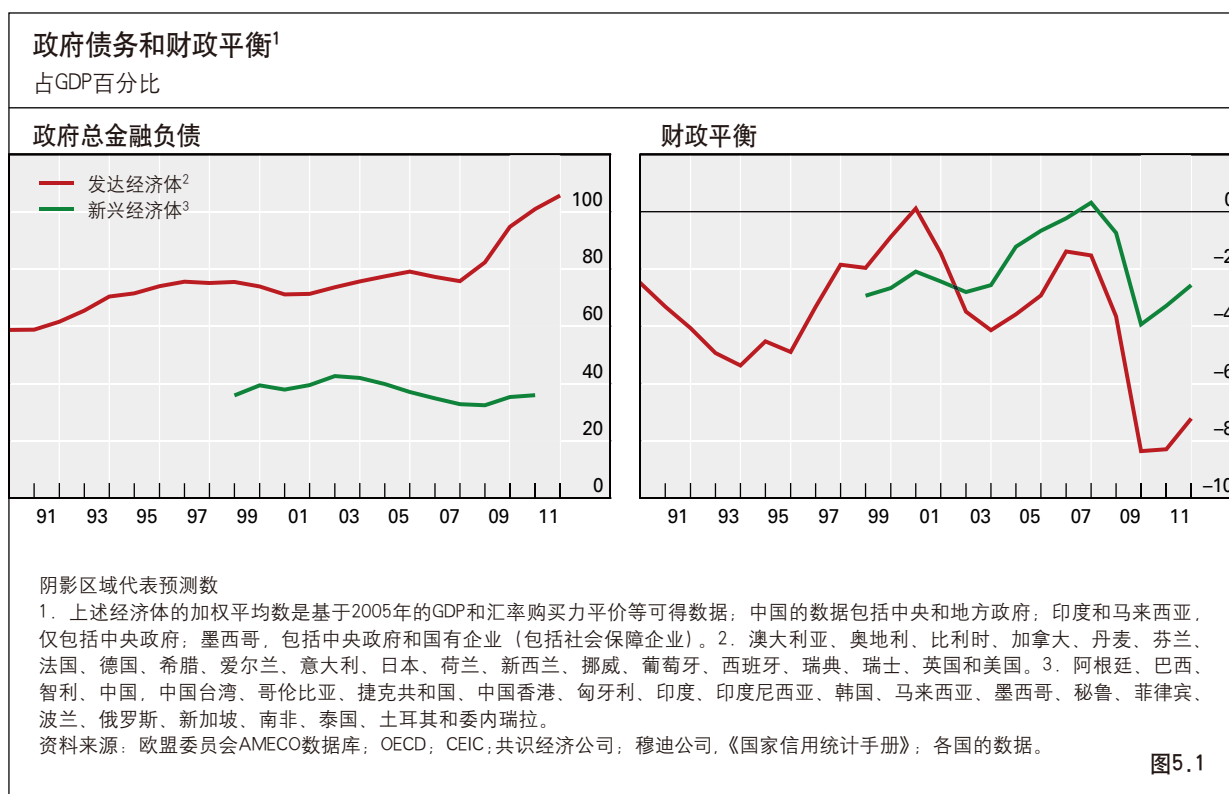


第五章 工业国家财政可持续性：风险和挑战

由于金融危机期间国民收入大幅缩水，大规模金融救助计划的出台和财政扩张政策，工业国家正面临财政状况急剧恶化的风险（图 5.1）。发达经济体的公共债务水平从 2007 年占 GDP 的 76% 预计到 2011 年超过 100%，创数十年来的新高纪录。并且，由清理金融机构资产负债表带来的全部成本，特别是解决金融机构在应对逆向冲击的脆弱性上仍存在不确定性。2011 年之后，许多工业国家将面临人口老龄化带来的庞大的医疗和养老负担上升的问题。如果不能及时地、有效地解决这些问题，赤字和债务水平将进一步上升。

新兴市场经济体整体由于财政状况良好，受金融危机的冲击较小（图 5.1）。截至 2009 年底，新兴市场经济体的公共债务水平约为 GDP 的 35%，与发达经济体相比维持在低位并相对稳定。然而，不同新兴市场经济体的财政状况差距明显，部分国家正在大力削减赤字至可持续的水平。许多新兴经济体正面临由老龄化带来的长期财政问题。随着这些新兴经济体试图提供覆盖范围更广泛的公共服务体系，问题严峻性将日益突出。第 51 页（中文版——编者注）的专栏将对该问题进



行简要讨论。

高企且不断攀升的公共债务水平为全球经济埋下重要隐患。近期欧洲债务危机表明，对政府违约的担心导致利率水平急剧上升，这将进一步加重财政脆弱性并威胁经济复苏。欧洲政府、国际货币基金组织和欧洲中央银行于2010年5月出台的前所未有的支持计划稳定了金融市场，但市场对希腊政府和其他欧洲国家长期财政可持续性的担心仍未消除。除非政府采取行动解决其财政问题，否则这些担心将进一步恶化并危及其他国家。从长期看，公共债务水平持续高企将使经济在面临负面冲击时更加脆弱，降低经济长期增长率并恶化对币值稳定的信心。

