

文章编号: 1673-3851 (2014) 05-0359-09

双赤字假说:文献综述与评论

张少华

(浙江理工大学经济管理学院, 杭州 310018)

摘要: 在国际宏观经济学研究领域,“双赤字”是指财政赤字与经常项目赤字的伴生现象。20世纪80年代,学者们基于美国出现的财政赤字与经常项目赤字联动现象,提出“双赤字假说”。文章系统分析了“双赤字假说”产生的时代背景、理论价值与政策含义,然后分别从理论与实证研究方面对相关重要文献进行了综述,最后对双赤字关系引发的四种理论假设进行了归纳和总结。对进一步开展该领域研究以及思考开放条件下的宏观经济政策有着重要参考价值。

关键词: 双赤字假说; 双重分叉假说; 李嘉图等价; 财政整顿; 经济管理

中图分类号: F11-0

文献标志码: A

近几年来,“双赤字”(特指财政赤字与经常项目赤字的伴生现象)话题重新回到学界与政界的视野。这场争论最初起源于20世纪80年代。当时,里根政府为解决经济滞胀问题,实行了美国历史上最大规模的减税计划,在减税的同时,里根政府还紧缩社会福利规模并帮助私人 and 地方扩大经营规模。经过一系列改革,政府干预经济的作用大大下降,改革为应付经济滞胀发挥了积极作用,采取的一系列经济政策对西欧和日本也产生了不可忽视的影响。但是,这场改革最大的后遗症就是为美国留下高财政赤字、高经常项目赤字的新问题。后来,学术界将20世纪80年代,出现在美国大规模的财政赤字与经常项目赤字伴生现象,称为“双赤字”现象。

为解释“双赤字”现象,经济学家们将美国经济外部失衡的原因归结于政府的大规模财政赤字,认为政府大规模举债,引起美元大幅度的升值,进而导致美国经济外部失衡,即经常项目出现逆差。学术界由此将财政赤字与经常项目赤字之间的这种因果关系称之为“双赤字假说”(twin deficit hypothe-

sis)。时任里根总统顾问经济委员会的主席,马丁·费尔德斯坦(Martin Feldstein)率先提出了“双赤字假说”这个术语,并且预测美国最终将丧失其最大债权国地位。

“双赤字”现象不仅仅发生在美国。无独有偶,20世纪90年代初期,在欧洲,德国和瑞典也出现了同样的问题,这些国家的财政赤字上升也带来本币升值,最终导致经常项目赤字。发展中国家也不能例外。东亚和拉美许多国家在20世纪80年代和90年代均出现了财政赤字与经常项目赤字并存的现象。Laney^[1]甚至声称发展中国家的双赤字效应更明显。

近年来,欧洲的几个经济体(葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙)都经历了财政账户与经常项目的严重恶化。在这些国家,由于政府不能稳定其公共债务比率,并偿还债务,最终累积了巨额债务,导致个别国家破产。“双赤字”现象与当前的全球经济危机,重新点燃了学术界对财政赤字与经常项目赤字之间因果关系的探讨,以至于学术界、政策界以及新闻媒体惊呼“双赤字回来了”!

收稿日期: 2014-05-04

基金项目: 国家社科基金青年项目(12CJL055),教育部人文社会科学研究青年基金项目(11YJC790281),浙江省自然科学基金面上一般项目(LY13G030040),浙江省一般软科学研究项目(2012C35059);浙江省高校人文社会科学重点研究基地浙江理工大学应用经济学基地资助项目(2013YJZD04)

作者简介: 张少华(1975—),男,山西阳城人,副教授,主要从事经常项目失衡、生产率分析,财政金融等方面的研究。

一、“双赤字假说”的重要性

(一)理论价值

“双赤字假说”最直接的理论依据是国民收入恒等式。根据国民收入恒等式:一个国家的贸易顺差正好等于财政盈余和私人净储蓄之和,如果假定私人净储蓄保持不变,贸易顺差和财政盈余同时发生,贸易赤字和财政赤字同时发生,“双赤字假说”成立。但是国民收入恒等式毕竟是一条恒等式,体现的是财政赤字与经常项目赤字之间的相关性,并不能为“双赤字假说”提供更加合理的理论解释。

20世纪60年代,开放经济宏观经济学最重要的贡献之一就是蒙代尔-弗莱明模型(Mundell Fleming model),根据该模型,在资本自由流动的情况下,扩张性财政政策很大程度上转变为经常项目赤字。但是在蒙代尔-弗莱明模型出现之前,传统的凯恩斯模型则强调扩张性财政政策对国内投资的挤出效应,进而导致经常项目逆差。扩张性财政政策究竟导致经常项目顺差还是经常项目赤字,在20世纪70年代后期受到了挑战。理论方面,Barro^[2-3]的李嘉图等价(Ricardian equivalence)或债务中性假说(Debt neutrality hypothesis)认为,增加财政赤字产生的经济效应被私人储蓄的上升所抵消,最终国民总储蓄不变,财政赤字的增加既不会对投资也不会对经常项目产生影响。实证方面,Feldstein等^[4]认为,由于资本流动的程度并不像蒙代尔-弗莱明模型中假设的那么高,因此,国民储蓄的下降很大程度上被国民投资下降所反映,最终根本没必要从国外融资,即不会出现经常项目赤字。

