

政策空间评价*

中国社会科学院经济研究所 陈小亮

中国人民大学经济学院 陈彦斌

摘要: 2020年在应对新冠肺炎疫情冲击的过程中,中国的货币政策和财政政策双双发力,使货币空间和财政政策的空间都有所收窄。就货币政策而言,不管是存款准备金率,还是7天OMO逆回购利率等政策利率,都达到了“十三五”期间的相对低位。不过,与其他国家尤其是发达经济体相比,中国的货币政策仍然有一定的操作空间。一方面,针对大型金融机构的降准空间依旧充裕;另一方面,与美日欧等经济体处于0%左右的政策利率相比,中国的政策利率水平仍然相对偏高。再加上数十个经济体持续推进降息周期,使中国货币政策的实际可操作空间有所加大。就财政政策而言,2020年以来中国的政府部门债务率大幅上升,而且老龄化等因素还将使得政府债务率在“十四五”期间持续升高,因此财政政策的空间将会不断收窄。不过,中央政府债务占比偏低和外债占比偏低这两大特征的存在,使政府部门尤其是中央政府部门仍然具有一定的加杠杆空间。

关键词: 降准空间 降息空间 债务可持续性 地方政府隐性债务 外债

中图分类号: F812.0; F832.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-3151(2021)02-0077-14

DOI: 10.16110/j.cnki.issn2095-3151.2021.02.007

政策空间的大小决定了未来政策操作的可持续性,而政策操作的可持续性对市场主体的信心具有重要影响。在应对经济下行压力的过程中,如果一个经济体的政策空间不足,那么将会导致政策难以持续,进而打击企业家和居民等市场主体的信心,最终导致宏观政策难以较好地进行逆周期调节。日本在过去二三十年间,多次出现政策

* 基金项目: 本报告是国家自然科学基金面上项目“人口老龄化对中国宏观政策有效性的影响: 实证研究与模型仿真”(No. 72073141)和教育部人文社会科学青年基金项目“人口老龄化与居民部门高债务风险研究: 影响机理与效应分析”(No. 20YJC790089)的阶段性成果。

空间不足进而导致政策不可持续的情况（陈小亮和马啸，2016）。例如，在泡沫经济破灭之后，日本很快进行了多轮财政刺激，1995～1996年经济明显复苏，但是由于政府债务负担过重，日本于1997年开始财政重建，压缩财政支出并将消费税率从3%提高到5%，这对居民消费造成了不小打击。政策转向导致初见好转的经济急转直下，1998年经济增速跌至-2%，这是日本泡沫经济破灭之后首次出现负增长。再如，安倍经济学在实施之后很快就取得了显著成效，但是由于政府债务负担过重，财政政策不可持续，安倍政府2014年4月将消费税率从5%提高到8%，再次将刚刚好转的经济压了下去。政策空间对宏观政策调控效果的影响不止在日本有所体现，在其他国家也同样如此。罗默（Romer，2018，2019）基于1980～2017年美国、日本和德国等30个OECD国家相关数据的实证研究发现，如果一个经济体的政策空间较为充裕，那么将可以较好地应对经济危机的冲击，促使经济增长较快复苏，而如果政策空间匮乏则无法有效应对危机。

“十三五”期间，中国也明显加强了对政策空间的重视程度。一方面，在政府债务负担不断加大的过程中，中央在实施积极财政政策的同时也考虑预留政策空间。2018年政府工作报告明确指出，“赤字率拟按2.6%安排，比去年预算低0.4个百分点”，“调低赤字率，主要是我国经济稳中向好、财政增收有基础，也为宏观调控留下更多政策空间”。2019年政府工作报告进一步指出，“适度提高赤字率，综合考虑了财政收支、专项债券发行等因素，也考虑为应对今后可能出现的风险留出政策空间”。另一方面，在多次降准和降息操作之后，存款准备金率和各类政策利率不断下降，中国人民银行（以下简称“央行”）也日益重视对货币政策空间的珍惜。2019年9月24日在庆祝新中国成立70周年新闻发布会上，易纲行长强调要“珍惜正常的货币政策空间”。^①进入2020年之后，对于货币政策空间的讨论更是明显增加。其中，2020年6月18日，银保监会主席郭树清在出席第12届陆家嘴论坛讲话时表示，“应当为今后预留适度空间，中国不会搞大水漫灌、赤字货币化和负利率”。^②2020年10月14日，央行举行2020年第三季度金融统计数据新闻发布会时，相关负责人再次表示要“完善跨周期设

^① 珍惜正常的货币政策空间的丰富启示 [EB/OL]. http://guancha.gmw.cn/2019-09/26/content_33189566.htm, 2019-9-26.

^② 直击陆家嘴论坛 | 郭树清：国际供应链恢复需较长时间，通货膨胀可能卷土重来 [EB/OL]. https://www.sohu.com/a/402647359_118622, 2020-6-18.

