

# 全球发达经济体财政风险分析

■ 孙大海

2010年4月,希腊主权债务危机爆发,而后逐渐向欧洲其他国家扩散,造成金融市场新的动荡,引发国际社会对于全球范围尤其是发达经济体财政风险的高度关注。在应对国际金融危机的过程中,发达经济体公共债务占GDP的比例已从危机前的73%上升到2009年底的91%,超过二战后七国集团公共债务率82%的历史最高水平,也远远超过《马斯特里赫特条约》关于欧盟成员国公共债务率不得高于60%的规定。预计发达经济体的公共债务率将在2015年突破110%。巨大的财政风险给世界经济复苏和国际金融稳定带来了新的挑战。

## 财政风险现状和发展趋势

1. 巨额赤字推动公共债务率不断攀升。从短期看,如果排除经济周期性因素的影响,发达经济体的赤字占GDP的比例将从2009年的8.8%降至2010年的8.4%,但这主要是美国削减金融救援计划支出的结果,并非由于发达经济体整体财政状况改善。如果不考虑美国削减金融救援计划这一因素的影响,发达经济体的赤字占GDP的比例不但没有下降,反而上升了0.6%。从中期看,发达经济体2012—2015年的赤字率将保持在较高水平,比危机前平均赤字率高3.3%。潜在

GDP在危机中大幅降低、危机后资产价格和金融部门利润下降,都导致财政收入长期性减少,这是赤字率上升的主要原因。同时,养老和退休金支出上升、军费开支不断增加、公共债务的利息支出继续上涨,导致财政支出膨胀,赤字率进一步提高。

2. 政府债券市场将难以满足巨大的公共债务融资需求。政府债券市场目前仍能为公共债务融资提供支持。主要发达经济体政府债券收益率仍继续保持在相对较低水平上,欧洲主权债务危机救援计划出台后,希腊、葡萄牙、西班牙、爱尔兰等国的政府债券溢价已有大幅下降。但是从长期看,政府债券市场将受到供给剧增的严重冲击。2010年,大多数发达经济体的公共融资需求(包括新的信贷需求和到期债务支付)占GDP的比例创历史新高,很多国家超过20%,其中美国32%,英国20%,德国15.9%,法国25.1%,日本高达64%。由于主要发达经济体目前平均公债期限较短(约5年半),加上巨大的中期赤字,未来几年公共融资规模将十分可观。随着公共债务规模扩大,政府融资成本也将不断上升,政府债券市场的融资能力将进一步削弱。因此,在政府债券市场给定的有限时间框架内,及时降低和化解巨大的财政风险十分重要。

3. 短期内降低公共债务率难度较大。目前,大多数发达经济体已计划自2011年开始实施财政调整,并且设定了基本目标,但是落实难度较大。根据估计,假设利率和经济增长率之间的缺口大致保持在1%,要将发达经济体整体公共债务率在2030年降至危机前平均水平(60%),发达经济体财政余额占GDP的比例必须从目前的-4.9%提高到2020年的3.8%,调整幅度高达GDP的8.7%,任务非常艰巨。如果考虑到巨大的公共债务率反过来会进一步扩大利率和经济增长率之间的缺口,降低公共债务率的任务将更加复杂。不仅如此,各国财政整顿还面临着各种具体困难。各发达经济体的基本赤字和公共债务规模不同,为实现公共债务率在2030年降至60%的目标,所需采取的财政调整和整顿措施的力度也有所不同。美国、英国、日本、希腊、爱尔兰和西班牙的赤字和公共债务规模都比较大,相应财政余额调整规模均接近甚至超过GDP的10%。德国和加拿大等国的赤字和公共债务规模相对低一些,但主要由长期性支出构成,财政整顿需要向结构性问题开刀,政策难度较大。考虑到高额债务对于各国利率的影响,目前债务率特别高的意大利和日本等国未来利息支出比较突出,需要采取力度更大的财政

调整措施。对于很多发达经济体而言,要完成削减公共债务的目标还要特别克服财政支出膨胀的巨大压力。尤其是人口结构老龄化将导致发达经济体未来20年里用于养老和医保的财政支出平均上升幅度占GDP的4—5%,美国甚至高达5.9%。

