

财政整顿：绕不开的弯，弊短利长

发布日期：2010年7月16日

主要观点：

- 凯恩斯之后，各经济学流派对因政府过度扩大支出而导致的财政赤字基本持否定态度，特别是持久的财政赤字。高赤字和高负债对经济持续稳定增长的不利影响主要体现四个方面：政策调控空间缩小、高通胀威胁、挤出效应和代际不公平。因此，财政紧缩是绕不开的弯，迟早要来临。
- 但紧缩财政需以维持经济的适度增长为前提，以结构性调整为主要手段，同时辅之于合适的货币政策，否则，将南辕北辙。
- G20 多伦多宣言明确当前全球经济仍处脆弱复苏，尚需维持经济刺激，但财政整顿和再平衡必须加快进行，以保证未来实现强劲、可持续、平衡增长。可见，针对全球经济的中长期持续发展战略已取代短期复苏要求，退出步伐实际提前启动。
- 宣言对新兴经济体开出了更详细的药方，全球经济复苏仍寄希望于新兴经济体。而其中，社保体系建设、降低储蓄率、开放市场和减少管制似乎都指向了中国。未来 2-3 年，我国经济发展的外部环境不会有显著改善，面临严峻的外部压力和挑战。
- 多国在高峰会前已公布包含财政紧缩的预算方案，财政整顿是各国计划事项，并非政策的突然转变，多伦多高峰会仅促使其更早执行，也考虑各国不同情形，采取了各有别原则。
- 根据经济复苏、政治因素和赤字规模这三维指标，我们认为要求财政整顿的发达国家中，加、德的财政整顿执行意愿和力度较大、可信；美、英、日次之；法、意两国受牵制因素最多。
- 当前最大问题在于生产系统未复苏、失业率高企。09 年财政救助侧重金融领域，而财政紧缩直降福利和就业岗位，两者目标的非对称性导致就业和生产受冲击更大。因此，各国在紧缩财政的主基调下，应该结构性地增加对就业、生产等领域的投资。
- 根据经济理论和实践经验，财政赤字对经济增长的冲击维持在 2 年左右。因此，财政紧缩将影响 2010 年和 2011 年的经济复苏。主要经济体中，英国和西班牙受冲击较大。2010 年英国和西班牙增长率下降 0.7 和 2.7 个百分点，2011 年两者下降 1.5 个百分点左右，而德国仅有 0.5 个百分点左右。2010 和 2011 年全球经济因此下降大约 0.1 和 0.3 个百分点。

分析师：王国兵
证书编号：S0550110050050
TEL: 6336 7000-305
FAX: (8621)6337 3209
Email: winmcn@163.com
地址：上海市延安东路 45 号 20
邮编：200002

目 录

一、财政赤字有益还是有害	4
1、理论解释：绕不开的财政平衡	4
2、实践启示：80 年代拉美国家的财政失衡与 90 年代美加平衡财政的经验	5
二、平衡财政的一般做法	6
1、保持经济的适度增长是必要条件	6
2、增收节支将是结构性调整，而非全面开展	6
3、紧财政需要适度松货币配合	7
三、G20 多伦多宣言意在重塑全球经济增长格局	7
1、全球经济处在脆弱复苏格局，仍需维持刺激方案	7
2、为实现全球经济强劲、可持续、平衡增长，财政整顿与再平衡将强力推进	7
3、中长期持续发展战略取代短期复苏要求，退出步伐实际提前启动	8
4、全球经济复苏仍寄希望于新兴经济体，中国的外贸平衡、升值压力有增无减	8
四、财政整顿及影响	9
1、财政赤字影响长期增长，减赤是当事国日程事项	9
2、G20 会议明确财政整顿的一致行动方案	11
3、财政整顿知易行难，三维度评价各国的执行力度及紧缩力度	12
4、各国财政整顿方案及影响	14

图表目录:

表 1: 2009 年各国救助计划的财政支出占 2008 年 GDP 的比例 (%)	12
表 2: G7 国家财政整顿力度和意愿评估	14
表 3: 各国财政紧缩方案一览	14
表 4: 实施财政紧缩的欧元区主要成员国乘数测算	15
表 5: 各国财政紧缩对经济增长影响的估算	16
表 6: 世界银行对财政紧缩的影响评估	16
图 1: 80 年代墨西哥的高负债恶化了经济环境, 最终使得经济增长低迷	5
图 2: 90 年代中后期美国的财政紧缩保证了 10 年的稳定增长	6
图 3: G20 的指导性意见意味新兴市场将继续承担拉动全球经济增长的任务	9
图 4: 大规模减赤已是美国国会预算办公室在 2010 年 1 月份公布的计划事项	10
图 5: 德国 2009 年的财政预算已计划在 2011 年开始减赤字	10
图 6: 新公布的法国预算中计划在 2011 年开始减赤字	11
图 7: 发达经济体的赤字规模与经济增长现状	13
图 8: 凯恩斯方程测算欧元区整体边际消费倾向在 0.65 左右	15
图 9: 美国的财政赤字对经济增长冲击作用在 2 年左右	18
图 10: 93 年末的财政紧缩对加拿大的冲击也是在 2 年左右	18

一、财政赤字有益还是有害

1、理论解释：绕不开的财政平衡

关于财政赤字对经济发展究竟是有利还是有害的争论由来已久。传统的凯恩斯经济学理论认为有效需求不足是失业和经济危机产生的原因。为解决有效需求不足，凯恩斯给予的药方就是推行赤字财政政策，这也成为国家干预主义的开始。凯恩斯认为，政府推行赤字财政政策，政府支出增加，因此财政赤字可以增加总需求，从而增加产量和就业，最终导致经济复苏。只要能够促进经济增长，并使个人收入增长，财政赤字是必要的，也无大碍。直到 20 世纪 70 年代，凯恩斯主义的这种观点主宰了整个经济学界。但 70 年代的经济滞胀使得凯恩斯的赤字财政理论逐渐退出了主流经济学理论的位置，取而代之的是包括新古典宏观经济学派、货币主义学派、公共选择学派等各新兴学派，这些学派都奉行自由主义，强调市场有效性，反对干预主义，而对财政赤字也自然抱着反对的态度。

以布兰查德为代表的新古典宏观经济学学派认为，财政赤字政策不仅无效，而且有害。他们认为，财政赤字通过把税收跨期转嫁给后代人，增加了个人在生命周期内的总消费，较高的消费意味着储蓄的减少；这将导致利率的上升，而利率的提高将抑制投资的增加。因而持久性财政赤字挤出了私人资本形成，即所谓的“挤出效应”。除此之外，利率上升也会影响利率敏感型的消费，如依赖信贷融资的耐用消费品、以及购房等投资消费活动。

而以布坎南为首的公共选择学派主张约束政府的支出规模，保持财政平衡，反对财政赤字以及相应的国债政策。布坎南认为，用于公共开支的财政赤字将挤出私人投资。而且财政赤字产生后，政府必然要求平衡预算，而不管是增税的形式还是举债的形式都将进一步影响经济系统，前者影响居民的消费意愿，后者有可能加剧货币膨胀，进而造成通货膨胀，影响经济的长期稳定增长。显然，公共选择学派反对财政赤字以及相应的国债政策。

