

全球政府债务问题的困境及对新兴经济体的启示

边卫红 张 伊^①

摘要：2008 年金融危机爆发以来，由扩张性财政政策引发的政府债务问题成为各国学术界的关注热点，债务问题不仅影响欧美等发达国家的经济发展，同时对新兴市场的发展和金融市场稳定造成危害，从全球的角度分析政府债务问题对于金融稳定性较差的新兴经济体尤为关键。本文以全球债务总量及结构变化为视角，通过对比发达经济体和新兴经济体债务特点，着重分析了拉美、希腊债务危机的起因。接着，通过日本债务结构以及美国债务经济模式，解析政府债务的国际循环和传导机制。最后，针对当前全球债务问题和经济走势为新兴经济体提出减少双顺差、控制财政赤字水平以及加速产业转型的政策建议。

关键词：全球债务；政府债务；传导机制；新兴经济体

一、引言

近年来，各国政府为促进经济发展采取扩张性财政政策，政府债务规模日益增加。全球债务目前已达到空前水平，许多国家的政府债务总量占 GDP 比重已高于战时规模。财政赤字对刺激经济是否有效，债台高筑局面是否持续，爆发性增长的政府债务将对世界经济走势带来什么影响，这一系列问题备受全球关注。对债务问题的研究也因此成为学术界的热点。多数研究从经济学理论出发，如庄晓季（2015）从宏观、微观及金融层面分析公共债务对实体经济的传导机制，并以此对公共债务运行提出政策建议。还有一些研究从实际问题出发，主要分析历年债务危机的爆发，如焦争昌（2013）以拉美和欧洲债务危机爆发的原因及经济背景入手，对比两者的特点并从中总结出对新兴经济体债务结构的启示。从研究的范围来看，鲜有研究着眼于全球债务规模，更多的是分地区、分国别考虑。但在全球一体化的形势下，各国的贸易、经济和金融市场关联度日趋紧密，从全球视角分析债务现状，能更全面地掌握当前债务困境。因此，本文从全球债务规模和结构变化出发，通过对比发达经济体和新兴经济体特点，并回顾历次重

^①边卫红，经济学博士，中国银行国际金融研究所；张伊，经济学硕士，中国人民大学统计学院。作者感谢匿名审稿人的意见，文责自负。

要债务危机事件，最后在总结欧美国家经验的基础上，结合债务的传导机制，对新兴经济体提出政策建议。

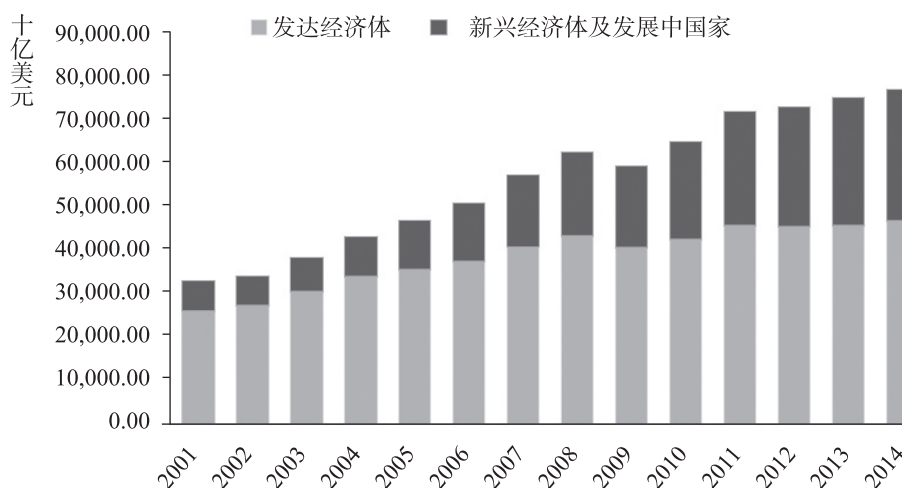
二、全球债务总量及结构变化

（一）全球债务增速明显，政府债务规模总体可控

政府债务因其规模庞大且具有代表国家信用的特殊性，而被国内外大量投资个人和机构持有。同时，政府债务因其政策指向性和权威性，对投资者情绪的影响也最显著，近年来爆发的主权债务危机愈发凸显了政府债务的重要性。

