

## 全球“战时财政”应对“新冠衰退”，将如何重塑未来政府和信用货币？ | 一财智库全球观察

### 摘要

YRI 研判及点评：

1. 在过去几个星期，全球对新冠疫情的经济冲击评估迅速深化，从局部冲击迅速演变为“新冠衰退”，最新的比照则是“新冠萧条”、“西班牙大流感”以及“战争”。各国针对疫情经济冲击的救助和刺激方案迅速出台，总计金额在此前难以想象。可以说，新冠衰退的影响已经不亚于一场战争。从目前规模看，美国的救助和刺激政策组合超过GDP的10%，德国超过4%，主要国家总计接近GDP的8%（图1，图2）。中国应将早先考虑的赤字率从3%至少扩大到5%以上。

2. 可以预计，在应对新冠衰退中推出的部分政策在危机后会退出历史舞台，但将有相当部分会一直持续甚至加强。在危机前就已经高

企的全球政府债务将继续攀升，同时，“更大的政府”将可能在疫情后成为未来相当长时间内定义政府和市场关系的大趋势（图3）。

图1 美国的2.1万亿财政救助刺激方案细节



来源: Preliminary legislative text; estimates by aides, lawmakers and outside groups.

来源: WSJ

图2 主要国家推出的经济救助刺激计划（占比GDP）



3. 面对未来财政支出的大幅上升，各国需要找到一条在不依赖新的信贷增长前提下就可以走出过度信贷创造导致的债务积压问题的道路，央行的免费资金是较为可行的一种选择。利用中央银行直接给予政府免费资金的策略正在得到更多西方精英的支持，这将可能成为真正意义上的中央银行“直升机撒钱”。经济学家们提出，央行向政府提供免费资金的具体做法包括：央行直接为政府在央行的账户授予信贷额度，规模和期限与政府的转移支付项目一致，且无需偿还，等同于央行在购买政府债务后立即冲销；发行超长期（50-100年）或者永久（不需要偿还本金）债券，央行直接购买，两者都是政府债务直接货币化。

图3 “大政府”回归



来源: 经济学人

4. 对于欧洲国家而言，政府对于免费资金的需求可能会加快欧洲政治一体化的进程，欧洲最近的辩论显示，欧盟共同债务，例如新冠债券（Corona Bond）的出现概率加大，这将加强“欧盟-欧洲央行”的联合协作机制，从而扫除未来欧洲央行货币化成员国债务的最大政治障碍。否则，在意大利因疫情“被抛弃”感空前深重的推动下，欧元面临真正的危机并走向崩溃的概率在上升。

5. 疫情可能将让全民基本收入（universal basic income, UBI）计划真正成为主流国家的选择，并可能发展成相对永久性的政策。为了支持由此产生的巨大财政支出，以及应对日益增长的贫富差距所带来的压力，同样需要政府与央行合作寻求政府债务减免，而民众对于全民基本收入的支持也将会成为这种合作的民意基础。

6. 无论是直升机撒钱、UBI，还是 Corona Bond，都将导向央行减免政府债务的模式，但这对应着很高的道德风险，对于中央银行独立性也提出了更高的要求，而从过去一段时间来看主要中央银行的独立性事实上已经大为降低。一旦先例被打开，特别是将其作为长期性制度安排后，该模式未来将不可避免的被滥用，这将彻底改变公共财政的运转模式，并损害信用货币的基础。我们需要对这种情况下将可能导致的结果有所准备，例如金融压抑回归，或者超级通货膨胀的出现。

7. 好消息是目前全球利率为零，让政府增加负债的成本极低。在新冠衰退后，全球公共财政的尝试及其和金融系统的互动，可能会走上一条动荡之路。只有全球经济和贸易再现健康增长，通胀回到合理水平，全球才会走出这个类似“战时”后遗症的趋势和状态。

