

再议赤字率“红线”

如果说，今年的《政府工作报告》在多方面的改革措施上均有突破，特别是减税力度超出市场预期的话，财政赤字的安排可能是唯一低于市场预期的数字。今年的赤字率水平设定在2.8%，比去年上调0.2个百分点。有观点认为，这一赤字率水平位于“国际通用的3%控制线以内”，因而具有合理性。

观察历年中国的预算赤字率水平，的确被约束在3%这一隐性“红线”之内，对财政预算过程和调节效果构成了相当明显的限制。那么，我们应该追问，3%的赤字率“红线”是否具有理论依据和实证支持？在经济形势趋于复杂严峻的背景下，要发挥财政政策的逆周期调节作用，就必须追溯3%赤字率“红线”的意义。

一、3%赤字率“红线”的来源

国际上，3%赤字率“红线”的说法，主要来源于欧盟对成员国施加的财政纪律要求。作为成员国加入欧盟的财政准入条件，签订于1992年的《马斯特里赫特条约》（Maastricht Treaty）明确规定，成员国财政赤字须低于GDP的3%（或称“趋同标准”）。不过，欧盟也认同成员国面临严重经济衰退时不受此限制，短暂超过3%亦被允许。另外，政府债务余额必须低于GDP的60%。

为保证欧元稳定，严格约束成员国对“趋同标准”的执行，欧盟成员国于1997年6月通过了具有重要意义的《稳定与增长公约》（The Stability and Growth Pact），日后成为了欧盟国家财政政策协调的基本架构。其中不仅再次明确了3%的财政赤字率上限，还进一步规定了针对超标国家的处罚措施，提出“矫正工具”（Corrective Arm），即若会员国财政赤字超过GDP的3%或债务超过60%，将启动超额赤字程序，包括对欧元区成员国罚款以及在超额赤字消除前暂缓向其融资等。

表1：欧元区入盟标准

序号	指标名称	标准
1	通货膨胀	年通货膨胀率（以消费价格上涨率衡量）不得超过欧盟通货膨胀率最低的3个国家平均通货膨胀率的1.5个百分点
2	利率	长期名义年利率（以长期政府债券利率衡量）不超过欧盟通货膨胀率最低的3个国家平均长期利率2个百分点
3	财政赤字	年度财政赤字占GDP的比重低于3%
4	政府债务	政府债务占GDP的比重低于60%
5	汇率	加入欧元区前两年，汇率的变动幅度要在欧洲汇率机制规定的范围之内

资料来源：欧盟《马斯特里赫特条约》121.1条

为什么是3%？有文献指出，欧盟3%这一赤字率红线的依据，或许源于20世纪70-80年代欧共体成员国赤字的平均值¹，同时也与欧盟对上世纪90年代各成员国的预测赤字水平相关。

¹ Burnside, C. (Ed.). (2005). Fiscal sustainability in theory and practice: a handbook. The World Bank.

丁安华，首席经济学家

电话：(852) 3761 8901

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

二、追问赤字率“红线”：理论与实践

首先，从经济学理论看，3%这一定量赤字警戒线并没有任何理论依据。尽管可持续的财政计划无法建立在过高的赤字率上，但“过高”本身并没有统一的衡量尺度。3%的财政赤字率仅仅是为建立欧洲统一货币区而制定的必要“筛选”标准。迄今为止，并没有研究能够证明3%的赤字率就是财政政策效果的分水岭，统计分析也不支持3%以上和以下的赤字率与经济增长关系的显著差异²。简而言之，3%至多是“大拇指法则”（rule of thumb），是一个经验数据或大致预测值，并无如何经济学理论作为支持。

其次，从实践看，对于系统稳定的经济体来说，3%可能是过紧的约束。本世纪以来欧盟经济增长放缓，越来越多的国家为寻求更为积极的财政政策，纷纷突破了赤字率3%的“红线”。即便作为欧盟核心的德国和法国，其财政赤字率也有突破3%的情况发生。各国对《稳定与增长公约》的抱怨日盛，最终推动了公约的修订，其中新增了对成员国在“特殊情况”下适度提高赤字率的规定，并进一步放宽了超标国恢复3%赤字率标准的时限，即恢复时限从1年放宽至5年。

而且，实证研究显示，人为设定的赤字率红线使政策制定者行为扭曲。IMF对于赤字硬性约束和财政政策的关系做过实证研究³，发现在经济平稳发展阶段，政府倾向于采取顺周期财政政策，将赤字率恰好控制在“红线”之下。这就使得政府在经济变差的情况下，能够采用的逆周期调节空间受限。为了避免触碰赤字警戒线遭受处罚，欧盟成员国的财政政策制定者不得不选择放弃调高赤字率可能带来的增长机会。硬性赤字上限对经济上行和下行产生不对称的影响，阻碍政府在出现经济下行迹象时做出及时的政策调整，直到出现更严重的经济衰退时才做出财政转向，往往代价高昂。

