

概要

非金融部门（包括广义政府、住户和非金融企业）目前的全球债务为世界 GDP 的 225%，处于历史最高位。其中三分之二（约为 100 万亿美元）为私人部门负债，而据大量文献记载，私人部门负债水平过高会造成巨大风险。然而，各国之间存在显著差异，因为并非所有国家都处于相同的债务周期，并且其面临的风险也不同。尽管如此，仍有人担心，债务规模过大可能会触发前所未有的私人去杠杆化过程，阻碍脆弱的经济复苏。然而，在当前名义产出增长率较低的全球环境下，解决这个“私人债务积压”问题并不容易。

鉴于这些事态发展，本期《财政监测报告》分析了全球债务的规模和构成，以及财政政策可在促进调整方面发挥什么作用。在以往研究的基础上，报告采用了一套经扩展的数据集，其中包含了新兴市场和低收入国家以及发达经济体。报告的另一个新颖之处是运用一个分析框架，在分析财政政策在去杠杆化过程中的作用时就私人债务和公共债务之间的相互联系进行了清晰建模。最后，国别案例研究就财政政策在促进去杠杆化过程中应做什么和不应做什么，同时尽量减少对经济的拖累提供了有益的见解。

本章发现，不仅发达经济体的私人债务高企，一些具有系统重要性的新兴市场经济体的私人债务也很高。尽管一些发达经济体在减少家庭债务（问题的最初来源）方面有所进展，但在有些国家，这些债务比率仍在不断上升。此外，更宽松的金融状况导致一些新兴市场非金融企业部门的债务急剧增加。历史先例和债务积压的替代指标表明，私人去杠杆化过程的完成可能还需要一段时间，在低名义增长率的情况下更是如此。银行资产负债表的不完全修复对去杠杆化过程形成了更多阻力，这阻碍信贷的有效流动，从而导致增长乏力。疲软的宏观经济状况也给广义政府的资产负债表造成不利影响，在发达经济体尤其如此，因为自全球金融危机爆发以来，增加的公共债务中约有 50% 出现在发达经济体。在过去几年里，金融深化和市场准入的改善使低收入国家的私人债务和公共债务比率提高，但债务水平仍普遍较低。小额信贷和手机银行的发展也帮助不少这些国家改善了金融普惠。

新的经验证据表明，金融危机往往与发达经济体和新兴市场经济体的私人债务水平过高有关，但公共债务很高也存在风险。具体而言，如果进入金融危机时的财政状况较弱，会加剧随后经济衰退的深度和持续时间。这是因为危机前缺少财政缓冲大大限制了实施逆周期财政政策的能力，特别是在新兴市场经济体。这些研究结果表明，在经济上行期有必要加强政府的资产负债表，在评估一国的财政状况时充分虑及金融周期，并确保通过适当的监管框架对私人债务进行密切监测。这对于新兴市场特别重要，因为其私人部门的杠杆在过去几年里显著增加。

很显然，如果没有强劲增长并使通货膨胀回归正常，很难开展有意义的去杠杆化过程，但是，财政政策可为促进去杠杆化过程做些什么？这些负债累累的国家要走上强劲增长的道路，可能需要及时采取果断行动以修复银行的资产负债表（这是一些欧洲国家的明确优先事项）和私人部门（特别是中国的非金融公司）的资产负债表。具体采取怎样的一揽子政策当然将视具体国情和可用的财政缓冲而定。一般而言，当金融体系遭受重压时，迅速解决根本问题至关重要。在非金融部门的问题蔓延至银行部门之前，精心设计和有针对性的财政干预措施（旨在重组私人债务的政府赞助项目，可以包括对债权人延长债务期限的补贴、担保、直接贷款和资产管理公司）可为清理资产负债表提供激励。这些措施应通过强有力的破产程序予以支持。过去的经验表明，设计财政干预措施以促进去杠杆化过程对于尽量减少其成本、减少道德风险并最终确保其成功至关重要。具体而言，这些措施应针对特定部门或个人，包含负担分摊。如果有必要对银行进行资本重组，就应当迅速开展，并由私人部门牵头。决策过程中应适用强有力的治理原则，以保障公共资金。

虽然在财政空间有限的当前很难进行权衡，但无所作为的代价可能更高，即使从公共债务可持续性的角度看也是如此。然而，光靠财政政策是不够的；它还须得到可信框架内的辅助性政策的支持。更具体而言，在通胀率仍低于目标水平的这些国家，货币政策应保持宽松，而金融政策应当鼓励银行确认损失，并促进其修复资产负债表。结构性政策也可以通过促进潜在增长来改善跨期预算约束的问题。事实上，如果这些政策设计得当并且可信，就能够增加支持经济增长的政策空间，并使通货膨胀率降至目标水平，同时促进去杠杆化过程。