

# 主权债务、融资能力与国家兴衰

——应对全球债务格局之变

丁一凡 赵柯

**内容提要:**主权债务不只是政府管理宏观经济的一种“中性”政策工具,在历史上,它起源于“国家间政治”,本质上所体现和承载的是对一个国家长期稳定与繁荣具有决定性意义的融资能力——大规模、低成本和可持续地吸引全球资本。这种能力关乎每个国家的兴衰存亡,任何国家都会竭尽全力去维护自己的这一能力不受损害和侵蚀,因此,融资能力具有“排他性”和“竞争性”。作为一国融资能力最为重要的载体,主权债务也就不可避免地成为大国间权力博弈的重要领域。当今全球主权债务格局正在发生根本性的变革,西方发达国家债台高筑,成为债务国;而以中国为代表的新兴经济体则积累了巨额的西方发达国家的债权,成为债权国。应对全球主权债务格局之变所带来的挑战,是中国对外战略所要面对的严峻考验。

**关键词:**主权债务 融资能力 债权困境 对外战略 中国

## 引言

随着欧元区一些成员国在近几年里陆续陷入主权债务的危机,“主权债务”开始成为舆论界关注的话题。人们虽然很担心有些欧洲的发达国家也会陷入债务违约的困境,但对主权债务是什么,主权债务如何发生,主权债务如何违约等现象却不甚了了。其实,主权债务的另一个更为学术化的规范称呼是公共债务(public debt,简称“公债”),也就是大众所熟知的“国债”,是指政府以国家名义并且以国家信用为担保在国内和国外进行借款所筹措的资金,是政府未来要偿付本息的负债。所谓主权债务危机,也就是指一个主权国家借入的负债超出了其自身的清偿能力,从而不得不违约或者进行债务重组的现象。

在当代,主权债务主要被看做是一种纯经济现象,是宏观经济学和金融学研究的对象。在标准的经济学教科书里,主权债务或者说公债是政府实施财政政策的一个重要工具。在经济萧条、社会总需求不足之时,政府通过举债来扩大支出,进而带动经济复苏;公债也是政府实施货币政策的重要工具,通过买卖公债来调节市场上流动性的供给,公债利率通常也是一国金融市场的基准利率,政府通过公债利率来影响资金价格,对宏观经济进行调控;另一方面,当一国的出口所得不足以偿付其进口的支出之时,需要对外发行主权债务以获取外汇收入,支付其经常项目下的贸易逆差。所以,标准的经济学教科书中所描述的主权债务是一种“中性”、“工具性”的政策手段,管理国家的宏观经济和调节国际收支是其最为重要的两种职能,与“安全”、“外交”和“冲突”等国际政治现象基本没有关系。

但在现实世界里,主权债务的运行方式并没有完全遵循经济逻辑,而是与国家间的权力博弈紧密地联系在一起,成为一种重要的“国际政治现象”。这样的例子比比皆是。为了应对全球金融风暴的冲击,美联储实施了多轮量化宽松的货币政策,大量购买美国国债,这受到包括中国在内的许多国家的批评,认为美国为一己之私而开动印钞机,是向其他国家转嫁危机成本。2013年6月,时任美联储主席伯南克宣布要缩减购债规模,又让包括中国在内的世界各国担心和焦虑。为何美国无论是增加还是减少购买国债,都会牵动全球各国政府的神经?2010年在希腊陷入债务危机之时,市场传言希腊向中国寻求支持,希望中国购买希腊国债,许多欧洲国家指责中国是想把希腊变为自己在欧洲的“特洛伊木马”。希腊也赶紧澄清,认为这是“别有用心、另有所图”的人在国债市场上散布谣言。<sup>①</sup>即使此传言为真,为什么中国和希腊之间正常的国债买卖行为会在欧洲引发如此激烈的反应?2010年1-7月,中国购买了大约2.3万亿日元(合274亿美元)的日本国债,与当时日本在截至2011年3月的财年中计划发行的162.414万亿日元国债总额相比,中国的购买量微不足道。但日本反应紧张。时任日本首相野田佳彦表示:“我不知道他们的真实目标是什么,但我们希望他们澄清目标。”<sup>②</sup>为何日本首相对中国正常的投资行为也如此敏感?

这些现象的根源就在于主权债务具有强烈的国际政治属性,主权债务制度是一个国家的核心资源——融资能力的最为重要的体现方式,是决定国家兴衰的关键,因而不可避免地成为大国间博弈的重要领域。当今全球主权债务格局正在发生根本性的变革:世界历史上第一次,西方发达国家深陷债务泥潭,成为债务国;而以中国为代表