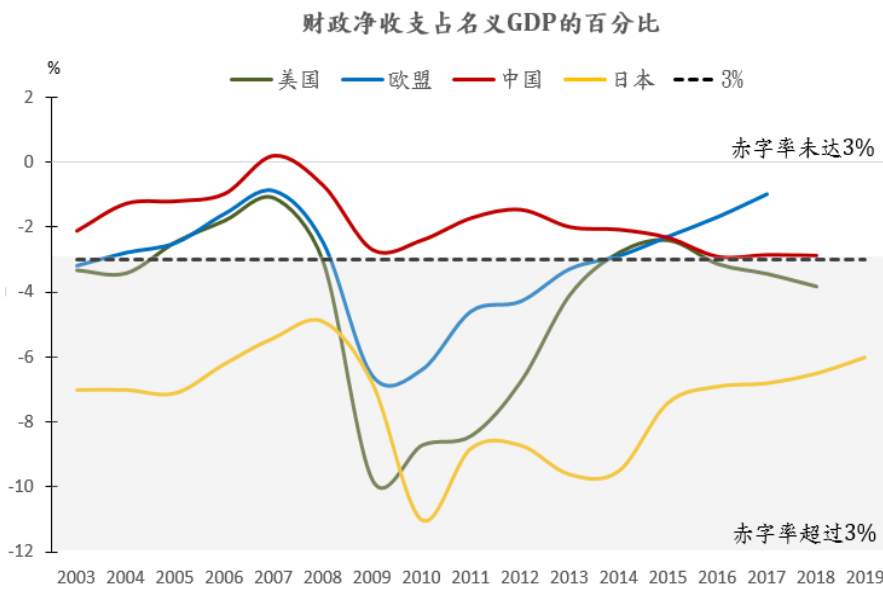
三、真的存在3%的国际通用控制线吗？

从各国的财政实践来看，突破3%见怪不怪，或者说不存在3%的控制线。无论是美、日、欧等发达国家，还是印度、俄罗斯、巴西等发展中国家，财政赤字率都曾突破3%；尤其是美国，在金融危机时赤字率一度突破10%，即便在其强劲复苏的今天，赤字率仍有4%左右。此外，俄罗斯在应对外需骤减时，赤字率也突破过6%。欧债危机期间，希腊2009年财政赤字率更高达13.6%。在经济下行时，突破3%成为常态，既不值得欢呼，也不是财政末日，需要具体问题具体分析。

² Buiter, W., Corsetti, G., & Roubini, N. (1993). Excessive deficits: sense and nonsense in the Treaty of Maastricht. *Economic Policy*, 8(16), 57-100.

Pasinetti, L. L. (1998). The myth (or folly) of the 3% deficit/GDP Maastricht 'parameter'. *Cambridge journal of economics*, 22(1), 103-116.

³ Manasse, P. (2005). Deficit limits, budget rules and fiscal policy. *International Monetary Fund*.

图 1：主要国家赤字率⁴

可见，所谓 3% 的赤字率“红线”，与莱因哈特和罗格夫提出的 60% 和 90% 的政府债务阈值（threshold）⁵ 一样，并不存在理论依据和实证支持，却在我们的具体政策制定中备受追捧，甚至被误尊为放之四海皆准的“金科玉律”。也就是说，学理和实践上都不存在 3% 的国际控制线，以此作为赤字率的控制线不仅没有意义，更会束缚财政政策逆周期调节的巨大作用。

⁴事实上财政收支水平在国际上并不可比，中国财政拥有“四套账本”体系，政府的资产负债结构也与西方国家存在较大差别，且赤字率的计算方法与国际通行方法有所差异。若按照国际通行方法计算中，近三年中国的实际赤字率比年初公布的财政赤字率高大约 0.2 个百分点。

⁵2010 年，哈佛大学经济学教授莱因哈特（Carmen Reinhart）和罗格夫（Kenneth Rogoff）的论文《债务时代的成长》（Growth in a Time of Debt）提出，当政府债务与 GDP 的比例超过 90% 阈值，经济增长将放缓。新兴市场的公共和私人外债阈值更低，仅为 GDP 的 60%。后来克鲁格曼在 2013 年以“The Excel Depression”为题在《纽约时报》上撰文批判上述理论的研究错误和对该结论的盲目追捧。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。