

## 简析美国财政悬崖及其对中国的影响

刘世欣 电话：(86) 83571401

(86) 15210112901

邮箱：liushixin@chinastock.com.cn

近日关于美国“财政悬崖”的消息遍布各大媒体，根据美国国会预算办公室（Congressional Budget Office，简称CBO）的最新估计，财政悬崖可能拖累2013财年（2012年10月1日-2013年9月30日）美国实际GDP约0.5个百分点<sup>1</sup>，将严重冲击美国的经济复苏，2013年四季度美国失业率将超过9%。<sup>2</sup>欧债危机还在继续发酵，如果美国又陷入衰退，必定会对东亚生产网络带来更大挑战，中国及其他新兴市场国家的出口则将更加乏力。实际上，最新的海关数据已经表现出市场的担忧：11月份中国出口同比仅增长2.9%，远低于1-10月份11.6%的出口增长率。而且11月份中国对美国出口增长-2.6%，是鲜有的负增长，远低于10月的11%。尽管中国11月份的宏观数据都表明国内经济企稳，但美国“财政悬崖”以及外贸形势的改变还是给中国带来了更多不确定性。对于中国资本市场，上证综指刚刚从1949的低点“小心”反弹，美国民主、共和两党不断博弈的财政悬崖看似遥远，但其带来的负面消息却足以令投资者风吹草动。

“财政悬崖（Fiscal Cliff）”一词并非横空出世，它过去就曾被用来描述过多种财政问题，而该词近来的流行来自2012年2月美联储主席本·伯南克在美国众议院住房金融委员会会议上指出“2013年元旦开始的大幅削减政府开支和增加税收将带来财政悬崖”。所谓“财政悬崖”

<sup>1</sup> 不同机构估计差别很大，曾有估计显示情况严重的话可能拖累GDP四个百分点

<sup>2</sup> CBO Staff, “Economic Effects of Policies Contributing to Fiscal Tightening in 2013”, Congressional Budget Office report, November, 2012

就是指如果美国现有法律不在 2012 年底前修改，美国 2013 年将面临大幅税收增加、政府开支减少的局面，由于政府收入增加支出减少，从而政府财政赤字将缩减约 6000 亿美元，由于美国政府赤字曲线在图形中呈现急剧下降宛如一条绝壁，因此被称为财政悬崖。有人误认为财政悬崖是说美国庞大债务问题不断累积未来可能使美国坠入悬崖，相反财政悬崖的到来则能在未来十多年使得美国债务问题得到极大的缓解，然而缩减财政赤字本质就是实施紧缩的财政政策，在短期将给美国经济来剧烈的阵痛。同时，财政悬崖问题与债务上限问题也不尽相同。债务上限问题是由于美国特殊的预算决策机制造成的，但从过往历史来看，一旦赤字超过债务上限，债务授权问题将成为一个独立的进程。