① 英国《金融时报》中文网, <http://www.ftchinese.com/story/001031081>, 2010年1月30日访问。

② 英国《金融时报》中文网, <http://www.ftchinese.com/story/001034557>, 2010年10月24日访问。

的新兴经济体则积累了巨额的西方发达国家的债权,成为债权国。应对全球主权债务格局之变所带来的挑战,是中国对外战略所要面对的严峻考验。

## 一 主权债务如何决定国家兴衰

在人类历史上,私人之间的借贷行为和债务关系源远流长,几乎与人类的历史一样长。而“主权债务”或者“国债”相比之下要“年轻”很多,仅有几百年的历史。<sup>①</sup> 现代意义上的国债最早出现在欧洲,起源于典型的“国家间政治”——为战争融资。西欧历史上战争不断,大大小小的国王为给战争融资而经常深陷债务泥潭。亚当·斯密在《国富论》中对当时欧洲国王们的这种困境有过精彩的描述:战争爆发后,战时为国防设备所需的费用,须三倍四倍于平时,因此在战时的收入,也必须三倍四倍于平时的收入,其必出自赋税,而赋税的课征,大抵要经过十月乃至十二个月,才有税款收入国库。不能等待新税逐渐地、慢慢地纳入国库来应付的。在此万分紧急的情况下,除了借债,政府便无其他办法。<sup>②</sup> “国债”就是为缓解国王们的财政困难,解决战争筹款问题而发明出来的一种融资手段,是把国王的“私人债务”转换为由一个比国王信誉更高的公共机构所发行的“公共债务”。

英国在1688年的“光荣革命”之后,开始了和法国的战争。1692年12月10日,英国议会在与来自荷兰的新国王威廉商谈战争费用时表示:我们充分明白现在为了与法国国王作战,陛下的支出巨大,但那是必要的,我们希望以对陛下的臣民来说最不会造成负担的方法来提供这一支持。由此,英国议会通过了与国债相关的最早的法律,议会以法律的形式确保了国王的借款,国民的债务即国诞生了。这一制度的核心是通过议会加强对预算的管理,以税收作为利息的担保。也正是在1692年,出于为对法战争筹资的目的,英国发行了第一笔长期国债,筹借资金为100万英镑,以啤酒和烈酒税赋作为抵押,其形式为1700年前利息10%和1700年后7%的终身年金。自“光荣革命”至滑铁卢战役的126年间,英国约有64年都在和法国断断续续地进行着战争。为了保持政府筹款和支付能力的可持续性,在战争期间积累的巨额债务在战争间歇期间需要重组,于是出现了许多新的国债制度创新:比如将高利率的短期债券转换为低息的长期债券;将担保国债利息支付的各种税收合并统一,以确保国债的信用;出现了无到期期限、年利率为3%的永久债券(也称统一公债);国债的流动性加强,买卖变得

<sup>①</sup> 赵柯:“德国的欧元保卫战——国际货币权力的维护与扩张”,《欧洲研究》2013年第1期,第75页。

<sup>②</sup> [英]亚当·斯密:《国民财富的性质和原因的研究》,郭大力、王亚南译,北京:商务印书馆1983年版,第472-473页。

更为容易,国债市场规模逐步扩大。<sup>①</sup>伴随着国债制度的确立,英国进入了18世纪。因为英国国债市场的繁荣,金融史领域的经典著作《利率史》将英国的18世纪称为“金融世纪”,在这一时期政府是主要借款人,永远是为了战争的目的。即便是在工业高速发展的19世纪,英国的国家债务主要还是战争债务。<sup>②</sup>

当英国在17、18世纪将国债制度逐步发扬光大,拥有了高质量的主权债务管理能力之时,在英吉利海峡的另一方,其宿敌和竞争对手法国却未能及时建立起像英国一样的现代国债制度,一次次的财政危机一直困扰着法国。从1614年到1789年法国大革命前,法国国王主要依靠最为传统、原始的方法筹集军费——贷款。向包税人<sup>③</sup>借款以及卖官鬻爵是法国国王筹集战争费用最为重要的手段。由于偿还债务压力巨大,法国国王经常在战后选择债务违约。所以,法国国王不付出较高的利息是借不到钱的。18世纪后半叶,英国国债的平均利率为3.7%,而法国信用最好的债务的利率也达到了6.1%。战争的背后是财政,这意味着在与英国的战争中,法国要付出的成本远高于英国,英国在财政上优势明显。由于英国国债信誉良好,在拿破仑战争期间法国大量的资金流入英国,对英国筹集军费做出了贡献。1801年,法国居民拥有的英国国债为15万英镑;1806年12月为26万英镑;1810年11月增至172万英镑。这相当于在拿破仑战争期间,法国人出钱资助英国与法国打了一场战争。此外,由英格兰银行管理的荷兰、西班牙、德国等非本国居民持有的英国国债总额在1810年11月也达到了1454万英镑,<sup>④</sup>英国依靠其运转良好的国债制度以非常低的成本为战争融资。相比之下,因为法国大革命时期的通货膨胀和债务违约,法国国债的公信力下降,拿破仑政府无法像英国一样通过大规模发行低息国债来为战争融资,除了以付出高利息为代价借款外没有其他的方法来筹集巨额军费。从主权债务管理的角度看,拿破仑在滑铁卢战役的失败并非偶然,英国更胜一筹的融资能力在一开始就奠定了胜利的基础。

国债或者说主权债务从登上历史舞台的那一刻起,就是以服务于国家的对外战略或者对外战争为第一要务,作为宏观经济管理工具的职能则是在此之后派生出来的,并非其初始目的。时至今日,国债的国际政治属性非但没有淡化,反而更为浓重。这是因为国家间的竞争在很大程度上体现为国际资本的竞争,因为无论是发动战争还是

① [日]富田俊基:《国债的历史——凝结在利率中的过去与未来》,彭曦、顾长江等译,南京:南京大学出版社2011年版,第50-67页。

② [美]悉尼·霍默、理查德·西勒:《利率史》(第四版),肖新明、曹建海译,北京:中信出版社2010年版,第140、175页。

③ 法国在大革命前一直实行“包税人”制度,国家将政府的征税活动承包给出价最高的投标者(通常是有经济实力的大商人和金融家),后者只需预付给国家一笔定额的资金,就可以保留其他的税收收入。

