

宏观经济

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

徐佳蓉

63081270

xujiarong@cindasc.com

应对危机财政政策作为

关于财政政策分析之一

2010年4月7日

摘要

- 财政激励计划构成了经济复苏的基础。虽然规模与构成在不同的国家之间有差异，但都包括，政府消费的扩大、所得税的削减、公共基础设施项目以及汽车销售的私人消费计划。在部分经济体中还包括有对金融部门的拯救计划。
- 相机抉择的财政政策以及周期性的增支减收，带来了巨大的预算赤字与政府债务的堆积。
- 多因素决定需要实施财政稳定计划以降低赤字与债务规模。一方面，由于更高的债务负担限制了反周期的财政行动，同时，债务利息支出的增加将挤压政府在经济增长方面的开支。另一方面，政府债券的过度发行将带来利率上行的压力，对私人投资具有挤出效应，损害长期的增长。此外，全球人口老龄化所带来的成本需要加以平滑。
- 财政稳定计划需要与经济增长相协调。开支削减具有必要性，但是，需要保留促进经济增长的项目。如教育、研发、基础设施开支等。对于税收工具，将更多依赖那些对经济增长的扭曲度较低的工具。如财产税与消费税等。
- 结构性改革也有助于长期的财政稳定计划。包括提高公共部门的效率、改革医疗与养老制度，延长工作时间与扩大基本医疗保障题写的覆盖面。

应对危机的财政政策带来巨大的赤字与债务规模

财政激励计划构成了经济复苏的基础。虽然规模与构成在不同的国家之间有不同，但都包括有，政府消费的扩大、所得税的削减、公共基础设施项目以及汽车销售的私人消费计划。在部分经济体中还包括有对金融部门的拯救计划。

政府与央行实施了积极的支持政策应对全球危机，相机抉择的财政政策与周期性的收入的减少与支出的增加，导致了巨大的预算赤字与政府债务的堆积。其中，美国的赤字规模在 2007 年占 GDP 的比重为 2.8%，到 2009 年飙升为 12%，预计在 2010 年将略有下降，到 2011 年为 9.6%。政府债务在 2007 年为 62%，到 2009 年为 84%。之后会持续上升，到 2011 年为 100%。日本赤字规模在 2001 年为 2.5%，到 2009 年上行到 7.4%，到 2011 年达到 9.3%。政府债务在 2007 年为 167%，到 2009 年为 189%，预计到 2011 年达到 204%。欧元区的赤字规模在 2007 年为 0.6%，到 2009 年为 6%，预计到 2011 年还将在 6% 左右。债务规模在 2007 年为 71%，到 2009 年为 82%，到 2011 年为 91%。许多财政赤字将是结构性的。在 2011 年之后随复苏与稳固计划的设施而有所缓和。

危机前的财政状况导致危机后的财政状况各国之间存在较大差异。危机前大量的财政赤字，导致危机后政府债务在大部分国家都达到历史的高度。比如，在日本，预计在后年将达到 200%。在另一些国家，危机前更低的政府债务与健康的财政状况，为财政激励政策的实施带来相应的空间。比如，危机前中国拥有大量的财政赢余，在危机中为负的净债务，能够为经济增长在中期提供更高的支出。由于危机前的稳定计划，在巴西实施反周期的政策，其结果是公共部门债务的降低。俄罗斯的债务动态主要依靠的是原油价格与政府当局的储蓄能力。

2009 年年中出现了一定程度的恢复具有脆弱性，但是出于财政的长期稳定，需要考虑实施稳定计划。稳定计划的实施旨在 2017 年将财政带回到平衡的状况，但是即使如此，债务占 GDP 的比重也将超过危机前的水平。比如，根据 6 年期的财政稳定计划，美国 2017 年财政计划赤字占 GDP 的比重下降为 3.6%，日本下降为 3.4%，但政府债务占 GDP 的比重 2017 年美国接近 120%，日本为 216%。相反，在韩国，在 2017 年达到预算平衡的需要更为平缓，预计预算赤字占 GDP 的比重少于 2.5%。通常预计稳定计划在 2011 年开始实施，与复苏的步伐相一致。

稳定计划实施的背景

多因素决定需要实施财政稳定计划以降低赤字与债务规模。首先，更高的债务负担限制了反周期的财政行动。财政行动的有效性受到既有财政状况的制约，反过来恶化市场对逆向冲击的预期，助推了将来周期性下降的程度。

其次，政府债券的过度发行将带来利率上行的压力，对私人投资具有挤出效应，损害长期的增长。虽然当前主要经济体债券发行并没有对金融市场产生不稳定的影响。但是在面临更高债务水平与更高预算赤字的情况下，对政府债券的偏好或将突然改变。与此同时，由于旨在将长期债券收益率保持在低位的非传统货币政策的退出，对于利率带来上行的压力。

再者，债务利息支出的增加将挤压政府在经济增长方面的开支。比如，人力资本形成以及基础设施的发展等，以满足政府债务支出的需求。

最后，人口老龄化所带来的成本需要加以平滑。人口老龄化构成预算负担，需要重新评价当前的养老体系，特别是现收现付的养老体系。

财政稳定计划的相关考虑

稳定计划需要与复苏步骤相一致。财政稳定计划与其他退出政策相联系。政策正常化的步骤与时间分布需要考虑各国国家的状况、通胀形式以及财政状况。持续缓慢的复苏意味着退出计划的逐步性。并不成熟的退出计划将损害经济的复苏。而滞后的退出计划将破坏财政稳定计划的信心，带来居民的李嘉图应对。

