



徐奇渊：全面理解宏观调 控政策空间



文/意见领袖专栏作家 徐奇渊



如何理解宏观调控的政策空间？

近些年来，疫情冲击、国际形势复杂多变，这对我国的宏观调控政策的时度效提出了更高要求。在制定宏观调控政策的过程中，对于政策空间的认识至关重要。我们既不能过度透支，要为不可预见的困难预留政策空间，又不能刻舟求剑，要用动态的、发展的眼光来看待政策空间。在跨周期和逆周期调节中，为了更好地把握政策力度，用好、用足宏观调控政策，为经济平稳运行提供有力支撑，我们需要对宏观调控的政策空间有一个全面、系统的认识。

政策空间没有一刀切的标准

横向来看，在宏观政策空间这一问题上，没有任何一条具体的标准在任何时间适用于任何国家。但是一些关于政策空间红线的说法似乎已经深入人心。

以政府债务为例，1992 年欧盟的《马斯特里赫特条约》做出了严格限制，一国财政赤字和公共债务总额分别不能超过该国 GDP 的 3% 与 60%。1997 年欧盟的《稳定与增长公约》进一步重申了这一承诺，之后欧盟理事会颁布的 1466/97 号与 1467/97 号条例，对监督成员国预算以及成员国违反财政纪律时引入的惩罚手段做出了具体规定，使其具有强制执行力。但是，3%、60% 两条红线，强烈依赖于 1990 年代欧盟各国当时一般的经济增长预期和政府债务情况。随着形势变化，一些国家开始质疑这一财政纪律过于僵化。尤其是 2002 年德国、法国财政赤字突破 3% 的红线之后，赤字一再膨胀，同时英国和意大利等大国财政也不理想。最后在加权多数投票机制下，德国、法国违反了财政纪律而并没有受到惩罚。2003 年，《稳定与增长公约》已经名存实亡，之后通过正式法律程序的确认，财政纪律一刀切的时代正式终结（胡琨，2018）。

此后，欧美日主要发达国家的政府债务/GDP 比例大都远超 60% 的红线，促使各界开始反思。

在 2008 年全球金融危机后，2010 年哈佛大学的两位教授——罗格夫（Kenneth Rogoff）和莱因哈特（Ms. Reinhart）提出了 90% 的红线理

论，即当政府债务/GDP 比率超过 90%，经济增速会显著放缓。这再次引起了广泛关注，但也引发了很大争议，尤其是美国麻省大学的三位研究者 Herndon、Ash 和 Pollin 对前者研究给出了有力的批评。到目前为止，政府债务水平是否存在一个戒律式的红线或门槛，各方远远没有达成共识。

2020 年疫情暴发以来，欧美实施了超级宽松的财政和货币政策，更是把原先关注的财政纪律问题抛诸于脑后。根据国际货币基金组织（IMF）数据，2020 年英国的一般政府公共债务占 GDP 比例达到了 104%，法国 115%，美国 134%，日本更是达到了 254%。至少在通胀成为一个严重问题之前，欧美的经济学者对于这一轮财政、货币刺激具有高度共识。发达国家的历史演变，一再刷新着我们对于政府债务上限的认知，到目前为止我们也没有看到一个明确的上限。

但奇怪的是，很多发展中国家政府债务还明显低于 60% 的红线，却已经爆发了政府债务危机。例如非洲的乍得，2020 年其中央政府债务占 GDP 比例仅为 47.9%，但是当年该国已经深陷债务危机。其他与乍得情况类似的国家还有不少。可见，政府债务明显低于 60% 或 90% 的红线，也防范不了债务危机，高于 60% 或 90% 的红线，也不一定就会导致债务危机。

事实上，各国宏观经济环境差异极大，适用的债务上限也完全不同。具体地，这取决于一国的经济增长预期、债务期限结构和利率水平、债务的消费和投资属性、国家净储蓄情况、内外债比例、债务币种结构等等条件。有的国家，经济增长预期弱、债务期限结构偏短期、债务又没能形成

