

# 美国国债及地方债危机分析

肖 炼 研究员

## 一、美国国债分析

2011年8月2日,美国参议院以74票赞成、26票反对通过了提高14.29万亿美元债务上限和未來十年削減2.1万~2.4万亿美元預算赤字的议案。

与美国历史上的两次“疑似国债上限违约”类似,民主党与共和党在长达数周的“驴象”政治斗争后,最终有惊无险达成妥协。对民主党来说,达成妥协可以确保到明年总统换届选举时不用再为提高债务上限发愁,其付出的代价是在削減医疗等社会福利支出方面所作的让步。对共和党而言,其所提出的削減赤字大于提高债务上限的主张以及不增税等要求均得到了满足,可谓一次大胜利。

美国债务上限是由美国国会所设定的政府合法举债的最高限额。早在1917年,国会就设定了首个债务上限,最初设定为115亿美元。自1960年以来,美国国会已经78次提高债务上限,平均每8个月提高一次,其中49次是在共和党总统任期内,30次是在民主党总统任期内。自奥巴马任总统以来三次提高债务上限,8月2日前将债务上限提高到14.29亿美元。

在现有的14.29万亿美元的债

务中,1/3是从美国国内养老基金和投资者借的钱(4.1万亿美元);1/3是从外国机构投资者(主要是外国央行)借的钱(4.5万亿美元),其中,中国持有数额最多(1.2万亿美元,占外国持有总额的27%,占国债总额的8%);1/3是美国政府向社保基金和医保基金体系借的钱以及美联储两次量化宽松货币政策(QE1、QE2)而形成的债务(5.7万亿美元)。

如果不能按期偿还以上三部分债权人本金及利息,美国养老基金将会破产;社保基金和医保基金体系将会崩溃;美国政府的国际信誉将扫地,美元的世界储备货币地位将发生动摇;美国将会因此失去世界超级经济大国的地位。无论是民主党还是共和党都心知肚明。驴象之争实际上是一场政治把戏,最终还是回归妥协,只不过把美国民众和世界投资忽悠一下。

与前两次“疑似国债上限违约”不同,在第一次“疑似违约”中,美国被迫以纸币取代黄金支付债券;第二次“疑似违约”则是由于政府工作疏漏,导致一小部分债券利息支付发生延误,造成短期“技术性”违约,而提高债务上限方案是以“发新债还旧债”的方式来化解“疑似违约”。

国际货币基金组织总裁拉加德

在7月28日曾表示,如果美国未能上调举债上限,可能导致美元贬值,也可能令以美元为储备货币的国家产生“疑虑”。美国已经通过了上调举债上限方案,那么,美国是否可以避免信用评级将面临下调风险?美元是否可以避免贬值,并且打消以美元为储备货币的国家的“疑虑”?

美国提高债务上限方案后,标准普尔将美国长期国债评级从AAA下调至AA+,这是美国国债历史上第一次遭下调,当即引起全球股市,包括美国、欧洲、中国等世界主要股市暴跌,最大的跌幅到达5%。

穆迪评估公司指出,在出现以下四种情况时,美国信用评级仍将面临下调风险:①未来美国财政纪律失控;②2013年没有进一步实施财政整顿措施;③经济前景严重恶化;④美国政府融资成本高于目前预期水平。

理论上讲,美国政府不能直接发行美元,政府融资是通过发债来实现的。美国有多少债,美联储就会相应印多少美元(外债除外)。根据提高债务上限协议,美国政府将分三步提高债务上限2.1万亿美元,同时削減2.1万亿~2.4万亿美元赤字。如果美国能够真正履行业以达成的协议,目前美国14.29万亿美元的债务既没有增加多少,

也没有减少多少。欠债是要还的,提高美国债务上限的妥协方案,只是暂时缓解了还债的困难,并没有彻底解决美国的债务问题。

事实上,美国的债务问题比人们想象的更加严重。根据国际货币基金组织 2011 年 7 月 24 日的最新报告,2011 年,美国联邦公共债务总额占国内生产总值的比例将达 99%,预计明年将达到 103% (大大超过 60% 的国际警戒线)。相当于平均每个美国人负债约 4.6 万美元 (美国人均收入为 4 万美元)。美国政府每花一美元,其中 40 ~ 42 美分是借债。

