

财政赤字可持续性条件研究

王雍君 潘昊宇

(中央财经大学,北京 100142)

内容提要:在新冠疫情的冲击下,许多国家采取扩张性财政政策以应对经济衰退,财政赤字政策引起了广泛关注,但相关研究的论证不充分和视野盲点等问题相当明显。本文对赤字的可持续性条件的研究,可望弥补这些不足。这些条件主要包括:财政赤字的需求面吸收、流动性吸收、财政赤字的审慎水平,以及支持审慎赤字的内涵式改革议程。

关键词:财政可持续 财政赤字 审慎赤字条件 内涵式政策改革

中图分类号:F812 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2021)05-0012-04

为应对新冠疫情对经济和公共卫生系统的巨大冲击,许多国家采取了包括增加赤字和债务在内的财政刺激政策^[1]。在此背景下,界定和满足财政赤字的许可条件成为重要的理论与实践问题。

一、财政赤字的含义与路径

财政赤字是政府财政支出大于财政收入的差额,主要由发行公共债务弥补。目前,从西方国家的实践来看,财政赤字政策主要有两种方式:第一种方式是央行平衡表杠杆化,美英等发达国家已经采取这种方式多年,旨在帮助深陷财务困境的公司或部门来分担公共风险。第二种方式较第一种方式更加可靠,政府先通过控制特定目标实体(SPV)^[2]的所有权在市场发行债券,然后再由央行在二级市场购买 SPV 发行的债券实现。这种方式本质上是央行对 SPV 贷款,之后 SPV 将融得的资金存入商业银行,这些资金被用来救济遇到困难的企业。贷款到期的时候由政府来偿还本息。这种模式对当前急需应对疫情资金困难的亚洲各国政府来说,是一种很

有吸引力的方式。

财政赤字政策主要的消极影响包括通货膨胀、汇率(本币)贬值、挤出效应和损害财政可持续性。因此,财政赤字问题需要从这些视角的基础上出发,在一个全面的框架内进行分析,从而得出有意义的结论和建议。

尤其重要的是:需要牢记宏观财政政策的适当目标不是某个特定的财政赤字水平,而是在保证财政支出有充足资金支持的情况下,不至于损害其他政策目标的“财政赤字的审慎水平”。

二、财政赤字的“需求面吸收”

宏观经济供给和需求均衡原理^[3]暗含了财政赤字的组成部分,以下是推动过程:

$$C+I+G+X=C+S+T+M$$

其中,等式左边是总需求, C 代表消费, I 代表投资, G 代表财政支出, X 代表出口;等式右边是总供给, S 代表储蓄, T 代表财政收入, M 代表进口。对上式进行整理得到:

[收稿日期]2021-05-13

[作者简介]王雍君,财政税务学院教授,研究方向为财政理论与政策;潘昊宇,财政税务学院博士研究生,研究方向为财政理论与政策。

$$G-T=(S-I)+(M-X)$$

$S-I$ 是指非政府部门净储蓄, $M-X$ 代表净进口。也就是说财政赤字等于非政府部门的净储蓄加上净进口。上述过程对我们理解财政赤字的去向有帮助, 财政赤字的增加会增加经济中的总需求, 会不会引起通货膨胀取决于市场中是否有等量的商品去满足这种需求。当有相应的商品或服务来冲抵增加的需求时, 就不至于引起通货膨胀; 当没有对应的商品和服务来满足这些需求时, 通货膨胀就出现了。

上式指明了用来满足新增需求的两条路径。第一种路径是, 非政府部门的储蓄用来购买政府的债务(例如政府发行的债券)而不是商品或服务, 这些储蓄未来可以购买的商品服务就转化成为了政府的赤字购买, 从而弥补了一部分财政赤字。第二种路径是, 在民间储蓄不足以满足所有财政赤字的情况下, 其他部分就需要由净进口即国外的商品或服务来弥补。具体原理是, 从国外进口到中国商品或服务的进口额, 要大于从国内出口到国外商品或服务的出口额, 两者之间的差额就是经常账户赤字。这样本国的财政赤字购买需求可以用外国的商品或服务来弥补, 也可以等同于用外汇储备来弥补财政赤字。

中国是出口大国, 贸易常年顺差, 这意味着不能以净出口弥补财政赤字。不过另一种路径是可行的: 以民间部门储蓄弥补赤字。中国的非政府部门储蓄率非常可观。另一方面, 如果出现民间储备都无法满足财政赤字的情况时, 政府可以通过增加进口, 减少出口的方式来弥补赤字, 这相当于动用了外汇储备。这种方式具有很大的代价, 因为出口的减少会降低经济增速, 外汇储备的减少会导致抵御国际经济和金融风险的能力下降。

