

第五章 重建财政可持续性

在金融危机爆发之前，许多发达经济体的财政头寸早已不可持续。危机通过增加财政赤字和债务水平造成这些国家的财政可持续性严重恶化。因此，金融市场和信用评级机构用更为挑剔的眼光看待主权信用风险。危机之前能被容忍的政府债务和赤字水平现已不再视为可持续。

形势的变化导致主权信用违约掉期（CDS）利差飙升和主权信用评级下调。希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙的情况最为明显。但是，即便无风险地位极难被撼动的美国和日本，以及由于“避险资金”流入造成实际融资成本下降的国家，它们的主权信用评级也下调了。

这使人们担心主权国家丧失其无风险资产的地位。具体而言，其债务开始承受不可忽视的信用风险。无可否认，从狭义的角度看，完全的无风险地位是一个理想目标，而非现实目标。事实上，最糟糕的情况是资产已非无风险时仍将其视为无风险资产。许多主权国家在近期危机爆发之前的情况就是如此，某些国家现在的情况也是如此。这里，我们使用“无风险”这一术语来描述债权人的债权有足够高的概率得以偿还，从而使金融市场参与者在投资决策时无须考虑信用风险的资产。此类资产的存在有利于金融体系平稳、有效地运行。

主权信誉的弱化对金融稳定、财政和货币政策的可信度、金融市场的运作和私人部门融资成本产生不利影响。在当前经济增长乏力、金融市场依旧脆弱和央行能力过度延展的形势下，主权风险的增加特别令人担忧。必须重新恢复财政的可持续性。

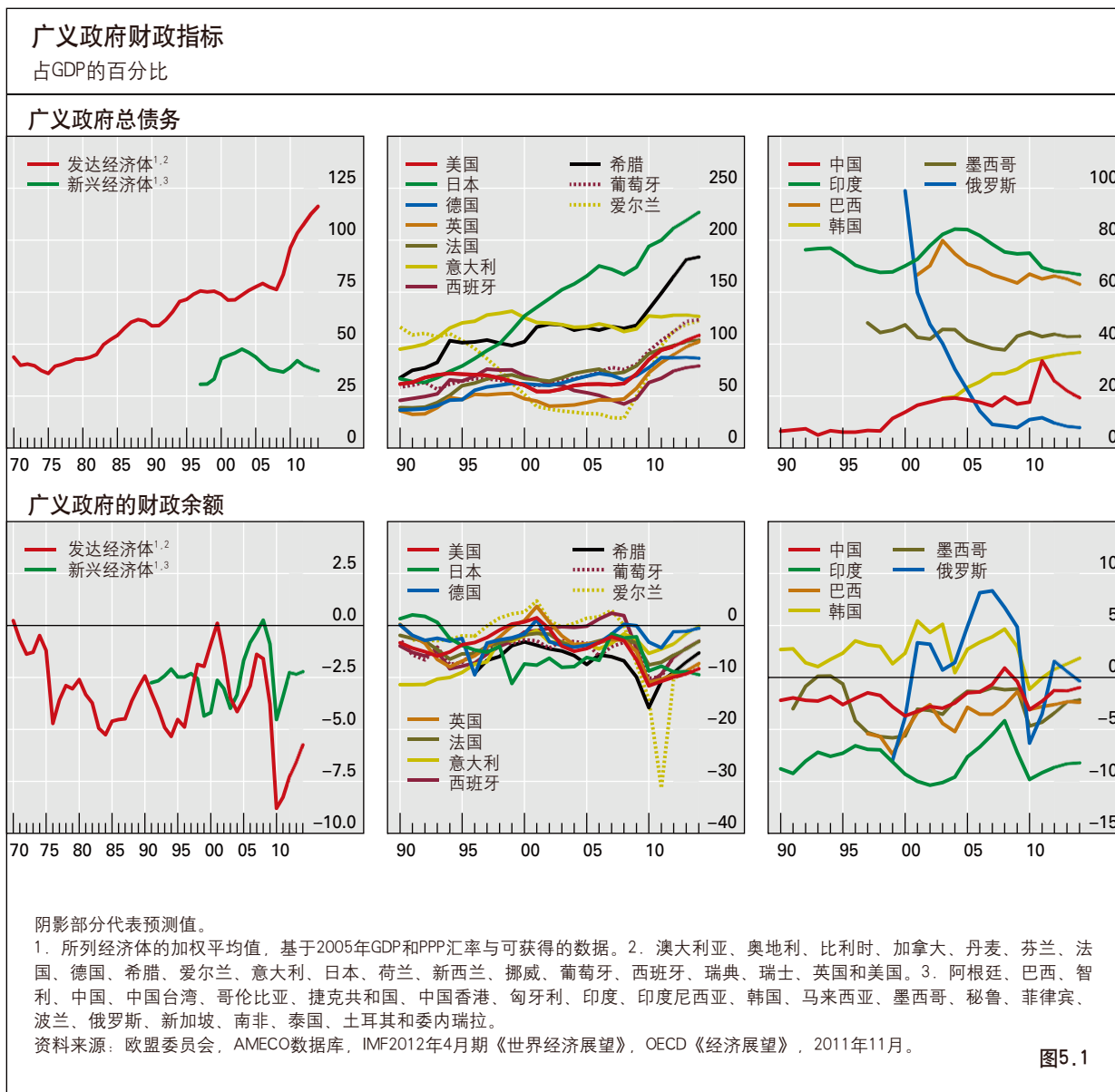
下一部分将讨论主权信用恶化的状况及其主要原因。随后章节将讨论主权信用恶化的影响及其政策启示。