计和调节，维护正常货币政策空间”。^{①②}

2020 年在应对新冠肺炎疫情冲击和国内外复杂环境所带来的经济下行压力的过程中，中国的货币政策和财政政策双双发力，会压缩部分政策空间。而且，“十四五”期间，中国经济仍将面临一定的下行压力，需要宏观政策继续发挥逆周期调节功能，帮助中国经济更好地实现中央制定的重要目标，从而为 2035 年“基本实现社会主义现代化”打下坚实基础。正因如此，很有必要对中国货币政策和财政政策的空间进行全面评估，从而为“十四五”期间的政策操作提供决策参考。

一、货币政策空间评价

由于中国货币政策从数量型向价格型转变的进程还没有结束，本报告同时使用数量型和价格型指标评估货币政策空间的大小。与央行近年来操作过程中所使用的主要货币政策工具相一致，本报告将存款准备金率视为数量型货币政策空间的主要测度指标，将利率视为价格型货币政策空间的主要测度指标。

（一）中国金融机构的平均法定存款准备金率已经由 2018 年初的 14.9% 降至 2020 年底的 9.4%，面向中小金融机构的降准空间已经相对有限，不过面向大型金融机构的降准空间仍然相对充裕

近年来，央行对金融系统的存款准备金的框架进行了调整，存款准备金制度不断完善，在评估降准空间之前需要先对当前的存款准备金新框架加以说明。自 2019 年 5 月 15 日以来，央行确立了存款准备金制度的“三档两优”新框架。所谓“三档”，是指根据金融机构系统重要性程度、机构性质、服务定位等，将存款准备金率设为三个基准档：第一档是大型银行存款准备金率^③，主要体现防范系统性风险和维护金融稳定的要求；第二档是中型银行存款准备金率^④，比第一档水平略低；第三档是小型银行存款准备金率^⑤，该档的准备金率是三档之中最低的。所谓“两优”，是指在三个基准档的基础上还有两项优惠措施：一是第一档和第二档的银行达到普惠金融定向降准政策

① 2020 年第三季度金融统计数据新闻发布会文字实录 [EB/OL]. <https://finance.sina.com.cn/china/gncj/2020-10-14/doc-iiznezxr5996445.shtml>, 2020-10-14.

② 此外，中国人民银行发布的 2020 年第 5 号工作论文同样指出要“珍惜正常货币政策空间”，详见：李宏瑾，任羽菲. 金融机构、经济效率与 M2/GDP 的关系——基于跨国面板数据的实证研究 [EB/OL]. <http://www.pbc.gov.cn/redianzhuanti/118742/4122386/4122692/4123034/4122964/index.html>.

③ 大型银行包括中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、中国交通银行和中国邮政储蓄银行 6 家商业银行。

④ 中型银行主要包括股份制商业银行和城市商业银行。

⑤ 小型银行包括农村信用社、农村合作银行、村镇银行和服务县域的农村商业银行。

考核标准的，可享受0.5个或1.5个百分点的存款准备金率优惠；二是服务县域的银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的，可享受1个百分点存款准备金率优惠。享受“两优”政策后，金融机构实际的存款准备金率水平要比基准档更低一些。

2020年央行采取了一轮全面降准操作和两轮定向降准操作，再加上前几年的降准操作，整个“十三五”期间央行已经累计采取了8轮全面降准操作和多轮定向降准操作。央行公布的数据显示，各类金融机构的平均法定存款准备金率由2018年初的14.9%降至2020年底的9.4%，降幅达5.5个百分点。^①其中，大型金融机构存款准备金率的基准档水平已经从17%降至12.5%（见图1）。不仅如此，超过4000家中小存款类金融机构（包括农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行、财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司等）的存款准备金率已降至6%，从中国以往历史数据以及发展中国家的相关情况来看，6%的存款准备金率已经是比较低的水平。^②

