

肖立晟

nkxls@126.com

肖然

sarahxiao@163.com

量化宽松货币政策对公共债务管理的影响、风险及其启示*

摘要：金融危机爆发后，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。对我国而言，未来需要进一步深化国内债券市场；降低主权债务管理与货币政策、金融稳定的潜在冲突，建立国家层面的资产负债表管理框架。

关键词：量化宽松货币政策 公共债务管理 全球金融危机

* 肖立晟：中国社科院世界经济与政治研究所，100732 电子信箱：xiaols@cass.org.cn；肖然：悉尼科技大学，电子信箱：Ran.Xiao@student.uts.edu.au。本文获得中国社科院创新工程项目“国际货币金融体系改革与中国的政策选择”，中国社科院世界经济与政治研究所级重点课题“中国对外金融资产负债失衡与金融调整”，国家社科基金项目(14CJL017；12AZD054)，国家自然科学基金项目(71241017；71271214；71203238)，中国社科院全球宏观经济研究室、世界经济预测与政策模拟实验室的资助。作者感谢两位匿名审稿人富有建设性的修改意见。文责自负。

Influence, risk and implication of Quantitative Easing Monetary Policy on public debt management

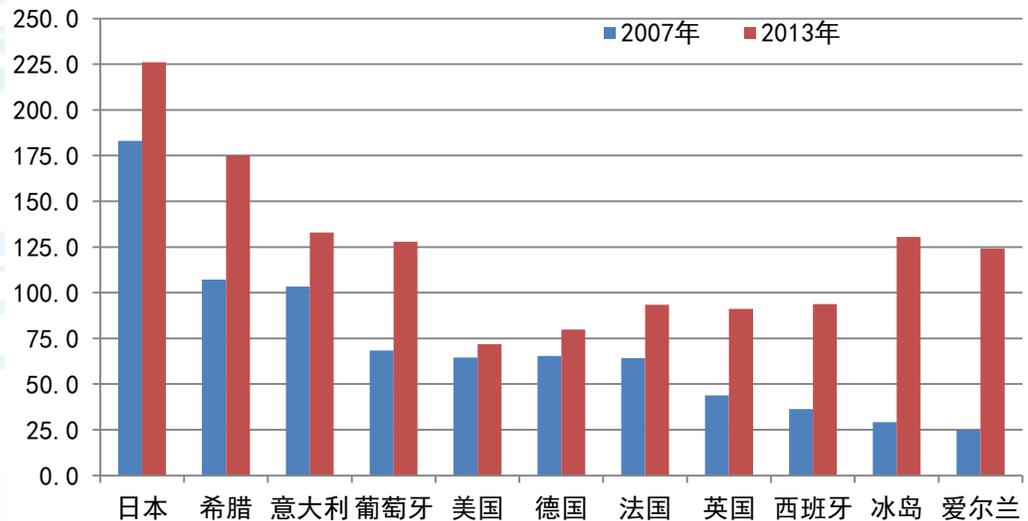
Abstract: After the burst of financial crisis, quantitative easing monetary policy has impacts on public debt through three channel: increasing the seigniorage tax which is distributed to treasury from central bank; decreasing cost of refinancing; increasing fiscal revenue by boosting economic growth. The quantitative easing monetary policy have improved the sustainability of public debt. Central bank push the investors' funds from long-term government bond market to short-term capital market, decreasing the duration of debt. However, government public debt department tries to extend debt duration by issuing bond and reduce cost of debt at the same time. The conflicted policies would offset each other. As some of developed countries begin to quit the quantitative easing monetary policy, the treasury bond interest rate may raise up. In terms of China, we need to improve our treasury bond market, reconcile the conflict among management of public debt, monetary policies and finance stability, and build the framework of national balance sheet management.

