

何 帆

hefancass@vip.sina.com

肖立晟

xiaols@cass.org.cn

发达国家公共债务管理改革与政策协调

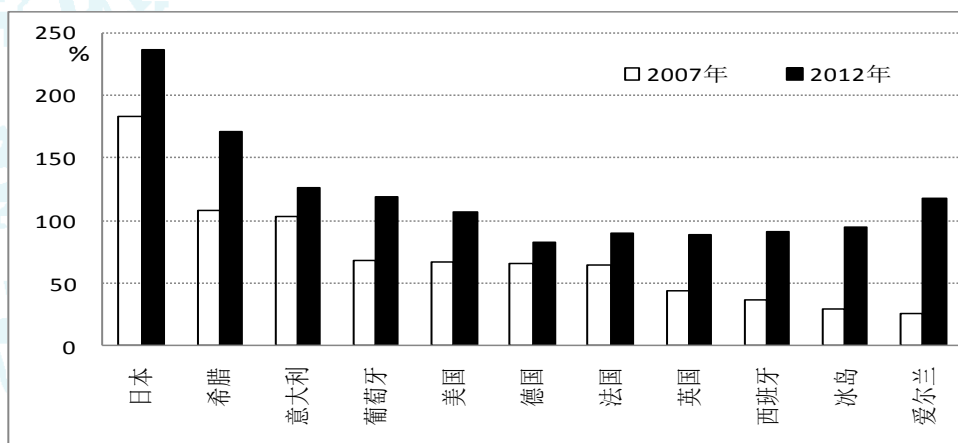
摘要：美国金融危机以及随后欧洲主权债务危机的爆发凸显了加强公共债务管理的必要，暴露了公共债务管理与货币政策之间的潜在冲突。完善现行公共债务管理规则成为全球经济治理当务之急。在此次全球金融危机期间，发达国家国债市场同时承担了货币政策传导和政府融资功能，中央银行致力于将投资者的资金从长期国债市场挤入短期资本市场，降低投资者的债务久期，而公共债务管理者则试图在低利率环境下发行长期债券并延长债务久期，降低债务成本，二者的政策效果在一定程度上相互抵消。随着发达国家相继退出量化宽松货币政策，国债利息将会迅速增长，潜在风险不容忽视。未来需要加强公共债务管理与其他宏观经济政策的协调，避免公共债务管理政策与其他政策的目标冲突和相互影响。

关键词：公共债务管理 量化宽松货币政策 政策协调

一、引言

全球金融危机爆发后，发达国家的公共债务水平迅速上升。截至 2012 年末，包括德国在内的主要发达国家公共债务占 GDP 比重均高于 80%，日本、希腊、意大利、葡萄牙、美国等少数缺乏财政纪律的国家，公共债务比重已经突破 100%（见图 1）。根据 IMF（2012）^①的预测，在未来 5 年内发达国家将会继续面临主权债务危机或财政整固的压力。这表明，全球金融危机已从短期的流动性危机转变为中长期的债务危机。各国政府如何应对公共债务的压力，直接关系危机的走势及后危机时代的国际经济与金融格局。

图 1 发达国家公共债务占 GDP 比重



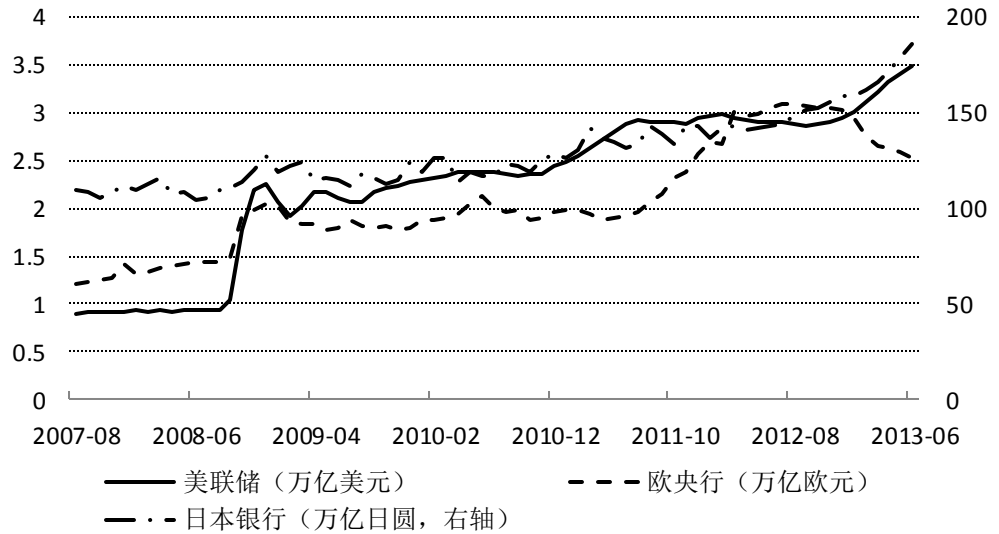
数据来源：IMF WEO 数据库。

与此同时，为了应对国际金融危机，美英欧日先后启动了大规模的量化宽松货币政策（见图 2）。其中，美国首先在 2008 年 9 月购买 3000 亿美元长期国债，其后再次购买了 6000 亿美元国债，并进一步推出了扭曲操作，将美联储持有的国债组合中的短期债券置换为长期债券；英国自 2009 年开始每年均实施购买资产的量化宽松政策，购买资产总规模已经达到 3750 亿英镑；欧央行则通过两轮 LTRO（长期再融资计划）购买了约 1 万亿欧元的资产；日本在近期推出了超宽松货币政策，每月购买约 7.5 万亿日元日本国债。上述量化宽松货币政策对于稳定金融市场，刺激经济增长发挥了重要作用。值得注意的是，这类非常规的货币政策同时也影响到各国公共债务管理：一方面各国央行购买大量财政部发行的长期债券，压低了利率水平，降低了财政部新增债务的融资成本；另一方面，在低利率环境下，财政部延长了债务的久期。中央银行

^① Imf J. World economic outlook[J]. 2012.

