

专题报告系列  
Special Report Series



PHBS 智库  
北京大学汇丰商学院

# 美国政府债务及 其对中国的影响和启示

2023年5月



## 摘要

美国联邦政府的债务 2023 年 1 月 9 日已突破 31.4 万亿的债务上限，占美国 GDP 的比重超过 120%，占到全球 GDP 的 30% 以上。债务上限再不提高，政府就要违约，两党就此争执激烈。由于美国的债务危机会殃及全球，全球都在关注美国的债务问题。美联储为降低通胀不断加息，致使美债价格下降；大量持有美国国债的银行面临严重亏损。另外，美联储加息使债务利息支出上升，会进一步推高债务。

美国政府债务，除一部分被美国联邦政府其它账户（如社会保障基金）持有外，大部分被公众持有。截止 2022 年底，联邦政府其它账户持有占 21%；公众持有占 79%，其中外国持有占 24%，美联储持有占 18%，其他公众持有量占 37%。

中国从 2013 年起减持美债，目前是美国联邦政府外债第二大持有国。从 2000 年起，中国持有美债数量逐年增加，2013 年达 1.27 万亿美元，占美国外债总额的 21.93%。此后，持有量开始下降，2022 年底中国持有美债 8,594 亿美元，占美国外债的 11.85%，占美国联邦债务总额的 2.77%。

从目前情况看，持有美债是安全的，美国政府不会违约。中国持有和出售美债是自由的，减持或增持美债应该从自身经济利益出发。即使中国抛售所持的所有美债，如果其他投资者不追随，也不会对美债市场造成很大影响，只会减少与美国的经济联系，失去与美国谈判的筹码。

目前，中国政府债务已经很高。中国应吸取美国的教训：防止债务急剧膨胀、保持财政可持续、重视没有资金来源的支出项目（尤其是农村养老和医疗）。中国与美国财政体制不同，中央政府应对部分地方政府债务负起救助责任，为地方政府开拓新的稳定的税源。最后，中国应关注经济增长，防止通缩，依靠增长化解债务。

---

\* 北大汇丰智库（撰稿人：林双林）

成稿时间：2023 年 5 月 19 日

联系人：程云（0755-26032270, [chengyun@phbs.pku.edu.cn](mailto:chengyun@phbs.pku.edu.cn)）

2008年爆发的金融危机以及2020年爆发的疫情使美国联邦政府债务上升到前所未有的高度。2007年美国联邦政府债务率（债务占GDP的比率）仅为63%，2020年达到127.7%，创下历史最高记录。据美国国会预算办公室预测，2033年美国联邦债务将达到近52万亿，占GDP的132%。

2021年12月美国国会制定的31.4万亿的债务上限，已于2023年1月9日的截止日期达到。美国财长耶伦一直在呼吁国会提高债务上限，避免美国金融和经济崩溃。但面临明年总统选举，今后几个月美国两党势必在提高债务上限问题上激烈交锋。

世界经济日益融合，一个国家的债务危机，会殃及全球。巨额的美国政府债务已经引起投资者，各国政策制定者和经济学家的密切关注。为降低通胀率，美联储从去年开始快速加息，美债价格下降。硅谷银行因经营不善，发生储户挤兑，被迫亏损出售美国国债，最后破产，一时引起市场对美国国债安全性的担忧。接着，美国签名银行、瑞士信贷、美国第一共和银行相继倒闭。中国是美国联邦政府外债第二大持有国，也是美国主要贸易伙伴，需要全面认识美国政府债务问题，并从中吸取教训。

本文讨论美国联邦政府债务规模的变化、债务增加的原因，债务前景展望，中国持有美债的变化，以及中国应该从美国债务问题中得到的启示。

## 一、美国政府债务上限

美国的政府债务分为联邦政府债务与州和地方政府债务。从上世纪30年代后，联邦政府就一直是政府债务的主要发行者。1917年前，每次发债都需国会审批立法。1917年国会通过《第二次自由债券法案》（Second Liberty Bond Act），设立债务上限，以简化发债程序以及发债的灵活性。债务上限是由美国国会批准的一定时期内美国联邦债务最大数额。后来，上限经常需要调整。绝大部分时候，债务上限被上调或被暂停执行，偶尔也有下调的时候。从1963年6月30日起，债务上限不是被上调就是被暂停执行，再也没有下降过。

特朗普执政的四年间，债务上限就总计被上调或暂停执行过四次。特朗普在任的2019年美国国会决定暂停执行债务上限，暂停期持续到2021年7月31日，2021年8月1日起必须坚守债务上限。根据法律，2019年的法定债务上限为22

万亿美元，加上在上限暂停执行期内增加的债务，就是暂停期结束后的新的债务上限。美国国会预算办公室（Congressional Budget Office）确认，2021年8月1日的债务上限为28.4万亿美元。

由于不能再增加国债，美国财政部2021年8月1日起只能采取紧急方式筹措资金，以应付政府支出。从7月5日起，美国财长耶伦就写信给众议院议长和众议院两党领袖，要求要么继续暂缓执行债务上限法案，要么增加债务上限，允许政府继续借债以应付支出，此后又写过几封内容大体相似的信，但问题都没有解决。9月28日，耶伦发出警告称，美国国会必须在10月18日前解决债务上限问题，否则美国将面临历史上首次债务违约，并可能引发金融危机和经济衰退。在巨大压力下，为了先挺过10月18日这一关，共和党暂时作出让步，两党在10月7日达成协议，允许将债务上限暂时提高到2021年12月初的28.9万亿。不久，耶伦又警告，财政挺不过2021年12月15日。12月9日，美国两党参议员达成协议，将联邦政府的债务上限提高2.5万亿美元，到31.4（\$31.381 trillion）万亿美元。期限是2023年1月19日。这是拜登上台至今，仅有的一次债务上限上调。

2023年1月19日，美国政府债务规模已触及法定债务上限31.4万亿美元。新一轮关于债务上限提高的争论已经开始。2月15日，美国国会预算办公室警告，如果债务上限保持不变，美国联邦政府将在2023年7月至9月期间发生债务违约。耶伦今天3月10日呼吁请国会众议院，无条件提高联邦举债上限；若不提高，将对美国自疫情爆发以来的经济构成新的威胁。

3月初，美国众议院筹款委员会以21票对17票通过了一项关于债务上限的法案，涉及美国财政部无法发行更多债券时，应当优先偿付哪些款项的问题。根据共和党的计划，他们希望优先用联邦资金偿付公众持有的债务和社会保障支出，联邦政府其他部门持有的财政部债券次后。

针对共和党议员按优先排序偿还债务的建议，3月16日，美国参议院财政委员会举行关于联邦预算的听证会。耶伦在会上表示，财政体制是为了按时支付所有的账单而建立的，而不是为了挑选支付哪些账单而设置的。耶伦说，不偿付政府所有的到期债务，其实是变相的债务违约，这是1789年（美国联邦政府成立）以来从未做过的事。她认为，唯一选择就是依约还款，不然就会造成经济和金融崩溃。考虑到中国持有大量美国国债，有议员问，如果财政部按先后顺序偿债，

中国是否会优先得到偿付？耶伦做出肯定的回答。那就是说，中国持有的美债在优先偿还之列。

从1960年起，国会已经提高债务上限78次，共和党任总统时49次，民主党任总统时29次<sup>1</sup>。拜登任总统以来，面临第二次债务上限提高的争论。掌控着众议院的共和党人认为，任何提高债务上限法案，都要有相应的社会福利项目支出的削减。美国财政部已经宣布从1月19日开始，暂停债务发行，直到6月5日。在此期间，暂停为一些政府运营的福利基金注入新资金等，具体说，就是使用两个政府运营的退休基金（公务员退休和残疾基金和邮政服务退休人员的健康福利基金）作为财政资源，使财政部能够继续付款。

4月25日，耶伦有警告，若不提高债务上限，造成债务违约，将导致经济和金融灾难，将导致利息上升，大幅提高投资成本；政府将无法向军人家属和老年人发放社会保障。美国众议员议长麦卡锡最近提议，将把债务上限提高1.5万亿美元，或者将其延长到2024年3月底，但条件是削减4.5万亿美元政府开支，包括终止《通胀削减法案》授权的清洁能源补贴、停止拜登政府免除部分学生贷款的计划收回未使用的新冠疫情纾困金，等等。拜登和民主党很难同意这一提案。

目前，美国两党围绕债务上限问题展开激烈争执。债务上限若不提高或暂停执行，政府就要违约。5月19日共和党宣布暂停债务上限谈判，令形势更加紧张。预计经过一番争论，债务上限会被提高或暂停执行，因为违约的危害实在太大了。

2011年，美国两党未能就财政预算案达成一致，政府停止运转，财政部在几天内无力支付某些福利开支，国际评级机构标准普尔公司（Standard & Poor's）将美国主权信用评级从AAA下降为AA+。

## 二、美国联邦政府债务的规模

历史上，美国联邦政府并非政府债务的主要发行者。美国经济史学家瓦里斯（Wallis, 2000）研究发现，1790-1842年，州政府在联邦、州和地方三级政府中的债务数额最大。州政府债务融资主要用于银行、运河、及其它基础设施，包括1830年代的铁路建设。另外，州政府积极帮助建立私人公司，建立州有公司，及

<sup>1</sup> NPR, The debt limit: What is it and what happens if Congress fails to act?  
<https://www.npr.org/2023/03/23/1163448930/what-is-the-debt-ceiling-explanation>

州有私有合营公司，以促进经济发展。这一时期，州政府财政主要依赖资产收入和土地出售，由于财政收入的充裕，许多州废除了财产税。表 1 显示 1838 年到 1992 年间，州、地方和联邦政府债务水平及其占总债务的比重。可以看出，1841 年，州政府的债务占到政府总债务的 86.4%! 经济长时间衰退导致债务危机，1840-1850 年代，州政府纷纷立法，限制州政府债务规模。

从 1842 年到大危机期间，地方政府债务数额巨大，主要用于地方性基础设施建设，如教育、公路、自来水、下水道、及公共设施。1922 年地方政府债务占美国总政府债务的 72%! 大危机发生时，地方政府债务是州政府债务的 8 倍。这一时期，财产税成了地方政府的主要财政来源，1902 年，财产税占地方财政收入的 73%，占联邦、州和地方政府总财政收入的 42%。

1933 年罗斯福新政实行后，联邦政府就一直是政府债务主要发行者。从那时起，所得税成了联邦政府的主要税收来源，销售税成了州政府的主要税收来源。经济衰退、战争都是债务的巨大推手。

1977 年之前，美国财政年度始于 7 月 1 日止于 6 月 30 日；1977 年起，始于 10 月 1 日止于 9 月 30 日。图 1 展示 1940-2022 年美国联邦政府债务及其占 GDP 的比重。1940 年债务占 GDP 的比重（债务率）为 51.6%；1945 年为 114.9%；1946 年为 118.9%；1960 年为 54.4%；1970 年为 36.4%；1980 年为 32.6%；1990 年为 54.4%；2000 年为 55.6%；2007 年为 62.6%，超过了欧盟设定的 60% 的债务上限。

2008 年爆发的金融危机和 2020 年初爆发的新冠疫情极大地刺激了美国联邦债务的增长。据美国财政部数据，2010 年债务占 GDP 的比重为 90.9%；2015 年为 100.2%；2019 年为 107.1%；2020 年为 127.7%，达到了历史最高水平，是欧盟划定的债务率上限的两倍多！2021 年债务占 GDP 的比重为 125%；2022 年总债务达到 30.84 万亿元，占 GDP 的 123%。值得注意的是，美国联邦政府债务已经占到全世界 GDP 的 30% 以上！巨额的债务威胁着美国和世界经济。

表 1 美国联邦、州和地方政府债务及其占比

年份	州政府债务 (百万美元)	地方政府债务 (百万美元)	联邦政府债务 (百万美元)	州债务占比%	地方债务占比%	联邦债务占比%
1838	172	25	3	86.0	12.5	1.5
1841	193	25	5	86.4	11.4	2.3
1870	352	516	2436	10.7	15.6	73.7
1880	297	826	2090	9.2	25.7	65.0
1890	228	905	1122	10.1	40.1	49.8
1902	230	1877	1178	7.0	57.1	35.9
1913	379	4035	1193	6.8	72.0	21.3
1922	1131	8978	22963	3.4	27.1	69.4
1932	2832	16373	19487	7.3	42.3	50.4
1942	3257	16080	67753	3.7	18.5	77.8
1952	6874	23226	214758	2.8	9.5	87.7
1962	22023	58779	248010	6.7	17.9	75.4
1972	59375	129110	322377	11.6	25.3	63.1
1982	147470	257109	919238	11.1	19.4	69.4
1992	372319	603920	2998639	9.4	15.2	75.4

资料来源: Wallis, John J., 2000, American government finance in the long run: 1790-1990, *Journal of Economic Perspective*, 14(1), 61-82.