Key words: Quantitative Easing Monetary Policy, management of public debt, global financial crisis

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 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，直接关系到危机的走势及后危机时代的国际经济金融格局。

图 1 发达国家公共债务占 GDP 比重

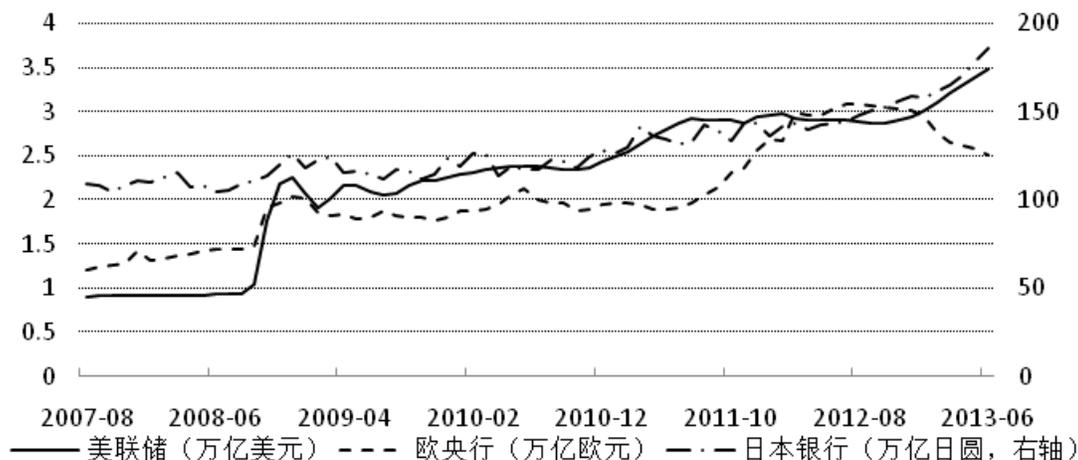


数据来源：IMF。

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，购买资产总规模达到 3750 亿英镑；欧央行则启动两轮 LTRO（长期再融资计划）向商业银行提供了 1 万亿欧元的廉价贷款，其中较大部分被银行用于购买国债资产；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施其职。公共债务管理部门主要侧重于长期国债市场市场操作。根据 IMF（2003）¹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。与之相对应，各国中央银行则主要侧重于在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 0，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²。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

¹IMF W B. Guidelines for Public Debt Management[J]. The International Monetary Fund and the World Bank. Washington, DC, 2001: 26-28.

²此处假定各国是由财政部管理政府公共债务。

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）³，货币政策目标发生变化。美欧两国相继执行量化宽松政策目的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。

那么，究竟量化宽松货币政策会对一国债务可持续性，久期结构造成哪些影响？在国债市场上，公共债务管理当局又会与中央银行产生哪些冲突？二者相互影响机制对于我国的国债管理又有哪些启示？这是本文致力于回答的问题。

二、公共债务管理的理论框架及其与货币政策的关系

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，人们开始重新思考债务管理的目标及其与其他宏观经济政策的协调。

1. 政府债务管理的目标与策略

Fred Jensen（2005）⁴指出，政府债务管理的主要职责是根据政府的风险偏好，尽可能有效地融资以达到政府的成本风险目标。与货币政策不同，公共债务管理并没有一个非常成熟的分析框架，难以制定具体的参数标准，来测度成本和风险。在实践中，各国债务管理者常常依赖于一些笼统的原则、风险模型工具和实际经验。目前的趋势是债务管理者在资产负债表的框架下来平衡债务的成本和风险。在一个简化的政府资产负债表中（见表1），政府的资产方是未来各项收入的现值；政府的债务方是未来的各项支出的现值。只有当政府盈余（财政收入减去除偿还债务外的其他支出）的现值与债务本金相匹配时，政府的债务水平才是可持续的。如果债务本金超过了政府盈余，

³Turner P. Fiscal dominance and the long-term interest rate[M]. Financial Markets Group Research Centre, 2011.

⁴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.