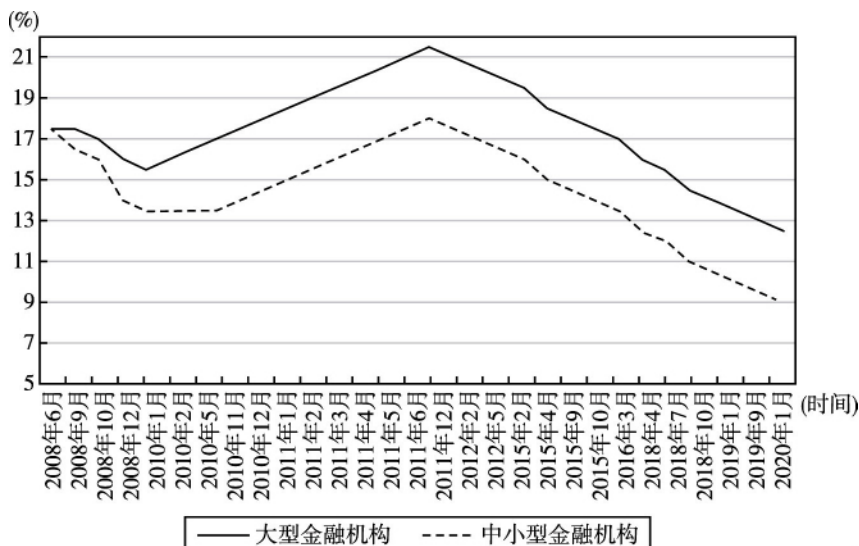


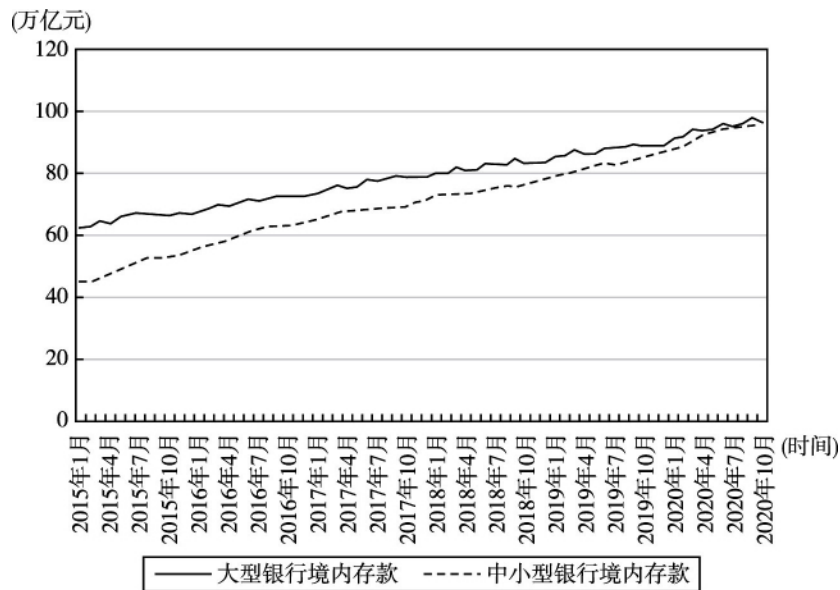
图1 各类金融机构的基准档法定存款准备金率走势

本报告认为，“十四五”期间央行面向中小存款类金融机构（尤其是农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行等）的降准空间已经相对有限，不过大型金融机构的存款准备金率在国际范围内仍然处于相对较高水平，未来可以通过降低大型金融机构的存款准备金率进行逆周期调节。需要说明的是，截至2020年末，我国大型金融机构的存款和贷款规模仍然与中小型金融机构不相上下，这意味着在“十四五”期

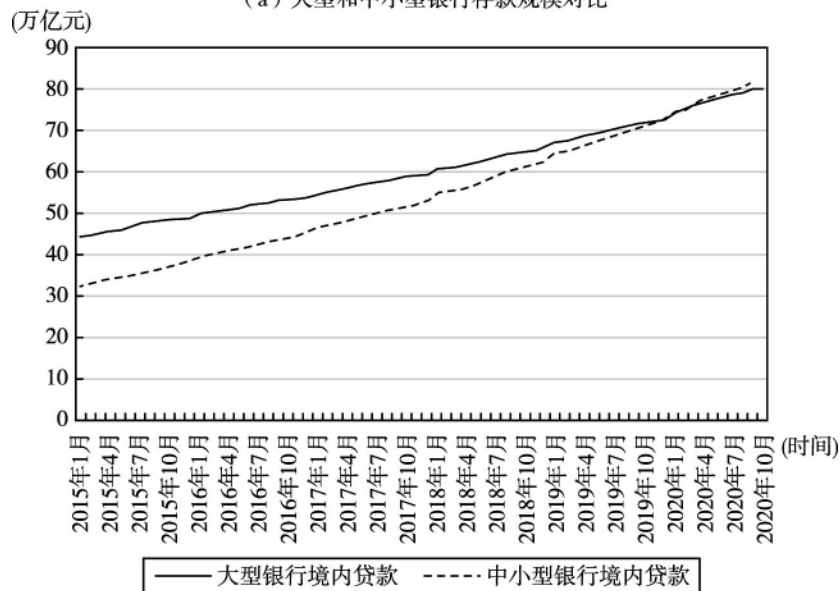
^① 数据来源 《2020年第一季度货币政策执行报告》。

^② 中国人民银行有关负责人表示：对中小银行定向降准支持实体经济发展 [EB/OL]. <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4002590/index.html>, 2020-4-3.

间对大型金融机构的存款准备金率进行调节仍然可以起到较大的影响（见图 2）。



(a) 大型和中小型银行存款规模对比



(b) 大型和中小型银行贷款规模对比

图 2 大型和中小型银行存贷款规模对比

(二) 中国的降息空间略有收窄，但是与美国、日本、欧元区等主要经济体相比仍然拥有较为充裕的降息空间

在评估降息空间之前，首先需要对央行的政策利率指标体系进行梳理。央行在执行降息操作时，主要是对政策利率进行调整，进而间接影响货币市场和信贷市场利率走势。表 1 列示了当前央行政策利率的主要指标体系，从表 1 中可以发现，央行的政策利率指标体系是较为丰富的，既包括隔夜 SLO 和 SLF 利率及 7 天的 OMO 逆回购利

率、SLO 利率和 SLF 利率，又包括 14 天的 OMO 利率及 28 天的 OMO 利率和 SLF 利率，还包括 3 个月、6 个月和 1 年期的 MLF 利率。结合“十三五”期间央行的政策操作实践以及 2019 年 8 月改革后的 LPR 报价新机制可知，央行主要使用 7 天的 OMO 逆回购利率以及 1 年期的 MLF 利率两种政策利率进行降息操作。有鉴于此，本报告主要结合这两种政策利率水平的高低判断央行的降息空间。