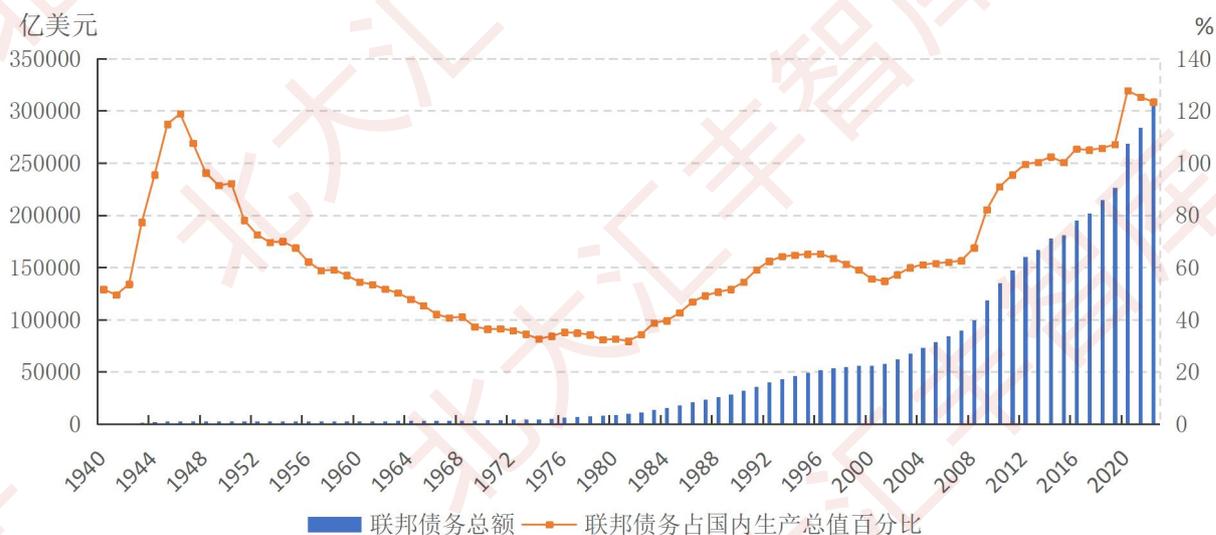


图 1 美国联邦政府债务及其占 GDP 的比重 1940-2022

数据来源: 美国财政部官网, CEIC 数据库

实际上, 美国政府债务总量大, 但债务率并不比其他一些发达国家高。图 2 展示 1995 年到 2021 年部分欧洲国家和日本政府债务占 GDP 比重。先看猪群 (PIGS) 四国的债务。2008 年金融危机后, 希腊债务危机出现, 2009 年债务率高达 135.5%! 意大利紧随其后, 同年债务率达到 125.5%; 葡萄牙债务率也接近 100%。希腊的债务问题一直没缓解, 2012 年债务率达到 167.1%, 2020 年更到 236.7%! 2020 年,

意大利债务率为 183.1%，葡萄牙为 157.1%，西班牙 148.1%。

与此同时，英法等国的债务率也快速增长。2008 年英国的债务率为 50.1%，2020 年飙升到 151.2%；2008 年法国的债务率为 80.2%，2020 年为 145.6%。在西方大国中，德国财政状况最好，2008 年德国的债务率为 71.1%，2020 年债务率为 78.4%。凭借丰富的资源，北欧国家债务率一直较低，例如，2008 年挪威的债务率为 54.5%，2020 年下降到 52.9%。

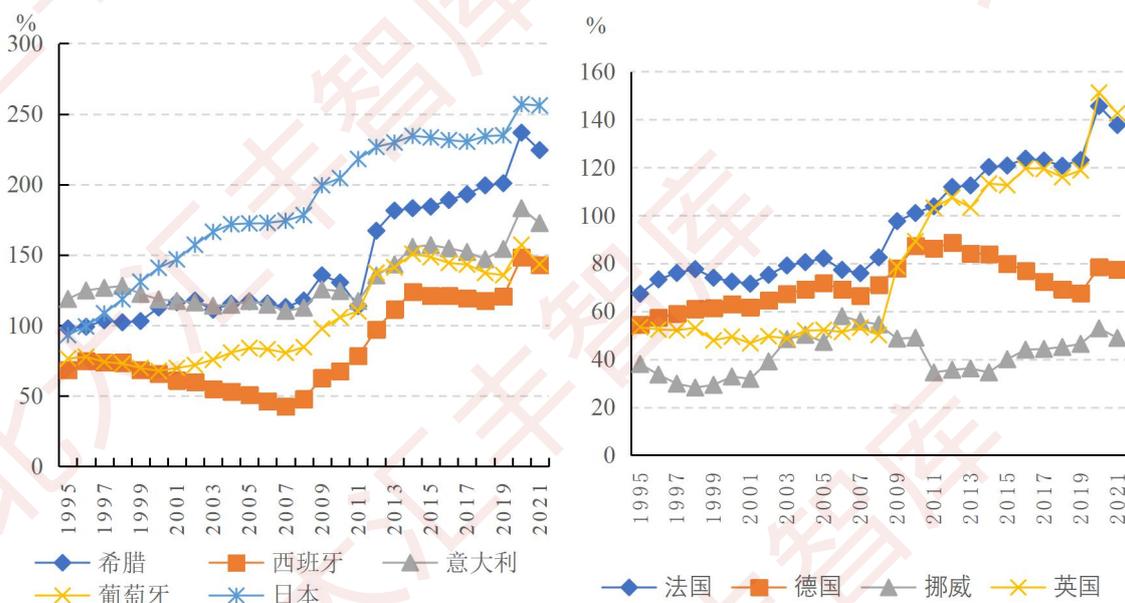


图 2 1995-2021 年部分欧洲国家和日本政府债务占 GDP 比重  
数据来源：OECD database

发达国家中，日本的债务率最高，并在不断增加，2008 年日本的债务率为 178.2%，2020 年债务率上升到 256.9%！显然，美国的债务率低于日本、猪群四国、英国、法国，但已经超过自己历史的最高纪录。顺便提一句，据日本财政部官网数据，日本 1970 年的债务率还不到 GDP 的 10%！巨额的政府债务没有引起债务危机，这在一定程度上得益于多年的极低的利率和较低的利息支出。

债务问题是发达国家面临的突出问题。如果经济危机再次爆发，一些国家的财政将彻底崩溃，出现债务违约和政府破产。最坏的一种情形是，政府为填补财政赤字，偿还债务，放弃中央银行的独立性，滥发货币，造成恶性通货膨胀，给本国人民和其他国家的人民带来苦难。当然，欧元区国家，如猪群国家，没有独立发行货币的权利，那就更加束手无策。

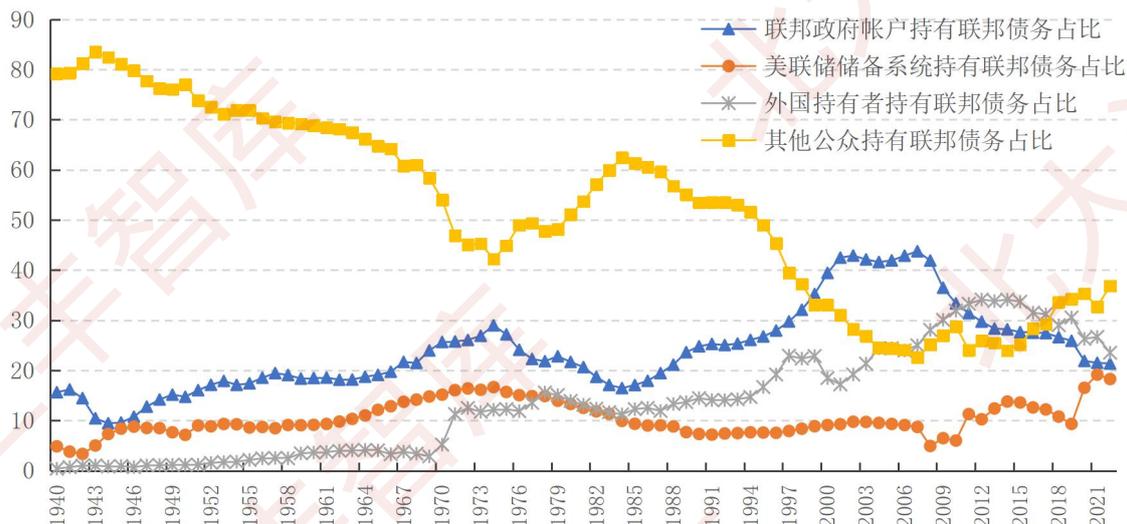


图 3 美国联邦政府债务持有者的持有份额 1940-2022 (%)

数据来源：美国财政部官网，CEIC 数据库

美国债务大部分被公众（包括美联储，企业和个人，外国政府）持有，一部分被美国被联邦政府账户（如社会保障基金）持有。图 3 展示 1940 到 2022 年间美国联邦政府债务持有者的持有份额。截止 2022 年底，联邦政府账户持有占 21%，公众持有占 79%，其中外国持有占 24%，美联储持有占 18%（2019 年仅为 9%），其他公众持有量占 37%。

2023 年 3 月，标普确认美国主权债务“AA+”评级，前景展望为稳定，国际评级机构穆迪（Moody's）和惠誉国际评级（Fitch Ratings）确认美国“AAA”评级。因此，美国国债的信誉还是非常的高，从经济上讲，持有美债还是安全的。

### 三、美国债务增加的原因

债务由初级财政赤字（primary deficit）和债务利息的累积而成。财政支出大于财政收入时便形成了财政赤字。美国联邦政府债务不断增长的原因包括医疗救助和扶贫支出显著增加，持续多年的减税政策，经济衰退，以及较低的通胀率。

#### 1、医疗救助和扶贫支出显著增加

美国政府从 1965 年开始，承担老人的医疗保险（Medicare）和医疗救助（Medicaid），即穷人的医疗保险。这些属于法定支出（mandatory expenditures），无需国会每年审批。老人医疗保险实行现收现付，有资金来源，即年轻人交费；但穷人的医疗保险费用只能来自政府的一般预算收入。图 4 显示 1962-2022 年联邦

