



世界智库译丛

主权债务危机

THE SOVEREIGN DEBT CRISIS
PLACING A CURB ON GROWTH

【法】安东·布朗代 弗洛朗丝·皮萨尼 埃米尔·加尼亚 ● 著
江时学 李 罡 吴大新 戈毅娟 ● 译
江时学 ● 总校

中国社会科学出版社

014030274

F810.45
25



世界智库译丛

主权债务危机

THE SOVEREIGN DEBT CRISIS
PLACING A CURB ON GROWTH

【法】安东·布朗代 弗洛朗丝·皮萨尼 埃米尔·加尼亚 • 著
江时学 李罡 吴大新 戈毅娟 • 译
江时学 • 总校



F810.45
25

中国社会科学出版社



北航

C1717114

图登字:01—2014—0906

图书在版编目(CIP)数据

主权债务危机/[法] 安东·布朗代、弗洛朗丝·皮萨尼、埃米尔·加尼亚著, 江时学、李罡、吴大新、戈毅娟译, 江时学总校. —北京: 中国社会科学出版社, 2014. 2

ISBN 978 - 7 - 5161 - 3938 - 7

I. ①主… II. ①安…②弗…③埃…④江…⑤李…⑥吴…⑦戈…⑧江…
III. ①债务危机—研究 IV. ①F810.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 025521 号

Translated into English by Francis Wells.

© Copyright 2012, Editions La Découverte, Paris

出版人 赵剑英
选题策划 冯 斌
责任编辑 陈雅慧
责任校对 王 斐
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名:中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京君升印刷有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2014 年 2 月第 1 版
印 次 2014 年 2 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 11
插 页 2
字 数 126 千字
定 价 38.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社联系调换
电话:010 - 64009791
版权所有 侵权必究

本书译者

导言	江时学	
第一章	江时学	
第二章	李 罡	
第三章	吴大新	戈毅娟
第四章	吴大新	
第五章	江时学	
第六章	李 罡	
结论	江时学	

译者序

20 世纪 80 年代初我到中国社会科学院拉丁美洲研究所工作后不久，墨西哥爆发了债务危机。墨西哥债务危机极大地损害了拉美国家的资信，国际私人银行不再为其提供信贷，外部资金流入量急剧减少。为获得国际货币基金组织的纾困，拉美国家被迫实施以紧缩为主要内容的经济调整。除压缩政府财政开支以外，还大幅度减少进口，以减少经常项目逆差。这一切使得拉美经济增长失去了活力。无怪乎 20 世纪的 80 年代被称作拉美的“失去的十年”。债务危机在我当时年轻的学术心灵中留下了阴影。

2008 年底，我到中国社会科学院欧洲研究所工作后不久，欧洲爆发了债务危机。与拉美债务危机相比，欧洲债务危机造成的影响似乎更大。欧盟委员会主席巴罗佐甚至认为，债务危机还使欧盟陷入了政治危机和社会危机。

其实，除债务危机、政治危机和社会危机以外，欧盟还面临着财政危机和银行危机。这些危机交织在一起，曾使国际上许多悲观的观察家断言，希腊会退出欧元区，由此而来的多米诺骨牌效应会导致欧元区崩溃，进而使欧盟垮台，欧洲一体化可能会戛然而止。

上述悲观的推理未能成为现实，但欧盟的遭遇充分说明，债务问题如果得不到很好的解决，其后果是相当严重的。

诚然，债务可以使政府、企业和个人获得从事各种经济活动所需的资金，可以使政府提供优厚的社会福利，可以使企业扩大投资，可以使普通的消费者购买耐用消费品，可以提高人民的生活水平，可以推动经济发展；但是，凡事有利也有弊。尤其在债务负担不断加重时，其副作用是十分危险的。希腊债务危机的主要根源就是政府长期寅吃卯粮，不计后果地举债。2004年，希腊的政府债务相当于国内生产总值的比重接近100%，此后几年稳步上升，至2009年债务危机爆发时已高达130%。

德国是欧盟经济的引擎。多年来，德国因其非凡的经济业绩而颇受国际社会的褒扬。毋庸置疑，这一业绩既与其强大的出口能力密不可分，也与其长期奉行的较为稳健的宏观经济政策有关。例如，除维系物价稳定以外，德国还能成功地控制债务负担。