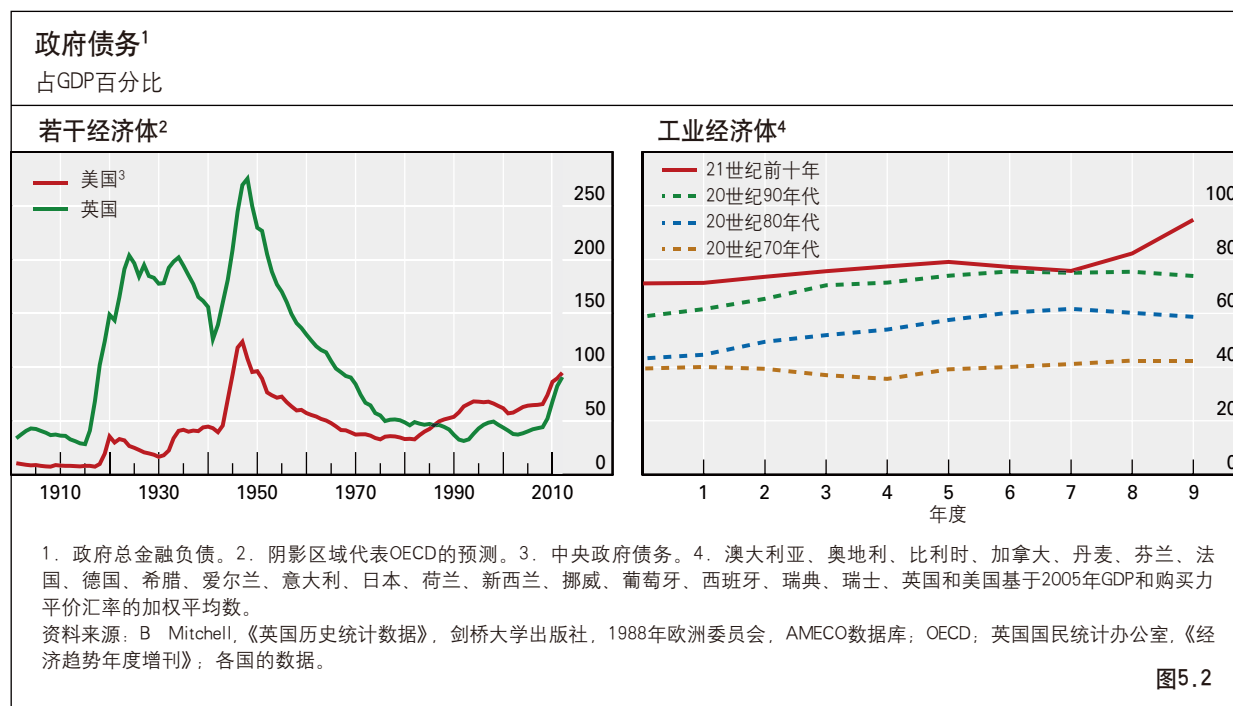
实际上，投资者对财政状况日益增加的关注已推动部分发达经济体新出台或加强财政整顿措施，财政赤字的削减速度将超过2010年初时的预测。削减当期财政赤字的措施应与加强公共财政长期可持续性的改革相结合，如旨在提高生产率、未来潜在经济增长的措施及应对老龄化导致的支出上升的措施。鉴于发达工业国家贯彻措施的决心和毅力，较低且稳定的利率水平、更稳健的金融体系和经济增长前景改善带来的益处将大于实施这些措施对短期产出增长的负面影响。

本章其余部分用来解决工业国家面临的短期和长期财政失衡问题，并讨论对全球经济的潜在影响。

公共债务的演变和近期展望

公共债务高企对工业国家来说并不陌生。例如，第二次世界大战期间，美国的公共债务水平高达GDP的120%，英国的公共债务水平占GDP的275%。英美两国的公共债务水平预计2011年将攀升至占GDP的90%以上，其上升速度为第二次世界大战后最快（图5.2，左图）。更为糟糕的是，很多国家在财政状况长期恶化的背景下，由危机带来的财政支出大增。在20世纪70年代到2007年，工业

公共债务创下第二次世界大战后的新纪录



危机爆发前公共债务就保持向上趋势

不同国家债务水平上升不一

公共债务将继续上升……

……大规模预算赤字可能将继续产出下降意味着税收收入的损失

国家总体公共债务水平由 40% 上升到 76% (图 5.2, 右图)。收入和支出之间的长期错配 (尤其是老龄化带来的支出) 显示, 尽管程度有所不同, 但大部分发达工业经济体的财政状况在此次金融危机爆发前已发展到难以为继的地步。

截至 2011 年底, 工业国家公共债务占 GDP 的比率预计比 2007 年上升平均约 30%, 升幅接近五分之二。但那些受危机严重影响的国家, 升幅可能更大。从 2007 年底到 2011 年底, 美国公共债务占 GDP 比例预计上升超过一半, 西班牙上升五分之四, 英国升幅接近 2 倍, 而爱尔兰升幅接近 3 倍 (表 5.1)。

多种原因导致了目前公共债务上升的势头很难在短期内止住。一是由经济衰退引发的周期性的赤字, 即税收收入的剧烈下降和某些支出的上升 (主要是收入支持计划) 很难在短期内消失。正如目前经济预测所揭示的, 经济恢复非常缓慢。

第二个原因是 2010 年和 2011 年预计产生的赤字中很大一部分将继续存在, 尽管产出已经开始恢复。金融危机预计对很多国家未来潜在产出的下降造成了永久性的影响, 削减了政府的税基。¹ 而且, 在一些国家, 尤其是爱尔兰、西班牙、

	财政平衡			结构平衡 ²			政府债务		
	占GDP百分比								
	2007	2010	2011	2007	2010	2011	2007	2010	2011
阿根廷	-0.5	-4.7	-4.6	-1.1	-3.1	-3.2	62	74	77
法国	-2.7	-7.8	-6.9	-3.0	-5.7	-5.2	70	94	99
德国	0.2	-5.4	-4.5	-0.4	-3.7	-3.1	65	81	84
希腊	-5.4	-8.1	-7.1	-5.8	-4.6	-2.4	104	129	139
爱尔兰	0.1	-11.7	-10.8	-1.3	-8.0	-8.3	28	83	92
意大利	-1.5	-5.2	-5.0	-2.2	-2.4	-2.8	112	132	135
日本	-2.4	-7.6	-8.3	-3.0	-6.6	-7.6	167	199	205
荷兰	0.2	-6.4	-5.4	-0.3	-4.4	-3.7	52	75	79
葡萄牙	-2.7	-7.4	-5.6	-2.6	-5.8	-4.3	71	95	99
西班牙	1.9	-9.4	-7.0	1.6	-6.6	-4.6	42	73	78
英国	-2.7	-11.5	-10.3	-3.4	-8.6	-7.8	47	82	91
美国	-2.8	-10.7	-8.9	-3.1	-9.3	-8.0	62	90	95
备忘: ³									
亚洲新兴经济体 ⁴	0.1	-3.1	-2.6	...	...	...	33	36	...
中欧 ⁵	-2.2	-6.0	-5.0	...	...	...	45	55	59
拉丁美洲 ⁶	-0.5	-2.3	-1.9	...	...	...	39	40	...