④ [日]富田俊基:《国债的历史——凝结在利率中的过去与未来》,第36、145页。

发展经济,拥有充足的资金都是绝对的前提。哪个国家能够大规模、低成本、可持续地吸引到新鲜资本,也就是说拥有极强的融资能力,哪个国家就能获得竞争优势。这也就是为什么历史上的大国兴衰、霸权更替均伴随着全球金融中心的转移,国家间的竞争在本质上也是各国融资能力的竞争。金融在本质上是一种对财富和资源进行跨时间和跨空间配置的工具和制度,占据国际金融中心地位的国家可以从全球不同地区汲取财富来为本国服务。而主权债务或者说国债交易曾经一度是国际金融市场最为主要的内容,今天的金融市场虽然产品非常丰富与多样化,证券种类繁多,但是国债市场仍然是各种金融交易活动的基础,对资本的流向和定价发挥着基础性作用。以长期国债为基础的政府借贷体制的发展能促进私营部门的金融创新,政府大量发行债券非但不会排挤私人投资,反而可以拓宽和深化资本市场,为公司股票和债券的发行流通创造了新的机遇。随着国债规模的不断扩大,政府需要一个专门的机构对此进行管理,这也是第一家现代意义上的中央银行——英格兰银行诞生的背景。此后,中央银行基于对纸币发行和政府收入管理的垄断,发展出了新的职能,比如汇率管理和最终贷款人。这些职能降低了金融危机的风险和公众对银行倒闭的恐惧,从而稳定了整个信贷体制。如此一来,那些起初以战争融资为目的的国债体制在不断的发展完善中促进了整体经济的发展。<sup>①</sup>从这个意义上讲,良好的主权债务管理、高效的国债制度是一个国家融资能力的体现,也是攸关国家兴盛的重要因素。

## 二 国债是国际关系中制约对手的杠杆

主权债务本质上所体现和承载的是对一个国家长期稳定与繁荣具有决定性意义的融资能力。这种能力关乎国家的兴衰存亡,所以各国都会竭尽全力去维护自己的这一能力不受损害和侵蚀。用国际政治的语言来讲,这是不容他国染指的“核心国家利益”,具有非常强的“排他性”。另一方面,融资能力是一种稀缺资源。从流量上看,在每一个特定的时期内和节点上,一国国内和整个世界的财富和资源是一定的。当一定量的资本被一个国家汲取之后,另一个国家就无法再次及时筹集到充足的资金服务于本国的安全与发展,其融资能力实际上是受损的,具有“零和游戏”的性质,所以融资能力又具有“竞争性”的特点。正是因为融资能力的这种强烈的“排他性”和“竞争性”,所以作为一国融资能力最为重要的载体——主权债务也就不可避免地成为国家间权力博弈的杠杆和对象。这一博弈体现在两个方面:一方面,要维护和提高本国通

<sup>①</sup> [英] 尼尔·弗格森:《金钱关系》,唐颖华译,北京:中信出版社2012年版,第14页。

过发行主权债务在全球资本市场融资途径上畅通无阻和借款成本低廉的能力,保证本国融资能力的自主性和便利性;另一方面,就是阻止和封锁他国通向国际资本市场的道路,提高他国的融资成本,也就是对他国的融资实施强制、控制甚至是封锁等。

所以,国家之间的竞争和冲突往往会直指对方的“命门”——削弱其融资能力。埃及于1956年7月26日宣布将苏伊士运河国有化,这一事件发生在二战后第三世界国家普遍兴起的反对西方殖民主义的大潮中,埃及的单方面行动以“反对殖民主义”为旗帜,无疑占据了道德制高点,具有某种“政治正确性”。但英国被埃及的行为彻底激怒了,一方面因为当时英国是苏伊士运河管理公司最大的股东,拥有44%的份额;更为重要的是,在1955年全世界需要通过苏伊士运河航行的14666艘船只中,有1/3归英国所有。苏伊士运河也是当时中东石油运往西欧的航线中最重要的一环,拥有苏伊士运河的实际控制权是大英帝国保持全球影响力的重要象征。所以,英国联合法国于1956年10月31日发动了对埃及的战争。由于双方实力悬殊,胜败本不难预期,但是战争的结果却出人意料,仅仅持续了一个星期,英法联军就被迫停战、撤退,英国最终失去了对苏伊士运河的实际控制权。英国的失败不在于其“坚船利炮”的威力不够大,也不在于埃及因“反对殖民主义”变为战争中的“正义”一方而最终获胜;而是因为美国将实现苏伊士运河的“去英国化”视为其国家利益,进而“静悄悄”地发动了一场针对英国的“金融战”,最终成功地将英国的势力挤出了苏伊士运河。英国原本指望美国至少能够保持“中立”,没想到美国完全反对英国以战争为手段夺取运河控制权。美国不仅诉诸联合国,通过了要求英法停火撤军的协议,并且开始以国债为武器来迫使英国让步。1956年11月5日,美国财政部长乔治·汉弗莱(George Humphrey)指令美联储纽约分行开始抛售英镑资产,导致英国出现国际收支危机。当英国掌玺大臣拉博·巴特勒(Rab Butler)打电话向汉弗莱请求援助的时候,汉弗莱明确地说:“如果你们不履行联合国要求停火的决议,总统不会帮助你们。”巴特勒回答说:“这是勒索。”美国表示,如果英国不停火,将不会向英国提供资金援助,并且还将否决英国动用其在国际货币基金组织(IMF)的资金份额的请求。但是如果英国答应美国的要求,美国不仅不会否决英国动用其在IMF资金份额的请求,还会额外援助英国5亿进出口信贷资金。英国财政部长麦克米伦无奈地向英国内阁成员表示,对英镑的操作是华盛顿精心编排过的,结果也是严重的。最后,不顾法国的严重抗议,英国决定按美国的要求在10月6日下午5点停火。<sup>①</sup>