表 1 央行的政策利率的主要指标体系

指标类别	期限	使用情况
公开市场操作 (OMO) 利率	7 天	较为频繁，几乎每周
	14 天	每个季度偶尔使用，2018 年以来明显减少
	28 天	2019/6/14 之后没有使用
短期流动性调节 (SLO) 利率	隔夜	2015/1/19 之后没有使用
	7 天	2015/8/28 之后没有使用
常备借贷便利 (SLF) 利率	隔夜	偶尔使用
	7 天	偶尔使用
	28 天	偶尔使用
中期借贷便利 (MLF) 利率	3 个月	2016/7/18 之后没有使用
	6 个月	2016/5/12 之后没有使用
	1 年	几乎每月使用

注：除了表中所列指标，央行的政策利率还包括 PSL 利率等指标，考虑到 PSL 利率等指标的覆盖范围较小，暂未列出。

图 3 数据显示，2020 年以来 7 天 OMO 逆回购利率及 1 年期 MLF 利率均有所下调。就 7 天 OMO 逆回购利率而言，央行在 2020 年 2 月 3 日和 3 月 30 日分别调低了 10 个、20 个基点，此后 7 天 OMO 逆回购利率维持在 2.20% 的水平。就 1 年期 MLF 利率而言，央行在 2020 年 2 月 17 日和 4 月 15 日分别调低了 10 个、20 个基点，此后 1 年期 MLF 利率维持在 2.95% 的水平。截至 2020 年末，两类政策利率都降到了“十三五”时期的低位，由此可知央行在“十四五”期间的降息空间与“十三五”相比有所收窄。

除了上述两类政策利率，央行在 2020 年还针对 SLF 利率进行了降息操作。央行在 2020 年 4 月 10 日宣布下调 SLF 利率，其中将隔夜 SLF 利率调低了 30 个基点（降至 3.05%），将 7 天 SLF 利率调低了 30 个基点（降至 3.20%），将 1 个月 SLF 利率调低了 30 个基点（降至 3.55%）。降息之后，三类 SLF 利率均处于“十三五”期间的相对低位（见图 4），分别比“十三五”期间的平均水平低了 14 个、22 个和 22 个基点，因此“十四五”期间的 SLF 降息空间与“十三五”相比同样有所收窄。