总之,“双赤字假说”存在三种理论上的解释:a)根据蒙代尔-弗莱明模型,一国财政赤字增加会引起该国利率上升,利率上升导致外国资本内流,进而导致本国汇率升值和经常项目赤字;b)根据凯恩斯的吸收理论,增加财政赤字意味着总需求的扩张,这样会导致进口增加和经常项目恶化。但是这些传统理论观点受到了李嘉图等价定理的挑战;c)李嘉图等价定理意味着,在给定的支出路径上,债务对税收的替代效应导致财政赤字对总需求没有产生影响,从而对利率、汇率以及经常项目没有影响。总之,李嘉图等价表明增税可以降低财政赤字,但对经常项目赤字没有影响。20世纪80年代的里根政府改革,正好为检验这三个命题提供了一个绝佳的机会。当时,在里根经济政策影响下,大规模的减税和支出产生了二战以来最大规模的经常项目赤字。然而,并

不像李嘉图等价预测的那样,减税产生的政府财政赤字的上升,并没有同时引起私人储蓄上升,从而抵消这种效应。事实上,80年代的国民储蓄大大下降了。但是随之而来的问题是,哪一个部门被挤出了,投资部门还是贸易部门?

幸运的是,80年代三个经济特征让蒙代尔-弗莱明模型再次接受了严谨的检验。第一,美元是浮动的;第二,没有控制资本账户;第三也是最重要的,美联储在80年代采取了反通胀的货币政策立场。而蒙代尔-弗莱明模型要求扩张性财政政策实施的同时,并不伴随着扩张性的货币政策。那么国民储蓄的下降究竟挤出了哪一个部门?美国数据表明,国民储蓄的下降有一半多体现在经常项目上,不到一半体现在国内投资上。从这个角度来说,蒙代尔-弗莱明模型经受住了考验。并且,挤出的渠道也如蒙代尔-弗莱明模型预测的那样,实际利率上升、资本流入以及汇率升值。

虽然李嘉图等价没有经过检验,但是其毕竟开辟了学者们的研究视野。“双赤字假说”就是李嘉图等价的国际版,在今后还将不断接受学者们的再检验。当然,财政赤字与经常项目之间的还存在其他因果联系。具体而言,除了“双赤字假说”所强调的财政赤字到经常项目赤字的单向因果关系,至少还存在其他两种可能:一种是从经常项目赤字到财政赤字的单向因果关系。发生该情形的经济学逻辑是,经常项目恶化导致经济增长乏力,进而引致财政赤字。这种反向因果关系同样存在于政府将平衡经常项目作为一个重要政策目标下的情形。换言之,如果政府以经常项目平衡为目标,政府就趋向于采用财政赤字工具来实现这一目标。Summers^[5]将经常项目赤字到财政赤字的反向因果关系称之为“经常项目目标制假说”(current account targeting hypothesis)。另一种就是财政赤字与经常项目赤字之间可能存在双向因果关系。

总之,“双赤字”现象与“双赤字假说”可谓“生逢其时”,不仅为20世纪60、70年代出现的几个重要宏观经济理论提供了真正意义上的实证检验,而且引发了学者们对双赤字关系的多方向思考与研究。

(二)政策意义

根据“双赤字假说”,当一国政府通过减税增加其预算赤字时,国内居民会利用这种意外增加的收入来提高消费水平,国民储蓄随之下降。国民储蓄下降要求该国要么从国外借债,要么缩减国外债权,

除非其通过降低国内投资以抵消国民储蓄下降的影响,否则一定会导致一国经常项目恶化。因此,“双赤字假说”的政策含义非常明显。如果存在财政赤字到经常项目赤字之间的因果链条,那么纠正一国经济的外部失衡的有效政策举措就是通过增加税收来降低财政赤字,即实施所谓的财政整顿(fiscal consolidation)方案。因此,“双赤字假说”对宏观管理当局的迷人之处在于,既然政府预算赤字对经常项目的影响是同方向的,那么在美国进行财政整顿就是降低这个国家大规模经常项目赤字的根本措施。在一个各国宏观经济高度依存的全球化时代,财政赤字的长期经济后果不仅涉及单个国家,其在多个经济体之间产生的溢出效应也更加复杂,主要是通过全球经常账户失衡体现出来。因此,上述逻辑意味着在几个较大的财政赤字国家进行财政整顿可以很大程度上解决这次全球经济失衡。

(三)现实挑战

尽管“双赤字”现象在许多国家的不同时期都出现过,有着清晰的理论依据,也为大量实证研究所证实。然而,在过去30年,即使在美国,财政赤字与经常项目的演变,并没有提供一个清晰一致的线条。具体来说,财政赤字与经常项目的演变存在三个很明显的发展阶段。首先,在20世纪80年代中期,经常项目赤字和财政赤字达到创纪录的高点。其次,相比之下,20世纪90年代提供了一个“双赤字”关系的反例。尤其是到90年代后期,在美国,出现了大规模的经常项目赤字和联邦财政盈余共存的现象。“双赤字假说”也因此受到现实挑战。Kim等^[6]采用美国数据来检验“双赤字假说”,研究发现财政账户恶化时,经常项目却得到改善而不是恶化的现象,因此提出了“双重分叉假说(twin divergence hypothesis)”。最后,进入21世纪,目睹了美国财政状况急剧恶化与经常账户头寸持续降低再次刷新了历史记录,“双赤字”现象再次吸引了世人的眼球。“双赤字”关系的不稳定性也随之引入学界更加深入与广泛的争论。

