

从李嘉图等价定理看欧洲 债务危机的成因与未来发展趋向

李 刚

(南京财经大学 经济学院, 江苏 南京 210023)

摘要: 本文在分析李嘉图等价定理的基础上,探讨了公共债务的本质,发现欧洲债务危机的主要成因是:公共选择中的未来人缺位和信息不对称下的道德风险。单一货币体系和福利制度并不是主要原因,希腊等国家退出欧元区将无助于危机的解决。

关键词: 李嘉图等价定理; 欧洲债务危机; 公共选择; 道德风险

中图分类号: F014.31 文献标识码: A 文章编号: 1672-6049(2015)04-0001-06

一、引言

2010年初,欧元区中的希腊、西班牙、葡萄牙和意大利等4个国家^①由于较高的公共债务和严重的财政赤字,加上现有主权债务^②的债权集中在法国和德国的金融机构手中,并对笨猪5国的偿债能力失去信心,使得他们在国际资本市场上的进一步融资变得十分困难。伴随着高失业率和经济增长乏力,国际三大评级机构纷纷下调他们的主权债务评级,公共债务最终演化成债务危机和经济危机,并有向欧元区其他国家蔓延的趋势。以希腊为例,2011年底公共债务与GDP之比为165%,真实GDP增长率为-7.1%^[1],经济衰退已成为不争的事实。欧洲债务危机已经持续了五年多的时间,成为影响全球经济未来走势最重要的不稳定性和不确定性因素。三年多来,欧洲债务危机正在朝着两个方向演进:一是

危机的范围不断扩大,首先是由希腊向南欧国家扩散,然后是向整个欧元区蔓延;二是危机的程度不断加强,已经由债务国融资的流动性风险演变成债务国难以偿付到期债务的违约风险,并且影响到了欧元的运行^[2]。

有关欧债危机的成因众说纷纭,难以统一。只有了解欧债危机的成因,才能看清欧洲未来的经济发展动向和欧元的命运。当公共债务问题不断演化成全球性问题时,对债务危机的正确认识,必然会影响对全球未来经济发展的预判。鉴于此,本文在分析李嘉图等价定理的基础上,从考察公共债务的本质入手,重新审视欧洲债务危机的形成机制,并探索其可能的发展趋向。

二、文献回顾和质疑

债务危机在历史上曾多次发生,其中拉美主权债务危机涉及面广,影响深远。1982年8月12日,

收稿日期: 2015-05-23

基金项目: 江苏高校“优势学科建设工程资助项目”(PAPD)成果。

作者简介: 李刚(1967—),男,安徽阜南人,南京财经大学经济学院教授,研究方向为社会经济统计。

①欧猪四国(PIGS)是某些国际债券分析者、学者和国际经济界媒体等对相对较弱的经济体的贬称。该名词最早由《新闻周刊》(Newsweek)的专栏作家Juliane Von Reppert-Bismarck于2008年7月7日发行的杂志上刊登的文章《为什么猪不能飞》(Why Pigs Can't Fly)使用。

②主权债务(Sovereign debt)是指一国以自己的主权为担保向国外(不管是向国际货币基金组织还是向世界银行或其它国家)借来的债务。公共债务(Public debt)是国家以信用为基础,向社会筹集资金所形成的债务。公共债务包括主权债务。

墨西哥因外汇储备下降到危险线以下,无法偿还到期的公共债务,不得不宣布无期限关闭汇兑市场,暂停偿付外债,由此引爆拉美国家的债务危机。Paolo Manasse 和 Nouriel Roubini(2009)认为债务危机多数是由于政府不能清偿、非流动性和宏观经济变化风险等原因^[3]。Adrian Blundell-Wignall 和 Patrick Slovik(2010)认为这次危机不仅仅是少数主权国家的危机,而且是欧元的失败。因为欧元区大多数国家除希腊、西班牙和葡萄牙等国外,财政状况并不比美国差,由于欧元在体制设计上存在缺陷,从而导致了债务危机的发生。加入欧元区后,成员国失去了货币发行权这一重要的宏观经济政策手段,唯一主动、可控的宏观政策手段就只有财政政策^[4]。Paul De Grauwe(2010)认为,债务危机国在经济管理中出现的错误和财政预算约束弱化是危机发生的重要原因之一^[5]。Argyrou 和 Tsoukalas(2011)认为,欧元区债务危机产生的一个重要原因是源于信用评级机构^[6]。丁原洪(2012)认为,欧债危机的根源在于世界大战以后欧洲国家普遍实行的“高工资、高福利”政策。这一政策在开始阶段有利于欧洲经济的复兴和社会的稳定。但是,随着时间的推移,这一政策削弱了欧洲国家的经济竞争力,影响了经济的发展,加重了各国的财政负担。加之人口老龄化日益突出,一些国家开始出现入不敷出,财政赤字攀升,只得靠举债度日^[7]。

