

我国财政赤字的可持续性分析:2007—2009

戴 蕾¹,王叙果²,王 非¹

(1. 南京大学 经济学院,江苏 南京 210093;2. 南京审计学院 金融学院,江苏 南京 211815)

[摘要]根据政府的可偿付性约束理论,在分析财政赤字与经济增长、通货膨胀一致性的基础上估算我国的实际赤字水平和可持续赤字水平,对我国财政赤字的可持续性进行分析。结果发现,虽然2008年政府财政赤字是可持续的,但金融危机的影响导致了2009年财政赤字的上升,同时公众的预期通货膨胀率以及汇率的变动也会对未来财政赤字的可持续性产生影响。因此,若要保证未来年份政府财政赤字的可持续性,政府就应随着经济形势的好转适度减少财政赤字,同时合理引导公众预期,保持人民币汇率的相对稳定。

[关键词]财政赤字;可偿付性;经济增长;通货膨胀;可持续性

[中图分类号]F812.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2011)01-0098-07

一、引言

改革开放以来,我国财政在促进经济、社会发展的过程中发挥着举足轻重的作用,然而政府付出的代价却是连年财政赤字以及国债余额的迅速攀升。按国际统计口径计算,1999年—2008年财政赤字占GDP的比率(赤字比率)平均为1.5%,国债负担率由11.76%上升为16.57%。2008年9月后受全球金融危机的影响,国际经济形势急转直下。为了扭转国际经济形势对我国经济的不利影响,政府果断地实施了积极的财政政策,2009年安排中央财政赤字7500亿元,比上年增加了5700亿元。于是,人们开始担心,如此巨大的财政赤字规模以及连年财政赤字所带来的债务增加是否会引起财政风险?我国财政赤字是否是可持续的?本文试图对这两个问题进行分析和解答。

目前,研究财政赤字可持续的方法主要有三种:一是估计政府的可持续赤字水平,若是实际赤字水平小于可持续赤字水平,财政赤字就是可持续的。马拴友认为,可持续赤字水平取决于经济增长、出口依存度、出口增长、国内外通货膨胀等变量。他据此估算了1999年我国公共部门的可持续赤字水平,发现财政赤字是不可持续的^[1]。二是检验政府的发债行为是否符合非蓬齐博弈条件。只要政府的发债行为符合非蓬齐博弈条件,财政赤字就是可持续的。郭庆旺等人利用我国1979年—2002年的数据进行了分析,得出的结论是在此期间中国政府的财政路径是符合非蓬齐博弈条件的^[2]。三是计算自然债务负担率,也就是政府所能承受的最大债务负担。只要政府当前的债务负担率小于自然债务负担率,财政赤字就是可持续的^[3]。由于本文针对的是近三年的财政状况,而且第一种方法比较适合短期分析,因此本文将采用第一种方法分析财政赤字的可持续性。

不同的学者对可持续赤字水平进行估计的方法也有所不同。Domar认为保持债务负担率不变的赤字水平即为可持续赤字水平^[4]。Buiter对此进行了扩展,将保持公共部门资产净值不变的赤字水

[收稿日期]2010-02-02

[基金项目]中国博士后科学基金项目(20080441033),江苏省高校哲学社会科学研究项目(08SJB7900017)

[作者简介]戴蕾(1982—),女,湖南冷水江人,南京大学经济学院博士研究生,从事财政理论与政策研究;王叙果(1967—),女,安徽安庆人,南京审计学院金融学院教授,博士,南京大学经济学院博士后,从事国际金融理论与实务研究。

平视为可持续赤字水平^[5]。Anand、Wijnbergen、Budina 和阿根诺等人认为政府设定的经济增长和通货膨胀目标会对财政赤字的融资规模以及融资方式形成约束,即给定政府的经济目标,政府预算约束就决定了一个可持续的财政赤字水平,其中可持续的财政赤字水平是指与既定的经济增长和通货膨胀目标相对应的、可通过内部和外部债务弥补的财政赤字水平^[6-9]。因此,政府应该正确处理财政的可偿付能力与预期经济增长和通货膨胀目标之间的关系,在追求既定宏观经济目标的同时,努力使财政赤字水平与宏观经济目标保持一致,促进财政的可持续发展。本文将借鉴他们的研究方法,选定经济增长和通货膨胀目标,并据此估算政府的可持续赤字水平,考察我国财政赤字的可持续性。