(四)中国意义

进入20世纪90年代中期以来,随着外商直接投资的大量进入,以及中国加入经济全球化的步伐加快,中国在国际收支上出现“双顺差”现象,而同时在财政账户上出现财政盈余。这种经济现象可以说是“双赤字”现象的反面,由此,美国著名经济学家将中美这种互为镜像的经济关系称之为“恐怖的全球平衡”。现在的关键问题是,进入21世纪以来,中国

无论是在出口上,还是在财政支出上,都面临着巨大的压力,也就是说,中国在未来十几年内,很有可能由“双盈余”转入“双赤字”。这种转变对中国经济会造成多大,何种影响,政策界和学术界要提前预判和研究,不同状态下的宏观经济调控如何实施更是对决策层提出了新的挑战。

二、文献综述

“双赤字假说”引发了大量实证和理论研究,实证研究方面,学者们主要采用三种方法进行检验:基于VAR的简约模型;回归分析(通常是设定对经常项目进行回归的方程来检验)以及事件研究法。理论研究方面,从早期的商业周期模型到最近流行的动态随机一般均衡模型(dynamic stochastic general equilibrium model, DSGE)都有。本文下面主要按照研究的先后顺序来综述,这样不仅可以梳理“双赤字假说”产生背景、研究发展过程,而且可以帮助后续研究者们快速掌握本领域文献。

(一)实证研究

Summers^[7]和Bernheim^[8]对“双赤字假说”研究相对较早。Summers^[7]认为,如果全球资本市场高度一体化和李嘉图等价不成立,那么增加预算赤字一定会导致经常账户赤字。Bernheim^[8]做了一个美国经常项目赤字对政府预算赤字的回归,在控制了商业周期的影响之后,发现两者之间相关性只有0.33。加拿大、英国和德国的样本分析也得出类似大小的相关系数。然而Miller等^[9]通过协整分析却没有发现支持“双赤字假说”的证据。Feldstein^[10]认为,20世纪80年代初出现的全球经济失衡与美国经济长期存在的“双赤字”现象密切相关。他进一步指出“双赤字假说”除了用国民收入恒等式解释之外,还存在一条通过汇率传导的间接机制。即根据蒙代尔-弗莱明模型,在浮动汇率制度下,财政赤字增加会引起利率的提高,从而导致资本内流和实际汇率升值,实际汇率的升值使出口减少和进口增加,贸易收支恶化。

Normandin^[11]借助Blanchard^[12]模型考察减税产生的财政赤字增加对经常项目赤字的影响,发现人口出生率和财政赤字的随机特性都会对经常项目赤字产生重要影响。出生率越高,经常项目赤字越大,因为提高出生率意味着税收负担向未来转嫁,而这会增加当前私人消费,进而提高经常项目赤字。只有在出生率等于零这种极端情形下,李嘉图等价成立,即财政赤字与经常项目赤字没有任何关系。

同时,政府的财政赤字越持久,对经常项目赤字的影响越大。Chinn 等^[13]借助发达国家和发展中国家在 1971—1995 年的数据样本,研究发现,实证研究的设定不同,估计结果不同;面板样本的设置不同,估计结果也不同,但是这些估计系数一般较低,在 0.08~0.4 之间。

然而, Kim 等^[6]研究表明美国并不存在“双赤字”现象,而是出现财政账户恶化时,经常项目却得到改善的现象。Bussiere 等^[14]研究发现,生产率变化对美国的经常项目失衡起着决定性作用,不支持“双赤字假说”,估计的双赤字效应小于 10%,甚至可以忽略。Corsetti 等^[15]则在理论模型中证明“双赤字假说”的成立与财政冲击的持久性与一国经济的开放度有关,并检验了“双赤字假说”在美国、英国、加拿大和澳大利亚的适用性,发现在相对封闭的经济体或者如果财政冲击不够持久,那么扩张性财政政策对经常项目没有影响;在美国、澳大利亚这种相对封闭(相比英国和加拿大)的国家,财政冲击的外部效应相当有限,即双赤字效应在相对封闭的国家比较小,从而支持“双重分叉假说”。Monacelli 等^[16]同样采用美国、英国、加拿大和澳大利亚数据,运用 Blanchard 等^[17]开创的 SVAR 方法来分析,发现财政冲击造成实际汇率贬值,经常项目恶化,结论支持“双赤字假说”,并且他们认为,是由于 Kim 等^[6]在研究方法上的四种缺陷造成这种研究结论上的差异:a) Kim 等^[6]的 VAR 模型中的变量都是相对量,而这种设定会忽略 GDP 对预算赤字的自稳定反应,正是这种对财政变量的比例式设定,才会产生财政赤字与经常项目赤字之间的“伪相关”;b) Kim 等^[6]的 VAR 模型采用通常的 Cholesky 分解,而 Cholesky 分解并不适合设定结构性的财政冲击,因此导致研究偏误;c)在 VAR 模型中同时引入政府支出和政府收入变量是重要的;d)作为内生变量的 GDP 不应该去做财政变量的分母。Baharumshah 等^[18]检验了“双赤字假说”在印度尼西亚、马来西亚、泰国和菲律宾的适用性。研究发现,确实存在财政赤字和经常项目赤字之间的长期关系。但是,在泰国存在财政赤字到经常项目赤字的单向因果关系,印度尼西亚存在反向因果关系,而马来西亚和菲律宾则存在双向因果关系。