主权债券为何，以及在多大程度上失去其无风险地位？

公共财政的发展状况

对发达经济体财政可持续性问题的担忧早在近期金融危机爆发之前就已存在。发达经济体的显性政府债务水平（债务占GDP比例）在20世纪70年代和90年代之间已经稳步上涨。尽管全球经济增长强劲，且欧洲和美国采取了财政整顿措施，随后十年债务水平趋于平缓，但总体债务水平仍居高不下（图5.1）。

但显性政府债务只反映出部分情况。一旦考虑人口老龄化之后养老金和医疗



支出的上涨，财政状况将变得更加黯淡。¹ 在发达世界中，预计这两类政府支出在2010–50年的平均增长规模为GDP的7.9个百分点。²

并且，危机之前的信贷和资产价格繁荣掩盖了一些发达经济体的实际财政状况。一些国家的政府，特别是爱尔兰和西班牙，由于税收收入的增长而产生虚假的安全感。实际上，这部分税收收入完全是由于不可持续的金融繁荣造成的。³ 相比正常的周期性经济扩张而言，金融和房地产部门短暂的税收收入上涨能一次性改善政府的财政状况，导致政策制定者高估其结构性头寸（见专栏）。⁴ 这反过来

1. 参考 S Cecchetti, M Mohanty 和 F Zampolli, 2012 年 3 月 BIS 工作报告 300 期,《公共债务的未来：前景和影响》与 IMF2012 年 4 月期《全球金融稳定报告》第四章。

2. 图 5.1 脚注 2 中列示的发达经济体 2005 年 GDP 和 PPP 汇率的加权平均,估计方法见 IMF 财务部《发达和新兴经济体公共养老金改革面临的挑战》,2011 年 12 月,以及《发达和新兴经济体医疗改革的宏观财政影响》,2010 年 12 月。

3. 参考 J Suárez,2010 年 CEPR7909 号讨论文件《西班牙危机：背景及政策挑战》。

4. 见国际清算银行第 81 期年报,2011 年 6 月,第二章。

金融周期、潜在产出和经周期性调整的财政余额

宏观经济政策的调整依赖于对潜在或可持续产出的估算，潜在产出使得政策制定者能够区分周期性波动和长期趋势。实际与潜在产出的差别通常被称为“产出缺口”。但是，潜在产出却无法直接观测。此专栏阐述了如何使用金融周期的信息来推断潜在产出的预测值，并将其运用于结构性预算差额的测算。

估算潜在产出及相应产出缺口最常用的方法是利用纯粹的统计手段（例如，Hodrick—Prescott(HP) 过滤器），从实际产出中提取长期趋势。此方法很简单，但并未使用经济关系中额外的信息。其他方法更多基于模型，在所涵盖的信息方面差异很大。最常见的信息类型包括经济疲软与通胀的关系（菲利普斯曲线），基本理念是通胀随着产出缺口规模的变化而变动。其他一些方法更为深入，还包含经济体生产函数的有关信息。

现行方法中不包含金融周期的信息。但是，我们有理由相信金融市场状况会对产出产生深远影响。当信贷和资产价格变化超过可持续的区间，产生金融失衡时，情况更是如此。例如，这些情况变化可能伴随着投资和消费模式，造成产出和资本存量的严重分配不当。这类不可持续的经济繁荣，尽管短期看是有利的，却会损害长期产出的可持续性。随着情况的发展，产出将日益超出可持续水平。

我们通过扩展最常用的估算潜在产出的统计方法，将金融周期的信息纳入其中来解决此问题。为便于讲解，我们仅仅考虑了信贷总量的信息。^① 具体而言，我们使用经通胀调整的私人部门信贷相对于样本均值的百分比变化作为金融状况的替代变量。随着信贷占 GDP 比重超过正常的历史区间，我们逐渐增加此变量的权重，从而对不可持续的发展或金融失衡的积累发出信号。

为进一步说明，图 5.A.1 将美国和西班牙基于信贷测算的产出缺口与使用标准 HP 过滤器方法和基于生产函数法 OECD 的测算值进行了比较。^② 图 5.A.1 表明，在金融危机爆发前两国信贷繁荣不可持续的时期，基于信贷测算出的潜在产出相对而言要低得多。相反，当信贷在较窄区间波动时，不同方法测算的结果非常类似，因此作用不那么突出。例如，20 世纪 70 年代美国的情况就是如此，当时实行了更为严格的金融市场监管。

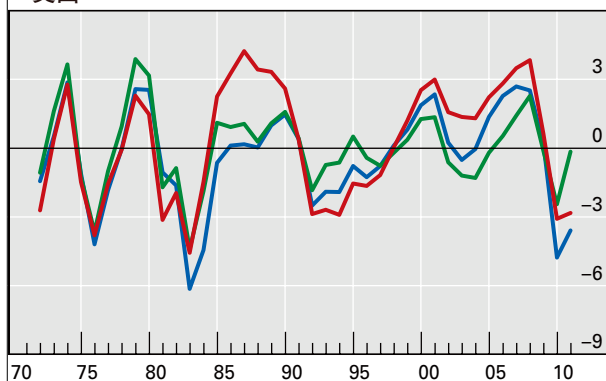
为评估不同产出缺口估算值差异的经济显著性，我们使用这些估算值来周期性调整政府的预算差额。构建此类结构性预算差额需要测算不同税收和政府支出种类相对于产出缺口的弹性。为此，我们使用 OECD 的测算值。^③ 需要强调的是，我们没有纠正资产价格繁荣可能对政府收入造成的其他效应。因此，周期性调整预算差额的差异只反映产出缺口测算值之间的差异。

图 5.A.2 表明，美国和西班牙未经调整的预算差额与不同产出缺口预算值隐含的周期性调整同向变动。在此背景下，超过 0.5 个百分点的变化通常可视为具有经济显著性。图表显示，基于信贷的测算值和其他测

