

发布时间:

发布之前严格保密

2011年1月27日东部时间上午11:00

## 增强财政信誉

尽管全球前景改善,但一些主要国家今年的财政整顿步伐正在放慢。美国和日本正在采取新的刺激措施,并且推迟了财政整顿(相对于2010年11月期《财政监测报告》设想的整顿步伐)。一些新兴市场的基本财政前景也已变弱,其中一些经济体需要建立更大规模的财政缓冲,尤其是在资本流入激增、经济过热以及可能受到先进国家波及影响的情况下,更应如此。与此形成对照,在几个国家的市场疑虑增大的背景下,预计欧洲先进经济体将继续收紧政策。主权风险依然居高不下,有些国家的主权风险自11月以来甚至有所增大,迫切需要更强有力、更具体的中期整顿计划。

### 2010年的财政结果略好于预期,但一些大型新兴市场表现不佳。

尽管先进经济体在2010年总体上维持了扩张性财政政策,但相比2010年11月期《财政监测报告》,财政结果普遍略好于预期。多数主要经济体的财政收入超过预期——原因是产出增长高出预期水平,有些国家的财政收入对经济增长的反应度也高于预期——并且,支出下降(表1)。总体而言,先进经济体的平均赤字与GDP的比率相比2009年下降了约1个百分点,降至约8%(比预测好0.3个百分点)。剔除经济增长和金融部门支持的影响,经过周期调整的财政余额略有扩大。相比11月期《财政监测报告》,德国和美国的赤字下降,反映了收入表现良好和支出减少——在德国,是由于劳动力市场强劲,在美国,是由于批准支出的立法过程有所拖延以及金融支持规模下降。制定了大规模财政整顿目标的欧元区国家普遍成功地大幅削减了赤字。同时,先进经济体的政府债务总额在2010年继续快速增加,超过

GDP的96%。

总体而言,新兴经济体的财政赤字基本与11月预测相一致,但各国之间存在显著差异。预计这些经济体2010年的平均总体赤字约占GDP的4%,比2009年低0.75个百分点,使平均政府债务总额大致稳定在约占GDP37%的水平上。2010年平均的经周期调整赤字相比上一年几乎没有变化。同先进经济体一样,新兴经济体的财政收入也超过预期,主要原因是经济增长强劲、商品价格上升,一些国家还得益于大量一次性收入(主要是巴西出售石油特许权以及印度拍卖电讯执照)。然而,更高的财政收入普遍被用来支持更高的支出。部分也正是因为这个原因,几个主要经济体(特别是巴西、中国和印度)的财政余额比11月《财政监测报告》的预测要弱(表1)。相比之下,另有几个国家的总体和经周期调整的赤字预计将低于早先的预测水平,主要原因是商品价格上涨(俄罗斯、沙特阿拉伯)以及推迟实施资本支出项目(土耳其)。