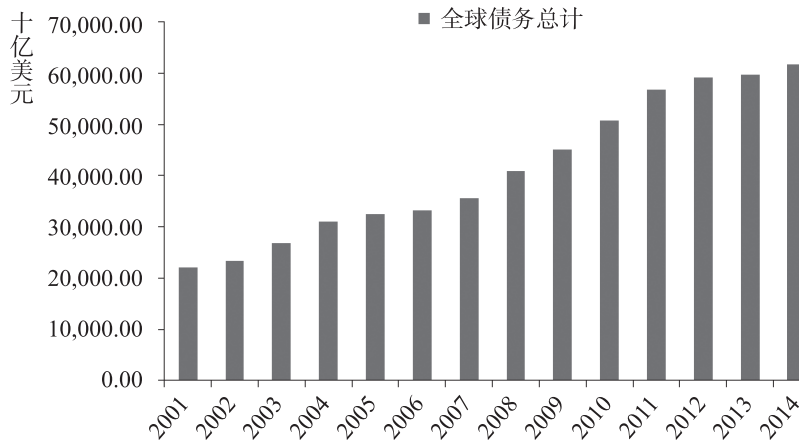
1. 全球债务及经济产出规模呈周期性变动，债务增速平均快于 GDP 增速

图 1 至图 3 分别为全球经济总产出、全球债务规模及经济产出与债务规模增速对比图。从存量上看，全球经济产出总额略大于全球债务总额，但 2008 年全球金融危机以后，债务规模明显扩大，截至 2014 年年底，全球负债率已高达 90%。从增速来看，债务和经济产出都表现出周期性震荡的特征。2008 年金融危机对债务和经济的影响十分显著：在危机发生前，全球债务增速加剧，GDP 增速平缓；而危机发生后，经济增速出现负值，各国政府为提振经济使得全球债务在高位上继续扩大。总体来看，债务增速快于 GDP 增速。若债务继续膨胀，经济依然低位徘徊，全球面临的债务风险将进一步增大。



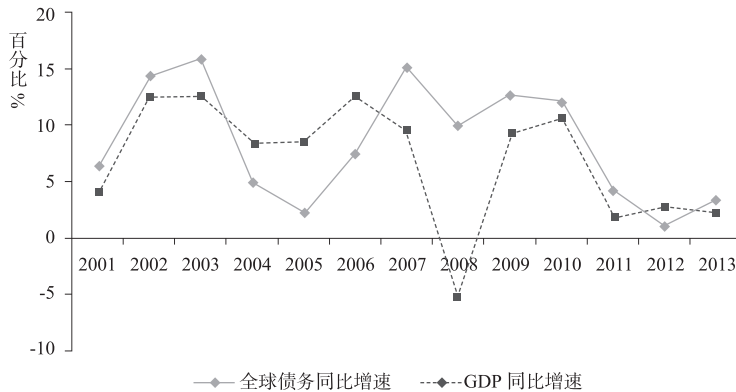
资料来源：IMF World Economic Outlook Database。

图 1：全球经济总产出变动



资料来源：IMF World Economic Outlook Database。

图 2：全球债务规模变动



资料来源：国际清算银行。

图 3：全球经济产出与债务规模增速对比

2. 政府债务未偿余额与 GDP 的比例约为 50%，政府债务偿还压力尚在可控范围内

依据发行区域对政府债券的未偿余额进行对比后发现，政府债券在海外发行的规模远小于其境内发行数量。尽管如此，境内政府债券因受到较为严格的交易限制，从而使得境内投资者对于债务的影响较小；而国外投资者如果大量抛售政府债券，则往往可能成为债务危机爆发的直接原因。从政府债务未偿余额占 GDP 比重来看，这一比例在全球范围内已高达 50% (见图 4)。虽然目前债务规模尚在可控范围内，但仍需注意控制企业和私人部门的负债水平。

