

财政赤字，现代政府管理经济周期的神器

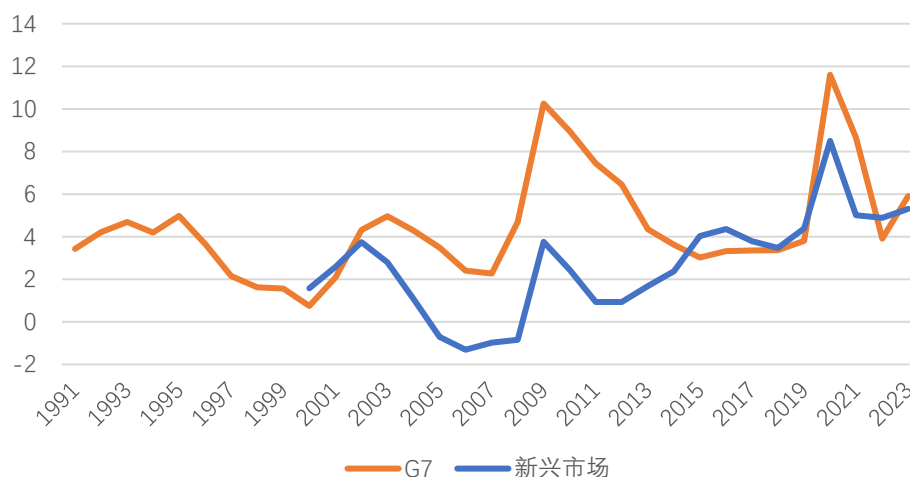
财政赤字是财政支出超出财政收入的那部分：

$$\text{财政赤字} = \text{财政支出} - \text{财政收入}。$$

换个说法，财政赤字就是政府的净支出。如果不考虑外贸，政府的净支出就是民间的净收入。

现代政府可以维持庞大的净支出。2000 年以来，最发达的 7 个经济体（G7）平均赤字率（财政赤字/GDP 比率）接近 5%，见图一。即使是经济基本面良好的年份，如 2016-2017 年，赤字率也在 3% 以上。当经济出现问题，比如 2008 年金融危机和 2020-2022 疫情期间，赤字率则迅速上升。因为政府的净支出是民间的净收入，迅速扩大的财政赤字可以在危机时期起到力挽狂澜的作用。美国在 2020 和 2021 年的财政赤字分别为 3.1 和 2.8 万亿美元，分别占当年 GDP 的 14.7% 和 12.1%。有如此力度的救助，疫情后美国经济强劲复苏毫不奇怪。

图一：财政赤字/GDP（%）



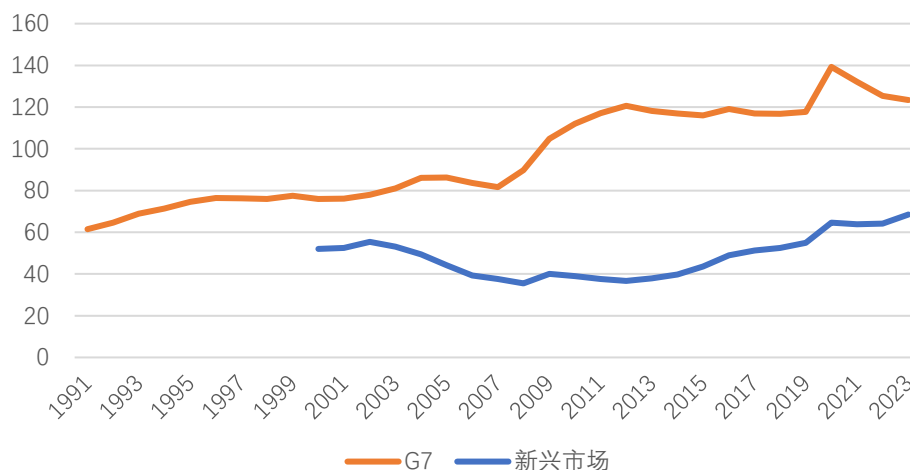
数据来源：WIND（IMF）

财政赤字会让政府债务上升。但是政府的负债是民间的资产，尤其中央政府的国债，还是该国最安全的资产。所以当经济衰退，企业赚钱难，百姓就业难，市场就会追捧安全资产，国债价格上涨，国债收益率（无风险利率）下跌。这是在告诉政府：尽快扩大赤字，一方面满足债券市场需求，增加安全资产的供应，另一方面增加民间净收入。可以看到，对现代政府来说，赤字是管理经济周期的神器。何谓神器？一方面有效，另一方面容易使用。不需要高科技的经济预测，只要注意债券市场里现成的信号就能操作。