与公共债务管理部门之间的联系日益紧密，相互之间的政策影响也出现了重合点。

图 2 各国央行资产总额



数据来源: Datastream。

在全球金融危机爆发前，发达国家中央银行与公共债务管理部门各司其职。公共债务管理部门主要侧重于长期国债市场操作。根据 IMF（2003）公布的《公共债务管理指南》，政府债务管理的目标可概括为：在可接受的风险水平下，使发债成本从中长期看来最小化。其关键的决策变量是政府债务规模和政府债务组合的平均期限。^②与之相对应，各国中央银行则主要侧重于以短期债券进行公开市场操作，通过短期利率传递货币政策，维持物价稳定。

然而，全球金融危机爆发后，主权债务管理和货币当局的操作环境发生了巨大的变化。雷曼兄弟倒闭让全球短期资金市场瞬间崩塌，发达国家一年期内的利率水平降至零，央行无法通过买卖短期国债进一步降低利率来刺激经济。因此，央行开始直接进入长期国债市场，通过购买长期国债，影响长期融资利率。在这种情况下，长期国债市场同时出现了两个官方主体：央行和财政部。^③二者作为债券市场极为重要的行为主体，显然不能被看作是单纯的价格接受者。在危机期间，过高的公债水平导致货币政策模式出现转变，财政支配模式（fiscal dominance）一定程度上取代了通胀目标制（Turner, 2011），货币政策目标发生变化。美欧两国相继执行量化宽松政策的目的

^②IMF WB. Guidelines for Public Debt Management[J]. The International Monetary Fund and the World Bank. Washington, DC, 2001: 26-28.

^③此处假定各国是由财政部管理政府公共债务。

之一正是降低国债收益率成本，保证公共债务规模在短期内可持续。这实际上是让中央银行既负责货币政策维持物价稳定，又负责公共债务管理。这将会面临潜在的利益冲突。

二、公共债务管理的发展与缺陷

在 20 世纪 90 年代中期，各国政府已经充分认识到政府债务的构成对政府资产负债表的风险状况有重要意义，公共债务的质量也对金融市场会产生重要影响。随后，IMF 和世界银行开始着手建立公共债务管理制度，他们在 2001 年制订了“公共债务管理的指导原则”，在 2003 年做了进一步修订。OECD 在 2002 年发布了两份关于“以尽可能低的成本、在可以接受的风险范围内筹集、管理和偿还公共债务的先进实践”的报告，并在 2005 年对管理不同类型风险的先进实践进行了更加详细的阐述。这些指导原则对于各国政府的债务管理发挥了重要的作用，有效加强了债务成本管理。但是，全球金融危机爆发后，货币政策对公共债务产生了重大影响，如何协调债务管理与其他宏观经济政策的关系成为各方关注的焦点。

1、公共债务管理的历史演进

现代意义上的公共债务管理被认为产生于 20 世纪 80 年代。^④而在此之前，公共债务管理并没有一个清晰的目标，也缺乏有力的政策框架支撑，融资决策常常基于政治因素驱动，或者出于权益之计。公共债务管理没有一个统一的框架，受制于多个部门但是相互之间彼此割裂，债务管理通常只是作为货币政策的附属活动。

公共债务管理政策的出现主要受当时一系列宏观经济因素的推动。70 至 80 年代，世界主要经济体进入“滞胀”时期，凯恩斯主义并没有有效刺激经济复苏，反而造成各国政府债务累积到不可持续的水平，这最终导致 80 年代初期拉美国家爆发债务危机，为各国加强公共债务管理敲响警钟。此外，这一时期还有其他几个因素对公共债务管理形成推动。第一，20 世纪 70 至 80 年代，布雷顿森林体系的崩溃以及随后爆发的两次石油危机造成汇率和利率波动加剧，冲击了政府的资产负债表，造成政府收入的不确定性迅速增加。第二，20 世纪 70 年代金融自由化和全球化的发展，为公共债务管理提供了机会。金融衍生产品的出现、全球金融市场的融合使得公共部门借款者可以接触到更多的融资工具，并扩大了融资来源。金融监管的放松促进了国内债券市场的发展，公共债务管理决策得以从货币政策中分离出来。第三，经合组织国家（如

^④Anderson, P. 公共债务应该由独立的机构管理吗？出自《政府债务管理：新趋势与挑战》，麦克威廉姆斯编，张伟、余亮等译，中国金融出版社，2010。

爱尔兰、新西兰、瑞典等）公共债务管理经验为其他国家带来示范效应，特别是对于一些拉美国家公共债务管理影响深远。

20 世纪 90 年代，新兴市场国家爆发债务危机之后，开始意识到运用公共债务管理工具应对国际金融冲击的必要性。。这些危机，包括 1994 年的墨西哥危机、1997-1998 年的亚洲危机、1998 年的俄罗斯危机和 1998-1999 年的巴西危机，都源于政府的资产负债表出现了较严重的货币和期限错配，以及或有负债转化为真实负债。

