人部门的资产增加。

济长期停滞状态下，通过国债吸纳私人部门过剩储蓄的结果。只要导致储蓄和投资关系失调的因素存在，这些国家的公共债务水平就不可能实质性下降。从目前长期债券的收益率水平看，市场投资者普遍认为，日本式的经济停滞将在未来相当长时间里困扰发达资本主义工业化国家。

新冠肺炎疫情的冲击使发达国家储蓄与投资之间的失衡更趋恶化，公共财政负担显著加重，可谓雪上加霜。短短两年时间里，发达国家公共债务与GDP之比就由2019年的103.8%上升到2021年的122.5%，增加近20个百分点。其中，美国由108.2%上升到132.8%，欧元区由84.0%上升到98.2%，日本则由234.9%上升到256.5%。^[1]

面对新的危机，各国政府只能进一步打破常规和禁忌，不计后果采取更加激进的政策措施，特别是加大央行购买公共债券的力度。自2020年2月以来，各国央行均大量购入政府发售的公共债券，其中日本央行购买了全部发行额的75%，欧央行购买了71%，美联储购买了57%，^[2]这相当于直接开动印钞机印钱。虽然这样的举措在非常时期属于特事特办，但是存在通胀失控的风险。目前，美国通胀率已经连续数月超过5%。

三、维持较高水平公共债务的策略与挑战

政府是否应当举债，以及维持多高水平的公共债务为宜，历来都是引起广泛争论的问题，需要综合考虑政府职能演变、国民经济的结构性变化、各国税收能力和水平，以及公共债务用途等多方面因素。限于篇幅，本文仅就维持债务经济运行所涉及的宏观经济条件及公共政策制定作初步探讨。

第一，维持高水平公共负债有赖于低利率环境，以确保公共债务融资成

[1] International Monetary Fund, "Fiscal Monitor: A Fair Shot," p.4.

[2] International Monetary Fund, "Fiscal Monitor: Policies for the Recovery," October 2020, p.2, <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>. (上网时间: 2021年10月18日)

本可控。对发达国家而言，主权国家的公共债务区别于私人债务的显著特点是借贷主体永续存在，且几乎没有破产风险。因此，主权国家政府可以不断借新还旧，维持债务周转，只要能按时偿付利息，即可长期占有一部分社会资金。因此，利率水平决定了政府可承受的债务规模。随着公共债务规模不断膨胀，利率差异对政府财政收支平衡的压力将越发增大，利息支出占政府财政支出的比重也越大。一般认为，只要利率水平低于同期经济增长率，就可以维持公共债务可持续性，防止债务规模失控。部分学者据此判断，由于长期停滞条件下利率水平一直低于经济增速，发达国家有能力维持现有债务规模。当前发达国家理想的债务管理策略是维持现有债务水平，不急于主动实行财政紧缩，但也要确保不增加新的债务，通过增税保障新增开支。^[1]

这一策略的问题在于，由于现有债务存量过高，债务平衡只有在极低的利息水平才能得以维持。例如，美国国债规模在 2021 年底有望达到 30 万亿美元，即便这些债务只有 2% 的年平均收益率，美国政府每年也要支出 6000 亿美元债务利息。而 2021 财年美国联邦政府财政预算不过 4.89 万亿美元，这就意味着利息支出占全部支出的比例将达到 12.3%。目前美国的 10 年期国债收益率(1.584%)高于德国(-0.0945%)、日本(0.082%)和意大利(0.918%)，^[2]美债尚可对投资者保持一定吸引力并使政府财政压力可控。但是，如美联储决定加息，政府偿债成本必将随之增加。为压低借贷成本，美国财政部正在考虑发行 50 年期甚至 100 年期国债，通过延长债务久期减轻偿债压力，同时考虑在市场利率较低的时期，通过借出低利率贷款，提前偿还以前高利率债务，实现债务替换，减少利息支出。

第二，大幅扩张央行资产负债表可有效降低政府偿债成本，但潜在通

[1] Olivier Blanchard, "Public Debt: Fiscal and Welfare Costs in a Time of Low Interest Rates," Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 19-2, February 2019, <https://www.piie.com/publications/policy-briefs/public-debt-fiscal-and-welfare-costs-time-low-interest-rates>. (上网时间: 2021 年 10 月 18 日)

[2] 参见 <https://cn.investing.com/rates-bonds/government-bond-spreads>. (上网时间: 2021 年 11 月 13 日)