综合来看, 利用民间部门储蓄来弥补财政赤字不失为较好的选择。实际操作中, 就是个人或企业用自身的储蓄购买政府债券。这包括平衡赤字和需求面吸收两方面。平衡赤字是指民间部门的储蓄购

买政府债券, 来弥补政府的财政赤字。这也等同于需求面吸收, 即民间部门把未来购买商品服务的需求转移给现在的政府需求。这是理论上控制财政赤字引发通货膨胀风险的最好方法。

上述弥补财政赤字的方式以国内外金融储蓄平衡赤字为基础, 来冲抵赤字引发的通货膨胀风险。中国民间部门具有可观的储蓄规模, 说明财政赤字还具有不小的增长空间。除了通货膨胀以外, 财政赤字还可能引发其他的不良后果, 例如利率升高导致对民间投资的挤出效应。政府也是经济体系中的一个组成部分, 财政支出大于财政收入表明, 赤字增加了货币需求。其他条件不变的情况下, 货币需求增加会导致利率上升。利率升高则会增加民间部门投资和消费的成本, 使两者下降。解决挤出效应的方法之一是采取扩张的货币政策。

稀缺资源的错配风险也是可能的消极后果之一^[6], 这种风险可能难以发现和控制, 因为这需要长时间的积累。资源错配就是指由市场主导的资源配置变为由政府主导, 可能会出现效率损失。限于篇幅本文不再对此作详细论述。

接下来文章将要讨论的是, 赤字多大才不会引起通货膨胀? 决定性的因素是什么? 答案是“流动性吸收”。

三、财政赤字的“流动性吸收”

货币赤字化不会引发通货膨胀的条件是民间部门储蓄能够吸收多余的政府需求。但是这个假设是比较严格的, 因为多出来的流动性不一定会被马上吸收。例如, 居民或企业虽然用储蓄购买了政府债券, 但是同时也进行了正常的商品和服务的购买。这就会造成多余的需求并没有被吸收, 仍然存在于经济体系里, 从而引发通货膨胀的风险。风险的大小取决于货币函数的特征, 也就是说取决于国内经济体系吸收流动性的能力。利用货币需求函数来确定 M2 的发行量就是一个需求函数的应用。从这个角度, 财政政策与货币政策在研究内容上具有

一致性。宏观经济学的研究表明,财政政策要参照货币政策目标。并且合理的货币政策可以抵消全部或部分财政赤字带来的多余流动性,这样就可以减少通胀风险。要在财政政策和货币政策的协调配合下进行赤字流动性吸收。

财政赤字的决定要考虑经济体系中影响流动性吸收效果的因素,包括现有的流动性存量、货币流通速度和经济增长。对流动性存量来说,中国的M2存量已经非常大⁷¹,所以靠现有的流动性已经没有空间来吸收增长的赤字。如果其中非政府部门的流动性需求不高的话,除非经济增长速度足够快,那么经济体系将无力吸收多余的赤字。对于货币流通速度来说,流通速度的波动并不大,所以不是主要考虑因素。综合来看,经济增长率是吸收多余赤字的最佳选择,主要是指实体经济增长率。当前中国的金融体系包含了大量的流动性,主要是由于垄断、投机等因素造成,实体经济包含的流动性空间很小。国家多年倡导“脱虚向实”,但是效果并不明显,实体经济因此很难进行赤字的流动性吸收。

除了非实体经济的缺点,经济增长是吸收赤字流动性的最好选择。新冠疫情发生后,中国相对其他国家较早地进入了经济复苏的道路。这对财政赤字来说是一个良好的机遇,说明经济增长有机会抵消通货膨胀风险。但是前提必须要满足审慎赤字的全部条件。

四、焦点是财政赤字的审慎水平

审慎赤字⁷²意味着赤字的益处大于坏处,考虑到赤字都会造成一些负面影响,审慎赤字因而应理解为益处较大、坏处较少因而具有合意性的赤字,包括三个主要方面:有利于经济增长和就业提升;赤字对通货膨胀、利率、汇率等宏观经济稳定指标影响较小;财政可持续性。这三个组成了审慎赤字合意性标准。

接下来的问题是,如何才能达到审慎赤字的条件。现阶段研究由于对这方面论述不足,所以还有

很大进步空间。审慎赤字问题对国家治理和制定政策有重大意义,理应受到更多关注,研究透彻它的合意条件。

保持合理的金融储蓄规模是审慎赤字的第一个条件,包括非政府部门储蓄和净进口。保持合理的非政府部门储蓄要求居民和企业收入大于支出,即净储蓄大于零。在这方面中国赤字政策的通胀风险还是较低的,但是利率的挤出效应、实体经济对赤字流动性吸收能力不足都减小了赤字政策的空间。除此之外,净进口对赤字流动性吸收的作用同样面临着一些困境。净进口和非政府部门储蓄的作用类似,都是用多余的商品和服务来吸收财政赤字,以对冲通货膨胀风险。两者的区别在于净进口是利用国外的商品或服务来吸收流动性。依靠净进口会带来两个方面的难题,进口意味着外汇减少,如果外汇不足又需要出口来创造外汇,而吸收赤字需求要动用外汇储备。为了保持进口增加使外汇储备减少时,会导致本币贬值,而且净出口为负意味着本国的经济增长受到阻碍。这是种代价很大的方法,不能轻易采纳。