**表 1. 财政指标，2008-2012年**  
(占GDP的百分比)

	2008	2009	估计		2012	与2010年11月《财政监测报告》的差异		
			2010	2011		2010	2011	2012
<b>总体财政余额</b>								
先进经济体	-3.6	-8.8	-7.9	-7.1	-5.2	0.3	-0.4	-0.1
美国	-6.5	-12.7	-10.6	-10.8	-7.2	0.5	-1.1	-0.5
欧元区	-2.1	-6.4	-6.4	-4.6	-4.0	0.3	0.4	0.3
法国	-3.3	-7.6	-7.7	-6.0	-4.9	0.3	0.0	-0.2
德国	0.0	-3.0	-3.5	-2.6	-2.3	1.0	1.1	0.7
意大利	-2.7	-5.2	-5.0	-4.3	-3.5	0.1	0.0	0.1
西班牙	-4.1	-11.1	-9.3	-6.6	-6.0	0.0	0.4	0.3
日本	-4.1	-10.1	-9.4	-9.1	-8.0	0.2	-0.2	0.1
英国	-4.9	-10.3	-10.3	-8.1	-6.1	-0.1	0.0	0.3
加拿大	0.1	-5.5	-5.9	-4.7	-3.3	-1.0	-1.8	-1.2
新兴经济体	-0.7	-4.8	-4.1	-3.2	-2.8	0.1	0.0	0.0
中国	-0.4	-3.1	-3.1	-2.1	-1.5	-0.2	-0.2	-0.2
印度	-7.9	-10.2	-9.8	-9.2	-8.4	-0.2	-0.4	0.1
俄罗斯 <sup>1</sup>	4.3	-6.2	-4.2	-2.9	-3.0	0.6	0.7	-0.1
巴西 <sup>1</sup>	-1.4	-3.1	-2.6	-3.1	-3.2	-0.9	-1.9	-1.5
墨西哥	-1.4	-4.8	-3.5	-2.4	-2.5	0.2	0.7	0.2
南非	-0.5	-5.3	-5.8	-5.3	-4.4	0.1	-0.6	-1.3
二十国集团中的先进经济体	-4.2	-9.4	-8.3	-7.8	-5.6	0.3	-0.5	-0.2
二十国集团中的新兴经济体	-0.4	-4.8	-3.9	-3.2	-2.8	0.1	0.0	-0.1
<b>广义政府周期调整余额 (占GDP的百分比)</b>								
先进经济体	-3.3	-5.5	-5.9	-5.6	-4.1	0.2	-0.4	-0.1
美国 <sup>2</sup>	-4.6	-6.7	-7.5	-8.2	-5.4	0.4	-1.1	-0.5
欧元区	-2.8	-4.6	-4.7	-3.5	-3.1	0.2	0.3	0.2
法国	-3.2	-5.6	-6.0	-4.6	-3.8	0.3	0.0	-0.1
德国	-1.0	-1.0	-2.8	-2.3	-2.2	0.5	0.6	0.3
意大利	-2.4	-3.3	-3.4	-2.8	-2.3	0.1	0.1	0.3
西班牙	-5.2	-9.7	-7.5	-5.0	-5.0	0.0	0.3	0.3
日本	-3.6	-6.8	-7.6	-7.6	-7.0	-0.1	-0.4	-0.1
英国	-5.6	-8.3	-8.1	-6.3	-4.5	-0.1	-0.1	0.2
加拿大	0.0	-3.2	-4.3	-3.4	-2.5	-0.9	-1.5	-0.9
新兴经济体	-2.4	-4.6	-4.3	-3.6	-3.3	-0.2	-0.2	-0.3
中国	-0.8	-3.4	-3.4	-2.3	-1.5	-0.2	-0.1	0.0
印度	-10.0	-10.9	-10.3	-9.7	-8.9	-0.8	-0.6	-0.6
俄罗斯 <sup>1</sup>	3.0	-3.4	-2.4	-1.9	-2.4	0.5	0.6	-0.1
巴西 <sup>1</sup>	-2.1	-2.0	-2.8	-3.3	-3.3	-1.0	-2.1	-1.7
墨西哥	-1.0	-2.7	-2.7	-1.9	-2.1	0.1	0.4	0.0
南非	-2.1	-4.9	-5.1	-4.5	-3.9	0.1	-0.6	-1.2
二十国集团中的先进经济体	-3.4	-5.5	-6.1	-6.1	-4.4	0.2	-0.6	-0.2
二十国集团中的新兴经济体	-2.3	-4.5	-4.3	-3.6	-3.2	-0.3	-0.6	-0.8
<b>广义政府债务总额</b>								
先进经济体	79.2	91.4	96.5	101.0	103.6	-0.9	-1.0	-0.8
美国	71.2	84.6	91.2	97.9	102.0	-1.6	-1.4	-1.0
欧元区	69.6	78.9	84.3	87.1	88.7	0.4	0.2	-0.1
法国	67.5	78.1	84.0	87.4	89.4	-0.2	-0.2	-0.1
德国	66.3	73.5	76.6	77.1	77.1	1.2	0.6	0.1
意大利	106.3	116.0	118.7	120.1	120.1	0.3	0.4	0.4
西班牙	39.8	53.2	63.1	68.4	72.6	-0.4	-1.8	-2.4
日本	195.0	217.4	220.7	227.5	232.8	-5.1	-6.6	-5.8
英国	52.0	68.3	77.2	82.1	84.5	0.6	0.2	-0.6
加拿大	71.3	82.5	83.9	85.4	84.8	2.2	4.9	6.0
新兴经济体	35.4	37.2	36.9	36.8	36.4	-0.5	-0.5	-0.5
中国	17.0	17.7	18.4	18.1	17.6	-0.8	-0.7	-0.5
印度	74.0	77.8	75.7	75.2	74.8	0.6	1.1	1.2
俄罗斯	7.8	10.9	10.4	10.8	12.1	-0.6	-2.0	-2.4
巴西	70.7	67.9	65.7	67.5	66.9	-1.1	0.9	0.5
墨西哥	43.0	44.6	44.5	45.0	43.9	-0.5	-0.7	-1.0
南非	27.3	31.5	35.9	39.5	41.6	0.9	1.4	1.9
二十国集团中的先进经济体	84.5	97.6	102.7	107.4	110.2	-1.1	-1.2	-1.0
二十国集团中的新兴经济体	35.2	36.4	35.6	35.3	34.9	-0.7	-0.7	-0.8

