

再議赤字率“紅綫”

如果說，今年的《政府工作報告》在多方面的改革措施上均有突破，特別是減稅力度超出市場預期的話，財政赤字的安排可能是唯一低於市場預期的數字。今年的赤字率水平設定在 2.8%，比去年上調 0.2 個百分點。有觀點認為，這一赤字率水平位於“國際通用的 3% 控制綫以內”，因而具有合理性。

觀察歷年中國的預算赤字率水平，的確被約束在 3% 這一隱性“紅綫”之內，對財政預算過程和調節效果構成了相當明顯的限制。那麼，我們應該追問，3% 的赤字率“紅綫”是否具有理論依據和實證支持？在經濟形勢趨於複雜嚴峻的背景下，要發揮財政政策的逆周期調節作用，就必須追溯 3% 赤字率“紅綫”的意義。

一、3% 赤字率“紅綫”的來源

國際上，3% 赤字率“紅綫”的說法，主要來源於歐盟對成員國施加的財政紀律要求。作為成員國加入歐盟的財政准入條件，簽訂於 1992 年的《馬斯特裏赫特條約》（Maastricht Treaty）明確規定，成員國財政赤字須低於 GDP 的 3%（或稱“趨同標準”）。不過，歐盟也認同成員國面臨嚴重經濟衰退時不受此限制，短暫超過 3% 亦被允許。另外，政府債務餘額必須低於 GDP 的 60%。

為保證歐元穩定，嚴格約束成員國對“趨同標準”的執行，歐盟成員國於 1997 年 6 月通過了具有重要意義的《穩定與增長公約》（The Stability and Growth Pact），日後成為了歐盟國家財政政策協調的基本架構。其中不僅再次明確了 3% 的財政赤字率上限，還進一步規定了針對超標國家的處罰措施，提出“矯正工具”（Corrective Arm），即若會員國財政赤字超過 GDP 的 3% 或債務超過 60%，將啟動超額赤字程序，包括對歐元區成員國罰款以及在超額赤字消除前暫緩向其融資等。

表 1：歐元區入盟標準

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

資料來源：歐盟《馬斯特裏赫特條約》121.1條

為什麼是 3%？有文獻指出，歐盟 3% 這一赤字率紅綫的依據，或許源於 20 世紀 70-80 年代歐共體成員國赤字的平均值¹，同時也與歐盟對上世紀 90 年代各成員國的預測赤字水平相關。

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

二、追問赤字率“紅線”：理論與實踐

首先，從經濟學理論看，3%這一定量赤字警戒線並沒有任何理論依據。儘管可持續的財政計劃無法建立在過高的赤字率上，但“過高”本身並沒有統一的衡量尺度。3%的財政赤字率僅僅是為建立歐洲統一貨幣區而制定的必要“篩選”標準。迄今為止，並沒有研究能夠證明3%的赤字率就是財政政策效果的分水嶺，統計分析也不支持3%以上和以下的赤字率與經濟增長關係的顯著差異²。簡而言之，3%至多是“大拇指法則”（rule of thumb），是一個經驗數據或大致預測值，並無如何經濟學理論作為支持。

其次，從實踐看，對於系統穩定的經濟體來說，3%可能是過緊的約束。本世紀以來歐盟經濟增長放緩，越來越多的國家為尋求更為積極的財政政策，紛紛突破了赤字率3%的“紅線”。即便作為歐盟核心的德國和法國，其財政赤字率也有突破3%的情況發生。各國對《穩定與增長公約》的抱怨日盛，最終推動了公約的修訂，其中新增了對成員國在“特殊情況”下適度提高赤字率的規定，並進一步放寬了超標國恢復3%赤字率標準的時限，即恢復時限從1年放寬至5年。

而且，實證研究顯示，人為設定的赤字率紅線使政策制定者行為扭曲。IMF對於赤字硬性約束和財政政策的關係做過實證研究³，發現在經濟平穩發展階段，政府傾向於採取順周期財政政策，將赤字率恰好控制在“紅線”之下。這就使得政府在經濟變差的情況下，能夠採用的逆周期調節空間受限。為了避免觸碰赤字警戒線遭受處罰，歐盟成員國的財政政策制定者不得不選擇放棄調高赤字率可能帶來的增長機會。硬性赤字上限對經濟上行和下行產生不對稱的影響，阻礙政府在出現經濟下行跡象時做出及時的政策調整，直到出現更嚴重的經濟衰退時才做出財政轉向，往往代價高昂。