1. 政府一般数据, 中国的数据包括中央政府和地方政府; 印度和马来西亚的数据仅包括中央政府; 墨西哥的数据包括中央政府和国有企业 (保留社会保障企业); 2010~2011年的数据是预测数。2. 周期调整财政余额。3. 数据是所列经济体基于2005年GDP和购买力平价汇率的加权平均。4. 中国、中国台湾、中国香港、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。5. 捷克共和国、匈牙利和波兰。6. 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉。
资料来源: 欧盟委员会AMECO数据库; OECD; CEIC; 共识经济公司; 穆迪公司, 《国家信用统计手册》; 各国的数据。 表5.1

1. 作为潜在产出永久性损失的后果, 2009 ~ 2011 年 OECD 国家的税收收入占 GDP 的比例预计比 2000 ~ 2007 年下降超过 1 个百分点, 见 OECD, 《经济政策改革, 走向增长的 2010 年》, 2010 年 3 月。

英国和美国，危机前税收的上升主要是由建筑业和金融部门不可持续的泡沫造成的。这些部门的产出将很难恢复到危机前水平。此外，这些国家还将面临由长期失业上升引起的失业福利支出的增加。

第三个原因是多个国家为刺激总需求而实施的非常规措施的退出时点和退出程度带来的不确定性。近期的危机迫使部分南欧国家宣布措施，比预想中更快地减少其结构性预算赤字。但主要工业国家是否会在增长和失业到达更能接受的水平前停止财政刺激政策仍有待观察。工业国家的经验表明基本结构赤字（赤字不包括利息支出，对支出的周期性增长和收入的周期性下降进行的调整）的修正非常缓慢。²

非常规措施退出的不确定性

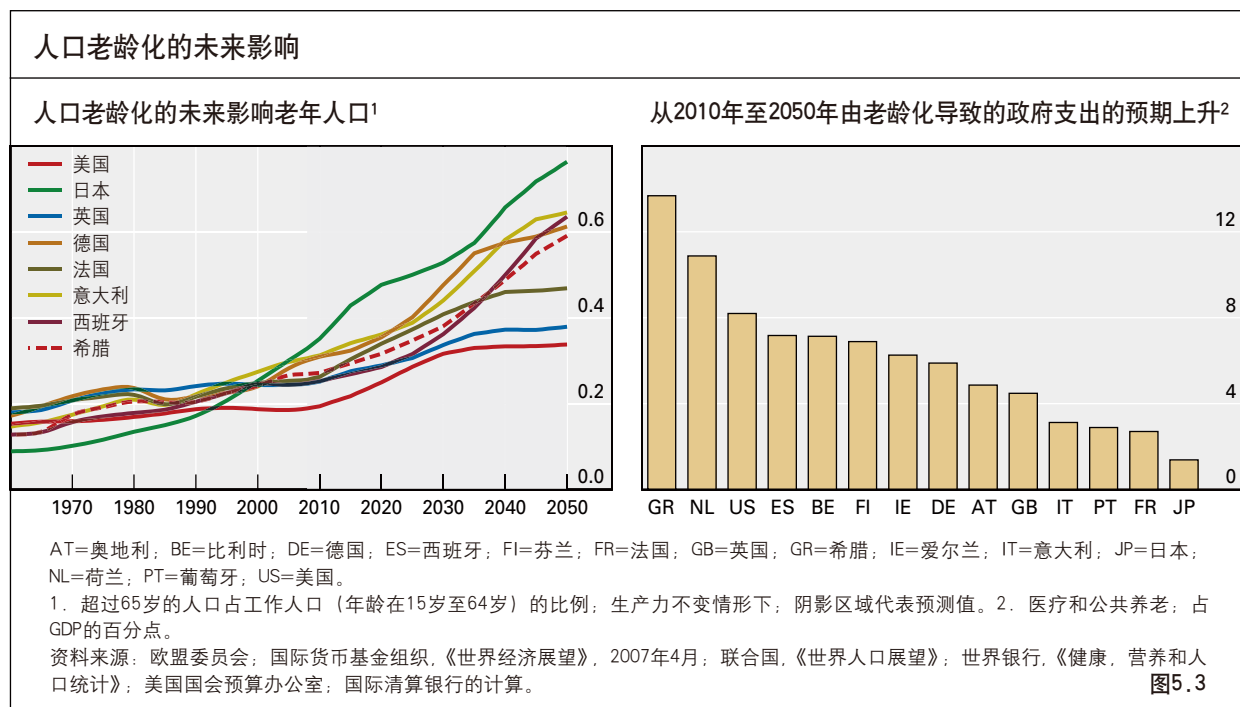
最后，清理金融体系的最终成败仍未可知。多个国家的银行业仍旧很脆弱并受到金融市场波动和商业房地产市场不断恶化的影响（见第二章）。³

清理金融体系所导致的最终成本仍未知

债务与GDP之比上升多久和上升到何种程度不仅取决于未来税收和基本支出（支出不包括债务余额的利息支付），还取决于实际GDP的增长和未来实际利率的变化。从这个角度来说，很多发达工业国家的经济增长前景非常微弱，实际利率可能上升。

不幸的是，预计中的短期大规模财政赤字并非唯一的担心。发达经济体政府在面临老龄人口与工作年龄人口之比迅速上升的同时（图5.3，左图），还需面对另一个财政挑战，即如何为中长期不断上升的健康和养老成本融资。部分国家还要面临潜在产出下降的威胁，这将使前面的融资更加困难。不同国家的养老和

目前的赤字仍低估了财政问题的严峻性……



2. 见 S Cecchetti, M S Mohanty 和 F Zampolli, 《公共债务的未来：前景和意义》，国际清算银行工作论文，第 300 期，2010 年 3 月。

3. 根据 IMF 的估计，目前发达经济体已承诺的对金融部门的支持（资本注入，资产购买和财政支持）将占到 2009 年 GDP 的 6.2%。其中，相当于 GDP 3.5% 的部分已经被使用，与历次危机中的金融救助成本相比，这一数据还较为合理。但部分国家遭受金融危机沉重打击的事实被数据部分掩盖了，例如英国和美国承诺的救助分别占到其 GDP 的 11.9% 和 7.4%，目前占 GDP 的 6.6% 和 4.9% 已经分别被使用。参见财政监测：财政调整纵览，2010 年 5 月，IMF。

专栏：新兴市场经济体的财政展望

新兴市场经济体在接下来的几年中有可能面临财政挑战。尽管新兴市场经济体的总体财政状况乍看起来仍处于可控的水平，但是，与工业国家不同的是，新兴市场经济体的公共债务占GDP的水平与危机前相比并没有大幅增加（危机前大概为35%）。同时，新兴市场经济体高速增长意味着其公共债务的上升速度不会像发达工业经济体一样快。由于公共债务的增加主要是因为大量的公共投资，而非低效率的消费，相应的高回报率也使新兴市场经济体能承受更高的债务。