本文的第二部分是根据政府的可偿付性理论构建一个联系财政赤字和通货膨胀、经济增长的理论模型;第三部分是以理论模型为基础估算我国政府的可持续赤字水平,并对我国财政赤字的可持续性进行经验分析;第四部分是研究结论。

二、财政赤字可偿付性约束的理论模型

政府财政赤字的融资渠道一般为发行国债、借入外债以及获得铸币税^①。由于我国政府不主张通过增加铸币税来为财政赤字融资,一些学者在建立我国政府财政赤字可偿付性约束方程时没有将铸币税包含在内^[12-13]。实际上,中央银行的公开市场操作行为会给政府带来一定数量的铸币税收入。据统计,我国政府每年所获得的铸币税收入占 GDP 的比重在众多国家中居于高位^②。因此,本文在建立政府可偿付性约束方程时加入了铸币税。

根据上述分析,政府的可偿付性约束方程^③可以写成:

$$P(g - \tau) + iB + i^*EF^* = \dot{B} + E\dot{F}^* + \dot{M} \quad (1)$$

(1) 式的左边表示政府财政赤字,为初级财政赤字 $P(g - \tau)$ 和内外债利息之和。其中, P 代表国内价格水平, g 为政府的财政支出, τ 指政府的财政收入, i 为国债利率, i^* 为外债利率, B 和 F^* 分别为国债和外债余额, E 为名义汇率, M 为基础货币的名义存量。该方程表明,政府的财政赤字可以通过发行国债、增加外债以及获得铸币税收入来进行融资。

将(1)式中的变量全部除以名义产出 P_y , 其中 y 为实际产出,得到:

$$\frac{(g - \tau)}{y} + \frac{iB}{P_y} + \frac{i^*EF^*}{P_y} = \frac{\dot{B}}{P_y} + \frac{E\dot{F}^*}{P_y} + \frac{\dot{M}}{P_y} \quad (2)$$

其中 $\frac{\dot{B}}{P_y} = \left(\frac{\dot{B}}{P_y}\right) + \pi b + nb$ (3)

$$\frac{E\dot{F}^*}{P_y} = \left(\frac{E\dot{F}^*}{P_y}\right) + \pi f^* + nf^* - \varepsilon f^* \quad (4)$$

$$\frac{\dot{M}}{P_y} = \frac{\dot{m}}{y} + \frac{\pi m}{y} \quad (5)$$

$\frac{\dot{M}}{P_y}$ 代表铸币税收入与实际产出的比例; π 和 n 分别为通货膨胀率和实际经济增长率; ε 表示汇率变化率; $b = \frac{B}{P_y}$, $f^* = \frac{EF^*}{P_y}$, $m = \frac{M}{P}$ 。将(3)、(4)、(5)式代入(2)式,整理后得到:

① 曾康霖认为铸币税是中央银行通过供给货币而取得的货币使用权,其量为基础货币的供给^[10]。在现代宏观经济学中,铸币税主要指中央银行通过直接和间接的方式购买国债或透支借款等向中央财政提供弥补预算赤字的资金^[11]。

② 学者们利用不同的方法得到的估计结果有所差异。谢平按照基础货币增量的算法,得出 1986 年—1993 年间我国政府每年得到的货币发行收入占 GDP 的比重平均为 5.4%^[14]; 易纲则得出 1978 年—1992 年真实铸币收入占 GDP 的比重平均为 3% 左右^[15]; 周立认为 1984 年—1996 年间除 1993 年和 1996 年达到 8.5% 外,其余年份的真实铸币收入占 GDP 比重为 5%—7%^[16]。但无论利用哪一种方法得出的结果都远远高于发达国家的平均水平 0.64%,也在很大程度上超出发展中国家的平均水平 1.4%—3%^[17]。

③ 由于我国实行严格的资本项目管制,政府很少通过减少外汇储备来对外债进行抵免^[18],所以本文在分析政府的可偿付性约束方程时,不考虑外汇储备的影响。

$$\frac{(g-\tau)}{y} + (i-\pi-n)b + (i^*-\pi-n+\varepsilon)f^* = \dot{b} + f^* + \frac{\dot{m}}{y} + \frac{\pi m}{y} \quad (6)$$