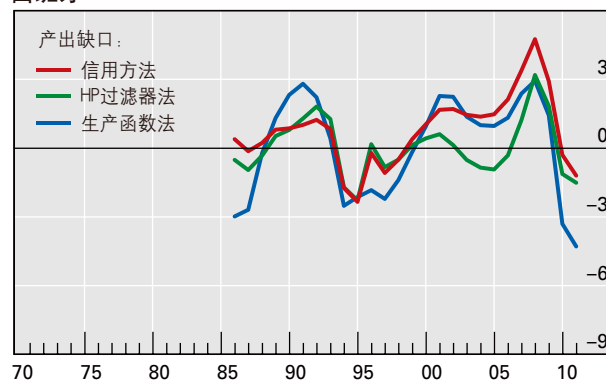
不同的产出缺口预测值

百分点

美国



西班牙



资料来源：OECD《经济展望》2011年11月；各国数据：国际清算银行的计算。

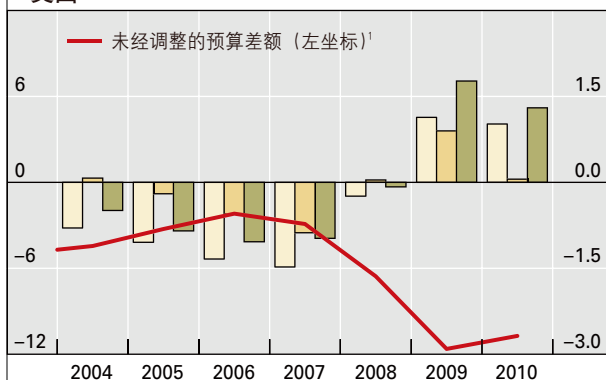
图5.A.1

算值之间的差异一般来说具有此重要性。并且，当信贷繁荣不可持续时，基于信贷的周期性调整头寸是最低的，这与信贷繁荣错误地增强了财政账户的观点吻合，正如后期情况所证实的那样。

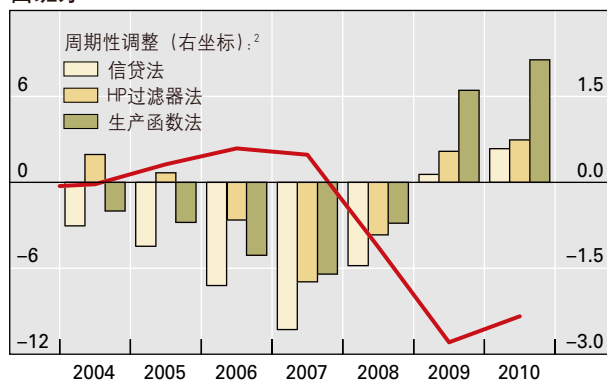
①更为详细的分析包括资产价格的信息，特别是房地产价格（见第三章和 M Drehmann, C Borio 和 K Tsatsaronis 即将出版的 BIS 工作报告《金融周期的特征：不要忽视中期！》）。关于预测值推断的技术信息，见 C Borio, P Disyatat 和 M Juselius 即将出版的 BIS 工作报告《重新思考潜在产出：纳入金融周期的信息》。②参见 N Girouard 和 C Andre, 2005 年 OECD 经济部门工作报告《测算 OECD 国家经周期性调整的预算差额》。

预算差额和周期性调整

美国



西班牙



1. 占GDP的百分比。2. 对不同产出缺口预测值隐含的未经调整的预算头寸进行周期性调整，百分点。
资料来源：OECD《经济展望》2011年11月；国际清算银行的计算。

图5.A.2

又造成财政政策更为宽松。事实证明，一旦金融泡沫破裂，宽松的财政政策非常危险。

表面上看，新兴市场经济体（EMEs）的财政状况比发达经济体好得多。这些经济体的财政赤字和政府债务占GDP的比重总体来说低得多（图5.1）。自2010年以来，这些国家公共债务占GDP的比重始终在下降。

但是，EMEs的财政基础可能并不像表面上那样非常健康。由于先前的违约记录和征税能力较低等多种因素，EMEs的政府债务承受能力一般而言比发达经济体低。与发达经济体一样，许多新兴市场的政府也面临人口老龄化带来的养老金和医疗支出大幅攀升的问题（2010–50年平均增长规模为GDP的7.0个百分点）。⁵一些EMEs的财政账户正由于不可持续的信贷和资产价格繁荣而被不实地扩大（见第三章）。

财政缺口，作为财政可持续性的一项测算指标，是指既定时间段内为确保政府债务占GDP比重恢复至可持续水平所需的周期性调整基本财政差额的变化。⁶尽管对政府债务占GDP比重的最佳水平存有不同观点，但现有实证经验可