然而，新兴经济体的财政状况在不同国家间也是存在差异的。例如，部分新兴市场经济体，如匈牙利和印度，其公共债务占GDP比例在2009年底高达80%或以上，并保持高位。而且，部分新兴市场经济体对公共债务承受能力较弱的原因与发达经济体类似并将持续下去。

第一，新兴市场经济体在管理通胀上较弱的公信力迫使其政府必须以外债的形式平衡财政赤字，这使其面临币值波动及资本流入突然转向的威胁。例如，印度尼西亚、匈牙利和波兰2009年外债占总公共债务的比例达63%、58%和40%。然而，在巴西和印度，作为新兴经济体中公共债务水平最高的国家，主要通过国内为其财政赤字融资。

第二，由于城市化程度和发展水平较低，新兴市场经济体的税基及税收相对GDP的规模较小且很难进行扩张。例如，一些亚洲的新兴市场经济体税收占GDP的比例普遍低于25%，而OECD国家在2008年的均值为38%。第三，新兴市场经济体在应对国际贸易和金融市场的逆向冲击方面承受力较弱。目前一个主要的担心是发达经济体的财政赤字问题可能会通过外需疲软，投资者风险偏好下降和信贷环境恶化的形式对新兴市场经济体产生影响。第四，部分新兴市场经济体维持更加宽松的财政政策，导致的资产价格泡沫可能是不可持续的。例如，中国的大规模财政刺激计划及银行信贷的急剧扩张已经为经济和金融体系埋下了重大隐患。

除了传统的调整，部分新兴市场经济体还面临人口老龄化的加快及社会福利负担的加重。完善社会安全网不仅可以增加居民的福利，对降低大规模的国民储蓄也是有帮助的。但是必须认识到，这种扩张不能建立在损害财政体系的长期可持续能力上。

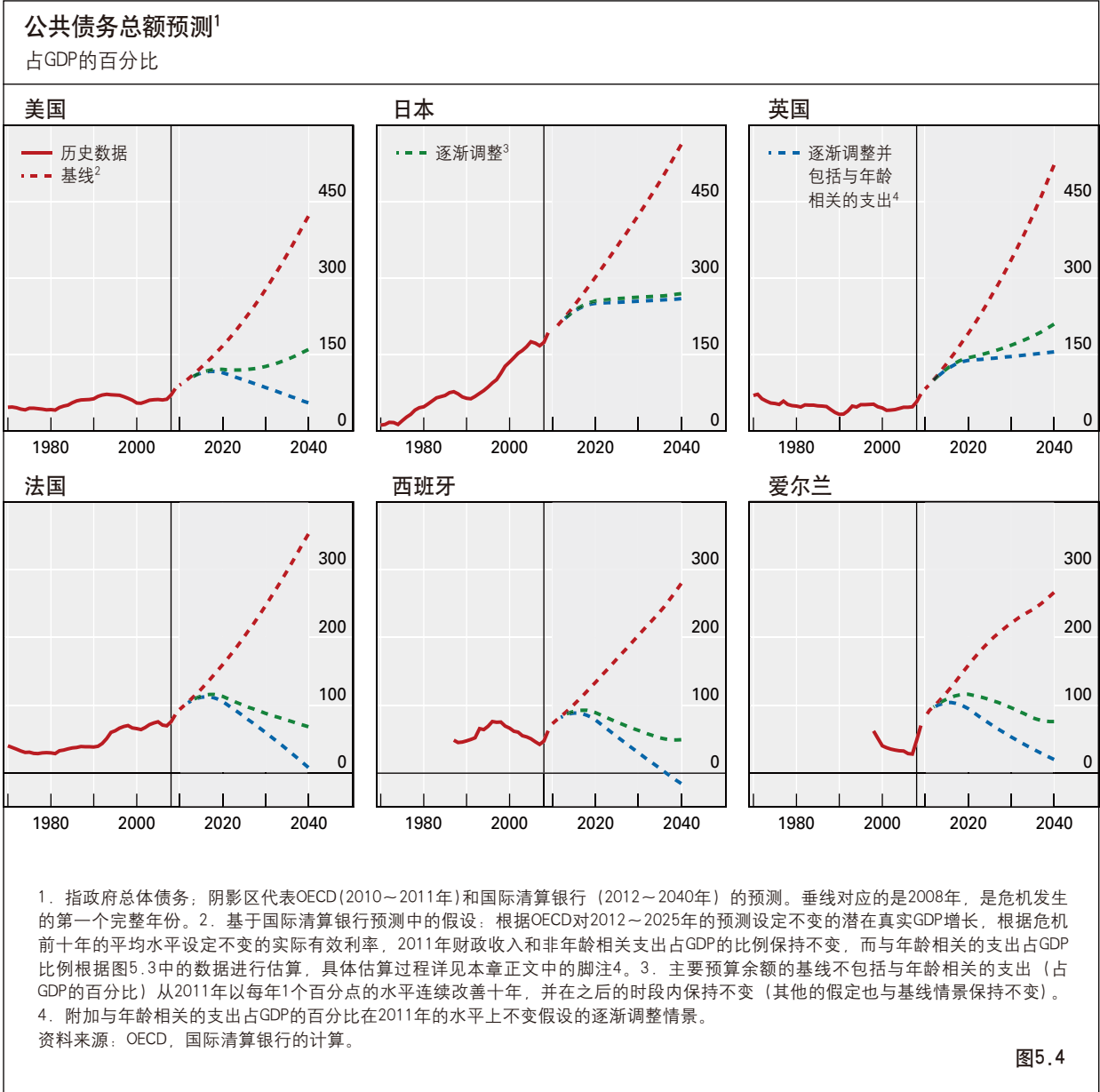
……随着同年龄相关的支出在上升

健康体系是不同的，部分国家已对该体系进行改革以应对支出的上升。因此，面临类似老龄化问题国家的相关支出并非一定是以相同比例上升的。例如，在当前政策下，德国、希腊、西班牙、英国及美国该支出占GDP的比例将在2011～2050年上升数个百分比，法国、意大利和日本也将上升，但相对情形较为缓和（图5.3，右图）。