倡导自由主义的货币学派反对政府干预，自然不同意凯恩斯主义的财政政策，弗里德曼等人对财政赤字政策持坚决反对的态度。而以巴罗（Barro）为代表的理性预期学派则认为凯恩斯学派的赤字财政政策无论在短期还是在长期都是无效的，理性预期学派的观点再次论证了李嘉图提出的财政赤字中性理论。李嘉图认为，政府无论用债券还是税收筹资，其效果都是相同的或者等价的。从表面上看，以税收筹资和以债券筹资并不相同，但是，政府的任何债券发行将承担偿还义务；这意味着未来征收更高的税收。而这也将被理性的消费者所意识，那么他们会把相当于未来额外税收的那部分财富积蓄起来，最终结果一样。

虽然传统的凯恩斯主义财政理论认为，政府推行赤字财政政策可以起到促进经济恢复与经济增长作用，尤其是经济社会处于非充分就业状态。但在吸收货币主义等各学派的理论基础，以著名经济学家萨缪尔森为代表的新凯恩斯主义却重视财政赤字和高负债的负面效应，他认为预算赤字的增大如靠增加货币供应量来弥补，这意味着实际执行的是扩张性财政政策和积极货币政策。那么赤字政策虽然会增加产出，但同时也导致通货膨胀的加剧和投资挤出

效应。因此，如果财政赤字政策得不到货币政策的有效配合，高财政赤字影响国民经济的正常运行，进而影响经济的长期增长。

可以看出，凯恩斯之后，各经济学流派虽立场不同，但基本上对因政府过度扩大支出而导致的财政赤字持否定态度，特别是持久的财政赤字。高赤字和高负债不利经济的长期稳定持续发展，不利影响主要体现四个方面：

(1) 长期的财政赤字影响财政政策调控的自由度和力度。长期财政赤字使得政府偿债能力受到怀疑，那么政府将面临更高的筹资成本，政府的融资能力受到影响，调控力度有限。而在高赤字情况下进一步提高支出和税收的空间也都比较小，政策调控不再具有较好的弹性。

(2) 市场利率提高，挤出效应抵消拉动作用。如果以发行国债弥补收支差额，利率将被迫提高，而利率的提高抑制私人投资，挤出效应减弱政策的作用。同时，财政政策导致的利率变动也影响了货币政策的操控。

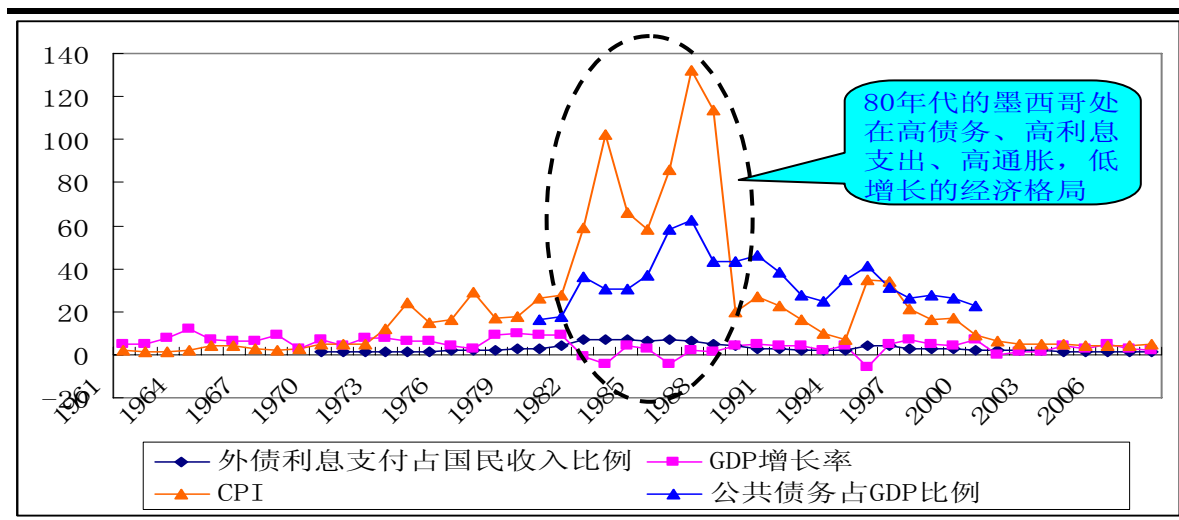
(3) 高赤字带来的通胀威胁。目前理论界比较一致的看法是高赤字可以通过多种途径影响通胀水平。如果通过多发货币的形式来弥补财政赤字，那么最终导致赤字货币化，市场货币供应增加，通胀威胁加大，而通过发行国债的方式要好于发行货币的形式，但也存在引发通胀的可能。

(4) 高负债带来的经济不公平。高赤字、高负债的结果是高的利息支付，哪怕是当下经济需要发行国债，有利于短期的经济稳定，但长期的结果必然是下一代背负高债务及承担高额利息支出，造成代际不公平，经济系统长期

因此，从经济的可持续平稳发展角度实施财政紧缩措施，巩固财力，稳定市场信心，从而有利于经济的长期可持续增长。

2、实践启示：80年代拉美国家的财政失衡与90年代美加平衡财政的经验

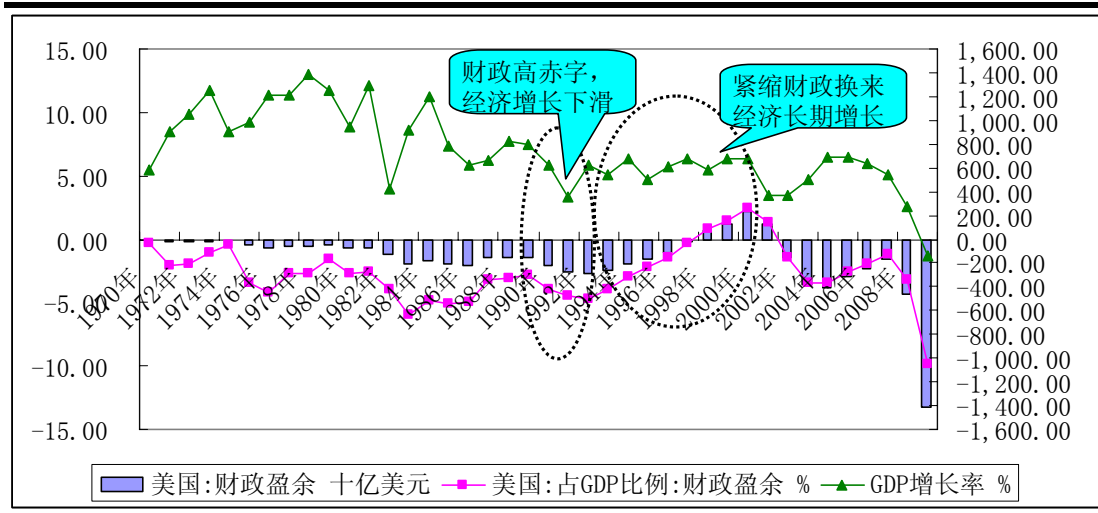
1982年8月，墨西哥因无力偿还到期外债本息而诱发了一场席卷整个拉丁美洲的严重的债务危机。这场危机引起经济持续衰退，从经济增长的角度被看，整个1980年代都被认为是拉美地区失去的十年。拉美国家爆发的危机就是长期高赤字高负债的结果（见图1）。



数据来源：世界银行、OECD，东北证券金融与产业研究所。

图 1：80 年代墨西哥的高负债恶化了经济环境，最终使得经济增长低迷

而美国和加拿大在20世纪90年代中期开始的财政紧缩措施却换来了两国随后10多年的长期高速增长。1993年，克林顿上来后提出了紧缩财政的方案，目标是到1998年的5年时间削减预算赤字5050 亿美元，其中包括压缩2550 亿美元支出和增加2500 亿美元收入，消除财政赤字。在政府的有效执行下，财政紧缩目标顺利实现，1998年美国结束30年的赤字财政历史，实现盈余，而期间经济也是下滑势头延续了较高增长，紧缩财政后的8年年均增长高达5.8%（见图2）。因此，紧缩财政有利于中长期的经济平稳发展。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 2：90 年代中后期美国的财政紧缩保证了 10 年的稳定增长