自从 Glick 等^[19]的开创性工作以来,生产率冲击就被认为是经常项目变动的重要推动力:在他们的研究框架下,国家特定的生产率冲击对经常项目产生负面影响,而全球生产力的冲击不会产生任何

重大的影响。以至于有的学者认为,在不同的时间这两种因素(特定国家的生产率冲击与财政赤字)似乎是美国经常项目赤字的主要决定因素。从政策角度来看,评估这两种因素对美国经常项目赤字决定的相对重要性,是至关重要的。鉴于此。Bussiere 等^[14]研究了生产率冲击和财政赤字冲击对经常项目赤字的相对重要性,研究结果表明生产率冲击对美国的经常项目失衡起着决定性作用,与此相反,研究证据不支持“双赤字假说”,估计的双赤字效应小于 10%,甚至可以忽略。

后来,有的学者对“双赤字假说”的检验通过检验财政政策与储蓄的关系来实现。这是因为,根据凯恩斯理论,减税在增加个人可支配收入和消费的同时,降低了国民储蓄,而国民储蓄下降对投资以及经常项目的影响与这个国家的开放程度有关。在资本管制严格的国家,由于居民无法从国外借债以保持较高的投资水平,因此国民储蓄的下降必然伴随着国内投资水平的同比例下降,最终财政扩张挤出了国内投资,通常通过抬高国内利率水平来挤出投资。而在开放国家,可以向国际市场借债,以保持稳定的国内投资水平,国内利率水平也不必上升,在这种情形下,国民储蓄的下降导致经常项目赤字的上升,“双赤字”现象出现。而根据李嘉图等价,居民预期政府通过发行公债的减税政策,最终要靠将来高税收来偿还,为了应付将来高税收,居民会自动提前增加私人储蓄,结果导致居民消费、国民储蓄和经常项目不发生变化。为此, Bartolini 等^[20]分别检验了财政政策与储蓄、财政政策与经常项目之间的关系。研究表明,扩张性财政政策正如“双赤字假说”预测的那样,会降低国民储蓄,这种效应与时俱弱;同时,国民储蓄的下降确实伴随着经常项目的恶化,从而支持“双赤字假说”。

Baharumshah 等^[21]发现财政赤字影响经常项目赤字的渠道主要有两个:a)财政赤字直接影响经常项目赤字,b)财政赤字影响利率、导致汇率升值,汇率升值会影响进出口价格,进而恶化经常项目;这个因果链条意味着马歇尔-勒纳条件(Marshall-Lerner condition)成立。在一篇有影响的论文中, Bagnai^[22]声称对“双赤字假说”的实证研究已经取得了几点共识:a)大多数的宏观经济模型支持,从财政赤字到经常项目赤字有一个直接的因果关系;b)财政赤字与经常项目赤字的短期关系与长期关系,与财政赤字、经常项目赤字变量序列的长期特征有关;c)“双赤字”的长期关系非常弱,或者长期关系受

到结构突变的影响。Marinheiro^[23]检验了“双赤字假说”在埃及的适用性,结果发现在埃及存在从经常项目赤字到财政赤字的反向因果关系,并且这种反向因果关系大量存在于类似埃及这样的有着大量外债的发展中国家,这些国家不得不将经常项目平衡作为经济发展的重要目标。Beetsma等^[24]用欧盟14个国家数据,发现政府支出冲击造成实际汇率升值,导致经常项目恶化,支持“双赤字假说”。Abbas等^[25]分别采用面板回归、事件研究法以及PVAR分析了财政政策与经常项目之间的关系,研究发现,平均而言,财政赤字降低1%可以改善经常项目0.3%~0.4%,也支持“双赤字假说”,并且发现这种效应在低收入国家、贸易开放国家以及实行灵活汇率制度的国家更显著。

还有的学者认为由于在时间序列数据中存在结构突变情况,因此采用传统的线性回归方法或者VAR模型无法准确检验财政赤字与经常项目赤字之间的关系,从而导致大量实证研究得出不一致的结论。比如,Kalou等^[27]借助希腊1960—2007年的数据,采用带结构突变的多变量向量误差修正模型检验了“双赤字假说”,结果支持“经常项目目标制假说”。Trachanas等^[28]采用一种不对称协整技术分析葡萄牙、西班牙、希腊、意大利和爱尔兰1971—2009年数据,结论支持“双赤字假说”,但是财政赤字与经常项目赤字之间的因果关系是不对称的,即财政赤字的降低对经常项目赤字的影响远大于财政赤字增加对经常项目赤字的影响。还有的学者采用事件研究法来检验该命题,比如Bluedorn等^[26]采用事件研究法研究了17个OECD国家1978—2009年之间财政整顿对经常项目的影响,发现1%财政整顿会改善经常项目0.6%。他们还研究了财政整顿影响经常项目的具体机制,包括储蓄—投资渠道、实际汇率渠道、汇率框架等,发现1%财政整顿会导致储蓄提高0.3%,同时降低投资0.3%;1%财政整顿会导致实际汇率贬值1.5%;而在固定汇率制度国家中,经常项目的改善是通过“内部贬值”来实现的,即投资、国内需求的急剧收缩,以及国内成本与价格的抑制。在财政整顿的过程中,投资收缩、实际汇率贬值扮演了非常重要的作用。他们的研究最终支持“双赤字假说”。