政府债务有没有上限？肯定有，但是上限在哪里，没有人知道。G7 国家的政府债务占 GDP 比例从上世纪 90 年代初的 60% 左右，上升到如今 120% 以上（图二）。其中日本从不到 70%，上升到如今 250% 左右。不管是日本还是其他 G7 国家，经济

金融依然健在，赤字神器依然好使。中国政府债务现状如何？据 IMF 估计，2023 年总体政府债务（包括国债、地方债以及可视为隐性地方债的城投债）占 GDP 比重为 84%。另外根据 2024 年第三季度的数据，中央政府债务余额占 GDP 比例为 24.8%。可以说，中国还没到需要担心政府债务过高的地步。

图二：政府债务/GDP（%）



数据来源：WIND（IMF）

赤字神器只有现代经济的现代政府才有。何谓现代经济？经济受金融主宰，而金融受政府主宰。在间接融资占主导地位的我国，可以更明确地说，银行是经济的主宰，政府是银行的主宰。通过对银行的监管和背书，政府赋予银行存款（商业银行的负债）货币地位，与纸币和硬币地位相等，只是方便一万倍，可以用于所有实物和金融交易。

所以现代经济的运行离不开作为货币的银行存款。而银行存款由商业银行的贷款业务产生，贷款额度又取决于银行在央行有多少存款，即“储备”（Reserves）。因为可以派生出货币，储备也被称为“高能货币”（High-powered money）。跟国债一样，储备也是中央政府的负债。区别是国债由财政部发行，而储备由央行“发行”。比如央行给国开行一笔 100 亿元贷款（称为“再贷款”），国开行的资产负债表增加一项 100 亿元储备资产和 100 亿元再贷款负债，同时央行资产负债表增加一项 100 亿元储备负债和 100 亿元再贷款资产。总之，（货币）市场多了 100 亿元储备。

储备的数量由央行调控。除再贷款外，公开市场操作（Open market operations）调控储备数量，包括买卖资产和回购（repo）交易。其中买卖国债的操作链接了财政政策和货币政策。央行买国债，减少流通国债的同时扩大储备。反过来，央行卖国债，增加流通国债的同时收缩储备。

因为央行和财政部潜在的合作，理论上讲没有发不出的国债。虽然法律规定央行不能直接购买新发行的国债，但是央行可以无限量地从二级市场购买已经发行的国债，哪怕是刚刚发行的。伴随着央行购买国债，金融机构的国债持仓下降，同时储备上升，于是银行从银行间市场获得储备的成本下降，放贷的预期收益上升。

等到经济进入过热状态，通胀超过通胀目标，央行又可以反过来操作，卖出国债，收缩储备，提高银行获得储备的成本，从而抑制放贷。这是货币政策影响实体经济的传导路径之一。

可以说，两类政府负债，国债和储备，构成了现代经济运行的基础。国债是基础的金融资产，储备是基础的货币。不同期限的国债价格决定了利率曲线，即货币的价格。而储备决定了银行体系扩张货币的能力，影响货币的数量。货币的价格和数量，两者均受到政府（央行）调控，又进一步影响实体经济中信用（Credit）的价格和数量。正是在这个意义上，我们说经济受金融主宰，而金融受政府主宰。