在过去的十多年中，虽然德国的负债率均略高于欧盟的平均水平，但德国能使其债务控制在可持续的限度内。英国《金融时报》专栏作家约翰·普伦德认为，这与德国奉行的“金融保守主义”有关。他说“解决欧洲债务危机的德国方案的中心原则是，欧元区其他成员国必须按照德国的正统财政观念和金融保守主义接受改造。债务将被视为不道德的，经常账户盈余是必要的，只有微小的预算赤字才不会受到惩罚，金融创新将受到监管的限制。”他还指出，在德语中，“schuld”一词的意思既是“债务”，也是“责任”和“罪责”。

美国虽然避免了债务危机，但数度政府“关门”却使这个世界强国颜面扫地。一个名叫帕特丽丝·布朗（Patrice Brown）的美国人在“雅虎之声”（Yahoo Voices）网站上发表的一篇题为《政府关门是一种羞耻行为》的文章中说：“我对我的国家感到惭愧。”

近几年，中国的债务问题（尤其是地方债务）也引起了国内外的关注。有些悲观论者甚至认为，债务危机就在中国眼前了或是迟早要爆发的。

这样的悲观论调难以成为现实。事实上，根据中国财政部有关部门的计算，目前中国的负债率仅在45%至50%之间，远远低于日本、美国和欧盟的负债率。

本书的三位作者既有深厚的理论功底，又有在金融部门从事实际工作的经验，因此对债务问题有很深的认识和体会。毫无疑问，本书的出版有助于我们在理论上对困扰世界上许多国家的债务问题获得更为全面的了解。

本书第一章阐述了公共债务与私人债务的异同之处以及公共债务的限度。本书作者认为，在发达国家，债务负担的加重主要与公共债务的积聚有关。因为不同国家的公共债务的限度很可能是各不相同的，所以，判断公共债务的限度是否适度，应该从较长的时间来看待公共债务的演变，而不是仅仅从名义经济周期入手。

第二章分析了财政危机与债务危机之间的关系。作者认为，一些经常项目赤字严重的国家吸收了经常项目盈余国家的剩余储蓄。因此，赤字国家进行的政策调整，如削减支出、减少进口，将不利于世界经济的增长。

截至2012年末，日本的公共债务相当于GDP的比重已

超过 210%。这一数字是经济合作与发展组织成员国公共债务水平的两倍。

第三章剖析了日本债务问题的来龙去脉。作者认为,虽然日本的债务已超过其 GDP 规模的两倍,但政府仍然在以低利率进行借款。当然,这并不能掩盖今天日本所面临的问题。

第四章论述了美国的债务问题。作者认为,二十多年来,美国吸收了国外的巨额储蓄,维持巨额财政赤字已经成为支撑美国经济的关键因素。由于美国的公共债务具有可持续性,因此现在人们不会对美国经济的未来产生怀疑。

第五章分析了欧洲的债务问题。作者认为,主权债务危机居然在欧元区爆发。这看起来是令人惊讶的。确实,欧洲国家的公共财政常常引起人们的特别关注。一方面,这些国家的政府开支负担比美国或日本的重。但是,在它们创建单一货币时,曾专门制定了限制公共赤字和公共债务规模的规则,以避免爆发预算危机的风险。不幸的是,这些规则没有得到遵守,而且,货币一体化使不同国家的私人行为者的借贷行为出现了预料不到的差异。

在全球化时代,债务问题或债务危机的影响是全球性的。因此,第六章探讨了国际金融体系动荡不安的根源。作者认为,发达国家的主权债务危机也对贸易盈余的新兴经济体产生了负面影响,导致这些国家本币面临升值压力,出口受挫,使其不得不采取扩大内需的政策。因此,紧密的国际经济合作将是防止货币危机和世界经济增长持续放缓的唯一办法。

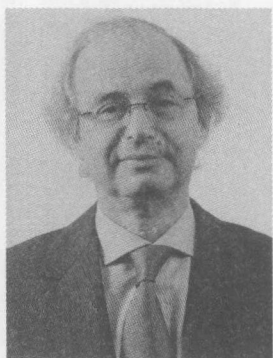
本书作者在“结论”中提出的这一判断是引人深思的:

如果发达国家希望继续把财政政策当作一种调控经济的工具，那么它们就应该学会如何永远地尊重财政纪律。主权债务危机是检验其能否做到这一点的试金石。

江时学

2013 年冬于北京

作者简历



安东·布朗代 (Anton Brender) 毕业于巴黎第一大学，获经济学博士学位，在巴黎第一大学就职；曾任法国政府智库国际情报与展望研究中心 (CEPII) 主任；1993 年起与弗洛朗丝·皮萨尼合作，发表了大量关于金融全球化和美国经济的文章；著有《全球失衡与全球化金融的崩溃》(欧洲政策研究中心 2010 年出版)。



弗洛朗丝·皮萨尼 (Florence Pisani) 毕业于巴黎多菲纳大学，获经济学博士学位，目前在该校任教。



埃米尔·加尼亚 (Emile Gagna) 毕业于巴黎多菲纳大学，获应用数学及社会科学专业硕士学位，目前在巴黎的一家资产管理公司任职。

目 录

导言	(1)
第一章 公共债务与私人债务	(4)
第一节 公共债务的特性	(4)
政府课税	(5)
政府发债	(7)
政府拥有执法权	(10)
第二节 公共债务的限度	(13)
理论方法	(13)
经验方法	(19)
第二章 从财政危机到经济危机	(24)
第一节 通货紧缩的剧烈冲击	(25)
经济活动急剧下滑带来的威胁	(28)
成功实现经济稳定	(32)
第二节 发达经济体恢复财政平衡的必要性	(34)
发达经济体仍然危机重重	(35)
刺激政策的退出缺乏协调	(38)
第三节 世界经济增长的危险信号	(40)
李嘉图等价定理失效	(42)

公共债务的增长制约经济增长	(43)
第三章 逼近日本的陷阱	(48)
第一节 延续至今的“无泪”债务	(49)
1990 年代的冲击	(50)
居民持有的公共债务	(53)
第二节 无法被迅速遏制的债务动力	(56)
公共债务条件的渐变	(56)
巩固财政带来经济增长风险	(59)
被永久推迟的行动?	(62)
第三节 日益严峻的挑战	(66)
征收更多的税还是回归通货膨胀?	(71)
第四章 美国的豪赌	(75)
第一节 扩大财政赤字的十年	(77)
模糊不清的财政纪律	(79)
第二节 走向预算平衡的脆弱回归	(82)
预算的再平衡	(84)
尽力保持经济增长	(87)
第三节 一种可量化的风险?	(91)
改革社会项目的需要	(92)
由外部世界或美国联邦储备保证的债券	(95)
第五章 欧洲的悲剧	(101)
第一节 欧洲的弱点	(102)

长期不遵守财政纪律	(104)
私人行为者的金融行为出现了意料 不到的差异	(107)
第二节 可怕的旋涡	(112)
希腊危机首先爆发	(112)
欧元危机爆发了	(115)
第三节 一个危险的战略	(121)
外部制约的回归	(125)
 第六章 动荡不安的国际金融货币体系	(129)
第一节 金融体系、无风险资产与经济活动	(130)
储蓄和风险行为	(130)
政府债券:从无风险资产变为风险资产	(137)
第二节 国际金融媒介作用的削弱	(140)
世界不同国家的风险分担	(140)
欧洲各国银行在危机中所起的作用	(143)
第三节 汇率稳定受到威胁	(147)
新兴国家货币的实际汇率是否应该上升 ...	(147)
欧元对美元汇率的不稳定平衡状态	(149)
 结论	(154)
 参考文献	(156)

导 言

长期以来，世界上所有发达国家的主权债券一直被认为是安全的，但这样的日子一去不复返了。2012年初，希腊公共债券的持有者不得不放弃其价值的一半。而且，自2010年中期开始，在一些欧元区国家，债券的价格开始大幅度波动。波动的趋势常因评级公司宣布其信用级别的下调而加剧。这同时也意味着，这一严重的危机也影响了欧元区以外的其他发达国家。

2008年秋，西方金融体系的爆炸使私人举债的增长趋势趋于停滞，从而使各国面临着全球性需求崩溃的风险。为避免这样的风险，它们允许预算平衡不断恶化。这一做法为主权债务危机埋下了种子。在储蓄极为充足的条件下，政府的举债替代私人部门的举债是一个正确的行为。公共债务发挥了调节的作用，吸纳了多余的储蓄，以避免其经济活动萎缩（见第一章）。

但是，在必要时，政府仍然必须有能力恢复储蓄。这就是发达国家面临的现实问题。在许多国家，债务水平业已居高不下，经济增长的长期趋势并不喜人，而人口的老龄化使社会开支不断扩大。面对这一局面，许多国家无法在不损害其资信的条件下维系巨额预算赤字。然而，在私人储蓄仍然