胀压力不容忽视。新冠肺炎疫情暴发后，各发达国家通过央行直接购买政府发行的债券，大量货币被投放到市场。与此前实行量化宽松政策时的操作不同，此次央行不是在二级市场上从私人机构买入政府公共债券，而是直接从财政部购买债券。这种做法显著降低了债券收益率，但也被认为打破了现代货币政策禁忌，存在发生恶性通胀的风险。^[1] 例如，仅在2020年3月至6月间，美联储的资产负债表就扩张了3万亿美元。该机构在3个月内“印制”的货币就超过了其在第一个百年间（1913—2013）印制的总量。欧央行和日本中央银行也随后跟进。央行资产负债表扩张增发的货币相当于各国GDP的15~25%。^[2]

美国劳工部公布的最新数据显示，2021年10月美国消费价格指数（CPI）同比上涨6.2%，高于市场预期，涨幅创1990年12月以来最高水平。同月，欧元区通胀率也达到4.1%。美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）、财政部长耶伦（Janet Yellen）在多个场合表示，美国2021年4月以来的通胀上升由疫情期间供应链中断、供需失衡引起，也和财政救助增加人们可支配收入及消费倾向有关，有望随着供应链修复、产能恢复及财政支持措施到期而缓解，暗示疫情期间央行购买国债而增发的货币不会导致严重、持续的通货膨胀，央行目前尚不必加息及收紧流动性，可静待通胀退潮。^[3] 但美国前财长萨默斯（Larry Summers）和安联保险首席经济学家埃里安（Mohamed A. El-Erian）等人则认为，当前通胀具有深刻的结构性原因，美国经济已明显过热，美联储应对通胀的步伐已经滞后，必须尽快出台相应措施，防止通胀进一步

[1] Eran Yashiv, “Breaking the Taboo: The Political Economy of COVID-Motivated Helicopter Drops,” March 26, 2020, <https://voxeu.org/article/political-economy-covid-motivated-helicopter-drops>. (上网时间：2021年10月22日)

[2] Athanasios Orphanides, “The Year the Power of Central Bank Balance Sheets Was Unleashed,” in Bill English, Kristin Forbes, Ángel Ubide, *Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era*, Vox ebook, June 3, 2021, p.341.

[3] Allison Nathan, “Interview with Jan Hatzius,” in Goldman Sachs Global Macro Research, *Top of Mind*, Issue 97, April 1, 2021, pp.4-5.

抬头。^[1]

第三，控制公共债务规模所必须的增收节支、财政紧缩面临严重阻力。要实质性改善政府财政状况，减少政府赤字，主要途径无外乎开源和节流。一是增加税收收入。在经济全球化条件下，随着资本跨境流动的障碍消失，不同国家间税收竞争加剧，各国政府的经济主权特别是自主制定税率的能力受到极大限制。由于对资本加税将导致税源流失，各国平均税率逐步走低。为克服税收领域的逐底竞争，美国财政部出面推动国际多边税收政策协调与合作，限制跨国公司在母国和投资东道国之间的国际避税行为。经济合作与发展组织（OECD）2021年10月发布公报称，其牵头设计的国际税收制度改革方案已获得全球136个国家和司法管辖区的认可。新税收方案引入15%的最低全球公司税率，预计从2023年起落实，同时推动各国就避免税收竞争开展合作。^[2]二是削减政府预算，但各国在这方面将遇到不小的政治阻力。在美国，养老金、医疗保险、社会保障等法定支出难以撼动，为维护霸权地位军费也要逆势增加，而在其他支出上的每一项削减都意味着相关群体利益受损，不可避免要经历激烈的政治斗争。欧洲国家的社会福利支出比重远高于美国，由于福利支出的棘轮效应（ratchet effect）^[3]，这部分开支不仅难以压缩，而且呈逐年上升之势。南欧国家国力弱小，在欧债危机期间被强迫实施的大力度财政紧缩给民众造成极大痛楚，直接导致各国政府垮台，国内政治民粹化倾向抬头，疑欧仇德情绪发酵。法国“黄马甲”运动也折射出福利开支缩减可能引发的剧烈反弹。以上种种因素足以让准备拿福利计划开刀

[1] Larry Summers, “On Inflation, It’s Past Time for Team ‘Transitory’ to Stand Down,” <http://larrysummers.com/2021/11/16/on-inflation-its-past-time-for-team-transitory-to-stand-down>（上网时间：2021年11月7日）；Allison Nathan, “Interview with Mohamed A. El-Erian,” in Goldman Sachs Global Macro Research, *Top of Mind*, Issue 103, November 17, 2021, pp.4-5.