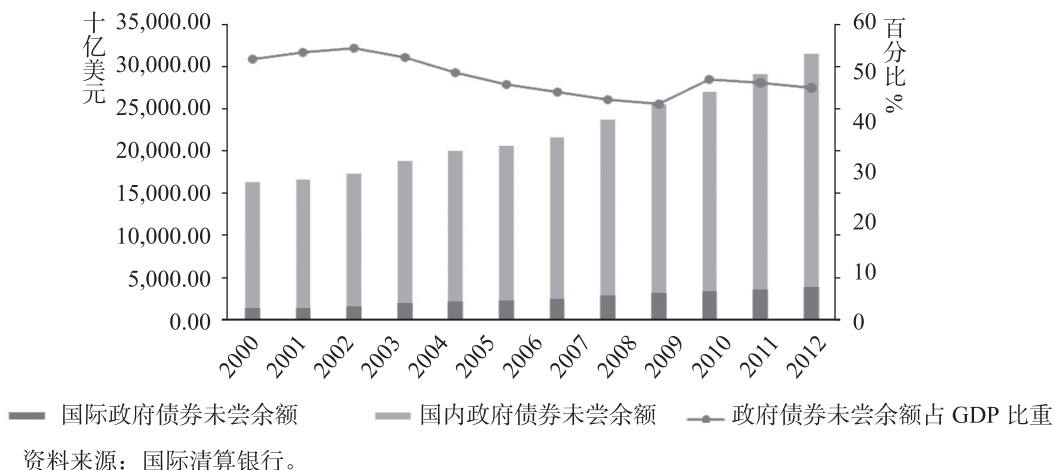


图 4：全球政府债务未偿余额及占 GDP 比重

(二) 发达经济体负债率远高于警戒线，债务风险大

按照 IMF 对财政监测制定的标准 (IMF, 2014)，发达国家政府债务率 (债务 /GDP) 的警戒线为 60%。然而，近几年发达国家的负债率大都超过了 100%，远高于国际警戒线；同时，2008 年债务危机爆发前累计的未偿外债余额在最近几年内也未得到充分偿还，甚至在 2010 年和 2011 年间还存在较大幅度增长 (见图 5)。由此可见，发达国家持续的扩张性财政政策收效甚微，债务风险不容忽视。

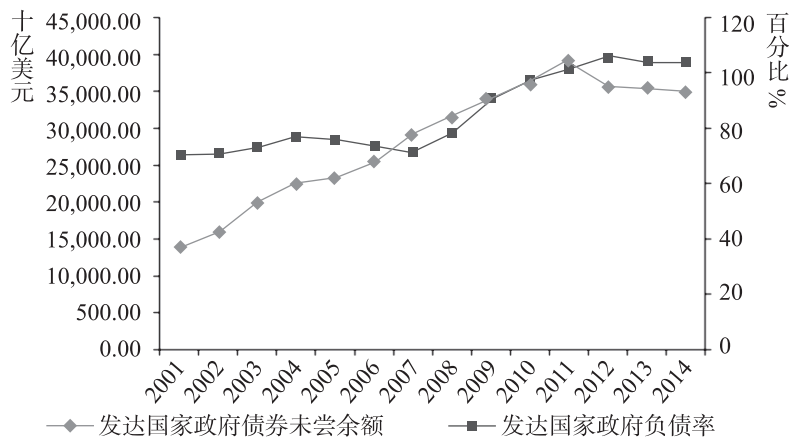
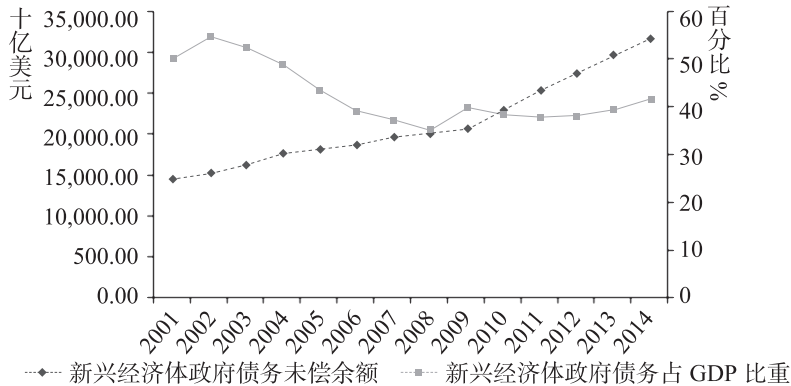


图 5：发达国家政府国际债务未偿余额及政府负债率

（三）新兴经济体政府债务增速较快，未来风险较大

从政府负债率来看，新兴经济体负债率近十年整体呈下降趋势，基本在国际警戒线 40% 左右波动。但新兴经济体政府债务透明度和金融稳定性都相对较差，从其直线上升的未偿还外债余额来看，偿债压力逐年快速增加（见图 6）。目前政府债务风险虽尚未暴露，但若债务增速不放缓且未偿余额持续增加，其潜在风险不容小觑。



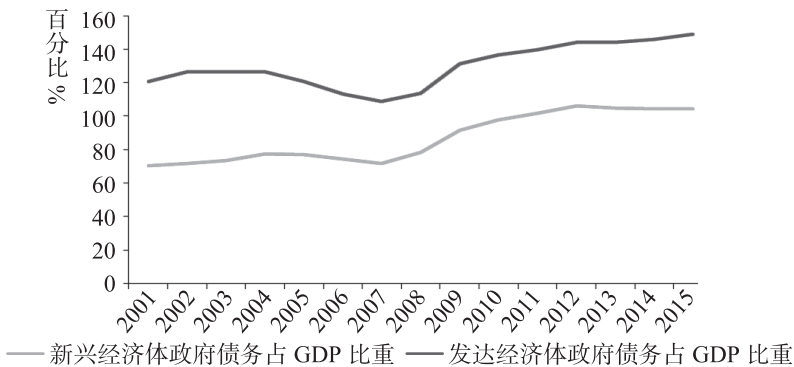
资料来源：IMF World Economic Outlook Database，世界清算银行。