公共债务的长期展望

目前至2040年公共债务的展望

若干国家2010～2040年公共债务/GDP的长期展望显示出发达工业国家财政问题的严重性（图5.4）。展望中的最初两年，即2010年和2011年，对应于表5.1中显示的数据；从2012年起，主要根据产出和利率的短期变化进行预测。当然，预测主要显示的是一种趋势，而实际负债率可能上下波动。此外，还设定了一系列假设。第一，偿还债务的实际有效利率被设定与危机前十年的平均水平相同（1998～2007年）。第二，根据OECD对2012～2025年潜在产出的预测设定预测期间的实际GDP。第三，没有考虑产出、利率和财政政策之间可能的相互



效应。

在第一种情形下（在图 5.4 中标记为基准线），2012 ~ 2040 年收入和非年龄支出在 GDP 中的占比与 OECD 对 2011 年的预测值相比变化不大。年龄相关支出的增长率被设置成逐年上升，最后与图 5.3 中的预测值相同。⁴ 在这种情景下，部分周期性赤字预计将持续多年。但进入展望的时间区间，基准线情景变得越来越不现实。因为迟早要采取行动以阻止债务危机爆发：政府可能会采取修正措施并改变自身行为，或当主权风险溢价达到不能承受的水平时政府被迫采取行动。

第二种和第三种情景模拟了两种可能的修正行动。在第二种情景下（标记为“逐渐调整”），假设基本结构余额（收入减去不包括由债务余额造成的利息支出在

三种假设情景

公共债务将在不可持续的水平上继续增加……

4. 欧盟委员会提供的关于 2008 ~ 2060 年与年龄有关的支出的展望；参见《2009 年老龄化报告：欧盟 27 个成员国经济与财政展望（2008 ~ 2060 年）》，暂定版，《欧洲经济》，2009 年第 2 期；《欧洲经济预测：2009 年秋》，《欧洲经济》，2009 年第 10 期。根据这些展望，我们推算出 2012 ~ 2040 年的年度年龄相关支出。

内的支出), 不包括与年龄相关的支出, 相对于 GDP 的规模在接下去的十年中每年改善一个百分点(按照历史数据比较总计 10 个百分点)之后相对于 GDP 的比例保持不变一直到期末。在第三种情景下(即“逐渐调整及与年龄相关的支出不变”), 总共 10 个百分点的改善加上与年龄相关支出相对于 GDP 的比例固定在 OECD 的 2011 年展望的水平上不变, 直到期末。

……除非对赤字进行大规模缩减……

第二种情景中基本结构余额逐渐调整的方式较为成功, 大约十年的时间, 法国、爱尔兰、西班牙的债务占 GDP 的比率开始进入稳定的下降通道, 但日本、英国和美国并不明显。美国基本账户余额的改善直到 2025 年才开始稳定债务占 GDP 的比率, 但之后由于与年龄相关的支出的上升导致债务占 GDP 比率继续上升。日本和英国的该比率没有逐渐稳定的趋势, 但增速下降。第二种情景建议, 实际上基本结构余额的调整可能比预想要更大, 尤其是对某些债务情况更差的国家。

……包括与年龄相关的支出

固定 GDP 中与年龄相关的开支对改善基本结构余额的效果最好, 可以导致债务占 GDP 比重的更快下降或增长速度减缓。但是, 在整个时间区间内假设与年龄相关支出比 GDP 增长更快是不现实的。然而, 结果显示出尽快缩减与年龄相关支出或通过额外的税收和措施来弥补这部分支出非常有助于在中期内改善数个国家的财政可持续性。而且, 部分国家在期末时债务占 GDP 的比重下降到非常低的水平显示出这些国家的财政调整可以比该情景中假设的要小一些。

高额债务的后果

历史的和令人信服的经济论断对大规模且快速积累的公共债务提出警告。因为这将威胁政府的偿债能力, 降低潜在增速和生活标准。高债务还会破坏货币当局控制通胀的能力。

主权违约风险

工业国家的违约率仍未可知……

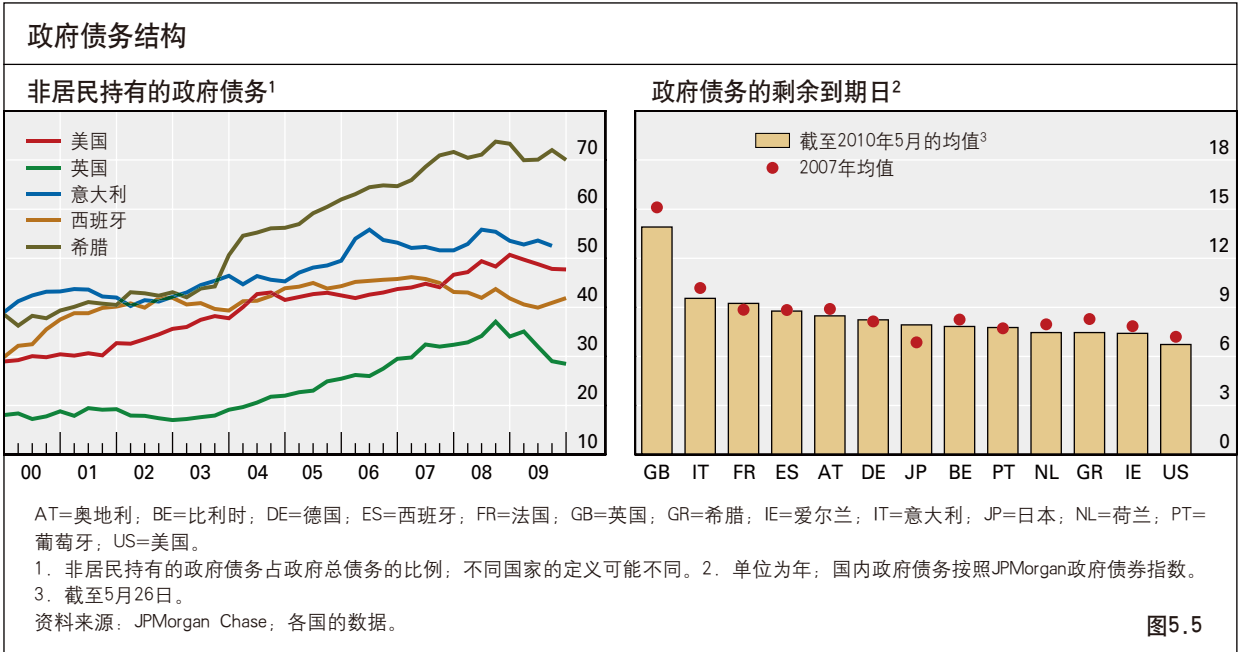
除了德国和日本因为第二次世界大战战败的影响, 自 1945 年以来工业国家没有发生违约。但从更长的历史观点来看, 公共债务的大量增加(通常是银行危机的结果)通常会导致高通胀和主权债务违约的上升。通常, 国家选择承受债务违约的后果, 或如果认为通胀带来的金融和其他后果更糟糕, 会选择进行债务重组。⁵