二、平衡财政的一般做法

1、保持经济的适度增长是必要条件

为了平衡财政，增收减支是必须进行的事项。紧缩财政赤字和经济增长在短期内有一定冲突，但是要缩减赤字却必须保持经济的适度增长。财政具有自动稳定器的功能，在经济高速增长时期，失业保险等福利支出将会随着就业和收入的改善而自动减少；而税收也因为国民收入提高带来税基和税率的提高而增长，财政赤字自然消减一部分。但相反，如果没有经济的复苏和持续增长，自动稳定器功能将导致收入减少而支出增加，赤字不降反增。因此，减少赤字，紧缩财政的首要条件是保证经济能够基本平稳增长。这就需要各国在实施财政紧缩的同时，必须兼顾经济的合理增长，否则，只能是南辕北辙，削减财政赤字的目标难以实现。

2、增收节支将是结构性调整，而非全面开展

基于削减开支，政府将减少开支增加税收，但出于保证经济增长的需要，增收节支一定是结构性的。节支方面：一般选择压缩国防等开支、加强财务管理提高资金使用效率等措施来减少政府开支；但并非一味压缩，同时会增加促进就业、投资等方面的支出，以及能带来长期或新增长的教育、科技和创新活动。

增收方面：在可能的情况对促进生产和消费的减税，但对富裕阶层等高收入人群加征所得税、消费税等税种。所以，从政策实现看，政府也都将会在不同的开支和收入项目作出平衡，保证实现紧缩财政、减少赤字的目的，但也保证了经济的平稳增长。

3、紧财政需要适度松货币配合

紧财政造成的支出减少和税收增加会对经济系统形成不同程度的负面影响，因此，出于平衡经济增长的需要，货币政策一般会保持适度宽松。

三、G20 多伦多宣言意在重塑全球经济增长格局

6 月 27 日结束的 G20-多伦多高峰论坛上，各国对全球经济复苏、金融改革、财政赤字等问题进行了激烈争论，虽然在金融监管等方面仍没有达成一致的意见。但是在全球经济复苏现状、刺激方案的执行、财政整顿等方面初步达成一致意见。总的方向是通过一系列措施实现全球经济强劲的、可持续、平衡的增长（Strong, Sustainable and Balanced Growth）。其中财政整顿是其中重要内容，也是被市场所关注的。从 G20 多伦多宣言看，全球经济处在脆弱复苏当中仍需要维持一定力度的刺激方案，但出于担心高赤字带来的巨大危害，财政紧缩取代了刺激政策，全球经济增长格局也将被重塑。

1、全球经济处在脆弱复苏格局，仍需维持刺激方案

G20 宣言在不同地方多次强调，现在经济复苏是不均衡和脆弱的（The recovery is uneven and fragile）。因此，经济复苏是关键和首要目标（Strengthening the recovery is key, The G-20's highest priority is to safeguard and strengthen the recovery）。在此背景下，各国要继续现有的刺激政策，以促进私人需求和消费的增长（To sustain recovery, we need to follow through on delivering existing stimulus plans, while working to create the conditions for robust private demand）。

因此，可以看出，各国对全球经济复苏格局的看法是一致的，即经济还处在脆弱复苏当中，G20 的成员国仍将维持现有的刺激方案，而不会加快全面退出的步伐。这是对现有经济走势的基本判断及影响未来经济走势的关键。

2、为实现全球经济强劲、可持续、平衡增长，财政整顿与再平衡将强力推进

G20 多伦多峰会明确了未来的全球经济应实现强劲、可持续、平衡的增长。强劲的经济增长需要进一步促进市场各要素包括促进劳动力成长、开发市场、培育新的经济增长点等。而财政整顿是实现可持续增长的重要保证，尤其是高赤字国家，像希腊等国依靠高赤字已经超越本国的经济承受能力，也透支了未来的经济增长潜力，财政紧缩是避免未来遭遇更大的债务危机的必要手段。因此，稳健的财政预算及财政政策将成为未来的工作重点。当然，财政整顿也可以理解为经济实现平衡的内部措施，而全球贸易再平衡则是外部条件，也是各国

平很发展的重要保证。可以预见，全球经济将在该战略目标下推进以下方面工作：

(1) 发达经济体既要继续实施财政刺激政策，也开展财政整顿工作。基于对全球经济复苏脆弱性的背景，宣言明确继续实施财政刺激方案，但同时必须开展财政整顿工作（Following through on fiscal stimulus and communicating “growth-friendly” fiscal consolidation plans）。同时，要继续提高国民储蓄，而提高出口竞争力也成为发达经济体的重要选择。（Advanced deficit countries should take actions to boost national savings while maintaining open markets and enhancing export competitiveness）。

(2) 促进新兴市场国家加强社会保障体系建设、推进公司治理结构改革、发展金融市场、完善基础设施，同时将要求部分国家提高汇率的弹性。

(3) 推进 G20 各成员国的经济结构调整，提高经济增长。G20 将积极促进发达国家实施劳动力技能培训等措施提高就业和劳动力市场的活力，调整工资谈判机制、提高商品和服务部门的竞争力，减少网络、专业服务、零售等领域的竞争障碍，鼓励创新，并减少对外国企业的限制。同时，将促进发展中国家减少劳动力市场的限制、促进外资企业的投资机会、简化商品市场的管制。而 G20 也将要求各经济体避免实施保护主义措施，以推动全球贸易发展。

(4) 进一步推进全球经济再平衡（rebalancing global demand）。全球经济再平衡一方面要求赤字国家提高储蓄率，另一方面要求顺差国提高国内消费，尤其是出现贸易顺差的新兴经济体要提高汇率弹性。

3、中长期持续发展战略取代短期复苏要求，退出步伐实际提前启动

危机以来全球经济不均衡复苏，发达经济体复苏疲软，而新兴经济体成拉动全球经济增长的关键。在危机的严重冲击下，美国等发达经济体都采取了庞大的刺激计划。但 2009 底爆发的希腊等主权债务危机让发达国家不得不严肃对待财政赤字和债务危机给经济体带来的冲击。本文第一部分曾阐述过，当代西方经济学理论基本倾向于赤字有害论，尤其是长期赤字将影响经济系统的持续稳定增长。因此，实现平衡财政是趋势。主流经济学理论和希腊等主权债务危机的严峻现实促使了 G20 提出了可持续发展和紧缩财政要求。