图 6：新兴经济体政府国际债务未偿余额及政府负债率

（四）发达经济体与新兴经济体对比

1. 发达国家负债率高于新兴国家，但新兴国家未来债务风险值得关注

虽然新兴经济体经济增速快于发达国家，负债率水平也显著低于发达经济体，但近五年来，新兴经济体经济增速明显放缓，加上其本身经济的脆弱性、未来经济增长方向的不明确性，GDP 增速还会继续放缓，因而债务风险将会加大（见图 7）。



资料来源：IMF World Economic Outlook Database。

图 7：新兴经济体与发达经济体负债率比较

2. 发达经济体财政赤字率过高，信用风险显著高于新兴经济体

发达经济体刺激性的财政政策是导致其政府债务膨胀的最主要原因。特别是2008年危机以来，为应对金融危机的冲击，发达经济体政府扩大支出，使其财政支出大大超出了财政收入，财政赤字问题随之凸显。财政赤字率越高，主权信用风险越大，希腊主权债务危机的最主要原因就是其财政赤字率过高。目前，欧盟的财政赤字率高于世界平均水平（见图8）。



资料来源：The World Bank。

图8：各国财政赤字占GDP比重

三、对拉美、希腊债务危机及日本债务危局的比较分析

（一）外债结构恶化和外债使用不当引发拉美债务危机

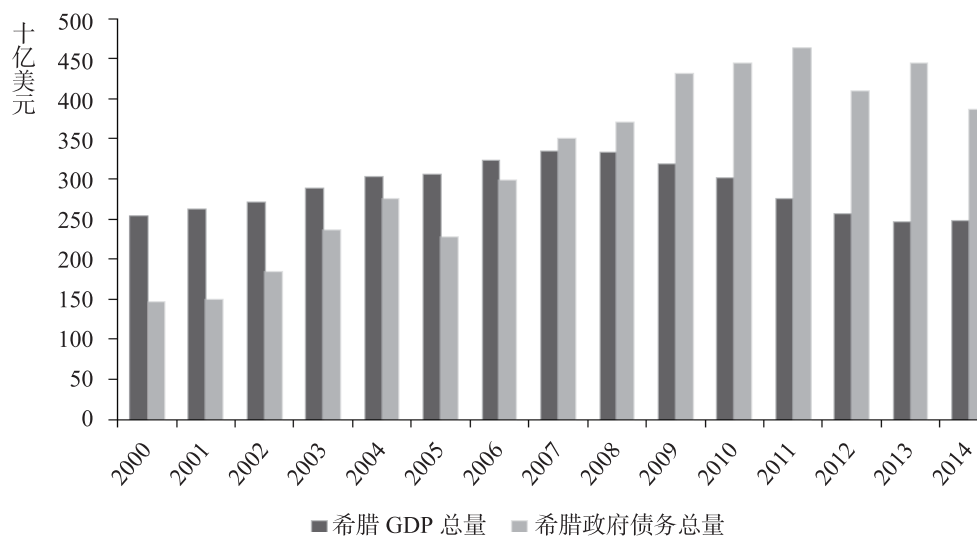
20世纪80年代，墨西哥、阿根廷、巴西、秘鲁和委内瑞拉等拉美国家爆发了债务危机。截至1986年，拉美地区总负债已高达10000多亿美元，且短期债务增速明显，偿债压力巨大，陷入严重的债务危机。外债结构的恶化和外债使用不当是导致拉美危机的主要原因。拉美国家外债总额中私人借款占的比重最大，包括阿根廷、巴西、墨西哥和委内瑞拉在内的主要债务国，私人债务所占的比重均超过75%以上（吴腾月，2009）。导致拉美危机的另一个原因是外债使用不当。拉美国家未能有效利用所借资金促进出口增长。例如，墨西哥将外债大规模投入到基础设施建设，而忽视了出口；阿根廷则采用进口替代战略，同样忽视了出口。但出口创汇能力决定着—国清偿外债的能力，出口收入的减少无疑会影响其还本付息的能力。拉美国家经济结构普