……主权违约概率已上升

近期主权债务违约风险威胁南欧国家。希腊国债收益率呈螺旋式上升, 不得不向国外寻求金融援助以实现债务再融资。低迷的增长预期, 高失业率, 丧失国际竞争力及缺乏财务透明度等因素交织在一起, 导致投资者对政府信用日益缺乏信心。当其他欧洲国家在为金融援助的条款和范围争吵时, 信心危机更加严重。希腊国债的风险溢价迅速上升, 数个国家的金融机构面临潜在的重大资本损失, 私人部门也面临信贷紧缩的威胁。

尽管希腊救助方案最终被落实, 但当其他国家, 尤其是葡萄牙和西班牙的国债收益率大幅攀升, 危机进一步恶化。尽管这些国家的财政情况好于希腊, 但同希腊一样, 这些国家经济增长低迷, 存在大量贸易赤字但不能通过货币贬值或信贷扩张进行调整。欧洲政府、国际货币基金组织和欧洲中央银行于 5 月宣布的新救助措施成功地平息了市场的恐惧心理, 为这些政府采取必要措施进行公共财政

5. 参见 C Reinhart 和 K Rogoff,《从金融灾难到债务危机》, NBER 工作论文, 第 15795 号, 2010 年 3 月。C Reinhart 和 K Rogoff,《国内债务遗忘的历史》, NBER 工作论文, 第 13946 号, 2008 年 4 月。



的重组和强化经济增长预期赢得了短暂的时间。

近期欧洲主权债务危机显示, 相对于投资者来说储蓄率低的国家面临的债务恶化风险更大, 因为低储蓄率导致其不得不依靠资本流入来平衡预算赤字。目前, 非居民持有很多工业国家政府债务的很大一部分, 尤其是持有希腊、意大利和美国的债务 (图 5.5, 左图)。

严重依赖资本流入的国家更加脆弱……

此外, 当一个国家的债务中很大一部分需要每年进行再融资, 债务脆弱性将更高。随着对长期债券需求的下降, 政府可能被迫进行短期融资, 这将导致债务的平均到期日缩短。如意大利, 公共债务的平均到期日已从 1973 年的 7 年下降到 1982 年的只有 1 年左右, 增加了那些年里的债务脆弱性。目前, 大部分工业国家债务的平均到期日仍相对较长, 但如果投资者认识到长期投资的危险性将导致平均到期日开始缩短 (图 5.5, 右图)。

……还有短期融资

宏观经济后果

即使负面的债务动向可以避免, 伴随公共债务高企的三个因素可能导致潜在经济的增长和生活水平的下降: 更高的利息支付, 组合投资面临更激烈的竞争和财政纪律的损坏。

较低的增长率可能导致……

第一, 用于偿还债务的财政支出比例的提升将挤出具有更高生产率的支出, 例如, 挤出基础设施、教育和健康等, 并有更大的税收扭曲。第二, 高企的公共债务将与私人部门的组合投资和外国政府债券产生竞争。竞争本身带来的高违约和通胀溢价将推升实际利率水平并导致私人资本下降。国际资本流入可限制这些效应的发生, 但支付给外国居民的利息将降低国内收入。第三, 公共债务高企可能限制财政政策实施的范围和有效性, 包括自动稳定器的运作, 由此导致的更剧烈的宏观经济波动可能损害资本积累。

尽管债务水平高企对增长影响的证据尚不明显, 但效果仍可能较严重。对那些债务占 GDP 比重超过 90% 的国家, 其 GDP 的实际增长率的中间值将比债务负

……但证据仍不足

担轻的国家低 1 个百分点（平均值是低 4 个百分点）。近期有证据表明发达经济体在 2007~2015 年债务占 GDP 比重的意外上升将导致每年的潜在产出增长降低 0.5 个百分点以上。⁶

对中央银行的挑战

对未来通胀的担忧关系到……

……对通过通胀降低公共债务的诱惑……

……或者公众将不愿意持有政府债券

高通胀情景的尾部风险……

……可能推升利率并导致汇率波动

锚定通胀预期

持续恶化的财务平衡状况使中央银行在保持低通胀和价格稳定的任务方面更加复杂化，有两个原因可以说明。一是为了降低债务的实际价值，不断增加的公告债务为提高对通胀的容忍程度提供了借口，尤其是当大部分以本币标价的债务余额是长期的，而持有人是境外投资者的时候。当公共支出主要基于名义现金流的时候，这种诱惑更大，以至于超出预期的高通胀将推升税收收入的实际价值而降低公共支出的实际价值。因此，要求中央银行提高对通货膨胀容忍度的政治压力将上升。从超出预期的通胀中获取的好处是短期的，但其成本将变得高昂并造成长期影响。成本包括推升未来的实际利率，高通胀导致的资源错配以及为将通胀调整至正常水平所造成的产出损失。

债务高企导致高通胀的另一个原因是公众在持续观察到政府无法控制财政缺口，将最终不愿意持有政府债券。为避免由于债务无法展期而引发主权违约行为，中央银行将被迫购买政府债券而对货币供给进行扩张。与前一种情况不同的是，当债务的平均久期越短，越有可能实现。而且，当债务的很大一部分是短期的，通过加息来抑制通胀可能最终不会奏效，因为加息将立刻导致更高的利息支出，增加债务负担，而引发政府增发货币。

即使高通胀情景在近期仍不大可能出现，但通胀可能性的增加可能很快产生不良的效果。一个是经纪人会重新调高对未来通胀的预期并要求更高的工资来对冲通胀风险，从而引发中期和长期的利率上涨。⁷ 另一个可能的效应是投资者可能转向持有外国资产，引起本币剧烈贬值和通胀上升。这些效应将减少中央银行在稳定短期和长期通胀上的自由度。

为财政状况恶化的担心将导致更高的通胀是现实的吗？迄今为止，尚无证据证明通胀预期已经脱锚（图 5.6）。然而，如果政府不能重新挽回对其财政可持续性的信心，通胀预期突然出现出人意料变化的风险将上升。

