

从公司危机到主权债务危机的 形成机理与启示

陈玉梅¹, 宋玉臣²

(1. 吉林省社会科学院, 长春 130033; 2. 吉林大学 商学院, 长春 130012)

[摘 要] 上世纪 70 年代以后的经济危机基本上都表现为金融危机, 而且这种危机已从公司层面发展到了政府层面, 出现了主权债务危机。自由放任的市场经济在发生有效需求不足的经济危机后, 政府运用扩张性的宏观经济政策, 通过刺激有效需求, 在解决经济危机方面取得了重要突破, 凯恩斯主义的诞生成为这场经济学革命的理论标志。政府是矫正市场失灵的唯一主体, 其历史作用已成为不争的事实, 但过度扩张的政府支出同样是宏观经济生活中的重大隐患, 甚至导致主权债务危机的爆发。

[关键词] 金融危机; 流动性危机; 公司危机; 主权债务危机

[中图分类号] F831.59

[文献标识码] A

[文章编号] 1005-2674(2010)09-0057-04

政府通过使用扩张性宏观政策刺激有效需求, 是到目前为止国际上使用的解决经济危机的最佳手段。无论是财政政策还是货币政策, 最终都体现为利用货币供给量调控社会总需求, 以达到调节供求失衡的目的。换句话说, 解决经济危机的最好途径是金融手段。但是, 新的问题又出现了, 那就是经济危机在近三十年来几乎都被金融危机所取代。同时, 当政府能够通过注资去试图解决流动性危机时, 金融危机也不再让世界束手无策。然而, 当政府财力负担过重, 以至于难堪重负时, 又出现了新的危机形式——主权债务危机。无论是经济危机还是金融危机, 其深层次的原因都应概括为市场失灵, 是对斯密“看不见的手”理论的现实挑战。政府成为矫正市场失灵唯一主体的理论支持是凯恩斯的宏观经济学理论, 这是人类经济学发展史上的一场革命。然而, 政府的职能扩大与其自身的承受力必须有一个最佳结合点, 否则政府也同样会危机甚至破产, 也会导致主权债务危机的发生。主权债务危机是对政府调控理论的现实挑战。我们可以大胆地猜测, 政府主权债务危机同样呼唤经济学理论的一场革命, 也为政治家提供一次像罗斯福新政一样解决主权债务危机的历史性机会。自 2007 年美国次级债危机发生后到 2009 年下半年, 本次金融危机已从公司的微观层面逐渐发展到政府的宏观层面, 主权债务危机已成为世界经济走出衰退的重要阻碍因素。

一、理论综述

宏观经济学诞生(凯恩斯, 1936)以来, 政府行为就成了促进市场有效运转和经济平稳运行所不可缺少的因素。凯恩斯主义的政府行为不自觉的包含一个假设条件, 那就是政府行为正确且有效。弗朗茨(1993)认为市场是脆弱的, 如果放任自流就会趋向不公平和低效率, 而公共管制正是对社会的公正和效率需求所做的无代价的、有效的和仁慈的反应。政府在金融危机救助中扮演着十分重要的角色, Friedman 与 Schwartz(1963)在研究美国大萧条时分析了政府在危机演进和救治中的作用, 认为是罗斯福新政将垂

[收稿日期] 2010-05-13

[基金项目] 2008 年吉林大学基本科研业务费资助项目(2008ZZ011)

[作者简介] 陈玉梅(1961-), 吉林九台人, 吉林省社会科学院研究员, 主要从事区域经济研究; 宋玉臣(1965-), 吉林九台人, 吉林大学商学院教授, 博士生导师, 主要从事金融理论研究。