遍单一，同时世界工商业的衰退进一步摧毁了其还债基础，导致拉美国家外债清偿能力严重不足，债务违约风险不断加大，最终爆发债务危机。

（二）严重脱离实体经济的外债规模导致希腊危机

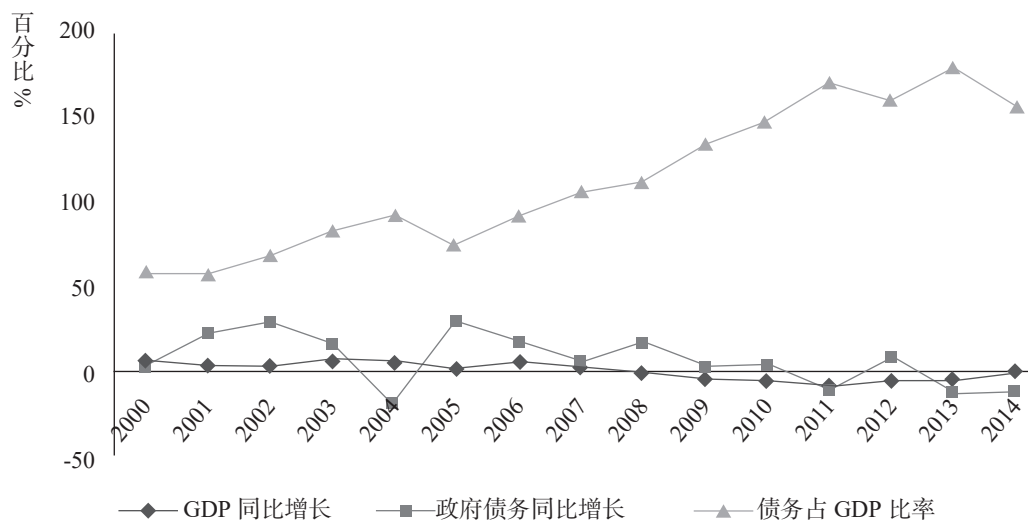
2010 年以来，希腊负债高达 4500 多亿欧元，财政赤字占 GDP 比重高达 15%，以希腊为导火索的欧债危机在欧元区蔓延。探究其原因，一方面，受欧元区统一货币政策的限制，希腊只能借助扩张性财政政策来提振经济（贺力平，2010）；另一方面，政府内部为争夺民心，通过大规模发行政府债券来支撑过高的社会福利，但国内经济发展缓慢，无法支持高额的债务，以债还债的模式最终导致希腊主权债务危机的爆发（见图 9）。

希腊经济增长速度缓慢，但债务增速迅猛。2001 年至 2014 年间，希腊政府债务增速普遍高于 GDP 增速，政府债务占比超过 150%（见图 10）。按照欧元区《稳定与增长公约》的规定，各国财政赤字和公共债务占 GDP 的比例分别不能超过 3% 和 60% 的上限。希腊的债务水平已远超这一标准，因此全球三大评级机构相应下调了其主权评级，此举进一步推高了投资者的恐慌情绪，引致大量抛售希腊政府债券，由此，希腊陷入了严重的债务危机。希腊债务危机爆发的直接原因是政府债务规模失控，导致投资者情绪恐慌、市场信心下降，进而推高了希腊政府在债券市场的融资成本，而希腊经济长期疲软无法支付高额的债券利息和本金。



资料来源：牛津经济研究所 Oxford Economics。

图 9：希腊政府债务与 GDP 总量



资料来源：牛津经济研究所 Oxford Economics。

图 10：希腊政府债务、GDP 同比增长率及债务占 GDP 占比走势

（三）债务结构使日本债台高筑却危而不倒

近 20 年来日本经济表现不佳、人口老龄化风险突出且财政支出剧增，日本政府不得不通过大量发行债券的方式来刺激经济、弥补财政赤字。高企的政府债务，使得标普和穆迪先后下调了日本的主权信用评级。日本政府债务占 GDP 比重超过 200%，远高于公共负债率 150% 的希腊，日本已成为债务率最高的发达国家。但日本从未爆发过类似欧美国家的债务危机，在全球经济缓慢复苏的背景下，研究日本债务的可持续性具有重大意义。

日本经济在近 20 年间持续低迷。1997 年亚洲金融危机爆发后，日本政府长期发行国债，随后的石油危机和经济泡沫破灭，使得日本政府更加依赖债务发展经济。日本政府债务除了在 2002 至 2007 年间保持稳定外，其他年份都有较大增长，而 GDP 增速仅在 1% 左右波动。日本政府债务占 GDP 的比重因此持续走高，2011 年突破了 200%（见图 11）。