来源：2011年1月《世界经济展望》以及工作人员的计算。所有的国家平均数都是按购买力平价加权的，使用的是2009年权重。

<sup>1</sup> 财政余额不包括对巴西开发银行的政策贷款，这项贷款在2009年和2010年都超过GDP的3%。

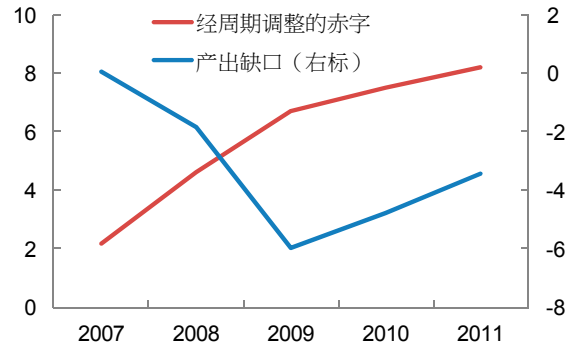
<sup>2</sup> 不包括记录在线上的金融部门支持。

### 目前预计 2011 年的财政整顿步伐平均而言将放慢，且各国间的差异增大。

先进经济体 2011 年的总体财政整顿步伐将慢于先前的预测。平均而言，目前预计二十国集团中的先进经济体的财政整顿幅度（以经过周期调整的财政余额来衡量）低于 GDP 的 0.25%，相比之下，11 月的预测为 GDP 的 1%。预计这些国家的债务比率将上升近 5 个百分点，超过 GDP 的 107%。

- 美国国会 12 月批准了一项刺激计划，内容是消减所得和工资税并扩大失业福利（表 2）。尽管一些有针对性的、旨在解决劳动力和住房市场疲弱状态的措施是合理的，但该计划的构成内容意味着，相比其财政成本，其刺激效果较小（见 2011 年 1 月“世界经济展望最新预测”）。与 2010 年好于预期的财政结果结合在一起，新措施意味着今年的赤字将小幅增加，而不是 11 月预测的赤字将减少 GDP 的 1.5%。美国将是今年唯一一个实施顺周期财政政策的主要先进经济体，尽管它仍面临相当大的产出缺口（图 1）。此外，为了履行多伦多宣言中到 2013 年将赤字削减一半的承诺，下一年必须实施大规模调整。从这个角度理解，2012 年赤字预测与最近中期预算检查中宣布的目标相一致。另外，制定中期整顿计划的进展缓慢：总统财政委员会的最终报告制定的有关削减酌情支出项目以及改革税收和福利的综合战略非常合理，但未能获得将报告正式提交国会所需的压倒多数支持。