综上所述,有两类观点最具有代表性:第一,欧元单一货币体系存在固有的缺陷;第二,欧元区国家的福利制度。这两类观点虽然在某种程度上对债务危机做出了解释,但我们依然对其内在发生机制的合理性产生怀疑。具体如下:

首先讨论欧元单一货币体系的影响。其内在逻辑是:欧元单一货币体系使得各国丧失了货币自主权,根据传统的汇率调节国际贸易机制,当国际贸易出现严重的逆差时,逆差国的本币将会贬值,在货币单方面贬值的情况下,商品和劳务的价格将会相对下降,竞争力将会提高,出口会增加,从而重新回到国际贸易的平衡点上。单一货币体系使得逆差国无法通过汇率的自动调节机制恢复国际贸易平衡,也无法通过增加货币的发行量来偿还到期

的债务,而当财政政策成为调节经济的唯一手段时,不断地增加新债务是政府无奈的选择。因此有人建议希腊等国应该退出欧元区,政府可以通过增发货币来偿还债务,货币的增加将导致本币的贬值,从而有利于出口。这样可以通过汇率的自动调节机制,实现国际贸易平衡,最终摆脱债务危机和经济危机。如果这种观点正确的话,希腊政府当前所采取的措施应该能够达到同样的效果。政府将目前国内员工的工资削减30%,于是劳动力成本下降,产品的竞争力同样能够上升,出口会增加。两者的不同之处在于,前者使用了“货币幻觉”,而后者不得不面对工资刚性和劳动合同的重新谈判。根据“理性人”假说,两者并无本质上的差异。因此,我们很难同意“单一货币”是导致欧债危机的根本原因,最多可以理解为希腊政府利用了“单一货币”制度将势态扩大。再看福利制度。福利制度的本质是将养老、医疗等项目的个人支付转化为政府支付,以体现人道主义和公平正义原则。就社会而言,这些支付本身是存在的,并不会因为支付主体的转移而凭空产生或消失。福利水平是受财政收入约束的,由此看来福利制度不是问题,问题是什么因素导致政府福利支出难以约束?

由此看来,不应将欧债危机的根源简单地归结为单一的货币体系和福利制度,其必然有更深层次的原因。下面我们将从公债的起源入手,根据李嘉图等价定理,认识公债的本质,进一步分析欧债危机的成因。

三、公债和李嘉图等价定理

(一) 公债的起源

公债(Public Debt)是由政府向个人、公司、社会事业单位及其他政府借款而产生的。公债的一种主要形式就是国债,现在意义上的国债是在佛罗伦萨和其他一些15世纪意大利城市共和国中首先出现的,随后在欧洲推广开来。在英国,1688年威廉奥兰治登基以后,朝着更有条理的公开借债制度方面发展^[8]。在美国,1790年亚历山大·汉密尔顿(Alexander Hamilton)提出了“旋转门计划”^①,联邦政府承担了国债并通过了有关筹集资金的条款,创

^①“旋转门计划”:美国独立战争之后,财政部所面临的是一文不值的货币和五花八门的独立战争债券和借条。首先财政部发行新货币,持有旧货币的人可以按票面价格进行一比一的兑换,这样旧的货币退出了市场,取而代之的是信誉良好的新货币。之后,政府开始发行新债券,而新债券只能用新币来购买,这样新币又回流到财政部,最终财政部用这笔钱来回购在战争期间的所有债券和借条。至此,旧账全部还清,政府用新债代替旧债,留住了国家信用。