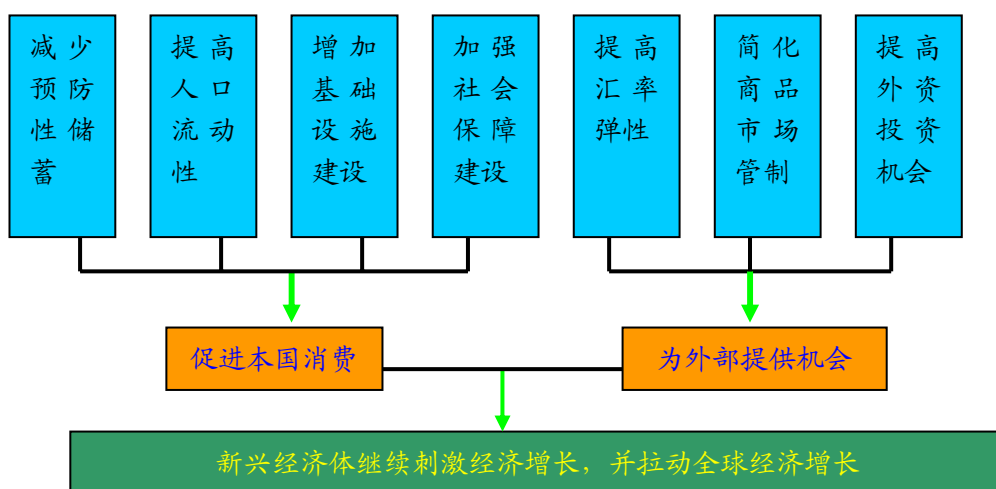
在财政整顿要求下，各国将增收减支；在平衡增长战略下，发达经济体要提高储蓄率，相应地消费能力将受到抑制，同时出口战略成为贸易赤字发达经济体的共同选择。高赤字和高负债的发达经济体将不再为短期的经济复苏出台刺激方案，退出实际上已经启动。

因此，可以预见，高赤字和高负债的发达经济体其政府消费和私人消费将受到影响，国内需求减弱；而 G20 的多伦多宣言虽然宣布继续促进全球贸易发展，但是发达国际要增加出口，改善贸易失衡状况，那么结果是贸易竞争加剧，不同形式的贸易壁垒将继续采用。全球贸易环境难以有效改善。因此，在财政整顿要求下，发达经济体的增长在短期内进一步趋缓将是大概率。

4、全球经济复苏仍寄希望于新兴经济体，中国的外贸平衡、升值压力有增无减

从 G20 的多伦多宣言看，经济复苏的脆弱性已被各国所认同，虽然表示仍需维持刺激，

但是随着财政紧缩和再平衡等要求的提出，继续推行经济刺激的建议其实没有取得一致意见。前面一点已经表明发达国家经济刺激方案的退出实际上已经启动，发达经济体的复苏进一步趋缓，全球经济的复苏唯一寄希望于新兴经济体的高速增长。多伦多宣言的指导意见明确体现这一指向。宣言对新兴经济体如何提高经济增长作了很具体的要求和指导，包括社会保障体系建设，较少国内储蓄、提高消费、增加投资、外贸平衡都方面都有所指示，新兴经济体的发展成了救全球经济复苏的希望所在（见图3）。



资料来源：G20 多伦多宣言，东北证券金融与产业研究所。

图 3：G20 的指导性意见意味着新兴市场将继续承担拉动全球经济增长的任务

G20 的多伦多宣言对新兴经济体的要求无疑直接影响中国的未来经济决策。社保体系、降低储蓄、开放市场和减少管制似乎都指向了中国。可以肯定，不管是否面对国际压力，中国通过诸如社保体系建设等措施提高消费能力将是趋势。促进消费能力提高的措施不管短期和长期都将利于中国经济，但是汇率的变动和外贸平衡将不利于当下中国经济的复苏，而出口贡献的降低将在一定程度上影响中国中长期增长潜力。毫无疑问，我国经济增长面临巨大的外部挑战和压力。

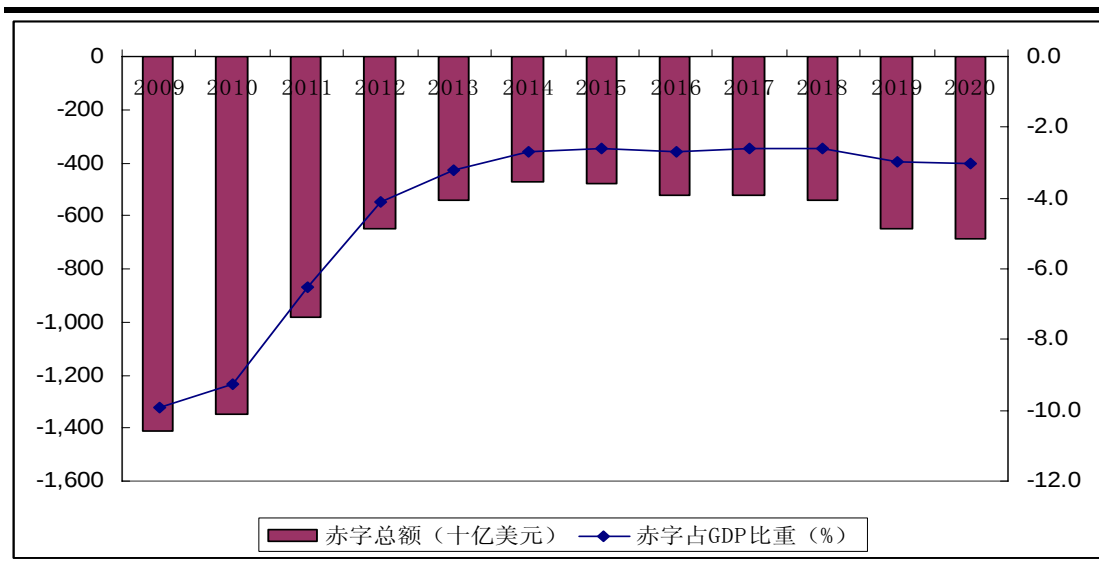
四、财政整顿及影响

1、财政赤字影响长期增长，减赤是当事国日程事项

财政整顿已成为 G20 中发达经济体的一致行动。正如本文第一部分阐述的，从理论上讲，长期的高赤字将导致资本市场提高融资风险评估；而面对高风险预期，高赤字国家被迫提高国债的发行利率。这导致国家融资成本的提高，更可能推高利率上升，最终危害经济增长潜力。

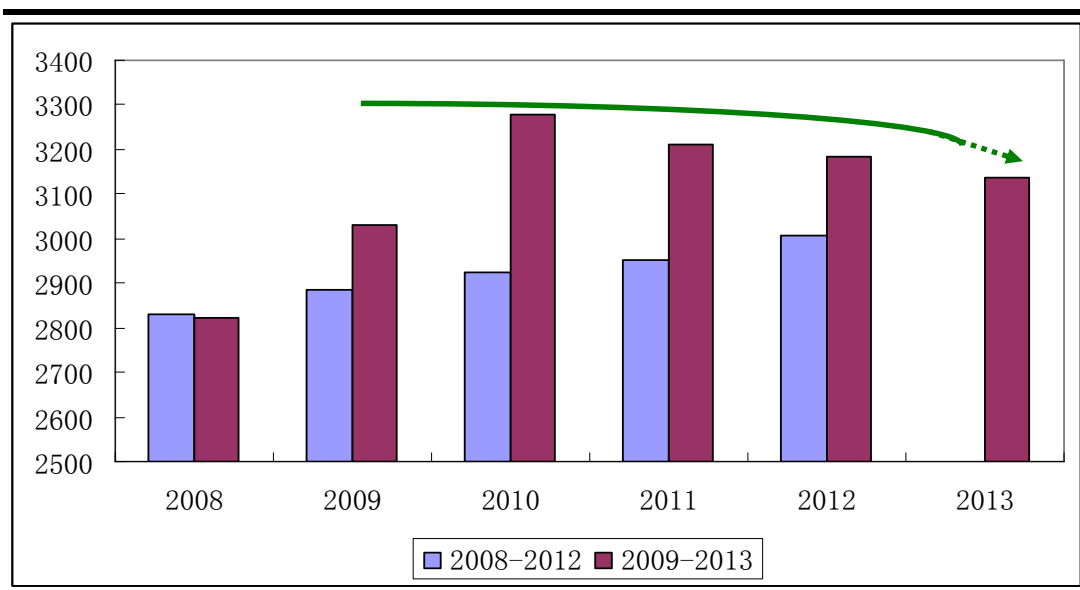
而按照世界银行的预测，如果不推行强有力的财政整顿措施，债务违约风险将继续提高，而这将导致美国 10 年期的国债利率提高 100 个基点，而利率的提高将导致投资下降，最终导致全球经济下降 0.5 个百分点。

