

写在前面的话

苑德军

沐浴着盛夏七月炙热的阳光，吸附着京华大地浓重的暑气，《博研周报》带着几分稚嫩，几分腼腆，几分羞涩，悄然面世了。

《博研周报》由公司博士后科研工作站主办，每周一期，每期登载一名博士后研究人员的研究报告。报告主要针对每周即时发生的国内外重大经济金融事件以及资本市场改革发展中的热点问题发表评论，同时展示博士后研究人员课题研究的阶段性成果。报告一事一议，力求论理清晰，分析透彻，短小精悍，言之有物，使人能够从中窥见到经济金融理论的“电光石火”，从而有所感悟，有所启迪，有所收获。

创办《博研周报》，旨在使博士后研究人员通过经常性的研究实践，开阔观察视野，提高理论素养，增强思辨能力，提升研究水平，为高质量完成博士后研究课题奠定基础。我们期待银河大家庭众多读者对《博研周报》品头论足，这是办好《博研周报》的动力和压力所在。我们相信，有大家的热诚鼓励、支持和鞭策，依靠博士后研究人员的不懈努力，《博研周报》当能够一步一个脚印，逐步从肤浅走向深邃，从脆弱走向坚实，从稚嫩走向成熟。

美国主权债务“危机”了吗？

——从美国国债规模上限“驴象之争”谈起

李相栋 电话：(8610) 8357 1403

邮箱：lixiangdong_yj@chinastock.com.cn

在5月16日美国债规模触及14.29万亿美元上限之后，国会是否同意提高其上限成为近期金融市场关注的热点事件。随着北京时间7月23日凌晨众议院共和党领袖博纳宣布退出谈判，美国债规模上限提高依然“停罢”，表明美国政府债务上限的“驴象之争”大片仍在继续上演。后危机时期，欧洲主权债务危机尚未完全平息并不断成为全球金融市场的扰动因素，人们不仅担心，一些债务指标比欧洲“五猪”还要严重的美国，是否会发生类似的危机？美国国债规模上限“停罢”是否会成为美国主权债务危机的导火索？

一、美国债务规模上限“驴象之争”的经济学解释

（一）美国主权债务已偏离最优规模

根据公债理论，一般情况下，政府适度举债有益于调整积累和消费之间的比例关系、优化产业结构和稳定金融体系，进而对经济增长具有积极促进作用。而政府过度举债会引起挤出民间投资、通货膨胀、金融不稳定等负面后果，极端条件下，当投资者认为一国债务超过其承担能力时，他们会投票抛售国债，其结果是该国主权债务面临偿付能力危机，并威胁长期经济增长。著名经济学家Rogoff & Reinhart（2010）的一项研究表明，当一国债务负担率超过90%的时候，长期经济增长率将会下降1%以上。依据国债负担率指标来看，2008-2010年美国国债上限占GDP的比重为70%、84.1%和92.1%。以欧盟《马约》规定的60%债务上限财政纪律标准作为判断指针，美国债规模已远远偏离适度国债规模。作为最发达的国家，美国国内关于国债规模上限调整的“驴象之争”马拉松长跑从侧面也可证明这一判断。

（二）调整国债规模上限的成本收益分析

1. 控制国债规模上限有益于长期经济增长

当前，共和民主两党都已认识到需要加强财政纪律，减少财政赤字。“驴象”的分歧在于前者希望削减政府开支，后者则希望增加税收，“驴象之争”反映了其背后的利益集团意图。从是否有

益于经济长期增长角度来看，美国需要控制国债规模对政府形成预算硬约束，以真正避免未来可能发生的主权债务危机。如果两党就控制国债规模上限达成共识，那么，长期来看，将会有益于美国经济增长，从而可持续财政与经济可持续增长可能形成良性循环。反之，如果继续提高国债规模上限而没有明确可行的减赤计划，那么，国债规模的继续膨胀对长期经济增长构成严重损害。后危机时期的美国经济也将长期在底部徘徊和挣扎。

2. 否决国债规模上限会带来金融市场动荡

依据美国财政部披露的信息，在2011年8月4日，部分国债将到期，需要支付本息。事实上，在接近14.3万亿美元庞大存量国债情况下，美国国债存在着自膨胀机制（即利滚利）。美国新增国债发行的很大一部分资金是为“借新偿旧”。可以想象，如果不能提高国债上限为到期债券募集偿还资金，那么美国债市场将会首先面临资金周转危机。于是，美国债市场长期“积弊”带来的潜在风险上升为显性的流动性危机，金融市场的动荡亦将不期而至。相反，如果“驴象”同意国债上限调整，那么这些问题将会被推迟到未来，美国金融体系会依然稳定。

二、观测美国主权债务是否违约的两个维度

（一）从违约意愿来看，美国政府主动违约不符合其国家利益

首先，债务违约的发生将直接损害美国本土国债持有人的利益。最极端的情况是美国国债市场发生崩盘，国债持有者的权益全部化为乌有。事实上，出现极端情况是小概率事件，现实情况可能是美国国债介于违约和不违约二者之间，国债投资者的市场价值会出现一定幅度的折损。

其次，主权债务违约将会导致多米诺骨牌效应的发生，美国国债信用危机将会引发国内金融体系的崩溃。美国国债市场的根本特征是高流动性和安全性，短期国债甚至被称为资金的避风港。可以想象，投资者对国债的信心一旦丧失，货币市场、股票市场、金融衍生品市场等必将崩盘。

再次，债务违约意味着美国政府信用的丧失，而不守诚信的政府必将被民众抛弃，美国在全球版图中的经济竞争力乃至综合国力将会大大削弱，由此，债务违约威胁到美国的根本利益。

（二）认购者负担能力较强一定程度上抵消了日益下降的举债能力

虽然金融危机在很大程度上削弱了美国的国家信用，但是，美国依然是世界第一大经济体和头号军事强国，拥有最强的综合国力。在美元货币体制之下，只要这一基本事实不发生改变，美国国债的现实购买者和潜在购买者依然预期如此，那么，不但现有流通国债不会遭受大规模抛售，而且新发行国债依然会有市场。因此，从债务负担率指标来看，虽然美国公共债务已经偏离了适度债务

规模,但是认购者较强的负担能力使得美国政府依然能够以较低的融资成本新增发行国债和展期原有国债。

三、结论

结论一: 短期内, 美国不会发生主权债务危机, 但在较长时期内, 美国政府无节制的举债行为却是以侵蚀其国家利益为代价的, 短期好处将引发长期疼痛。

结论二: 美国“驴象”不会选择主动违约(或称技术性违约), 这不符合其国家根本利益。

结论三: 在本周内, 如果国会“驴象”就国债规模上限不能达成一致, 也并不意味着美国主权债务危机的发生, 但是在短期内必将带来金融市场的动荡, 美国政府在一定程度上会面临流动性危机。对于当前美国而言, 不调整举债规模上限本质上是执行紧缩性的财政政策, 而这会损害民主党及相关利益集团利益。只要过度消费的经济增长模式不发生改变, 即使不调整举债规模上限也并不能从根本上解决美国面临的财政赤字以及引发的偿债能力下降问题。

参考文献

Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff, —Growth in a Time of Debt, *American Economic Review*, Vol. 100 No. 2, May 2010, 573-578.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, —Domestic Debt: The Forgotten History, *Economic Journal*, forthcoming in the May 2011.

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话: 010-83571403

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>