建了美国最初的债券市场和现代金融体系。从历史上看,之所以增举国债,最一般的理由是战争造成的财政危机的突然出现。然而,这并不是唯一的原因。增加债务可用作以和平手段扩张国土的一种方式,如美国购买路易斯安那的例子。如果政府用于项目的投资对以后的几代人产生效益,这几代人对有关的投资成本予以偿还是理所当然的。20世纪30年代经济衰退以及凯恩斯(Keynes)思想影响出现以后,又增加了扩大国债的其他理由。通过举债获得的政府开支被认为可以创造就业,刺激私人经济的发展。一般认为,外债增加一个国家的负担,内债则可能要使财富在国内重新分配,对国家整体而言并不一定是额外负担^[9]。

(二) 政府举债的动因

考察世界各国的举债境况,可知政府举债通常有三种原因:第一,为战争筹款;第二,基础设施建设;第三,弥补财政赤字。无论哪一种情况,其偿还都是需要未来人来承担的。问题是未来人是否愿意承担这些债务呢?或者说,承担这些债务对未来人而言是否公平呢? Robert W. Kolb (2011) 认为前两种情况,由于未来人从中受益,他们承担相应的税负是合理的^[10]。为战争而发行的公债,其目的是赢得战争,后人将会因为可能赢得战争而受益,同理,基础设施建设是耐用品,当代人的建设同样惠及未来人,这样的税负转嫁给未来人被认为是一种当然。而财政赤字是政府为了满足当代人的需求(社会福利等),过多地增加财政支出导致的,未来人并未直接从中受益,转嫁税负显然是有失公允。当前的欧债危机发生在和平年代,因此第一种情况并不存在,而后两种情况是需要区别对待的。

(三) 李嘉图等价定理

大卫·李嘉图在《政治经济学及赋税原理》一书的第17章(农产品以外的其它商业税)指出:“为政府支出筹措资金而采取何种专门措施的方法问题是无关紧要的。更确切地讲,选用征收一次性总付的税收,还是发行政府公债,来为政府支出筹措资金,均既不会影响居民的消费,也不会影响资本的生成^[11]。”这一思想被称为“李嘉图等价

定理”(Ricardian Equivalence Theorem)^①。其逻辑推理很简明,可以通过政府减少人均100美元的现行税收来加以说明。相应的政府税收的减少,能由公开市场上出售人均100美元的政府债券相抵消。为了简便起见,假定债券的期限为一年,每年的利率为5%。减税后的第二年,由政府赎回债券。为了支付债券的本金和利息,必须在第二年使人均的税额增至105美元。现在再来考察居民对他们纳税义务这种时际调整的反应。由于当前税收的减少,居民当前的可支配收入增加100美元,但是他们预期在第二年将增加105美元的税收用以偿还债务,于是居民就会用新增加的100美元收入去购买债券,并在第二年得到105美元以支付新增加的税收。因而居民的消费行为,不会因为政府在筹措一笔用于其支出的给定数额的款项时对于征税和举债的取舍而改变。然而,假设当年削减的税收由发行N年的债券来筹资补偿的话,同样的结论仍能成立。

如果有一些或所有当前活着的消费者在赎回公债之前去世了,是否还能得到同一个结论?假如消费者是完全利己的人,那么,因其死亡而来的对未来税收的逃脱,会使李嘉图等价定理失效。然而,罗伯特·巴罗(Robert Barro)提出了一个独创性的论点,表明李嘉图等价定理仍然能够成立,即使消费者在政府为了弥补当前税收削减而增加税收之前就已经去世。巴罗假设消费者有一种特殊的被称之为“利他主义”的遗产动机。一位利他主义的消费者既从他自己的消费中,也从他的子女们的消费中得到效用,李嘉图等价定理仍然能够成立^[12]。如果这种等效原理正确,也就必然会产生重要的宏观经济效果。如果除了实际支付时间不同之外,人们在各方面都把政府债务和纳税等量齐观,他们将按不同的时间调整他们的总资产组合。当债务一发出,人们就知道偿还的时间在将来而不是现在,人们就将增加其储蓄以备未来偿还债务时所用。

(四) 公债的本质

上述分析表明“李嘉图等价定理”阐述的基本思想是:无论是政府还是居民,公债与税收都

^①“李嘉图等价定理”这一术语首先出现在詹姆斯·布坎南(James Buchanan, 1976)发表的对巴罗文章的评论中。布坎南的评论文章首先指出,巴罗并不相信李嘉图关于举债与征税可以等价的观点,确实,这篇评论的标题为《巴罗的(论李嘉图等价定理)》。在此之前,布坎南称这一结论为“等价假说”(1985)。