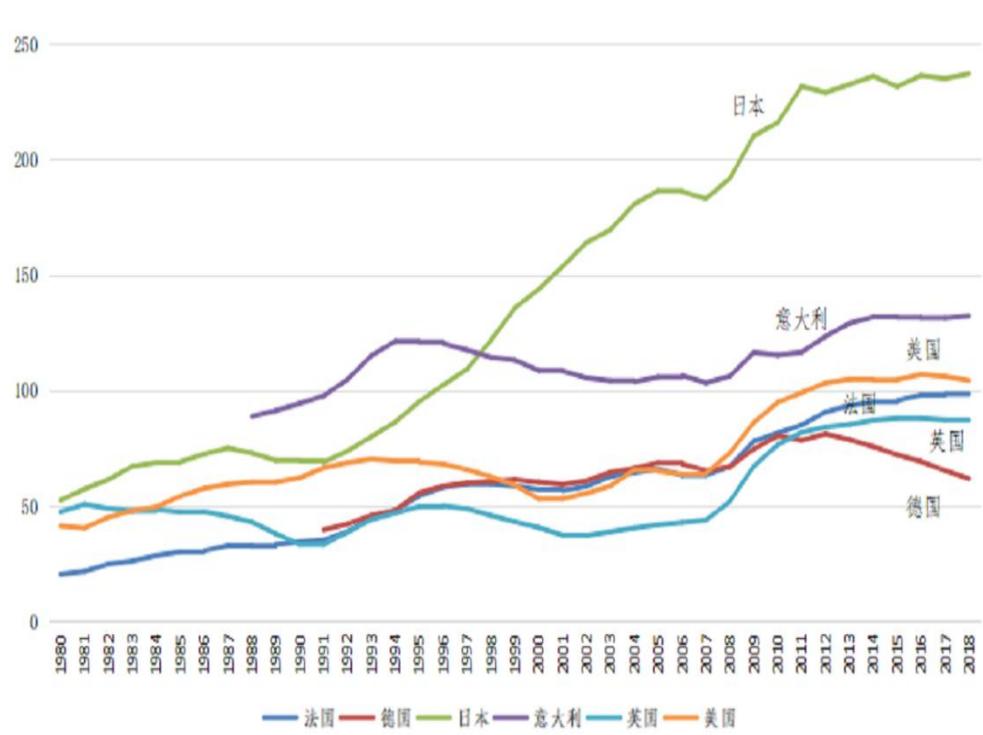
## 正文

## 一、应对“新冠衰退”将显著增加全球政府债务

为了应对新冠疫情在全球的扩散，政府不得不采取社交隔离的措施，这些措施必将对经济产生直接和潜在的间接影响。

意大利博科尼大学教授吉亚瓦兹（Francesco Giavazzi）和贝里尼（Guido Tabellini）认为新冠疫情对经济的影响堪比一场战争，虽然目前还难以预计疫情造成的经济影响，但基于当前的情况，各国政府的财政刺激政策规模将超过 GDP 的 10%，这将显著增加本已非常庞大的政府债务规模。

图 4 主要国家一般政府债务占 GDP 比重



数据来源：wind

表 1 当前各国已公布/执行财政刺激方案规模及占 GDP 比重  
(截至 3 月 26 日)

国家	财政政策内容	GDP 占比
美国	2 万亿美元经济刺激计划； 1040 亿美元抗疫资金； 83 亿美元紧急经济援助。	10.5%
德国	1560 亿欧元支出及减税计划；至少 8220 亿欧元企业担保计划。	≤28.5%*
法国	大约 450 亿欧元抗击新冠肺炎疫情冲击；3000 亿欧元对企业贷款的“国家担保”。	≤14.3%*
英国	390 亿英镑的经济刺激方案；为企业提供 3300 亿英镑政府贷款支付为受疫情影响无法工作的人补贴工资。	≤16.7%*
意大利	250 亿欧元紧急援助计划。	1.4%
澳大利亚	1890 亿澳元经济刺激计划； 400 亿澳元应急资金； 28.4 亿澳元疫情相关卫生支出。	9.7%*
瑞士	420 亿瑞郎的经济支持计划。	6.0%
加拿大	820 亿加元财政刺激方案； 11.25 亿加元疫情防控资金。	3.6%
日本	明确表示计划 56 万亿日元的财政刺激计划*； 4460 亿日元疫情紧急应对资金。	10.2%
新加坡	550 亿新元综合经济刺激方案	11%