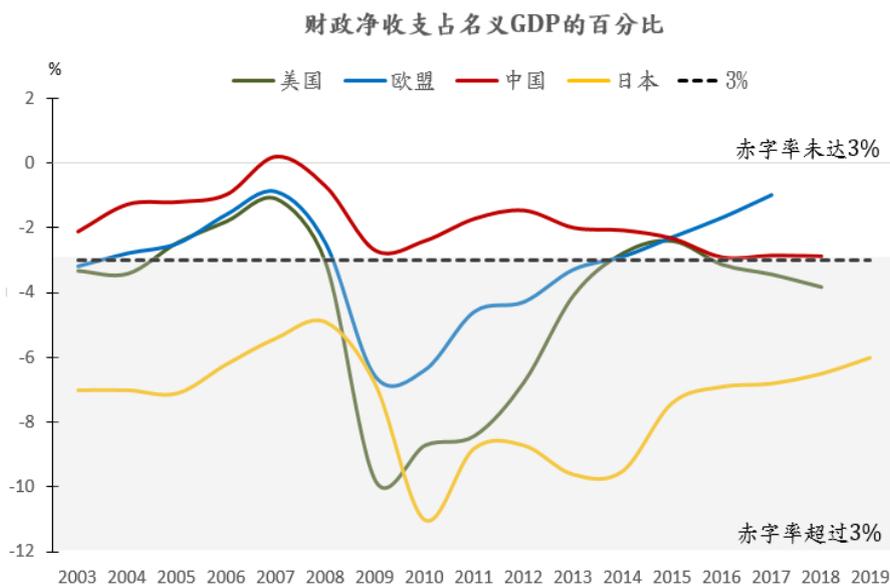
三、真的存在3%的國際通用控制綫嗎？

從各國的財政實踐來看，突破3%見怪不怪，或者說不存在3%的控制綫。無論是美、日、歐等發達國家，還是印度、俄羅斯、巴西等發展中國家，財政赤字率都曾突破3%；尤其是美國，在金融危機時赤字率一度突破10%，即便在其強勁復蘇的今天，赤字率仍有4%左右。此外，俄羅斯在應對外需驟減時，赤字率也突破過6%。歐債危機期間，希臘2009年財政赤字率更高達13.6%。在經濟下行時，突破3%成為常態，既不值得歡呼，也不是財政末日，需要具體問題具體分析。

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*.

圖 1：主要國家赤字率⁴

可見，所謂 3% 的赤字率“紅線”，與萊因哈特和羅格夫提出的 60% 和 90% 的政府債務閾值（threshold）⁵ 一樣，並不存在理論依據和實證支持，却在我們的具體政策制定中備受追捧，甚至被誤尊為放之四海皆准的“金科玉律”。也就是說，學理和實踐上都不存在 3% 的國際控制綫，以此作為赤字率的控制綫不僅沒有意義，更會束縛財政政策逆周期調節的巨大作用。

⁴事實上財政收支水平在國際上並不可比，中國財政擁有“四套賬本”體系，政府的資產負債結構也與西方國家存在較大差別，且赤字率的計算方法與國際通行方法有所差異。若按照國際通行方法計算中，近三年中國的實際赤字率比年初公布的財政赤字率高大約 0.2 個百分點。

⁵2010 年，哈佛大學經濟學教授萊因哈特（Carmen Reinhart）和羅格夫（Kenneth Rogoff）的論文《債務時代的增長》（Growth in a Time of Debt）提出，當政府債務與 GDP 的比例超過 90% 閾值，經濟增長將放緩。新興市場的公共和私人外債閾值更低，僅為 GDP 的 60%。後來克魯格曼在 2013 年以“The Excel Depression”為題在《紐約時報》上撰文批判上述理論的研究錯誤和對該結論的盲目追捧。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。