



## 债务洞察

# 判断债务水平不安全的临界点

不要指望会有简单的答案或规则。预测经济增速、财政赤字和利率仅仅只是一个开始。

奥利维尔·布兰查德

债务水平不安全的临界点在哪里？

在回答这个问题之前，我们需要定义“不安全”。我的提议如下：当存在不可忽视的风险迹象，表明在现有政策和十分可能的未来政策下，债务占 GDP 的比率将稳步上升，并在某一时点引发债务违约。

那么接下来要做的，就自然明了了。

债务率的动态变化取决于三个变量的演变情况：基本预算收支（即，除利息支出以外的支出减去收入）、实际利率（名义利率减去通胀率）和实际经济增长率。

### 两步法

第一步，必然是根据现有政策，对上述三个变量开展预测，然后推断预测结果对债务率动态变化的影响。我们有望得出未来十年左右三个变量的水平预测值。但这种预测是不够的，我们还需要评估这些预测存在的不确定性，也即估计出每个变量的可能范围。

这项工作就要难得多了，且这会涉及一些棘手的问题。例如，经济衰退的风险如何，风险的数量级可能有多大？实际利率上升的风险如何？若利率真的上升了，债务期限会给利息支付带来怎样的影响？

若部分债务以外币计价——新兴市场经济体通常即是如此——汇率的分布可能会是怎样的？部分隐性负债转化为实际负债的概率有多大？（例如，社保体系出现巨额赤字，必须靠政府转移支付筹措资金的概率有多大？）潜在增长率的分布情况如何？

完成这一步后，我们会得到债务率的分布情况，比如今后 10 年的债务率的分布情况。如果债务率在预测期末稳步上升的概率足够小，那么我们可以得出结论说，当前的债务水平是安全的。否则，我们必须采取第二步，即回答下一组问题：面对不安全的债务水平，政府会做些什么？如果政府宣布新政策或新承诺，这些政策或承诺兑现的概率有多大？

第二步比第一步更难。上述问题的答案取决于政府的性质：相比在立法机构占大多数席位的政府而言，联合执政政府采取严厉措施的可能性较小。这一步的

结果不仅取决于当前执政的政府，还取决于未来的政府，进而取决于未来选举的结果。另外，第二步的结果还取决于国家的声誉，以及该国过去是否、何时且为何出现过违约？

这一切听起来很难？确实，因为事实即是如此。听起来，它可能取决于可被质疑的诸多假设？这并不是两步法的缺陷，而是反映了世界的复杂性。不过，我们必须要做这件事情。其实，这是信用评级机构的工作，不论他们是否使用相同的术语来描述整个过程，也不论他们对“不够完美”评级的评判标准是否取决于与我相同的定义。较低的评级会带来实实在在的惩罚，换言之，若要投资者承担更高的违约风险，政府将不得不补偿投资者，支付更高的利率。

### 规则存在的问题

现在，让我们回到最初的问题：债务水平不安全的临界点在哪里？

显而易见，根据我介绍的上述过程，答案不会是某个放之四海而皆准的“神奇数字”。它也不会是两个神奇数字的组合——一个债务水平数字、一个赤字水平数字。

若我们考虑到相关利率的变化，答案就更明显了。假设实际利率下降4个百分点，正如20世纪90年代以来美国发生的情况一样。这意味着，实际偿债成本下降了债务率的4%，所以，若债务与GDP之比是100%，则偿债成本的下降幅度为GDP的4%。很显然，利率越低，债务的动态变化就越有利。一个在20世纪90年代初可能并不安全的债务率，在如今仍不安全的的可能性要小得多。我们也许可以从中得出结论：那个神奇的变量不应是债务率，而是偿债成本与GDP之比。这么做确实算是一种改进，但也存在自身的问题：偿债成本的波动率取决于实际利率的波动率，而后的波动率可能相当大。若实际利率从1%上升至2%，

则偿债成本会翻一倍。这个成本或许较低，但它也是不确定的，而不确定性会影响债务是否安全。

在一定程度上，实际利率的长期下降走势引发了当前关于“神奇数字”适当性和欧盟预算规则改革的讨论。但是，它背后的意义要广泛得多：假设两个国家的债务率一样高，但政府类型不同或债务以不同的币种计价，那么，一国的债务水平或许是安全的，而另一国或许是不安全的。

## 答案不会是某个放之四海而皆准的神奇数字。

所以，对于这个问题，我的答案是：总的来说我并不知道怎样的债务水平是安全的。你要先给定一个具体的国家和时间，而我会采用上文的两步法，向你给出我的答案。然后我们可以讨论我的假设是否合理。但是，不要让我给出一个简单的规则。凡是简单的规则都太过简化。当然，马斯特里赫特标准或所谓的“黑零”规则（即零赤字，预算平衡），若得到遵守，会确保债务可持续性。

但这么做的代价是，这些规则会在不恰当的时机制约财政政策。例如，大多数观察人士认同，上次全球金融危机后，这些规则触发的欧盟财政整顿力度过猛，延误了欧盟的经济复苏。另外，也不要让我给出一个复杂的规则。不论多么复杂的规则，永远都不够复杂。欧盟规则的历史——即在原有规则的基础上添加越来越多的条件，直至最终规则变得不可理解，但各方仍然认为规则是欠缺的——可以证实这一点。FD

奥利维尔·布兰查德 (OLIVIER BLANCHARD) 彼得森国际经济研究所 C. 弗雷德·伯格斯滕 (ARTHUR BAKER) 讲席高级研究员。此前曾担任 IMF 经济顾问兼研究部主任。