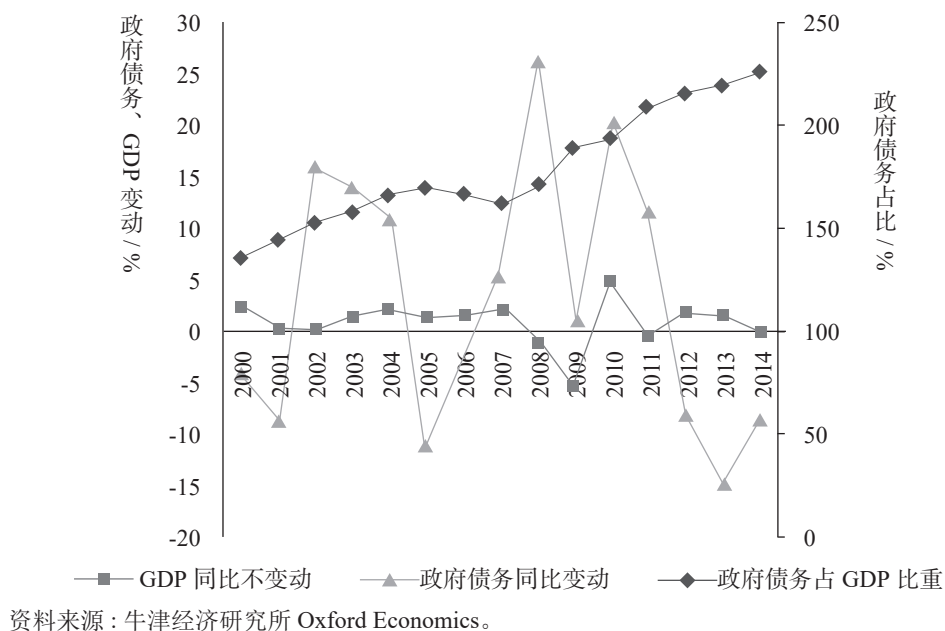
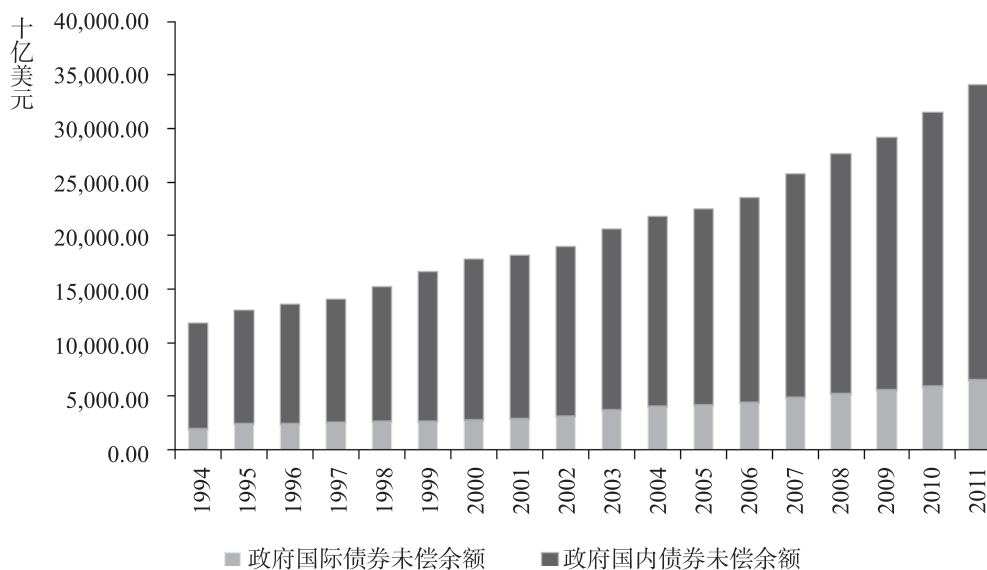