导致财政悬崖的主要并非紧缩财政的新法案，而是一系列原有削减税收和增加支出的法案即将到期，包括：

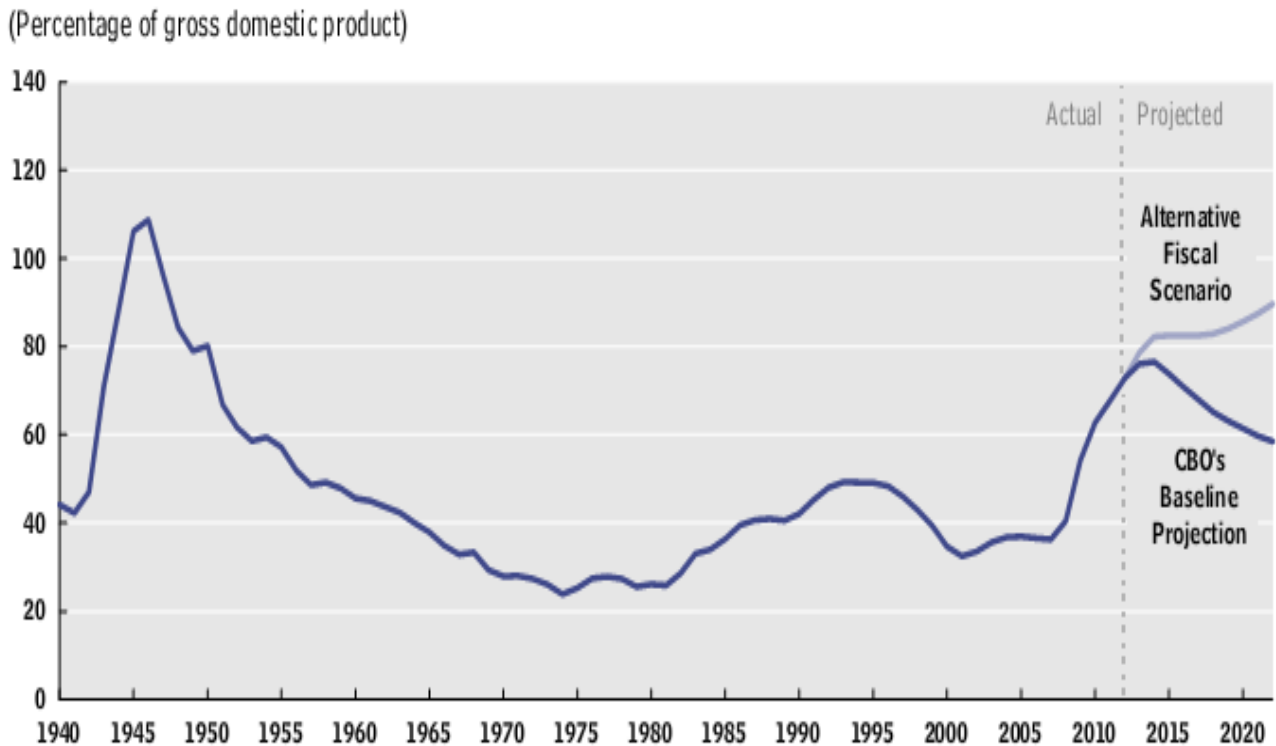
- 奥巴马总统签署的为延续《布什减税法案》的《2010 年税负减免、失业保险再授权和就业创造法案》(Tax Relief Unemployment Insurance Reauthorization and Job Creation Act of 2010) 即将到期
- 根据《2011 年预算控制法案》(Budget Control Act of 2011) 全面削减非必要支出
- 提高替代性最低税体系 (Alternative Minimum Tax, 下简称 AMT) 门槛到 2000 年水平
- 延缓医保可持续增长率办法 (Medicare Sustainable Growth Rate)<sup>3</sup>生效的措施 (主要体现在《2012 年中产阶级税负减免和就业创造法案》(Middle Class Tax Relief and Job Creation Act of 2012, 下简称 MCTRJCA) ) 即将到期
- 社保工资税削减 2% (主要体现在 MCTRJCA 中) 即将到期
- 联邦失业福利支出 (主要体现在 MCTRJCA 中) 即将到期
- 《2009 年美国复苏与再投资法案》(American Recovery and Reinvestment Act of 2009) 关于可再生能源生产税收抵免即将到期
- 《病人保护和可负担医疗法》(Patient Protection and Affordable Care Act) 和《2010 年卫生保健和教育协调法》(Health Care and Education Reconciliation Act of 2010) 带来的新增税

3 医保可持续增长率办法 (SGR) 是美国医保和医补服务中心 (Centers for Medicare and Medicaid Services) 控制医保支出的办法。

如果不改变现有法律，上述条款多在 2013 年 1 月 1 日或 2 日自动生效<sup>4</sup>。

长期来看，美国关于财政悬崖的不确定性将对政府赤字、债务和经济增长等方面带来影响。CBO 对财政悬崖带来不同情况的政府债务进行估计（如图 1 所示）：

图 1 财政悬崖对美国债务的影响



来源：“An Update to the Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022”, Congressional Budget Office Report, August 22, 2012

第一种情况，是指美国国会和总统没有能够通过立法有效阻止财政悬崖，财政悬崖成为现实（图中的 Baseline Projection）。这样上述的法案自动到期，2013 年税收增加，政府支出减少，赤字下降，政府债务将在未来十年维持低位。税收占 GDP 比重将从 2012 年 15.7% 上升到 2022 年的 21.4%（其中 2014 年将达 19.6%，意味未来两年税收增长迅猛）。政府支出 GDP 比重从 2012 年的 22.9% 降低到 2022 年的 22.3%，变动幅度不大。美国政府税收大幅提高，支出