死的美国经济挽救了回来,政府往往是金融危机唯一的“最后贷款人”,是矫正市场失灵的唯一主体,其它主体不具备政府的特殊性;Bordo(2001)等研究了过去 120 多年的金融危机历史,认为恰当的政府干预将会极大地降低金融危机对宏观经济的冲击,政府的行为在应对危机中具有基础性作用,并认为在政府与市场的关系中,政府干预并不违背市场原则;Allen 与 Gale(1999)通过分析挪威和日本的经验得出结论,政府在危机前和危机后都应该发挥实质性作用,市场这个时刻的出清均衡是无法恢复市场的基本功能的,只有政府才能提供足够的流动性并把金融机构再次带回到市场中来;Chang(2005)认为政府干预与以市场为基础的金融重建并不矛盾,而是一个促进因素,金融重建反而更加需要政府的支持。及时、持续地实施一系列改革政策,并配合出台针对不同问题和行业的政策措施,对走出危机具有决定性意义;Chailloux 等(2008)的研究认为货币政策应对经济萧条的有效性一般要比财政政策差,但是在金融危机阶段,恰当的宽松货币政策也是必要的工具;盛宏清(2003)对 2002 年阿根廷金融危机的研究认为,持久性政府赤字虽然使阿根廷内外债债台高筑,但稳健的政府支出、协调的宏观政策和良好的金融体系又是避免金融危机的条件;何德旭、郑联盛(2009)在对不同的金融危机的历史进行研究认为,金融危机具有较为普遍的演进规律,一般具有危机孕育、引发、爆发和深化等阶段,逐步对金融机构、金融稳定性和实体经济等造成巨大的冲击,并对政府政策提出挑战;封北麟(2009)认为金融危机中的政府注资行为具有重要的政策实践价值,政府注资作为重构金融系统、提振市场信心的利器,在世界各国的金融危机管理中得到普遍运用,但在设计政府注资的救助机制时,应当设计良好的机制防止政府注资被滥用。

2007 年美国次级债危机几乎波及到了世界所有发达国家和在经济上取得一定成绩的发展中国家,这次危机的显著特点是政府在解决危机中所扮演的角色比以往历史上任何一次危机都重要。这会使政府担保和直接支出的负担都相应加重,当政府的财力或承受力无法支撑时,主权债务危机就发生了。因为,政府职能与作用的发挥必然是财力支持的增加,政府财政收入同样会陷入捉襟见肘的困境。从历史上看,赤字已经成为世界各国政府抵御金融危机、扩大内需的重要手段,在全球金融市场出现显著的流动性失衡与经济衰退时,市场越来越把应对危机的期望寄托在政府身上,期望政府的注资能够有效稳定金融市场的流动性和扩大内需以刺激经济增长,这会加重政府的负担并导致主权债务危机的发生。最坏的局面就是形成经济危机(包括金融危机)——政府干预——财政赤字——主权债务危机的恶性循环。

二、从公司危机到主权债务危机的历史演变

从萨伊定律到自由放任的市场失灵并发生有效需求不足的经济危机,应该概括为世界经济发展史上的一个重要的历史阶段,这一阶段是人类社会经济的一个大发展阶段,它使市场经济的公平竞争机制得到淋漓尽致的发挥。然而,有效需求不足必然成为这一阶段经济发展的最终结果。解决这一问题的路径就是政府宏观调控,这场经济学革命发生在上个世纪 30 年代,其标志是凯恩斯宏观经济学的诞生和罗斯福新政的实施。是否可以这样认为,解决了有效需求不足就等于基本上解决了经济危机,政府干预并有效地矫正市场失灵是二战后发达国家经济增长迅速的主要原因,这又是人类经济发展史上的另一个重要历史阶段,政府调控功不可没。不过,政府调控也不是完美无缺的,主权债务危机的发生应该是对政府干预行为的最为严峻的挑战。危机从公司危机发展到政府主权债务危机,是对政府干预作用有限性的最好注释。

在金本位时代,政府货币发行取决于中央银行手中的黄金数量,政府在货币发行方面的机会和每一个持有黄金的自然人应该是均等的,没有其特殊性。换句话说,自然人手中持有黄金也可以发行代表黄金的符号——纸币,因为,人们用纸币可以随时兑换黄金,政府的权威性并没有得到体现,政府手中没有黄金同样不能发行代表黄金的符号。在金本位制度下,随着市场经济竞争的加剧和社会经济的发展,社会总供给大于总需求的局面就会形成并最终导致有效需求不足的经济危机的爆发。在非金本位制度下,政府利用货币发行权调控宏观经济的基本原理,就是从全社会角度利用扩张性财政政策和货币政策刺激有效需求并最终使经济危机得到解决,不兑现的信用货币的发行才真正体现出政府的权威性和调控手段运用的灵活性。上个世纪二十年代英国政府不情愿的宣布放弃金本位制,却不自觉地创造了目前为止最为先进的政府调控手段。二战后发达国家经济的高速增长就是扩张性宏观经济政策所带来的积极成果。因此,不