[2] OECD, “International Community Strikes a Ground-Breaking Tax Deal for the Digital Age,” October 8, 2021, <https://www.oecd.org/newsroom/international-community-strikes-a-ground-breaking-tax-deal-for-the-digital-age.htm>.（上网时间：2021年10月18日）

[3] 棘轮是一种只能单方向转动的齿轮，在向另一个方向转动时，其上的齿爪会起到制动作用，阻碍其转动，直至其停止。经济学上用“棘轮效应”描述人的消费（包括福利开支）习惯形成之后具有不可逆性，易于向上调整，而难以向下调整。

的政客三思而行。

第四，从根本上缓解债务压力必须通过增加公共投资，发挥积极财政政策的作用，提升长期经济增速。根据经济长期停滞的理论，在私人投资不足的情况下，政府必须增加负债，用公共投资的方式改变本国经济中储蓄与投资的失衡，为经济增长提供动力。这就意味着，尽管目前发达国家公共债务已经居高不下，但根本的解决之道不是实行财政紧缩，而是增发债务，用于公共投资。以美国为例，目前拜登政府拟大力投资基建。白宫在公布 2021—2022 财年财政计划的说明中强调，自 20 世纪 60 年代以来，美国国内公共投资的 GDP 占比已经下降了 40%。^[1]2018 年，美国用于新建及维护交通基础设施的各类资金只相当于 GDP 的 0.5%，日本和英国的此类开支约为 GDP 的 1%，而中国的这一开支则接近 GDP 的 6%。^[2]为改善国内基础设施状况，与中国竞争，美国正通过公共投资拉动经济增长，并增加对科研经费的投入，以维持美国的国际竞争力优势。同时，各国在疫情期间推出的财政刺激措施还着力化危为机、推动经济转型，利用债务融资加大对经济数字化转型、应对气候变化和绿色可持续发展的支持力度，同时对个人收入征收更高的累进税，纠正在疫情中不断扩大的不平等现象。欧盟即通过“下一代欧盟”计划加大对数字化转型和绿色发展的资助，其中绿色开支占其一揽子刺激计划（相当于 GDP 的 5.5%）的 30%。法国计划拨出用于与气候变化应对有关项目的开支相当于本国 GDP 的 1%。^[3]

中期看，随着经济复苏步伐加快，发达国家将逐步采取财政收缩措施，财政赤字也将随之减少。如果利率与经济增长率之间的差距继续保持在有利区间，财政措施亦按计划调整，中期内多数发达经济体债务与 GDP 之比将会

[1] The White House Office of Management and Budget, “Fact Sheet: The President’s Budget for Fiscal Year 2022,” May 28, 2021, <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2021/05/FINAL-FY22-Budget-Overview-Fact-Sheet.pdf>.（上网时间：2021 年 10 月 18 日）

[2] Jan Hatzius and Daan Struyven, “Bidenomics: An International Perspective,” in Goldman Sachs Global Macro Research, *Top of Mind*, Issue 99, June 29, 2021, p.13.

[3] International Monetary Fund, “Fiscal Monitor: Policies for the Recovery,” p.24.

稳定下来，预计 2026 年发达国家的公共债务与 GDP 之比将为 121%，比疫情前高出 17 个百分点。这一比例在美国将继续上升，达到 134.5%，而在欧元区则将下降到 92%。^[1]

不过，从长期来看，发达国家要显著降低公共债务将面临重重困难。一是经济复苏和增长后劲不足，经济总量不可能显著扩大，不足以实质性减轻相对债务；二是未来税收增加幅度有限，而财政支出刚性较强，紧缩余地不大，实现财政盈余难度较大；三是通过举债加大公共投资来增强经济增长后劲，需要较长时间才能奏效，在现有债务水平上大力推行将加剧债务负担，危及债务的可持续性。因此，发达国家持续稳定降低债务水平、实质性减轻债务负担的希望不大。即便保持现有债务水平不再升高，也需要未来相当长时间里不出现任何严重的经济金融危机、地缘冲突事件以及类似新冠肺炎疫情这样的重大突发事件，尤其不能强推发达经济体与新兴经济体脱钩，否则极有可能引发严重通货膨胀，导致发达国家公共债务破坏性违约。

四、影响及未来展望

从财政收支 GDP 占比的角度来看，发达国家政府都是不折不扣的大政府，承担着政治、经济、社会、安全等领域的全方位职能。政府财政不但要承担各种直接开支，维持庞大的社会保障经费，还要为整个金融体系提供隐性担保，因此居高不下的公共债务将给各国带来广泛深刻影响。

（一）滞胀和债务危机风险上升

目前，发达国家的财政在很大程度上依靠本国央行续命，大规模的财政赤字货币化操作已使各央行独立性丧失殆尽。宽松的货币政策和财政政策持续吹起各种资产和信贷泡沫。在实体经济受到疫情影响而苦苦挣扎的同时，虚拟经济却热火朝天，到处是高企的市盈率和低迷的股票风险溢价，住宅和

[1] International Monetary Fund, “Fiscal Monitor: A Fair Shot,” p.7.