\*注：≤意味着该国有独立计划为企业担保，不完全计入为财政支出；

日本新的财政计划未正式通过。

来源：第一财经研究院整理

## 二、真正的“直升机撒钱”——中央银行免费给予政府“不需要偿还的资金”来解决公共债务问题

政府支出大幅增加，需要通过提高税收或在资本市场上融资来获得资金，从当前情况来看，选择前者根本不可能。中央银行暂时性的资产购买计划只能解决当前的市场流动性问题，需要有更长期的安排解决政府债务问题，从而避免陷入政府债务危机。

吉亚瓦兹和贝里尼认为，可以利用当前的市场环境发行超长期（50-100年）或者永久（不需要偿还本金）债券。一般而言，30年期是市场认为的“定期的、可预测”的国债期限上限。超过30年期的超长期国债由于缺乏判断价值基础、过高的预期波动率和没有可对冲风险的产品，一直缺乏有效市场需求。3月19日就有市场消息称美国政府正在考虑发行50年期国债为经济刺激方案提供资金。此前美国政府也在2017年和2019年尝试过发行超长期国债，但都因为财政部顾问认为没有足够市场需求而未能实现。在过去的几年中，市场对50年期国债的兴趣极低，应者寥寥。

我们认为，如果政府真的选择发行超长期国债，那么唯一有可能真正买单的就是中央银行。而因为缺乏市场需求，中央银行可能需要将超长期国债永远留在自己的资产负债表中，这会对未来可能的货币政策正常化构成巨大的威胁。

国际经济学研究中心（CREI）高级研究员乔迪·加利（Jordi Gali）提出了新的思路。他在“用直升机撒钱的时候到了”一文中指出，虽然中央银行可以通过扩大量化宽松计划购买新发行的政府债券帮助解决

问题，但这并不能解决政府债务比例上升的问题。在他看来，事实上还有另一种方法，就是让央行直接给必要的财政转移支付提供不需要偿还的免费资金，俗称“直升机撒钱”，而现在正是应该这么做的时候。

加利认为央行可以直接为政府在央行的账户授予信贷额度，其规模和期限与政府的转移支付项目一致，并且资金无需偿还。该操作等同于央行在购买政府债务后立即冲销。从会计角度看，央行提供的资金可以通过减少央行资产或在资产负债表的资产侧增加永久注释来体现，这甚至不会影响央行定期转给政府的利润。

前英国金融服务管理局主席阿代尔·特纳(Adair Turner)认为直升机撒钱的基本原理也适用于现代经济社会。与加利建议的做法不同，特纳认为央行可以通过购买政府永久无息债券为这笔支出融资，但这种不同只限于操作模式上，其本质上是相同的，因为永久无息借贷事实上等于免费资金，只是用传统的方式实现了中央银行向政府提供免费资金的目的。与向市场发行政府债券的财政刺激政策相比，央行直接接手政府债务可以避免挤出效应（政府债券供应量增大会降低市场对其他投资品的需求），从而产生更好的经济刺激效果。真正的问题是是否具有长期的影响。

政府向公共发放的资金会创造了商业银行在中央银行的超额储备，从而使商业银行更容易地扩大私人信贷、货币和购买力，即法定货币创造促进私人信用创造。真正的危险在于私人部门信用扩张超出合理需求水平，从而导致一系列不良的后果，比如通胀水平过度上升。

但这个问题并非不能解决。现代经济中银行体系都实行准备金制

度，理论上私人部门信用创造能力取决于准备金率，如果准备金率上升到 100%（全额准备金），那么私人部门的信贷创造能力就会完全丧失。欧文·费雪、亨利·西蒙斯和米尔顿·弗里德曼在 1948 年就曾指出，全额准备金制度可以让私人信用创造不复存在，从而确保财政货币融资的长期激励效应被精准控制。