## 巨大财政风险的影响

1. 巨大的公共债务将提高利率,降低经济增长率,使财政状况进一步恶化。当前巨大的公共债务率将扩大发达经济体利率和经济增长率之间的缺口。根据国际货币基金组织计算,公共债务率增加10%将导致长期实际利率水平上升0.5%。如果发达经济体公共债务率保持在110%,长期实际利率水平将比危机前上升2%。较高的公共债务率还将挤出投资,导致资本存量增速放缓,影响劳动生产率,降低经济增长率。目前发达经济体的公共债务率每增加10%,投资减少幅度相当于GDP的0.4%,人均GDP增长率减少0.15%。利率和经济增长率缺口扩大反过来会导致公共债务利息支出过大,税收收入不足,使财政状况进一步恶化,公共债务压力不断上升,甚至可能形成难以摆脱的恶性循环。

2. 巨大的公共债务将影响央行的资产负债表。在危机中,各国央行购买了大量公共部门债券,根据国际货币基金组织统计,截至2010年第一季度,日本央行持有政府债券总额占GDP的比例高达15.2%,英国是14.5%,美国是5.4%。当前巨大的公共债务融资需求将对各国央行退出宽松货币政策的时机选择形成严重约束,并使

国际金融危机对央行资产负债表的长期影响。此外,在欧洲主权债务危机中,为了维护金融市场稳定,欧洲央行和欧洲各国央行一道在国债市场上大量买入私人抛售的主权债务,造成了央行资产负债表“垃圾债券”不断增加。如果未来财政风险不断积累,央行将不得不再度为政府赤字融资,购买政府债券,对央行资产负债表规模和结构形成新的冲击,进一步影响货币政策操作空间。

3. 巨大的公共债务将破坏金融和经济稳定。高额债务导致政府融资困难,使中期财政问题集中反映到金融市场,提高了主权债务违约风险预期,相应推升了政府债券溢价,进一步导致金融机构持有的政府债券价值缩水,银行融资成本上升,私人信贷市场紧缩,并且通过国际金融体系迅速传导至其他国家,对于实体经济造成严重影响。此外,巨大的财政风险占用了大量公共资源,直接限制了各国政府运用财政手段刺激经济持续复苏和增长的空间,也降低了政府应对未来不确定因素和挑战的能力,不利于保持经济持续强劲增长。

4. 巨大的公共债务将严重打击市场信心。财政风险可能导致国际资本恐慌性流动和重新配置,不仅影响正常的消费、投资和产业结构调整,而且为国际投机资本兴风作浪提供机会,成为经济复苏和增长过程中的重要不确定因素。2010年4月中旬到5月,由于受到主权债务危机的影响,全球范围内的股票市场和商品市场出现了抛售趋势。欧洲主权债务危机救援计划出台后,虽然暂时缓解了短期内主权债务违约的风险,但是难以消除市场对于长期内高公共债务和低增长之间

潜在恶性循环的担忧。因此,投资者继续收缩风险敞口,大量转入传统的安全性相对较高的资产,推动美元和黄金持续走强,给欧元区流动性带来了持续紧缩压力。如果全球性财政风险继续高筑,对于公共债务货币化的担忧将不断抬头,货币贬值和通货膨胀预期将对于市场信心造成新的打击。

## 应对财政风险的几点看法

第一,国家财政与金融市场前所未有的高度关联会越来越突出,未来财政管理与金融监管的关系会越来越密切,财政部门的金融监管职能可能会得到一定程度的强化。第二,当前应对欧洲主权债务危机主要是采取稳定金融市场信心和直接干预政府债券市场两种手段,暂时防止了中长期财政风险在短期内集中释放。但是随着金融市场特别是政府债券市场的条件变化,有可能引发新一轮的主权债务危机,各国政府需及时做好准备。第三,由于当前发达经济体债务融资规模巨大,融资来源将主要是投机性非居民购买者,从而导致债券期限越来越短,市场反应越来越敏感,增加公共债务滚动管理难度,未来很容易因为政府债券集中到期而引发新的风险。第四,新形势下,财政风险管理必须充分考虑金融市场状况。稳定政府债券市场,可以切断财政风险外溢到金融体系的主要渠道,防止当前财政风险失控升级为金融危机甚至经济危机,并且增强高债务条件下财政可持续性,为未来财政整顿赢得时间。

(作者单位:财政部对外财经交流办公室)

责任编辑 韩璐