

财政赤字、经常账户与政府债务研究^{*}

——李嘉图等价视角的国际经验分析

齐红倩 耿 鹏

内容提要 本文使用 42 个发达工业化国家和新兴经济体国家 2000~2010 年的经济数据,采用面板门槛模型估计不同国家财政政策对经常账户的影响,检验李嘉图等价效应成立的条件。估计结果显示,财政政策与经常账户表现出“双赤字”现象,但政府债务规模对消费与投资的扭曲作用使得财政赤字与经常账户又呈现非线性关系。同时,较高的税负水平对财政政策效果的影响是导致李嘉图等价效应成立的重要条件。本文的结论表明,我国长期实施的扩张性财政政策对经常账户平衡的不利影响已经开始显现。因此,实施审慎的宏观财政政策、降低税负水平对维持经常账户平衡和经济健康发展具有重要的战略意义。

关键词 财政政策 经常账户 政府债务 李嘉图等价

作者单位 1. 吉林大学数量经济研究中心; 2. 吉林大学商学院

中图分类号: F812.4 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-6964 [2012]12-120228-0076

一、引言

财政政策对经常账户的影响始终是经济学家与政策制定者的重要研究对象。对于经常账户失衡较为严重的国家,财政政策调整能否有助于解决外部失衡问题是宏观经济研究中的一个重要课题。关于财政政策与经常账户的研究尚未有较为统一的结论,有学者认为扩张性财政政策刺激社会总需求,推动本国实际汇率升值,导致经常账户恶化。但部分学者持相反观点,认为扩张性财政政策减少国家储蓄,推动资本市场利率上升,挤出私人投资,缓解了实际汇率升值对经常账户的恶化作用。在经济周期下行阶段,私人投资显著减少,扩张性财政政策将改善经常账户。一些理性预期学派的学者认为,居民的跨期选择行为抵消了财政政策对经常账户的影响。居民预见到未来税收增加的现值与当前政府财政赤字一致,个人未来收入与永久收入将减少,因此劳动供给上升,私人消费下降,扩张性财政政策对消费没有显著影响,财政赤字与经常账户间不存在显著的相关性,即李嘉图等价效应。

在已有的研究文献中,大多认为财政赤字与经常账

户线性相关。但近年来,有学者运用非线性估计的方法证明,政府债务状况对原有宏观经济机制中财政政策的效果具有扭曲作用。Nickel 和 Vansteenkiste(2008) 的实证分析进一步表明,政府债务状况通过消费路径扭曲了财政赤字对经常账户的影响。其次,已有文献多以单一国家或部分发达工业化国家为样本对象,缺少对发展中国家经济状况的考虑,也较少将国家发展水平作为主要变量,纵向分析国家发展战略对经常账户平衡的影响。2008 年全球经济危机后,美国政府赤字与欧洲主权债务危机频发,新兴经济体国家逐渐成为世界经济发展的主要动力。因此本文在传统 OECD 国家的基础上增加“金砖四国”(BRIC) 和“新钻十一国”(Next-11) 作为分析对象,运用 Hansen(1999) 的面板门槛模型作为主要分析工具,实证研究财政赤字、经常账户以及政府债务状况之间的非线性关系,比较不同国家间发展水平、经济周期波动以及贸易状况等因素对经常账户的纵向

^{*} 本文获 2011 年教育部人文社会科学研究项目(11YJA790117)、2012 年国家社会科学基金重点项目(12AZD021)、吉林大学 2011 年研究生创新研究项目(20111013)、吉林省社会科学规划基金资助项目(2012B05) 资助。

影响,并进一步考察宏观经济调控以及 Balassa-Samuelson 效应对经常账户的补偿作用。

二、财政赤字、经常账户与李嘉图等价定理

关于财政政策对经常账户的影响仍存在较大分歧。较多学者认为,扩张性财政政策导致经常账户恶化,即“双赤字”(twin deficits)现象。如 Erceg, Guerrieri 和 Gust (2006) 等。根据 Mundell-Fleming 模型,政府实施的扩张性财政政策有效地刺激了居民消费需求,政府支出与居民需求增加提高了进口商品需求量,降低了国家储蓄,从而推动汇率上升,导致经常账户恶化;也有学者从对外贸易的角度分析认为,扩张性财政政策提高本国商品(非贸易品)相对于外国商品(贸易品)的需求,导致国内价格水平上升、实际汇率升值,影响经常账户平衡,如 Corsetti 和 Müller (2006)。