5. 基于图5.1脚注3中所列出的新兴经济体2005年GDP和PPP汇率测算出的加权平均值。

6. 由于财政可持续性还取决于财政缺口所不能体现的其他因素，因此，这是一个不完善的替代变量。

财政缺口的变化 百分点					
	财政缺口 ¹		2007 - 12年财政缺口构成的变化 ²		
	2007 ³	2012	基本差额的变化	债务的变化	债务利息的变化
日本	7.4	12.2	2.6	1.7	0.4
新西兰	3.2	9.6	5.5	0.8	0.1
美国	3.8	9.4	5.0	1.2	-0.5
卢森堡	9.3	9.3	0.0	0.0	0.0
爱尔兰	3.1	8.6	2.3	2.3	1.0
英国	6.5	8.5	1.9	1.2	-1.1
荷兰	5.4	6.3	1.0	0.3	-0.4
比利时	4.6	6.0	1.5	0.3	-0.4
芬兰	3.8	5.7	1.4	0.4	0.1
加拿大	3.5	5.5	2.5	0.4	-0.9
法国	4.8	5.4	0.3	0.9	-0.5
斯洛伐克	4.9	5.2	-0.8	0.7	0.4
德国	4.1	4.8	1.2	-0.1	-0.4
波兰	1.9	4.7	1.7	0.6	0.5
奥地利	3.5	4.6	0.9	0.5	-0.3
捷克共和国	5.0	4.6	-1.2	0.7	0.1
韩国	4.3	4.3	0.0	0.0	0.0
西班牙	3.1	4.2	0.7	0.7	-0.3
匈牙利	6.6	3.5	-3.1	0.1	-0.1
希腊	7.8	3.3	-6.3	1.4	0.4
澳大利亚	2.4	3.2	0.5	0.5	-0.2
葡萄牙	4.2	3.0	-1.9	0.5	0.2
意大利	3.7	2.6	-1.0	0.1	-0.3
瑞士	2.2	2.2	0.0	0.0	0.0
丹麦	1.7	2.0	0.1	0.1	0.1
瑞典	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

1.需要立即提高基本差额占GDP的比重,以便确保2050年总财政负债占GDP比重达50%;包括医疗和长期护理成本,以及预测的养老金支出上涨。2.评估变化的贡献程度使用与基期模拟中的财政缺口的差异,基期模拟中,假设养老金、医疗和长期护理与GDP的占比不变。贡献率为负意味着潜在的财政头寸改善,或政府债务支付的利率在2007-12年下跌。3.隐含的财政缺口考虑了2007年现行财政头寸、债务水平和利率对2012年财政缺口的影响。
资料来源:OECD政策报告,2012年4月第11期,《财政整顿:为将债务降至审慎水平需要多大力度?》,OECD经济部。

表5.1

作为粗略指导,它显示这一比率如果大于85%将损害经济增长。⁷ 如果此观点正确,这意味着政府债务占GDP比重必须远低于85%,以确保经济衰退时有空间实施逆周期的财政政策 and 增加公共债务。

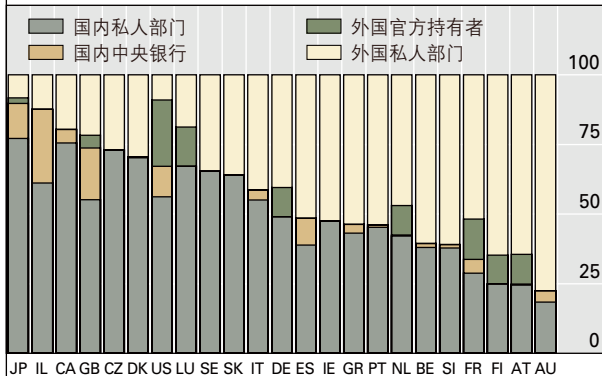
为获得这一空间(净空),我们可以设立一个长期的基准比例,如50%作为

7. 见 S Cecchetti, M Mohanty 和 F Zampolli, 2011年9月 BIS 第352号工作论文《债务的实际影响》。

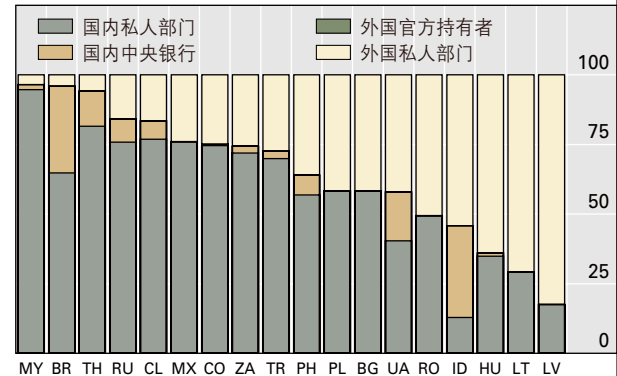
政府债持有¹

占总余额的百分比

发达经济体



新兴经济体



AT=奥地利；AU=澳大利亚；BE=比利时；BG=保加利亚；BR=巴西；CA=加拿大；CL=智利；CO=哥伦比亚；CZ=捷克共和国；DE=德国；DK=丹麦；ES=西班牙；FI=芬兰；FR=法国；GB=英国；GR=希腊；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IE=爱尔兰；IL=以色列；IT=意大利；JP=日本；LT=立陶宛；LU=卢森堡；LV=拉脱维亚；MX=墨西哥；MY=马来西亚；NL=荷兰；PH=菲律宾；PL=波兰；PT=葡萄牙；RO=罗马尼亚；RU=俄罗斯；SE=瑞典；SL=斯洛文尼亚；SK=斯洛伐克；TH=泰国；TR=土耳其；UA=乌克兰；US=美国；ZA=南非。

1. 英国和美国的数据截至2011年第四季度；巴西和西班牙的数据截至2011年第三季度；澳大利亚、法国、以色列和日本的数据截至2011年第二季度；德国数据截至2011年第一季度；剩下的新兴市场经济体的数据截至2011年第二季度；剩余的发达经济体的数据截至2010年第四季度。关于广义政府总债务，除了澳大利亚（包括国库券在内的联邦政府债），加拿大（加拿大政府债券和短期票据），法国（可流通的债券），以色列（可交易的政府债），日本（中央政府债；包括日本邮储银行，该银行完全由JP控股公司持有，而JP控股公司完全由政府持有），西班牙（可销售的中央政府债），英国（中央政府金边债券）和美国（包括不可销售的债券在内的国债）。