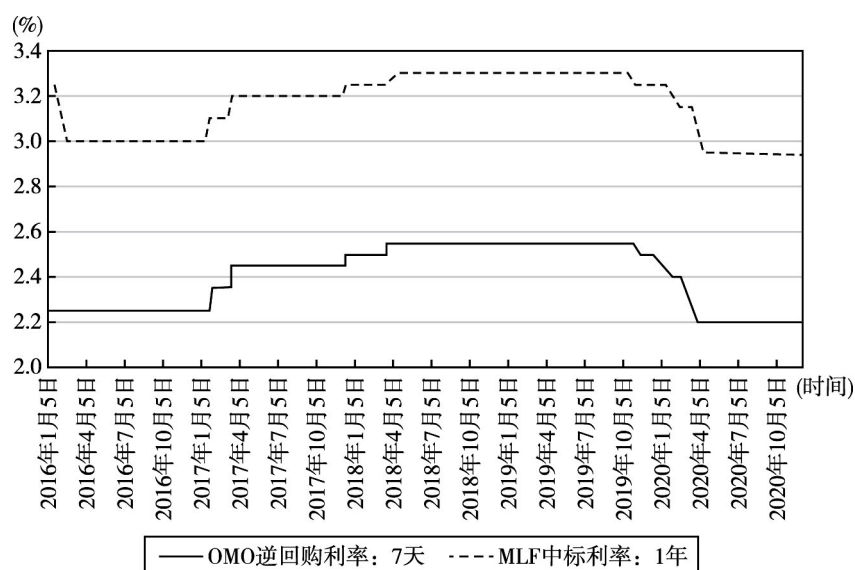


图3 7天OMO逆回购利率和1年期MLF中标利率走势

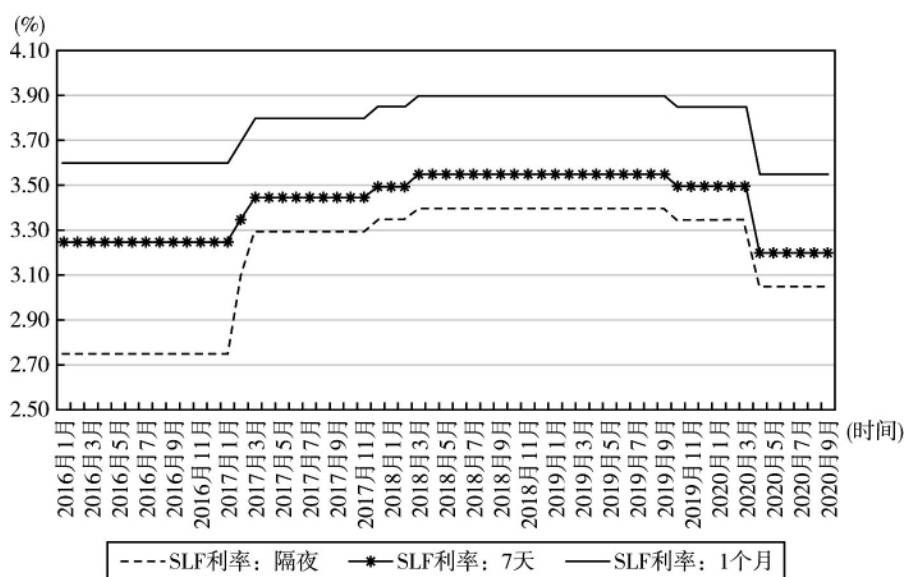


图4 各类期限的SLF利率走势

不过，与美国、欧盟、日本等其他经济体相比，央行的降息空间仍然较为充裕。为了确保不同经济体政策利率的可比性，本报告主要将中国的7天OMO逆回购利率与美国等其他经济体的隔夜或者7天政策利率进行对比。如表2所示，2020年，不管是美国、加拿大、韩国等发达经济体，还是印度尼西亚、马来西亚、菲律宾等新兴经济体，都大幅降低了政策利率。以美国为例，2020年3月3日和3月16日美联储分别降息50个、100个基点，一个月内将联邦基金利率从1.50%~1.75%骤降至0%~0.25%，降幅达150个基点。加拿大、韩国、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾的隔夜

或7天政策利率的降息幅度分别达到了150个、75个、100个、125个、175个百分点，平均降息幅度为125个基点。而且，截至2020年10月末，美国、加拿大、韩国等发达经济体的政策利率都已经降至0.5%以下，而欧盟和日本的政策利率则持续居于0附近甚至是负利率的低水平。相比之下，中国2020年的7天逆回购利率降息幅度只有30个基点，并且到2020年末7天逆回购利率仍然维持在2.20%的水平，明显高于上述经济体的隔夜或者7天政策利率水平。在多个经济体大幅降息的大环境下，央行降息的实际可操作空间不仅没有减小，反而有所增加。

表2 世界部分主要经济体的政策利率走势 单位: %

时间	美国	欧盟	日本	加拿大	韩国	印度尼西亚	马来西亚	菲律宾
2019年3月	2.43	0.00	-0.06	1.75	1.75	6.00	3.25	5.25
2019年6月	2.40	0.00	-0.08	1.75	1.75	6.00	3.00	5.00
2019年9月	1.90	0.00	-0.06	1.75	1.50	5.25	3.00	4.73
2019年12月	1.55	0.00	-0.07	1.75	1.25	5.00	3.00	4.50
2020年1月	1.59	0.00	-0.04	1.75	1.25	5.00	2.75	4.50
2020年2月	1.58	0.00	-0.03	1.75	1.25	4.75	2.75	4.30
2020年3月	0.08	0.00	-0.07	0.25	0.75	4.50	2.50	4.07
2020年4月	0.05	0.00	-0.06	0.25	0.75	4.50	2.50	3.50
2020年5月	0.05	0.00	-0.07	0.25	0.50	4.50	2.00	3.25
2020年6月	0.08	0.00	-0.07	0.25	0.50	4.25	2.00	3.18
2020年7月	0.10	0.00	-0.02	0.25	0.50	4.00	1.75	2.75
2020年8月	0.09	0.00	-0.06	0.25	0.50	4.00	1.75	2.75
2020年9月	0.09	0.00	-0.06	0.25	0.50	4.00	1.75	2.75
2020年10月	0.09	0.00	-0.03	0.25	0.50	4.00	1.75	2.75

注：表中列示的各国政策利率指标分别为，美国（联邦基金利率，隔夜）、欧盟（主要再融资利率，7天）、日本（无担保隔夜拆借利率）、加拿大（隔夜目标利率）、韩国（7天回购利率）、印度尼西亚（7天逆回购利率）、马来西亚（隔夜政策利率）、菲律宾（隔夜借贷便利利率）。

资料来源：相关数据来源于CEIC数据库。

需要补充说明的是，美国、欧盟和日本的政策利率均已经降至零附近，这意味着它们的常规货币政策操作空间（直接降息空间）已经非常狭小，但是并不意味着其货币政策彻底没有操作空间，因为还可以借助于非常规货币政策工具进行逆周期调节。2008年国际金融危机之后，美国等经济体的政策实践已经表明，即便央行的政策利率

降至零附近，央行仍然可以借助量化宽松和前瞻性指引等非常规货币政策工具继续进行逆周期调节。经过十多年的政策实践，非常规货币政策的应用范围日趋广泛，并且已经取得了较好的调控效果。以前瞻性指引为例，坎贝尔等（Campbell et al.，2012）和斯文松（Svensson，2015）等研究发现，前瞻性指引一方面可以引导公众对未来短期利率的预期，从而引导长期利率的下行态势；另一方面可以使市场了解到货币政策稳定经济的决心，从而提振企业投资和居民消费的信心，两个方面因素使前瞻性指引在美国、新西兰和瑞典等国家取得了较为显著的经济复苏成效。“十四五”期间，央行同样可以考虑增加对非常规货币政策工具尤其是前瞻性指引的使用，这样既能够节省常规货币政策空间以备不时之需，又能够更好地引导公众预期从而改善货币政策的调控效果。