不同国家复苏的不同步的结果是财政稳定计划的不同步。需求增长较弱而且政策利率趋于零的国家，稳定计划可为缓慢。相反，则可以更为迅速的实施稳定计划。类似的是，如果一个国家预算赤字与债务水平更低，那么，较其他国家可更为平缓的进行。而那些财政赤字较高，同时金融市场对于当局的稳定计划并不具有很强信心的时候，复苏计划需要更为明确与及时。不同步性也意味财政稳定计划之间的国别协调。

财政稳定计划的实施手段

财政稳定计划需要与经济增长相协调。开支削减具有必要性，但是，需要保留促进经济增长的项目。如教育、研发、基础设施开支等。对于税收工具，将更多依赖那些对经济增长的扭曲度较低的工具。如财产税与消费税等。

政策手段强调降低对经济增长的影响。通过调整开支的构成与税收的来源达到稳定计划。由于不同工具的成本与收益在不同社会阶层之间的影响是不同的，财政稳定计划也意味着一定程度的收入再分配。

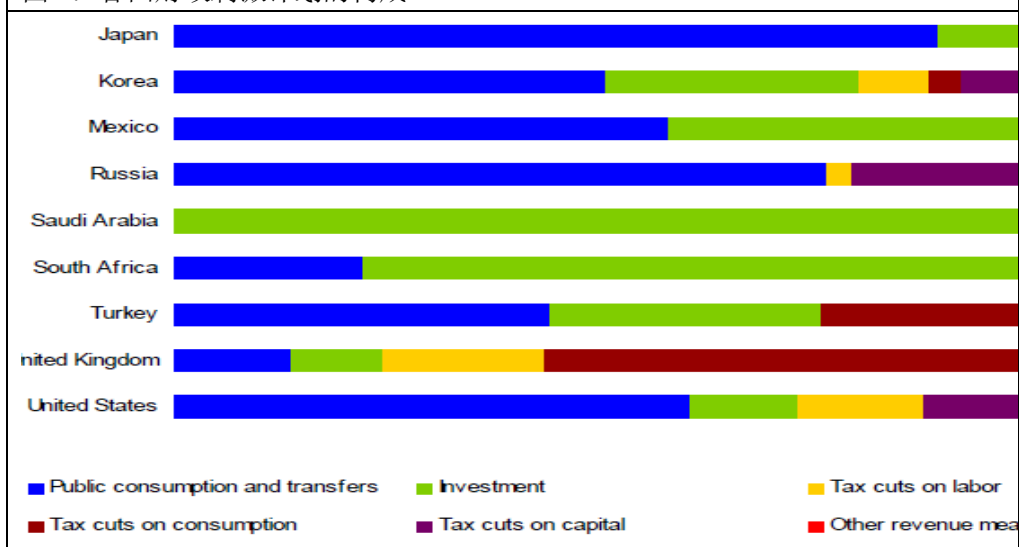
开支的削减是必须的，但是，需要保留促进经济增长的项目。其中包括有，教育、研发、基础设施。教育对经济增长的收益来自于人力资本的积累。对于创新的支持主要在于对研发的税收的减免以及全要素生产率的提高。改进公共基础设施对私人投资的释放有促进作用。

将依赖那些对经济增长的扭曲度更低的税收工具。由于如财产税消费税等其扭曲的程度小于对要素的征税，如，个人与公司的所得税。将更多的使用。个人所得税对经济增长的制约作用，其调整主要着眼于社会收入的再分配。

结构性改革有助于长期的财政稳定计划。结构性改革包括的内容有，一是改进公共部门的效率。比如，医疗开支的效率的提高具有收入提高的效应，同时，可以降低公共开支的规模。在一些国家，公共教育效率的提高，也将有助于在降低开支的情况下，提高入学率，将带来持续的经济增长红利。

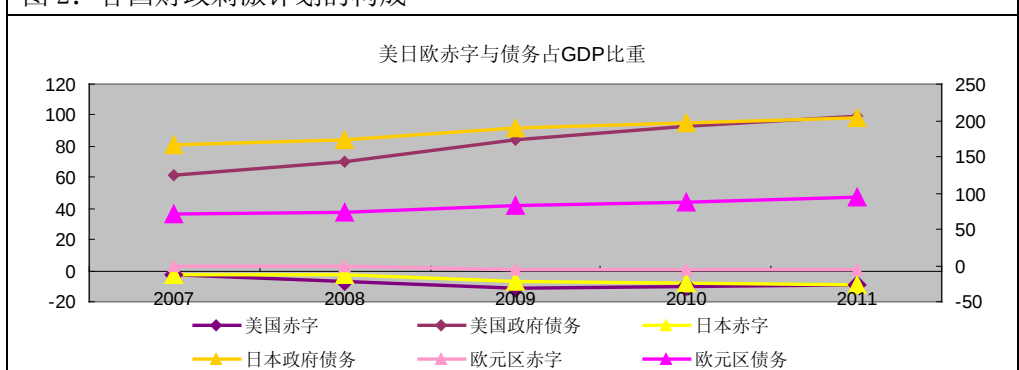
对医疗与养老制度的改革也将带来双倍的红利。但发挥具有时滞性。改革有助于延长工作时间，有助于增加劳动力的有效供应，促进潜在的经济增长率的提高。此外，如取消对特定产品与燃料补贴，有助于提高资源的配置效率，在将资源向更有利于经济增长的产品的项目倾斜的同时带来政府储蓄的增加。

图 1：各国财政刺激计划的构成



资料来源：信达证券

图 2：各国财政刺激计划的构成



资料来源：信达证券

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102