

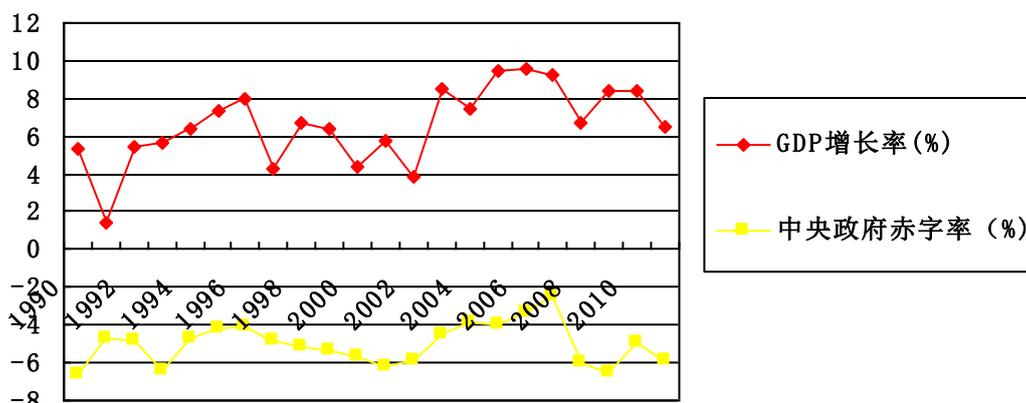
## 印度经济面临双赤字困局

凯恩斯学说为收不抵支、寅吃卯粮的财政政策提供了合法的依据，因为萧条年代政府需要花费更多以提振经济。然而现实是绝大部分国家绝大部分时候都在实行赤字财政，区别仅在于光景不好时它们的赤字率会更高。最终连年赤字使得政府背负的债务不断扩大，直至不可持续。但这个可持续与不可持续的临界点相对于各经济体是不同的。美国的赤字率可以达到 10.5%，日本的负债率可以高达 GDP 的 215%，而广大的发展中国家的经济却很可能在那之前早就崩溃了。因为与发达国家相比，发展中经济体缺少相对完善经济制度、技术创新能力以及在全球竞争格局中的先发优势（如美元的国际储备货币的地位），因而投资者的市场信心更易发生动摇。以印度这样一个经常帐户常年赤字、亟需外资流入予以补充的国家，市场信心动摇的结果短期看很可能就是一场国际收支危机。今天这样的危局已经离印度不远了。

### 一、 国际金融危机后印度财政赤字扩大，已接近 1991 年国际危机爆发前水平。

自印度开始自由化改革至今，印度的财政赤字经历了三个阶段：2003年之前，财政赤字随着经济增长率波动，但也会受到突发事件的影响；2003年至2008年之间，随着印度政府出台了《财政责任和预算管理法案》，更是因为印度经济进入前所未有的高增长阶段，此一时期印度的平均增速达到了8.7%，印度财政因而处在一个持续的改善当中；2008年国际金融危机爆发，印度开始实施刺激性经济政策，赤字规模骤然扩大。而当政府开始重视赤字问题时，经济已然开始下行，又2014年大选在即，增税减支在政治经济上都有可能得不偿失，因而2013-14年新的预算案中虽也关注赤字问题，但却没有提出任何有效措施。市场的不信任情绪由此加重。

印度财政赤字变化示意图



当前印度财政的主要症结有三个：

1、赤字规模大，推高了通胀，也对投资产生了挤出效应。

2011—2012 年度印度中央政府的财政赤字已上升到 5.9%，仅略低于 2008 年政府实施大规模刺激政策时的 6.0%的水平。中央和地方两级财政赤字加总已占到 GDP 的 8.1%，与 1991 国际收支危机爆发时的 9.1%相去不远。2012-13 年初

政府制定的赤字目标为 5.1%，上半年支出势头明显难以控制，好在下半年新上任的财长不顾阻力、大刀阔斧地采取了一些新措施，包括，使得最终还是达到了赤字的预算目标。即使如此，中央与地方两级赤字在 2012-13 年度也依然高达 7.2%，就发展中国家整体而言、甚至就印度自身状况而言，这样高的赤字水平也是难以持续的。