图 11：日本政府债务与 GDP 的比例走势图

日本长期债台高筑却未爆发债务危机，主要原因分析如下。第一，日本作为世界第三大经济体，强大的制造业为其实体经济保持稳定的发展提供了动力，同时，日本企业普遍国际化程度高、竞争力强、海外市场规模大，其偿债能力优于欧洲大部分国家。第二，日本作为世界出口大国之一，长期的贸易顺差为其提供了充足的外汇储备和流动性，进一步确保了日本对外偿债能力。第三，日本国债的主要持有者是国内非金融企业及居民部门，持有比重超过 90%（周强武和王苇航，2012），且未偿余额中，国内债务规模也是远大于国际债券（见图 12），国内投资者的情绪不易受外部影响，故信用等级下调对日本国债交易影响甚微。第四，日本拥有独立的货币政策。日本中央银行能够在具有战略意义的时点大规模购买政府债券；而希腊政府只能依靠单一的财政政策。从债务结构来看，希腊政府以外债为主；而日本政府债券则是国内持有很大比重。国内投资者情绪不易受到外界影响，且中央政府可以对内债的买卖做出限制，因此在债务违约风险增大时，希腊政府债务被大量减持，而日本债券则相对稳定。此外，日本作为世界第三大经济体和制造业强国，其经济增长的动力和偿债能力均远高于希腊，宏观调控政策和经济实力的悬殊差异，也使得政府负债率更高的日本可以危而不倒。



资料来源：国际清算银行。

图 12：日本政府国内外债务未偿余额

四、美国“债务经济”模式及其债务对经济的传导机制

债务对经济的影响直接关系到决策层制定货币、财政政策的有效性，理解债务对实体经济的作用机理具有重要的现实意义。因此，债务危机引发的一系列经济问题更值得关注。

（一）美国发展的特点是以负债带动经济

美国是全球第一大经济体，但也是全球最大的债务国。其 GDP 增速明显小于债务增速，因而导致其债务占 GDP 的比重逐年提高，目前已达到 120% 的水平。以负债带动经济是美国经济的发展特点。

1. 美国“债务经济”持续发展的原因

美国是全球债务经济发展模式的典型代表。长期的贸易赤字使美国在全球范围内累积了大量的海外债务；而同时，美国凭借其发达的金融市场和美元在国际货币体系中的地位在全球发行债券，使美元又回流到国内。这种贸易逆差导致的美元外流以及金融资产带来的回流，是美国债务经济运行的基本模式（段彦飞，2008）。这种模式得以持续发展的原因有两方面：一方面，美国居民的低储蓄和联邦政府的高赤字直接导致了美国国内总投资远远大于总储蓄，需用贸易净进口来弥补这个缺口。在国内低储蓄财政赤字无法改善的情况下，美国需要保持经常账户的贸易逆差。另一方面，出口导向型部分新兴经济体实现了对美贸易顺差。美国作为其最大的进

口商，其巨大的市场需求为这类国家提供了经济发展动力。美国作为世界第一大经济体和贸易大国，其强大的经济总量和贸易需求使其债务一直保持持续发展，其实体经济发展也极大地依赖于其规模庞大的外债。从债务与经济的关系来看，不论美国还是其他国家，债务对经济的传导机制都具有一定的相似性。

2. 美国政府债务与经济增长的关系

美国是一个长期存在政府财政缺口和私人储蓄缺口的国家，美国政府举债的主要目的就是为弥补经常项目逆差（杨琳，2012）。从宏观视角来看，美国巨额的贸易逆差加速了美国国内产业的升级进程：通过进口大量低廉的日常消费品，将资源集中在开发高新技术产业上，实现产业结构升级，再利用高新技术产品出口赚取更多利润。从金融市场看，美元的特殊地位使得贸易出口可以利用金融账户的“进口”得以弥补，外国政府大量持有以美元计价的美国国债，美元作为全球储备货币可以从中获得可观的铸币税收入，同时也使其国债能保持较低利率，从而从利差中获益。

（二）美国债务对经济的传导模式

美国政府通过债务维持经济增长的发展模式虽有其特殊性，但也存在一定的普遍性。具体而言，政府债务对实体经济的传导主要有以下三种途径：

第一，政府举债弥补财政赤字，促进实体经济和私人部门消费。宏观层面上来说，政府举债融资可以为社会增加资本和劳务等生产要素的供给，促进技术进步，提高产出总量并促进实体经济增长（李远芳，2014）；同时，政府通过财政赤字扩大政府投资的行为，可以进一步带动私人部门消费和投资，在微观层面提升总需求，从而促进实体经济发展（袁东，2000）。

第二，政府债务的利率水平和期限结构会影响金融市场流动性及市场利率。由于政府债务数量大且发行范围广泛，因而对国家内部金融市场而言，国债的流动性会影响整个社会资金的流动性水平，并对实体经济产生扩张或紧缩的辅助影响，从而保证社会流动性处于平稳、可控的发展中。政府债务利率水平对金融市场利率具有很大的导向性，而金融市场利率的变化又会直接影响实体经济部门的融资成本和投资计划，进而影响实体经济运行。

第三，债务问题影响投资者的情绪，市场恐慌直接影响股市。投资者情绪受政府债务规模和评级的影响较大。投资者一旦对国家债务风险产生恐慌情绪，股市将受到严重影响，当债务的可持续性受到威胁，政府采取紧缩的经济政策可能会进一步影响经济稳定。