图 1 美国：周期调整的余额和产出缺口（占潜在 GDP 的百分比）



来源：2011年1月“世界经济展望最新预测”；以及工作人员的估计。

- 在日本，2011 年计划的总体赤字缩减幅度本来就较小，国会批准增加支出后，赤字缩减幅度进一步缩小。所提议的公司税削减将被其他收入措施抵消（表 2）。预计 2012 年的赤字削减幅度约为 GDP 的 1%。
- 相比之下，欧洲最大的几个国家都将在 2011 年实施财政整顿，与早先的计划大体一致。在德国和法国，财政刺激的取消加上相机措施和更高的经济增长，将促使赤字显著下降。在欧洲几个大国中，西班牙的赤字削减将最为显著，并将主要依赖支出措施，包括削减工资、养老金和公共支出。在英国，除了 2011 年实施大规模财政紧缩外，政府还宣布了今后四年内削减公共支出的详细计划。预计所有这些国家在 2012 年都将进一步改善财政状况。

**表 2. 部分先进经济体：11月《财政监测报告》发布以来采用或宣布的政策措施**  
(所宣布的对2011年广义政府余额的影响, 以占GDP的百分比表示)

国家	收入和其他收款	支出	总计
<b>财政紧缩</b>			
希腊	采取各种措施加快税收拖欠和税收罚金的征收, 采取措施打击燃料走私, 提高征收效率, 续发电讯执照, 延长机场特许权期限 (占GDP的0.1%)	公共企业削减工资和增加收费, 医院节省成本和增加共付金额, 家庭福利的家境调查。减少: 转移和运营支出; 公共部门的短期合同; 军事支出 (占GDP的1.2%)	2.2
爱尔兰	修改个人所得税的收入范围和抵免额; 将医疗保健和所得税纳入统一的社会征收范围内; 收紧对私人养老金缴款的各种税收减免; 减少税收优惠 (占GDP的0.9%)	削减公共工资和相机支出、非累进社会福利以及资本支出 (占GDP的2.4%)	3.5
葡萄牙 <sup>1</sup>	将增值税进一步提高2个百分点, 并减少税收优惠 (占GDP的0.8%)	削减公共工资、养老金和社会转移 (占GDP的2.2%)	3.0
西班牙 <sup>2</sup>	提高烟草消费税, 并对国家彩票公司和机场管理公司实施部分私有化	削减对风力发电厂的补贴并减少失业福利转移	...
<b>财政刺激</b>			
日本 <sup>3</sup>	将有效公司税降低5个百分点, 降至35%, 同时采取抵消措施, 减少所得税和遗产税扣减, 并提高燃料税 (占GDP的0.1%)。	增加对本地企业的资本支出以及对中小企业、就业支持计划、儿童看护和医疗保健项目的转移 (占GDP的1.0%)	1.0
美国 <sup>4</sup>	将2001年和2003年的减税计划延期两年; 在一年期内将雇员工资税降低2个百分点, 对2009年遗产税体制和加速折旧进行延期 (占GDP的0.8%)	将紧急失业救济延期13个月 (占GDP的0.1%)	0.9

<sup>1</sup> 尽管采取了这些新措施, 2011年的总赤字目标 (占GDP的4.6%) 保持不变。

<sup>2</sup> 不具备有关这些措施对财政余额的估计影响的数据。

<sup>3</sup> 由于收入表现好于预期, 预计相比2010年11月的预测, 2011年赤字仅将增加GDP的0.2%。

<sup>4</sup> 对财年联邦赤字的影响 (相对于基金组织工作人员过去的政策假设)。

- 希腊、爱尔兰和葡萄牙将继续实施大规模前倾式财政整顿。这些努力将显著改善总体的和经过周期调整的财政余额 (与 GDP 之比的平均改善幅度将分别为 2 和 2.75 个百分点), 主要来自于支出削减 (包括公共部门工资、养老金和/或转移支付的削减)。预计这些国家 2012 年将在赤字削减方面取得进一步进展。