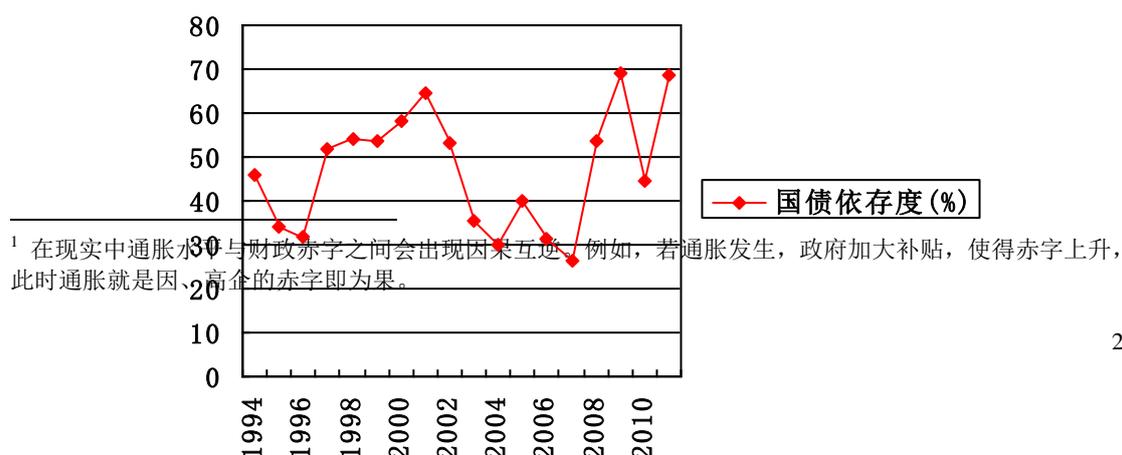
高赤字的危害在印度已经显现。随着财政赤字的上升，印度的投资率在下降。政府的财政支出分为计划性支出和非计划性支出，而计划性项目多为发展性项目，其中也包括一部分属于投资类的基础设施建设项目。如果政府财政支出增加的都是用于这类资本性支出，那么就不会降低全社会的投资率。而事实是，印度每年的财政支出中近70%都用于了非计划性支出，也即利息支付、补贴、国防支出、公务员薪资及养老金等非生产性开支，而资本性支出仅在10%上下。政府从市场上募集资金以弥补赤字，在储蓄原本相对投资需求就不足的情况下，必然会推高利率，产生所谓的挤占效应。从2008-09年起，印度的投资率从2007-08年的38.1%一步步降到了2011-12年的35.0%，因利率上升导致投资成本上升是一个主因。高赤字的另一个长期性恶果就是财政型通货膨胀。在印度导致通胀的原因有很多，短期来看通胀最重要原因是过快增长的需求冲击了有限供给所致，这必然与财政支出的增长有直接联系。如果从长期来看，一个长年负债的政府只要通胀的政治风险尚在可控范围内，就总会更倾向于采取宽松的货币政策，这样它借钱和还钱的压力都会因之消解。现有数据也证明了通胀水平与财政赤字之间存在着正向联系，但若论及孰为因、孰为果则更为复杂。<sup>1</sup>