因此财政整顿势在必行，而发达国家已经公布的财政计划看，2011年后的几年内都已经安排了降低财政赤字等计划。而包括各国2010年的财政预算在内，其公布时间基本都早于6月27日结束的G20会议（见图4-图6）。因此，在发达国家，财政整顿是日程中的安排事项，只是在欧债危机的影响下加快退出。



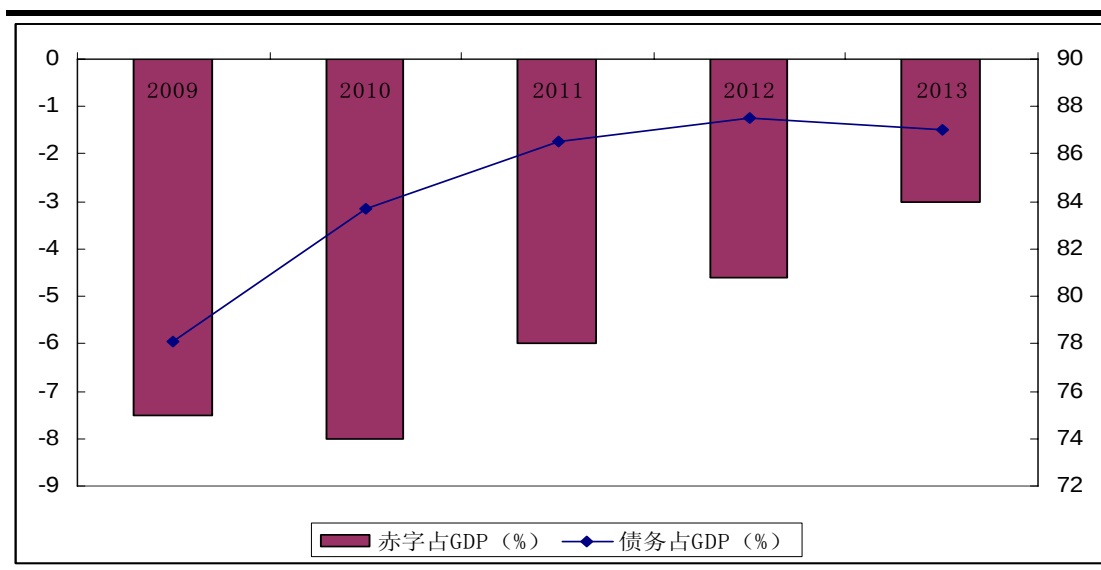
资料来源：美国国会预算办公室，东北证券金融与产业研究所。

图 4：大规模减赤已是美国国会预算办公室在 2010 年 1 月份公布的计划事项



资料来源：德国财政部，东北证券金融与产业研究所。

图 5：德国 2009 年的财政预算已计划在 2011 年开始减赤字



资料来源：法国财政部，东北证券金融与产业研究所。

图 6：新公布的法国预算中计划在 2011 年开始减赤字

2、G20 会议明确财政整顿的一致行动方案

显然，欧洲主权债务危机的蔓延和冲击促进了各国在财政整顿议题上的意见统一，也加快了财政整顿的步伐。此次财政整顿方案明确了以下几个主题：

（1）财政整顿的时间表及目标

大多数国家的财政整顿从 2011 年开始，但高赤字国家将更早（it is clear that consolidation will need to begin in advanced economies in 2011, and earlier for countries experiencing significant fiscal challenges at present.）而从完成的时间节点及目标是：在 2013 年削减一半财政赤字，并在 2016 年稳定或降低债务比率（advanced economies have committed to fiscal plans that will at least halve deficits by 2013 and stabilize or reduce government debt-to-GDP ratios by 2016）。实际上，目前遭遇债务危机的欧洲国家都已经公布了财政紧缩方案，而日本也已近公布经济和财政中长期改革方案。G7 中只有美国没有特别出台财政紧缩方案。

（2）财政整顿三原则：可信、立即行动、培育经济增长点

宣言也提出了财政整顿的三个原则：可信（credible）、立即行动和培育经济增长点（foster economic growth）。可信原则指的是各国根据本国经济情况提出切合实际的方案和路径，并积极加强财政框架和制度。立即行动：强调发达经济体的财政整顿工作现在就应着手，要求在 2011 年开始，而财政赤字严重的国家应该更早。培育经济增长点指的财政整顿重在结构性调整，重在培育增长点实现经济的长期增长。所以，财政整顿还是重在结构性调整，旨在实现经济的长期增长（we will focus on structural reforms that will promote long-term growth.）

从财政整顿的三原则我们可以明确：一是财政整顿将是未来实实在在要推进的事项；二是财政紧缩已经提前来临，而不是等到经济完全恢复；三是财政整顿要服从于经济长期增长。因此，可以肯定，近期推出的财政紧缩方案将进一步明确并执行，短期看需求减少是必然，但有利于长期持续增长。

（3）维持经济复苏，实施增长友好性财政整顿

缩减支出、财政整顿将影响经济增长，而 G20 高峰论坛上，各国领导人无疑重视了该问题。正如前文提到的，一般情况下为减少财政赤字，实施财政整顿的先决条件是保证经济增长，否则减少赤字是难以现实的目标。而此次 G20 宣言提出的财政整顿要求也遵循了这一原则。虽然达成了整顿财政的一致意见，但财政整顿将是在维持经济增长基础上而进行，而不是一味为紧缩财政而整顿财政，尤其是维持私人消费的增长（The path of adjustment must be carefully calibrated to sustain the recovery in private demand）。

3、财政整顿知易行难，三维度评价各国的执行力度及紧缩力度

（1）财政整顿知易行难，执行仍需各方面条件配合

虽然各国对财政整顿达成了基本一致的意见，但是财政整顿的实际推进却受到诸多条件的制约，并非达成意见那么简单。

（1）受制约的第一因素是财政整顿的约束力和行动一致性。此次财政整顿是在全球经济尚未完全复苏，未达到自我持续发展的状况下提出的。因此，G20 会议虽然提出了高赤字，特别是发达经济体要求尽快实施财政整顿。但具体执行要看各国自己的情况（differentiated to national circumstances）。因此，财政整顿要求体现了差别对待的原则，这也给各国政府留下了政策操作空间和灵活度，也使得部分国家的财政整顿停留在纸面或缓慢推进。

（2）经济复苏程度起到根本制约作用。财政收支的改善根本在于经济的稳定复苏，这在前面强调过。而目前，各国的经济复苏进程各异，如果在财政整顿的同时各项政策不配套，可能导致更严重的经济衰退，那么财政整顿付诸东流。

（3）财政整顿面临政治约束。希腊等国的财政紧缩曾导致严重的社会罢工和冲突。政治上的压力可想而知。而 7 月 12 日，日本执政党因为提高消费税率问题而折戟参议员选举，也是明证。因此，财政整顿需要政治家的魄力及政党的合作。否则，财政整顿难以实质性推进。