2008 年美国金融危机以及随之爆发的欧洲主权债务危机更是凸显了公共债务管理的必要。此前，公共债务管理在发展中国家显得更为急迫，美国金融危机爆发之后，主要发达经济体公共债务问题日益突出。美国政府债务规模频频临近债务上限，引发市场对其国债违约的巨大担忧；日本政府债务规模已经突破 GDP 的 200%，成为世界上债务占比最高的国家；欧洲直接爆发债务危机，目前仍在危机的泥潭苦苦挣扎。鉴于发达经济体对于全球经济的影响，其公共债务管理问题显得更为重要。

总体而言，公共债务管理大体上经历了四个阶段。^⑤第一阶段政府主要依赖非市场工具进行债务融资。此时债务管理非常有限，主要用来记录相关借款以及债务偿付交易。这一时期，国内债券市场发展落后，政府主要依赖银行贷款或国际金融机构的优惠贷款满足融资需求。债务管理并无一个独立的部门负责，只是在货币政策或财政政策框架下有所涉及。

第二阶段政府开始从原来的非市场型融资向市场型融资过渡。在这一阶段下，国内债券市场开始发展，并推动政府融资从银行主导型向市场主导型过渡，债券发行成为政府的主要融资来源，但是也由此造成市场风险加大。因此，这一阶段公共债务管理最主要的特征是开始重视风险管理。政府开始建立独立的债务管理部门，并逐渐从财政政策和货币政策框架中分离出来。

第三阶段政府开始使用资产和负债管理（Asset-Liability Management, ALM）方法对债务进行管理，而不是像先前阶段仅仅关注政府债务。同时，政府公共债务管理也不仅仅只关注显性债务，对于或有负债也给予了更多关注。

第四阶段财政部通过资产和负债管理方法为其他政府机构或地方政府单位提供国库服务。这一阶段较第三阶段最大的不同是，其财政部可以其他机构提供代理服务，例如爱尔兰公共债务管理主要由爱尔兰国库管理局（NTMA）代理。此时，债务管理

^⑤Storkey, I. 合理做法。出自《政府债务管理：新趋势与挑战》，麦克威廉姆斯编，张伟、余亮等译，中国金融出版社，2010。

Ana Andabaka, B. and Svaljek, S. Public Debt Management before, during and after the Crisis. Financial Theory and Practice, 2012, 36(1): 73-100.

部门的职能范围进一步扩大，还会包括对政府贷款进行评估，对政府机构的现金和风险管理提出建议等。

2、IMF 公共管理债务指南的主要内容与缺陷

2003 年，IMF 与世界银行联合发布了《公共债务管理指南》修订案，主要内容包含以下五个部分：债务管理目标、债务管理的透明度、债务管理框架、债务管理策略和风险管理框架。全球金融危机爆发后，货币政策与债务管理之间的冲突加剧，债务管理策略需要同时考虑与金融稳定的关系。人们开始反思债务管理的目标及其与其他宏观经济政策的协调。主要包括以下两个方面：

（1）债务管理的目标和协调

公共债务管理的主要目标是，债务管理当局在中长期内，保证风险可控的情况下，尽可能以最低的成本为政府实现融资需求并履行偿还义务。公共债务管理当局不应片面追求成本最低而忽视风险，那些看似可以降低偿债成本的交易往往隐含着巨大的风险，会限制政府偿还债务的能力。

在发达国家，政府证券市场一般极具深度和流动性，这些国家常常注重市场风险（即利率风险），还会使用复杂的投资组合模型和压力测试来衡量这一风险。相比之下，新兴市场国家即使能利用国外资本市场但实际作用也非常有限，本国债券市场又较不发达，它们应该优先关注展期风险。对新兴市场国家来说，政府的一个重要目标还应该包括采取适当的债务管理政策以促进国内债券市场的发展。

根据 IMF《公共债务管理指南》的框架，政府债务管理决策实际上就是在发债成本与承担风险之间寻求平衡，建立最优的负债组合。政府相当于一个基金经理在金融市场管理庞大的公共债务。其中，债务管理的核心指标是债务的期限结构和币种结构。然而，在全球金融危机爆发后，人们发现，公共债务的久期和币种结构与金融稳定关系密切；例如，在欧债危机期间，若重债国有大量的短期债券再融资需求，这将提高其债务的利率风险和展期风险，从而影响到私人部分的资金需求。另一方面，若一国长期债券供给不足，会引发养老基金或保险公司离开国债市场，去寻找其他风险资产作为替代品。当前公共债务管理政策的一个重要改革方向，是探讨协调债务融资成本与金融稳定的可行性。

（2）债务管理与货币政策的冲突

债务管理与货币政策的目标存在差异。在全球金融危机爆发前，公共债务管理当局强调融资成本和风险的权衡，而货币政策的首要目标通常是为了稳定物价。在这种

情况下，债务管理和货币政策之间有时也会发生冲突。例如，一些中央银行可能倾向于政府发行通胀指数债券或借入外国货币以支持货币政策的可信度；而债务管理者可能会认为此类通胀指数债券的市场尚未充分发展，外币债务会给政府的资产负债表带来更大的风险。同样，债务管理者和财政当局之间也会发生冲突，例如，由既定的债券结构而内生的现金流问题（例如发行零息债券，将债务负担转移给后代）。因此，在 IMF 的《公共债务指南》中，建议债务管理者、财政政策智囊和中央银行家应该在债务管理和财政及货币政策的各个目标上达成共识。在与政府融资需求及债务水平相关的成本和风险问题上，债务管理者应该与财政当局进行沟通。政策制定者应当了解不同政策工具的运作方式以及政策冲突的产生机制。谨慎的债务管理、财政和货币政策可以相互促进，帮助降低长期利率结构中的风险溢价。货币当局应当使财政当局了解政府债务水平对实现货币政策目标的影响。借款限制及稳健的风险管理实践有助于保护政府的资产负债表免遭债务偿还的冲击。