所以,审慎赤字的第二个条件就是要保持一定的净出口。一个净出口规模较大的国家,经济体系的审慎赤字水平也较高。高出口国家会创造更多的外汇储备,这些外汇的增加使经济体更有能力来满足赤字需求,不管是对于需求面还是流动性吸收,从而降低通货膨胀和汇率波动风险。经济增长的来源之一就是净出口的增长,反过来本国经济的繁荣也会促进出口增加。这说明保持一个适当的经济增长率要作为审慎赤字的第三个重要条件。

在这里,“适当”的经济增长率意味着高于利率的增长率。经济增长率低于利率的后果就是政府债务和GDP之比会不断上升,无法保持稳定或收敛于某个稳态点。国际上对政府债务和GDP的比率规定不超过60%。数字多少并不重要,因为这只是一个通用标准,每个国家有各自不同的特色。但是研究它的价值在于强调了财政可持续的重要性,以及要

确定一个具体明确的标准。中国的具体情况是,由于经济增长潜力较大,可以突破这个 60%的标准,虽然中国现在的债务和 GDP 比率才 40%。值得注意的是,隐性债务没有被包含在这个比率中去。鉴于国外一些规定框架内的发达国家也在超过这个界限,中国的赤字空间还比较可观。

但是我们既要清楚空间大小,也要注意时刻保持谨慎的态度。赤字有增长空间不等于可以无限增长,要重视合理的上限标准,因为它起到了时刻警醒我们的作用。例如中国的赤字上限可以达到 70%,甚至更高,但是总要控制赤字的增长。没有危机意识可能会使债务和 GDP 比率继续增长,然后破坏财政可持续性,例如偿债能力。那么赤字的目的一——经济和就业增长也就不可能实现。

现在我们已经明确,只有在中长期经济增长率高于利率,政府债务和 GDP 比率才不会快速增长,而是会收敛到财政可持续性所设定的某个水平,这对良好的赤字货币化而言非常关键。据此,长期借新债还旧债并不可行,这样会使债务和 GDP 比率不断上升。其次,政府必须留存一部分财政收入,例如偿债资金,来偿还之前的债务本息,而不是全部用在非偿债用途上。最终,财政收入减财政支出等于现金基础的基本赤字要大于零,用来偿还到期的全部或部分债务利息。要注意,利息支出并不应该算入财政支出中去。现实中由于缺少相关概念和澄清和数据,宏观经济和财政政策分析已经不能清楚地进行分析。

五、内涵式政策改革议程

到目前为止,我们讨论了四个审慎赤字条件,包括全面的金融储蓄、出口增长、流动性吸收和经济增长。只要能满足这些条件,适当甚至规模较大的赤字也是合意的。但是也要保持谨慎的态度,因为这四个条件中最重要的经济增长因素不确定性较高。重要的是,只要适当的赤字能够有效促进经济增长,并且不会破坏经济稳定和财政可持续性,

就是合意的。包含这一思想的改革政策可以称为内涵式政策改革议程。

把赤字问题纳入到“增长—平等—稳定”的铁三角分析框架中^⑨,有助于我们理解这一改革议程。这个框架的三个组成部分共同构成了经济政策的一般目标。增长就是经济总量的增长,平等意味着尽量缩小社会成员的差距,稳定代表着增长和平等都是可持续的。在这个框架下能有效避免分析不全面的缺点,使政策改革更具有可信度。

财政赤字的最终目标就是要促进经济增长,手段是通过发行公共债务弥补支出大于收入的部分。在全部的财政收入加上债务融资也无法弥补所有支出的情况下也一样。

除了强化医疗卫生等基本公共服务外,促进经济增长也是财政赤字的主要目标,但这只有在不破坏公平和稳定的前提下才是可行的。为此,推动全面的内涵式改革议程至关重要。

内涵式议程覆盖经济发展的三个综合目标——稳定、配置效率和运营效率。中国长期以来都是以资源投入模式为主来驱动经济的增长。投入虽然在经济增长中非常重要,但投入不应被当作源泉,而应该是增长的前提之一。在实践中表现为对投入的过分依赖,认为投入规模越大,投资的项目越多,经济就会更快地增长,在财政上表现为财政支出、债务和赤字的不断增长。造成这种现状的学理原因是,凯恩斯主义所开创的宏观经济学理论体系中,将财政政策中的财政乘数作为经济增长的源泉。对于需求层面源泉的分析表面上看正确,但会造成因果颠倒的认知错误,这是因为财政政策中财政乘数作用下增加的总需求是真正增长源泉。