二、财政政策空间评价

在应对经济下行压力时，积极财政政策主要包括增加财政支出和减税降费两类政策，不管是哪一类政策，要想顺利实施，前提都是政府债务负担不能过高（Romer & Romer，2018，2019；陈彦斌等，2019）。如果债务负担过高，政府部门将难以继续增加财政支出或减税降费，积极财政政策也就难以持续。考虑到债务规模与经济体量息息相关，使用政府债务率（政府债务负担占 GDP 的比重）衡量政府债务负担较为合理。有鉴于此，本报告主要通过政府债务率的高低，评估财政政策空间的大小。

（一）“十三五”期间中国政府债务率不断升高，2020 年涨幅尤为明显，到“十三五”末期已经明显超过新兴经济体的平均水平

为了应对新冠肺炎疫情对经济的冲击，2020 年中央专门决定发行了 1 万亿元的抗疫特别国债，并且发行了 3.75 万亿元的地方政府专项债券，此外还要求进一步加大减税降费的力度，预计全年为市场主体新增减负超过 2.5 万亿元，由此导致政府债务规模大幅升高，即政府债务率的“分子”变大。不仅如此，2020 年上半年经济增速为负，下半年经济增长率与往年相比也明显偏低，由此导致政府债务率的“分母”相对变小。上述两个方面因素促使中国政府部门的债务率在 2020 年显著升高。

根据国家资产负债表研究中心（Center for National Balance Sheet，CNBS）的数据，2020 年第三季度末中央政府债务率达到了 19.1%，地方政府债务率达到了 25.6%，分别比 2019 年末提高了 2.3 个和 4.1 个百分点（见表 3）。将二者加总可知，2020 年前三季度中国政府部门的总债务率涨幅已经达到 6.4 个百分点，这一涨幅比过去 20 年间任何一年的涨幅都要大，此前最大涨幅为 2009 年的 5.8 个百分点。

表3 不同机构测算的中国政府部门债务率 单位: %

时间	CNBS			BIS	IMF		
	中央政府	地方政府	政府总债务率	政府总债务率	中央政府	地方政府	政府总债务率
2014年	14.9	23.9	38.8	40.2	14.8	37.5	52.3
2015年	15.5	21.4	36.9	41.7	15.2	41.4	56.6
2016年	16.0	20.5	36.5	44.4	16.1	45.9	62.0
2017年	16.1	19.8	35.9	46.3	16.5	50.8	67.3
2018年	16.2	20.0	36.2	48.7	17.2	55.5	72.7
2019年	16.8	21.5	38.3	52.9	19.0	61.1	80.1
2020年第一季度末	17.2	23.3	40.5	56.4			
2020年第二季度末	17.8	24.5	42.3	58.7			
2020年第三季度末	19.1	25.6	44.7				
2020年第四季度末					21.6	64.6	86.2

需要说明的是, CNBS 数据在一定程度上低估了政府部门的债务率, 如果将地方政府的隐性债务考虑在内, 中国政府部门债务率会进一步提高。根据国际清算银行 (BIS) 的测算, 2020 年第二季度末, 中国政府部门总债务率已经达到 58.7%, 比 CNBS 的数据高出 16.4 个百分点。IMF 的测算口径更加宽广, 根据 IMF 的测算, 中国政府部门总债务率在 2019 年末就已经达到 80.1%, 到 2020 年末则将达到 86.2%。

通过国际对比可知, 到“十三五”末期, 中国政府部门的债务率已经明显超过新兴经济体的平均水平。如图 5 所示, 参照 BIS 的统计口径, 2016~2017 年中国政府部

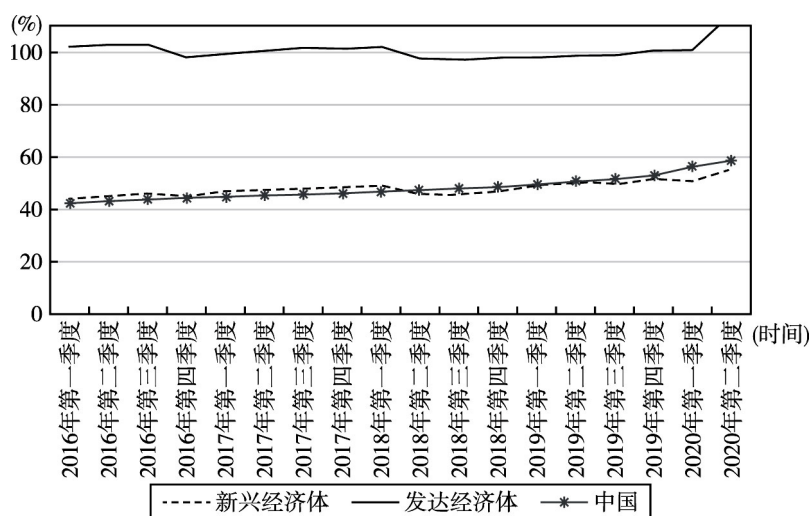


图5 中国政府部门债务率与新兴经济体和发达经济体平均水平的对比 (BIS 数据)

门的债务率尚且低于新兴经济体的平均水平，2018 年末和 2019 年末分别比新兴经济体的平均水平高出了 1.7 个、1.9 个百分点，而 2020 年第一季度末和第二季度末则比新兴经济体的平均水平高出了 6.5 个、3.2 个百分点。