令 d_{bf} 表示内外债之和, 即 $d_{bf} = b + f^*$, 则(6)式可以转换为:

$$\frac{(g-\tau)}{y} + rd_{bf} + f^*(i^* + \varepsilon - i) - nd_{bf} = \dot{d}_{bf} + \left(\frac{\dot{m}}{y} + \frac{\pi m}{y}\right) \quad (7)$$

其中 $r = i - \pi$, r 为国债实际利率。(7)式表明初级财政赤字再加上由实际经济增长率、内外债利率以及汇率变化率所决定的现有债务的利息支付, 必须通过增加内外债和铸币税收入来进行弥补。也就是说, 我国的实际财政赤字可以用实际内外债和铸币税的增加额来表示。(7)式左边的 $rd_{bf} + f^*(i^* + \varepsilon - i)$ 表明上年的债务利息必须通过发行新债或增加铸币税来支付, 这会增大下一年的内外债和铸币税的融资量; nd_{bf} 则说明在其他条件给定时, 实际经济增长率 n 越高, 下一年 y 就越大, d_{bf} 就越小, 即所需要增加的实际内外债越少。此外, 在其他变量不变的情况下, r 和 n 的大小也决定了需要增加的内外债和铸币税的融资量, 若 $r > n$, 在其他变量不变的情况下, 所需弥补的财政赤字就会越来越大。当然, 在实际经济活动中, r 既可以高于 n , 也可以低于 n 。

由于预期经济增长和通货膨胀目标会对财政赤字的融资规模以及融资方式形成约束, 本文假设可持续的财政赤字水平由两部分组成:

一是同时实现通货膨胀和经济增长两个目标的情况下所获得的铸币税收入。 π_e 和 n_e 分别表示通货膨胀和经济增长目标, 即:

$$\frac{\dot{M}}{Py} = \frac{n_e m + \pi_e m}{y} \quad (8)$$

二是在满足内外债与产出比例不变^①的条件下所增加的内外债之和, 即 $\dot{d}_{bf} = 0$, 将其展开可得:

$$\left(\frac{\dot{B}}{P}\right)/y + \left(\frac{E\dot{F}^*}{P}\right)/y = n_e b + n_e f^* \quad (9)$$

因此, 政府财政赤字可持续的条件为:

$$\left(\frac{\dot{B}}{P}\right)/y + \left(\frac{E\dot{F}^*}{P}\right)/y + \frac{nm + \pi m}{y} \leq n_e b + n_e f^* + \frac{n_e m + \pi_e m}{y} \quad (10)$$

(10)式体现了财政赤字与通货膨胀、经济增长目标之间的关系。(10)式左边代表政府的实际赤字水平, 右边则是预期经济增长和通货膨胀目标所决定的可持续赤字水平。若实际赤字水平大于可持续赤字水平, 则会使实际经济增长率和通货膨胀率与预期目标产生偏离, 此时的财政赤字是不可持续的, 就必须调整财政政策或是放弃既定的经济增长和通货膨胀目标; 若实际赤字水平小于或等于可持续赤字水平, 则表明此时的财政赤字仍有扩张的空间, 财政赤字是可持续的。

三、我国财政赤字可持续性的经验分析

(一) 货币需求函数的建立

从(10)式可以看出, 政府的可持续赤字水平由预期经济增长和通货膨胀目标所决定的内外债增加额和铸币税收入组成。而铸币税收入的计算需要获得我国的实际货币需求 m 与实际产出 y 的比值。为了准确度量我国的铸币税收入, 本文根据 Anand 和 Wijnbergen, Wijnbergen 和 Budina 在估计铸币税时构建的货币需求函数的方法^[6-8], 选取实际货币需求与实际产出之比 m_t/y_t 为因变量, 预期通货膨胀率 π_{et} 、利率 R_t 为自变量, 其中 m_t 为实际货币需求, y_t 为实际产出。计量模型如下:

$$\ln m_t/y_t = a_1 + a_2 \ln(1 + \pi_{et}) + a_3 \ln R_t \quad (11)$$

本文实证分析的样本为 1994 年第一季度至 2008 年第四季度的数据。样本数据来自中经网产业

^①以往研究外债与经济增长关系的文献指出, 外债余额的增长速度不得高于 GDP 的增长率^[12]。

数据库以及《中国统计年鉴》(1995—2008)。根据上述理论模型中对M的定义,M等于公众持有货币加商业银行货币储备,因此货币口径选取广义货币M1。多数针对发展中国家传统货币需求函数的研究表明,用实际通货膨胀率代替预期通货膨胀率,并以消费品价格指数来度量实际通货膨胀率,实证结果往往是非常显著的^[9]。因此,本文也使用实际通货膨胀率代替预期通货膨胀率。国内相关文献使用的利率主要有活期存款利率和银行一年期定期存款利率^①,本文选择银行一年期定期存款利率作为货币需求的机会成本变量。

由于实证分析的样本是季度数据,本文首先对相关数据进行季节调整。由于经济变量多具有非平稳性的特征,为了真实地反映上述变量之间的关系,本文对这些变量的时间序列平稳性进行检验,在检验过程中根据各变量时间序列的折线图确定截距和时间趋势的有无,而最佳滞后后期则以AIC准则确定。检验结果见表1。

表1 单位根检验结果

变量	截距	时间趋势	滞后阶数	ADF值	1%临界值
$D(\ln m/y)$	有	有	2	-8.54	-4.12
$D(\ln(1 + \pi_e))$	有	无	2	-3.68	-3.55
$D(\ln R)$	有	无	2	-3.89	-3.54

从表1可以看出,所有变量都是一阶平稳的。本文用Johansen极大似然法检验各个变量之间是否存在协整关系。在AIC信息准则和SC准则基础上,本文选择的滞后期为2,协整检验的结果见表2。迹检验和最大特征值检验结果表明,VAR系统的变量之间至少存在一个协整关系。这说明M1与GDP之比、实际通货膨胀率和银行一年期定期存款利率之间存在着长期均衡关系。

表2 Johansen协整检验结果

零假设	特征值	迹检验		最大特征值检验	
		Trace	5%临界值	$\lambda - \max$	5%临界值
$r \leq 0$	0.36	49.88*	35.19	25.66*	22.30
$r \leq 1$	0.28	24.22*	20.26	18.36*	15.89
$r \leq 2$	0.10	5.86	9.16	5.85	9.16

注:r表示协整向量的个数,*表示在5%的显著性水平下拒绝零假设。

本文对协整向量作正则化处理,其对应的协整关系为:

$$\ln m/y = 0.653479 + 0.886085 \ln(1 + \pi_e) - 0.290645 \ln R \quad (12)$$

(0.05643) (0.13268) (0.01821)

括号中的数字表示各个系数的标准差。根据(12)式,给定预期通货膨胀目标以及银行一年期定期存款利率,就能得到相应的 m/y 的比值,将此比值再加上预期经济增长和通货膨胀目标值代入(8)式,即可得到铸币税收入值。

(二) 财政赤字的可持续性分析

本文先根据(10)式左边所表达的政府实际财政赤字衡量方式,从财政赤字的融资角度估算我国的实际赤字水平。

表3是根据财政赤字融资途径计算的我国2007年—2009年(1月至9月)实际赤字水平(见下页),其中包括实际国债余额变化、铸币税以及实际外债余额变化。对于国内融资而言,2009年(1月至9月)和2007年的实际赤字水平都远远超过2008年的实际赤字水平。其中,2008年铸币税仅为4.54%;而2007年由于发行货币较多,铸币税占到GDP的10.31%,几乎为2008年的2倍;2009年在金融危机的影响下,为了刺激经济,我国政府采取了较为宽松的货币政策,因此当年1月至9月政府所得铸币税收入高达16.3%。2007年国债发行激增,为2006年的2.5倍,实际国债余额变化达到6.72%;而2008年实际国债余额变化仅为0.34%;2009年1月至9月实际国债余额在2008年的基础上又增加了3.47个百分点。在国外融资方面,1994年以来我国外债一直保持年均10.7%的增速,