在上述 IMF 的研究框架中，我们需要重点考虑国债利率期限结构变化所引发的货币政策和债务管理冲突。一方面，国债利率期限结构及其变化在货币政策实施中占据着十分重要的地位，货币政策一般通过短期债券市场影响隔夜拆解利率，进一步传导至长期债券市场，这是经典的货币政策传导渠道。另一方面，政府债务管理者则通过新债发行、利率互换等调节各期限债券所占的比例上述过程所引起的国债期限分布、进而长短期利率的变化有可能与货币政策目标方向并不一致，从而影响中央银行货币政策的传导途径和效果。反之，货币政策的调节同样也可能会影响政府债务管理目标的实现。为避免政府债务管理政策与货币政策之间潜在的冲突。一般应采取所谓“分离原则”对两者进行划分：中央银行不应在长期国债市场进行操作，而只应限于短期债券或货币市场，通过调节短期利率将货币政策信号传导到长期利率。政府债务管理者则应基于融资成本最小化原则，以中长期债券为主要工具，并将短期债券的发行规模控制在谨慎的水平。在正常情况下，按照这一分离原则，货币政策与政府债务管理政策之间的冲突并不明显。

但这种潜在的冲突在 2008 年全球金融危机爆发以来表现得日益明显。其原因主要是：金融危机爆发后，市场不确定性和风险陡增。短期债券与长期债券之间的替代性下降，中央银行依赖调节短期利率带动长期利率变化的利率传导机制受阻。而且，为应对金融危机，美联储、英格兰银行和欧洲央行等在其权力范围内尽其所能推行激进货币政策，短期利率已经抵达各自央行认定的下限，继续下调短期利率已较为困难。

在这种情况下，中央银行不再局限于只调控短期利率，而是采取“非常规货币政策”直接进入长期债券市场，对长期利率施加影响。这就违反了此前的“分离原则”，导致长期利率债券与短期利率债券之间并不完全可替代，债务管理者无法准确分析和测度融资成本。

主权债务危机表明：政府债务管理者作为债券市场上极为重要的行为主体，显然不能被看作是单纯的价格接受者，其发行不同期限债券和优化债务期限结构的行为将会对长短期利率产生影响。而且，政府债务水平的动态变化会影响政府的偿债能力，进而也会影响利率期限结构。国债市场的这些新变化，使政府国债管理变得更加复杂，未来需要将政府国债管理从微观层面进一步提升至宏观层面。

三、量化宽松货币政策对公共债务的影响与潜在风险

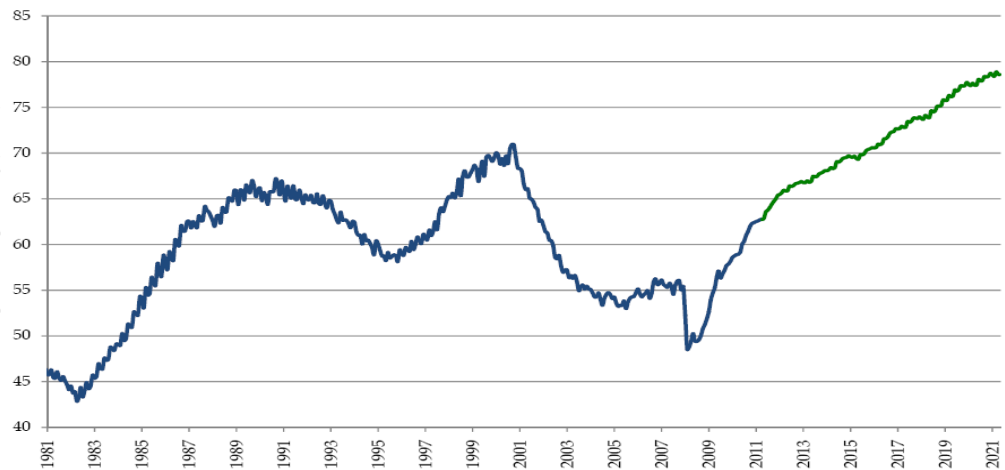
次贷危机爆发后，量化宽松货币政策从三个方面影响了公共债务：央行向财政部上缴铸币税；降低再融资成本；刺激经济增长增加财政收入，从而有效的提高了公共债务的可持续水平。在此过程中，国债市场同时承担了货币政策传导和政府融资功能，中央银行致力于将投资者的资金从长期国债市场挤入短期资本市场，降低投资者的债务久期，而公共债务管理者则试图在低利率环境下发行长期债券并提高债务久期，降低债务成本，二者的政策效果在一定程度上相互抵消。

1、美国量化宽松货币政策影响公共债务的理论基础^⑥

2012年6月，美联储主席伯南克公开表示美联储的政策与美国财政部的策略存在矛盾：财政部寻求将借贷成本锁定在较低水平，而美联储致力于压低市场长期利率，这一矛盾在美联储推出“扭曲操作”之后更加明显。美联储希望卖出短期证券、买入长期证券的“扭曲操作”，减少市场的长期证券供应，降低长期利率，促使投资者转向股票等较高风险资产，进而推动经济增长。然而，在美联储不断买入长期证券以减少市场供应的同时，财政部却借长期利率处于历史低位之机增加长期国债的发行量。根据图3可以发现，自2008年10月以来，未清偿的美国国债的平均期限已延长了近34%，至今年7月几乎达到66个月，为十年来最高水平。显然，财政部一直在寻求延长国债期限，这在一定程度上抵消了美联储政策产生的积极作用。