即便不采取如此极端的做法，对于全额准备金的讨论也能给出解决该问题的思路，那就是中央银行可以通过提高准备金率来抵消过度刺激长期需求的危险。特纳认为，当前面临的挑战是要找到一个政策组合，能在不依赖新的信贷增长前提下就可以走出过度信贷创造导致的债务积压，财政赤字货币化和未来对信贷中介隐性课税（高比例且不付息的准备金）或许是一个最优组合。与加利的“一次性”方案相比，特纳的建议更像是一种长期制度安排。

### 三、新冠债券（Corona Bond）——欧洲的新选择

即便是在欧洲，直升机撒钱同样有现实意义和操作空间。

布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室(Bruegel)研究员、德国柏林赫尔梯行政学院公共政策研究生部主任马克·哈勒贝格(Mark Hallerberg)与塞浦路斯大学教授斯塔夫罗斯·泽尼奥斯(Stavros A. Zenios)在 3 月 25 日的文章中指出，新冠疫情意味着欧盟很多国家将很快出现公共债务负担大幅增加，而目前仍缺乏欧盟层面的财政支持。在他们看来，意大利提议的发行“新冠债券”可以解决这个问题。

新冠债券将为整个欧洲与应对疫情相关的支出融资，如果新冠债券

真正成行，那么将是第一次在欧盟层面出现大规模的共同债务。哈勒贝格和泽尼奥斯认为新冠债券在技术上可以是欧洲稳定机制的延伸，并不存在融资方面的问题，未来可以发展成为欧盟共同债务，前提是在政治层面得到一致通过。

在欧债危机时期，欧元区公共债券的议题就曾被提起，但是一些财政纪律严明的国家不愿意与债务规模不受控制的国家共同发行债券。之后，为了维护欧洲的稳定，欧洲稳定机制（ESM）在2012年10月正式生效，从而取代欧洲金融稳定基金（EFSF），在必要时为欧盟成员国提供金融救助。但这次“新冠债券”却得到了更多的支持，3月24日葡萄牙、法国、意大利、西班牙、比利时、卢森堡、希腊、爱尔兰和斯洛文尼亚9个国家领导人致信欧洲理事会主席，要求欧盟方面采取协调一致的态度，呼吁发行新冠债券，帮助成员国应对疫情危机。新冠债券也得到了德国主流经济学家的支持，在他们看来，疫情的发生不是任何一个国家的过错，过去的应对危机的机制并不适合当前的情况。截至目前，以德国为首的国家对此依旧明确反对。

我们认为，新冠疫情带来的政府债务大幅攀升并因此带来的风险给了欧洲一个机会去推进政治一体化。由于疫情所带来的额外支出不能被认定为某一些国家的“不负责任”，这减少了相关行动的政治障碍。欧洲很可能因为这次疫情形成真正意义上的欧洲共同债务，并且对于这些资金是否会被限定在疫情相关支出上并不会做出真正严格的要求。就如哈勒贝格和泽尼奥斯所说的，并不决定需要去限制可能出现的“偏离”（即新冠债券融资资金被各国政府用以偿还原有债务），如果因为这次

疫情，各国财政状况可以得到改善，那么需要感谢新冠债券。欧盟共同债务的出现将加强“欧盟-欧洲央行”的联合协作机制，从而扫除未来欧洲央行货币化成员国债务的最大政治障碍。

这意味着，让央行免费为政府提供资金的想法在欧美各国已经有过长期的讨论，形成了理论基础并具有现实意义。对于政府而言，从央行免费获取资金是“一劳永逸”的方法，既可以避免承受未来因需要偿还债务而带来的政治压力，也能避免陷入主权债务危机（特别是对欧洲）。在目前疫情严重冲击全球经济的背景下，更有可能促成其真正实施。

#### 四. 可能会被长期化的全民基本收入计划

全民基本收入（universal basic income, UBI）计划在疫情爆发之前就被多方讨论，而此次疫情会使全民基本收入计划真正成为主流国家的选择，并可能成为相对永久性的政策。