预计二十国集团新兴经济体将继续实施财政整顿, 但它们之间的差异也變得越来越大。预计 2011 年平均赤字的下降幅度约为 GDP 的 0.75%, 足以使平均政府总债务比率保持不变。尽管与 11 月《财政监测报告》相比, 情况大体未变, 但各国间的差异显著增大。一些商品出口国 (俄罗斯、沙特阿拉伯) 的表现可能好于预期, 这得益于大量意外收入。然而, 预计一些主要新兴经济体的财政赤字将高于 11 月《财政监测报告》的预测, 原因是 2010 年下半年承诺的支出将延续到今年 (包括巴西, 中国也是如此, 但程度较轻), 或去年的某些收入是临时性的 (巴西、印度)。巴西财政账户的恶化尤其明显, 目前预计政府距离其财政目标 (基本余额约占 GDP 的 3%) 将有很大差距。

在促进有关机制以支持财政可持续性方面取得的进展喜忧参半, 一些国家的现有制度框架被削弱。新组成的美国参议院通过了限制支出增长的有关程序规则, 但并未排除通过赤字为税收削减和税收优惠弥补资金的做法。相反, 欧元区财政框架继续迅速增强, 改善“稳定与增长公约”的程序以及“欧洲学期”的实施正在按计划推进。欧洲理事会已经为形成一个永久的危机管理和解决安排——欧洲稳定机制 (ESM)——扫清了道路。到 2013 年 6 月, 欧洲稳定机制将把提供流动性的安排 (类似于欧洲金融稳定机制 (EFSF)) 与危机解决程序 (要求债券持有人救助任何被认为丧失清偿力的国家) 结合在一起。在匈牙利, 无党派的财政监督机构被关闭, 此举损害了透明度并削减了制衡机制。

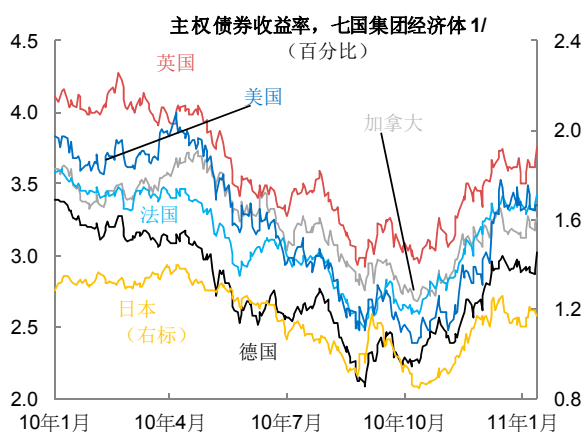
## 尽管一些国家的主权债券收益率上升，财政框架受到侵蚀，但严重的市场风险仍仅限于一些欧元区国家。

所有主要先进经济体的政府债券收益率都已上升。自11月初以来，10年期美国国债的名义收益率上升了80个基点，其他国家情况类似（日本除外，其大规模的、稳定的国内投资者基础以及持续疲软的增长和通货紧缩致使政府债券收益率上升幅度有限）（图2，第一个子图）。债券收益率的上升发生在主要中央银行增购政府债券之时（图2，第二个子图；图3，第二个子图）。在美国，在经济增长前景增强和股价上涨后，实际利率逐渐正常化（图2，第三个子图），这可能是上述发展状况的主要驱动因素。的确，美国的通胀预期基本上仍较稳定，信用违约掉期利差基本保