国内学者对该问题的研究相对较少。许雄奇等^[29]采用协整分析技术研究了中国财政赤字与贸易盈余之间的关系,发现利率、汇率并不是引起中国财政赤字与贸易差额变动的关键因素,储蓄—投资

缺口才是最重要的原因。徐建伟等^[30]基于中国数据、建立递归向量自回归模型研究财政政策与中国贸易失衡与实际有效汇率的关系,发现中国的财政盈余增加会带来贸易盈余的显著增加和实际有效汇率的持续贬值,从而支持“双赤字假说”。王文甫等^[31]研究发现中国的财政政策在开放经济条件下,表现出不同于西方发达国家的宏观经济效应,财政政策对净出口具有挤入效应,即政府支出增加会引起净出口增加,而收入税率的减低会增加净出口。

本文认为,“双赤字”现象在实证研究中难以被证实,还可能与实证研究方法所固有的缺陷有关。实证研究至少存在两个问题:a)尽管财政赤字会对经常项目立即产生一定的影响,但是持久性的财政赤字对经常项目的影响可能需要几年甚至十几年的时间,这使得通过简约模型来捕捉这种长期效应十分困难,当然简约模型也不可能有效区分财政赤字冲击与其他冲击对经常项目的影响效应。对这个问题的处理方法主要是采用多年平均数据或者周期性调整财政数据(cyclically adjusted fiscal data)。但是随之又引来第二个问题。b)周期性调整财政数据不可能剔除其他因素的影响,比如反周期财政政策同时对公共储蓄、私人储蓄、投资、进口以及经常账户的影响,这就是所谓的遗漏变量问题。因此,在未来的实证研究中如何采用更先进的方法和数据处理这些问题颇具挑战性。

(二)理论研究

近年来,从理论方面研究财政赤字与经常项目赤字关系的文献多起来,尤其是动态随机一般均衡模型的数值模拟也被用于分析“双赤字”关系。最初,Evans^[32]在一个假设无限叠代(infinite planning horizons)的消费者行为模型中推导出预算赤字与经常项目赤字之间的关系。然而,Evans^[32]提供的证据却拒绝该模型的结论,支持有限叠代的消费者设定。具体而言,他没有发现经常项目赤字与财政赤字之间的显著关系。在Piersanti^[33]的研究中,使用一个非常类似的理论框架但不同的实证设定,研究结论支持“双赤字假说”,在G7国家中两者的相关系数为0.15。Baxter^[34]基于一个商业周期模型的研究认为,无论是暂时性还是持久性的政府支出增加,均会降低经常账户占国内生产总值的比例。Baxter进一步假设政府支出通过债务融资,这个假设则产生了财政赤字和经常账户赤字之间的正向关系,同时李嘉图等价也成立。Baxter还研究了扭曲性税收减少的情形,发现会恶化经常项目赤字,因为

扭曲性税收的持续性减少会刺激投资,增加劳动力供给。Normandin^[35]采用世代交叠模型研究了“双赤字”之间的因果关系,使用加拿大和美国在1970—1993年期间的季度数据检验模型,研究结论是“双赤字”在加拿大有统计正相关,但在美国却不存在这种关系。

值得强调的是,标准的大型货币商业周期模型,例如美联储的SIGMA(见Erceg等^[36]的详细说明)、国际货币基金组织的GEM(见Faruquee等^[37]的详细说明),均设定财政赤字在中期对经常账户有较小的影响,而长期影响为零。当然这两个大规模宏观经济模型均有一个关键假设就是,所有的家庭都是无限叠代的消费者。最近一个例子突破这种假定,Erceg等^[38]在一个其中50%的家庭是手到嘴的消费者(即消耗每一个时期的可支配收入)的开放经济动态一般均衡模型研究了财政赤字的冲击效应,研究发现,通过部分债务融资的政府支出增加,2~3年后仅仅减少贸易平衡0.22个百分点,但是他们的研究侧重于分析财政赤字对经常项目赤字的短期冲击效应。与Erceg等^[36]不同,Kumhof等^[39]侧重研究财政赤字对经常项目赤字的中长期冲击效应。他们在动态随机一般均衡模型中引入有限叠代的消费者,即非李嘉图消费者(non-ricardian saving behavior),研究发现财政赤字占GDP比重永久性增加1%,导致经常项目赤字占GDP比重在短期恶化0.5%,在长期,类似美国经济规模的国家恶化0.75%,而小国开放经济体恶化1%。这个模型表明,一旦消费者的行为从无限叠代转化为有限叠代,任何财政赤字冲击都会在中期对经常项目产生显著的影响,而长期产生更大的影响。而传统的无限叠代模型预测,财政赤字对经常项目赤字的冲击效应在短期很小,而长期为零。