政府法定支出占美国 GDP 的比重。联邦政府穷人医疗保险支出 1965 年为 3 亿美元，占联邦政府总支出的 0.23%，2019 年为 4,094 亿美元，占联邦政府总支出的 9.2%。快速增长的医疗开支，给政府预算带来了极大的压力，是美国政府债务增加的重要原因之一。政府支出的巨大增加发生在疫情爆发之后，美国联邦政府发放了大量的现金补助。从图 4 可以看出，收入保障（income security）2019 年占 GDP 的 1.4%，2020 年占 5.1%，2021 年占 6.1%！

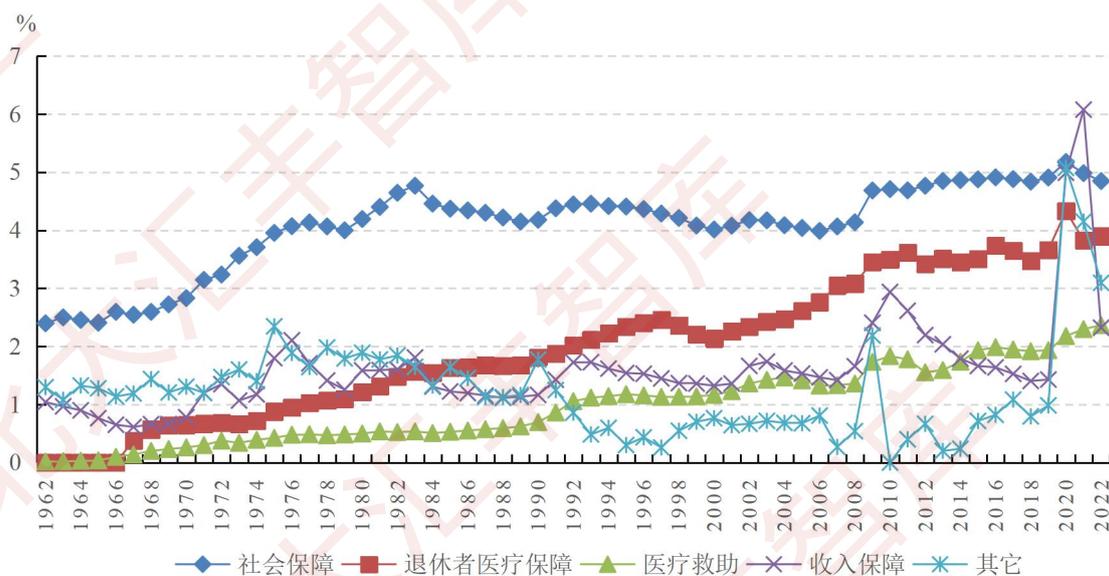


图 4 1962-2022 年联邦政府法定支出占美国国内生产总值比重

数据来源:美国国会预算办公室 Congressional Budget Office, Office of Management and Budget: The Budget and Economic Outlook: 2022 to 2032

另一部分支出是选择性支出或弹性支出（discretionary expenditures），主要是国防支出，须经国会每年批准。但是从趋势上看，美国国防支出占 GDP 的比重呈下降趋势，债务的恶性膨胀主要不是由国防开支导致的。图 6 展示 1962-2022 年间美国国防和其它选择性支出占 GDP 比重。1962 年国防开支占 GDP 的 9%，1970 年占 7.8%，1980 年占 4.8%，1990 年占 5.1%。冷战结束后，美国国防开支大大减少。2000 年国防开支仅占 GDP 2.9%。伊拉克战争和阿富汗战争的确耗费了联邦政府大量军费，增加了财政赤字。2010 年国防开支占 GDP 的 4.6%，2020 年为 3.4%，2022 年为 3%。

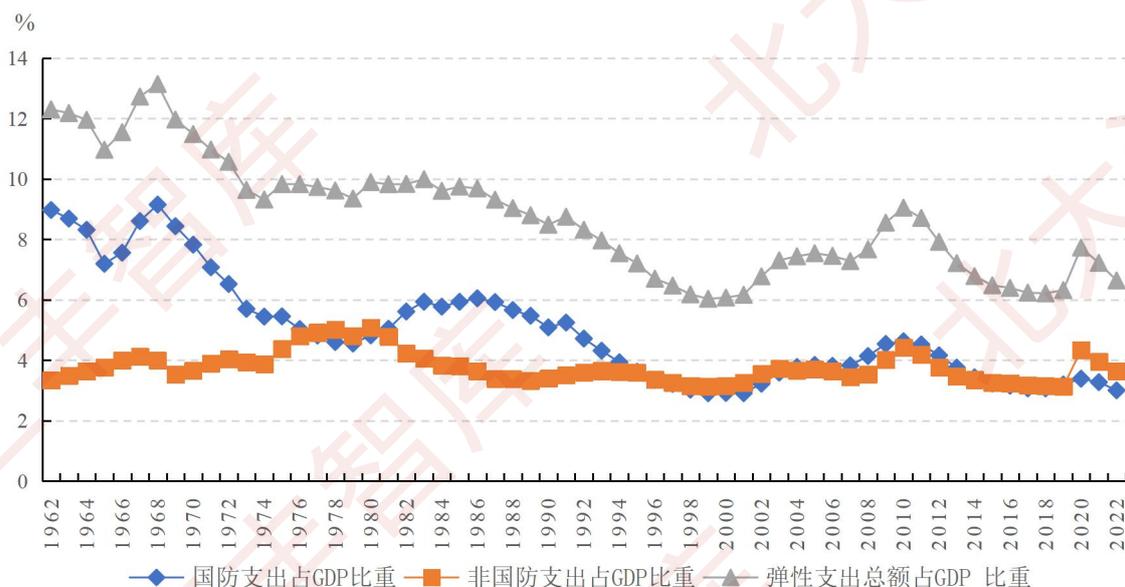


图 5 1962-2022 年美国联邦国防及其它选择性支出占 GDP 的比重

数据来源:美国国会预算办公室 Congressional Budget Office, Office of Management and Budget: The Budget and Economic Outlook: 2022 to 2032

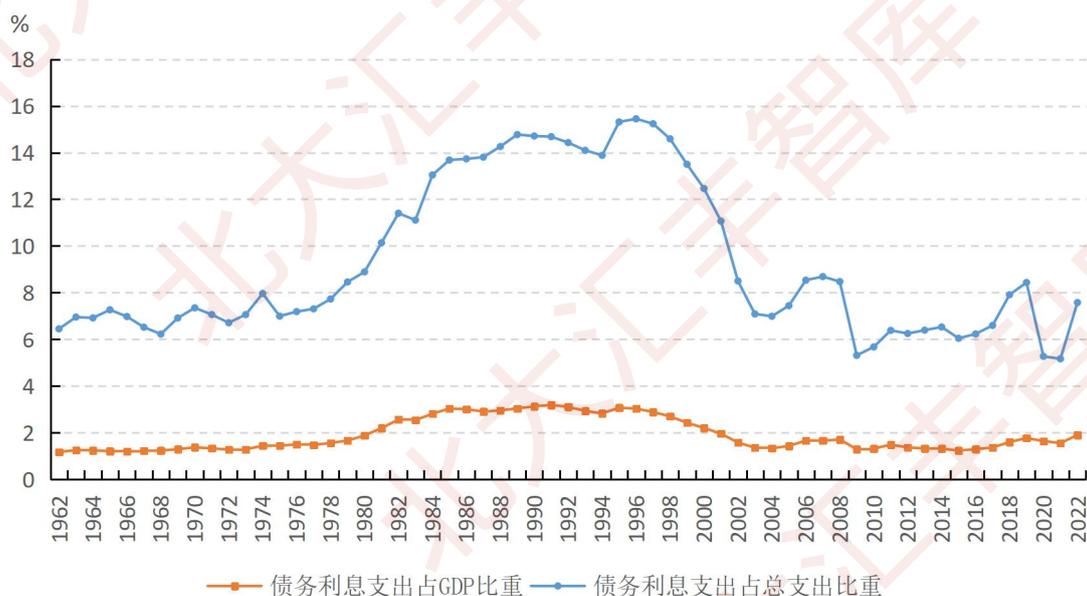


图 6 美国联邦政府债务利息支出占比

数据来源:美国国会预算办公室 (Congressional Budget Office, Office of Management and Budget)

利息支出也是政府支出的一个重要组成部分。利息支出曾经很高,后来下降很多。图 6 展示 1962 到 2022 年间美国联邦政府债务利息支出占 GDP 的比重和占政府总支出的比重。1996 年,美国联邦政府债务利息支出占其总支出的比重高达 15.45%; 占 GDP 的比重也达到 3.03%。此后,利息占比呈下降趋势。2021 年利息支出仅占政府总支出的 5.16%, 占 GDP 的 1.56%。由于美联储加息,2022 年利息

支出占政府总支出的比重增加到 7.58%，占 GDP 的比重增加到 1.9%。如果美联储持续加息，利息支出占总支出的比重和占 GDP 的比重都会继续增加。

从以上分析可看出，促使美国政府债务增加主要支出是法定支出，而不是选择性支出，而法定支出是不易控制的。

## 2、持续多年的减税政策

上世纪 70 年代美国发生滞胀后，供给学派就在经济学领域占了支配地位。供给学派的一个政策主张就是通过减税来降低企业负担，鼓励企业增加供给，这样既可以增加就业和产出，也可以降低物价。里根就任总统后，开始大规模减税，个人所得税的最高税率从 1980 年的 70% 下调到了 1988 年的 28%。1988 年老布什竞选总统时，承诺不增加税收，但就任总统后在民主党控制的国会的压力之下，提高了税率。1992 年竞选连任时，克林顿指责他言而无信，批评他把经济搞坏了。虽携带海湾战争胜利的余威，布什最终未能连任。

此后，减税政策深入人心，成了竞选口号，两党竞选时都提倡减税，只是减税的对象有所不同。小布什上台后，由实行减税政策，将个人所得税最高边际税率降到 35%。奥巴马上台后遇到经济大衰退，实行中产阶级减税计划，但将个人所得税最高边际税率提高到 39.6%。特朗普就任总统后，将个人所得税率从 39.6% 下降到 37%，将企业所得税的最高边际税率从 39%（最后一档收入的边际税率是 35%）下调到 21%。图 7 显示 1962 年到 2022 年各项主要税收收入占美国 GDP 的比重。可以看出，企业所得税和特殊商品销售税都呈现下降趋势。1962 年，企业所得税占 GDP 的比重为 3.5%，2019 年仅为 1.09%，2022 年升到 1.7%。1962 年，特殊商品销售税占 GDP 的比重为 2.14%，2022 年升到 0.35%。个人所得税占 GDP 的比重在震荡上升，1962 年为 7.78%，2000 年仅为 9.93%，2010 年为 6.04%，2022 年升到 10.52%。