从立法上讲,妥协方案就是法律上允许美联储加快印钞机的步伐,购买美国国债及政府债券,继续保持已有的“量化宽松”或推出新的“量化宽松”货币政策。大家知道,美联储的短期基准利率在 0 ~ 0.25 之间,利率下调几乎没有空间。提高美国债务上限后,美联储每购买 5000 亿美元的债券,相当于削减短期利率个百分点,如果购买 2.1 万亿债券,则相当于削减短期利率 2.1 个百分点。美联储购买财政部长期国债将抑制长期利率上升的压力,通过低利率增加商业和家庭消费以刺激经济增长。概括地讲,提高美国债务上限对美国的好处在于:①压低资本价格,降低借款成本;②确保企业低成本投资;③通过美元贬值降低美国还债成本④降低美国出口产品价格,扩大出口;⑤提升股价,刺激家庭消费支出;⑥使美国跨国公司分享新兴市场国家发展的成果。

长期来看,如果不能提高美国

的生产效率,从根本上削减美国预算赤字,美国的债务风险就不能根除。第四次或第五次债务上限的“政治闹剧”还会重演,并且以牺牲其他国家的利益为代价。

## 二、美国地方债危机分析

美国国债上限危机刚刚以暂时达成妥协方式谢幕,美国州、地方债违约风险又登上舞台。美国州、地方政府债总额为 2.8 万亿美元 (约占当年美国 GDP 的 19%),为应对地方债困境,奥巴马曾签署 260 亿美元的州及地方政府援助法案。在联邦政府的预算开支紧缩的背景下,执行州及地方政府援助法将遇到资金困难,许多州及地方政府面临破产的风险。

由于金融危机引发美国经济衰退,企业不景气,失业率上升,而州、地方政府财政收入主要来自本州企业和居民的税收,企业盈利及居民收入的大幅度减少自然导致州、地方政府财政税收锐减,入不敷出,负债累累。2009—2010 年期间,美国 46 个州出现总计 1300 亿美元的预算缺口。2016 年前还将增加数千亿美元的新债,这将严重威胁美国地方经济发展,使复苏疲软的美国经济雪上加霜,甚至出现“第二次探底”的可能。

美国州、地方政府财政相对独立于联邦政府,如果联邦政府出现债务,可行使美联储的货币发行权 (印钞票) 来应对危机,因此,联邦政府债务是“软债”;而州、地方政府出现“地方债”却因没有货币发行权而成为“硬债”。当然,联邦政府对州、地方政府也不

是完全不管,美国联邦政府在财政上对州、地方政府的帮助主要体现在教育和医疗保障两个方面。

联邦政府人力资源健康服务机构 (HHS, Health Human Service, 相当于卫生部) 主管三大块:一是社会保障 (“社保”);二是医疗保障 (Medicare);三是医疗补助 (Medicaid) (医疗保障和医疗补助也统称“医保”)。“社保”由国家、企业、个人三部分共同承担,只能确保职工退休后的基本生活。“医保”由联邦政府和州、地方政府分别承担。在州、地方政府财政中,医疗保障经费由联邦政府和州、地方政府共同承担:联邦占 50% ~ 60%;州、地方政府占 40% ~ 50% (因各州经济发展水平不同而承担的比例不同)。医疗补助费用则全部由州、地方政府自己承担 (主要是针对穷人和弱势群体)。

例如,佛罗里达州人口 1800 万,其中 300 万人享受医疗补助,占整个州预算的 20% 左右。本次金融危机中,州政府税收减少 10% 以上。按理,医疗护理补助预算投资就应削减 10% 以上。这样,许多医院就可能破产。州政府面临两难选择:一是削减预算拨款,要么大批医院倒闭,大批医生、护士失业,要么降低医疗服务的质量和数量;二是增加税收,这又会制约企业的发展,导致大批工人失业。

总之,美国州、地方政府的医疗保障和医疗补助吃空了地方财政,这一代吃光了下一代福利。

在联邦、州、地方预算中,军工 (联邦预算)、“社保”、医疗保

障、医疗补助这四大块是不能砍掉的,其总额占了美国整个联邦预算和州、地方预算的80%以上。其余能够动用的钱就十分有限了。谁能控制在以上四个部分的发言权,很大程度上决定了谁在总统选举中获胜。