科技资产价格疯涨，特殊目的收购公司（SPAC）、虚拟资产、高收益率企业债、贷款抵押债券、私募股权和模因（meme）股票^[1]等领域充斥着非理性繁荣，从政府现金发放中得到意外之财而又无生活压力之虞的人士纷纷携资涌入行情不断高涨的股市从事投机。这种看似繁花似锦、烈火烹油的局面总有一天会迎来自己的“明斯基时刻”^[2]，货币策略略微收紧或足以导致金融市场信心的全面崩溃。^[3]

随着公共部门和私人部门债务都达到极高水平，发达国家事实上已掉入债务陷阱。一旦通货膨胀在未来几年里高企，各家央行将面临进退两难的困局。如果退出反常规的政策，开始加息，以对抗通货膨胀，政府债券收益率将会上升，使持有公共债券的金融机构和各国央行遭受损失，从而加重大规模债务危机和严峻经济衰退的风险；反过来，如果继续维持宽松政策，通货膨胀就可能窜升到两位数水平，一旦下次供给侧冲击袭来，类似 20 世纪 70 年代的经济滞胀就可能再现。不同之处在于，现时无论发达经济体还是新兴市场经济体的债务比率都远高于当时，这将大大限缩政府和央行的政策回旋空间。

（二）长期财政挑战严峻

包括医疗、养老保险和失业保险在内的社会保障支出是发达国家最主要的财政支出，它们属于法定支出，同时将随人口结构的变化而呈现长期增长趋势。早在 2008 年金融危机爆发之后，国际清算银行即对发达国家中长期社会保障支出作出测算，指出发达国家在未来二三十年间将承受巨大财政压力。现在，这种压力已经逐步显现。^[4]

[1] 模因股票，又称迷因股票，泛指社交媒体上散户们热衷购买的股票。这些股票的公司基本面并不具有长期投资价值，通常由散户情绪推动，容易出现非理性股值和极高波动性。

[2] 明斯基时刻（Minsky Moment）是指美国经济学家海曼·明斯基（Hyman Minsky）所称资产价格崩溃的时刻。明斯基认为，经济长时期稳定可能导致债务增加、杠杆比率上升，进而从内部滋生爆发金融危机和陷入漫长去杠杆化周期的风险。

[3] Nouriel Roubini, “The Looming Stagflationary Debt Crisis,” *Project Syndicate*, June 30, 2021, <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflation-debt-crisis-2020s-by-nouriel-roubini-2021-06>.（上网时间：2021 年 10 月 21 日）

[4] Bank for International Settlements, “Fiscal Sustainability in the Industrial Countries: Risks and Challenges,” BIS Annual Report, June 2010, <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2010e5.htm>.（上网时间：2021 年 10 月 25 日）

以美国为例，随着 7700 万婴儿潮一代人进入退休年龄，加之医疗成本上涨，美国联邦社会保障和医疗保健的开支大幅增加，由 2008 年的 12340 亿美元增加到 2016 年的 19660 亿美元，增幅达到 59%。这些福利支出的膨胀对同期联邦支出增加的贡献率高达 84%。^[1] 根据美国国会预算办公室在疫情暴发前的测算，自 2017 年起往后 10 年，联邦社会保障和医保开支每年将额外增加 1.6 万亿美元。这些开支项目及其连带产生的债务利息将在未来 30 年里使公共债务与 GDP 之比翻倍，同时使美国公共债务总额从 20 万亿美元增加到 92 万亿美元。^[2] 疫情冲击无疑将令上述挑战更趋严峻。为应对养老金计划的资金压力，目前多个发达国家采取提高退休年龄、降低养老金标准等措施，努力维持养老金计划的财政平衡。

当前，发达国家政府实行金融压制政策，即强制金融机构购买政府债券，并通过央行操作人为压低利率，从而减轻公共财政的借贷成本。但是，政府财政压力的减轻是以损害机构投资者收益为代价的。由于发达国家的养老基金、保险资金等是国债的重要投资方，长期压低国债收益率将直接损害上述机构的投资收益，甚至导致一些基金的亏损和破产。这种金融压制持续的时间越长，发达国家社会保障基金的损失就越大，这实际上是透支未来、补贴当下的另一种形式。