解决财政失衡

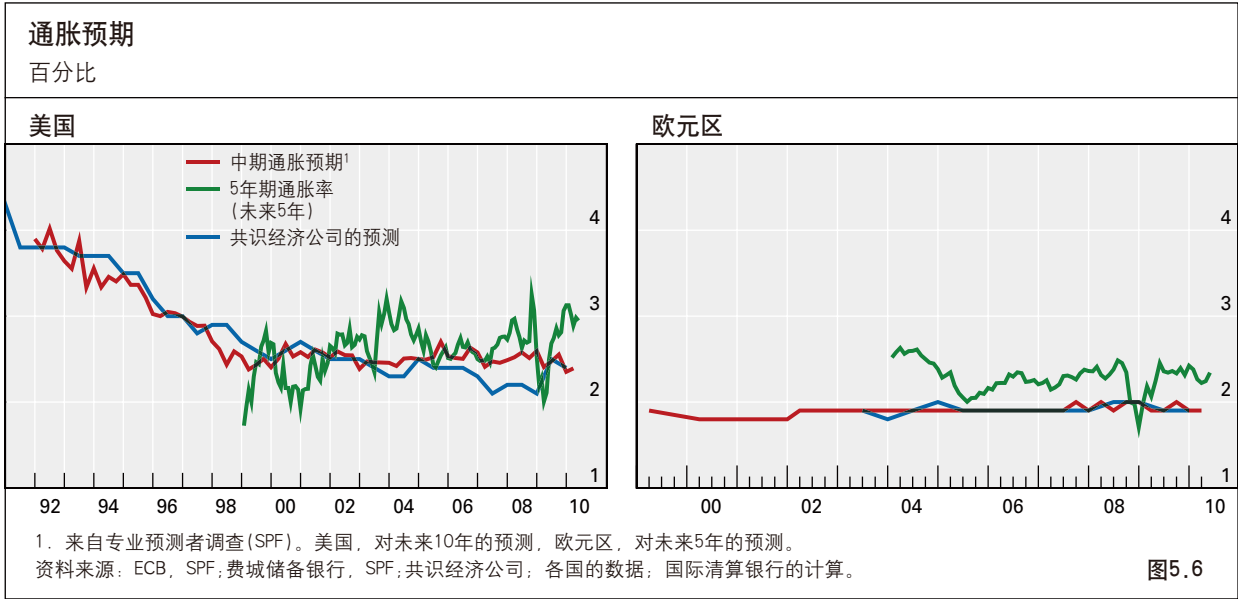
大规模财政重组在过去发生过……

由于很多工业国家公共债务的不可持续性，一场旨在恢复预算平衡的财政紧缩已不可避免。在这方面，工业国家在过去三十年中实施了数次紧缩政策（表 5.2）。一些财政整顿计划对基本结构余额（SPB）的调整幅度相当于 GDP 的 10%，并持续数年。这些财政重整计划基本上稳定或削减了债务占 GDP 的比率；部分国家的债务占 GDP 比例在整顿期结束后仍继续降低。

例如，在经历 20 世纪 80 年代早期公共债务的高涨后，丹麦成功地将基本结构余额占 GDP 的比例从 1982 年的 -6.4% 调整到 1986 年的 7%（四年内的调整幅

6. 参见 C Reinhart 和 K Rogoff,《债务时期的增长》，NBER 工作论文，第 15639 号，2010 年 1 月；国际货币基金组织，《财政监控：正确应付未来的财政挑战》，2010 年 5 月。

7. 例如，即使中央银行没有迫于政治压力而提高对通胀的容忍度，通过对通胀收益察觉的上升将被金融市场理解为中央银行在不可持续的公共财政压力下丧失独立性风险的上升，因此将导致通胀预期上升。



度超过 13 个百分点)。20 世纪 90 年代早期的银行危机爆发后，仍处在衰退中的瑞典启动了财政整顿计划，将基本结构余额占 GDP 的比率从 1993 年的 -7.1% 调整至 2000 年的 4.7%（调整近 12 个百分点）。尽管开局不顺并遭遇了政府更迭，爱尔兰仍成功将基本结构余额占 GDP 的比率从 1980 年的 -7% 调整至 1989 年的 5% 左右（调整近 12 个百分点）。在进行全面的支出评估后，加拿大将基本结构余额从 1985 年的 -5.4% 调整至 1999 年的 5.7%，并维持基本结构余额盈余至 2008 年，成功将债务占 GDP 的比率从 1996 年的 102% 降至 2007 年的 65%。

通过对这些大规模财政调整的经验进行分析可以得出，一方面，在财政整顿期间就业状况的改善是非常困难的（表 5.2），加拿大、爱尔兰和意大利在财政整顿开始或期间都遭遇了失业率上升；另一方面，在危机后的数年内，进行调整的国家其实际 GDP 增长率在工业国家中表现优异。特定时期内良好的外部需求也帮助了调整的顺利实施。

另外一个事实是大规模财政整顿通常伴随着对实际汇率和实际利率的调整。尤其是货币贬值和提高货币政策的容忍度可能有助于某些国家的财政调整，但并非对所有国家都是如此。然而到目前为止，试图控制各个影响变量的实证研究在外部条件和货币状况决定财政重整的成功中扮演的角色方面尚未达成一致。

然而，同样的研究明确指出财政调整“质量”的重要性。⁸ 大部分成功的财务整顿都偏重于削减支出，尤其是包括公共部门工资在内的政府支出，而偏重削减公共投资的重整计划效率较低。对低税收国家而言，提高税收也是可行的，尤其是对消费征税和扩大税基。财务整顿常伴随着旨在改善劳动力市场功能和降低资本与工资税收的结构性改革。

……在不同的宏观经济情形下

财政调整的内容对能否成功至关重要……
……进行结构性改革

8. 参见 A Alesina 及 R Perotti, “OECD 国家的财政调整：构成与宏观经济效应” 国际货币基金组织工作人员论文, 第 44 卷, 第 2 号, 1997 年 6 月; S Guichard, M Kennedy, E Wurzel 和 C André, “如何进行财政重组：OECD 国家的经验”, OECD 经济部工作论文, 第 553 号, 2007 年 5 月; J McDermott 和 R Wescott, “财政调整的市政分析”, 国际货币基金组织工作人员论文, 第 43 卷, 第 4 号, 1996 年 12 月; M Kumar, D Leigh 和 A Plekhanov, “财政调整：决定因素和宏观后果”, 国际货币基金组织工作论文, WP/07/178, 2007 年 7 月。