难理解为什么通货膨胀成为半个世纪以来世界经济生活中的常态。

近三十年发生的金融危机和主权债务危机恰恰就是扩张性宏观政策带来的副作用。因为,追求经济增长率是评价各国政府政绩的最直接指标,所以,扩张性政策的冲动就有了其原始的内在动力。政府追求经济增长速度的扩张性宏观政策最容易导致通货膨胀及资产泡沫,泡沫破裂与价格暴跌就成为各国金融危机的直接表现形式。世界近三十年来所发生的金融危机无不如此,包括墨西哥、阿根廷、巴西、东南亚、韩国、日本、英国、美国等金融危机。每一次危机前都表现为股票市场和房地产市场的严重泡沫,危机的直接原因都是资产泡沫严重,一旦泡沫破灭,股票和房地产价格都会暴跌,并要很长时间才能恢复。泡沫破裂的过程就是金融危机的过程,政府在金融危机的事前预防和事后矫正方面都发挥着重要的作用。积极救助是政府的重要责任。美国次级债危机发生后,各国政府纷纷出台相应的拯救措施,2008年总注资金额已达近2万亿美元之巨。德国政府推出5000亿欧元(6400亿美元)银行业拯救计划,法国以3600亿欧元(4910亿美元)帮助银行渡过金融危机。英国财政部向3家银行共注资370亿(630亿美元)英镑。西班牙政府拿出1000亿欧元(1073亿美元)为银行债务提供担保,并批准政府收购需要资金的银行的股份。政府发挥的作用毋庸置疑,但政府支出负担的加剧又是不可避免的现实问题。2010年初以后,各国因经济刺激计划带来的全球性赤字问题开始显现。从迪拜到希腊,从希腊扩展到欧元区,从英国到美国,欧美发达经济体的巨额政府赤字,对尚未全面复苏的全球经济构成新的威胁,主权债务危机在全球有逐步蔓延的趋势。

发生主权债务危机最严重的地区是欧元区,按《稳定与增长公约》规定,欧元区成员国必须将赤字控制在GDP的3%以下。然而,2008年因为应对金融危机,欧元区以及美国等发达经济体的政府赤字都超过、甚至远超过GDP的3%的参考“警戒线”。2009年希腊政府赤字占GDP比例超过12%,爱尔兰政府赤字占GDP比例为10.75%,西班牙政府赤字占GDP比例也超10%,位居欧元区赤字前三位。2010年英国预算赤字将占GDP的9.6%。法国将占GDP的8.2%;德国将占GDP的5.5%。2010年欧元区总体赤字可能会超过GDP的7%,欧盟27个成员国中有20国出现赤字超标问题。美国联邦政府2010财年预算赤字将达1.6万亿美元,占GDP的10.6%,这是自二战以来的最高比例。日本2010年预算赤字将占GDP的9.4%。严格地说,欧元区16个成员中,无一个国家的政府赤字目前在GDP的3%以内,它们的平均赤字在GDP的7%以上。除希腊以外,爱尔兰、意大利、西班牙、葡萄牙的赤字和债务问题都很突出。目前,美国主权信用隐藏的风险已经非常之大,而且还在发展之中。美国的信用风险来自于三个方面:一是巨额财政赤字和天文数字的国债;二是美联储过度宽松的货币政策;三是美元在世界范围内的泛滥。

全球性赤字高企,伴随的正是全球性债务的高涨。截至2010年2月,全球各国负债总额突破36万亿美元;按“全球政府债务钟”的统计预测,2011年全球债务将超40万亿美元。问题已变得日益复杂化,一方面因金融危机导致政府开支的负担加重并形成主权债务危机,不得不减少政府支出;另一方面因经济衰退导致政府必须发行更多债务,依靠公共开支刺激经济。对全球来说,如果各国GDP不能以正常的速度保持增长,新旧债务必然压制经济增长,而低增长又让偿还债务难以为继。政府赤字对于经济增长的积极作用已发挥至极限,赤字成为二战后各国财政运行的主流特征。但巨额赤字与债务的危害也是显而易见的,政府举债如果超越极限,就会出现“国家破产”的局面。在形成巨额债务后,政府的削减债务行为会直接导致经济衰退,又会使政府处于两难境地。

三、国外克服主权债务危机对中国的启示

过分宽松的宏观经济政策是导致许多国家发生主权债务危机的罪魁祸首,而直接退出又会导致经济衰退。所以,宏观政策在执行过程中一定要适度宽松,而不应一味地追求经济增长速度,忽视经济的稳定与协调发展。针对主权债务危机,我们应注意以下几个方面。

第一,控制和监管流动性过剩问题以防止资产泡沫。金融危机的核心是流动性过剩,一旦过剩的流动性出现分布不均衡问题时,最容易发生金融危机。全球性流动性过剩是各国追求经济增长的单一目标所造成的。政府的货币政策和财政政策都应稳健和适度,这是维持宏观经济运行良好环境的一个重要基础。