（2）G7 国家中谁的财政整顿压力最大

为建立更加稳固的财政结构，各国必须缩减开支。但是考虑到周期性财政赤字随着经济的好转而自然降低，因此，各国财政紧缩主要是减少结构性赤字，即消除周期性因素后的支出增加。而目前各国高赤字的重要原因在于 2009 年开出的大规模刺激方案并由此造成的开支激增。从统计数据看，英、美两国的救助支出最为庞大，财政支出总额占 2008 年本国 GDP 的比例高达 18.9% 和 7.5%，这也直接造成了两个国家财政赤字的高企。

因此，如果严格执行 G20 多伦多宣言要求的话，英、美两国的紧缩压力最大，需要在短期内较大规模的退出刺激方案并缩减开支，以便尽快降低赤字规模。

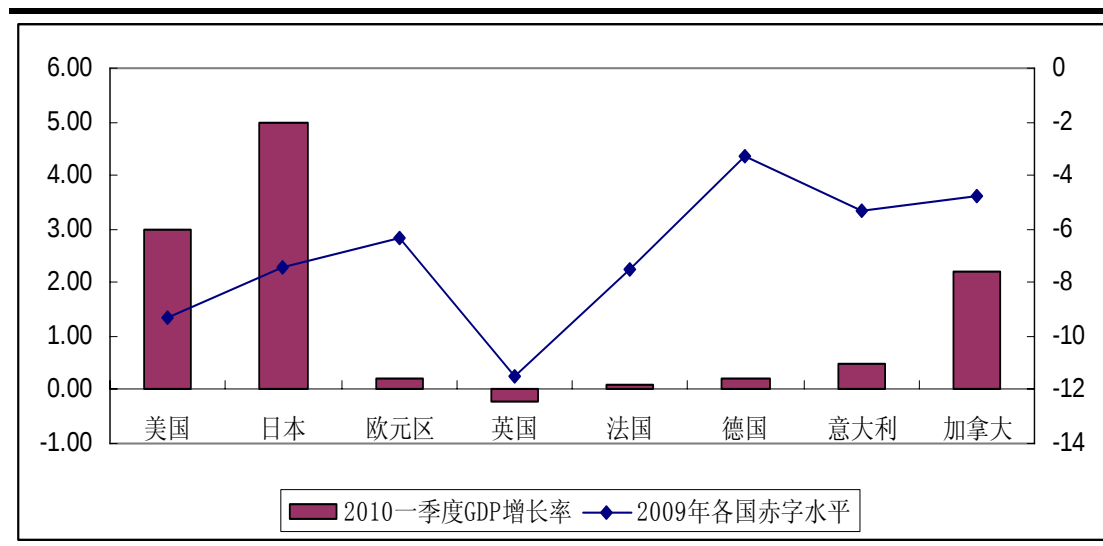
表 1：2009 年各国救助计划的财政支出占 2008 年 GDP 的比例（%）

	股本认购支出	对资产和贷款的购买支出	央行联手财政部的干预支出	政府支出规模总和
英国	3.9	13.8	12.8	18.9
美国	4.6	2.3	0.7	7.5
荷兰	3.4	2.8	0	6.2
比利时	4.8	0	0	4.8

西班牙	0	4.6	0	4.6
德国	3.8	0.4	0	3.7
法国	1.4	1.3	0	1.6
意大利	0.8	0	0	0.8

注：表中政府支出规模只计算财政口径的实际支出，不包括比如央行等其他口径支出，所以最后的总和和数据不等于前面几栏数据加总。

数据来源：IMF，转引自意大利财政部《2010-2013 年经济和财政计划》，东北证券金融与产业研究所。



其中：美日的 GDP 增长率为环比折年率，欧元区、德、法、意为环比增长率，英国和加拿大为同比增长率。占 2008 年 GDP 的比例

数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所。

图 7：发达经济体的赤字规模与经济增长现状

（3）三维度评价 G7 国家的财政整顿意愿和紧缩力度

我们认为财政整顿的力度和时间要考虑三个纬度：政治任期与国际政治需要、经济增长能力和赤字水平。缩减财政开支在短期内不可避免地导致社会福利和就业减少，由此带来选民的不满。因此，从政治风险角度看，刚上任的执政党愿意推出严格的财政整顿方案，宁愿忍受短期的民众不满换来长期的经济增长，而处在执政中后期的国家领导人因推行大规模的财政紧缩措施可能影响自己的政治声誉而有所顾虑。目前保留本国赤字和债务危机并积极推行财政整顿的就有希腊、英国和日本等新任政府。而赤字和主权债务危机的重灾区在欧元区，为了欧元的存在及减少本国的资本输出，德国更有积极性要求欧元成员国推行财政整顿。因此，在财政整顿方面，德国的意愿比较坚决，力度也比较大。

良好的经济复苏自然为财政整顿提供了空间和自由度，因此，像加拿大等国愿意加快退出刺激方案；赤字水平高的国家遭受市场质疑也愈多，因此，那些高赤字的国家进行财政整顿的压力比较大。

从这三个纬度评估财政整顿时间和力度的话，我们认为德、加等两个国家由于较好的经济表现，推行的意愿较高；而美国因高失业率担心经济进一步恶化而推行意愿稍弱，日英因处在执政早期，受政治推动，执行财政紧缩的意愿比较高，但经济增长潜力将弱化其执行力度。法国和意大利政治环境和经济环境都不是很利于其推行财政紧缩措施。因此，我们认为

富裕国家的财政整顿势在必行，但就紧缩力度和意愿看，G7 中德国、加拿大的意愿较高，也比较可信；美国、日本和英国有较高意愿，但是经济本身受到制约，相对要弱一些，而法国和意大利其政治环境和经济环境都较强地制约了财政紧缩的意愿和力度。

表 2：G7 国家财政整顿力度和意愿评估

	赤字水平	经济增长	执政周期	财政整顿意愿和力度评估
英国	高	疲软	执政早期	中
德国	低	较强劲	执政中期，但起示范作用意愿强	高
法国	高	缓慢复苏	执政中期	低
意大利	中	较强劲	执政中期	低
日本	高	强劲，但长期疲软	执政早期	中
美国	高	强劲，但高失业率有所牵制	执政早期	中
加拿大	低	强劲	执政中期	高

4、各国财政整顿方案及影响

(1) 各国财政紧缩短期冲击经济复苏，将使全球经济下降 0.3%-0.5%

欧债危机以来，欧债危机的当事国已陆续出台了财政紧缩方案以便恢复和提振市场信心，而日本也随后出台了经济 and 财政的中长期改革计划。英国和法国也是新近公布了财政紧缩方案。可以看出，目前高赤字国家的财政紧缩力度还比较大。

表 3：各国财政紧缩方案一览

国家	时间	财政紧缩方案
希腊		3 月 3 日，通过加税和减薪方式为财政开源节流 48 亿欧元；5 月 7 日公布了 3 年内通过削减职工退休金和公务员工资等途径削减财政预算 300 亿欧元
西班牙		1 月份公布为期 3 年的 500 亿欧元财政紧缩方案；5 月 27 日通过政府提出的为期两年的 150 亿欧元财政紧缩方案，其中具体措施包括 2010 年削减公务员工资 5%，2011 年冻结公共部门工资和部分养老金。
意大利		5 月 26 日，公布了为期 3 年的 240 亿欧元财政赤字削减计划
葡萄牙		5 月 13 日，公布了为期两年的“增加税收”和“减少开支”方案，预计到 2011 年财政赤字占 GDP 比重降到 4.6%。
爱尔兰		4 月 7 日，公布财政紧缩方案：削减儿童福利和发给失业者的补助；公路和铁路项目将予以暂停，养老金税率也将从 1 月开始执行的 1%提高至 2%。
德国	6 月 7 日	2011 年起计划每年降低结构性赤字 0.5%，到 2013 年达到 3%的目标。紧缩措施包括缩减能源产业优惠及征收核能税、政府裁员、军队裁员、冻结公务员工资等内容，计划每年至少减少 100 亿欧元的财政预算，直至 2016 年，总数高达 816 亿欧元。
法国	6 月 12 日	1、通过宪改，明确平衡财政承诺；2、削减公共开支，将自 2011 年至 2013 年冻结国家开支；3、冻结地方政府援助。计划削减 1000 亿欧元的赤字，其中削减开支 450 亿欧元，增加税收 50 亿欧元，另一半则希望经济增长带来的收入增加。
英国	6 月 22 日	每年缩减 400 亿英镑的开支，其中，政府开支缩减 320 亿英镑，通过提高税收增加 80 亿英镑收入（分别是提高增值税至 20%、保费税的标准税率和高税率提高至 6%和