是无差异的。当然我们必须承认“李嘉图等价定理”是一个颇具争议性的问题,试图将公债与税收完全等价必然面临一些窘境,但是这并不妨碍说明公债是税收的一种形式。因为在市场经济国家,政府本身并不直接从事生产活动,政府任何形式的收入都可以被认为是税收或税收的变种。这样我们就很容易知道,政府偿还债务的收入来源于未来的税收,也就是说公债是未来税收的提前支付。

让我们综合考察一下政府的收入来源,进一步了解它们的共性和差异。为了给开支计划筹措资金,政府必须首先获得收入。对于货币体系独立的政府来说,可以采取的方法有三种:征税、公债和发行货币。第一种是税收,第二种公债被认为是税收的另一种形式,那么发行货币将会是怎样的呢?发行货币之所以可以成为政府收入的来源,是因为在信用货币制度下,由于没有黄金作为担保,发行货币的组织或政府可以不需任何补偿地用纸货币向自己的居民换取实际经济资源,从中攫取发行货币所产生的特定收益。这部分由货币发行主体垄断性地享受“通用货币面价值超出生产成本”的收益,就被定义为“铸币税”。这样可以清楚地知道,虽然政府的收入来源有三种形式,但它们的本质都是税或税的变种。

(五) 公债不是免费的午餐

政府偿还债务的资金来源于政府的收入,即税收、增发货币和新发债券。其中,以“新债还旧债”被汉密尔顿认为是无需偿还本金,可永远使用的一笔外来财富。果真如此吗?要知道“世上没有免费的午餐”。假如政府在债务形成的第一年发行了\$100的公债,债息率为5%,每年的债息为\$5,政府使用“新债还旧债”的方式,每年仅支付债息,一直持续下去,永远不偿还本金。根据货币的现值计算公式,可知:

$$PV = \frac{5}{(1+5\%)} + \frac{5}{(1+5\%)^2} + \frac{5}{(1+5\%)^3} + \dots + \frac{5}{(1+5\%)^n} = 100(n \rightarrow \infty)$$

①“李嘉图等价原理”的重大不足之处在于债务自身的逻辑推理,这可以从私人的行为来加以说明。一个人为什么要借款呢?他这样做是为了在时间上重新安排开支,若借款和经常性支付是等效的话,那么这样做就没有必要了。在惯例上,借款自身的目的在于从时间上调整开支的先后安排。政府亦如其所代表的公民,其借款也出于类似的原因。假如公债和征税的作用是等价的话,公债就没有存在的理由了。

在不偿还本金的情况下,未来债息净现值的累积和恰好等于\$100。汉密尔顿的观点并不正确,公债不可能是“免费的午餐”。如果政府通过发行公债可以从中受益,那一定有人因此而蒙受损失。

四、欧债危机的成因分析

“李嘉图等价定理”告诉我们公债是未来税收的提前支付,那么欧元区国家的债务为什么最终会演化成债务危机呢?如果公债和税收是等价的话,通常税收并不会直接导致经济危机的。我们知道公债将税收在时间上进行了重新分配,也就是说从投资人的角度来看,当期公债的价值是以一个国家未来税收为担保的,在未来的某一时刻,当到期的公债需要进行集中兑付时,到那时税收不能满足兑付的要求,危机就产生了。

(一) 债券市场的基本架构

政府发行债券筹集资金是通过债券市场来实现的。在债券市场上有债券的供给者和需求者,也有资金的供给者和需求者。债券市场上,通过交易,资金能够在空间和时间上被进行重新配置。图1显示的是发行债券时期的资金流向。政府发行债券,成为债券市场上的债券供给者。但发行规模通常不是由市场决定的,而是由政治制度下的公共选择决定的。金融机构购买债券是债券的需求者。民众购买金融机构的基金,与金融机构之间形成委托代理关系。政府发行债券获得的资金用于民众的社会福利。图2显示的是偿还债务时期的资金流向。政府向民众征税以偿还债务,金融机构获得收益,并通过基金收益的方式分配给民众和投资者。同样,债券购买的规模也不完全由市场所决定,而取决于对债券投资未来收益和风险的预期,这种预期在委托代理关系下信息是不对称的。