有效投资、整个国家缺乏净储蓄国际收支困难、严重依赖于外债，这类国家即使政府债务占 GDP 比例明显低于 60%，也必然会发生债务危机。

但是对我国而言，政府债务对外依赖度低，债务期限结构合理，国际收支持续多年盈余，外汇储备巨大，经济增长预期稳定（尤其是在稳字当头的政策预期下），甚至本币已经成长为储备货币。因此，我们不应被美欧过时的教条所束缚，要看到我国的宏观政策还有相当大的空间，完全能够为经济平稳运行提供有力支撑。

政策空间不一定越用越少

从纵向的跨周期调节来看，宏观政策空间并不遵循守恒定律。政策空间不一定越用越小，甚至可能越用越大。相反，过于吝惜政策空间，不用或者用得也太晚，反而可能使得总体政策空间变小。

在这方面，瑞典和日本经历的危机给我们提供了很好的经验教训。其中，1991 年的瑞典，1997 年的日本都出现了严重的银行业危机，银行业出现了大量破产。两国政府采取的应对措施大体类似：第一阶段，向困难的银行提供流动性，对存款实施全额担保，稳定市场信心；然后银行被国有化（通过政府注资进行资本重组）、重组、兼并；并且，将不良资产转入国有的资产管理公司，由其将这些不良资产出售。

但是两国采取行动的时机却完全不同：瑞典政府迅速采取行动、果断阻止住了危机，并且在救助中政府还直接接管了银行。但是日本在危机发

生多年后才意识到严重性，甚至在这之后又过了几年时间，才正式出台了政策措施。同样是在危机发生 3 年之后，瑞典银行的损失已经有超过 50% 被确认减记，而日本只有 10%。

曾经担任马克龙总统经济顾问的法国经济学家让·皮萨尼-费里等人撰写的《经济政策》一书，对瑞典、日本两国的救助方案进行了对比。结果是，瑞典政府的强力措施使得经济比较快地就回到正轨，政策空间实际上得到了巩固。而日本延误了银行重组的时机，导致银行业危机持续时间更长、政府救助的预算成本远远高于瑞典。其间，日本银行的惜贷行为又进一步提高了企业破产率，使原来的优质贷款也变成了不良资产。这样就需要向银行注入更多资本，从而产生了更多政府债务。企业资不抵债、隐瞒资产负债表，将之后的利润和政府救助用来修复资产负债表，这就出现了野村综合研究所首席经济学家辜朝明所谓的“资产负债表大衰退”。与此同时，日本的 GDP 增长也出现长期停滞。GDP 是债务负担率的分母，这意味着债务负担率也在持续上升，政策空间进一步缩小。

日本一直吝惜财政政策空间，1996 年日本国债占 GDP 的比例达到 92%，日本政府就认为这一比例已经太高。在经济稍有起色的情况下，时任首相桥本龙太郎提出了财政重整计划，宣布提高消费税。结果 1998 年日本再次陷入衰退，而后日本完全放弃了控制财政赤字，开始放飞自我。现在日本国债占 GDP 比例逾 250%，但是因为零利率和负利息率政策，现在日本政府的财政压力并不明显。这一结果颇具讽刺意义，如果在危机爆

发初期，日本就强力阻断危机，稳定市场信心和增长预期，其政府债务不至于膨胀至今天的水平。但是，今天日本的政府债务水平如此之高，而且经济能够长期保持稳定，这也远远超出了此前大部分经济学家的预期。

在 1998 年，中国也遇到了 1990 年代最困难的一年。当时银行业的不良贷款率相当高，按照国际标准已经濒临大范围破产，经济增速也显著走弱。当时的经济学家还在担忧，“中国的财政状况可能会迅速恶化，政府难以长期依靠扩张性财政政策”，“M2 对 GDP 比例过高”，“由于老龄化、环境污染、劳动生产率下降等原因，中国的长期增长潜力正在下降”。

从今天的角度来看，当时的中国政府债务也无法满足现在世界银行、IMF 的债务可持续框架 (DSA) 的评估标准，更不用提政策空间是否宽裕。参照当时 IMF 给东南亚国家开的药方，中国肯定不能采取扩张性的财政、货币政策，而是应该实行紧缩的财政和货币政策。尤其是当时国内已经开始流行对“M2/GDP 比例过高”的理解，也可能会阻碍货币政策发挥应有的作用。

幸运的是，此后我国的宏观政策并没有被这些教条所束缚。由于财政

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39943