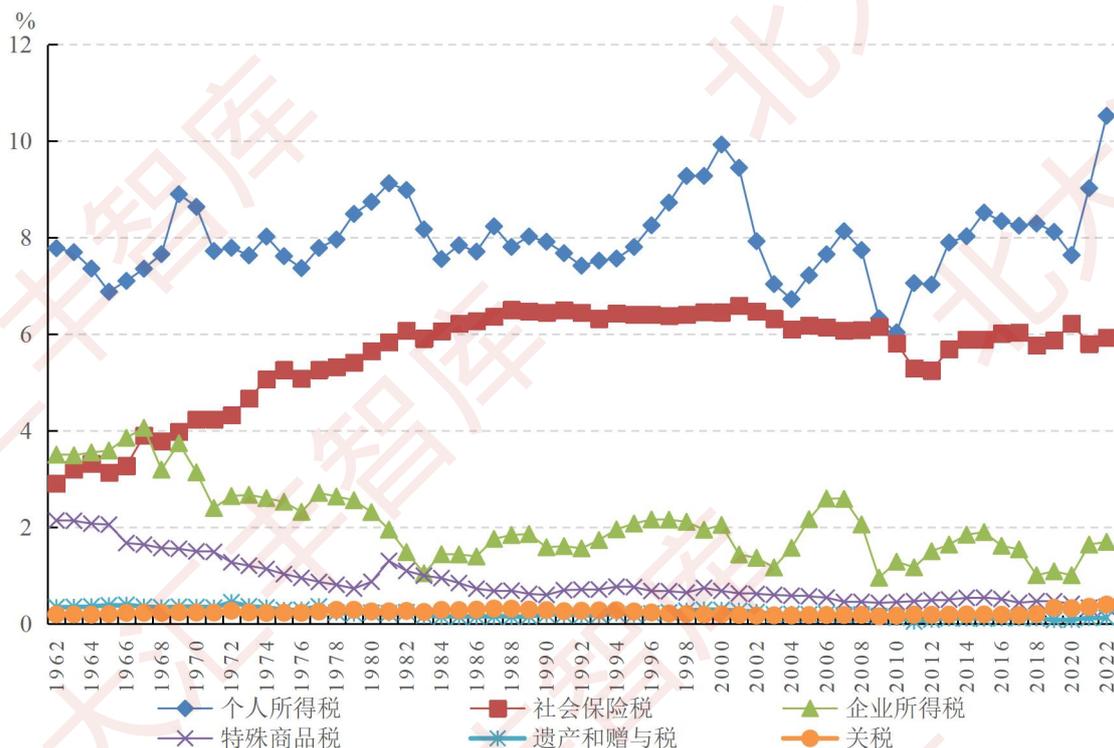


图 7 1962-2022 年各项主要税收收入占美国 GDP 比重

数据来源: 美国国会预算办公室 Congressional Budget Office, Office of Management and Budget: The Budget and Economic Outlook: 2022 to 2032

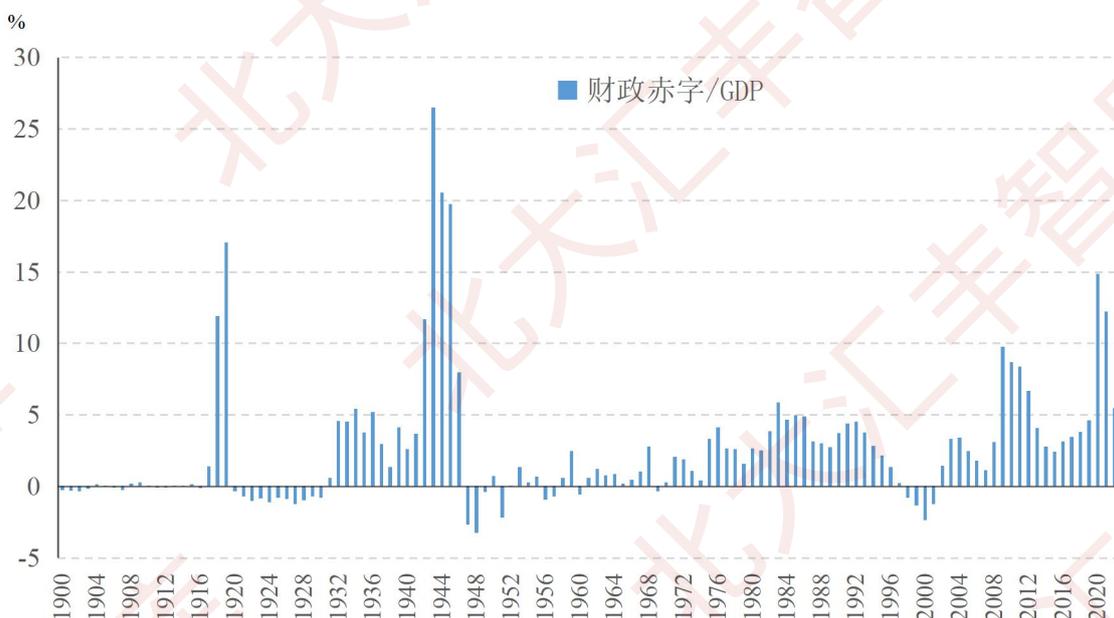


图 8 美国联邦政府财政赤字占 GDP 比重 1900-2023

数据来源: 1990-1961 年数据来自 Bicentennial Edition: Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970 published by the United States Census Bureau; 1962-2022 年数据来自 Congressional Budget Office, Office of Management and Budget, 2023.

税收增加赶不上支出增长就造成财政赤字。最近半个世纪以来, 除 1998 年到

2001 年四年外，美国联邦政府每年都有财政赤字。四年的财政盈余得益于经济的快速增长和老布什和克林顿任总统时的增税政策。图 8 显示美国 1900 年到 2022 年 120 多年的财政赤字占 GDP 的比重。可以看出，两次世界大战时期的财政赤字非常高，一战时的 1919 年达到 17.06%，二战时的 1943 年达到 26.49%！2009 年的金融危机时期，达到 9.77%，接着就是疫情发生的 2020 年达到 14.87%！疫情期间的最高赤字率接近一战时的最高赤字率。

### 3、经济衰退

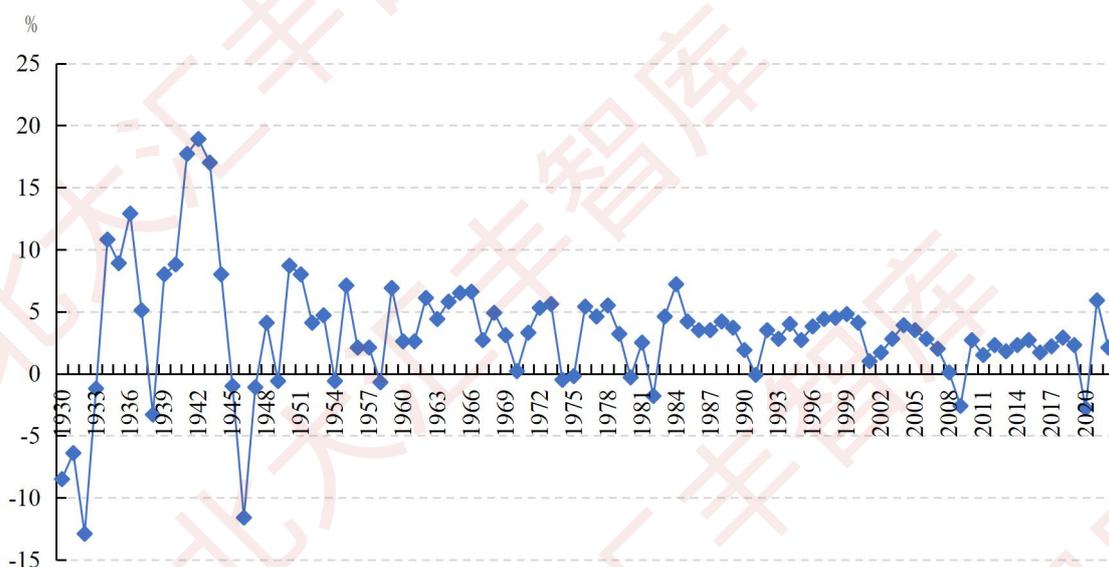


图 9 美国 GDP 增长率 1930-2022

数据来源：美国经济分析局 (Bureau of Economic Analysis, 2023)

在美国，如果经济连续数月出现负增长，就业下降，收入下降，就被国家经济研究局 (NBER) 认定为经济衰退。图 9 显示美国 1930 年到 2022 年间的 GDP 年平均增长率。从长期看，美国经济的增长率在下降。经济增长快，GDP 水平就高，这样债务占 GDP 的比重就低。在里根和克林顿任总统期间，经济增长率高，债务率增长较慢。2008 年由次贷危机引发的世界金融危机对美国经济打击很大。据世界银行统计，美国经济增长率创下了自上世纪 60 年代以来的历史最低，2009 年 GDP 增长率为-2.54%。2020 年受新冠疫情的影响，美国经济增长又创新低，增长率为-3.49%！2008 以来，美国联邦债务率翻了一倍多，2020 年达到了 GDP 的 127.7%，比二战刚结束后的 1946 年的 118.43%还要高。经济衰退是债务增加的最直接和最重要的原因，衰退导致税收减少，支出增加，财政赤字增加，经济增长

下滑，债务率上升。美国目前巨额的债务是 2008 年的次贷危机引起的经济大衰退造成的。当然，疫情使联邦政府债务雪上加霜。

#### 4、低通货膨胀率

通货膨胀，即物价水平的整体上升，会使货币贬值，这对于债务人是有利的。如果物价翻倍，即通货膨胀率为 100%，其他条件不变，那么，政府债务率就会降低 50%。上世纪 70 年代，美国经济学界发生了“理性预期”革命，基于这一理论，货币是中性的，货币增加不会增加产出，只会引起通胀。所以，大部分国家都在避免高通货膨胀。上世纪 70 年代美国的通货膨胀率较高，但从 1990 年代以后，美国的通货膨胀率一直较低。图 10 显示美国 1914 年以来的通货膨胀率，包括用年终 CPI 度量的通胀率和用年均 CPI 度量的通胀率。1970 年以年终 CPI 度量的通胀率为 5.6%，1974 年为 12.3%，1980 年为 12.5%，1985 年为 3.8%，1990 年为 6.1%，1995 年为 2.5%，2000 年为 3.4%，2005 年为 3.4%，2010 年为 1.5%，2015 年为 0.7%，2020 年为 1.4%，2022 年为 6.5%。最近 30 多年来的低通胀率不利于美国政府债务率的下降。1980 年高通胀时，政府债务率仅为 33%。当然，最近的高通胀有利于化解美国政府债务负担，虽然不利于人民生活。