那么，政府债务就可能会面临违约风险。除了违约风险，政府还可能会面临金融市场波动所产生的利率风险：当政府需要发行一笔长期债务满足融资需求时，若恰逢货币市场流动性紧张导致利率上升，政府的融资成本将会随之提高，如果利率上浮较大，将导致政府未来的债务支出超过盈余，甚至导致政府出现违约。因此，政府债务管理的主要风险在于宏观需求冲击对政府税收的影响，以及货币市场冲击对利率水平的影响。

表 1 政府资产负债表

资产	负债
未来税收的现值	未来支出的现值（不包括偿还债务）

由于中长期内宏观需求对政府税收冲击比较难以操控，因此，政府债务管理当局主要关注债务的利率水平，采用的政策工具是债务的久期结构，即在可控风险范围内，使发债成本在中长期最小化。其中，其关键的决策变量是长短期债券在政府负债总额中的比重、即政府债务组合的平均期限。短期债券所占比重越大，政府债务组合平均期限越短，需要在新市场环境下重新发债以偿还本息就越频繁，因而所面临的不确定性(风险)就越高；但另一方面，如果增加政府债务组合中长期债券所占比例，尽管可以降低当期的不确定性，但由于通常状况下长期利率要高于短期利率，因而会造成发债成本上升。可见，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。很多时候，政府都相当于一个基金经理在金融市场管理庞大的公共债务。

2. 政府债务管理与中央银行的冲突与分离

理论上，公共债务管理与货币政策一直存在政策冲突。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。货币政策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。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，导致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。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。

在全球金融危机爆发之前，各国一般采取所谓“分离原则”对降低政策冲突：中央银行不在长期国债市场进行操作，而只限于在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。

然而，这一脆弱的均衡被次贷危机击破。随着市场不确定性和风险上升，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。中央银行过去依赖于调节短期利率带动长期利率变化的利率传导机制完全失效。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的替代性进一步下降，债务管理者融资成本的不确定性上升。

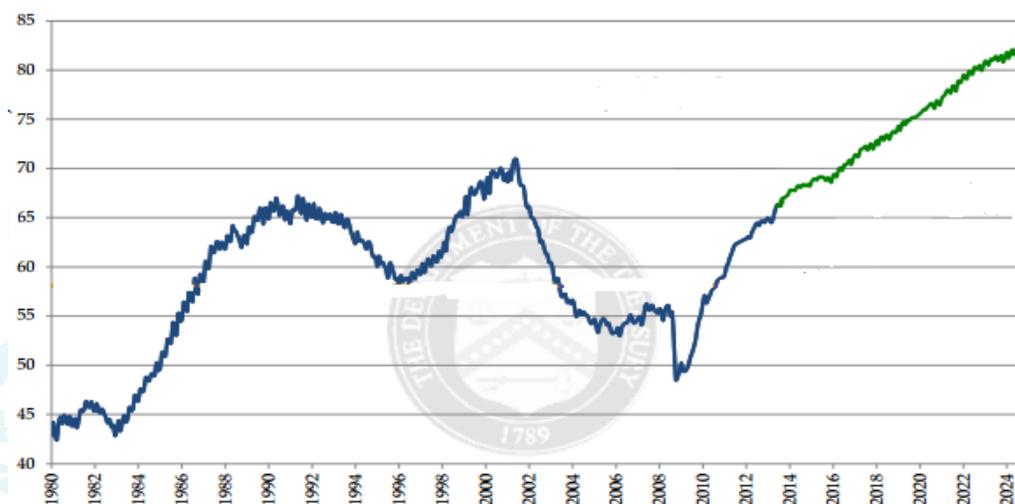
三、量化宽松货币政策对公共债务的影响与潜在风险

1. 美国量化宽松货币政策影响公共债务的理论基础⁵

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。根据下图可以发现，自2008年10月以来，发行在外美国国债的平均期限已延长了近34%，至2013年12月几乎达到65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。

⁵ 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，2014-2021 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：

