



CF40 研究部：全面反思低利率环境下的财政政策



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

本文作者：CF40 研究部



近期，国际货币基金组织原首席经济学家奥利维尔·布兰查德（Olivier Blanchard）发表新著——《低利率环境下的财政政策》（Fiscal Policy Under Low Interest Rates）。本书结合近十年发达国家财政政策讨论和具体实践，全面反思了财政政策的作用，是西方主流经济学界对财政政策的最新思考，具有较强的参考价值和借鉴意义。

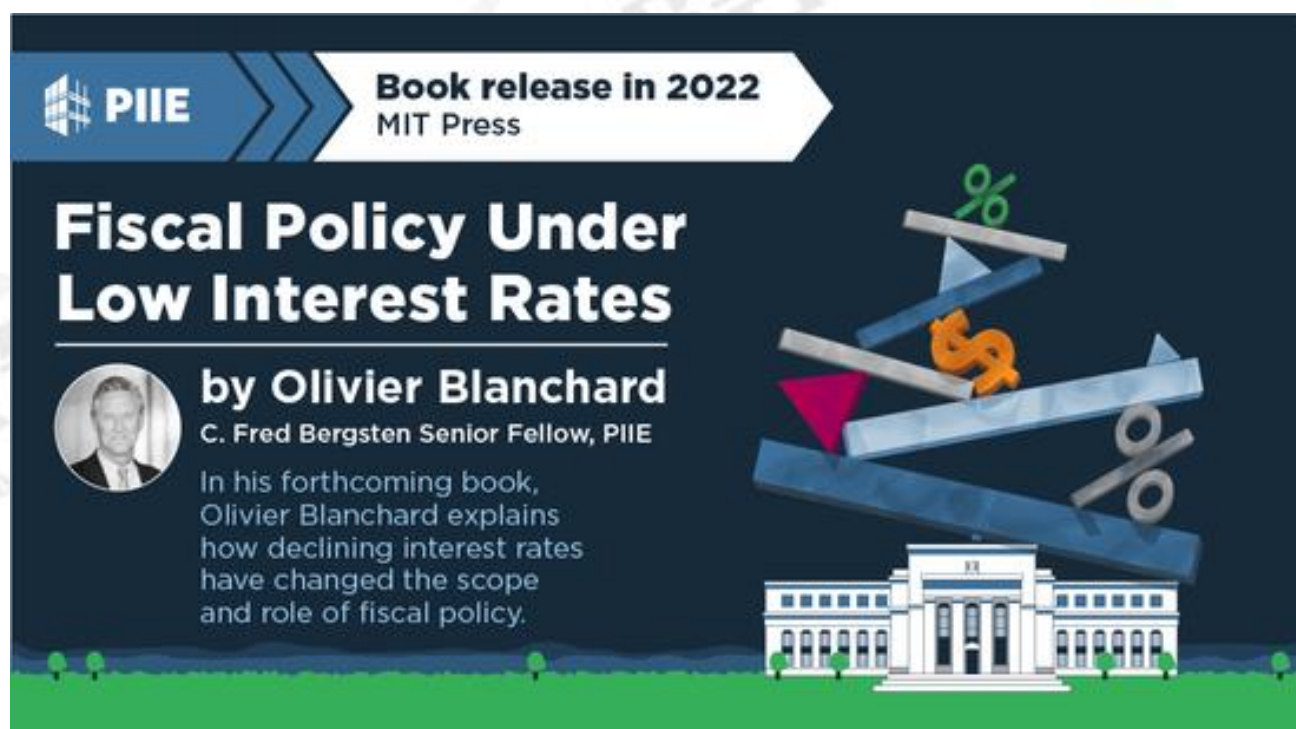
全球无风险利率在过去 700 年呈趋势性下降，近 40 年尤为显著。布兰查德认为，发达经济体的实际利率或已低于增长率和央行能够实现的最低利率。决定利率下行的深层次因素不仅短期内难以逆转，还将持续强化

当前的低利率环境。

实际利率低于经济增长率 ($r < g$) 将改变债务可持续性的含义。 < font= "" >其意味着政府可以在维持基本赤字的同时，保持债务水平的稳定甚至下降。因此，债务可持续性的规则不应简单划定红线，而应从债务发展的动态性出发，关注偿债能力而非债务比率。公共投资与政府融资方式应实施“分离原则”。

低利率环境下，央行受到有效下限约束，无法锚定中性利率以稳定产出。财政政策效果更佳，成本收益比和乘数更高。但最优财政政策同时面临稳增长和债务可持续性之间的矛盾，在利率极低时应优先考虑前者需求。

从三大发达经济体的表现来看，欧盟在次贷危机后财政取向过于保守，拖累地区复苏进程。美国疫情期间则过于激进，经济过热推升利率或将突破临界点，威胁债务可持续性。日本近年来的财政支持大致合适，虽常年债务高企，但产出始终接近潜在水平，尚未面临债务不可持续的威胁。