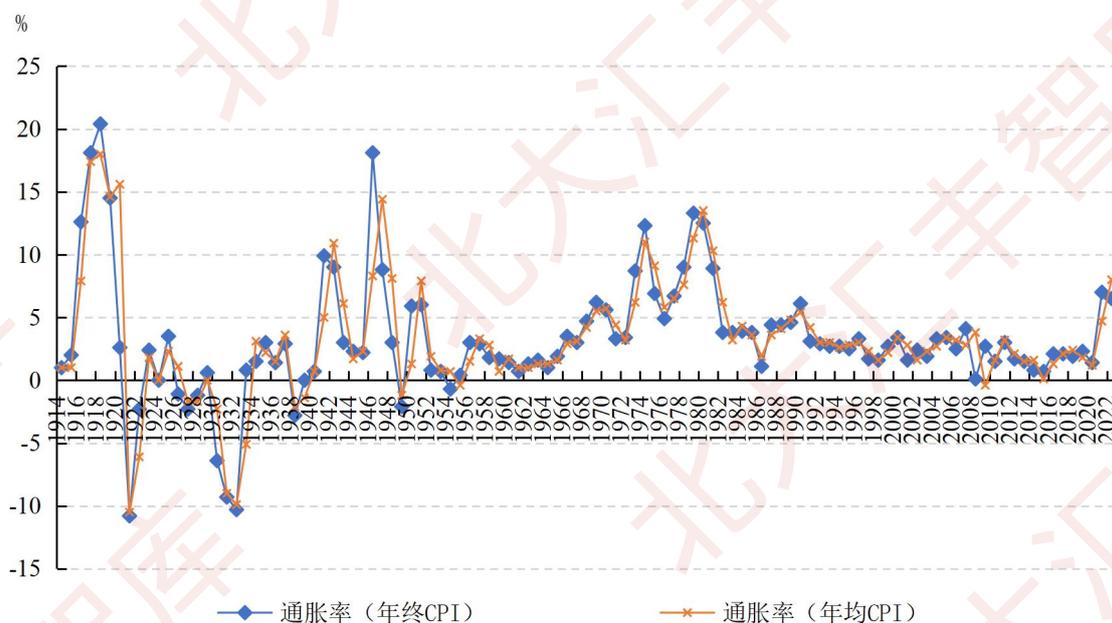


图 10 1914-2022 年美国通货膨胀率

数据来源：美国劳工统计局（Bureau of Labor Statistics, 2023）。年终 CPI 是每年 12 月的数据对上年 12 月数据求增长率；年均 CPI 口径是先用每年的 1-12 月的 CPI 原始数据求均值，再对 CPI 年度均值对上年的 CPI 年度均值求增长率。

通货膨胀一般用消费者价格指数（Consumer Price Index, CPI）来度量。CPI 度量选定的一篮子家庭消费的商品和服务的价格变化的百分比。这些商品包括食品、饮料、住房、服装、交通（包括汽车）、医疗服务、休闲、教育、通信、及其它。美国劳动统计局 1 月 12 日发布的数据显示，美国 2022 年 12 月 CPI 同比增长 6.5%，这是美国 CPI 同比涨幅自 2022 年 6 月创出 40 年来峰值 9.1% 后连续 6 个月下降。通胀率 2023 年 1 月下降到 6.4%，2 月下降到 6%，2021 年 9 月以来最低水平。应该知道，居民住房的价格不统计在 CPI 之中。美国劳动统计局认为居民住房是投资品，不属于消费品，和租房服务不同。

#### 四、美国政府债务展望

根据美国国会预算办公室预测，美国联邦政府债务还将持续增长。首先，总收入将远远低于总支出。总收入包括预算内收入和预算外收入；预算内收入主要包括税收和非税财政收入，预算外收入主要包括社会保险收入，这和中国划分不同。图 11 展示 2022 年到 2033 年收入和支出占 GDP 的比重，2022 的数据是真实数据，以后的数字是国会预算办公室预测的。

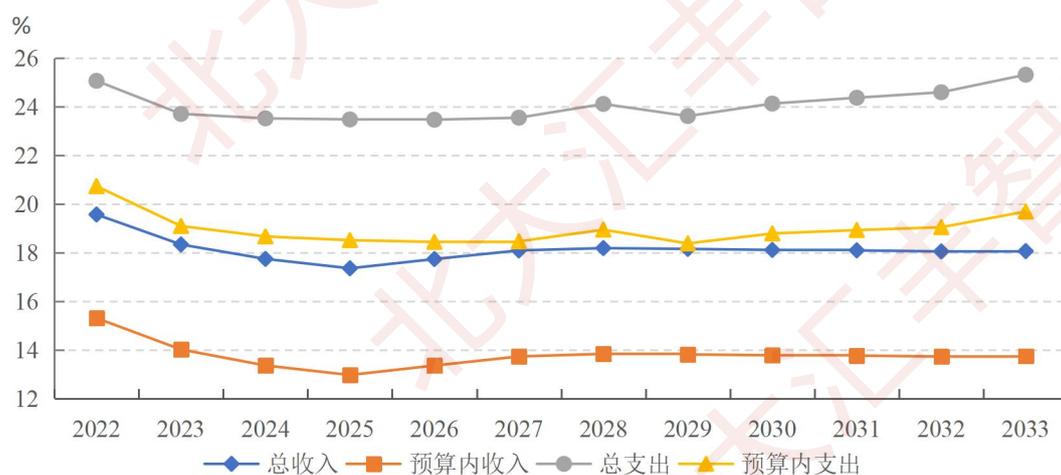


图 11 收入、支出占 GDP 比重

数据来源：美国国会预算办公室 CBO, The Budget and Economic Outlook: 2023 to 2033

图 12 展示美国联邦财政赤字，包括初级赤字或原始赤字（primary deficit），预算内赤字，预算外赤字，总赤字。初级赤字是预算内除利息之外的政府支出与政府收入的差额，它将在 3% 上下浮动。预算内赤字，即初级赤字加上政府利息支出，将有上升趋势，这是由于利息支出占 GDP 比重的增加。预算内赤字将不断上

涨，2033 年达到 GDP 的 5%。另外，还有预算外赤字。美国从 1980 年代起，社会保险账户多数年份盈余，积累了大量资金，然而，金融危机和疫情期间出现赤字。预测的预算外赤字将逐年增加，2033 年到 GDP 的 1% 以上。总赤字率将一路上扬，从 2022 年的 5.5% 增加到 2033 年的 7% 以上！

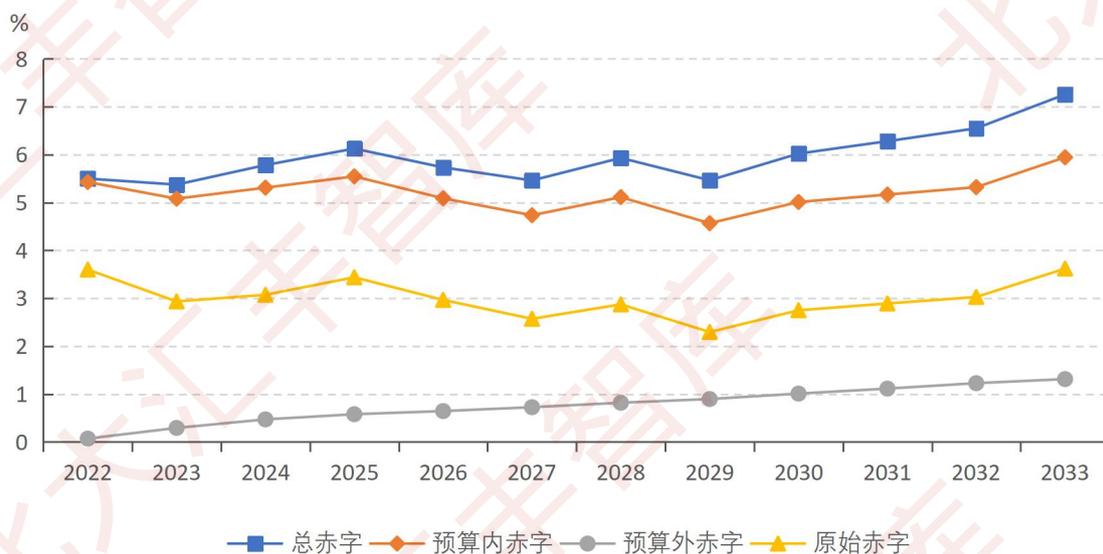


图 12 赤字占 GDP 比重

资料来源：美国国会预算办公室 CBO, The Budget and Economic Outlook: 2023 to 2033



图 13: 美国联邦债务总额及其占 GDP 比重预测 2022-2033

注：2022 年数据是实际数据

数据来源：美国国会预算办公室 CBO, The Budget and Economic Outlook: 2023 to 2033

债务是赤字的积累，美国联邦债务将持续增加。根据美国国会预算办公室预测，2033 年，联邦政府债务将由目前的不到 32 万亿美元，增加到 52 万亿美元，

占那时 GDP 的 132%! 除政府其他部门持有的债务, 公众(美联储、外国公民、本国公民)持有的债务将达到 46 万亿美元, 占 GDP 的 118%。图 13 显示 2022-2033 年间美国联邦政府总债务, 总债务占 GDP 的比重, 以及公众持有的债务占 GDP 的比重。

债务如何对经济有何影响呢? 经济学家对此看法不同。亚当斯密在《国富论》里提到, 外债是一个国家的负担, 因为要给外国付利息。李嘉图提出著名的“李嘉图等价原理”, 认为政府为了筹措资金, 发债和收税是一样的。也就是说, 如果政府发债, 暂时不收税, 老百姓也会把该交的税款储存起来, 便于政府收税还债时使用。这样, 政府债务就对资金市场没有任何压力, 政府要借的, 正好等于百姓想储存的, 利率、人们的消费行为都不会因为政府的融资方式不同而改变。许多后来的经济学家对李嘉图等价原理的假设, 提出了种种质疑。

目前, 经济学界流行的看法是, 政府借债会增加市场上的资金需求, 推高利率, 降低企业投资; 另外, 高利率还会增加对本国货币的需求, 推高本国币值, 增加贸易赤字; 而巨额的债务可能造成债务违约, 阻碍经济发展。有经济学家通过对欧盟国家历史资料的研究发现, 债务率超过 GDP 的 90%甚至 70%, 债务就可能对经济增长产生负面影响<sup>2</sup>。另外, 在国际经济日益融合的情况下, 一国的债务问题, 也会对全球经济产生不利影响。因此, 美国的债务问题是全世界关注的问题。

其实能否解决债务问题, 也看政府有没有决心。亚洲金融危机爆发时, 东南亚一些国家的政府债务规模很大, 危机后经济一片狼藉。据国际货币基金组织统计, 2000 年, 印度尼西亚政府总债务占 GDP 的比重为 87.4%。当时, 国际货币基金组织的援助是有条件的, 即要求这些国家进行财政改革, 缩小政府支出规模。在经历了经济危机的沉重打击后, 这些国家开始减少政府开支, 努力控制债务。目前, 它们的债务水平都较低。2010 年印度尼西亚的中央政府债务占 GDP 的比重虽然重为 22.5%, 2021 年为 48% (见图 20), 相对 2000 年大幅度下降。可见只要下决心, 债务率本身是可以降低的。

美国联邦政府债务率在二战时达到空前的高度, 1946 年为 GDP 的 118.43%。

<sup>2</sup> 见Checherita-Westphal, C., and P. Rother, 2012. The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area, *European Economic Review*, 56(7), 1392-1405.