^⑥下文主要以美国为例说明债务管理与货币政策之间的冲突与协调，但是这一现象也普遍存在于其他实施量化宽松货币政策的发达国家。

图 3 美国国债余额的加权平均久期



注：数据来源：US Office of Debt Management. 竖轴单位是月，横轴单位是年份，2013-2021 年的数据是 US Office of Debt Management 预测数据。

从理论上而言，货币政策对公共债务的影响主要是基于国债收益率曲线的变化。在金融危机之前，解释国债收益率曲线的主流理论是预期理论。按照该理论，国债利率可以表示为：

$$\text{长期国债收益率} = \text{短期国债利率} + \text{通货膨胀贴水} + \text{风险贴水} \quad (1)$$

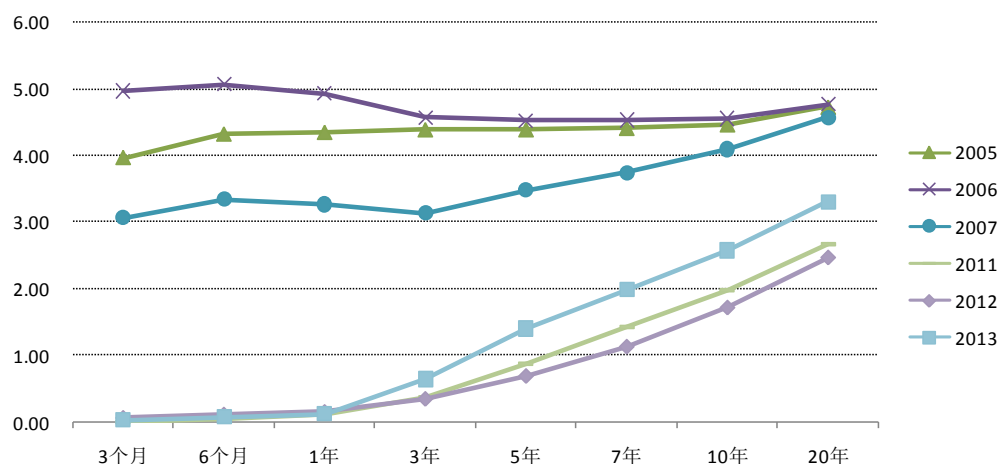
其中，短期国债利率近似于无风险利率，主要由央行货币政策决定，通货膨胀贴水表示经济周期性波动对价格水平的影响，风险贴水则表示未预期的时变价格风险。央行通过控制短期国债利率，同时释放信息影响通货膨胀和风险贴水因子，进而改变长期利率。上述理论有一个重要前提，即各类期限的债券具有高度的替代性，从而使期限不同的债券利率维持在对应水平。例如，若 3 个月的国债收益率为 5%，且投资者预期未来 3 年内 3 个月的国债收益率都等于 5%，而 3 年期国债收益率为 6%，这代表持有 3 年期国债的投资者获得了额外 1% 的通胀和风险溢价。在这种情况下，如果不改变通货膨胀和风险偏好，央行仅仅改变债券市场供给将难以影响利率水平。上世纪 60 年代，美联储第一次实施“扭曲”政策时，正是因为美联储操作规模过小，没有实质性地改变投资者对通胀和风险偏好的预期，效果并不显著 (Solow and Tobin, 1987)。

金融危机爆发后，市场上盛行国债收益率曲线的市场偏好理论 (preferred habitat theory)。该理论认为特定投资人对不同期限的国债偏好差异较大，例如养老基金等机构投资者强烈偏好长期债券，货币市场基金则偏好短期债券；在两个市场之间的套利

者由于风险偏好降低或者流动性受限，长短期债券市场套利不完全。在这种情况下，不同期限的债券替代性下降，存在一定程度市场分割。此时，只要机构投资者（央行或财政部）改变市场中长期债券和短期债券的供给，就可以改变二者的相对价格，从而影响到整个收益率曲线的形状。在此次金融危机前后，美国国债市场上的长短期债券的替代性均出现了较大变化。图4列示了美国次贷危机前后的国债收益率曲线。

^⑦2007-2012年，美国短期利率已降至极限，货币政策对中长期利率的传导机制已经完全失效。与短期利率相比，长期利率对未来利率的敏感程度较高，要求的风险溢价也相应较高。这意味着市场上债务的期限越长，金融资产的风险溢价就越高。因此，当长短期债券市场不完全替代时，如果货币当局降低市场上长期债券的供给，那么就可以降低整个金融市场的风险溢价，相应的名义利率也就越低。这也是量化宽松有效性的理论基础（Vayanos, 2009）^⑧。

图4 美国历年国债收益率曲线



从市场偏好理论可以发现，长短期国债替代性下降是量化宽松货币政策能够影响公共债务利率的前提条件。金融危机爆发后，不同期限债券替代性下降主要源于以下两方面的原因：

其一，市场对未来的利率水平有较大的不确定性。根据利率期限结构理论，利率期限结构的形成主要是由对未来利率变化方向的预期决定的，未来利率水平的不确定

^⑧在2005年，美国国债市场出现了著名的“格林斯潘之谜”，即短期利率上升，长期利率却下降，收益率曲线倒挂，这是因为各国养老金和外汇储备对美国长期国债需求较高，改变了长短期国债的替代性。尽管当时美联储释放出一系列加息政策，国债市场上，长期利率水平却继续下降，货币的利率传导渠道不通畅。