五、对新兴经济体的启示

(一) 合理控制政府债务的规模和投资方向

新兴经济体应将政府债务规模，特别是外债规模，控制在合理范围内。日本政府债务得以持续平稳发展的重要原因是债务持有人以国内债权人为主，政府有能力进行控制和调控，防范资金外流；而希腊政府高外债导致的资金外流是其债务危机的直接原因。实行以经济收入为基础的财政政策，寻求实体经济的增长点，才是刺激经济的重要手段。目前新兴经济体的债务风险虽然不大，但若日后债务持续增加且经济又表现一般，债务风险将逐年增加。拉美危机的教训即提醒新兴经济体，合理控制政府债务规模和投资方向，利用债务投资为实体部门缓解融资压力，提高借款收益，才是债务可持续发展的关键。

(二) 转变经济发展模式，减少双顺差，加大对外投资力度

新兴经济体多为出口导向型发展模式且大量购买外国政府国债，在经常项目和资本项目双顺差的情况下，国家积累了大量的外汇储备和资金成为资本输出国。其海外市场一旦发生债务危机，必将对作为债权国的新兴经济体产生巨大影响。因此，新兴经济体应首先丰富外汇储备资产类别，加大欧元、日元和英镑等货币的占比，同时加强政府对外投资力度，将外汇储备转化为技术、资源和人才储备。

(三) 建立适度的社会保障体制，合理控制财政赤字水平

社会福利关乎民生，社会保障类支出是政府财政支出的主要部分。福利过高会带来政府财政赤字规模失控；福利过低，则社会不稳定。因此，适度的社会福利水平应以国家经济为依托。新兴经济体应以欧洲国家为鉴，依据国内经济水平制定合理、可行的福利政策。

(四) 密切关注外部市场变化，加速经济结构转型

新兴经济体当前的发展模式大多与当年拉美国家类似，均是严重依靠发达国家带动国内投资。新兴经济体应吸取教训，学会合理利用外资，减少过度依赖。政府决策不能忽视国外市场环境的变化，特别是在外部环境不利的情况下，单纯依靠政府行为拉动经济增长，会带来巨大风险。鉴此，国内经济稳定和持久增长，才是新兴经济体国家经济发展的坚实基础。

参考文献

1. 段彦飞, 美国债务经济的国际循环, 美国研究, 2008 年第 4 期, 53-64。
2. 贺力平, 希腊债务危机的国际影响和借鉴, 经济学动态, 2010 年第 7 期, 109-113。
3. 焦争昌, 拉美及欧洲债务危机对我国的启示, 商, 2013 年第 4 期, 72-72。
4. 李远芳, 发达经济体公共债务适度规模争议及其启示, 国际经济评论, 2014 年第 5 期, 133-145。
5. 吴腾月, 浅析拉美债务危机的原因及对中国的启示, 大众文艺: 理论, 2009 年第 7 期, 143-144。
6. 杨琳, 美国债务经济的演变, 中国金融, 2012 年第 3 期, 54-56。
7. 袁东, 公共债务与经济增长, 中国发展出版社, 2000 年。
8. 庄晓季, 公共债务对实体经济的传导机制及政策启示, 技术经济与管理研究, 2015 年第 6 期, 65-69。
9. 周强武和王苇航, 债台高筑, 为何危而不倒——简析日本主权债务风险, 中国财政, 2012 年第 2 期, 71-74。
10. IMF, World Economy and Financial Surveys Fiscal Monitor, October, 2014.

Abstract: Since the burst of financial crisis in 2008, government debt problem caused by expansive fiscal policy has been a hot spot in academic circles. Debt problem not only hinders the economic development of advanced countries but also jeopardizes the financial stability of emerging economies. To view the government debt problem in global perspectives is of vital importance to emerging economies. This paper analyzes the change of global gross debt position and structure, and compares the differences between developed economies and emerging economies. By taking Latin America, Greece and Japan as representatives of government debt problem, it explores reasons for the explosion of debt crisis in Latin America and Greece. Meanwhile, it seeks reasons why Japanese government debt level can be maintained in a high level and kept sustainable. Debt economy of the United States can show the circulation of government debt and its impact on economy. Finally, based on the global debt position and economy trend, emerging economies are advised to decrease surplus in trade and capital account, keep government deficits under control and accelerate industry transformation.

Key Words: Global Debt; Government Debt; Transmission Mechanism; Emerging Economies

(责任编辑: 关天颖)