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

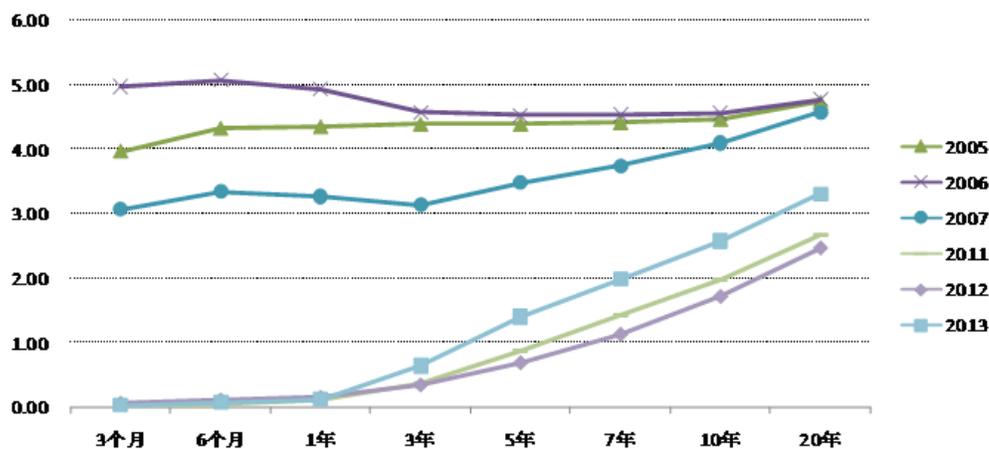
其中，短期国债利率近似于无风险利率，主要由央行货币政策决定，通货膨胀贴水表示经济周期性波动对价格水平的影响，风险贴水则表示未预期的时变价格风险。央行通过控制短期国债利率，同时释放信息影响通货膨胀和风险贴水因子，进而改变长期利率。上述理论有一个重要前提，即各类期限的债券具有高度的替代性，从而使久期不同的债券利率维持在对应水平。例如，若 3 个月的国债收益率为 5%，且投资者预期未来 3 年内 3 个月的国债收益率都等于 5%，而 3 年期国债收益率为 6%，这代表持有 3 年期国债的投资者获得了额外 1% 的通胀和风险溢价。在这种情况下，如果不改变通货膨胀和风险偏好，央行仅仅改变债券市场供给将难以影响利率水平，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，没有对通胀和风险偏好产生实质性的影响，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久期的国债偏好差异较大，例如养老基金等机

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。下图列示了美国次贷危机前后的国债收益率曲线。

⁶2007年-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久期越长，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）⁷。

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

⁶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。

⁷Vayanos D, Vila J L. A preferred-habitat model of the term structure of interest rates[R]. National Bureau of Economic Research, 2009.

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，未来的利率水平的不确定性越低，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：今年二季度，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，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 2013 年末，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，并降低在不同久期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。

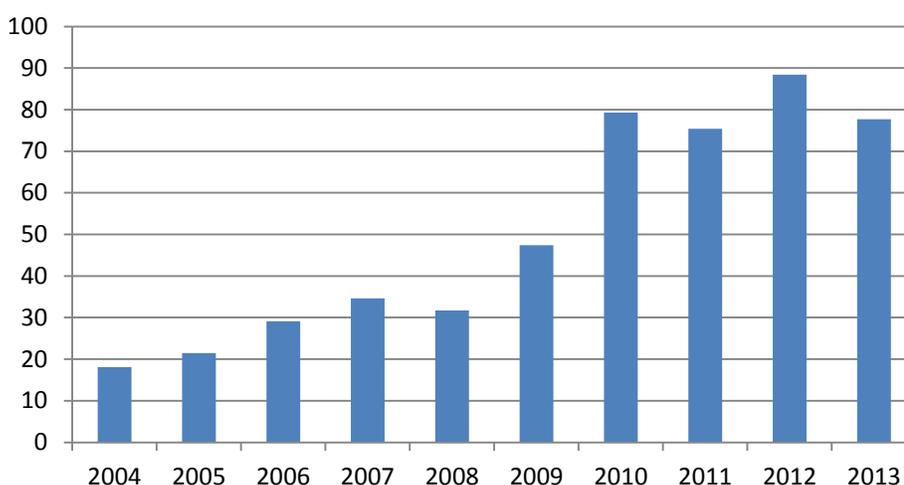
2. 美国量化宽松货币政策影响公共债务的具体作用

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投资收益。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 年-2013 年间，美联储向财政部共计上缴了 3670 亿美元（见图 5），约为量化宽松措施实施前总额的 4.5 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 2013 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 Janet Yellen（2013）⁸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 3 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，

⁸Janet Yellen' speech at the 2013 National Association for Business Economics Policy Conference, Washington, D.C, "Challenges Confronting Monetary Policy"