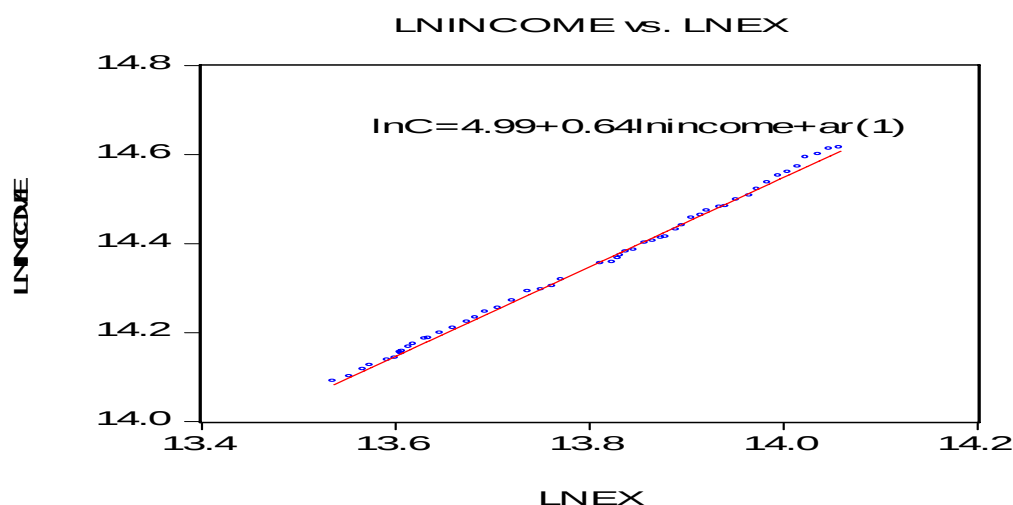
20%)。

日本 6月22日 公布财政改革计划，计划在未来三年限制政策性支出，将2011财政年度的国债发行规模控制在44.3万亿日元以下，未来3年的年度支出将控制在71万亿日元，到2016年赤字占GDP的比重削减一半。

资料来源：各国财政部公布及公开资料，东北证券金融与产业研究所。

当前各国退出的财政紧缩措施基本以减少政府开支为主，较少采用增税的形势，即使有也是有限地通过增加增值税或银行税来完成。因此，财政紧缩对经济增长影响主要是政府支出乘数效应。

我们利用凯恩斯方程简单测算欧元区的边际消费倾向在0.65左右（见图8）。而英、德、法、意、西班牙等国由于各自情况不同也有所不同（见表4）。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图8：凯恩斯方程测算欧元区整体边际消费倾向在0.65左右

表4：实施财政紧缩的欧元区主要成员国乘数测算

	法国	英国	德国	意大利	西班牙
边际消费倾向	0.68	0.63	0.75	0.59	0.64
边际进口倾向	0.35	0.33	0.15	0.34	0.24
边际税收	0.28	0.14	0.23	0.28	0.23
政府支出乘数	1.16	1.27	1.755	1.09	1.34
税收乘数	-0.79	-0.80	-1.31	-0.64	-0.86

数据来源：Bloomberg、新华08、Wind，东北证券金融与产业研究所。

根据以上的系数，在不考虑各国在紧缩财政同时实施的稳定经济增长平稳措施以及2010年后的经济增量（即以2009年GDP为基准），各国的财政紧缩将对经济复苏形成明显冲击。其中，英国和西班牙受冲击最大，这也是两个赤字较高的国家，其中，2010年将使GDP分别下降0.7%和2.7%左右。2011年后考虑经济回归正增长的情况下，基数提高，冲击要小于表中的数据（数据基于2009年统计数据），但估计也在1-1.5个百分点。而由于德国的经济

相对较好，受到的冲击也比较小。而现有的紧缩方案对意大利和法国的冲击看起来不大。但如果经济复苏难以达到预期，而债务危机继续蔓延的话，如果要达到欧盟的标准，两国或需要进一步的财政紧缩。总体看，财政紧缩对全球经济的复苏冲击将比较明显，就现有已公布财政紧缩的方案可能导致全球经济增速下降 0.3-0.5 个百分点。

表 5：各国财政紧缩对经济增长影响的估算

	2010			2011			2012			2013		
国家	紧缩规模	GDP 减少	GDP 下降 (%)	紧缩规模	GDP 减少	GDP 下降 (%)	紧缩规模	GDP 减少	GDP 下降 (%)	紧缩规模	GDP 减少	GDP 下降 (%)
英国	100	106	0.7	459	488	3.1	739	812	5.2	1008	1137	7.3
德国	0	0.0		112	196	0.8	191	334	1.4	236	412	1.7
法国	0	0.0		176	187	1.0	176	187	1.0	176	187	1.0
意大利	0	0.0		120	131	0.9	120	131	0.9	0	0	
西班牙	210	281	2.7	260	348	3.3	180	241	2.3	0	0	
五国合计		387		1127	1350		1406	1704		1420	1736	
全球 GDP 下降			0.1			0.3			0.43			0.44

数据来源：相关国家财政部、世界银行，东北证券金融与产业研究所。

而近期世界银行对财政紧缩的测算也表明英国等赤字规模较大的国家受财政紧缩冲击的力度要远远大于德加等国。根据世界银行模拟预测显示，相比较缓慢的财政紧缩方案，迅速收紧财政政策将使得英国经济在 2014 年前收缩 1.8%，日本和美国经济则将分别收缩 1.6% 和 0.9%，而德国、加拿大和欧元区到 2014 年却可以提高 1.1%、2.0% 和 0.5%。财政紧缩方案最终将使得高收入国家的经济增长下降 0.3 个百分点。但世界银行认为发展中国家将因财政紧缩带来的实际利率降低而获益，从而弥补发达国家出口下降带来的冲击，世行认为中国、印度将受益于财政紧缩而使得 GDP 增长分别提高 2.9% 和 2.3%。在新兴市场经济体的带动下，财政紧缩后到 2014 年，经济增长率将因此提高 0.6%。

表 6：世界银行对财政紧缩的影响评估

快速财政整顿的冲击 (Impact of a faster fiscal consolidation)				(percent of GDP)		
				2010	2014	2022
World				0	0.6	1.2
	High-income			0	-0.3	1.3
		United States		0	-0.9	1.1
		Japan		0	-1.6	1.3
		United Kingdom		0	-1.8	2.9
		Germany		0	1.1	0.5
		Euro Area		0	0.5	1.6
		Canada		0	2	0.5
		Australia		0	1.7	0.7
		New Zealand		0	1.4	1.7
		ROECD		0	1.1	0.8

	Low- and Middle-income		0	2.3	1
		Low- and middle income (ex. China and India)	0	2.7	1.2
		Low- and middle-income (ex. China, India, Europe and Central Asia)	0	3.4	0.9
		China	0	2.9	0.9
		India	0	2.3	1.2
		Other Asia	0	3.4	1.1
		Latin America	0	2.9	0.9
		Other developing countries	0	4.1	0.6
		Europe & Central Asia	0	2.3	1.1
		OPEC	0	0.3	2.4

Source: World Bank simulations using the G-cubed model.