2. 不包括欧央行。

资料来源：IMF，2012年4月期《财政监测报告》和《世界经济展望》；OECD《经济展望》，2011年11月；世界银行外债的季度统计数据；国际清算银行的计算。

图5.2

指导性操作，并在2050年之前实现。使用这一数字作为粗略指导意味着，考虑到养老金和医疗公共支出的预期上涨，根据OECD的预测（表5.1），⁸ 相对于2012年的预测水平，⁹ 大多数发达经济体需要立即将其周期性调整的主要财政余额改为GDP的3%，甚至更多。2012年，爱尔兰、日本、英国和美国的财政缺口数据尤其明显，高于GDP的8%。加拿大、法国和荷兰的财政缺口也减少得不多，在GDP 5.4% ~ 6.3%的区间变动。希腊、意大利和葡萄牙目前的财政缺口小得多，在GDP 2.6% ~ 3.3%之间变动。这主要是由于这些国家近期采取了财政整顿措施，造成2012年预计的周期性调整初级盈余占GDP比重变大。瑞典是样本中唯一一个无须进行调整的国家。许多发达经济体财政缺口较大，这意味着它们需大幅调整政府预算，以恢复其财政可持续性。

财政头寸的脆弱性不仅取决于财政和宏观经济的长期趋势，也取决于政府债券持有的分布状况（图5.2）。在其他条件相同的情况下，国内债券持有的比重越高，如巴西和日本，越能够暂时支撑较高的债务占GDP比重；发生外资严重抽逃的概率较低，利息支出对于国内收入的拖累较小。此外，对于特定比例外国政府债务持有，如美国，其外国官方持有的比重越高，政府融资成本越稳定。这是由于外国官方持有人不太可能针对短期宏观经济信息或全球风险偏好的突然上涨而采取

8. 见OECD政策报告，2012年4月第11期，《财政整顿：为将债务降至审慎水平需要多大力度？》，OECD经济部；R Merola和D Sutherland，《财政整顿：长期预测及财政缺口计算》，OECD经济部工作论文，第934期，2012年1月，包括对预测作出的假设。

9. 基于2011年的预测。

措施。

净国际投资头寸也能够影响财政可持续性。受欧元区主权债务危机影响最严重的国家净国际投资头寸占 GDP 的比重负值最大。2011 年底，此类头寸负值最大的国家是葡萄牙，净国际投资头寸占 GDP 的比重为 -108%，其次是爱尔兰 (-95%)，西班牙 (-86%) 和希腊 (-73%)。与此相反，尽管日本政府债务占 GDP 的比重在 2011 年达 212%，但其净国际投资头寸占 GDP 比重为显著正值 (51%)，这有助于降低该国财政头寸的脆弱性。

金融危机对财政头寸的影响

金融危机导致发达经济体的公共财政状况严重恶化。几乎所有发达国家的政府负债率都高于 2007 年的水平(图 5.1)。尽管公共债务水平上涨幅度没有那么快，新兴市场经济体也未能全身而退。

我们可以通过研究财政缺口变化来评估金融危机对公共财政可持续性的边际影响及其后果。一些大型发达经济体(如日本、英国和美国)的财政缺口由于危机导致财政赤字和债务膨胀而大幅上涨(表 5.1)。尽管爱尔兰和西班牙采取了财政整顿，两国的财政赤字在 2007-12 年也有所扩大。两国财政缺口的扩大与政府债务和周期性调整财政初级赤字的上涨幅度基本对等。

几大因素导致政府为应对危机而出现了巨额的财政赤字。由于税收收入下降、自动支出上涨，政府预算中非自主性部分大幅收缩。许多政府为应对宏观经济放缓而实行了一揽子大规模财政刺激措施。危机发生之后，许多国家通过资产购买计划、直接股权投资和债务担保的形式对总部在其辖区的金融机构提供支持。金融援助计划通常规模庞大，其前置成本能达到 GDP 的 55%。¹⁰ 如前所述，危机之前经历信贷和资产价格飙升的国家，其税收收入的萎缩程度要比宏观经济周期性下滑时大得多。

主权健康恶化对金融体系的影响

危机已经导致银行风险和主权风险之间产生逆反馈循环。金融体系的脆弱性已损害公共财政，而主权信誉的恶化也损害了金融机构的健康。

主权信誉的下降可通过以下几种渠道影响金融部门。¹¹ 它使银行持有的政府债市值下跌，并减少了高质量抵押品的可得性。这极大地影响了银行的融资状况(如下一节和第六章所述)。并且，政府为金融体系提供支持能力的下降也导致金融机构融资成本上涨。这一联系在希腊、意大利、葡萄牙和西班牙最为明显。过去一年，这些国家政府对银行支持能力的减弱导致其信用评级的全面下调。¹² 最后，由于主权国家失去其无风险地位，在投资者资产组合中政府债已经成为银行债的近似替代物，增加了挤出效应的风险。尽管此效应适用于所有的私人借款者，但考虑到银行融资需求巨大，银行所受的影响更为显著。

市场价格清晰地反映了此逆反馈循环风险的加剧。自 2010 年初以来，银行与

10. 参见 C Borio, B Vale 和 G von Peter, 《解决金融危机：我们是否正在吸取北欧的教训？》，BIS 工作论文，第 311 期，2010 年 6 月。