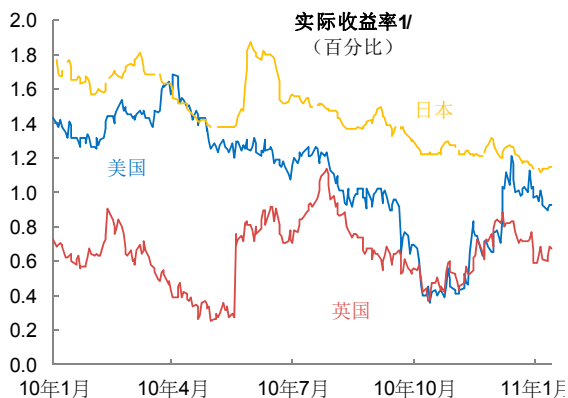
持不变（图2，第四个子图）。德国和法国的情况类似，但其信用违约掉期利差有所上升，可能意味着市场越来越担心向银行部门提供更多支持所带来的财政成本以及这些国家在欧洲金融稳定机制背景下可能承担的或有债务。与此同时，市场压力加剧迄今为止仍限于少数欧元区成员国（图3，第一个子图）。

在新兴市场，大量资本流入以及相应产生的宽松信贷状况的风险使得这些经济体没有动力去积累充分的财政缓冲。正如“世界经济展望最新预测”和“全球金融稳定报告最新情况”中讨论的，这些资本流入的强度和性质带有风险。对财政而言，信贷状况持续宽松和资产市场日趋活跃导致公共支出出现顺周期的增长，因为税收收入陡增以及利息支付下降在短时期内创造了一定的财政空间。