##### 全民基本收入在欧美有着较好的民众基础

传统的全民基本收入计划围绕着三种不同的目标：

- 应对自动化所可能导致的失业情况（包含如卡车司机一类的高危职业）；
- 作为强化社会契约并增强人们对政府信任的工具（如美国阿拉斯加州的“永久基金”将阿拉斯加州的石油收入进行投资及再分配）；
- 作为扶贫工具。

每一个目标对应着不同的设计与传播方式，比如为强化社会契约的

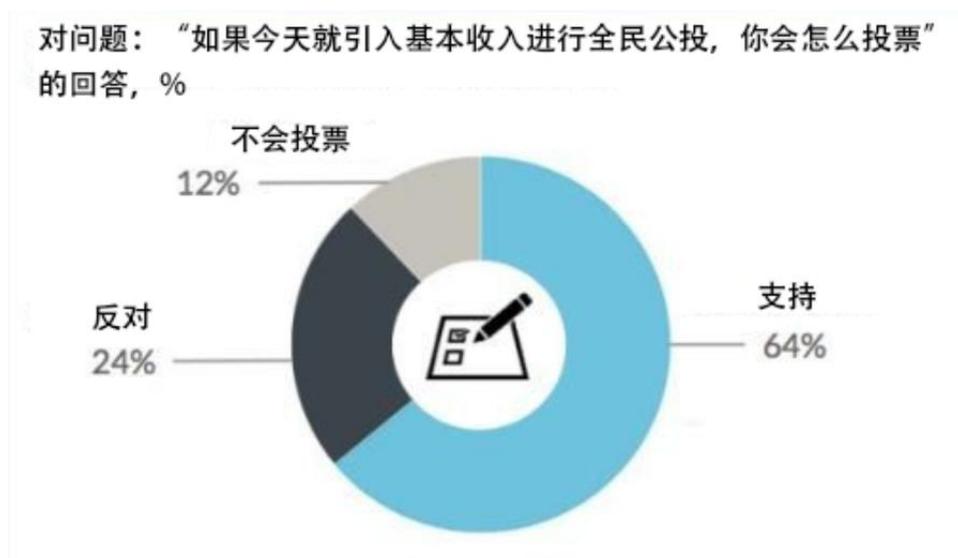
计划就资金数量而言可能难以达到扶贫的目标。政策制定者需要将定制化的计划以不同的方式传播给公众，从而得到社会的理解与支持。因此，计划的设计与传播需要在这三个目标中做出权衡及预期管理。

2016年6月，瑞士就是否引入全民基本收入进行公投，该项公投倡议要求每个成年人每月获得由国家无条件发放的2500瑞士法郎，儿童得到625瑞士法郎。虽然公投最终被否决，但这是人类历史上第一次通过法定政治程序将长期全民基本收入这一学术理念变为现实制度的尝试。

2017年芬兰将其作为简化社保体系的手段（扶贫工具）开始试运行全民收入计划，并相信相对于失业救济，此举能促使失业者开始工作。此前政府认为一些失业者不愿意找工资较低的工作是因为害怕失去失业金。不过芬兰最终叫停了该实验。

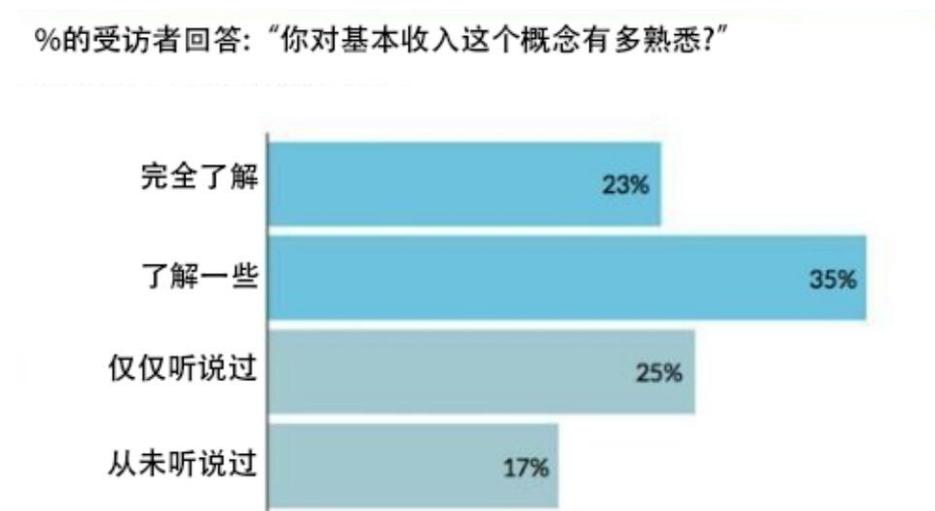
从欧洲整体来看，全民基本收入计划已经有了较好的公众基础。此前的一项调查显示，58%的欧洲人对于全民基本收入有着基本以上的了解，64%的欧洲人表示如果现在投票，将会支持全民基本收入计划（24%反对）。