<sup>①</sup> 关于苏伊士运河战争背后英国和美国的金融博弈,本文主要参考 Jonathan Kirshner, *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*, Princeton University Press, 1995, pp.63-70。

### 三 “富裕的”债务国与“贫穷的”的债权国

经济全球化的一个直接后果是全球经济格局发生了根本性的变革。所谓“格局”,就是大国之间的力量对比。2012年年底,全球新兴经济体和低收入国家占全球GDP的总值,第一次超过50%,这是人类近几百年的经济史上从未发生过的事情。<sup>①</sup>与之相对应的是,全球主权债务格局在两个方面发生了根本性的变革:首先,以往往往是富裕的西方发达国家是债权国,而广大贫穷的发展中国家是债务国;现在则是发达国家债台高筑,许多发展中国家特别是以金砖国家为代表的新兴经济体大量持有发达国家的债权,成为发达国家的债权国。比如,截至2012年12月底,中国、巴西和俄罗斯都位列美国国债最大的境外持有者前十位,中国的持有量超过1万亿美元;而俄罗斯则有42%的外汇储备是欧元资产。其次,与发展中国家相比,美、日和欧洲的公共债务在存量上规模更大,在流量上增速更快,并且丝毫没有降低的势头。这些“富裕的”债务国到目前为止仍然在不断滚动累积的巨额债务对世界经济的稳定发展构成了严重威胁。新兴的债权国并没有因债权的增多而在全球经济事务中真正拥有更多的主导权和话语权,反而更加被动地卷入因“富裕的”债务国的巨额债务可能引发的经济风险中。因为任何一个国家都不可能无限制地积累债务,当其债务规模膨胀到一定程度——最重要的衡量指标就是债务占GDP的比重——市场就会停止向这个国家提供融资服务,各类投资者在这个时候会担心和质疑债务国的偿还能力。一旦没有新的资本流入,债务国就会出现国际收支失衡,国内宏观经济动荡,危机就会爆发。而这些发达国家不仅经济规模庞大,而且对整个世界经济具有关键的系统性影响,一旦它们爆发危机,以中国为代表的新兴债权国将首当其冲受到影响。

近年来,全球经济的一个重要特点就是发达国家公共债务的规模不断扩大,与本国的GDP之比越来越高。近十多年来,美国国债规模增长迅速。截至2012年12月底,美国国债余额为16.43万亿美元,同比增长7.95%,2008和2009年的同比增速均在15%以上。受金融危机影响,2007年以后美国国债规模与GDP的比例不断大幅攀升,2012年底就超过了100%,较2007年底提高了近39个百分点。在欧洲,公共债务规模的扩大也是一个严峻的问题。自2009年欧债危机爆发到2011年底之前,欧洲央行的政策一直还是以物价稳定为核心,只能小规模、打擦边球式地小心翼翼地为陷入危机的国家融资,以稳定欧元。所以,大多数观察家都认为,欧洲在应对债务危机时与美

<sup>①</sup> 朱民:“变化中的世界”,《国际经济评论》2012年第6期。

国采取了不同的策略,欧洲人不愿像美国人一样,通过开动印钞机大量地向市场注入流动性来稳定金融市场,而是要通过经济紧缩政策来恢复竞争力,进而依靠经济增长来走出债务泥潭。但在现实中,随着欧洲危机的深入和扩散,欧洲人也推出了“欧洲版”的量化宽松政策——LTRO(Long Term Refinance Operation,即长期再融资操作),与美国人最终站在了统一战线上,走向了债务货币化的道路,公共债务规模增长迅速。受长期经济不景气和大地震后政府支出激增的影响,日本政府债务状况远比欧洲一些债务严重的国家更严峻。当前日本国债与GDP之比,达到两倍以上,远远高于欧元区90%的平均水平;而政府财政赤字占GDP的比例,也远远高于欧元区6.3%的平均水平。根据IMF的数据,2013年,日本主权债务总额占GDP的比率已经达到243%,是发达国家中债务负担最重的国家。<sup>①</sup>日本政府财政赤字占GDP的比例在10%左右。<sup>②</sup>日本目前正在实施被称为“安倍经济学”的经济刺激计划,核心也是债务货币化。美国、欧洲和日本这三大全球发达经济体的公共债务规模短时期内很难缩减,这是全球经济稳定、健康发展的一个巨大隐患。