资产价格的波动源自财富的重新分配过程,泡沫的破裂使财富重新分配的速度太快,对社会流动性结构造成较大威胁,导致债务链的不健康甚至断裂,产生金融危机。因此,控制流动性过剩必须得到各国政府的高度重视。

第二,控制政府财政赤字规模,减少内外债务负担。财政政策是市场经济国家进行宏观经济调控的重要工具之一,发达国家普遍将财政状况放在整个经济中加以权衡并制定财政政策,赤字对刺激需求并进而促进经济增长有较大的积极作用。经济增长与赤字的相关性极强已毋庸置疑。但是,赤字必须适度才有利于经济的稳定与协调增长,应当严格按照财政赤字占 GDP 比重的 3% 的国际警戒线进行控制。

第三,加强对金融市场的监管。全面、公正、有效的政府监管对金融市场的健康运行、预防系统性风险的发生至关重要。尤其在金融市场高速发展、金融衍生品日益增多、金融市场经济竞争日趋激烈的背景下,处理好金融发展、金融创新、金融风险防范和金融管制的关系尤为重要,应该在正确理论规范的指导下探寻防范金融危机的法治路径,最终实施对金融市场的有效监管。

第四,发生危机时要救助得当。金融危机以后世界经济在各国政府的努力下出现了明显复苏,但是很快又出现了主权债务危机。其原因在于危机发生时,整个金融市场、金融机构、公司和自然人都过度杠杆化,有大量的债务,化解危机的过程,是大量的债务从金融市场和私人部门转到了政府和中央银行的资产负债表上。解救危机的过程,实际上是金融市场、金融机构去杠杆化的过程,变为政府和中央银行再杠杆化的过程。再杠杆化到了一定程度,各主要国家财政赤字大幅攀升,国债余额占 GDP 的比重过高,直接表现就是主权债务危机。因此,政府救助的目标是通过政府救助使情况变得越来越好,而不是使情况更糟糕。

在复杂的国际经济形势下,应将防范主权债务危机视为一个长期问题,密切跟踪其发展态势,并努力提高中国的宏观调控政策的灵活性与应变性。中国作为最大的发展中国家,应从国际金融危机和主权债务危机中汲取教训:一是政府财政赤字的规模要适度,这两年多在八、九千亿元的规模徘徊,并在 2010 年达到万亿,已接近 3% 的警戒线,对此应引起高度重视;二是中国国债发行规模不可过大,应减少财政偿还负担,以规避债务危机的形成;三是扩张性财政政策和宽松的货币政策应择机适当退出,以防止投资过旺和贷款过多引发物价上涨以及以股票、房地产为代表的资产泡沫的形成;四是控制地方政府融资规模,到 2009 年底,中国地方政府负债高达 2.79 万亿,这里蕴含一定的债务风险,地方政府的债务风险更应引起足够关注,否则,会发生宏观调控政策工具失灵、货币失去稳定性甚至整个经济体系紊乱的巨大宏观风险;最后,加快转变经济发展方式,尽快走出高投入、高负债换取高速度的粗放型增长之路,转向调结构、扩内需依靠科技进步推动经济发展的新上来。

参 考 文 献

- [1] 盛宏清. 阿根廷金融危机研究[J]. 拉丁美洲研究, 2003, (2): 12 - 15.
- [2] 封北麟. 金融危机中的政府注资行为分析及其政策启示[J]. 经济研究参考, 2009, (7): 21 - 31.
- [3] 何德旭, 郑联盛. 金融危机: 演进、冲击与政府应对[J]. 世界经济, 2009, (9): 82 - 96.
- [4] Allen, F. and Gale, D. Bubbles, Crises and Policy[J]. Oxford Review of Economic Policy, 1999, 15 3, pp. 9 - 18.
- [5] Bordo, M.; Eichengreen, B.; Klingebiel, D. and Soledad, M. Is the Crisis Problem Growing More Severe[J]. Economic Policy, 2001, 16(4), pp. 51 - 82.
- [6] Chailloux, A.; Gray, S. and McCaughrin, R. Central Bank Collateral Frameworks: Principles and Policies[R]. IMF Working Paper 08/222, 2008.
- [7] Chang, R. Financial Crises and Political Crises[R]. NBER Working Paper 11779, 2005.
- [8] Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. Is the 2007 U. S. Subprime Crisis So Different— An International Historical Comparison [J]. American Economic Review, 2008 b, 98(2), pp. 339 - 344.

责任编辑: 郭殿生