过多的条件下通过减少公共财政逆差的方法来遏制这些国家的债务快速增长的势头，必然会影响经济活动（见第二章）。面对这一难堪的局面，不同的国家采取了不同的战略。日本和美国的做法是优先考虑恢复经济增长，而欧元区国家则喜欢恢复预算的均衡。

日本的情况明显地表明了前一种战略的风险（见第三章）。日本面临的形势已有 20 余年，许多其他发达国家目前也面临着类似日本的形势。为了使其经济走上增长的轨道，日本当时使用了财政政策，但从未成功。自那时起，公共债务持续扩大。2013 年初，日本的预算平衡形势在所有发达国家中是最差的。安倍首相宣布的激进改革似乎并没有快速改变局面。确实，只要放债仍然是日本过度的私人储蓄首选的出路，日本就能以低利率举债。但是，自 2010 年代中期起，随着过度的家庭储蓄的消失，政府将不得不实现其预算的平衡。由于减少开支的可能性不大，预算的平衡只能通过大幅度而持续的增税来实现。如果政府没有勇气提出增税，如果国会没有勇气接受增税，那么，在过去 20 年中危害日本的陷阱最终会被填平。

美国的赌注是力图避免这一陷阱（见第四章）。美国联邦政府认识到，因为大量私人债务削弱了货币政策的大部分影响，从而难以刺激经济增长，所以，联邦政府决定维系对预算的支持，直到最终能出现增长，尽管与此同时债务负担会加重。就近期而言，事实上政府能稳定其债务负担，最显而易见的条件是国会必须拥有这样的意愿。主要的风险是经济增长长期低迷。如果情况是这样，最可能发生的后果是：美国债券持有者（至少一半的债券是在美国以外）的担忧

就会压低美元的币值。但是，即便经济能恢复到增长的轨道，还存在另外一个风险：由于缺乏有力的改革，社会开支的负担将增加，从而极大地损害预算平衡。对于美国政府来说，为使人们不对美国的资信产生担忧，最好的方法是尽快宣布社会计划的改革。

欧元区国家走的路很快就表明是危险的（见第五章）。金融危机爆发后，作为一个整体的欧元区的财政形势却比其他发达国家好，只有一个成员国的财政形势是灾难性的。政府无法在团结与避免道德风险两者之间寻求平衡，因此，它们不得不听凭传染效应的动力随意加大。这使得一个又一个政府不得不尽快遏制或减少其公共债务负担。这戏剧性的一幕已促使欧元区国家不得不表明，它们的财政团结是有力的。这会不会使其为了统一管理其经济形势而采用一种更为有利于经济增长的方法？为了实现这一目标，它们应该接受这一想法：尽管预算纪律是必要的，但无法确保经济增长。

姿态的变化更为合适，因为欧元区危机的后果已波及其他地区。发达国家主权债务不再是“无风险”的，因此欧洲债务危机损害了全球化金融体系以及金融中介吸纳风险的能力，也减少了储蓄在国际范围内的转移。在一个“人人为己”的世界经济中，对经常项目失衡的制约很容易损害国际上的货币稳定（见第六章）。我们尚未听到债务危机得到解决的好消息。

第一章 公共债务与私人债务

在进入 21 世纪的第一个 10 年，许多国家的政府抵御经济萧条的努力导致财政赤字急剧增加。这样一种反应被视为“借钱求出路”，其结果必然是经济更为萧条。过度地增加私人债务的同时也过度地增加公共债务，能否使世界经济回归稳定增长之路？这一疑虑至少在在一定程度上与误解有关。诚然，进入 21 世纪后债务的增加是令人担忧的。但我们不应该无视这一点：至少在发达国家，增加的债务不再是私人债务，而是公共债务。与常识相反的是，我们在分析与主权债务相关的风险时，不能采用分析私人债务的方法。主权债务与私人债务的性质以及制约债务增加的因素是各不相同的。

第一节 公共债务的特性

有人始终认为，政府不应该“寅吃卯粮”，因为公共债务的积聚必然会使经济窒息。亚当·斯密曾经作出过这样的预测：“毁灭每一个伟大的欧洲国家”的正是“巨额债务”。李嘉图更为现实地指出，英国应该拒绝偿还其在拿破仑战争中积聚的一部分债务（Gordon, 1987）。