（三）爆发主权债务危机风险再现

疫情冲击下，欧元区债务形势进一步恶化。原本就没有彻底走出上次危机的南欧国家，由于服务业占国民经济比重较大，受疫情影响和冲击尤为明显。加之原有债务积压严重，为应对疫情实行的财政救助和刺激措施将加剧这些国家的债务负担。目前希腊、意大利和西班牙的公共债务 GDP 占比已分

[1] Brian Riedl, "Obama's Fiscal Legacy: A Comprehensive Overview of Spending, Taxes, and Deficits," Manhattan Institute Report, September 2017, p.14, <https://www.manhattan-institute.org/html/obamas-fiscal-legacy-comprehensive-overview-spending-taxes-and-deficits-10669.html>. (上网时间：2021 年 10 月 25 日)

[2] Congressional Budget Office, "The 2017 Long-Term Budget Outlook," March 30, 2017.

别达到 213.1%、155.6% 和 117.1%，^[1] 意大利国债收益率再次出现向上浮动，引发人们对该国再度遭遇主权债务危机的担忧。^[2]

为防止主权债务危机卷土重来，欧盟机构严阵以待，采取系列措施加以应对。一是由欧央行加大购买成员国主权债券的力度，平抑收益率曲线，降低成员国融资成本，慑止市场投机；二是在疫情救助和经济刺激计划中加大欧盟共同预算的额度，缓解成员国财政紧张所造成的开支压力；三是通过联盟集体信用发债，并且增大直接拨款的数额，在成员国风险共担、信用共享的方向上又向前迈进一步。目前欧元区主权债券市场暂时平静，但未来意大利等国的公共债务仍构成重要风险源。

（四）限制发达国家的国际行动力和影响力

由于财政能力严重受损，美西方发达国家的对外行动力和地缘政治投射能力将受到显著限制，其国际影响力和软实力也必然随之流失。长期以来，发达国家在发展援助、气候变化、国际多边组织会费缴纳等领域都是主要出资方，资金方面的雄厚实力是发达国家主导国际政治议程的底气所在。随着各国财力日蹙，它们对多边合作的支持也将减弱。以气候变化领域的资金筹集为例，在哥本哈根和坎昆会议上，发达国家承诺到 2020 年每年共同调动 1000 亿美元资金用于应对气候变化。《巴黎协定》要求发达国家继续带头为发展中国家动员气候资金。然而十多年来，发达国家未能真正兑现这一承诺。

《自然》杂志报告显示，发达国家每年提供的气候出资不仅总额不达标，而且存在掺水、凑数等问题，一些国家甚至试图把私营领域绿色投资和与气变无关的传统基建项目也列入官方的气候出资，实际提供的有效资金远低于官方通报数据。美国仅完成应尽份额的不足 20%，澳大利亚、加拿大等国不足

[1] International Monetary Fund, "Fiscal Monitor: A Fair Shot," p.4.

[2] Stefano Corradin, Niklas Grimm and Bernd Schwaab, "Euro Area Sovereign Bond Risk Premia during the Covid-19 Pandemic," European Central Bank Working Paper Series No.2561, May 2021.

一半。^[1]

财政紧张还将加剧发达国家之间的矛盾斗争。典型的例子是美国及其盟友围绕军费开支展开的博弈。早在奥巴马总统任内，美国即要求欧洲的北约盟国增加防务开支，杜绝防务“搭便车”行为，减轻美国财政压力。特朗普时期，美国进一步加大对盟国的压力，要求各国分担更多美国驻军费用。但是，由于各国财政压力巨大，福利开支负担沉重，美国施压效果并不明显。根据北约发布的 2020 年度报告，当年北约成员国中美国 GDP 占比为 53%，欧洲盟国和加拿大 GDP 占比为 47%，但在军费开支方面二者的比例分别为 71%、29%。尽管自 2014 年以来，加拿大和欧洲北约盟国增加了 1900 亿美元国防开支，北约 30 个成员国中也只有 11 个在 2020 年达到了军费 GDP 占比 2% 的标准。在新冠肺炎疫情加剧各国财政压力的背景下，北约成员国在 2024 年实现军费开支全员达标的目标并不乐观。^[2] 疫情后日益沉重的公共债务负担，恐将进一步削弱发达国家在国际事务中的影响力。

【责任编辑：吴劭杰】

[1] “The Broken \$100-Billion Promise of Climate Finance — and How to Fix It,” *Nature*, October 20, 2021, <https://www.nature.com/articles/d41586-021-02846-3>.（上网时间：2021 年 11 月 7 日）

[2] NATO, “The Secretary General’s Annual Report 2020,” pp.49-51, https://www.nato.int/nato_static_fl2014/assets/pdf/2021/3/pdf/sgar20-en.pdf.（上网时间：2021 年 11 月 7 日）