(三)简要评述

综上所述,虽然有大量证据支持“双赤字”关系的存在,但是相反的结果也大量存在。笔者认为,如果考虑到这些研究采用不同的数据,不同的方法设定和专注于不同的国家,那么如此迥异的结论也就不足为奇。但是在任何情况下,大多数研究认为双赤字关系,要么是不稳健要么是随时间变化不断变化,在大多数情况下系数低于0.3。

同时,现有实证研究方法在估计财政赤字对经常项目的影响时均存在不同程度的偏误。基于VAR方法的简约模型,忽略了非线性因素的存在,忽略了模型外共同因素对模型的影响,最重要的是

模型中的变量既无法捕捉到关键的信息(遗漏变量问题),又可能错误的替代真实变量。至于用经常项目对财政账户回归的方法,经常通过取数据的多年平均值或者通过滤波去除商业周期波动。然而,多年平均或者周期调整的财政数据不可能完全消除其他经济因素对进口、投资、经常项目的影响。具体而言,使用周期性调整的财政数据的传统方法,在实证研究中存在三点争议。a)周期性调整的财政数据中仍然包括和其他影响经济活动、经常项目的新动态相关的许多非政策性因素,这种相关性会产生双赤字效应估计的向下偏误。b)这种数据中也可能包括对其他经济活动作出响应的政策调整。c)这种数据中也可能对经常项目作出具体响应的政策,这种相机抉择的财政政策也会导致双赤字效应估计的向下偏误。比如,Bluedorn等^[40]针对这种方法的缺陷,采用事件研究法,研究表明1%财政整顿会改善经常项目0.6%,其中起关键作用的是投资下降和实际汇率贬值。而通常方法估计的效应只有0.1%~0.3%。他们据此认为,正是传统方法在实证研究上产生的这些向下估计的偏误,导致大量实证研究发现“双赤字假说”不成立。

当然,Bluedorn等^[40]也指出,无论是传统方法还是事件研究法,都有共同的缺陷。a)两种方法所设定的财政政策变化都指的是实际发生或者实施的政策,而不是宣告时的财政政策,实施的政策忽视了预期的影响,因此,尽管设定的财政政策是Romer等^[41]意义上的“外生政策”,但绝不是非预期性的财政政策冲击。b)如果国家延缓财政整顿直到经济复苏,那么,无论是哪种方法都难以准确识别财政赤字对经常项目赤字的冲击效应,因为实施财政整顿方案和商业周期的发展相联系。同时,这种方法还受到反向因果关系的困扰,比如,政府有时候会针对经常项目赤字的上升,针对性地采取紧缩性的财政政策来调控,这些因素导致对双赤字效应的检验效力大大降低。

三、归纳与总结

本文经过上述综述发现,财政赤字与经常项目赤字伴生现象,至少引发了四个待检验假说,并且每一种假说都有一种理论支持。第一种假说即“双赤字假说”,建立在凯恩斯理论基础上。凯恩斯主义者认为,财政赤字的增加将导致利率上升,引起资本内流和实际汇率升值。在浮动汇率制度下,汇率升值在减少出口的同时增加了进口,进而恶化了经常项

目。而在固定汇率制度下,预算赤字的激励政策将产生较高的实际收入或价格,从而恶化经常项目。总之,尽管传导机制不同,但是无论是在浮动汇率制度下还是在固定汇率制度下,财政赤字都将导致经常项目恶化。因此,凯恩斯命题可以总结为两点:a)财政赤字与经常项目之间存在正向关系;b)存在从财政赤字到经常项目赤字的单向因果关系。Vamvoukas^[41]、Piersanti^[33]和 Leachman 等^[43]已经采用现代时间序列分析方法证明了凯恩斯观点,从而支持“双赤字假说”。另外,Abell^[44]发现双赤字之间的关系是间接的而非直接的,他证明了财政赤字推高利率,吸引资本内流和汇率升值,进而恶化经常项目。

第二种假说可以说是李嘉图等价的国际版。根据这种假说,税收和财政赤字之间的跨期转移,不会对实际利率、投资或者经常项目产生实际影响。换句话说,任何证明双赤字因果关系不存在的研究均支持李嘉图假说。Miller 等^[9]、Enders 等^[45]、Evans 等^[46],以及 Kaufmann 等^[47]的研究表明,财政赤字与经常项目赤字之间不存在任何联系,从而支持李嘉图等价。

第三种假说是“经常项目目标制假说”(current account targeting hypothesis)。从经常项目赤字到财政赤字的因果关系同样可能存在,即当一个国家的经常账户恶化,经济增长的步伐就会放慢,进而引致财政赤字。Summers^[5]将经常项目赤字到财政赤字反向因果关系称之为“经常项目目标制假说”。这种情形大多数发生在那些高度依赖国外资本流入,例如 FDI,来支持经济发展的小国开放经济体。换言之,一国的财政预算状况受到大规模资本内流的影响,或者债务累积的影响,这种国家越可能遭遇财政赤字问题。拉丁美洲和东亚国家的经历就证明了这种情况。Kearney 等^[48]关于 OECD 国家,Anoruo 等^[49]关于菲律宾、印度、印度尼西亚、韩国,Khalid^[50]关于印度尼西亚和巴基斯坦支持这种假说。Fountas 等^[51]、Kouassi 等^[52]和 Marinheiro^[53]的研究进一步表明,如果一国的政府借助财政手段来实现其经常项目目标,这种情形就极可能发生。