①选择何种利率必须考虑货币的机会成本。对M1而言,活期存款利率和定期存款利率都可能成为其机会成本。

而 2008 年由于金融危机的影响,外债增长率只有 0.3%;2009 年的外债增长率更是负值,再加上近两年人民币升值较快,2007 年和 2008 年的实际外债余额变化仅有 1.5% 和 0.02%。正是因为国内外融资方面存在较大的差距,2007 年的实际赤字水平远高于 2008 年,为 18.53%;2009 年仅 1 月至 9 月实际赤字水平就已高出 2007 年的 0.8 个百分点。

然后,本文再根据(10)式右边估算我国的可持续赤字水平。在表 4 中,本文选择 2007 年—2009 年政府工作报告中制定的预期实际经济增长率和通货膨胀率以及各年度实际银行一年期定期存款利率作为测算可持续赤字水平的基本比率。根据(8)、(9)、(12)式的计算,2007 年—2009 年我国的可持续赤字水

表 3 2007 年—2009 年我国实际赤字水平 单位:%

融资来源	2007 年	2008 年	2009 年(1—9 月)
实际国债余额变化	6.72	0.34	3.47
国内融资			
铸币税	10.31	4.54	16.3
总额	17.03	4.88	19.77
国外融资			
实际外债余额变化	1.5	0.02	-0.44
总额	1.5	0.02	-0.44
实际赤字水平	18.53	4.91	19.33

平分别为 4.55%、6.54% 和 5.88%。对比表 3 中的实际赤字水平,2007 年的实际赤字水平比可持续赤字水平要高出 13.98 个百分点,2008 年的可持续赤字

注:表中数据都是与当年 GDP 的比率。此外,因为本文计算的是名义铸币税,所以其中包含了通货膨胀税。表中数据根据中经网产业数据库、《中国统计年鉴》(2008)、《中国金融年鉴》(2005~2008)整理计算所得。

水平高于实际赤字水平,存在 1.63% 的赤字增长空间。这主要是由于当年政府调整了财政政策,减少了内外债的增长速度,所得铸币税收入也有所下降,从而使财政的可承受能力与经济增长、通货膨胀目标保持一致。2009 年仅 1 月至 9 月的实际赤字水平就高于可持续赤字水平。

对于表 4 中的最后一列,本文选择 1994 年—2008 年的年均经济增长率、通货膨胀率以及银行一年期定期存款利率作为基本比率。在新的预期指标数据下,2008 年和 2009 年尽管实际经济增长率较高,促使可增加的国债和外债余额要高于 2007 年,但是由于银行一年期定期存款利率的提高和通货膨胀率的下降,政府能获得

表 4 2007 年—2009 年我国可持续赤字水平 单位:%

融资来源	n = 8%, π = 3%, R = 3.3%				n = 8%, π = 4.8%, R = 3.8%				n = 8%, π = 4%, R = 2.25%				n = 9.7%, π = 3.2%, R = 4.5%			
	2007 年	2008 年	2009 年	2007 年	2008 年	2009 年	2007 年	2008 年	2009 年	2007 年	2008 年	2009 年	2007 年	2008 年	2009 年	
国内融资																
实际国债余额变化	1.1	1.4	1.23	1.31	1.67	1.46	1.31	1.67	1.46	1.31	1.67	1.46	1.31	1.67	1.46	
铸币税	2.55	4.32	4.01	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	
总额	3.65	5.72	5.24	4.2	4.57	4.36	4.2	4.57	4.36	4.2	4.57	4.36	4.2	4.57	4.36	
国外融资																
实际外债余额变化	0.9	0.82	0.64	1.07	1.07	0.77	1.07	1.07	0.77	1.07	1.07	0.77	1.07	1.07	0.77	
总额	0.9	0.82	0.64	1.07	1.07	0.77	1.07	1.07	0.77	1.07	1.07	0.77	1.07	1.07	0.77	
可持续赤字水平	4.55	6.54	5.88	5.28	5.64	5.12	5.28	5.64	5.12	5.28	5.64	5.12	5.28	5.64	5.12	

的铸币税收入相应减少。因此,总的来看,均值指标下政府的可持续赤字水平降低了,这使 2008 年仍然存在 0.73% 的赤字增长空间。2007 年正好相反,不仅内外债余额的增加值上升了,而且通货膨胀率的提高所带来的铸币税收入有所增加,因此 2007 年的可持续赤字水平反而增加了 1.33 个百分点,但财政赤字仍然是不可持续的。