图 5 64%的欧洲人支持全民基本收入



来源：世界经济论坛

图 6 欧洲人对于全民基本收入的了解程度



来源：世界经济论坛

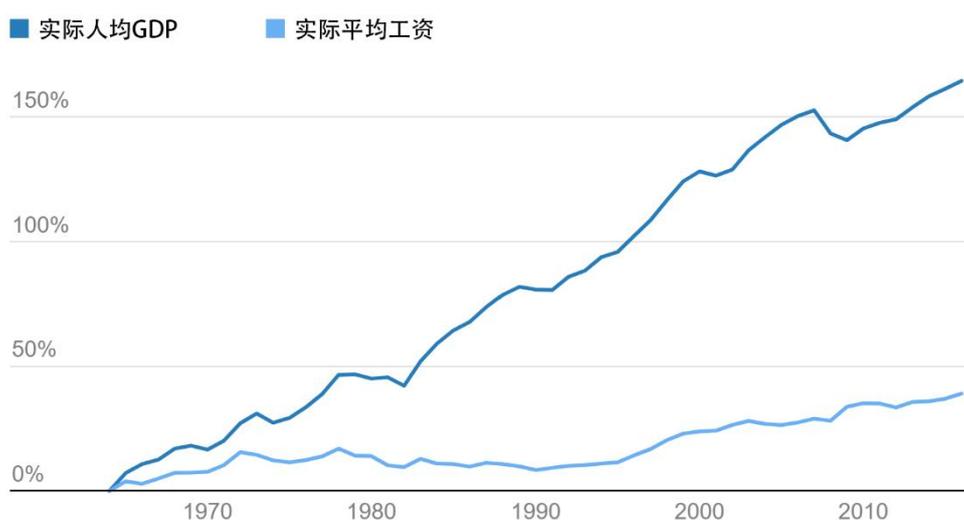
目前已经退选美国总统的民主党议员杨安泽曾经将全民基本收入作为竞选理念。杨安泽认为人工智能和自动化将推高失业率，而美国每人每年 12000 美元的基本收入可以作为应对大规模失业的缓冲。很多企

业家都曾经表示过支持全民收入计划，包括脸书创始人扎克伯格和微软创始人比尔盖茨。

主要国家正承受着贫富差距日益扩大带来的巨大政治和经济压力，而在疫情导致经济衰退时，这种压力将会进一步扩大。就如桥水基金创始人瑞·达利欧 (Ray Dalio) 说的，“我担心今年的美国总统大选会是一场激烈的政治斗争，这是一场关于谁将为之（疫情）付出代价的斗争，是富裕的资本家和贫穷的社会主义者间的一场斗争。原则上，当社会存在巨大的贫富差距且经济衰退时，如何分摊不断缩水的蛋糕必将存在很多冲突。”

这意味着当前实行全民基本收入计划已成为了更多主流国家政治家一种政治上更为正确的选择，而不再仅仅是财政富余国家的社会保障体系替代安排。谁为之买单，中央银行是最佳选择。