11. 为进一步讨论，请参见全球金融体系委员会 (CGFS) 2011 年 7 月第 43 号出版物《主权信用风险对银行融资状况的影响》。

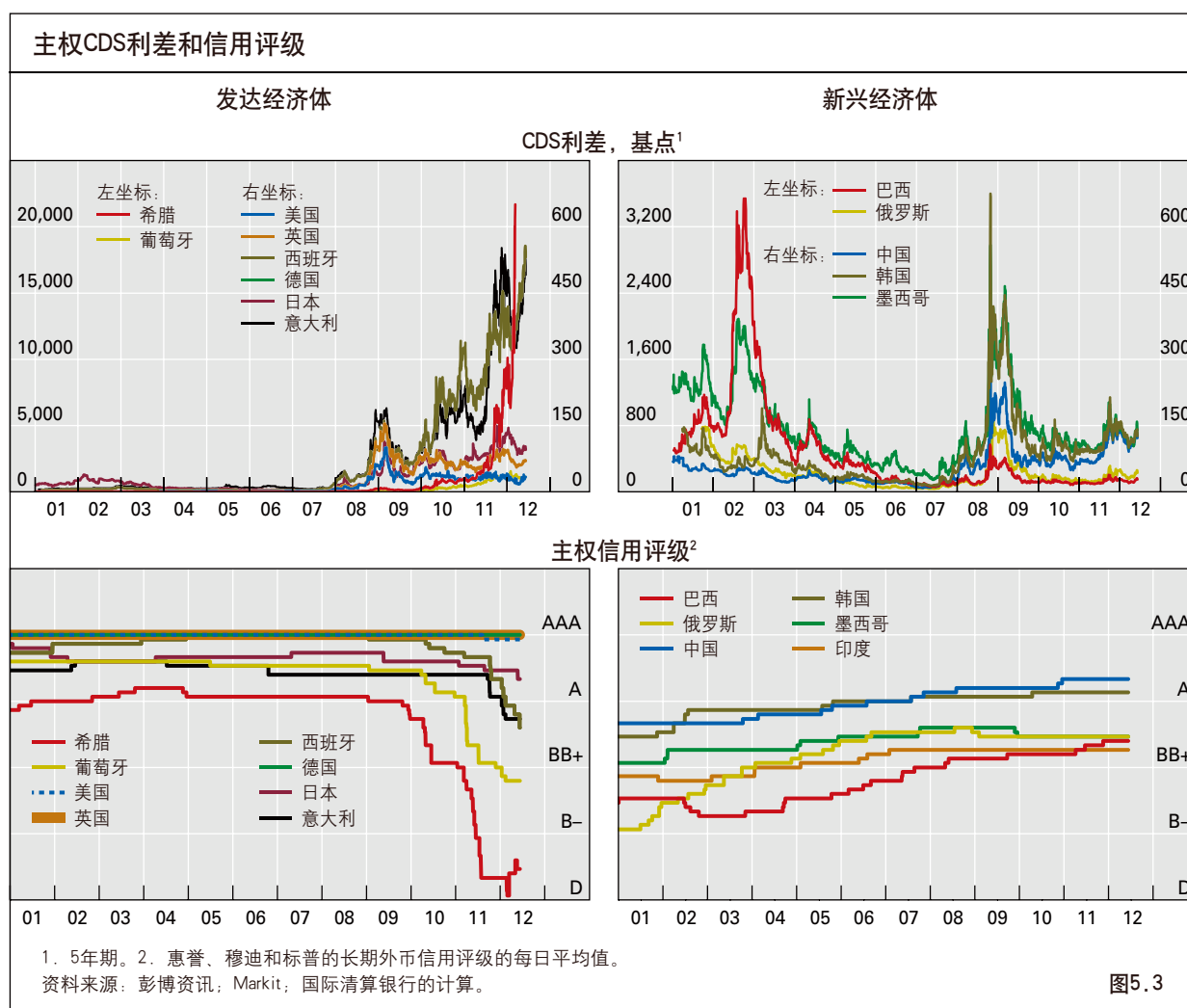
12. 参见 N Tarashev, 《近期银行信用评级下调的不同原因》，载《国际清算银行季报》，2011 年 12 月。

主权 CDS 利差的联动大幅上涨。不仅同一国家的银行 / 主权 CDS 存在此联动关系，许多跨境的银行 / 主权 CDS 情况也是如此。例如，法国银行和主权 CDS 利差每日变化值的联动系数从 2008-09 年的 0.38 上升至 2010-11 年的 0.79。同期，德国银行 / 主权 CDS 利差的联动系数也上升了 (0.33 到 0.66)，意大利 (0.53 到 0.78)，西班牙 (0.38 到 0.71)，英国 (0.43 到 0.71)。

对主权财政健康状况恶化的反应

过去几年，发达经济体的许多政府（不是全体）的长期融资成本已经大幅上涨，对一些欧元区国家主权信誉的担忧尤为明显。希腊、爱尔兰和葡萄牙的 10 年期政府债券收益率在 2010 年强劲增长。2011 年，希腊和葡萄牙的收益均上涨，在年底上涨幅度分别达 35% 和 13.4%。在市场切断其融资来源之后，三国均提交了官方援助申请。2011 年，意大利和西班牙的联合政府债规模达 2.7 万亿欧元，其长期借款成本在 2012 年 5 月底之前分别上涨了 5.9% 和 6.6%。由于资本逃往安全地，德国、日本和美国的 10 年期债券收益率到 2012 年 5 月底分别跌至 1.2%、0.8% 和 1.6%。

正如信用衍生品价格所反映的，主权信用风险的上涨更为普遍。许多发达经



济体的主权 CDS 利差在 2011 年底达到前所未见的水平。尽管 2012 年初略有回落，依然居高不下（图 5.3，左上图）。甚至那些从资本逃往安全地和融资成本下降中获益的债务市场，其主权 CDS 利差也有所上涨。