经历 30 多年的经济发展，债务率降到 1980 年的 32.6%（图 1）。降低债务需要形成共识，需要长期努力。最近美国针对债务上限的争论，不仅仅是政治争斗，也反映出财政法规制定者对巨额政府债务的担忧。从长期来看，巨额的债务对经济发展绝对是不利的，美国政府最终需要痛下决心，采取必要的措施，逐步降低其债务率，回到可持续的财政政策。

## 五、美联储加息、美债价格、收益率、及其对债务持有者的影响

国债利率是每年向国债持有者支付的利率。简单地说，在按面值发行的情况下，国债利率是国债利息同国债票面金额的比率；在折价发行的情况下，国债利率是国债票面金额与其发行价格的差额同发行价格的比率。



图 14 1982-2022 年美国利率

数据来源: 美联储 (1984-2023. 3)

图 14 显示出美国十年期国债的利率和美国联邦基金利率 (Federal Fund Rate)。联邦基金利率就是经常人们谈到的，美联储设定的利率。通常美联储设定利率，即银行间隔夜拆借利率，然后美联储通过公开市场操作（买卖政府债券）达到这个目标利率。从图 14 可以看出，美联储 2007 年和 2020 年的降息，以及为 2022 年的加息都是非常迅猛的。

国债价格和当期市场利率负相关，当利率下降时，国债价格会上涨，当利率

上升时，国债价格会下降。因为当利率下降时，早期发行的国债利率高于现在发行的国债的利率，导致早期发行的国债的价格上升；反之，当利率上升时，早期发行的国债利率较低，导致早期发行的国债的价格下降。

国债收益率是投资在国债债券的收益占投资总金额的比率。按年计算的比率称为年收益率。直接收益率很容易计算，用年利息除以国债的市场价格。到期收益是将债券持有到偿还期所获得的收益，包括到期的全部利息。到期收益率（yield to maturity），相当于投资者按照当前市场价格购买并且一直持有到满期时可以获得的年平均收益率。

一般来说，当美债收益率处于上行（美债价格处于下行）阶段时，投资者会倾向于减持美债资产以降低资产的进一步损失，当美债收益率下行时再增持。去年9月，美国国债收益率因美联储当年第三次加息75个基点飙升。日本大幅度减持美国国债796亿美元。

国债价格可能对国债持有者生死攸关。3月10日，美国硅谷银行（Silicon Valley Bank）破产，直接发生在减持美债之后。硅谷银行在2020年从硅谷等地科创公司吸收了大量的活期存款，同时购买了大量的政府债券。随着美联储的加息，硅谷银行持续亏损。导致股价暴跌，储户开始挤兑，银行不得不廉价抛售美国国债，加剧了亏损，最终破产。一时间，持有国债的风险也大大增加。

3月12日，美国监管机构以“系统性风险”为由，宣布关闭签名银行（Signature Bank），一家有关加密货币行业的大型贷款机构。两家银行倒闭，涉及资产3000多亿美元。虽然有美联储以及美国政府部门的支持和救助，一些金融机构在经济下行阶段承受的风险还是在加大。

目前，联邦存款保险公司（FDIC）提供的存款保险额度上限为25万美元。耶伦稍早前曾表示，如果较小型的放贷机构面临威胁，美国准备采取更进一步行动来保护储户。耶伦表示，只要一家破产银行被认定会对金融体系造成系统性风险，就像硅谷银行和签名银行会把担保范围扩及25万美元上限以上的存款；若风险蔓延，扩大担保范围也可能适用于小银行。

在美国两家银行破产的同时，瑞士信贷（Credit Suisse）3月20日被竞争对手瑞士银行（UBS or Union Bank of Switzerland）收购。瑞士政府监管机构促成此事，旨在遏制威胁全球银行体系的风险蔓延。瑞士信贷也是百年老店，为瑞士第二大

银行，曾经誉满全球。长期以来，该行不断被丑闻困扰，最近由于持续亏损，评级不断下降，终于在破产前夕被廉价收购。

银行倒闭的悲剧还未停止。美国第一共和银行（First Republic Bank）的股价近期持续大幅下跌，4月25日跌幅高达49.4%。这家曾经的美国第14大银行终究没能逃过危机，最终破产。美国联邦存款保险公司宣布接管该银行的大部分存款，摩根大通开始收购该银行的主要股份。

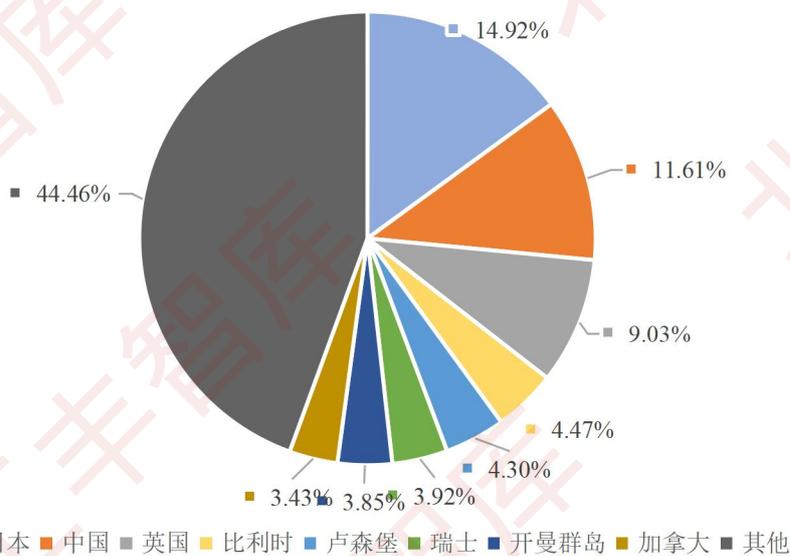
美联储5月3日宣布再次加息25个基点。自去年3月以来美联储已经十次加息，累计加息500个基点，使联邦基金目标利率达到5%-5.25%之间。不仅硅谷银行持有大量政府债券，其它银行也持有大量政府债券。如果美联储继续加息，更多的银行将由于持有政府债券而亏损，这将对银行业带来很大冲击。另外，利率的提高会增加债务的利息支出，增加财政赤字，进一步推高政府债务。因此，美联储的加息决策面临很大风险。

## 六、中国持有的美国国债

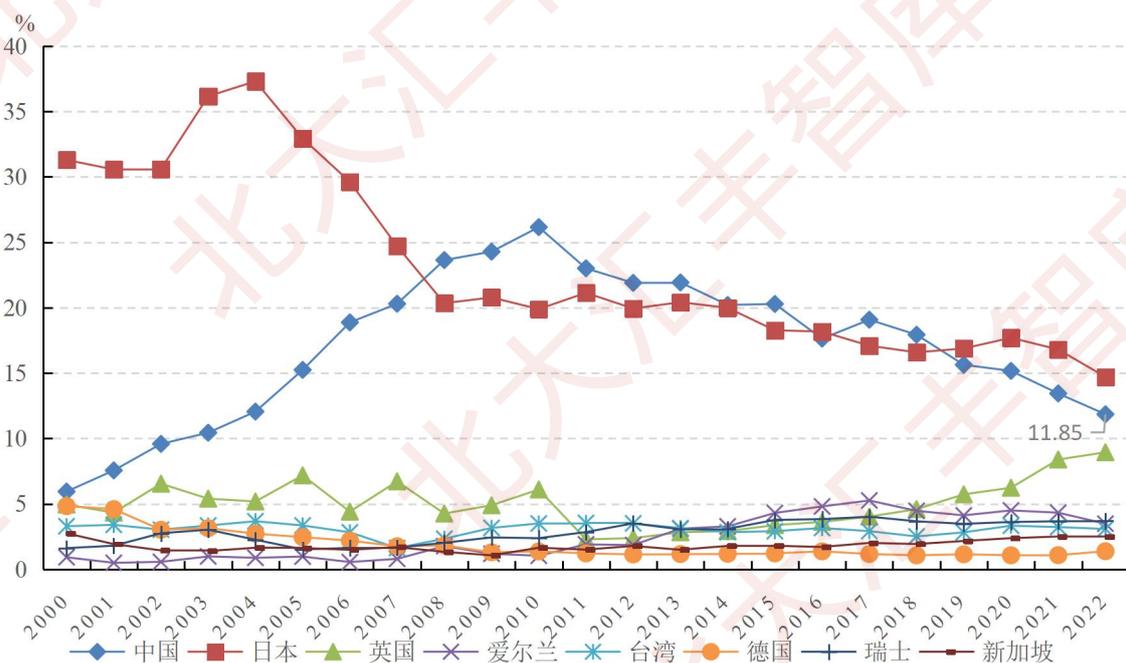
中国2023年1月持有美国国债8,594亿美元，环比去年12月减少77亿美元，创2010年6月以来新低。目前，美国国债最大的持有者是日本，2023年1月持有1.1044万亿美国国债，占外国持有美国国债的14.92%。中国曾经是美债的最大持有者，2010年持有美债量占美国外债总量的26.15%！此后不断减持，2023年1月持有8,594亿美元，占外国持有美国国债的11.61%。紧随中国之后的是英国，同时期持有6,683亿美元，占外国持有美国国债的9.03%。比利时持有3,311亿美元，卢森堡持有3,182亿美元，瑞士持有2,905亿美元。另外，爱尔兰、德国、台湾、香港、印度、新加坡也持有大量美债。图15显示2023年1月主要持有国持有美国国债占美国总外债的比重。

美国国债信誉一直很高，为外国投资者所青睐。外国持有的美国国债从上世纪40年代起到本世纪初10年，总体上在增加。最近十几年，一些国家开始减持美国国债。图16展示2000-2022年间主要美债持有经济体持有量占总外债比重。日本2004年持有美债占美国外债总量的37.31%！2010年下降到19.89%，2022年降低到14.71%。然而，英国持有美债却在增加。英国2000年持有美债占美国外债总量的4.94%，2022年上升到8.94%。中国持有美国国债占美国外债总量的比重呈

倒 U 型。2000 年中国持有美债占美国外债总量的 5.94%，2010 年上升到 26.15%，2022 年下降到 11.85%，起伏很大。



**图 15 2023 年 1 月各主要持有美债的国家占总外债比重**  
数据来源：美国财政部 US Department of the Treasury



**图 16 主要美债持有经济体持有量占总外债比重 2000-2022 年**  
数据来源：美国财政部 US Department of the Treasury

图 17 显示外国持有的美国国债占美国联邦总债务的比重。日本 2004 年持有美债占美国联邦政府总债务的 7.39%！2010 年下降到 5.39%，2022 年降低到 3.43%。英国 2000 年持有美债占美国外债总量的 0.71%，2022 年上升到 2.09%。

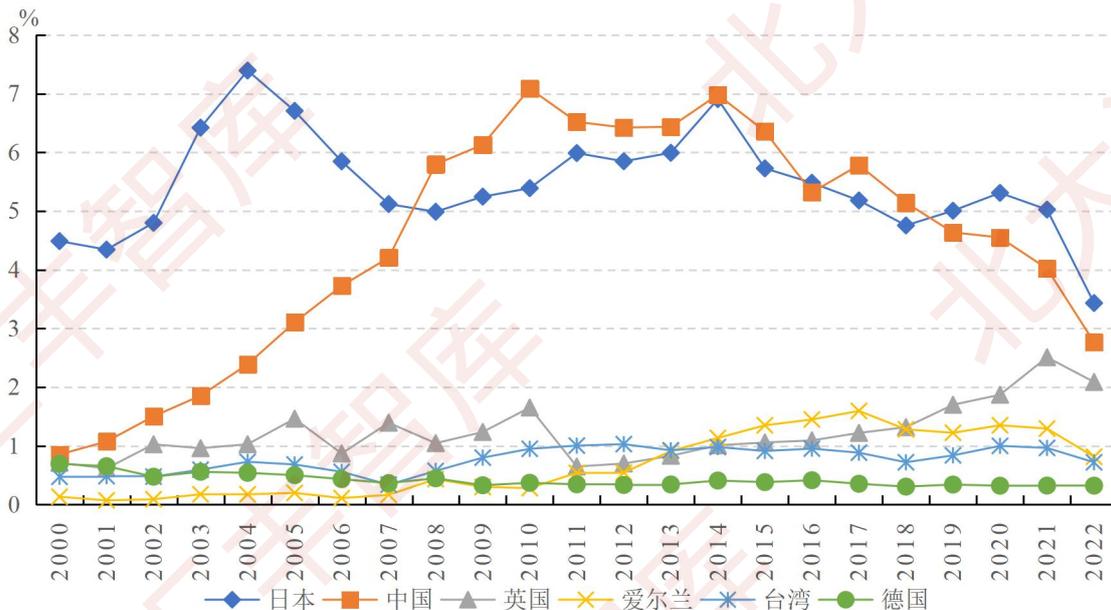


图 17 2000-2022 年部分经济体持有美债占美债总规模比重

数据来源：美国财政部 US Department of the Treasury



图 18 2000-2022 年中国美债持有量及其占美国联邦总债务的比重

数据来源：美国财政部 (US Department of the Treasury, 2023)