与此同时，美国财政部的国债发行规模也逐年上升，2013年新发行的国债总额为6700亿美元，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，美联储总计购买约2万亿货币和短期票据，在此期间，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4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延长债务久期。

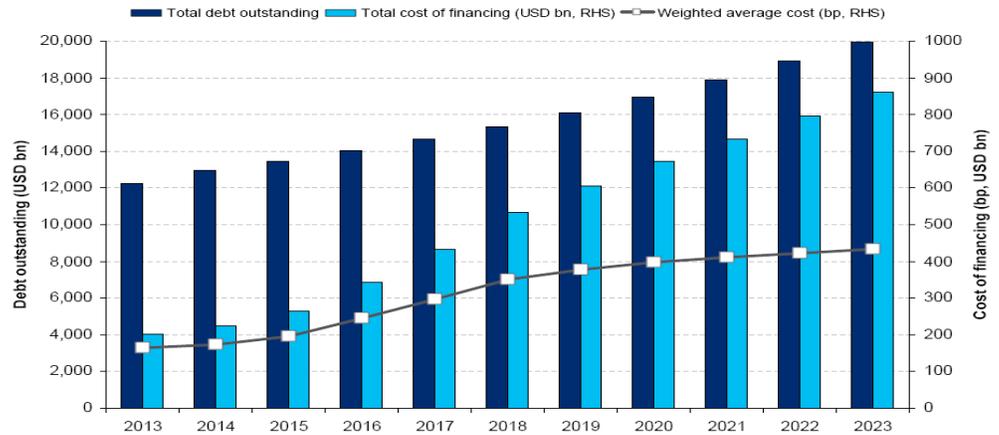
3. 公共债务管理的缺陷和量化宽松货币政策退出的风险

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，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已经不能满足当前市场环境的需求。政府债务管理者作为债券市场极为重要的行为主体，已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



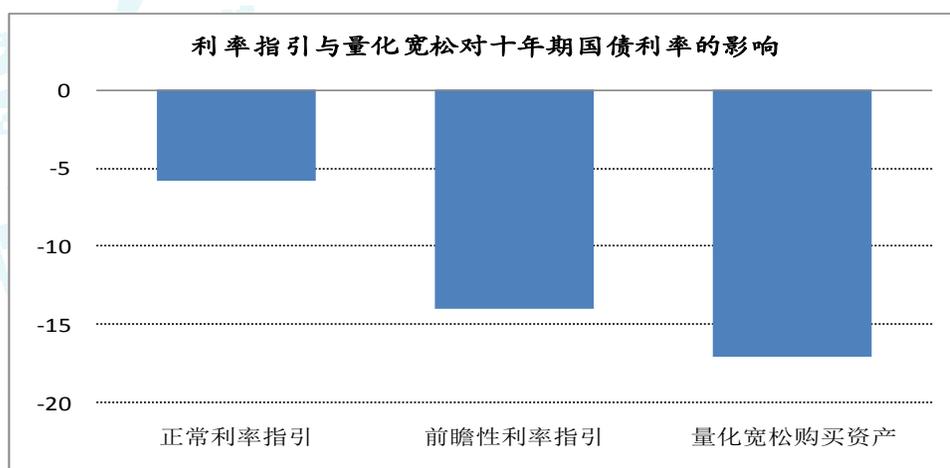
注：数据来源：US Office of Debt Management。左轴代表债务总额（10 亿美元），右轴代表利息成本（10 亿美元）以及融资成本（1 个基点），横轴单位是年份，2014-2023 年的数据是 US Office of Debt Management 预测数据。

在下一阶段，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，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，量化宽松政策主要通过改变国债收益率曲线的形状来影响美国政府的政府水平。上文指出，美国财政部已经延长国债久期，如果美联储在退出量化宽松的过程中，长期利率上升速度较快，那么美国国债支付的利息将会大幅上升，而如果短期利率上升相对较快，则美国国债支付的利息上升幅度会相对较低。按照美联储当前实施的前瞻性指引，预计量宽退出对国债市场的影响主要有以下三类情景：