第四,双赤字的双向因果关系。Kearney 等^[48]、Normandin^[35]、Islam^[54],以及 Kouassi 等^[52]证实了这种情形。笔者认为,双赤字的双向因果关系可能与一个国家的经济发展阶段有关,也与一个国家的宏观管理政策的调整有关,这种双向因果关系实际上将通常的双赤字关系从线性关系推向了非

线性关系。

参考文献:

- [1] Laney L. The strong dollar, the current account and federal deficits: cause and effect[J]. Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review, 1984, 1: 1-14.
- [2] Barro R J. Are government bonds net wealth? [J] Journal of Political Economy, 1974, 82(6): 1095-1117.
- [3] Barro R J. The ricardian approach to budget deficits[J]. Journal of Economic Perspectives, 1989, 3(2): 37-52.
- [4] Feldstein M, Horioka C. Domestic savings and international capital flows[J]. The Economic Journal, 1980, 90: 314-329.
- [5] Summers L H. Tax policy and international competitiveness[M]//Frenkel J. International Aspects of Fiscal Policies. Chicago: Chicago UP, 1988: 349-375.
- [6] Kim S, Roubini N. Twin deficit or twin divergence? fiscal policy, current account, and real exchange rate in the U. S[R]. Korea Seoul: Korea University, 2003.
- [7] Summers L H. Debt problems and macroeconomics policies[R]. US Massachusetts Ave. Cambridge: NBER, 1986.
- [8] Bernheim B D. Budget deficits and the balance of trade [J]. Tax Policy and the Economy, 1988, 2: 1-32.
- [9] Miller S M, Frank S R. Are the twin deficits really related? [J]. Contemporary Policy Issues, 1989, 8: 91-114.
- [10] Feldstein M. The dollar and the trade deficit in the 1980s: a personal view[R]. US Massachusetts Ave. , Cambridge: NBER, 1993.
- [11] Normandin M. Budget deficit persistence and the Twin Deficits Hypothesis[J]. Journal of International Economics, 1999, 49: 171-193.
- [12] Blanchard O J. Debt, deficits, and finite horizons[J]. Journal of Political Economy, 1985, 93: 223-247.
- [13] Chinn M D, Prasad E S. Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration[J]. Journal of International Economics, 2003, 59(1): 47-76.
- [14] Bussiere M, Fratzscher M, Muller G. Productivity shocks, budget deficits and the current account[R]. Frankfurt: ECB, 2005.
- [15] Corsetti G, Gernot M. Twin deficits: squaring theory, evidence and common sense [J]. Economic Policy, 2006(21): 598-638.
- [16] Monacelli T, Perotti R. Fiscal Policy, the trade balance and the real exchange rate: implications for international risk sharing[R]. Italy Florence: Universit' a