全球金融危机以来，特别是新冠疫情爆发后，各国的政策实践引发了对财政政策作用的重新审视。近期，原国际货币基金组织首席经济学家布兰查德发表新著，对近十年来西方经济学界和政策界关于财政政策的讨论进行了回顾，全面反思了财政政策的作用，是西方主流经济学界对财政政策的最新思考，具有较强的参考价值和借鉴意义。

低利率环境常态化迫使对财政政策再思考

全球无风险利率在过去 700 年趋势性下降，近 40 年尤为显著。自上世纪 90 年代初以来，日本、欧元区和美国的无风险利率每年分别以 20、18 和 15 个基点的速度稳步下降。目前，主要发达经济体均已接近零利率水平。事实上，全球无风险利率自 14 世纪以来一直以 1.2 个基点的速度持续下行。利率下行既不是由全球金融危机、新冠疫情等短期冲击引发，也

并非央行政策所致——央行通过锚定中性利率以实现充分就业，但货币操作本身并非利率下降的根本原因。

利率下降是由深层次的低频因素所致，这些因素短期内难以逆转，因此全球经济很可能长期处于低利率环境。布兰查德认为，储蓄是解释利率下行的关键变量，而决定储蓄走势的长期因素包括人口结构变化和资产投资偏好等，这些也是过去 40 年利率下行的深层次原因。展望未来，人口结构方面，生育率降速放缓、“婴儿潮一代”步入退休，只要预期寿命的延长仍将维持原速并主导人口趋势，其将进一步推升储蓄率。资产偏好方面，金融危机后的流动性监管加强和人口老龄化等趋势，都将使全球对安全和流动性资产的需求居高不下。可预见的是，这些因素都将对未来的利率走势持续造成下行压力。

利率低于关键阈值意味着必须全面反思财政政策。当前，中性利率已突破两个关键阈值：一是中性利率已低于经济增长率($r^* < g$)，意味着政府借贷成本低于回报。换言之，财政紧缩和削减债务的机会成本更高；二是中性利率已常态化地低于货币政策能够实现的最低实际利率($r^* < r_{min}$)，意味着仅依赖货币政策，已无法实现维持充分就业、潜在产出等宏观目标。而通过增加财政支出和公共投资，一方面可以提振总需求，另一方面可将中性利率推升至有效下限之上，进而为央行留有政策调整的余地。这也意味着我们需要对财政政策的定位和角色进行再思考。

低利率环境下的债务可持续性

不能用简单指标衡量

第一，实际利率低于经济增长率（ $r < g$ ）的前提，改变了债务可持续发展的含义。当实际利率小于增长率（ $r < g$ ），意味着债务增长的速度小于经济增长的速度。这使得政府在持续存在财政赤字的同时，能够保持债务比率的稳定甚至下降，而无需通过创造更多的财政盈余来维持债务的可持续性。因此，对债务可持续性的衡量不应纠结赤字或基本赤字的规模，这也改变了传统财政收支平衡的评估视角。

第二，债务可持续本身是一个概率和动态的概念，不应简单划定红线。布兰查德指出，如果债务比率激增（或至少稳步增长）的概率非常低，那么债务就是可持续发展的。减少债务水平并不重要，重要的是实际利率与增长率之间（ $r-g$ ）的动态发展。然而，目前关于债务可持续性的规则都还是简单划定红线的思路，如欧洲《马斯特里赫特条约》规定了 60% 的债务比率与 3% 的赤字率；德国的“黑零”规则旨在确保财政赤字始终清零等。这些量化规则虽然可以确保债务可持续性，但会浪费可用的财政空间，有时是以高昂的产出成本为代价。

第三，即便设置“红线”，按照债务和赤字的水平来划定的方法并不合理。布兰查德认为，对债务可持续发展的评估分为两个步骤。其一，当债务尚未激增时，评估应取决于当前和未来的财政收支余额、实际利率和增长率。根据债务发展的动态性，应该让最低财政收支余额成为偿债能力的函数，而非债务率的函数，并在货币政策利率受到有效下限约束的情况下允

许偏离这一界限。其二，若债务已处于激增的路径，则需要对政府维持债务可持续的意愿和能力进行评估，具体参考指标包括政府的性质和公信力、债务调整规模和到期时间、最初的税收水平等。

第四，需要对公共投资单独考虑。公共投资与政府融资方式应遵循“分离原则”。公共投资一定程度上可带来未来财政收入的增长，在不威胁债务可持续性的情况下，部分资金可来自于债务融资，特别是在政府借贷成本小于投资回报 ($r < g$) 的情况下。传统划定债务红线的方式无疑造成了公共投资的低效缩减。但这并不意味着公共投资都应该通过债务融资推进。如果所投项目不能产生足够多的财政收入，或是宏观稳定目标受到威胁，则需要更多诉诸税收和财政转移等方式，甚至需要对公共投资本身的合理性进行重新评估。

与布兰查德上述考虑不谋而合，意大利总理德拉吉和法国总统马克龙近期在《金融时报》撰文表示，债务水平的降低不能通过提高税收或削减社会支出来实现，也不能通过不合理的财政调整来遏制增长，而应通过合理的结构性改革来控制经常性的公共开支。欧盟应进一步改革财政框架和

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_35935