对某方面的偏爱不一定是坏事,关键是要抓住问题的关键,不能忽视内涵改革因素的重要性,包括对腐败和寻租的防治,公共项目管理与实施的改进等。当下迫切地需要改善现状,首先要明确的是,经济增长的源泉是三个内涵式的决定要素——稳

(下转第 42 页)

科研人员收入给予一定的所得税优惠等。

另外,应丰富基础研究投入形式,尝试利用科技金融渠道筹措基础研究经费。科技金融是为促进科技开发和产业化应用,而利用金融手段对科技创新提供支持的一种工具。财政资金的有限性给予了科技金融手段提供基础研究经费的可能性,相比传统的财政基础研究经费投入,科技金融在风险控制管理、信息处理等方面具有明显的优势,不仅可以保障财政基础研究资金的安全使用、提升经费使用效率,还可以进一步加强财政资金的引导功能和杠杆作用。但要说明的是,由于基础研究处于整个科技创新活动链条的前端,对金融资本的吸引力相对有限,科技金融手段更多的是扮演基础研究财政投入的辅助角色。

参考文献:

[1] 王利政.我国基础研究经费来源分析及政策建议[J].科学学与科学技术管理,2011,32(12):26-31.

[2] 罗理.基础研究投入对技术进步的影响——来自1998—2014年我国省级面板数据的实证分析[J].技术经济与管理研究,2019,(12):29-34.

[3] 李小健.基础研究投入不能少[J].中国人大,2013,(21):33-34.

[4] 钱万强,林克剑,闫金定,李美,孙勇,魏琦.主要发达国家基础研究发展策略及对我国的启示[J].科技管理研究,2017,37(12):37-41.

[5] 周新春,蔡秀云.我国财政基础研究投入规模分析[J].经济研究参考,2017,(05):42-53+95.

[6] 姜桂兴,程如烟.我国与主要创新型国家基础研究投入比较研究[J].世界科技研究与发展,2018,40(06):537-548.

[7] Griliches Z.R&D and productivity slow down[J]. American Economic Review,1980,70(2):343-348.

[8] Grossman G M,Helpman E.Trade,knowledge spillovers and growth[J].European economic Reviews,1991,35(3):517-526.

[9] 陈刚.管制与创业——来自中国的微观证据[J].管理世界,2015,(05):89-99+187-188.

【责任编辑 王东伟】

(上接第15页)

定、配置效率和运营效率,而不是投入的规模。这对经济政策和财政政策都是适用和重要的。对促进经济增长的内涵式经济政策来说,改革应该重点偏向以下三个方向:宏观经济参数的稳定性(稳定),产业结构升级转型(配置效率),以及要素生产率(运营效率)。这三个方向都是经济增长的根本源泉。对促进经济增长的内涵式财政政策来说,改革努力也要向着相同的三个方向:以宏观经济参数稳定为目标的财政可持续性(稳定);优化财政支出结构,使财政资源集中到国家政策和改革重点领域(配置效率);改善公共部门的产出服务质量,提升公共服务的投入-产出效率(运营效率)。只有这样财政政策才能促进经济的良性发展。

虽然致力于财政可持续的研究还有很长的道路,但是打好基础框架是关键的第一步,内涵式改革的更多重要细节也不会偏离正确的方向。

参考文献:

[1] 李宇环,向天怡,王红梅.重大疫情防控的应急体系建设:兼论国外实践的分析与启示[J].中央财经大学学报,2020(9):120-128.

[2] Lerner,A.P.,Money as a creature of the state[J].American Economic Review,1947,37(2):312-317.

[3] 刘思源.财政赤字货币化:理论与实践[J].宏观经济研究,2020(9):48-57.

[4] 王军只,曹国俊,陶昱,张帆,刘子逸.中央银行运用特殊目的实体的国际经验及启示[J].金融会计,2020(9):5-10.

[5] Keynes J M . The General Theory of Employment, Interest, and Money[M]. Elsevier Books,2001.

[6] 宋马林,金培振.地方保护、资源错配与环境福利绩效[J].经济研究,2016,51(12):47-61.

[7] 李俊生,姚东旻,李浩阳.财政的货币效应——新市场财政学框架下的财政-央行“双主体”货币调控机制[J].管理世界,2020,36(6):1-25+241.

[8] 张志超.论审慎财政政策中的财政赤字[J].经济评论,1996(5):71-76+70.

[9] 王雍君.财政治理视角的支出整合、融资适配与复式预算:一个分析框架[J].财贸经济,2021,42(2):5-19.

【责任编辑 孟宪民】