图 18 显示中国持有的美国国债数量及其占美国联邦债务总额的比重。可以看出，从 2000 年起，中国持有美国国债数量逐年增加，2013 年达到 12,701 亿美元。中国持有美债的绝对量从 2013 年起开始下降，从 2013 年的 12,701 亿美元 到 2022 年的 8,594 亿美元。中国持有美债占美国外债总额的比重从 2010 年的 26.15% 到 2022 年的 11.85%；中国持有美债占美国国债总额的比重从 2010 年的 7.09% 到 2022 年的 2.77%。这与中国外汇储备变化也有关系，另外也和美国国债利率有关系。我

国外汇储备从 2013 年后逐步下降，另外美国国债利率也在下降，这都是我国持有美国国债下降的原因。

中国拥有大量的外汇储备，必须设法投资获取回报。中国持有美国国债是为了获取稳定的回报，美国政府债券到期之后会还本付息。目前全球货币体系主要是以美元进行结算，所以美元债券的等级和信用很高。当然，中国外汇管理局的专业人员也千方百计以其他方式为国家外汇获取较高的回报。图 19 显示我国外汇储备及美债持有占外汇储备的比重。最近十多年，中国持有美债占外汇储备的比重在下降，2010 年占 40.74%，2014 年为 32.38%，2022 年为 27.72%。



图 19 中国外汇储备和美债持有占外汇储备比重

数据来源：外汇储备来自国家统计局，《中国统计年鉴 2022》和国家外汇管理局官网，2023；中国持有美债来自美国财政部美国财政部（US Department of the Treasury, 2023）

应该看到，中国黄金储量近年来大大增长。据国家统计局数据，我国 2000 年黄金储量为 1267 盎司，2005 年为 1,929 盎司，2010 年为 3,389 盎司，2015 年为 5,666 盎司，2020 年为 6,264 盎司，2022 年为 6,512 盎司。黄金储备的回报率取决于黄金的价格，黄金持有也是风险很高的。1971 年 7 月美元危机再次爆发后，尼克松政府于 8 月 15 日宣布停止履行外国政府或中央银行可用美元向美国兑换黄金的义务。随后金价狂涨。1980 年，黄金价格上涨到每盎司 800 美元以上，然而到 2000 年，金价下跌到 300 美元以下！自 2000 年代初以来，黄金价格再次上涨，并在 2011 年达到 1,800 美元以上，此后下跌。然而，随着通货膨胀的持续和人们对经济衰退的担忧，2023 年金价又涨到 2000 美元以上。

从目前形势看，中国持有的美债是安全的，美国政府不会违约，会连本带息

地偿还，包括中国在内的，各国持有的美国政府债务。

时常听到一些人主张以抛售美债作为报复打击美国的经济工具。我们对此必须有清醒的认识。中国持有美债是自愿的，出售美债是自由的。债务发行国当然希望别国持有其债务，所以，持有美债的确是中国与美国谈判的筹码。中国目前持有美国国债占其总额的 2.765%。即使抛售持有的所有美债，如果其他投资者不追随，也难以对美国国债造成很大影响，反而可能使自己蒙受经济损失，并且失去今后与美国谈判的筹码。

## 七、美国债务问题对中国的启示

美国联邦债务的急剧增长给各国敲响了警钟，提供了启示。我国应该从美国政府债务急剧膨胀现实经验中吸取教训，改革财政制度，采取可持续的财政政策，使经济平稳健康发展。

### 1、采取可持续的财政政策，防止债务急剧膨胀

十几年来急剧膨胀的美国联邦债务给其他国家留下深刻教训。2007 年美国联邦政府债务仅占 GDP 的 63%；曾几何时，债务率就翻了倍，2020 年债务率达到 127.7%！债务增加起来很快，削减起来难。

2008 年全球金融危机后，中国政府也采取了扩张性财政政策，推出 4 万亿的投资计划。这项计划导致地方政府债务的激增，但对中央政府债务率影响不是很大。中央政府债务率 2008 年为 16.54%，2009 年为 17.14%，2010 年为 16.25%，2011 年为 14.59%。近年来，中央政府一直采取较为谨慎的财政政策，积极管控地方政府债务。但是，为了应对突然发生的疫情，政府 2020 年也不得不增加债务。中央政府债务率 2018 年为 16.62%，2019 年为 16.96%，2020 年增加到 20.76%，2021 年为 20.37%，2022 年为 21.23%。

根据审计署报告，国有铁路公司的债务约占 GDP 的 5%。其他国家部门还有少量债务。加总起来中央的债务就超过 GDP 的 26%。根据官方公布数据，地方政府一般性债务占 GDP 比重 11.89%，专项债占 GDP 的 17.08%，加起来是 28.97%。中央和地方显性债务合起来占 GDP 的 50.35%。

隐性地方政府债务包括负有担保责任和救助责任的债务。2013 年负有偿还责任的债务占总债务的比重为 60.85%。如果这个比例不变，那么地方政府总债务占

GDP 的比重就达到  $28.97\%/0.6085 = 47.6\%$ 。假定养老保险个人账户的缺口和全国社会保障基金积累的资金大体相抵。中央和地方的债务加总起来，就占到 GDP 的  $26\%+47.6\%=73.6\%$ 。这就很高了。其实，国际货币基金组织（IMF，2023a）估计，2022 年中国的政府债务总量占 GDP 的  $76.9\%$ <sup>3</sup>。

另一种算法的得出的结果更惊人。根据国际货币基金组织（IMF，2023b）年 2 月的报告，中国地方政府融资平台的债务总额将从去年的 57 万亿元增至 2023 年的 66 万亿元人民币<sup>4</sup>。2022 年，我国 GDP 为 1,210,207 亿元。这样，地方融资平台债务占 GDP 的比重就达  $47.1\%$ ，加上中央和地方显性债务，2022 年全国政府债务就到  $96\%$ 了！另外，有研究估测，我国村级政府也有大量债务。还有，前些年地方政府启动了大量的公私合作（PPP）项目，其中也产生了政府隐形债务。

目前，很多地方政府不承认其融资平台的债务是政府债务，把债务推给城投公司这些融资平台。然而，在 2011 年和 2013 年两次审计中，融资平台的债务是放在地方政府债务里的。不能因为债务多了，就不承认一部分债务，这种做法是掩盖矛盾，会耽误解决问题的时机。

应该指出，与美国和其它许多发达国家不同，大部分发展中国家的政府债务率近三十年来并没有增加很多。图 20 显示除中国之外的金砖国家和部分亚洲国家的政府债务状况。印度的政府债务率 1993 年为  $60.1\%$ ，2000 年为  $65.8\%$ ，2020 年为  $58.5\%$ ；印度尼西亚的政府债务率 1993 年为  $27.9\%$ ，2000 年为  $65.8\%$ ，2020 年为  $48\%$ ；马来西亚的政府债务率 1993 年为  $43.7\%$ ，2000 年为  $37.9\%$ ，2020 年为  $59.3\%$ ；泰国的政府债务率 1993 年为  $19\%$ ，2000 年为  $54.9\%$ ，2020 年为  $59.3\%$ 。南美洲的巴西债务率较高，2000 年为  $67.3\%$ ，2020 年为  $82\%$ 。南非的政府债务率上升快，2000 年为  $35.8\%$ ，2020 年为  $73.6\%$ 。凭借能源出口，俄罗斯政府债务率这些年下降了许多，2000 年为  $41.8\%$ ，2020 年仅为  $18.2\%$ 。

<sup>3</sup> IMF, 2023a, <https://www.imf.org/en/Search?q=China%20government%20debt&sort=relevancy>

<sup>4</sup> IMF, Staff Country Report on China, February 2023b, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/02/02/Peoples-Republic-of-China-2022-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-529067>

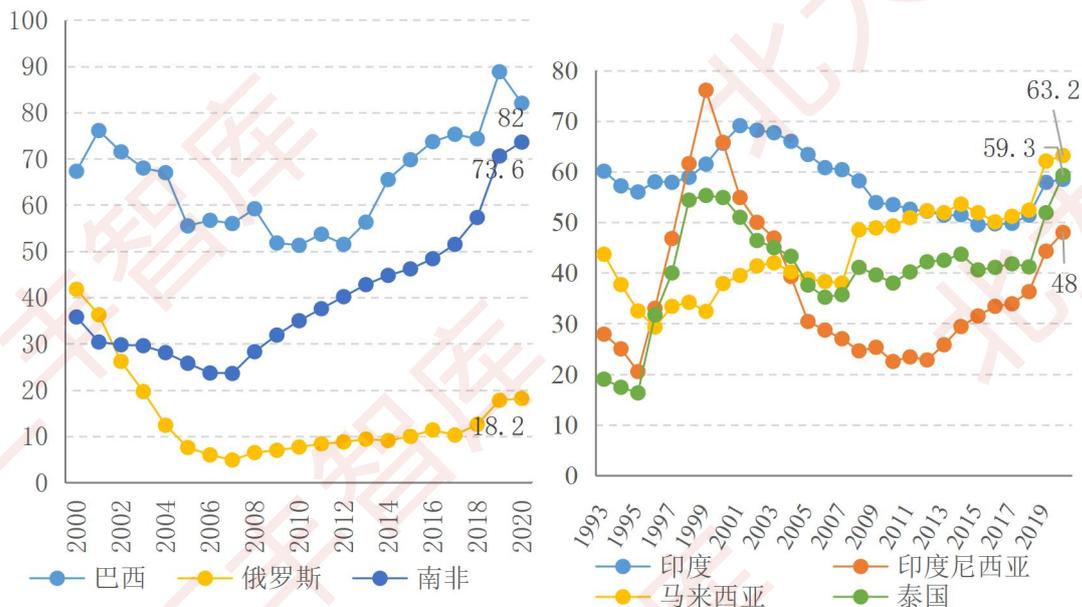


图 20 部分发展中国家的政府债务 (%)

数据来源: EIU Country Data, The global outlook for economic indicators and forecasts, BvD (bvdfinfo.com)

与亚洲的发展中大国相比,中国的政府债务率已经很高,应该吸取美国债务急剧增加的教训,以及自己以往的教训,防止债务急剧膨胀,尤其是在经济平稳增长时期。

## 2、中央政府对部分地方政府债务负起救助责任

我国不是联邦制国家,地方政府是中央政府的派出机构。地方政府债务与中央政府有关系,所以中央政府必须承担一部分责任。经常听到,“谁家娃娃谁家抱”的说法,意思是说地方政府债务有当地政府自己解决。为敦促地方政府谨慎借债,努力还债,这样说一下,是可以的。但最终,每个娃娃都是“祖国的花朵”,中央还是得救助的。

美国是联邦制。各级地方政府有税收立法权,地方政府预算由地方议会批准,不经过联邦政府审批。地方政府破产,联邦没有责任。图 21 显示美国州和地方政府债务水平以及债务占 GDP 的比重。可以看出,尽管联邦政府债务累累,美国州和地方政府债务并不高。而且,近十多年来债务率还在下降。2010 年,州和地方政府债务为 3.176 万亿美元,占 GDP 的 21.11%; 2022 年债务为 3.247 万亿美元,占 GDP 的 12.75%。这和我国地方政府债务重、中央政府债务轻,正好相反。