（二）老龄化等因素还将促使中国政府债务率进一步升高

导致未来中国政府债务率不断升高的原因主要有三点。一是疫情冲击和国内外复杂经济形势导致经济下行压力继续存在，积极财政政策需要继续发力。二是中国经济已经从高速增长阶段转向高质量发展阶段，社会保障体系将不断完善，教育、医疗、住房等方面的民生财政支出不断增加。三是人口老龄化不断加剧，不仅会增加财政养老支出、减少财政收入，进而从“分子端”推高地方政府债务率，而且降低经济增速，进而从“分母端”推高地方政府债务率（陈小亮等，2020）。

根据 IMF（2019）的预测，中国政府部门债务率将从 2020 年的 86.2% 不断提高到 2024 年的 101.4%（见表 4）。需要说明的是，这一预测结果尚未将新冠疫情的冲击考虑在内，如果将疫情冲击考虑在内，中国政府部门的债务率还将进一步升高。

表 4 2020 ~ 2024 年中国政府部门债务率的走势（IMF 预测）

年份	中央政府		地方政府				中央政府 + 地方政府	
	债务 (万亿元)	债务率 (%)	显性债务 (万亿元)	债务率 (%)	隐性债务 (万亿元)	债务率 (%)	总债务 (万亿元)	债务率 (%)
2020	22.24	21.6	22.21	21.5	44.43	43.1	88.88	86.2
2021	26.55	23.8	24.11	21.6	51.01	45.7	101.67	91.1
2022	31.35	26.0	26.01	21.6	57.84	47.9	115.21	95.5
2023	36.43	27.9	27.91	21.4	65.11	50.0	129.45	99.3
2024	41.84	29.7	29.81	21.2	71.01	50.5	142.65	101.4

资料来源：IMF（2019）。

（三）中央政府债务占比偏低和外债占比偏低这两大特征的存在，使政府部门尤其是中央政府部门仍然具有一定的加杠杆空间

虽然中国政府部门的债务率在“十三五”末期已经超过新兴经济体的平均水平，并且可能在“十四五”末期达到发达经济体的平均水平，但是中国政府部门的债务结构与其他经济体存在明显差异，使中国政府部门债务风险相对偏低，并且仍然存在一定的加杠杆空间。

一是中国政府债务中的中央政府债务占比相对较低，未来中央政府仍然具有较大的财政政策空间。总体而言，发达经济体的政府债务主要是中央政府债务，绝大多数

发达经济体中央政府债务占比超过 90% (易千, 2013)。相比之下, 中国政府债务中的中央政府债务占比明显偏低。根据 CNBS 数据计算可知, 2014 ~ 2019 年中国政府债务中的中央政府债务占比平均为 42.9%, IMF 广义口径下则仅为 25.5%。

二是中国政府债务中的外债占比明显偏低, 未来可以适当增加外债以拓宽财政政策空间。通常而言, 一国政府对外债的把控能力要弱于对内债的把控能力, 因为外债受汇率波动的影响较大, 而且国外债权人通常会在债务国经济状况恶化的时候收缩借贷规模或者提前收回债务, 这对债务国而言无疑是雪上加霜 (谢世清, 2011; Romer & Romer, 2019)。爆发欧债危机的国家有一个共同特点, 即政府债务中外债占比较高, 希腊和葡萄牙政府债务中外债占比更是高达 75% 左右。^① 相比之下, 虽然日本政府债务远高于爆发欧债危机的国家, 但是并没有爆发严重的债务危机, 很大程度上是因为日本的政府债务以内债为主, 截至 2019 年末, 日本政府债务中的外债占比仅为 14.2% (见表 5)。而中国政府债务中的外债占比则比日本还要明显偏低。截至 2019 年末, 中国的政府债务中外债所占比重仅为 3.5%, 这有助于降低政府债务风险, 从而进一步增强中国政府债务的可持续性, 并且也为中国的财政政策预留了空间。需要强调的是, 与中国相比, 当前美国、日本和欧元区等主要经济体大多处于低利率甚至负利率状态, 这意味着中国发行外债的成本相对较低, 而且在中国经济发展长期向好的情况下, 国外对中国国债的需求预期较大, 由此进一步提高了中国适度增发外债的必要性与可行性 (刘哲希等, 2020), 从而拓宽中国政府部门的加杠杆空间。

表 5 世界主要经济体政府债务中的外债占比 单位: %

国别	外债占比	国别	外债占比	国别	外债占比	国别	外债占比
希腊	90.3	德国	52.6	匈牙利	39.6	俄罗斯	27.1
奥地利	79.3	挪威	52.1	智利	38.1	马来西亚	26.2
爱尔兰	72.1	阿根廷	51.4	英国	38.0	加拿大	25.4
芬兰	67.6	卢森堡	48.2	沙特阿拉伯	36.6	泰国	17.7
比利时	65.5	澳大利亚	46.9	意大利	35.1	瑞士	15.5
新西兰	59.3	荷兰	46.4	南非	33.8	日本	14.2
印度尼西亚	58.1	墨西哥	43.6	哥伦比亚	32.4	以色列	14.2
法国	57.8	土耳其	42.3	美国	31.9	巴西	11.1
葡萄牙	57.6	波兰	41.8	瑞典	30.9	印度	5.5
西班牙	55.4	捷克	39.7	丹麦	30.1	中国	3.5