性越低，不同期限的债券的需求替代性的就较高。危机后，政府债务融资成本下降的主要原因是量化宽松货币政策压低了长期融资成本。但是，量化宽松货币政策并不是常规货币政策，在经济增长和失业率达到合理水平后，各国会适时启动退出策略。届时，央行会降低对长期国债的购买，而其他投资者也会离开国债市场，将资金投放到收益率更高的股票市场，国债市场的利率水平将会出现较大波动。例如：2013 年二季度，美国国债市场长期国债收益率出现较大波动正是源于国内投资者对未来利率的不确定性增强：5 月，美联储主席伯南克释放退出量化宽松货币政策的模糊信号，市场预期美联储近期会降低对长期公债购买，导致债券供给增加，利率随之上升，投资者为了避免损失，会提前抛售国债，国债收益率逆央行之意上升，此时美联储只能再次出手干预平复市场情绪。在此过程中，国债收益率大幅震荡的主要原因在于对未来利率的不确定性。

其二，发达国家银行业普遍处于去杠杆进程中，对担保品需求上升，降低了套利交易。一般而言，作为一个有效的金融市场，若剔除时间和风险溢价后，长短期的债券价格不完全一致，投资者将会在两个市场之间进行套利交易，平滑收益率曲线。但是，当投资者自有资金非常有限，且对交易对手的信赖不足时，这类套利交易就会显著下降。2007 年美国次贷危机后，美国等发达国家金融机构开始了漫长的去杠杆化进程。根据 BIS 公布的数据，截至目前，美国金融部门杠杆率已从 2008 年初的峰值下降了 40% 以上，低于 30 年历史平均杠杆率；欧元区银行业还在进一步去杠杆进程中。苏格兰皇家银行估计，欧元区银行业还须削减 2.6 万亿欧元资产才能让资产负债表“可持续”，接近当前银行业总额的十分之一。在金融市场去杠杆化的过程中，金融机构普遍对交易对手缺乏信心，对担保品的需求会上升，同时会将剩余资金存放在中央银行作为储备金，并减少在不同期限债券市场之间的套利操作。因此，在金融机构修复资产负债表的过程中，长短期国债资产的替代性逐渐下降。

2、美国量化宽松货币政策影响公共债务的具体作用

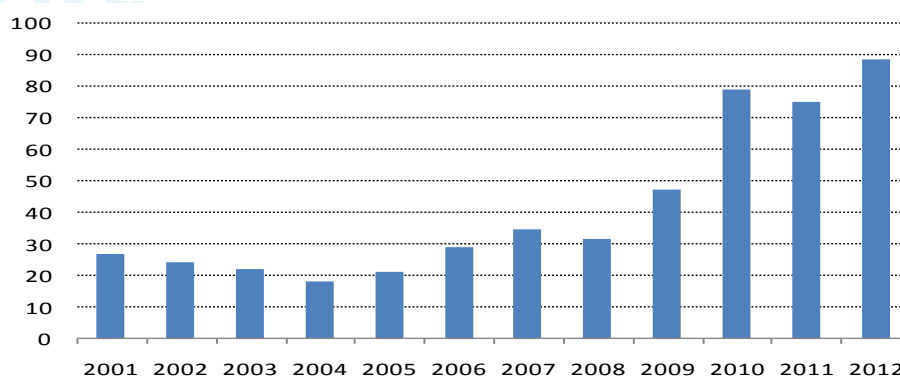
那么，究竟美国量化宽松货币政策对公共债务管理产生了哪些具体影响呢？

首先，美联储向财政部上缴了大量铸币税。作为中央银行，美联储获得的投资收益后，将其转移至财政部，这相当于增发货币，可以归于政府的铸币税^⑨。自 2008 年美联储首次购买金融资产以来，其总资产已经接近 3.5 万亿美元（见图 2），其中大部

^⑨狭义的铸币税是指中央银行所获得并上交中央财政的利润，亦即中央银行基础货币创造过程中运作资产负债的利息差减费用，这里的费用包含货币发行费和中央银行履行其职责所必须开支的业务及管理费用。

分是美国国债或抵押贷款支持证券（MBS），收益率约为 3.5%，其负债主要是商业银行在美联储的银行存款（或超额准备金），成本仅为 0.25%，二者的差距成为了美联储的巨额利润来源。按照美联储的政策要求，这部分利润在剔除开支后，必须上缴财政部。2009-2012 年间，美联储向财政部共计上缴了 2925 亿美元（见下图），约为量化宽松措施实施前总额的 4 倍；上缴收益的规模占国内生产总值(GDP)比重从 2009 年的约 0.2% 上升至 2012 年的 0.5% 左右水平，根据美国国会预算办公室(CBO)的预测，该比重将在 2014 年与 2015 年进一步上升至 0.6% 左右。也就是说，采取量化宽松货币政策后，美联储直接将财政赤字占 GDP 比重下降了 0.2-0.5 个百分点。

图 5 美联储向财政部缴存利润



数据来源：美联储年报，左轴单位：10 亿美元。

其次，量化宽松货币政策刺激了经济增长，提高财政税收，增加了政府资产收益。美联储副主席耶伦（2013）基于美联储 FRB/US 模型估测了量化宽松货币政策对公共债务的影响。她预计美联储购买的 5 千亿美元长期资产将在长期中使债务比率降低 1.5 个百分点，这主要归功于量化宽松货币政策刺激了经济增长，增加了居民和企业的税收。以此类推，到 2014 年初美联储计划拥有 4 万亿美元长期资产，QE 将使美国债务负担比率降低 12 个百分点。