<sup>4</sup> 若今年 12 月 31 日前国会未能启动新的修订以维持较高豁免水平，并追溯覆盖 2012 财年（2011 年 10 月 1 日-2012 年 9 月 30 日），新 AMT 将大幅提高美国居民税负。

变动不大，所以财政赤字从 2011 年占 GDP 的 8.5% 降低到 2021 年的 1.2% 更多是税收起作用。美国债务未来十年将减少 7.1 万亿美元，大约是债务总额的 70%，占 GDP 比重也将从 70% 降低到 2022 年的 58%。尽管长期来看，减轻财政赤字和债务包袱将带来更高的经济增长，但骤然的财政紧缩对美国冲击很大。

第二种情况，是指财政悬崖被阻止（图中的 Alternative Fiscal Scenario），是假设美国立法延续《布什减税法案》等税收减免法案，保持替代性最低税在低位，保证目前的医保支付比例，推迟财政紧缩政策，短期避免经济衰退，扩大就业。然而这种情况下，美国债务 2022 年将达到 GDP 的 90%，2023 年超过 100%，2035 年将达到 GDP 的 190%。巨大的财政赤字和快速积累的政府债务将限制储蓄和投资，无法实现可持续增长，长期中阻碍美国经济成长，尤其是 2018 年后美国 GDP 增速将明显慢于第一种情况。

短期来看，财政悬崖的出现将在 2013 财年美国带来巨大冲击。如果财政悬崖出现，2013 财年（2012 年 10 月 1 日-2013 年 9 月 30 日）将增税 4000 亿美元，增加了 19.63%，将占到 GDP 的 18.4%（历史均值 18.0%）；减少政府开支超过 1000 亿美元，仅减少 0.25%，占 GDP 的 22.4%（历史均值 21.0%），<sup>5</sup>从而使财政赤字减少 5600 亿美元，约为 2012 财年赤字总额 11710 亿美元的一半。赤字骤减的紧缩财政，将在 2013 财年美国对经济冲击非常大。CBO 估计这将使美国 2013 财年 GDP 增长率降至 -0.5%，并且使美国 2013 年第四季度的失业率升至 9.1%。与此相比，如果财政悬崖得到有效避免，宽松财政的政策得以实施，2013 财年财政赤字能够保持 1 万亿美元以上，那么 2013 财年美国 GDP 增长率能够达到 1.7%，而失业率则能维持在 8%，而且短期内债务总额也不会快速攀升，债务总额占 GDP 比重与财政悬崖出现的情形相比差别不大。

表 1 短期财政悬崖对经济的影响

|                    | 财政悬崖出现 | 财政悬崖被避免 |
|--------------------|--------|---------|
| 2013 财年赤字（万亿美元）    | 0.641  | 1.037   |
| 2013 财年末债务总额（万亿美元） | 11.664 | 12.224  |
| 2013 财年 GDP 增长率    | -0.50% | 1.70%   |
| 2013 年四季度失业率       | 9.10%  | 8.00%   |

<sup>5</sup> CBO Staff, "An Update to the Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022", Congressional Budget Office Report, August 22, 2012

数据来源：“Fiscal Tightening in 2013 and Its Economic Consequences”，Congressional Budget Office Report, August 22, 2012

美国究竟是选择“短痛”——任由财政悬崖到来，承受短期冲击来维护长期经济增长，还是选择“长痛”——避免财政悬崖，促进美国短期经济复苏，维持失业率相对低位，则是各类专家以及媒体争论的话题。诺贝尔经济学奖得主保罗·克鲁格曼认为，美国应更倾向于短期降低失业率，而不是关心赤字。<sup>6</sup>而更多的意见是采取长短期平衡的政策：主持两党政策委员会减赤工作组的查理·克涅斯伯格认为既要短期避免财政悬崖，又要在长期逐步减轻债务负担。<sup>7</sup>美联储主席本·伯南克则强调应采取平衡的政策，既考虑长期债务问题而又不要太伤害短期经济增长，<sup>8</sup>但这种平衡政策说起来容易，做起来难，而且必然将是美国政党现实博弈的结果。