(二) 公共选择中的未来人缺位

为什么政府偏爱增发债券呢?根据公共选择理论(Public choice theory),选民、政治人物以及政府官员们都是出于私利而采取行动的人。人类社会由两个市场组成:一个是经济市场,另

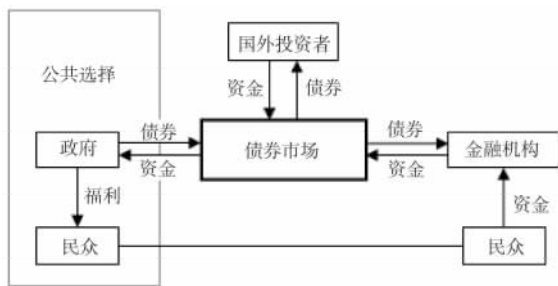


图1 发行债券时期的资金流向

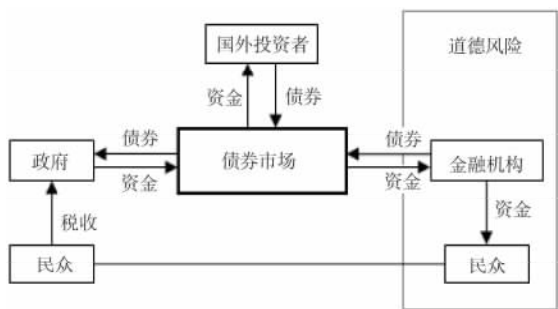


图2 偿还债券时期的资金流向

一个是政治市场。在经济市场上活动的主体是消费者和厂商,政治市场上活动的主体是选民、利益集团和政治家。在经济市场上,人们通过货币选票来选择能够带来最大满足的私人物品;在政治市场上,人们通过政治选票来选择给其带来最大利益的政治家、政策法案和法律制度。公共选择理论告诉我们,只有代表利益的各方都能够自由表达自己的意愿时,最终的决策才能实现均衡状态。就发行公债而言,需要承担额外税赋的未来人,无法在现行民主政治体制下,直接表达他们的意愿,也没有相应的代理人间接表达他们的意愿。这使得政治决策的结果往往是短期的,而不是长期的。尤其当短期利益和长期利益发生冲突时,在缺乏未来人的公共选择中,短期利益总是被优先考虑,使得很多经济问题总是被拖延,而不是被解决。

19世纪80年代,德国经济学家瓦格纳在对许多国家公共支出的分析基础上,发现当国民收入增长时,财政收入会以更大的比例增长。随着人均收入水平的提高,政府支出占GDP的比重将会提高,这一现象被称为瓦格纳法则(Wagner's law)。虽然对瓦格纳法则可以有多种解释,无疑公共选择中的未来人缺位是重要原因之一,使得政府可以通过发行公债,将未来人的

税收提前支付,以满足当代人的需求。

(三) 信息不对称下的道德风险

公共选择中的未来人缺位仅仅说明了政府增发公债的意愿。紧接着的问题是,当政府发行过高的公债时,政府的偿债能力存在巨大的风险,人们会对政府的偿债能力产生怀疑。以希腊为例,2000年,债务占GDP的比重已达到104%,2009年为129%。也就是说,希腊的公共债务是逐步积累的,在许多年前其风险已经被市场所认识,那为什么政府依然能够在市场上增发债券呢?这里不得不提到另一个关键的问题,那就是“道德风险”(Moral Hazard)。道德风险是指在“委托——代理”关系中,代理人利用拥有的信息优势采取委托人无法观测和监督的隐蔽性行动,从而导致委托人损失和代理人获益。在债券市场上,金融机构是代理人,广大民众和投资者是委托人。当债券市场风险增大时,金融机构对债券市场风险掌握更多的信息,他们为了得到更多的激励收入和管理费,会故意隐藏相关重要信息,做出对民众和投资者不利的决策。在希腊政府完全丧失偿债能力时,金融机构依然铤而走险,给民众和投资者编制美丽的谎言。显然对金融机构的监管漏洞,是欧债危机的重要原因之一。信息不对称引起的道德风险在公共选择中也同样存在。政府对增发债券的风险所掌握的信息比民众多,为了取悦民众,他们会故意淡化增发公债的风险,同时也带有侥幸心理,认为危机不会在本届政府任期内发生。