最后，量化宽松货币政策降低了政府的再融资成本。从图 4 可知，相对危机前，美国财政部的短期融资成本下降了 3 个百分点，中长期融资成本则下降了 2 个百分点，与此同时，美国财政部的国债发行规模也逐年上升，2012 年新发行的国债总额达到 1.159 万亿美元，且主要以中长期国债为主。财政部在融资成本的下降后，灵活调整了债务发行规模。

值得一提的是，尽管财政部一直强调降低债务的融资成本，但是在国内金融稳定

受到威胁时，公共债务管理当局还是会和中央银行积极配合。次贷危机爆发伊始，雷曼兄弟倒闭导致短期金融市场资金枯竭，美联储紧急入市干预，购买了大量企业短期商业票据，缓解市场资金紧张，这被称为“货币融资”（monetary financing）。自 2007 至 2009 年，美联储总计释放了约 2 万亿货币和短期票据。在此期间，美联储也一直在致力于冲销市场上多余的流动性，但并没有合适的政策工具。此时，财政部主动发行短期债券增加金融市场的短期交易工具，并协助美联储回收流动性。从图 3 可以发现，美国国债久期在 2007-2009 年期间迅速下降，这正是缘于财政部发行了大量短期国债。2010 年后，美联储开始采用超额准备金利率来回收银行流动性，财政部转而开始寻求降低融资成本提高债务久期。

3、公共债务管理的缺陷和量化宽松货币政策退出的风险

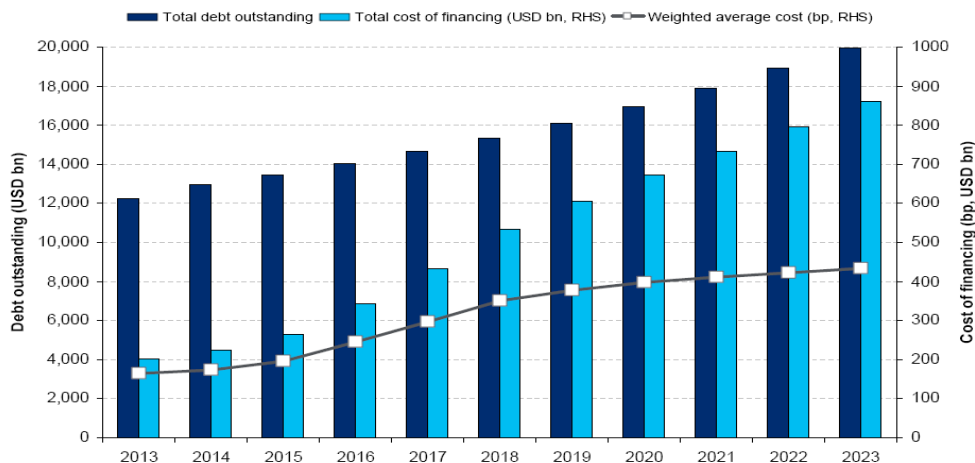
根据上文分析，发达国家的量化宽松货币政策降低了政府融资成本，有效的提高了公共债务的可持续水平，对于维护全球金融稳定发挥了重要作用。然而，公共债务管理本身却并没有出现相应的改革，其中存在的固有缺陷并没有消除。具体而言：缺陷之一是在于过度运用货币政策压低债务融资成本，这会导致未来债务的融资成本存在较大不确定性。当前公共债务管理的目标不应片面追求成本最低而忽视风险，正如前面所言，那些看似可以降低偿债成本的交易往往隐含着巨大的风险，会限制政府偿还债务的能力。缺陷之二是公共债务管理的微观管理在一定程度上会影响宏观经济政策的效果。政府债务管理者作为债券市场极为重要的行为主体，已经不能被看作是单纯的价格接受者，其发行不同期限债券，优化债务期限结构的行为将会对长短期利率产生影响。而且，政府债务水平的动态变化会影响政府的偿债能力，进而也会影响利率期限结构。国债市场的这些新变化，使政府国债管理变得更加复杂，未来需要将政府国债管理从微观层面进一步提升至宏观层面。

目前，美国的政府债务占 GDP 比重已经从 2007 年的 60% 增长至 2013 年的 100%；债务平均到期期限则从 4.5 年增长至 5.5 年；公共债务总量和期限的上升均会导致融资成本增加。在下一阶段，美联储实施的量化宽松政策的退出将会对未来的长期利率产生较大的不确定性，这会极大的冲击发达经济体的国债市场，蕴含新的潜在风险。具体而言：

高利息支出会加重政府债务负担。在美联储实施超宽松货币政策的五年时间内，美国国债占 GDP 比率迅速上升。若美联储退出量化宽松货币政策，势必导致政府再融资利率上升，增加政府债务成本。根据美国政府债务管理办公室公布的预测数据，

未来五年将是美国债务利息增长最快的一段时期（见图 6），2014 年-2018 年，美国债务融资成本将会大幅上升，从 1.7% 上升至 4.3%，而利息支出从不足 3000 亿美元上涨至超过 5000 亿美元，占债务总额比率也从 1.6% 上升至 3%。

图 6 美国政府债务总额、利息与融资成本



注：数据来源：US Office of Debt Management.左轴代表债务总额（10 亿美元），右轴代表利息成本（10 亿美元）以及融资成本（1 个基点），横轴单位是年份，2013-2023 年的数据是 US Office of Debt Management 预测数据。