在传统观念里,主权债务违约往往与发展中国家或者第三世界的穷国联系在一起,似乎主权违约是这些发展中国家的“专利”,而发达国家在债务危机中往往扮演了“拯救者”的角色。但是,即使在二战后,发达国家仍然出现了主权违约,只不过方式更为隐蔽,对全球经济的破坏性更大。1971年8月15日,美国突然宣布放弃美元与黄金之间的可兑换性,不再以35美元1盎司的价格向外国兑换黄金。这引起了当时整个国际货币体系的震动。这实际上就是美国的主权债务违约,因为每一张美元本质上都是美国政府的一笔负债,是承诺持有人未来在美国可以兑换成相应价值的黄金的凭证,这是战后布雷顿森林体系的核心条款。美国政府在未与其他国家协商的情况下,单方面宣布不再履行黄金兑换义务,也就意味着各国持有的美元储备的价值大打折扣,这让以德国为首的持有大量美元储备的西欧国家的外汇储备遭受重创。因为在美国不履行黄金兑换义务之后,美元大幅贬值。1972年2月,美国将黄金官价提高到一盎司42.22美元,1973年2月9日,美元再次贬值10%,此后美元贬值的趋势变得一发不可收拾,美元汇率开始自由浮动。到了1979年初,黄金的价格就已经超过了每盎司200美元,在1981年1月21日达到了每盎司875美元。<sup>③</sup>同时为了缓和石油危机

<sup>①</sup> 路透社中文网, [http://cn.reuters.com/article/CNIntlBizNews/idCNCNE99904P20131010? sp = true](http://cn.reuters.com/article/CNIntlBizNews/idCNCNE99904P20131010?sp=true), 2013年10月12日访问。

<sup>②</sup> OECD数据库, <http://www.oecd.org/statistics/compare-your-country.htm>, 2013年10月19日访问。

<sup>③</sup> Harold James, *International Monetary Cooperation Since Bretton Woods*, International Monetary Fund and Oxford University Press, 1996, p.304.

所造成的经济衰退,美国不顾自身逆差规模的不断累积仍然坚持宽松的货币政策和财政政策以刺激经济,大量的廉价美元为了寻求更高的收益流入欧洲,导致整个欧洲饱受高通胀之苦。这是整个20世纪70年代国际性“大通胀”(Great Inflation)形成的一个重要原因。

而2009年爆发的欧洲主权债务危机则打破了战后发达国家没有发生直接主权违约的历史记录,改变了人们之前普遍持有的观念:在当今世界,主权债务危机只会发生在发展中国家,发达国家不会出现主权债务危机。相比发展中国家,发达国家直接宣布主权违约的几率确实要小很多,但这并不意味着发达国家的主权债务就真的安全。发达国家利用自己在国际政治和经济格局中的地位,往往会采取更为隐蔽和更为冠冕堂皇的手段和方式实现事实上的主权违约,以减轻自己的财政负担。哈佛大学的金融史教授尼尔·弗格森总结出了历史上国家所采用的四种“赖账”的方法:第一,直接付清部分或者全部债务,同时较为直接的辅助措施是向债券持有人或者所有富有阶层征收一次性资本税;第二,通过法案削减债务利息,这种方式被称为“债务转换”(或者债务重组);第三,通过法令推迟向公债持有人还债;第四,如果债务没有与物价指数挂钩,或者与某种外币(或者黄金)挂钩,通货膨胀导致的物价上涨可以降低债务本息的真实价值。弗格森称第四种方法是一种简便易行的政治选择,是政府所青睐的方式。<sup>①</sup> 通货膨胀不可预期地上升实际上完全与违约等同,使得所有债务人(包括政府)还债时的货币购买力远远低于借债时的水平。发达国家的货币往往是强势的国际货币,在国际交易中也被更多的国家接受,相较于发展中国家,发达国家的债务多数是用本币计价的。所以,对于发达国家而言,仅仅开动印钞机进行货币贬值,就可以轻松地冲销掉债务,并且可以美其名曰为刺激经济而实施的“宽松货币政策”或者“积极财政政策”,这是一国主权范围的事务,其他国家无权置喙。即使明明知道是发达的债券国在“赖账”,债务国也无可奈何。比如现在美国的债务负担虽然很重,但是美国的通货膨胀率如果保持在5%,并且维持这个水平5年,其他什么事情都不做,债务和GDP的比例就降低20个百分点。<sup>②</sup> 相比之下,通过提高税率来偿付债务不仅让政治家在国内遇到巨大的政治阻力,而且会带来选举失利的风险;而通过经济增长带来实际财政收入的增加,又并非一朝一夕之功,在紧急情况下,往往是“远水解不了近渴”。因此,通货膨胀成为发达国家通过“事实违约”来实现减轻债务负担的最为便捷和隐蔽的手段。

① [英]尼尔·弗格森:《金钱关系》,第131页。

② 张宇燕:“债务危机与世界经济”,《北京工业大学学报(社会科学版)》2012年第3期,第32页。

#### 四 新兴债权国的“债权困境”

新兴债权国除了被动地卷入“富裕的”债务国因其巨额公共债务积累而导致的风险之外,还面临着两个“债权困境”:第一,与“富裕的”债务国在债权关系中处于不对等的地位,缺乏有效的手段来保障自己债权权益的实现,债务合约往往得不到强有力的执行;第二,新兴债权国积累的债权未能更有效地转化为在全球经济治理中的影响力,反而对本国的宏观经济管理产生了负面影响。