“医保”造成美国巨大的浪费,无论联邦政府还是州、地方政府都承担不起这笔巨大开支,也是造成地方债的重要原因之一。为削减债务,美国成立了运作“医保”的商业公司(HMO, Healthcare & Medicare Organization)。该公司的目标是盈利,不是帮助政府发挥“医保”的公共服务功能,变政府公共服务功能为市场盈利功能,结果导致“医保”服务质量下降。由于地方债务缠身,美国目前前还不想改变这一运作方式。

这是因为,美国有强大的利益集团反对削减医疗保障和医疗补助预算。一是老年人退休集团,他们绝不会放弃已经得到的利益,尽管他们人口占不到美国总人口的10%,但组织良好,选举中投票率极高,在某种程度上直接影响两党选举的成败。二是从医疗保障和医疗补助中获得巨大利益的医药工业及保险利益集团。三是扶贫利益集团,他们打着替穷人说话的旗号从医疗保障和医疗照顾中分得一份蛋糕,并获取政治发言权。

### 三、美国债务危机对全球经济的影响

总之,根据美国国会预算办公室统计,美国的年均财政赤字

将在2020年前达到年均1万亿美元,10年后,国债总额将超过20万亿美元,加上州政府债、地方债和个人债总计高达50万亿美元。美国“借债成瘾”、继续寅吃卯粮、举债度日的发展方式对美国自己乃至世界都造成极其负面的影响。

#### 1. 美国债务危机制约美国经济复苏

如果美国债务还本付息的增速高于GDP的增速,那么债务占GDP的比重将逐步缩小,债务危机的风险将逐步化解,否则,情况不堪设想。2008—2010年美国国债占GDP的比重分别为70%、84%、92%;本次提高国债上限直接从14.29万亿美元提高到16.39万亿美元,提高了14.7%,而2011年一季度美国经济增长只有0.4%,二季度GDP增速为1.0%,远低于2010年四季度3.1%的增速。2011年一季度,美国全国房价指数同比跌幅达5.1%,房价已经回落到2002年中水平。美国官方统计的失业率将保持在9.1%以上,非官方统计实际失业率在16%以上。巨额的债务使美国经济复苏道路漫长,充满不确定性,不排除出现第二次探底的可能

#### 2. 州、地方政府面临严重的财政预算赤字,面临“关门”和“破产”

在联邦政府的预算开支紧缩的背景下,执行州及地方政府援助法将遇到资金困难。另一方面,州、地方政府财政严重萎缩,进一步增加了地方债风险。例如,如果美国阿拉巴马州杰斐逊郡债

务谈判失败,那将成为美国历史上最大的地方债违约案。该郡因无力支付32亿美元的债务(包括摩根银行的投资),宣布破产可能是保护自己的最好选择。

2009—2010年期间,美国46个州出现总计1300亿美元的预算缺口。2012年,加利福尼亚州地方预算的27%(23亿美元)将没有来源,新泽西州的预算缺口则高达36%。穆迪警告,美国有5个州(马里兰州、新墨西哥州、南加利福尼亚州、田纳西州、弗吉尼亚州)将失去AAA评级的危险。如果美国不能妥善处理州、地方政府债务问题,那么,不仅不能偿还现有的旧债,2016年前还将增加几千亿美元的新债,这将严重地威胁美国经济的发展,使复苏疲软的美国经济雪上加霜。

美国地方债券的持有者主要是财产和灾害保险公司,它们目前持有地方债总额为3550亿美元(6月持有3497亿美元),占其资产的六成。保险公司是地方债券市场的主要机构投资者。由于在金融危机中地方债券市场冻结,保险公司持有的地方债从2008年的3819亿美元减少到2009年的3757亿美元。正常情况下,保险公司在地方债市场的投资的年收益在100亿美元左右。在美国经济下滑的情况下,保险公司持有地方债的损失可能在30亿~40亿美元之间。穆迪警告,尽管与去年同期地方债相比有所降低,但其风险度仍保持高位。美国1/5的州政府都存在债券风险,其中风险最大的是加利福尼亚州