数据来源：世界银行。

从历史经验看，美国、加拿大等国的财政紧缩最终是实现了经济的较长时间高增长。但那只是个别经济体的紧缩行为，并未在更多国家，甚至全球范围内的紧缩。这意味着这些国家实施财政紧缩时外部环境并没有因此系统恶化，可以依赖于外部经济体的拉动而维护本国经济增长。而本次财政整顿的最大不同在于在更广范围内经济体执行，尤其是欧元区几乎都要实行严格的财政赤字。因此，此次财政紧缩犹如全球范围内的系统性风险，加上目前的高度全球化，各国财政紧缩不可能依赖于外部经济体，同时带来的连带效应也更大。我们认为在经济复苏不稳的情况下，严格的财政整顿措施将导致经济增长整体性下台阶是大概率事件。

而目前经济系统最大的问题在于高失业率，意味着生产系统远没有恢复。而若追溯此次危机救助方案，我们可以明显发现财政支出主要用于救助金融系统，化解金融危机，而没有投入到诸如建设和基础设施，也就意味着在救助时并未拉生产系统和就业一把，但在退出时却是减少政府开支、较少福利开支、裁员等一系列降消费和就业的措施。可见，当日的财政救助和今日的财政紧缩的指向有着显著不同，那么，从政策效果看，后者直接冲击就业和生产领域。

因此，我们认为如果不是以结构性紧缩为基础的话，此次财政紧缩对经济复苏造成很大影响。因此，我们认为各国在紧缩财政的主基调下，应该结构性地增加对生产、基础设施等领域的投资，以便拉动投资就业，否则，全球经济受到的冲击更大。

（2）财政紧缩对 GDP 的冲击延续 2-3 年左右，2011 年后正向冲击增强

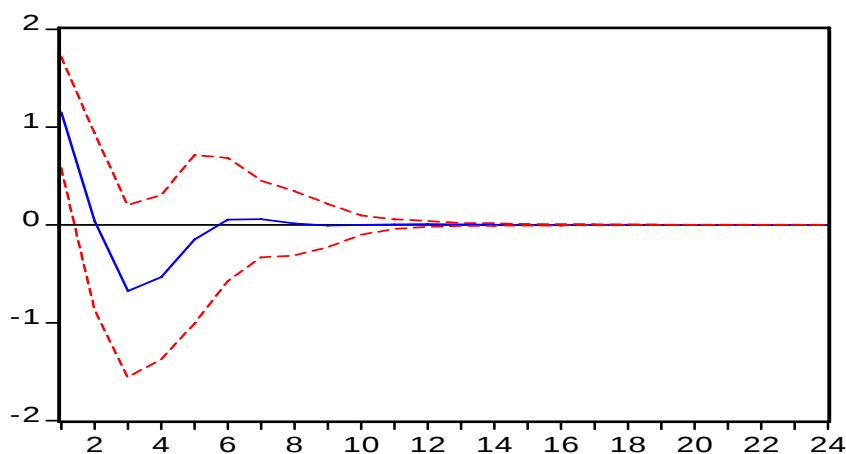
关于财政赤字与经济增长的关系看，大多数的理论研究认为财政赤字的增加对经济增长具有一定的刺激作用，但该作用也仅是短期的，作用周期 2 年左右，2 年之后刺激作用消退，甚至演变负的效应（见图 10）。因此，此次大规模的财政紧缩将 2011 年有着显著影响，随着紧缩效用的减弱和正向冲击效应的增强，财政紧缩的冲击作用在 2012 年开始逐渐消退。

从实践经验看，1993年10月加拿大的克雷蒂安政府上台后，实施了财政紧缩方案，而到1996年经济才步入平稳增长。95-96财政年度以后，联邦和省的财政赤字率逐渐下降。而美国在1993年实行紧缩财政后，也是到1996年步入稳定的增长通道。因此，根据经济理论和实践经验，加上欧元区整体性财政紧缩的较大冲击力，预计到2011年全球经济受到的冲击会比较大，2012年前经济复苏都将相对较慢。

但由于各国紧缩财政的战略目标下都战略性地维持或增加诸如就业、培训、技术创新等促进经济长期增长的财政支出。这些措施的发挥，加上财政紧缩对稳定市场利率、消费信心等方面的作用，预计在2011年后发挥正向作用。

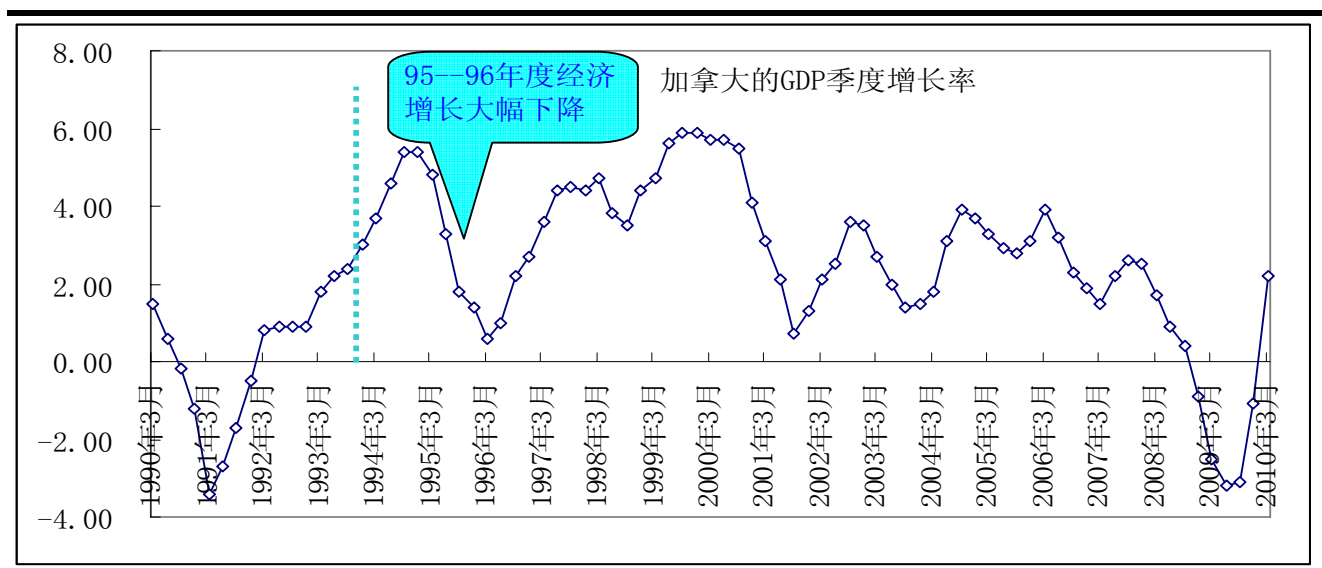
综合看，2010和2011年，财政紧缩的负面影响占上风，经济复苏趋缓。

Response of GDPGROWTH to One S.D. DEFICIT_GDP Innovation



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 9：美国的财政赤字对经济增长冲击作用在 2 年左右



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 10：93 年末的财政紧缩对加拿大的冲击也是在 2 年左右

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。