## 2、印度国债依存度和国债负担率过高，财政状况脆弱。

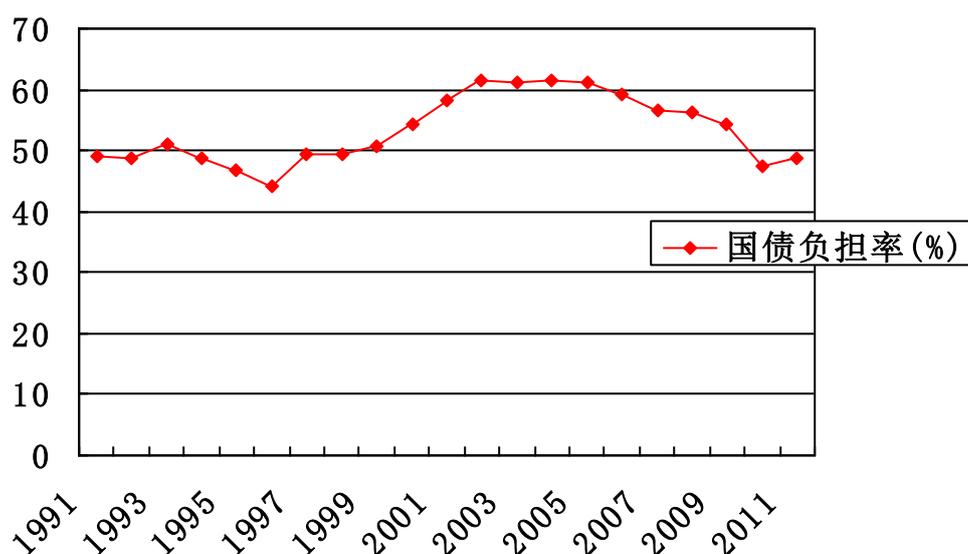
由于印度常年实行赤字财政，国家债务负担一直较高。自2004年政府加强预算管理、降低赤字以来，印度的中央政府债务已从2006-2007年度占GDP的59.1%降至2010-2011年度的51.2%。在中央政府的所有债务中，92%是内债，只有8%是外债。内债主要都是以定期偿还证券形式存在的市场贷款，而且97%的定期偿还证券都是采用固定利息的。这些定期证券的加权平均期限是10年，而加权平均的利息率为每年7.8%。

然而，如果考察国债依存度和国债负担率这两个国际通行的指标，印度财政的脆弱性也随之暴露出来。国债依存度指的是新增国债与当年财政收入之比，这一比值反映一国财政支出中有多大比例需要靠发行国债筹资。当国债发行规模过大、债务依存度高时，表明财政支出已过多依赖债务收入。国际上关于国债依存度公认的警戒线是20%。而印度在过去五年中，最高一度达到69%，最低也在45%。而国债负担率指的是国债余额占GDP比重。印度2010-11年国债（包括内债、外债）占GDP的50.1%。以上两个指标印度甚至比金融危机爆发前的爱尔兰、西班牙都高，更是高于大多数新兴经济体国家。泰国的债务负担率只及印度的一半。

印度国债依存度变化示意图



印度国债负担率变化示意图



### 3、财政收支结构亟待改善。

2012-13 年印度中央政府的税收收入仅占 GDP 的 10.7%，而其中直接税的比重是 52.4%，间接税是 46.8%。若仅从收支两方面来看，过去几年中印度的财政赤字持续恶化的最直接原因有两个：一是补贴性支出上涨过快，从 2005-06 年占 GDP 的 1.3% 上升到 2011-12 年的 2.4%。2011-12 年仅针对食品、化肥和石油的补贴性支出就较上年增长了 27%。补贴增加是为了应对国内通货膨胀、国际石油价格上涨。但现有的补贴政策，使印度富人成为主要受益者。其结果是，高额补贴除增加政府的财政负担、降低经济体效率外，在提高社会整体福利方面并未取得应有效果。二是政府获取收入的能力有限。2011-12 年印度税收占 GDP 的比重仅为 10.1%，在金砖五国中为最低。国有企业的私有化进程也因腐败频发而不得不放缓。还有政府应对国际金融危机所采取的很多的税收减让，在经济完全复苏之后因既得利益者的反对迟迟未能撤除。

在 2012-13 年预算中，印度政府虽明确表示要提高计划支出，减少非计划支出，而在计划支出中，要更向发展性支出项目倾斜，重点扶持基础建设项目，但多党联合组成的本届政府因缺乏决策力而迟迟未采取实际行动。直到 2012 年下半年因国内政界、商界共同意识到财政赤字的严峻性以及它对经济增长已经产生的严重的负面影响，政府才开始有了真正的行动。为减少补贴，先是提高了火车票价，以后又将柴油价格提高了 14%，同时提高的还有家用燃气价格。这些举动先后引发了国内一系列的示威和抗议，但也受到了投资者的欢迎，认为这意味