和伊利诺斯州。总体看,2011年降级的地方债要多于升级的地方债。

### 3. “次贷”危机通过居民债务风险转化为银行危机

美国抵押贷款银行家协会(Mortgage Bankers Association)的数据显示,至少有550万笔房贷出现拖欠或丧失赎回权。根据CoreLogic Inc数据,有1090万个家庭的房产价值抵不上所欠贷款。相当于美国每五个房主当中,就有一个以上的房产净值为负,他们几乎都无法再融资。

房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)两家房贷巨头出现了巨额亏损。两家公司及其监管机构很难完全保护作为两公司股东投资者的收益。几乎找不到加快房地产市场的复苏的措施:如果允许房主宣告破产,那么对没有过度借债的人来说是不公平的;如果允许房贷违约,将使银行修改房贷条款,从而打击那些脆弱的银行。

### 4. 奥巴马的“全面削减赤字计划”遭到美国国防部和国务院联合反对

根据该计划,国防开支将进一步削减5000亿~6000亿美元(原计划要求削减到3500亿美元)。国防部长帕内塔(Leon Panetta)8月16日在美国防大学称:“如果美军费再减5000亿美元,美军将失去对军队和家庭的信念。这种削减军费的方法是廉价出卖国家安全,将给国家安全、军队、保卫国家的能力造成真正损害。”国务卿希拉里(Hillary Clinton)称政府预算削减将“破坏美国国务院在国际范

围内的外交效率”,将“影响到国务院为美国利益而采取的外交政策”。

### 5. 奥巴马“全面的削减赤字计划”可能使“社保”、“医保”改革失败

美国金融危机使联邦政府和州、地方政府的财政税收减少,给州、地方经济发展带来很大的困难。近两年来,在如何削减预算规模上,美国民主党与共和党两党存在很大分歧。美国州、地方债既是一个经济问题,又是一个政治问题。目前,奥巴马面临“社保”、“医保”“违宪”的起诉,如果“败诉”不能解决美国地方债而导致“社保”、“医保”改革失败,他将可能失去明年的总统连任选举。

### 6. 美联储量化宽松货币政策将导致全球通货膨胀

“量化宽松”货币政策的直接后果是美元贬值,谁持有美元,谁持有以美元为标的的资产价格就会缩水;美元贬值必然使全球大宗商品价格上涨(黄金从200美元/盎司上涨到1900美元/盎司以上),对发展中国家(尤其是大宗商品进口国)带来输入型通货膨胀压力;美元贬值速度超过美国国债收益率时,美国国债持有人将蒙受巨大损失;美元贬值造成新兴市场国家本币升值,对这些国家的出口造成巨大压力;美元贬值同时逼迫欧元被动升值,增加了欧洲主权债务危机的还债成本,使欧洲经济复苏雪上加霜。

在美元与黄金挂钩的“金本位”制下,无论美国是否上调举债上限,美元都不会发生贬值。

但是,在美元与黄金挂脱钩的现行国际货币体系下,只要美元的发行量超过了现实经济活动的需要(货币流动速度 $\times$ 商品交易量)。超发的货币供应量必将导致单位美元缩水,即美元贬值。令笔者担忧的是,美联储前主席格林斯潘最近说,美国不存在债务危机问题,只要美联储印钞票,什么债务都可以还清。

美联储手中握有制衡量化宽松货币政策的三项措施:一是拍卖银行保证金;二是通过与发放住房抵押贷款债券相关的财政部、金融机构之间签订的反向回购协议;三是直接出售债券。如果这三项措施不能奏效,不能收回因量化宽松政策而超额投放的资金,那将造成可怕的后果——导致全球经济结构出现新失衡,一方面是美国通货紧缩,另一方面是全球恶性通货膨胀。

### 7. 美债危机传导到欧债危机

在全球经济一体化背景下,美、欧(欧元区国家)、英、日经济体总债务达到84万亿美元(不包括美国金融部门14万亿美元的债务),是其GDP的2.4倍。然而,这四个经济体根本无力用自己的储蓄支撑其举债和减债,美、欧、英、日分别需要30、14、66、17年还债(用新增储蓄)才能把其债务总额占GDP的比重降到100%。