大规模财政调整的成功范例

实施财政调整的 国家和时期 ¹	基本结构余额 ²			一般政府负债 ³			实际GDP 增长	通货膨 胀率	利率 ⁴	实际有效 汇率 ⁵ 变化	失业率					
	调整 幅度	初始 ⁶ 值	终值	初始 ⁶ 值	峰值	终值						过去情景的平均值				
		占GDP比例										百分比				
丹麦 (1983~1986年)	13.4	-6.4	7.0	65	77	72	3.9	5.4	11.8	1.7	6.8					
瑞典 (1994~2000年)	11.8	-7.1	4.7	78	84	64	3.7	1.0	6.1	-0.9	10.1					
爱尔兰 (1980~1989年)	11.8	-7.0	4.8	68	114	100	3.1	9.3	10.5	1.0	14.5					
加拿大 (1986~1999年)	11.1	-5.4	5.7	67	102	91	2.8	2.8	11.1	-1.4	9.2					
比利时 (1984~1998年)	10.3	-3.6	6.7	107	141	123	2.3	2.6	8.3	0.3	8.9					
意大利 (1986~1997年)	10.2	-3.4	6.7	89	130	130	2.1	5.0	10.6	-0.1	10.2					
瑞典 (1981~1987年)	8.6	-5.7	2.9	47	71	62	2.2	7.6	9.0	-1.7	3.7					
英国 (1994~2000年)	7.7	-4.4	3.3	49	53	45	3.5	1.8	7.0	2.7	7.3					
日本 (1979~1990年)	7.0	-4.9	2.1	41	77	64	4.6	2.7	6.6	0.5	2.4					
西德 (1980~1989年)	5.2	-3.7	1.5	29	41	40	1.9	2.9	7.8	-1.5	5.2					
美国 (1993~2000年)	4.9	-1.7	3.2	70	72	54	3.9	2.6	6.7	2.4	5.2					
荷兰 (1991~2000年)	4.6	-2.2	2.5	88	96	64	3.2	2.4	6.4	-0.6	4.8					
西班牙 (1995~2006年)	3.7	-0.6	3.1	64	76	46	3.6	3.1	5.4	0.9	12.6					

1. 财政整顿期间初始值和终值的选择主要基于对基本结构余额峰值和波谷值的观测,在少数数据无法显示明显趋势的情况下以主观判断为准。2. 周期调整的一般政府财政余额。3. 爱尔兰数据来自欧盟委员会年度宏观经济数据库(AMECO)。4. 公共债务的名义有效利率的计算方法是t时期政府的总利息支出除以t-1时期政府的总金融负债。5. 实际有效汇率是基于CPI的,上升意味着货币升值。6. 初始值是指在调整之前的时期;爱尔兰1980年之前的基本结构余额数据不可得。

资料来源:欧盟委员会AMECO数据库;OECD;Datastream;各国的数据;国际清算银行的计算。

表5.2

财政调整对多数国家来说不可避免……

……但还有一些国家在时机选择和力度上仍有更大的灵活性
长期内有两种选择:一是提高生产率和增长水平……

通过回顾过去的案例,一个非常重要的结论是面临更加严峻的增长和就业状况时仍能推进所需要规模的财务整顿。公共债务高企及迅速增长或那些公信力受到质疑的国家必须立即实施财政调整。对这些国家,任何拖延都可能危及金融体系和经济增长。实际上,如果这些国家立刻实施财政紧缩,通过挽回市场信心和降低风险溢价带来的益处足以弥补短期产出上的成本。在年报写作期间,希腊、葡萄牙和西班牙政府已宣布一系列紧缩措施,包括削减公共部门工资和加税。如果这些措施得到彻底贯彻,将使财政赤字在短期和中期得到大幅削减。然后,这些国家在挽回投资者对其财政可持续能力的信心方面仍将面临严峻考验。

对于仍受到投资者信赖的国家将享有更高的财政可信度,因此在选择财政整顿的时机和幅度上仍有自主权。如果这些国家想继续拥有这种灵活性,并防止违约和通胀风险溢价的上升,应宣布明确和可信的削减当前财政赤字和解决长期财政失衡的方案。

存在公共财政压力的国家至少有两个方法确保其公共财政的可持续性。第一种选择是提高劳动生产率并通过承诺削减低效率的支出、改变税收系统的结构和对劳动力和产品市场进行改革等措施提高潜在产出。这些措施的快速出台将有助于加强市场信心,维持利率的低水平,并因此有助于削减当期财政赤字。

第二种选择是提高劳动力相对对老龄化人口的比例。一种方法是通过吸引移民至快速老龄化的国家，另一种方法是提高劳动力市场的参与率，尤其是提高妇女和高龄劳动力的参与率（OECD 国家 2008 年的妇女参与劳动率为 64%，而男性参与劳动率为 84%）。一个有效、持久的解决方案是通过提高法定退休年龄和增加对晚退休的激励来延长劳动力的工作年限。预期退休年龄的提高将部分有助于缓解削减福利的压力，福利的削减可能导致更高的储蓄率并继续工作以支持总需求。同样，提高退休年龄将缓解提高税收的压力，从而避免严重扭曲劳动力市场和加重未来几代人的负担。⁹

总结

工业国家不断恶化的公共财政状况为全球经济带来了重大的宏观经济风险。公共债务高企和持续攀升不仅危及中期和长期的增长前景，还损害了货币政策在保持低通胀上的信誉。此外，工业国家长期财政失衡的严重性被当前公共债务的官方数据掩盖，反映出各个国家公共债务的透明度需要进一步改善。同时，在审慎的基础上进行预算编制也非常重要。从这两方面来说，成立独立的机构负责监督公共账户和预算编制是有必要的。

发达经济体当前面临重大调整，但这种调整并非史无前例。政府对削减当期和未来财政赤字做出可靠承诺将获得长期回报。财政紧缩导致的短期产出增长降低的损失将被更低的实际利率、更稳定的金融体系和更乐观的经济发展预期所弥补。

9. 例如参见 R Barrell, I Hurst 和 S Kirby,《如何为危机埋单：养老金改革的宏观经济影响》，讨论论文，第 333 号，国民经济和社会研究学会，伦敦，2009 年；D Krueger 和 A Ludwig,《关于人口统计变化对资本回报率、财富和福利分配的影响》，《货币经济学杂志》，第 54 期，2007 年 1 月，第 49 ~ 87 页。