一般来说,面对实际赤字水平和可持续赤字水平之间的差额,政府若是选择推迟财政调整,即不减少当前过多的赤字可能导致的债务累积,则必然会增加以后年度需要调整的赤字差额。假定我国国债的实际利率为 9%,第一年政府需要减少 13.98% 的赤字,若政府推迟财政调整,则第二年与第六年债务累积的变化并不明显。这主要是因为国债实际利率和我国的实际经济增长率相差不大。也就是说,若 $r > n$,而在其他变量不变的情况下,需要调整的差额赤字就会很大;相反,若 $r < n$,一方面较

高的实际经济增长率会产生更多的铸币税收入,另一方面随着时间的流逝,推迟财政调整的影响也会逐渐减少。本文根据近几年的国债发行额以及各期发行利率计算了2004年—2008年国债的加权平均实际利率,大约在-1.4%—1.3%之间,如果加上历年发行的尚未偿还的国债,可能在3%—6%之间。由此可见,近几年我国国债的实际利率基本上小于实际经济增长率,因此未调整的差额赤字会使将来的财政调整压力逐渐减轻。但是,若是以后年份的国债实际发行利率上升则会对我国的财政调整带来不利的影响。

在财政赤字可持续性的分析中,汇率变动也是不可忽略的影响因素。汇率的变动不仅会影响我国外债的还本付息,也会影响外债的融资额,从而对差额赤字产生影响。

表5显示了在其他条件一定的情况下,不同的名义汇率变化率对差额赤字产生不同的影响。汇率的贬值程度越高,要求减少的差额赤字就越大,会对财政赤字的可持续性带来

不利影响,并且与较低的通货膨胀率相比,较高的通货膨胀率能使政府获得更多的铸币税收入,一定程度上弥补了汇率贬值导致的外债本息的增加额。另外,从表5可见,汇率变化对2007年差额赤字的影响要大于2008年。这主要是因为2007年外债余额增加了506.3亿美元,而2008年仅增加了10.42亿美元。当然,从2001年至2008年我国人民币实际汇率年均升值0.676%,所以实际经济中汇率的变化不会对财政赤字的可持续性产生影响,而人民币的升值反而会缓解我国外债偿还的压力。

四、结论

本文在构建我国经济增长、通货膨胀与财政赤字一致性的理论模型基础上,首先从财政赤字融资角度估算我国的实际赤字水平,然后估算了预期经济增长和通货膨胀目标所决定的可持续赤字水平,进而分析了我国政府财政赤字的可持续状态。

本文的结论是:第一,经济增长和通货膨胀目标的选择会对财政赤字的可持续性产生影响。较高的经济增长率会放松对内外债和铸币税融资的约束,可以增加更多的内外债和铸币税融资量,从而增加可持续赤字水平;而较低的通货膨胀率则会减少铸币税收入,从而降低可持续赤字水平。第二,经济增长率和国债实际利率的大小会影响未来财政的可偿付能力。若经济增长率高于国债实际利率,即使当前出现差额赤字,对将来财政赤字可持续性的影响则会越来越小;若经济增长率小于国债实际利率,则会增加需要调整的差额赤字,还会增加政府未来的债务负担。第三,汇率变化也是影响财政赤字可持续性的重要因素。如果人民币贬值,需要偿付的外债本息额就会增加,从而导致差额赤字的增加。

虽然2007年的实际赤字水平过高,但2008年政府调整了财政政策,再加上9%的实际经济增长率,2008年不仅没有产生差额赤字,而且还有一定的赤字扩展空间。从现阶段来看,由于金融危机的冲击并未完全消失,政府不可避免地要采取财政赤字政策,这使得2009年1月至9月我国的实际赤字水平大幅度提升。因此,若要保证将来政府财政赤字的可持续性,在经济形势好转(保持经济持续增长)的情况下,政府则要适度减少财政赤字。另外,政府一方面可以适当提高公众对通货膨胀的预期以增加其实际货币需求,从而增加铸币税收入;另一方面,通过人民币的升值以缓解外债偿还压力,降低财政赤字水平。