克鲁格曼曾经说:“我们从来没有还清过债务,我们所要做的,就是借债来还债务的利息,而利息又为零。我们可以做些什么呢?一个答案是,想办法减少债务的实际价值,就是通货膨胀。是的,这从某种程度上,是对债务人过去过度借款的奖励,但是经济不是道德剧。”他的话非常直白和明确地说出了美联储不愿承认,但是对新兴债务国而言却又是非常残酷的一个事实:美国正通过通膨胀来实现赖账。伯南克在担任美联储主席之前,也说过类似的话:“我们有这种技术来解决,就是印钞票。”这种政策的最大成功,就是使10年期美国国债收益率接近于零(2012年曾跌破1.5%),而美国通货膨胀率则超过2%,所以美国国债实际利率是负的。这相当于借钱给美国的国家不仅从美国得不到利息收益,反而还要额外为美国向自己借款提供补贴,这种情形显然是不合理、甚至是不道德的,等于美国无偿占用了新兴债权国用辛辛苦苦的劳动积累下的储蓄。但是克鲁格曼也说得非常明白,新兴债权国与“富裕的”债务国之间的这种不对等的债权关系实际上是对过去储蓄、节省、勤劳的人的一种惩罚,因为现实的经济活动不是一场道德剧。你活该,谁让你节俭,谁让你把钱借给我呢?这就是克鲁格曼的观点,非常鲜明,能够道出美国很多政策的实际目的。<sup>①</sup>

由于“富裕的”债务国的货币往往是国际货币,他们发行的债务也多以本币计价,开动印钞机是最为便捷的债务冲销方式,在本质上和直接宣布债务违约是一样的。这又一次证明了主权违约的主要决定因素是偿还意愿而非偿还能力。发达国家本身资产庞大,可以通过出售资产和缩减开支来偿还债务,但是它们不愿意勒紧腰带进行结构调整和债务缩减,用实际的经济增长来获取偿债所需收入,而是采用通货膨胀这一“隐性违约”的方式来减轻债务负担。所以,症结在于发达国家根本没有意愿偿还债务。正因为发达国家深谙“赖账”的心理,非常了解偿债能力并不等于偿债意愿,想要保障自己的债权权益,必须让债务国保持偿债意愿,为此它们不惜动用武力。历史上,

<sup>①</sup> 余永定:“美欧日债务危机及中国面对的挑战”,《科学发展》2013年第4期,第8-9页。

发达国家为了保证自己的债权收益,经常用炮舰政策逼迫债务国偿还,强行纠正债务国的偿还意愿,以维护本国利益不受损失。英国经常入侵甚至占领那些无力偿还外债的国家,例如,它于1882年入侵埃及,并在1876年土耳其违约时入侵伊斯坦布尔。同样,美国对委内瑞拉始于19世纪90年代中期的炮舰外交部分地源于对债务偿还的担忧。美国于1907年控制了多米尼加共和国的关税,并于1916年占领该国。同时美国还入侵了海地和尼加拉瓜以控制其关税,并获得了用于债务偿还的收入。<sup>①</sup>除了炮舰政策外,发达国家还可以利用自己在国际政治经济格局中的主导地位,在发生债务危机之时,强势介入债务国的债务重组计划,并且借助它们在IMF和世界银行中的领导地位,动员和调集其他国家的资源参与债务重组,最大限度地保障自己的债权。在20世纪80年代的拉美债务危机中,美国主导了债务重组方案的制订;而在此次欧债危机中,IMF更是全面地配合德国、法国以及欧盟机构来实施对危机国家的救助和债务重组。

相比之下,新兴债权国在自己债权权益受到损害之时却明显缺乏相应的治理手段和政策工具,既不能像历史上发达国家那样用武力来保障自己的债权,也无法对“富裕的”债务国施加足够的压力迫使其通过出卖自身资产的方式来筹集偿债资金。另一方面,过度的债权积累也给新兴债权国国内的宏观经济管理带来了相当程度的困难。比如,中国因为实施一定程度的汇率管制措施,并且国内金融市场不够发达,再加上本土企业国际化的经营能力欠缺等诸多因素,通过国际贸易所取得的经常项目顺差多以外汇储备的方式形成央行负债,央行则以购买外国政府发行的国债的方式持有这部分储备。但是央行持有外汇是有成本的,必须要发行同样价值的人民币给那些赚取外汇的企业和个人,这就意味即使国内宏观经济形势要求收紧货币,但是央行常常因为不断地积累外国政府债权又必须被动地向国内注入流动性,从而加大了通货膨胀的风险。这就给本国的宏观经济管理带来困难。

面对“债权困境”,新兴债权国也没有完全束手待毙,而是开始了积极探索摆脱困境的出路。比如,更为主动地敦促发达国家削减自身债务规模、主权债务投资的多元化、鼓励企业的跨国经营,将外汇使用在国外,利用国外的资源提高本国企业在产业价值链中的地位,将低收益的主权债务转变为高收益的各类海外投资。中国也积极地推动人民币的国际使用。如果人民币最终成为国际货币,那么也意味着中国以后将不必大量持有外币计价的外国政府债务,而是可以更为主动地以人民币发行自己的主权债

<sup>①</sup> [美]卡门·莱因哈特、肯尼斯·罗格夫:《这次不一样? 800年金融荒唐史》,蔡相、刘晓峰、刘丽娜译,北京:机械工业出版社2010年版,第51、78页。