目前民主、共和两党关于财政悬崖的谈判依然没有取得一致，但是任由财政悬崖出现并不是两党愿意看到的局面，两党都是希望借由财政悬崖的机会在未来的利益再分配中占据优势。民主党人想通过增收，即提高对最富有的 2% 人群增税来解决问题，而共和党人想通过缩减财政开支来降低赤字。民主党人欲对年收入超过 25 万美元的家庭增加税收，而共和党人只想对年收入超过 50 万或 100 万美元的家庭增税。共和党人要求奥巴马详细阐述长期削减支出计划，尤其是在社会保障和医疗方面的支出，而民主党人仅同意就医疗支出进行谈判，不同意将社保纳入削减赤字的谈判。从两党谈判目前能够看到端倪的是，在今年年底或明年初两党可能会就财政悬崖问题相互妥协，共和党将接受向富人增税，民主党将拿出更加具体的削减社保、医疗支出的方案。

如果美国坠入财政悬崖，中国将很难独善其身，必然会受到一定冲击。财政部副部长朱光耀 12 月初在“2012 年中国国际商会年会”上表示，若美国财政悬崖不能很好管控，可能会拖累中国 GDP 达 1.2%。中国主要受到财政悬崖如下方面的影响：

第一，美国财政悬崖中，相比削减开支，税收增加是主要原因，尤其是对高收入人群征税，美国的金融产品可能因此在财政悬崖到来之际遭抛售，引发中国股市动荡。毕竟，12 月 4 日上证综指下探 1949 点，市场近两周小幅反弹，但中国股民依然惊魂未定。若没有重大利好或

<sup>6</sup> Steven Johnson. "Krugman: Jobs, not fiscal cliff, is real danger to U.S.", Columbus Dispatch, May 7, 2012

<sup>7</sup> Konisburg & Hoagland, "How to avoid 'lunatic' fiscal cliff", CNN, July 30, 2012

<sup>8</sup> Reis, Patrick, "Ben Bernanke pushes Congress to avoid fiscal cliff", Politico, July 17, 2012



是政策配合，国内资本市场在惊闻财政悬崖问题时可能若惊弓之鸟，加上国内金融风险控制能力不高，影子银行风险逐渐显现，财政悬崖可能带来的金融传染难免会引发市场恐慌。

第二，美国财政悬崖可能导致政府信用评级进一步下降。2011年标准普尔百年来第一次下调美国长期主权信用评级。本月穆迪表示若财政悬崖不化解，也将下调美国3A评级，并维持目前对美国经济前景展望为负面。中国持有世界上最多的外汇储备，并且是美国海外持有美国国债最多的国家，国际评级机构下调美国政府信用评级可能造成中国持有的美国国债贬值，中国的外汇储备风险敞口增大。

第三，美国为了提振国内经济，实施扩张的货币政策，已经推出多轮量化宽松，最近一次是12月12日推出的QE4，美元进一步贬值。美元贬值不但造成上面提到的中国外汇储备价值流失，而且人民币价值的相对提高将进一步压制中国的出口，加上伴随危机而来的贸易保护主义，中国净出口将进一步受到影响。此外，这还会加大中国接受外商直接投资的难度，从而抑制中国经济增长，提高中国国内失业率。

第四，美国对财政悬崖的应对即便能够短期避免，也仅是延缓。试图延长紧缩财政政策，避免财政悬崖，只能将财政悬崖变为“财政陡坡”，本质就是将短期经济冲击分摊到未来更长的一个时间段内，这样对中国出口带来的压力就从短期转为长期，随着财政悬崖负面影响在更长的时间里逐渐释放出来，也使得中国经济转型，扩大内需显得更加紧迫。

财政悬崖看似是美国紧急而棘手的问题，但却是美国在长期内利用其在国际货币体系中的霸权地位的反映。美国面临经济困境时必将通过弱势美元征收“通胀税”、向外分摊悬崖风险、债务负担和增长压力的潜在激励显著加大。面对美国的这种潜在倾向，中国需要稳步推进人民币国际化，加快外汇储备多元化管理，保持对输入型通胀压力的监控，方能未雨绸缪。

**中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站**

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：(86) 83571401, 15210112901

传真：010-66568641

中国银河证券网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>