



我国财政扩张有较大空间， 债务可持续的关键在于提升 经济增速



意见领袖| 中国金融四十人论坛

面对当前的需求不足问题，公共部门增加支出是重要的政策选项。但包含地方政府隐性债务在内的广义政府债务风险受到较多讨论，制约公共部门逆周期支出政策发力。



近期发布的 2022 年第四季度 CF40 宏观政策报告《逆周期公共部门支出和政府债务可持续性》深入分析论证了我国财政扩张空间与政府债务可持续问题，并从多个角度回应了一些长期以来的疑问，包括地方政府隐性债务扩张是否引发了公共部门支出对非公有部门的挤出效应，以及财政扩张是否就是寅吃卯粮等。

2022.04



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

宏观政策报告

MACROECONOMIC POLICY REPORT 带你探究经济真相

逆周期公共部门

支出和政府债务可持续性

COUNTERCYCLICAL FISCAL POLICY
AND SUSTAINABILITY OF GOVERNMENT DEBT



今天带来的是报告的其中一部分，主要回答了以下几点：

① 逆周期公共部门支出是在市场需求不足、私人部门意愿储蓄大于计划投资环境下的政策应对措施。我国私人部门储蓄与投资的缺口持续放大，政府举债增加支出不会带来过度需求和高通胀，这给政府债务/GDP 比率留下了较大的上升空间。

② 保持政府债务可持续性需要两点支撑，一是合理经济增速，保持合理经济增速同时也保持了经济增速大于利率，促使政府债务/GDP 比率向更低水平收敛；二是将基础赤字保持在合理水平，逆周期公共支出和相应的政府债务/GDP 比率有周期性特征，从其他国家经验来看，对基础赤字率和政府债务负担更大的挑战是以社会福利支出为代表的政府支出增长。

③ 在两种情况下，政府债务难以为继。一种是直接的政府债务违约，这一问题在外债方面更为突出。另一种是政府未来需要通过减少支出或者增加税收的方式偿债。无论直接征税还是隐藏的铸币税，都会对债务可持续性造成威胁。

④ 我国维护政府部门债务可持续性可接受的财政赤字率远大于 3%。假定未来广义政府债务/GDP 目标处于 90%-100%，未来除了有 10%-20% 的债务提升空间，基础赤字率也可以提升至 4.5%-6% 之间，此时包含了政府债务利息的赤字率处于 6%-7% 之间。采取逆周期政策期间，基础赤字率可显著高于这个平均水平。

⑤如果能通过改革激发投资和消费活力，或者通过政策利率充分及时调整平衡意愿储蓄和计划投资之间的缺口，都能更大程度地利用市场自发力调节供求，对资源配置更加有利。逆周期公共支出政策是次优选择。

接下来，中国金融四十人论坛微信公众号还将陆续更新更多报告内容，敬请期待。

* 本文节选自 2022 年第四季度 CF40 宏观政策报告专题部分《逆周期公共部门支出和政府债务可持续性》，执笔人为中国金融四十人论坛资深研究员张斌，中国金融四十人研究院青年研究员朱鹤、盛中明、张佳佳。点击文末阅读原文，可查询报告全文。

”

在两种情况下，政府债务难以为继。

一种是直接的政府债务违约。一旦出现政府债务违约，政府再融资难以持续，投资者抛售政府债券，可能会引发金融和经济危机。政府债务违约在外债方面更突出。对于内债，货币当局可以发行货币确保为政府融资，很少会存在直接的政府债务违约风险。在特定的法律或者制度约束下，不能完全避免直接的政府债务违约风险。

另一种是政府未来需要通过减少支出或者增加税收的方式偿债。增税偿债有两种方式，一是直接向私人部门增加税收偿还债务；二是通过增加货币发行偿还债务，而这事实上是通过征收铸币税的方式偿还债务。直接

征税往往会遭遇较大政治阻力；而铸币税会带来未来的通胀预期，侵蚀国债的真实购买力价值，过度铸币税和通胀会让市场抛售债务，造成债务危机。无论直接征税还是隐藏的铸币税，都会对债务可持续性造成威胁。

评价政府债务可持续性的方法有很多种，评估的出发点一般是政府债务/GDP 比率。在有些国家的政策实践当中，会把既定的政府债务/GDP 比率作为政策目标，一旦其超过既定目标，就会被认为政府债务超出了界限。

然而，通过以下的分析可以看到，政府债务/GDP 比率在不同国家和地区、不同时间段可能对应着不同的合理区间，并非将政府债务/GDP 比率维持在一个固定水平就保持了公共债务的可持续性。

下面我们重点讨论三个方面，一是如何判断政府债务/GDP 比率的合理区间；二是如何判断政府债务/GDP 比率能否维持在合理区间；三是结合中国数据的情景模拟。

（一）政府债务/GDP 比率的合理区间

经济增长高峰期以后，政府债务/GDP 比率普遍大幅上升。在经济增长高峰期后的二十年内，欧洲的德国、法国和意大利以及东亚的日本、韩国都出现了政府债务/GDP 持续大幅上升、住户部门债务/GDP 增加、非金融企业部门债务/GDP 增加较慢甚至略有下降。在新增债务中，政府新增债务在全社会新增债务占比持续大幅上升，非政府部门新增债务占比下降。非政府部门信贷包括了对非金融企业的信贷和对居民部门的信贷，其中对

非金融企业的新增信贷占比下降尤其突出，这与全社会私人部门投资增速的大幅放缓形成了对应。

图 1 经济增长高峰期后

二十年内各部门信贷/GDP 增长倍数



更高的政府债务/GDP 比率并不等价于更高的政府债务风险。观察政府债务/GDP 比率与主权债 CDS 利差的关系可知，二者显著负相关。更高的政府债务/GDP 比率并不代表该国未来更难以偿还政府债务。决定政府偿还债务能力的因素有很多，政府债务/GDP 比率部分反映了政府债务负担，但政府能否还债还要考虑更多因素，比如未来的经济增长和通胀、利率、政府融资能力等等。

政府债务/GDP 比率这一指标本身，也不能够充分反映政府债务负担。

一是没有考虑政府持有的资产，没有区分政府债务与政府净债务。政府在举债增加支出的同时，有些情况下也会形成一些资产，比如政府对基础设施投资或者购买土地形成的一些资产。仅看总债务而忽视净债务，不能完全判断政府的真实偿债能力。日本的政府债务/GDP 达到 230%，是发达国家中政府债务/GDP 最高的国家，但如果观察净债务/GDP，日本净债务/GDP 是 130%，与意大利相当。这一数字仅仅考虑了日本政府持有的金融资产，如果再考虑到非金融资产，日本政府的净债务水平更低，对偿债能力的保障更高。

二是没有区分付息债务与无需付息债务，以及央行在其中发挥的作用。如果是政府部门或者其他公共部门购买政府债券，所得的政府债券利息会不同程度地上缴财政，这对政府而言事实上是无需全部付息的债务。区分付息债务和事实上无需付息的债务以后，政府偿债能力可能会有显著差异。此外，在政府债务的形成过程中，来自央行的配合会让政府的债务压力大相径庭。央行通过购买国债的方式实现合理必要的基础货币扩张，央行持有的这部分国债对政府而言不构成真正意义上的债务负担。此外，央行还可以通过帮助政府调整债务久期 帮助政府克服债务流动性困难

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_52557