务来对冲风险,甚至持有海外发行的人民币债务。

新兴债权国在应对“债权困境”的探索中,具有特别意义的亮点就是金砖国家开始有意识地进行机制化和制度化的合作,共同携手应对世界经济中的风险。在金融领域,金砖国家之间实施货币互换并且筹划建立金砖国家银行和金砖国家外汇储备库。2012年3月,在第四届金砖国家峰会上,巴西、俄罗斯、印度、中国和南非五个国家政府提出了建立一个新的开发银行的设想,为金砖国家和其他发展中国家基础设施与可持续发展项目筹集资金,即金砖国家开发银行。同年,金砖国家讨论建立外汇储备以应对短期流动性危机,即金砖国家外汇储备库。金砖五国国内生产总值约占世界总量的20%左右,金砖国家之间贸易额超过了3000亿美元,但是金砖国家之间的贸易结算往往都不是用本币,而是美元或者欧元等发达国家的货币,这是金砖国家不断积累发达国家债权的一个重要原因,同时也因此不可避免地受到发达国家经济金融政策的影响,而面临汇率波动风险。如果金砖国家之间通过货币互换增加贸易的本币结算,无疑将增强金砖国家抗击外部风险的能力。金砖国家开发银行的成立主要是为金砖国家和其他发展中国家的基础设施项目提供融资,以满足这些国家对公路、铁路、港口和电力的迫切需求。这将有助于金砖国家为自己的贸易盈余寻找更好的投资渠道,多元化自己的外汇储备,改变目前单一地投资于发达国家主权债务的局面。金砖国家的外汇储备库则是为成员国出现国际收支困难时提供融资帮助,因为新兴债权国之所以积累了大量的发达国家的主权债权,一个重要的动力就是避免出现国际收支危机。金砖国家外汇储备库如果最终成立,可以缓解成员国增加外汇储备预防危机的压力,减少对发达国家主权债务的投资。

## 五 政策建议:积极应对全球债务格局之变

从世界宏观经济的发展趋势来看,如何管理好中国掌握的发达国家的主权债务对中国经济的走向至关重要,对世界经济形势的稳定有决定性的影响。我们必须充分认识并认真处理好以下几个问题:

### (一)减少购买发达国家的主权债务,减少未来的债务风险

根据国际货币基金组织的最新数据,发达国家2012-2015年的经济平均增长率大概在2%左右徘徊,<sup>①</sup>远低于上世纪80年代的3.9%、90年代的2.9%。与此同时,发达国家的债务与总体经济规模之比却在不断上涨。哈佛大学教授罗格夫和莱茵哈特

<sup>①</sup> IMF, *World Economic Outlook: Is the Tide Rising?* January 21, 2014, p.2.

的研究表明,债务水平高企与经济增长低迷之间有直接的因果关系。他们认为,当一国的公共债务超过 GDP 的 90%时,年经济增长率起码要放慢 1 个百分点。美国要维持现在的债务占 GDP 比例不变,在不大幅缩减公共开支或大幅增加税收的情况下,需要有 6%以上的年均增长率;欧盟需要 5%左右的增长率。这对于发达经济体来说几乎是不可能的,除非出现泡沫。发达国家的潜在 GDP 增长率也就在 2%左右。<sup>①</sup> 发达国家不可能大幅缩减公共开支,因为福利开支具有某种刚性,削减社会福利会引起巨大的社会动荡;发达国家也不可能大幅增加税收,因为经济增长缓慢,增加税收只可能降低消费与投资,使经济雪上加霜。换句话说,发达国家的债务未来几年只可能不断增长,它们求助于通货膨胀来冲销实际债务的可能性在不断增长,世界面临着高通货膨胀的前景。

历史上,发达国家通常是债权人,而发展中国家是债务人。但现在事情恰好相反,大多数发达国家都债务严重,而像中国这样的新兴市场国家是它们最大的债权人。过去,发展中国家欠的债如果还不上,发达国家会派炮舰去逼着还债,还不起债的国家就只有挨打的份。现在,发达国家债台高筑,而且看不到迅速好转的趋势。中国作为发达国家最大的债权人,一定要谨慎增持发达国家的债务,因为一旦发达国家出现债务违约,中国无法强迫发达国家还债,而发达国家却可以利用通货膨胀来冲销债务,使我们的债权逐渐被稀释。

## (二) 购买过多的美国主权债务不符合中国的战略利益

冷战结束后,美国一直想维持一超独霸的国际格局。中国目前成为世界第二大经济体、经济规模有可能在不远的将来超过美国,所以美国已经未雨绸缪,实施所谓的“再平衡”战略,限制中国日益增强的国际影响力。美国在亚太地区倡导的“跨太平洋伙伴关系协议”(Trans-Pacific Partnership Agreement,简称 TPP),以及与欧洲已经进入实际谈判阶段的“跨大西洋贸易与投资伙伴关系协定”(Transatlantic Trade and Investment Partnership,简称 TTIP),其重要目的都是想用新的国际规则来限制中国。未来,美国不会放松遏制中国的发展空间。而我们购买越多的美国债券,就是把越多的钱借给美国,美国在全球动员其他力量反制中国的能力就越强。

中国大量购买美国国债,就压低了美国国债的利息,美国从而可以维持很低利率的货币政策,美国企业在美国借贷非常便宜,再到新兴市场国家投资,从中赚取大量的利润差。有研究表明,美国企业在中国投资的年收益在 15-20%以上。而因为美联储