注: 根据 BIS 数据计算得到, 为 2019 年末的数据。

^① 引自易千 (2013), 指的是各国爆发债务危机时期的债务数据。

三、结语

本报告分析结果表明,2020 年在应对新冠肺炎疫情冲击的过程中,中国的货币政策和财政政策双双发力,使货币空间和财政政策的空间都有所收窄。就货币政策而言,不管是存款准备金率,还是 7 天 OMO 逆回购利率等政策利率,都达到了“十三五”期间的相对低位。不过,与其他国家尤其是发达经济体相比,中国的货币政策仍然有一定的操作空间。大型金融机构的法定存款准备金率仍然处于 12.5% 的国际相对高位,针对大型金融机构的降准空间依旧充裕。此外,7 天 OMO 逆回购利率仍然处于 2.20% 的水平,与美日欧等经济体处于 0% 左右的政策利率相比仍然相对偏高。再加上 2019 年以来数十个经济体持续推进降息周期,使中国货币政策面临的外部环境显著改善,从而放大了降息的实际可操作空间。不仅如此,“十四五”期间,央行还可以考虑增加对非常规货币政策工具尤其是前瞻性指引的使用,这样既能够节省常规货币政策空间以备不时之需,又能够更好地引导公众预期从而改善货币政策的调控效果。就财政政策而言,2020 年以来中国的政府部门债务率大幅上升,而且老龄化等因素还将使政府债务率在“十四五”期间持续升高,因此财政政策的空间将会不断收窄。不过,中央政府债务占比偏低和外债占比偏低这两大特征的存在,使得政府部门尤其是中央政府部门仍然具有一定的加杠杆空间。

为了更好地应对经济下行压力,同时尽可能地预留宝贵的政策空间以备不时之需,“十四五”期间需要做好如下几个方面工作。第一,在严格监管地方政府债务尤其是隐性债务的同时,适当增加中央政府债务和外债规模,有助于拓宽财政政策空间。而充裕的政策空间则能够确保积极财政政策的可持续性,从而更好地应对经济下行压力。第二,建议货币政策适当加大力度,对于降准而言其主要方向是降低大型金融机构的存款准备金率,对于降息而言则要考虑适当加大单次降息的幅度^①。这不仅可以进一步引导信贷市场利率下行以降低融资成本,而且可以加强货币政策与财政政策之间的协调配合,降低财政政策的挤出效应,从而提高总体调控效果。第三,要更加注重疏通财政政策和货币政策的传导机制,尤其是扫清阻碍企业投资和居民消费的体制机制障碍,从而提高政策传导效率,这样才能够起到“事半功倍”的效果,为决策部门尽可能地预留政策空间。

^① 2020 年央行主要通过调整 7 天 OMO 逆回购利率、1 年期 MLF 利率等政策利率来实施货币政策操作,不过单次降息幅度通常仅为 10~20 个基点。相比之下,2000~2015 年央行先后 28 次调整一年期的贷款基准利率,平均每次调整的幅度为 30 个基点。此外,伊玛目(Imam, 2015)梳理发现,过去数十年间美国等发达经济体的央行在调整利率时通常每次以 25 个基点为标准。在应对 2020 年疫情的过程中,美联储单次降息幅度甚至达到了 100 个基点的历史之最。不管是与中国以往历史操作相比,还是与其他国家相比,当前中国单次降息的幅度相对偏小。

参考文献

- [1] 陈小亮, 马啸. “债务—通缩”风险与货币政策财政政策协调 [J]. 经济研究, 2016 (8).
- [2] 陈小亮, 谭涵予, 刘哲希. 老龄化对地方政府债务的影响研究 [J]. 财经研究, 2020 (6).
- [3] 陈彦斌, 陈小亮, 刘凯, 郭豫媚, 刘哲希. 宏观经济政策研究报告 2019 [M]. 北京: 科学出版社, 2019.
- [4] 刘哲希, 王兆瑞, 陈小亮, 徐奇舟. 政府债务中的外债占比越低越好吗? ——基于“稳增长”与“防风险”双重视角的实证研究 [R]. 2020.
- [5] 谢世清. 从欧债危机看“中国式主权债务危机” [J]. 亚太经济, 2011 (5).
- [6] 易千. 主要发达国家政府债务结构与债务危机 [J]. 对外经贸实务, 2013 (3).
- [7] Campbell, J. R., C. L. Evans, J. D. Fisher and A. Justiniano, “Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2012, 1 – 80.
- [8] Imam, P., “Shock from Graying: Is the Demographic Shift Weakening Monetary Policy Effectiveness”, *International Journal of Finance & Economics*, 2015, 20 (2), 138 – 154.
- [9] IMF, “2019 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; Staff Statement and Statement by the Executive Director for China. IMF Country Report No. 2019, 19/266.
- [10] Romer, C. D., and Romer, D. H., “Why Some Times are Different: Macroeconomic Policy and the Aftermath of Financial Crises”, *Economica*, 2018, 85, 1 – 40.
- [11] Romer, C. D., and Romer, D. H., “Fiscal Space and the Aftermath of Financial Crises: How It Matters and Why”, Working paper, 2019.
- [12] Svensson, L. E. O., “Forward Guidance”, *International Journal of Central Banking*, 2015, 11 (S1), 19 – 46.