着政府已开始认真对待赤字问题。

二、2008年之后经常帐户赤字连创新高，外国资本大进大出，汇率波动加剧。

理论上，财政赤字推高利率，高利率又会抬高本币汇率，前者的结果是经常帐户赤字减少<sup>2</sup>，而后者的结果则是出口竞争力下降、进口成本上升，贸易条件恶化，经常帐户赤字又会因之上升。最终结果怎样，学术界迄今并无定论。而在现实生活中，财政赤字的影响在向经常帐户扩散的过程中，由于存在太多的变量，不同国家、不同时期二者的关系也表现不一。但有一定是肯定的，高额财政赤字会降低市场信心，若没有了市场信心，那么流入的外资就会减少。没有了外资，那又该如何偿付外债、如何支付日常进口？

当 1990-1991 年印度爆发国际收支危机爆发时，它的经常帐户赤字为 GDP 的 3.2%。而到了 2012-13 财年，它的经常帐户赤字已经高达 GDP 的 5.2%。虽然理论上只要资本帐户上有源源不断的外资流入，就无需为经常帐户上的赤字感到担心，但在当今金融高度自由化的时代，鼠标轻轻一点，数十亿、百亿的资金就这样流进流出，对外资的依赖只能使一国在可能的金融动荡面前变得更脆弱。

1、2008 年是印度国际收支的一个转折点，经常帐户赤字开始直线上升。

1991 年危机之后，印度致力于改善国际收支状况，降低汇率的同时出台政策鼓励出口。到 2000 年时印度的经常帐户赤字占 GDP 的比重已降至 0.8%，此后连续三年印度的保持了经常帐户的顺差，特别是 2003-04 年印度经常帐户盈余占到 GDP 的 2.3%。这在其历史上都是非常罕见的。2004-05 年由于全球经济走强，国际基础物资价格开始上涨，这一年印度进口增速超过 40%，印度再度恢复了经常帐户赤字的状态，但赤字规模只有 GDP 的 0.4%，以后虽有增加，但非常缓慢，直到 2007-08 年也只有 1.3%。印度这一时期经常帐户的改善，最重要的原因是出口的增加，2000 到 2008 年这八年间印度货物出口的平均增速一直保持在 20% 以上。服务贸易出口从上个世纪九十年代下半期开始也一直保持着近 30% 的增长速度。

2008 国际金融危机爆发，美国、欧洲等印度产品的传统出口市场纷纷景气不再，印度的出口增长率从 2008-09 年的 28% 骤然降至 2009-10 年的 -3.5%。幸而国际油价也开始下跌，印度进口因此有所减少，才使得这一年的经常帐户赤字仅比上年略有扩大，即从 2.3% 上升到 2.8%。2010 出口刚实现恢复性增长，紧接着欧债危机来袭，印度出口增速在 2011-2012 年度的第三季度开始下降，而进口却由于国际原油价格持续走高而继续保持较高增长水平，经常帐户赤字不断扩大，2011-12 达到 781.55 亿美元，占 GDP 的 4.2%，创历史最高水平。2012 年出口低迷依旧，鉴于欧元元气大伤，美元成了人们手中毫无选择的硬通货，以美元计价的石油价格继续坚挺，而国内消费者为了规避国内高企的通胀纷纷增加黄金投资，黄金进口较上年增加了 40%。在印度进口的商品构成中，石油占比一直在 30% 左右，而黄金的占比 2012 年已达到 12%。由此经常帐户赤字再创新高，全年达到 GDP 的 5.2%。

2、资本帐户大进大出，汇率波动加剧。

2008 年受美国次贷危机的影响，印度吸收的机构投资当年为净流出状态，

---

<sup>2</sup>  $CA=S-I$ ，这里 CA 就是经常帐户差额，S 是储蓄，I 是投资。S 包括了政府储蓄  $S_g$  和私人储蓄  $S_p$ 。高赤字意味着政府储蓄  $S_g$  的减少。 $S_p$  和 I 都是利率 r 的函数。如果利率因赤字而推高，那么  $S_p$  会增加，投资会减少，最终  $S_p$ 、 $S_g$  和 I 的变动会相互抵消，结果 CA 保持不变。但这只是理论上的。最主要的是三者的变动存在时间差，短期内的波动不可避免。