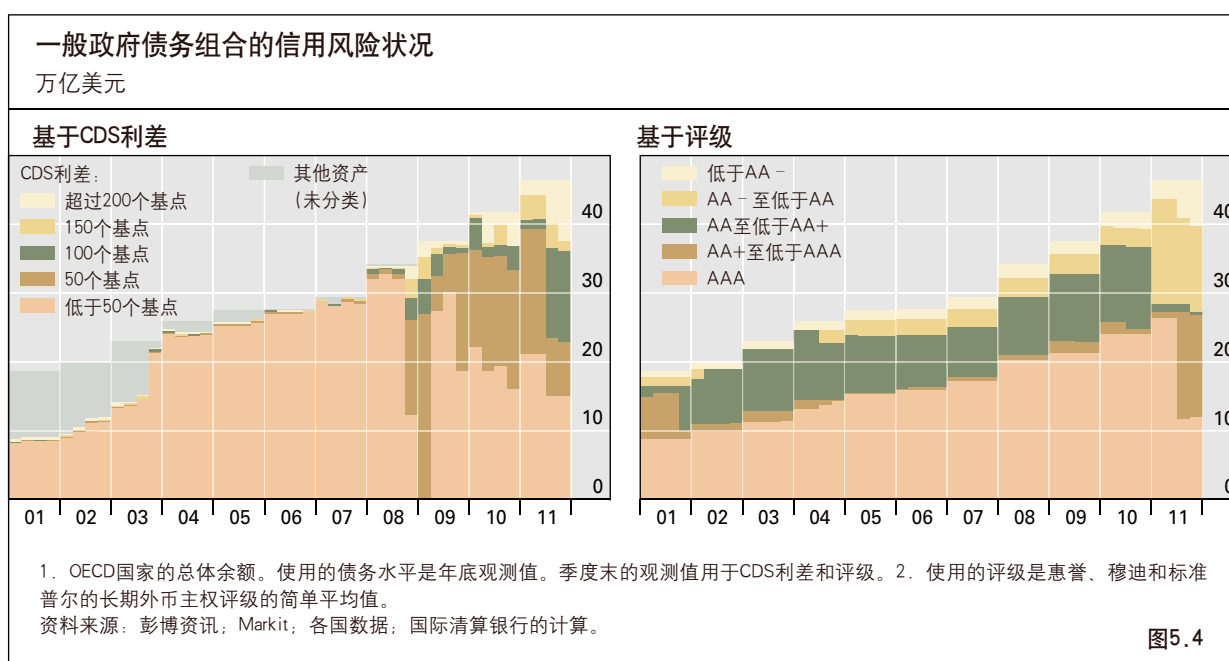
发达经济体主权信誉受损还导致其信用评级普遍下调（图 5.3，左下图）。即便是美国这一全球最广泛持有的储备货币发行国，标准普尔也由于其国会减债联合委员无法就中期债务削减战略达成共识，在 2011 年 8 月下调了该国的主权信用评级。随着市场价格变动，主权信用评级的下调不仅反映出危机后公共财政的恶化，也体现了对主权风险的重新评估，危机前视为可持续的主权风险如今被认定为高风险。

市场和信用评级机构对新兴市场国家的态度更为积极。主要 EMEs 的主权 CDS 利差在过去几年相对稳定。尽管 2011 年下半年 CDS 利差上涨，但仍远低于 2008–09 年的峰值（图 5.3，右上图）。并且，过去十年，新兴经济体的信用评级呈不断上调的趋势，与发达经济体的主权信用评级有所趋同（图 5.3，右下图）。然而，情况并非完全一致。过去几年，一些小型新兴市场经济体的信用评级出现下调。而其他国家尽管经济高速增长，信用评级和借款成本也几乎保持不变。最后，许多亚洲新兴国家目前的信用评级目前还低于 1997 年亚洲金融危机爆发之前的水平。

主权债务丧失无风险地位的影响

主权信誉的恶化会产生明显的不利影响。它损害了金融稳定性和宏观经济政策的可信度，并增加了私人部门的借款成本。

主权债务丧失无风险地位损害了金融稳定。债务风险较高的政府无法为本国金融体系提供值得信赖的支持——金融稳定的终极锚。并且，在压力期间，厌恶风险的私人代理机构和金融中介机构将被剥夺有价值的、稳定的财富保值方案，





包括抵押品的形式。事实上，正如 CDS 利差（图 5.4，左图）和信用评级（右图）所示，全球政府债券组合的总体信用风险状况已明显恶化。因此，随着需求由于资金逃向安全资产而增长，“安全”的全球政府债券池不断萎缩，造成全球金融体系安全资产的严重不足。

主权债务风险的加剧通过其对财政和货币政策的影响而削弱了宏观经济稳定。它减少了落实稳定的、逆周期财政政策的空间，出于对财政支配地位和政府债务货币化的担忧，它会损害货币政策的可信度。¹³ 这会使通胀预期不固定，并影响宏观经济的稳定。

最后，主权信誉的恶化将抬高其辖区内几乎所有私人借款人的融资成本。政府债券的利率为大多数此类借款人的借款成本设定了有效的下限。¹⁴ 政府债券利率也和相关成本高度相关，特别是在危机期间。¹⁵

主权债务如何再次成为无风险资产？

许多发达经济体的政府将不得不大幅改善其财政状况，以便实现财政可持续性并恢复市场对其财政头寸的信心。这是重回可持续增长道路的前提条件。需要实施有效的财政整合，并打破银行与主权风险之间的逆反馈循环。

一些发达经济体已开始实行财政整顿（见第二章），但还需做更多工作。根据 OECD 的预测，发达经济体经周期性调整的初级财政赤字占 GDP 的比重在 2011 年平均降至 4%，预计 2012 年将进一步下降至 3.1%，2013 年将跌至 2.1%。2011 年，新兴市场经济体这一比例均值较小，预计在未来两年只会略微下降。¹⁶ 然而，