无论是公共选择中的未来人缺位,还是债券市场信息不对称下的道德风险,最终都表现为市场失灵。在债券市场上,由于外界因素的干扰,价格机制没有充分发挥作用,供求关系失衡,最终导致欧债危机的爆发。

五、欧债危机的未来发展趋向

公共债务是未来税收的提前支付,在公共选择中的未来人缺位和信息不对称下的道德风险的双重作用下,最终演化为欧债危机。因此我们认为,欧债危机的如下处理方案是可以接受的。第一,欧元单一货币体系不是危机的原因,希腊、西班牙、葡萄牙和意大利等4国退出欧元区,将无助于问题的解决;第二,由欧盟成立专门组织监督各成员国的财政支出,有利于成员国实现财政的收支平衡,这种外部监督起到未来人的代言

人作用;第三,由于金融机构存在管理漏洞,因此“债券置换计划”^①是可以接受的;第四,加强金融机构的监管,尽量避免道德风险。

参考文献:

- [1] European Commission. EU Interim Economic Forecast—February 2012 [R]. Research paper. 23 February 2012: 19-21.
- [2] 胡朝晖,李石凯. 欧洲主权债务危机的内生性与外生性研究[J]. 亚太经济, 2012(4): 3-9.
- [3] Paolo Manasse, Nouriel Roubini, Axel Schimmelpfennig. Predicting Sovereign Debt Crisis [M]. Press: New York 2010: 153-156.
- [4] Adrian Blundell-Wignall, Patrick Slovik. A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis [J]. OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2010(2): 14-17.
- [5] Paul De Grauwe. Crisis in the Eurozone and How to Deal With It [R]. CEPS Policy Brief No. 204 2010: 36-38.
- [6] Argentino Pessoa. The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Some Implications of Its Systemic Dimension [M]. Press: Universidade do Porto 2011: 95-99.
- [7] 丁原洪. 欧洲债务危机的根源及前景 [J]. 和平与发展, 2012(1): 42-45.
- [8] 富田俊基. 国债的历史——凝结在利率中的过去与未来 [M]. 南京: 南京大学出版社 2011: 14-15.
- [9] Zee H H. The Sustainability and Optimality of Government Debt [R]. Staff Papers International Monetary Fund, 1988, 35(4): 658-685.
- [10] Robert W, Kolb. Sovereign Debt From Safety to Default [M]. Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2011: 225-231.
- [11] 约翰·伊特韦尔, 默里·米尔盖特, 彼得·纽曼. 新帕尔格雷夫经济学大辞典 [M]. 北京: 经济科学出版社, 1996: 187-191.
- [12] Barro R J. Are Government Bonds Net Wealth? [J]. Journal of Political Economy, 1974, 82(6): 109-117.

(责任编辑: 黄明晴)

The Future Trend and the Reasons of European of Debt Crisis From Ricardian Equivalence Theorem

Li Gang

(School of Economics, Nanjing University of Finance and Economic, Nanjing 210023, China)

Abstract: From the analysis of the Ricardian Equivalence Theorem, we discuss the nature of public debt, and find that future people absent in public choice and the moral risk due to asymmetric information are two important reasons of European debt crisis. A single currency system and welfare system are not the main reasons, so it would not solve the crisis if Greece and other countries get out of the euro area.

Key words: ricardian equivalence theorem; european debt crisis; public choice; moral hazard

^①2012年2月,希腊财长对希腊债券合同进行大规模更改,并实施所谓的集体行动条款(CAC)。按照这一条款,如果获得大多数债权人的批准,新债券条款将适用于所有债权人。根据置换方案,每100欧元的旧债券将置换成面值31.5欧元的新债券以及由欧洲金融稳定基金(European Financial Stability Facility,简称EFSF)发行的面值15欧元的短期票据。2012年3月9日,希腊财长宣布债券置换计划成功,即1770亿欧元债券将换取相当于原始投资15%的现金,以及相当于旧债券价值31.5%的希腊政府新发行债券。这意味着投资者直接损失大约为1000亿欧元。