但在随后的两年里又迅速恢复到了每年 300 亿美元的水平。欧债危机之后，欧洲市场上流动性趋紧，而印度因经济增长放缓风险上升，外资流出开始加剧，印度政府为此从 2011 年第二季度就开始采取多项措施鼓励外资进入，包括放开对海外印度人存款的利率限制，基础设施长期债券的锁定期限缩短至一年，以及外国机构投资可购买政府和企业债券的上限提高至 50 亿美元等。在外国直接投资保持稳定的同时，借助这些政策流入的外资到第四季度开始回升。但全年吸收的机构投资仅为上年的十分之一。值得一提的是，在流入印度的外资中直接投资起伏不大，基本保持上升势头，这反映出外资对印度的长期增长依然抱有信心。但从中短期来看，由于当前印度双赤字问题突出，高通胀难以遏制，经济运行的风险性加大。受投机心理驱使，流入印度的外国机构投资波动还会加剧，汇率波动也会因此加剧。如果贬值预期不断加强，反过来又会进一步刺激外资的流出。

3、经常帐户赤字的扩大导致外债增加，规模与结构尚合理。

2012 年 3 月末，印度外债总额达到 3458 亿美元，占 GDP 的比重为 20.0%，较本财年初上升了近 3 个百分点。增加的债务主要以非定居印度人的存款、海外商业借款及短期债务为主。这主要是由于政府鉴于国际金融市场渐趋稳定，而国内流动性日渐紧张，而在 2011 年下半年提高了海外商业借款的上限，并放松了对非定居印度人存款的利率管制的结果。为了弥补不断扩大的经常账户赤字，未来印度的外债可能还会更高。截至 2012 年 3 月末，在印度 3458 亿外债总额中，短期债务占 20%，偿债率为 5.6%，外汇储备尚能支撑 7.1 个月的进口。总之，虽然较上一财年外债规模以及短期债务比重都有上升，但仍在可控范围内。

三、通过改革提振市场信心是摆脱印度当前经济困局的关键。

与之前二十年相比，印度现在的财政赤字处在高位，而经济增速却在下滑，且这种下滑目前看来已不是周期性的、或仅是短期内不利的国际经济环境影响的结果。印度储备行最近就已将印度中期的潜在经济增长率下调至了 7.5%，远低于十一五计划和十二五计划草案制定时设立的 9% 以上的增长率。

1、两种意见之争：高赤字与高利率谁该经济减速负责

面对经济增速下滑，负责制定印度经济政策的两大机构——印度储备行和财政部却未能就相应的政策达成一致。财政部希望储备行尽早降低利率，以促进投资；而储备行则以通胀压力未减、通胀率依然高企为由拒绝降息，相反还要求财政部削减赤字、合理化支出在先，认为这才是使印度经济避免进一步恶化、并最终恢复增长潜力的必要之举。应该说，储备行的论据要更充分一些：尽管从 2009 年下半年开始为应对通胀，储备行连续十三次加息，但扣除通胀因素，印度的真实的有效利率并不比危机前的 2003-2008 年更高。实际上，一直到 2011 年之前印度的有效利率都呈下降态势，而印度的投资仅在经历了 2008-08 年间的一个短期高潮后就出现停滞，进而又在 2010-2011 财年的下半年开始萎缩。这说明利率远不是造成印度经济增长下滑的唯一因素，甚至也算不上一个重要的因素。另一方面，不断扩大的双赤字已明显成为国内国外投资者最为关注的问题。自欧债危机爆发以来，各国际评级机构先后都对高赤字国家发出了降级警告。标准普尔公司就下调了印度主权信用评级前景至负面，甚至暗示印度可能失去投资级评级。而国内方面，由于 2012-13 年预算既没有提出有效地削减赤字的办法，也没有任何进一步改革的举措当政府，一经公布，立刻引致孟买股市的下跌，这在以往少有。由此可见现行财政政策确实已成为众矢之的。现在印度经济骤然减速更印证了投资者之前对印度未来宏观经济稳定性的担忧。在这样的一种情况