### 8. 美债危机演化为全球政治危机

“次贷”危机通过居民债务风险转化为银行危机;银行风险通过主权债风险转化为政治风险;政治风险又反过来加剧主权债风

险、银行风险、居民债务风险。化解上述三种风险将取决于：一是银行能否消化居民因房贷违约造成的损失及政府能否消化为银行注资或发债投资所带来的损失；二是央行直接购买国债和金融机构债券的钱能否收回来；三是量化宽松政策、低利率政策持续的时间；四是美联储何时推出“退出政策”。如果不能妥善解决以上四个问题，全球金融危机乃至全球政治危机就难以化解。

#### 四、对策

制约美国随心所欲举债的重要途径，是要改革现行的国际货币体系，制衡美元不合理的国际霸主地位。改变美元占国际储备货币近70%的不合理结构，用特别提款权（SDR）或全球公认的新货币或黄金取代美元独霸国际储备货币、计价货币、交易货币地位，才能杜绝美国通过提高债务上限及泛滥美元纸币给全球经济带来的危害。尽管国际货币体系改革非常复杂、非常困难，但这一步必须走。

在现行的国际货币体系没有实质性改革之前，中国不能束手就毙。要反思我们实行了30多年的“两头在外”的经济发展模式，要反思我们的外汇储备结构，不要“把过多的鸡蛋放在一个篮子里”。要加快转变经济发展方式，由依赖出口导向的外需拉动型经济向消费导向的内需拉动型经济转变，由粗放型经济发展模式向集约型经济发展模式转变。关键在于提高产品技术含量，争

取未来10年使中国在全球先进机械设备制造中的比重从目前的8%提升到34%以上。利用资本市场吸纳金融体系过剩的流动性，并通过海外投资将部分外汇储备转移到私人部门，推动中国出口型企业海外扩张，扩大海外并购。合理使用3.2万亿美元的外汇储备（中国外汇储备占全部对外资产的2/3，而日本的这一比例仅为1/6）。允许民营油企参与战略石油储备招标。增加黄金储备（美国储备中74.7%为黄金，中国仅为美国黄金储备的1/8）。

不断提升中国在国际经济组织中的话语权。中国在IMF中的份额从3.72%提升到6.39%；投票权从3.65%提升到6.07%；从第六位提升到第三位。在此基础上，中国还要继续不断提升在国际货币基金组织、世界银行、世界贸易组织中的话语权，使其与中国作为全球第二大经济体的地位相适应。

随着中国国力的提升，人民币国际化已经提到议事日程。中国的经济总量达到世界第二，但中国的货币还不能走出国门，这种被动的状况必须改变。人民币国际化的困难在于：一是经济增长模式仍以加工业为主，中国进出口结构难以适应以服务业为主的国际储备货币结构。二是中国缺乏强大的金融市场和完善的金融体系，严重缺乏国际金融人才，以有效应对国际金融危机的冲击。三是人民币的国际信誉不强，目前人民币升值时表现不明显，当人民币贬值时，其弱点将显现。

为克服上述困难，人民币国际

化可分步进行。第一步，可进行双边货币互换（中国已经拿出6500亿元实施双货币互换）：①扩大人民币贸易结算试点，实现内地以外人民币的自由流通。②让境外人民币储备在深度和广度上都有所拓展。允许海外基金在中国以外自由流通。③允许境外人民币有控制、有管理地回流内地，同时不会引起热钱流入的担忧。第二步，考虑进行“三币”（人民币、港币、台币）融通。第三步，创造条件使人民币成为亚洲区域核心货币。第四步，最终形成美元、人民币、欧元三足鼎立的国际货币格局。尽管实现上述四步的道路漫长而艰辛，但是只有人民币国际化实现之日，才是中国真正崛起之时。

总之，要落实“十二五”规划，认真分析和准确把握世界经济发展中长期趋势，努力提高应对复杂局面能力；准确把握世界经济结构进入调整期的特点，努力培育我国发展新优势；准确把握世界经济治理机制进入变革期的特点，努力增强我国参与能力；准确把握创新和产业转型处于孕育期的特点，努力抢占未来发展制高点；准确把握新兴市场国家力量步入上升期的特点，努力发展壮大自己，避免国际金融危机对中国造成的伤害。

（作者：中国社会科学院美国经济研究中心主任，世界经济与政治研究所研究员；责任编辑：王勇娟）