第一类情景，美联储通过前瞻性指引稳定市场预期，有序退出量化宽松货币政策，国债收益率曲线维持平坦。2012 年，美联储正式推出沟通策略前瞻性指引，明确确定年通胀率目标为 2%，并且在失业率降低至 6.5% 之前，将继续执行量化宽松货币政策。这相当于确定了未来美国国债的收益率曲线的形状，研究表明，美联储采用前瞻性利率指引政策的效果与直接入市购买资产相当。下图是 2007-2013 年间，美联储宣布政

策措施一个工作日后，美国 10 年期国债收益率的变化，从中可以发现，前瞻性指引比一般的利率指引更加有效，接近于量化宽松货币政策的作用效果。在下一个阶段，美联储如何引导私人部门预期将是量宽顺利退出的关键。沟通政策的重点是帮助投资者分辨出，美联储不再购买资产（quit Quantitative Policy）与继续执行低利率货币政策（accommodation monetary policy）的差异。美联储可以通过与市场的反复沟通，来强调加息或者出售资产才是改变宽松货币环境的关键，从而降低量宽退出策略对国债收益率曲线的不利冲击。在这种情景下，美联储国债长期收益率将维持在 3% 以下的合理水平，同时可以保持短期国债接近零利率，量化宽松的退出并不会对美国国债管理造成不利影响。

图 7 美联储前瞻性指引对十年期国债利率的影响



数据来源：Datastream，左轴单位是基点。

第二类情景，美国国债市场短期收益率较低，但长期收益率上升，国债收益率曲线将会陡峭化。美联储的前瞻性指引是建立在美国经济增长逐步复苏的前提上。然而，一旦退出策略触发资产价格下跌，降低居民部门的财富效应，进而对实体经济造成冲击，导致经济增长速度低于预期，投资者将会加速离开长期国债市场，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，这代表市场对前瞻性指引的作用仍然心存怀疑。在这种情景下，尽管美联储可以维持短期利率不变，但是若量化宽松货币政策退出策略出现预期外的

冲击，长期国债市场将会承担更大压力。

第三类情景，美国国债市场短期和长期收益率同时上升，利率曲线整体将走向一个上升的通道。虽然量化宽松货币政策有效压低了长期国债利率，但也蕴藏巨大的潜在风险。美国目前总需求水平复苏较为温和，量化宽松政策中增加的流动性可能被“窖藏”，无法真正进入实体经济，导致股票和房地产的“虚假繁荣”，导致美国房地产价格和私人杠杆率迅速上升。若在金融市场泡沫的支持下，美国经济复苏比预期要快，“窖藏”货币将会发威，通胀压力将剧增，利率必然随之上升。在这种情景下，美国长短期国债收益率均会持续上扬，若同时面临诸如公共债务上限等政治化问题，可能引发意外的系统性风险。

总体而言，美国公共债务“指定的管理者”应该是财政部而非美联储，但迄今为止美联储无论对国债收益率水平还是国债的可持续性依然发挥了决定作用。在下一阶段，美联储能否按计划顺利退出量化宽松货币政策，将会决定美国财政部是否能够“借新还旧”置换到期债务。从目前的情况来看，美联储与财政部之间依然保持了良好的沟通，并且密切合作，预计出现第一类情景的可能性较大，第三类情景可能性较小。

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，那么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；若政府债务存量增长速度过快，央行却没有维持宽

松的货币政策环境，那么中央和地方政府的还本付息压力会上升，威胁到金融稳定。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，优化债务久期结构

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，其二是作为传导中央银行货币政策的重要载体。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。为了支持公共政府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社保基金的缺口和国有企业的潜在不良资产。随着人口老龄化速度加快和养老保险覆盖面不断扩大，养老保险基金的支出规模逐年加大。当前我国养老金储备规模占 GDP 总量比例太低仅为 2%。截至 2011 年底，全国城镇职工基本养老保险个人账户为 2.5 亿元，个人账户实有资金 2703 亿元，空帐金额高达 2.2 万亿元⁹。未来可能需要国有企业补贴社保基金。但是，我国企业的负债率远远高于政府¹⁰，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，对各类型资产负债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。

⁹数据来源：http://www.chinadaily.com.cn/hqgj/jryw/2012-12-18/content_7798871.html

¹⁰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.

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。