下，双赤字很可能会成为印度新一轮危机的引爆点：因为市场信心的瓦解，政府赤字的融资成本将越来越高，如果赤字率再不降低，那么它对有限的私人投资的挤出效应会更加明显，而这时外资将因国内经济增长乏力加速外逃，外汇储备迅速枯竭，国际收支危机不可避免。

2、尽早开始第二轮经济改革将有助于提振市场信心。

削减赤字在经济困难时期尤为难行。一方面，经济增长放缓，政府征收的直接税必然减少；另一方面，为刺激经济政府需要加大支出，还需要向受困人群提供更多的补贴和救助。2012年8月才上任的财长奇丹巴拉姆就表示如不采取必要措施本财年印度的赤字率依然无法达到5.1%的预算目标，很可能在5.3%之上。但这并不是说印度政府在恢复市场信心方面就不能有所作为了。毕竟削减赤字本身不应该成为目的。赤字多高是高本来就无定论，在实践中，各国只以不影响市场信心为依据。换句话说，如果投资者能够恢复对印度市场的信心，那么无论从哪种意义上看，印度的财政问题都将迎刃而解。如此看来，印度政府该做的事不是太少而是太多了。

从财政方面看，政府目标应该落实在优化财政收支结构。除了削减支出外，印度还应尽早推进税收体制的改革以提高政府的税收能力。一直以来制定直接税法典和引入商品和服务税（GST）都是税制改革的两个最重要内容，它们的实施有助于在减轻企业税负的同时扩大税基，从而提高国家的税收收入。但是改革一拖再拖，直至国家的税收形势更趋恶化。新上任的财政部长奇丹巴拉姆近期已公开表示将在任期内落实这两项税收改革。另外，税收的目的是服务于经济增长，若更长远地说，是增加社会福利、造福于公民。而2011年印度拟出台《反避税总原则》却与此宗旨相违背。该法案拟赋予政府追溯1962年以来外商的避税行为。这一做法明显违反了国际惯例，已引起外国投资者的反感，一旦通过，势必会打击外商的投资热情。议会目前只是延期审议该草案。但如今各方已认识到最终出台《反避税总原则》必须体现出印度开放的市场经济的特征，而这正是当前罹患“投资饥渴症”的印度最需要向国内国外投资者证明的。

同时，适度开放金融行业，打通储蓄与投资之间的制度障碍，也将有助于降低目前赤字对私人投资的挤出效应。印度的赤字主要是通过债务融资，债务又以内债为主。日本可以保持很高的赤字率，是因为国内需求不足，私人储蓄率远高过私人投资率，政府的赤字对私人投资的挤出效应相对不明显；美国可以保持高的赤字率，是因为它拥有国际储备货币——美元，他国通过贸易辛苦积攒的美元或多或少都会回流美国变为它的投资。印度当前在赤字难以消除的情况下，要减少对私人投资的挤出效应，就必须消除投资障碍，鼓励所有来自国内外的投资。这也是印度赤字财政能够持续、并最终得以缓解的途径之一。印度的私人储蓄中，金融资产仅占一半，对金、银以及土地物质资产的储蓄占了另一半，这其中虽有文化因素的作用，但也与印度过度抑制金融发展有关。近期，印度就拟进一步放开了外资银行进入印度的限制，允许更多合格的外资银行进入印度开展业务。

考虑未来一两年内，印度的贸易条件有可能继续恶化：一是美元疲软不会改变，国际原油价格将会继续走坚；二是印度经济瓶颈难消，通胀水平将会7%上下浮动；三是美欧日的经济复苏依然缓慢，其他新兴经济体国家增长也已放缓，印度出口难有大的起色。在这种情况下，印度经常帐户赤字还将再创新高。如果印度不能加大经济开放力度，提高投资者信心，那么它的国际收支形势将日渐堪忧。现在，学界和业界又更多的人都开始站到了改革的一边。也许，大家都意识

到了，印度经济已经到了一个十字路口，或改革，经济继续实现高增长，或停滞，那么等来的很可能是一场危机。