随着经济发展，金融资产和货币的需求不断上升，要求国债（安全资产）和储备的供应不断上升。对现代政府来说，不仅可以方便地发债融资，而且也顺带获得管理经济周期的神器。

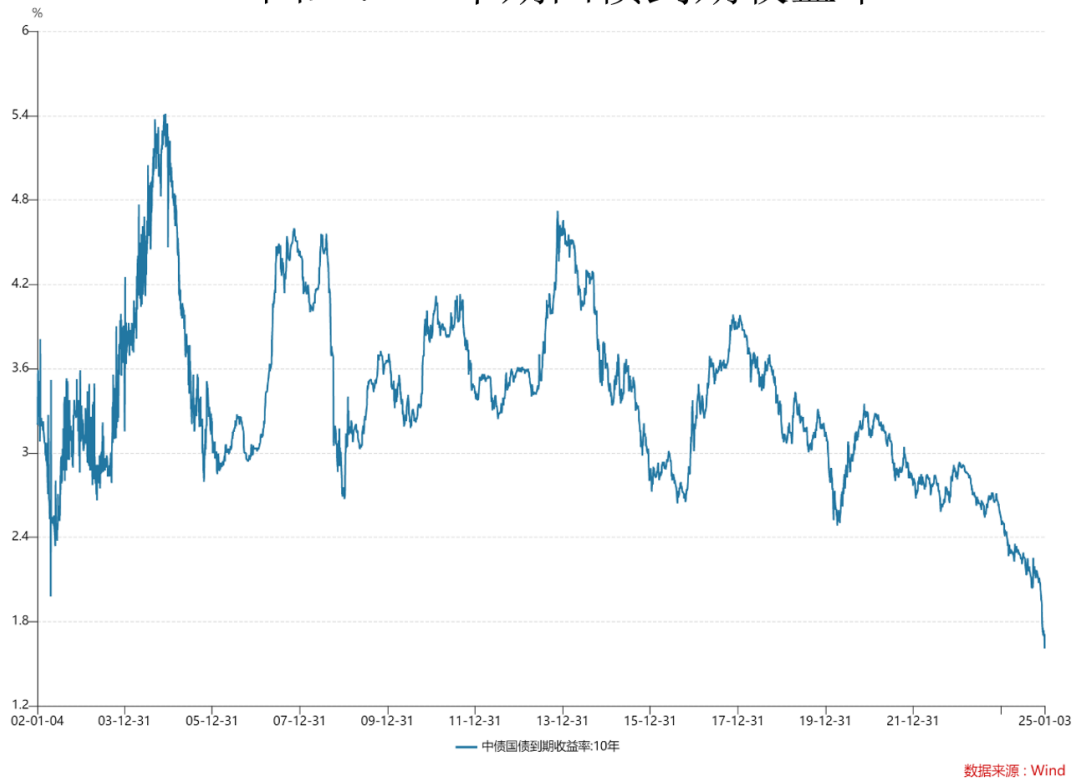
现代政府主要有两种融资方式：收税和发债。中国因为实行特殊的土地制度，所以还有第三种：卖地。国有企业利润算是第四种，但是其体量跟其他三位相比可以忽略不计。在三种主要的融资方式中，只有发债是“逆周期”（Countercyclical）的。经济不好的时候，税收收入会下降，卖地收入会下降。只有发债，而且只有中央政府发债，在经济下行的时候反而会受市场追捧。

因为其“逆周期”特征，债务融资能力对现代政府非常重要。一旦失去，后果十分严重。什么时候会失去？一种可能是发生债务违约，即俗称的破产。比如欧债危机期间的希腊，因为失去自主的债务融资能力，被迫实施紧缩政策，令经济雪上加霜。另一种可能是发生恶性通胀，市场既不接受本币为单位的国债，因为汇率风险太大，也不接受国际货币为单位的国债，因为不相信政府的财政能力。阿根廷在历史上多次面临这样的困局。

一旦失去债务融资能力，就不得不考虑其他更痛苦的融资，比如征税和变卖资产。比如传统经济的传统政府，“印”不出市场追捧的黄金或白银，收税是唯一的融资工具。当朝廷需要“寅吃卯粮”，比如应付边境吃紧的战事，唯一的选择是增加税收。如果农民负担本来就沉重，那么增税很容易引发内乱。我们可以想象，明朝末年崇祯皇帝多么希望有现代政府的债务融资能力。

2024年，中国长期国债价格大幅上涨，到期收益率大幅下跌。其中十年期国债到期收益率从2.5%左右跌到1.6%附近（图三）。市场已经在高声呼唤运用“神器”：尽快扩大赤字，一方面满足债券市场需求，增加安全资产的供应，另一方面增加民间净收入。

图三：10年期国债到期收益率



在经济复苏尚未巩固的当下，央行还没必要为“过热”的债券市场降温。国债价格上涨、无风险利率下跌，是市场自发的降息行为。在财政部增加国债发行的同时，央行应顺应市场需求，降低短期货币市场利率（如银行间质押式回购利率），保持正常的利率曲线。最近短期货币市场利率已高于十年期国债利率，这不利于激励银行动用储备进行放贷。

长期国债利率主要由长期通胀预期决定。如果央行希望长期国债收益率在 2% 以上，那么正确的做法恰恰是降息和宽松。只有超预期的降息和宽松，才能扭转市场对未来经济的悲观情绪，扭转通缩预期，从而扭转长期国债利率的下跌趋势。