- Bocconi, 2006.
- [17] Blanchard O, Perotti R. An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2002(4): 1329-1351.
- [18] Baharumshah A Z, Lau E. Dynamics of fiscal and current account deficits in Thailand: an empirical investigation[J]. *Journal of Economic Studies*, 2007, 34: 454-475.
- [19] Glick R, Kenneth R. Global versus country-specific productivity shocks and the current account[J]. *Journal of Monetary Economics*, 1995, 35: 159-192.
- [20] Bartolini M, Lahiri R. Federal Reserve Bank of New York[M/OL]. (2006-10-05). www.newyorkfed.org/research/current_issues.
- [21] Baharumshah E L, Khalid. Testing twin deficits hypothesis using VARs and variance decomposition[J]. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 2006, 11(3): 56-86.
- [22] Bagnai N. Structural breaks and the twin deficits hypothesis[J]. *International Economics and Economic Policy* November, 2006, 3(2): 137-155.
- [23] Marinheiro C F. Ricardian equivalence, twin deficits, and the Feldstein-Horioka puzzle in Egypt[J]. *Journal of Policy Modeling*, 2008, 30: 1041-1056.
- [24] Beetsma R, Giuliodori M, Klaassen F. The Effects of public spending shocks on trade balances and budget deficits in the European Union[J]. *Journal of the European Economic Association*, 2008, 6(2/3): 414-423.
- [25] Abbas J, Antonio F, Paolo M, et al. Fiscal policy and the current account[J]. *IMF Economic Review*, 2011, 59: 603-629.
- [26] Bluedorn E, Leigh D. Revisiting the twin deficits hypothesis: the effect of fiscal consolidation on the current account[J]. *IMF Economic Review*, 2011, 59(4): 582-602.
- [27] Kalou R, Paleologou T. The twin deficits hypothesis: revisiting an EMU country[J]. *Journal of Policy Modeling*, 2012, 34: 230-241.
- [28] Trachanas R, Katrakilidis T. The dynamic linkages of fiscal and current account deficits: New evidence from five highly indebted European countries accounting for regime shifts and asymmetries[J]. *Economic Modelling*, 2013, 31: 502-510.
- [29] 许雄奇, 张宗益, 康季军. 财政赤字与贸易收支不平衡: 来自中国经济的经验证据(1978—2003)[J]. *世界经济*, 2006, 29(2): 40-51.
- [30] 徐建伟, 杨盼盼. 中国的财政政策、实际汇率与对外贸易失衡[R]. 北京: 北京师范大学, 2012.
- [31] 王文甫, 王子成. 积极财政政策与净出口: 挤入还是挤出? [J]. *管理世界*, 2012(10): 25-36.
- [32] Evans P. Do budget deficits affect the current account? [J]. *Journal of International Economics*, 1990, 49: 171-193.
- [33] Piersanti O. Current account dynamics and expected future budget deficits: some international evidence[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2000, 19: 255-271.
- [34] Baxter M. *International Trade and Business Cycles* [M]. Gene Grossman and Kenneth Rogoff ed, London: North-Holland Press, 1995.
- [35] Normandin M. Budget deficit persistence and the Twin Deficits Hypothesis[J]. *Journal of International Economics*, 1999, 49: 171-193.
- [36] Erceg G, Gust C. SIGMA: a new open economy model for policy analysis[R]. Washington: Federal Reserve Board, 2005.
- [37] Faruquee H, Laxton D, Muir D, et al. Smooth landing or crash? model-based scenarios of global current account rebalancing[R]. US Massachusetts Ave., Cambridge: NBER, 2005.
- [38] Erceg G, Gust C. Expansionary fiscal shocks and the trade deficit[J]. *International Finance*, 2005, 8(3): 363-397.
- [39] Kumhof H, Douglas L. Fiscal deficits and current account deficits[J]. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2013, 37: 2062-2082.
- [40] Bluedorn L D. Revisiting the twin deficits hypothesis: the effect of fiscal consolidation on the current account [J]. *IMF Economic Review*, 2011, 59(4): 582-602.
- [41] Romer C D, David H R. The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks[R]. US Massachusetts Ave., Cambridge: NBER, 2009.
- [42] Vamvoukas G A. The Twin Deficits Phenomenon: evidence from Greece[J]. *Applied Economics*, 1999, 31: 1093-1100.
- [43] Leachman L L, Francis B. Twin deficits: apparition or reality? [J]. *Applied Economics*, 2002, 34: 1121-1132.
- [44] Abell J. Twin deficits during the 1980s: an empirical investigation[J]. *Journal of Macroeconomics*, 1990, 12: 81-96.
- [45] Enders W, Bong S L. Current account and budget deficits: twins or distant cousins? [J]. *Review of Economics and Statistics*, 1990, 72(3): 373-381.

- [46] Evans P, Hasan I. Are consumers ricardian? evidence for Canada[J]. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 1994, 34: 25-40.
- [47] Kaufmann S, Scharler J, Winckler G. The Austrian current account deficit: driven by Twin Deficits or by intertemporal expenditure allocation? [J]. *Empirical Economics*, 2002, 27: 529-542.
- [48] Kearney C, Monadjemi M. Fiscal policy and current account performance: international evidence of Twin Deficits[J]. *Journal of Macroeconomics*, 1990, 12: 197-219.
- [49] Anoruo E, Ramchander S. Current account and fiscal deficits: evidence from five developing economies of Asia[J]. *Journal of Asian Economics*, 1998, 9: 487-501.
- [50] Khalid A M. Causality tests of budget and current account deficits: cross-country comparisons[J]. *Empirical Economics*, 1999, 24: 389-402.
- [51] Fountas S, Tsoukis C. Twin deficits, real interest rates and international capital mobility[R]. Ireland, Galway: Department of Economics of National University, 2000.
- [52] Kouassi E, Mougoue M, Kymn K O. Causality tests of the relationship between the twin deficits[J]. *Empirical Economics*, 2004, 29: 503-525.
- [53] Marinheiro T. Ricardian equivalence, twin deficits, and the Feldstein-Horioka puzzle in Egypt[J]. *Journal of Policy Modeling*, 2008, 30: 1041-1056.
- [54] Islam M F. Brazil's twin deficits: An empirical examination[J]. *Atlantic Economic Journal*, 1998, 26: 121-128.

Twin Deficits Hypothesis: Literature Reviews and Comments

ZHANG Shao-hua

(School of Economics and Management, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou 310018, China)

Abstract: In the field of international macro-economics research, “twin deficits” refer to attendant phenomenon of financial deficit and current-account deficit. In 1980s, scholars based on linkage phenomenon of U. S. budget deficit and current-account deficit, put forward the “twin deficits hypothesis.” This paper systematically analyzes historical background, the theoretical values and policy implications of “twin deficits hypothesis”, then summarizes relevant important literatures from theoretical and empirical researches, finally generalizes and summaries four theoretical hypotheses. This paper has significant reference value for further carrying out researches of this field and macroeconomic policy under open conditions.

Key words: Twin Deficits Hypothesis; Twin Divergence Hypothesis; Ricardian Equivalence; fiscal consolidation; economic management

(责任编辑: 陈和榜)