表5 汇率变化对差额赤字的影响 单位:%

差额赤字	2007			2008		
	$\varepsilon = 5\%$	$\varepsilon = 0$	$\varepsilon = -4.6\%$	$\varepsilon = 5\%$	$\varepsilon = 0$	$\varepsilon = -8.7\%$
$\pi = 3.2\%$	13.4	13.32	13.25	-0.73	-0.732	-0.734
$\pi = 4.5\%$	11.98	11.9	11.83	-2.145	-2.146	-2.148

注:上表假设实际经济增长率为9.7%,银行一年期定期存款利率为4.5%,实际内外债余额与实际产出的比例保持不变。另外, $\varepsilon = -4.6\%$ 和 $\varepsilon = -8.7\%$ 分别为2007年和2008年的实际名义汇率变化率。数据根据中经网产业数据库、《中国统计年鉴》(2008)、《中国金融年鉴》(2005~2008)等整理计算所得。

参考文献:

- [1]马拴友. 中国公共部门债务和赤字的可持续性分析——兼评积极财政政策的不可持续性及其冲击[J]. 经济研究,2001(8):15-24.
- [2]郭庆旺,吕冰洋,何乘才. 我国的财政赤字过大吗[J]. 财贸经济,2003(8):37-41.
- [3]王晓霞. 财政可持续性研究述评[J]. 中央财经大学学报,2007(11):23-27.
- [4]Domar E D. The burden of debt and the national income [J]. American Economic Review, 1944, 34(4): 798-827.
- [5]Buiter W H, Persson T, Minford P. A guide to public sector debt and deficits [J]. Economic Policy, 1985, 1(1): 14-79.
- [6]Anand R, Wijnbergen S V. Inflation and the financing of government expenditure: an introductory analysis with an application to Turkey [J]. World Bank Economic Review, 1989, 3(1): 17-38.
- [7]Anand R, Wijnbergen S V. Inflation, external debt, and financial sector reform: a quantitative approach to consistent fiscal policy with an application to Turkey [R]. Working Paper 2731, 1988.
- [8]Wijnbergen S V, Budina N. Inflation stabilization, fiscal deficits, and public debt management in Poland [J]. Journal of Comparative Economics, 2001, 29(2): 293-309.
- [9]阿根诺 P L,蒙蒂尔 P J. 发展宏观经济学[M]. 北京:北京大学出版社, 2004:120-137.
- [10]曾康霖. 央行铸币税与财政赤字弥补[J]. 金融研究,2002(9):1-6.
- [11]王利民,左大培. 关于预算赤字、铸币税和货币扩张通货膨胀税的关系[J]. 经济研究,1999(8):32-34.
- [12]郭庆旺,赵志耘. 中国财政赤字的规模与作用[J]. 经济理论与经济管理,2002(2):35-41.
- [13]周茂荣,骆传朋. 我国财政可持续性的实证研究——基于1952~2006年数据的时间序列分析[J]. 数量经济技术经济研究,2007(11):47-55.
- [14]谢平. 中国转轨经济中的通货膨胀和货币控制[J]. 金融研究,1994(10):12-16.
- [15]易纲. 中国的货币、银行和金融市场[M]. 上海:上海人民出版社. 1996.
- [16]周立. 改革期间中国金融业“第二财政”与金融分割[J]. 世界经济,2003(6):72-79.
- [17]吴汉洪,崔永. 中国的铸币税与通货膨胀:1952—2004[J]. 经济研究,2006(9):27-38.
- [18]洪源,罗宏斌. 财政赤字的通货膨胀风险——理论诠释与中国的实证研究[J]. 财经研究,2007(4):85-95.

[责任编辑:陆惠敏]

An Analysis of Sustainability of Financial Deficit in China: 2007—2009

DAI Lei¹, WANG Xuguo², WANG Fei¹

(1. School of Economics, Nanjing University, Nanjing 210093, China ;

2. School of Finance, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China)

Abstract: According to government solvent theory, we first analyses the consistency of financial deficit with economic growth and inflation, and estimate the actual and the sustainable deficit in China based on the above-mentioned theory; then we discuss the sustainability of financial deficit in China. We find that the financial deficit was sustainable in 2008, but the financial crisis has led to the rising of financial deficit in 2009. Therefore, the government should moderately reduce the financial deficit in future to maintain a relative stability of RMB exchange rate, and at the same time, correctly lead people to a better public expectation with the state of business change for better.

Key Words: financial deficit; solvent; economic growth; inflation; sustainability