我国是单一制国家,地方官员由中央任命、调遣、提拔;地方政府没有税收

立法权；中央政府审批地方政府的预算，规定地方政府债务发行额度。另外，地方政府还要贯彻中央政府的财政政策，例如 4 万亿元的投资计划，等等。这样，地方政府的债务，是与中央政府有关的。中央政府应该负有救助责任。那也就是为什么，中央自从 2011 年开始就审计地方政府债务，近十年来一直在对地方政府债务踩刹车。

应该设定地方政府债务的上限。提拔干部不仅看 GDP 增长率，还要看债务增长情况。那种仅靠借债提高经济增长率的干部不应该得到提拔，提拔了的，再提拔时，也得考察以往所借债务的使用效率。总之，不应该重用那些“借”花献佛的华而不实的干部。美国许多州也是在 19 世纪中叶地方政府债务危机后，才设置地方政府债务上限的。

我们应该促使地方政府债务公开透明，摸清家底，然后估算出中央政府应该救助的部分。中央出台 4 万亿投资计划，引起的地方政府债务应该由中央政府负起救助责任。在今天看起来，这笔债务已经不大。中央政府从 2011 年开始就清查地方政府债务，控制地方政府债务规模。2013 年中央政府再次审计地方债务，信号是很明确的。所以，2013 年以后形成的地方政府债务应该主要由地方政府负责。当务之急，是要防止债务继续增加。如果现有的债务不再增加，债务就可以逐步被化解掉。

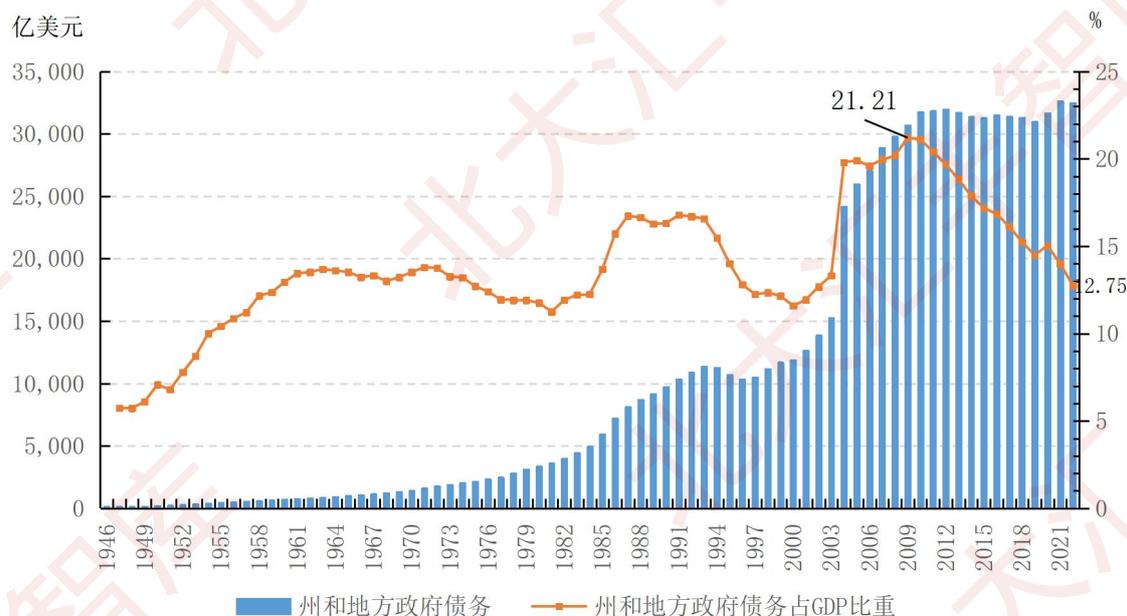


图 21 州和地方政府债务水平及其占 GDP 比重

数据来源：美联储圣路易斯分行 Economic Research Division, Federal Reserve Bank of St. Louis

### 3、重视没有资金来源的支出项目，尤其是农村养老和医疗

美国联邦债务增长的源泉之一就是那些没有专项资金来源的法定项目，例如，医疗救助，收入保障。这些项目占 GDP 的比重连年增长，而政府的税收收入占 GDP 的比重基本稳定，这样就造成政府债务占 GDP 的比重连年增加。在经济不景气时，这些项目开支的增加更为显著。例如，1966 年医疗救助占 GDP 的比重为 0.1%；2022 医疗救助占 GDP 的比重分别达到 2.3%，是 1966 年的二十多倍。这样，政府债务就必须增加。再例如，2019 年收入保障占 GDP 的比重 1%，2020 年增加到 5.1%，增加的部分要靠发债来弥补。

我国城乡居民医疗保险要靠政府补贴，而且每年都在增加。例如，根据国家医保局、财政部、国家税务总局通知要求，2022 年居民医保筹资标准不低于 930 元/人，其中财政补助不低于 610 元，个人缴费标准为 320 元。还有城乡居民养老金，2022 年 7 月日起，我国将城乡居民养老金最低标准提高到每月 98 元。上海已经增加到每月 1300 元。这些支出项目都是没有专项资金来源的。随着人口老龄化，这笔开支会越来越大，会对政府预算带来越来越大的压力。应该未雨绸缪，早日制定对策，避免像美国的医疗救助和社会福利项目那样，成为美国联邦政府债务的来源。

### 4、开拓新的税源

我国目前地方政府债务严重，主要原因是缺乏稳定的财政收入来源。我国目前尚未建立房产税、遗产税、赠与税等国际普遍采用的税种。

美国联邦政府虽然债务很高，但是地方政府债务很低。图 21 显示，地方政府债务 2020 年占 GDP 的比重 15%，2021 年为 14%，2022 年为 12.75%。在疫情当前，地方政府债务不仅没有增加，反而在减少。这跟我们国家正相反。究其原因，是因为美国地方政府有稳定的税源。从 19 世纪中叶起，房产税就成了地方政府的主要税收来源。如前所述，1902 年，房产税占到地方政府财政收入的 73%，占到联邦、州和地方总财政收入的 42%（见 Wallis，2000）。

从图 22 中可以看出，2020 年疫情严重的年份，房产税占到州和地方政府税收总额的 32%，销售税占到总税收的 24%。越是艰难的时候，越显示出这两种税的重要。2020 年疫情肆虐，人们在家办公，需要大房子，房价大涨，财产估值上升，

房产税增加。无论多么困难，人们也得吃饭穿衣，销售税也是稳定的财政收入来源。即使没有产业的地方，只要有人消费，政府就有收入。

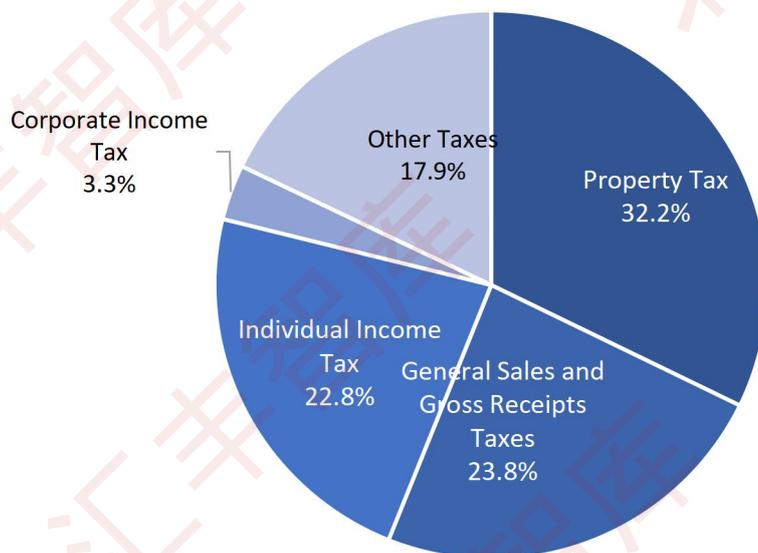


图 22 美国州和地方政府财政收入来源 2020 年

数据来源：U. S. Census Bureau; Tax Foundation calculations.

我国房产税试点已经十余年，应该早日在全国范围内推广。房产税是地方政府稳定的财政收入来源。在地方财政极度困难的情况下，推出房产税可以解决的地方政府部分财政问题。当然，征收房产税面临许多阻力，需要努力克服。还有遗产税和赠与税也应该适时征收。这些税可以避免财富在不同阶层间的固化，可以促使每一代人都能够自强自立。

另外，我国也应该考虑引入销售税。这样，没有工业生产企业的地方，政府也可以有充足的税收。例如，有的地方以农业为主，种植水果蔬菜，政府不征农业税，就没有多少税收收入。但是如果政府征收销售税，就会有充足的财政收入。美国这样的地方很多。零售环节征收销售税，容易出现偷税漏税，有的零售商可能不开发票。但随着人们纳税意识的提高，随着监管手段的现代化，这些问题是可以解决的。美国过去也有的小店不开发票，但是现在几乎所有商店都出机打发票，不管买者要不要，不要扔垃圾桶。我国也会发展到这种地步。当然，地方政府还可以征收其它的税，例如交通拥堵税等。

## 5、依靠增长化解债务

几乎所有国家都是借新债还旧债，债务的总量是很难减少的。衡量一个国家

债务轻重的指标是债务率，即债务占 GDP 的比重。给定债务总量，GDP 增加了，债务率就会减少。美国二战后债务率下降很快，这与美国那时经济增长率高有关。美国在克林顿执政时债务率下降，也和那时候经济增长快有关系。美国近年来债务率增长快，与美国经济增长率低有关。经济发展了，税收就会增加，政府扶贫支出就会减少，债务发行就会减少；同时 GDP 增加，债务率中的分母就会增大；这样，债务率就会下降。这就叫，依靠增长化解债务，是解决债务问题的最佳途径。

最近十几年来，我国经济增长率在下降。2010 年为 10.64%，2011 年为 9.55%，2012 年为 7.86%，2013 年为 7.77%，2019 年为 5.95%。受疫情影响，2020 年经济增长率为 2.24%，创下改革开放以来的最低。2022 年经济增长率为 3%。我们强调经济发展的质量，但是经济发展的速度也很重要。

前面讲过，通货膨胀，即物价总水平的增长，会减轻债务人的负担，通货紧缩会加剧债务人的负担，美国这些年债务率的增加与低通胀率也有关。我国今年 3 月份的 CPI 增速是 0.7%，引起人们对通货紧缩的担心。我们既要防止高通胀，也要防止通货紧缩。

中国正在处在工业化、城市化、现代化的进程中，经济发展的潜力仍然很大。我国具有很高的储蓄率，储蓄可以通过投资变为资本；我国人力资本丰富，劳动供给充足；我国技术在快速进步。因此，我国具备经济较快增长的条件。我国目前人均 GDP 还不高，处于追赶阶段。我们应该仍然把发展放在第一位，坚持改革开放，让市场在资源配置中发挥决定性作用，大力支持民营经济，调动一切积极因素，聚精会神发展经济，使我国收入水平再上一个台阶。这样，债务问题，以及其它相关问题，就迎刃而解了。

**【声明】** 本文版权为北大汇丰智库所有



## PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库（The PHBS Think Tank）成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。



北大汇丰智库微信公众号



**PHBS** 智库  
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: [thinktank@phbs.pku.edu.cn](mailto:thinktank@phbs.pku.edu.cn)

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>