上述预测是建立在美联储可以有序退出量化宽松货币政策的前提上。然而，一旦退出策略出现失误，经济增长速度低于预期，投资者会加速离开国债市场，进一步推高美国政府融资成本。根据美国政府债务管理办公室的预测，美联储的预期与市场预期之间存在较大的系统性偏差，美联储认为只要在 3 年内逐步退出量化宽松政策，那么国债市场的远端利率并不会抬升，反而会保持平坦，然而市场的远期曲线比美联储的预期高出约 100 个基点。毫无疑问，量化宽松货币政策退出策略一旦引发利率波动，国债市场将会承担更大压力。

四、对我国公共债务管理的启示

当前我国公共债务管理仍仅限于债券发行和债券还本付息（相当于债务管理的前后台职责）等狭窄的操作层面。与发达国家相对，存在以下三个主要缺陷：国内债券市场尚处于发育期；难以协调债务管理与货币政策之间的关系；难以控制或有负债。随着国内金融市场深化和资本账户逐渐开发，我国需要对公共债务管理职责和目标的重新界定：由原先消极的发行债务和还本付息职能，转向对债券结构中的内在风险进

行系统管理，以免危及财政目标的实现，并减少对财政的冲击。发达国家的公共债务管理经验对我国公共债务管理有三方面的启示：

1、降低主权债务管理与货币政策、金融稳定的潜在冲突

当前我国主权债务管理属于财政部下设国库司直属管理，表面上看与货币政策之间没有冲突。但是需要注意的是，我国政府债务（包括地方政府债务）缺乏有深度的直接金融市场，融资渠道主要源于银行体系；而银行体系一直受益于存款利率管制，所以我国政府的融资成本相对较低，尚没有出现较大风险。然而，一旦国内金融市场利率完全市场化，政府的融资成本必然会大幅上升，货币当局与财政部之间矛盾将会激化。例如，若央行在执行货币政策时，刻意压低长期利率，降低主权债务的融资成本，将会引发金融市场扭曲，影响货币政策的传导效率；若央行不进入长期国债市场，那么中央和地方政府的潜在债务将会沉淀于银行系统，威胁财政金融稳定。因此，建议政府当局在利率市场化过程中，应注意降低政府主权债务水平，减少未来的融资压力，同时，成立相关的协调部门，避免主权债务管理与货币政策和金融稳定之间产生剧烈冲突。

2、建设本币国债市场，优化债务期限结构

一个成熟的国债市场可以发挥两个功能，其一是作为中央政府的融资工具，其二是作为金融市场的监管工具。当前我国国债市场尚在发展之中，大多数时候都仅仅被当做融资工具。2012 年我国国债余额仅为 7.2 万亿元，占金融资产总额的比重仅为 5.4%，没有在金融市场发挥核心作用；而且发行频率较低，短期国债发行不足，市场流动性较差。为了支持政府公共支出和基础设施建设，国债市场发行的都是中长期政府债券，短期的滚动债券相对不足，这导致国债市场没有形成市场化的成熟的无风险收益率曲线。在这种情况下，央行货币政策的利率传导渠道不畅通，公共债务管理者也无法通过国债市场实现最低成本满足政府融资需求的管理目标。

3、监控或有债务水平，建立国家层面的资产负债表管理框架

货币政策除了会改变中央政府的融资成本外，还会影响到政府担保的或有债务融资成本。我国政府的或有债务主要包括有政府潜在担保的地方债，社保基金的缺口和国有企业的潜在不良资产。次贷危机后，我国中央政府出台的刺激政策强化了地方政府的投资冲动，地方债务余额不断上升，截至 2010 年底，地方债余额共计 10.7 万亿元，最近两年，抽查地区余额又增长了 12.94%，其中较大部分均包含了政府的潜在信用担保。此外，随着人口老龄化速度加快和养老保险覆盖面不断扩大，截至 2011

年底，全国城镇职工基本养老保险个人账户为 2.5 万亿元，个人账户实有资金 2703 亿元，空帐金额高达 2.2 万亿元。未来可能需要国有企业补贴社保基金，而我国企业的负债率却远远高于政府。根据李扬等（2011）^⑥的测算结果，2010 年，我国政府债务水平（包含地方债务）大致为 43.2%，低于安全线标准，但是非金融企业债务率（占 GDP 比重）达到 105.4%。这代表我国政府的显性债务较低，但隐性债务较高。在这种情况下，需要建立包括政府和政府担保的国有部门，整体资产负债表管理框架，对各类资产负责的风险相关性进行系统的评估，从而使政府通过资产多样化来对冲风险。

参考文献

- 麦克·威廉姆斯，2010，《政府债务管理：新趋势与挑战》中国金融出版社，2010。
- IMF W B. Guidelines for Public Debt Management[J]. The International Monetary Fund and the World Bank. Washington, DC, 2001: 26-28.
- Janet Yellen' speech at the 2013 National Association for Business Economics Policy Conference, Washington, D.C, "Challenges Confronting Monetary Policy".
- Turner P. Fiscal dominance and the long-term interest rate[M]. Financial Markets Group Research Centre, 2011.
- Vayanos D, Vila J L. A preferred-habitat model of the term structure of interest rates[R].National Bureau of Economic Research, 2009.

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

^⑥根据李扬等（2011）的测算结果，我国非金融企业债务率（占 GDP 比重）达到 105.4%。李扬，张晓晶，常欣，等。中国主权资产负债表及其风险评估[J]. 经济研究，2012，6: 002.