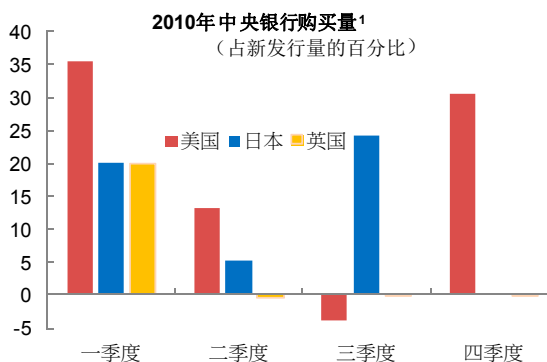
图2 主权债券市场近期发展



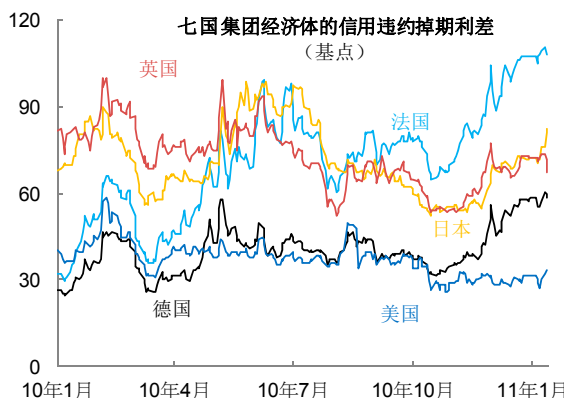
来源: Datastream。  
1/ 10年期主权债券收益率。



来源: Bloomberg。  
1/ 日本的8年期通胀指数化债券；英国和美国的10年期债券。

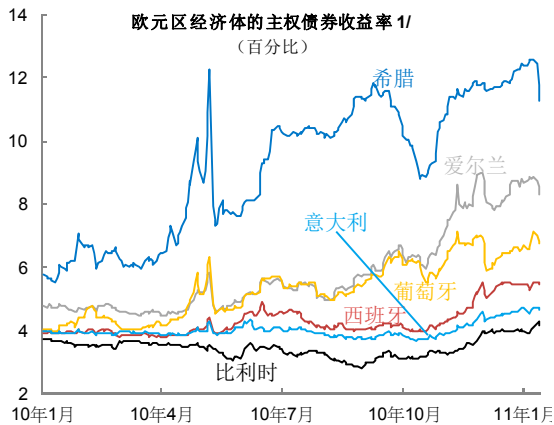


来源: Haver Analytics; 英国净发行量数据仅指金边债券。  
1 中央银行在二级市场上购买政府证券的数量。

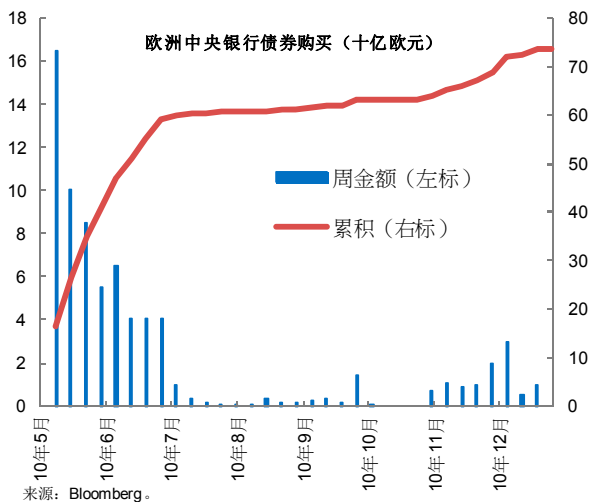


来源: Markit。

图3 欧元区主权债券收益率与欧洲央行债券购买



<sup>1/</sup> 10年期主权债券收益率。  
来源: Datastream。

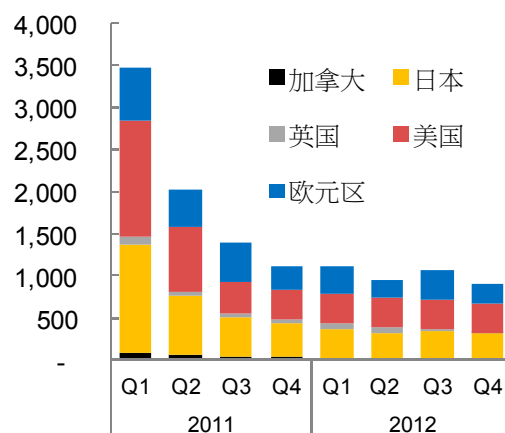


预计 2011 年公共和私人部门债务将有大量展期需求。2011 年上半年的压力将尤其大, 因为除欧元区国家外, 其他先进经济体也将有约 5 万亿美元的主权债务展期需求 (图 4)。许多国家的金融集团的大规模融资需求将使这一问题加剧 (见 2011 年“全球金融稳定报告最新情况”)。

鉴于市场疑虑的增加和财政整顿的拖延, 各国政府更加需要就长期可持续性作出明确的承诺。

应维护那些支持财政可持续性的体制安排不受破坏。强有力而透明的财政和预算体制是支撑必要的中期调整和提高政策可信度的关键。

- 一些先进经济体的市场压力再度增大, 因此, 这些国家必须加强其对赤字目标的承诺, 并制定应急计划以确保实现调整目标。欧元区需要采用更综合的危机管理方法, 打破财政与金融之间的螺旋作用关系, 并降低跨境扩散风险。在市场尚未担心财政可持续性的先进经济体, 迫切需要出台针对 2011 年之后较长时间的可信计划, 以巩固有利的市场情绪。在美国和日本, 财政整顿目前被拖延 (相对于 2010 年 11 月期《财政监测报告》设想的整顿步伐), 它们特别需要详细说明为履行降低赤字和债务的承诺而打算采取的措施, 从而增强调整信誉。
- 许多新兴经济体需要迅速重建财政缓冲, 以解决对经济过热的担心; 创造财政空间以备经济增长减缓时之需求; 尽量不要再实施损害信誉的顺周期政策。应抵制支出压力, 并将超过预期的收入全部节存起来。

图4 先进经济体主权债券展期总额<sup>1/</sup> (十亿美元)

来源: Bloomberg。

<sup>1/</sup> 包括短期和长期债券的本金和利息支付。与2011年不同, 2012年未包括短期债务。在这种短期债务由发行新短期债务进行再融资的情况下, 2012年的展期数字将相应增加。