图 7 美国工资增速远远落后于 GDP 增速



私人部门和非监督雇员的平均每小时收入使用GDP平减系数调整通胀影响

来源：FRED

## 一次性补贴还是永久政策考量？

从目前各国推出的经济刺激政策来看，都有着一次性发放全民基本收入的概念，比如美国的方案中包括向个人年收入低于 7.5 万美元，家庭年收入低于 15 万美元的美国人发放每人 1200 美元补贴，每个孩子将得到 500 美元。在日本正在讨论的经济刺激方案中，也包括向家庭直接发放现金。印度尼西亚、马来西亚和英国都在准备相应的现金支付转移计划，并在扩张其已有计划的支付能力。

前英国金融服务管理局主席阿代尔·特纳认为通过给所有公民的商业银行存款账户发放货币能提高总体需求，而与单纯的货币政策刺激相比，把新增购买力直接送到居民和企业手中，不会再次产生具有潜在危害性的私人信贷扩张，也无须承诺中央银行在较长时期内维持超低利率水平。

特纳认为直接向民众给予现金的效果是无容置疑的，就如前美联储主席伯南克 2003 年说的，如果消费者和企业能够获得意外之财，他们肯定会花掉一部分，因为这笔钱不意味着未来债务负担的增加。

世界银行高级经济学家乌戈·真蒂里尼（Ugo Gentilini）认为，在与新型冠状病毒的斗争中，一次性的全民基本收入计划或许会发挥一定作用。

真蒂里尼指出，经验表明政府向个人进行现金转移支付通常能够挽救无数生命，若计划得当，这样的计划还可以帮助人们永久地摆脱贫困。他认为，资金注入计划能够带来更为深远的连锁效应。在非洲推行的一些计划中，1 美元的投入可以为当地经济产出 1.27 至 2.6 美元的效益；

在美国推行的补充营养援助计划(SNAP)中,1美元的投入能够带来1.79美元的经济收益;而欧盟即便是在10年前的经济衰退期中,类似计划中每1欧元的现金投入也能带动0.85欧元的经济活动。

在真蒂里尼看来,此次新型冠状病毒肺炎的流行为政策制定者提供了一个从新角度使用全民基本收入计划的机会,即通过一次性的现金转移支付计划刺激消费需求,其形式可以是各国中央银行可自行使用的金融杠杆,也可以是成为各国财政部推行的财政方案中的一部分。

一次性的全民基本收入计划已有先例。科威特在2011年推行过此类一次性现金转移计划,澳大利亚也在2009年推行过类似的资金注入计划。政策制定者已注意到了这些先例,并正在认真地考虑将一次性现金转移支付计划作为一种可能的政策响应方案。中国香港特区政府于2月26日公布的《财政预算案》中已推出了一项1200亿港元的救助计划,包括向700万年满18岁的香港永久居民每人发放1万港元的现金补助。同时,欧盟也正“竭尽全力”推动类似的救助计划。

我们认为,当一次性全民基本收入计划被实施后,更为长期的,甚至永久性的全民基本收入计划在主流国家实行的可能性将会越来越高,特别是如果此次疫情积极影响的程度和时间超过了政治家当前的预期,而我们认为这种情况极有可能发生。

在杨安泽提出在美国实行长期全民基本收入计划后,美国企业公共政策研究所(AEI)开放策略中心(Open Source Policy Center)主管马特·延森(Matt Jensen)在名为“探索预算中性的全民基本收入”一文中指出,通过削减和废除一系列联邦政府开支和增加税收收入,在

2020 年可以支持为每个美国成年人发放 15845 美元（未成年人 7923 美元）全民基本收入。

表 2 美国在预算中性前提下各年份可支持的全民基本收入金额

	2014 年 UBI（每年）	2020 年 UBI（每年）
十八岁以上	6894 美元	7923 美元
十八岁以下	13788 美元	15845 美元

注：削减开支项目包括联邦医疗保险支出、社会保障支出等

来源：AEI

从这点看，美国主流机构一直致力于研究长期全民基本收入计划，只是受制于资金的来源。如果中央银行能事实性的免除政府债务，政府很可能将该政策永久化。而正因为全民基本收入在欧美已经具有广泛民众基础，永久性的全球基本收入计划可能将成为央行向政府提供免费资金的民意基础。