<sup>①</sup> 世界银行对发达国家经济增长的最新预测也说明这一点,参见 World Bank, *Global Economic Prospects: Coping with Policy Normalization in High-income Countries*, January 2104, p.138。

实行量化宽松等超宽松的货币政策,美国国债收益率极低。我们购买美国 10 年期的国债,年收益率还不到 3%。两者之间巨大的利润差是被美国企业赚走了。

### (三)可以更多地选择性增加购买新兴发展中国家的主权债务

新兴经济体对外部需求的依赖很强,因此发达国家经济不振对新兴经济体的影响很大。然而总体来看,新兴经济体的债务占 GDP 之比大约为 30%,新兴经济体在宏观经济政策上仍有很大的回旋余地。新兴经济体内部需求仍很大,基础设施薄弱,需要大量投资。中国购买新兴经济体国家的主权债务,就是借钱给它们,帮助它们改善基础设施状况,为吸引更多的外来投资创造条件。

中国可以鼓励那些发展快的新兴经济体国家发行基础设施建设债券,通过项目筹资加快发展。中国可以购买这些债券,借钱给它们发展。中国企业在基础设施建设上拥有的国际竞争力极强,即使这些项目用国际招标的办法,中国企业中标的机会也远远超过一半以上。通过帮助新兴经济体国家加快基础设施建设,可以促进中国的建筑机械出口,消化中国的过剩产能。

### (四)推动新兴经济体国家与发达国家携手合作,共同稳定发达国家的主权债务

在过去的几十年里,新兴经济体的快速发展得益于发达国家开放市场,促进全球的自由贸易,新兴经济体利用向发达国家市场出口赚取了大量外汇。在某种程度上,帮助发达国家稳定它们的主权债务,维持一个开放的世界经济环境,防止贸易保护主义回潮,将有利于新兴经济体未来的发展。因此,我们可以利用“20 国集团”会议等国际舞台,建议新兴经济体(往往是外汇储备大国)与发达国家合作,商讨如何稳定这些发达国家主权债务的方法。

我们需要在各种国际场合公开指出:用通货膨胀来冲销主权债务的做法,最近一段时间在发达国家中有越来越得势的迹象。但历史经验证明,用通货膨胀冲销主权债务是一种饮鸩止渴的办法。一方面,通货膨胀会导致国内社会动荡、政治混乱,给极端政治势力以可乘之机。例如,正是魏玛共和国时期的恶性通货膨胀导致了希特勒在德国上台执政。另一方面,如果通货膨胀率上升,发达国家的中央银行往往不得不提高利率以遏制通胀,随着利率的上调,主权债务的利息会利滚利越来越大,最终会“吃掉”发达国家的大部分财政收入。

解决发达国家的主权债务问题,只有依靠更多的国际合作。新兴经济体国家可以利用巨大的外汇储备,帮助发达国家稳定主权债务;但发达国家也应该对新兴经济体加大开放市场的力度,特别是开放投资市场,以换取新兴经济体国家的合作。中国等新兴经济体国家向发达国家投资,则可以更快地获得新技术和国际市场的营销渠道。

### (五)要做好削减富国债务的准备,同时做好国内的舆论工作

在国际关系中,债权国处理好与债务国的关系非常重要。第一次世界大战结束后,美、英、法等战胜国在《凡尔赛和约》的谈判过程中,对战败国德国“狮子大张口”,让德国承担无法承受的负担,为第二次世界大战埋下了隐患。20世纪20年代末,当德国无力偿还英法的债务时,美国不肯放宽英、法偿还美国债务的期限,因此三角债务链断裂,导致了金融市场的危机、混乱和大萧条。

未来,如果发达国家的经济增长仍然迟缓,它们的债务形势有可能继续恶化。无论如何,中国不希望国际债务市场出现混乱,不希望世界经济陷入新的危机,因此,我们需要与美、欧、日等发达国家一起来制定一个稳定债务的方案。也许,未来某个时期,我们不得不削减发达国家的一部分债务,尽管这听起来像天方夜谭,似乎这是低收入国家的欠发达国家才有过的待遇。但如果世界经济及中国经济的发展都会因此而陷入新的困境,中国就应该做出一些姿态,主动要求减记一些发达国家的债务。当然,这种减记一定是有条件的,发达国家要对债权国进行必要的补偿。比如,发达国家要进一步开放市场,吸引新兴经济体的企业去投资;发达国家要进一步放宽对高技术产品的出口限制,给包括中国在内的新兴经济体更多的技术支持;发达国家要在现存的国际货币体系中给予中国更大的投票权,让人民币在国际货币储备体系中获得应有的地位(包括特别提款权)。

减记发达国家的债务会遇到巨大的国内舆论压力,但是我们应该清醒地认识到,只要世界经济保持开放的格局,中国处于“世界工厂”的地位,“中国制造”就可以维持、甚至扩大在全球市场上的份额。中国经济的增长就有后劲,就业就有保障,这符合中国的根本利益。为此,哪怕需要对一些发达国家的债务施以援手,也是值得的。我们需要针对国内的舆论做大量细致的工作,让民众理解对发达国家“让利”的道理,争取民众的支持。

(作者简介:丁一凡,国务院发展研究中心世界发展研究所研究员;赵柯,中共中央党校国际战略研究所助理研究员;责任编辑:宋晓敏)