13. 参见 2012 年 5 月 BIS 第 65 号文件《财政支配地位的威胁？》。

14. 例外情况主要包括大型的跨国公司，其收入和运作在全球层面实现了多元化。

15. 见 G Corsetti, K Kuester, A Meier 和 J Mueller, 《主权风险、财政政策和宏观经济稳定》，IMF 工作论文，第 12/33 号，2012 年 1 月。

16. 参见 IMF 2012 年 4 月期《财政监测报告》。

许多实施减赤措施的国家无法实现其标题赤字占 GDP 比例的目标。这是经济增长弱于预期和赤字水平高于预期共同作用的结果。

金融市场能够推动或阻碍政府重新实现财政可持续性。一方面，市场纪律能为财政整顿提供激励机制，另一方面金融市场可能长时间对于财政问题怀有自满情绪，且反应过晚。政策制定者因此不能等市场信号出现后再实施财政整顿。

政府现在应该落实养老和医疗改革。这么做将减少政府的长期或有负债，并增强市场对于公共财政可持续性的信心。

为恢复财政可持续性，许多发达经济体需要大幅调整其预算，并对公共部门进行深入改革。这些改革的具体时机和强度必然取决于各国国情。但是，推迟财政整顿将削弱市场信心，推高借款成本。对于一些国家，市场关于其公共财政可持续性的信心已严重受损，以至于立刻开展财政整顿成为唯一可行的政策选择。在这种情况下，有必要提振市场信心，这对于恢复经济增长至关重要。

关于财政整顿最佳时机的政策建议各不相同。这些差异部分反映了财政乘数大小的不确定性，乘数的大小取决于经济发展的阶段和货币政策的约束条件。近期研究表明，在产出缺口为负值和货币政策被零下限约束时，财政乘数更大，主要发达经济体的情况正是如此。¹⁷ 但是，资产负债表收缩时期的财政乘数可能比正常经济衰退时期低。特别是，资产负债表收缩时期，负债过高的机构——现在主要是指家庭——可能需要将每单位额外收入中更大部分的资金用于减少债务，而不是增加自主性支出。

这也意味着使用财政空间支持金融和非金融部门修复资产负债表时应考虑财政整顿因素。私人部门资产负债表有问题的国家，应利用财政空间来解决该问题，同时不损害总体财政整顿与减债（见第三、第四章）。

政策制定者通过鼓励经济代理人和金融市场超越短期视野的方式管理其预期是非常重要的。这意味着必须清晰传达不同时期财政整顿计划的可能影响。研究表明，财政紧缩对经济活动的不利影响是短暂的。¹⁸

增强经济体灵活性能够削弱财政整顿对产出的短期不利影响，并能更快地实现长期可持续性增长。包括产品和劳动力市场改革在内的结构性政策尤为重要。这些政策有利于资源的再配置、提高竞争力和提高劳动力生产率。

长期来看，政策制定者需要采取措施打破金融部门和主权风险之间的反馈循环。一项关键的措施是鼓励银行积累资本和建立流动性缓冲——当前金融改革的当务之急（见第六章）——这将会降低政府不得不再次出手救援的概率。另一方面，政府在经济景气时期应该特别审慎，建立适宜的财政缓冲，以便在不损害政府信誉的同时能够为金融体系提供支持（见前一部分）。最后，正如巴塞尔标准关于内部评级法（IRB）所鼓励的，应该根据主权信用风险的客观评估来确定银行持有的政府债的风险权重。这将阻止银行过多地将其有价证券投资于主权债券。与此方法相悖的是，许多银行和监管者对国内政府债券赋予了零风险权重，增加了银

17. 参见 A Baum, M Poplawski-Ribeiro 和 A Weber,《财政乘数与经济发展阶段》,IMF 工作论文,即将发表; J Delong 和 L Summers,《萧条经济体中的财政政策》,2012 年 3 月,印刷品; R Barrell, D Holland 和 I Hurst,《财政整顿:第二部分,财政乘数与财政整顿》,OECD 经济部工作论文。第 933 号,2012 年 2 月。

18. 见 K Clinton, M Kumhof, D Laxton 和 S Mursula,《预算整合,短期痛苦与长期收益》,IMF 工作论文,第 10/163 期,2010 年 7 月; C Freedman, M Kumhof, D Laxton, D Muir 和 S Mursula《危机期间财政刺激的全球效应》,载《货币经济学》,Vo./57,2010 年第 5 期; IMF2010 年 10 月期《世界经济展望》第三章。

行持有此类资产的动机。¹⁹

受金融危机影响较轻的国家，包括许多新兴市场经济体，可以借此契机实现其公共财政的长期可持续性。这有助于这些国家做好准备，应对人口老龄化带来的养老金和医疗公共支出的上涨，并为未来实施逆周期财政政策提供更多空间。

总结

主权债务正以令人惊叹的速度失去其无风险地位。许多发达经济体的财政头寸在危机之前已经变得不可持续，危机的爆发又导致其财政头寸进一步恶化。公共财政的恶化损害了金融稳定，降低了财政政策和货币政策的可信度，影响了金融市场的正常运行，并增加了私人部门的借款成本。重新建立可持续的财政头寸要求落实有效的财政整顿、推动长期经济增长，并打破银行和主权风险之间的逆反馈循环。

19. 例如，一项欧盟法令规定，成员国政府债券的零风险权重居于支配地位，应以该国本币进行融资。也可参见 H Hannoun, 于 2011 年 10 月 26 日在阿联酋阿布扎比举办的金融稳定学院高级会议上的发言《银行监管中的主权风险：我们的立场是什么？》。