上述财政政策与经常账户的研究大多基于凯恩斯主义财政政策的观点,即扩张性财政政策刺激国内需求。但随着跨期方法在宏观经济领域的运用,理性预期学派的学者认为李嘉图等价效应的存在使得财政政策对消费和经常账户不存在显著影响。关于李嘉图等价定理,多数研究认为李嘉图等价效应难以成立,但一些学者证明了李嘉图等价效应或近似李嘉图等价效应存在 (Barro, 1974 和 Seater, 1993)。李嘉图等价定理的核心观点是政府负债仅是税收的延迟,当前为弥补财政赤字发行的国债在未来势必会通过征税等手段弥补,未来税收的现值将与当前的财政赤字相等。有预见性的居民能够意识到未来政府将通过增加税收或持续通胀(征收铸币税)缓解债务压力,税收的增加将减少居民的未来收入和个人永久收入,居民的最优选择是增加劳动供给和减少消费。根据边际效应递减原理,政府支出和劳动供给的增加将导致资本和生产的边际效率下降,挤出私人投资。投资和消费的减少维持经常账户平衡,因此财政政策对经常账户没有显著影响 (Frenkel 和 Razin, 1996)。李嘉图等价定理的证明需要一定假设条件(代际间利他主义、无流动性限制、不存在定额税、代理人是完全理性且有远见的等), Barro (1974, 1989) 对此做出了较为详尽的解释,但对于假定的合理性仍存在争论,如 Seater (1993) 关于代际间利他主义假设是否成立的争论,以及 Cox 和 Jappelli (1990) 对流动性限制的质疑等。尽管成立存疑,但在宏观经济政策的制定中,李嘉图等价效应关系到财政政策的调整能否有效拉动内需,改善外部失衡,是政策实施中需要审慎考虑的重要因素。

三、模型的建立

1. 数据的选取

本文共选取 42 个国家从 2000 ~ 2010 年的年度数据作为面板数据样本。其中 29 个为发达工业化国家,分别为:澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、捷克、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、冰岛、爱尔兰、意大利、日本、卢森堡、荷兰、挪威、波兰、葡萄牙、新加坡、斯洛伐克、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国;同时以“金砖四国”和“新钻十一国”为样本选取 13 个新兴经济体^①,分别为:巴西、中国、印度、印度尼西亚、伊朗、韩国、墨西哥、尼日利亚、巴基斯坦、菲律宾、南非、土耳其和越南。

根据上一节的分析,本文将考察政府债务状况影响下财政赤字对经常账户的影响。模型中被解释变量选取各个国家经常账户对 GDP 比率,衡量一国的经常账户平衡;选取一般政府负债 (general government gross debt) 对 GDP 比率作为模型中的门槛变量,衡量政府债务状况;选取政府财政赤字对 GDP 比率作为模型中的解释变量,衡量国家财政政策。

另外,本文将进一步考察国家发展水平和贸易水平等因素对经常账户的影响。国家发展水平和贸易水平是决定国家经济发展战略的重要因素,将对宏观经济整体上产生影响,能够较好地区分与比较各个国家不同的经济体制与发展阶段。因此,本文选取人均相对收入(即购买力平价 (PPP) 调整后的人均国内生产总值) 衡量一个国家的发展水平,贸易开放度衡量一个国家的贸易水平,作为模型中的解释变量,纵向考察不同国家经济发展状况与发展战略对经常账户平衡的影响。

同时,本文将考察逆经济周期的宏观经济调控和 Balassa-Samuelson 效应对经常账户平衡的补偿作用。根据投资的乘数-加速数模型可知,在经济周期上升阶段,产出与投资加速上升。如果投资的加速效应对经常账户的影响大于政府宏观调控力度,经济周期波动对经常账户平衡存在显著影响;如果政府实施更为有力的宏观经济调控,政府支出对私人投资的挤出效应以及逆经济周期政策对投资过热的抑制作用将有效地补偿经常账户平衡。根据 Balassa-Samuelson 效应,实际汇率通常随经济增长不断升值,这种可预期的资产升值过程会提

^① 1998 年俄罗斯债务危机后,俄政府选择违约和债务置换等非常规手段,俄罗斯政府负债比率从 1999 年的 99% 下降到 2006 年的 9%,不能反映其经济运行的正常状态,未选入样本;同时,埃及作为“新钻十一国”成员,数据长度较短,也未选入样本。

高居民永久收入和当前购买力,降低储蓄倾向。根据平滑消费理论,当期消费增加小于当期产出增加,即当期储蓄上升,因此短期汇率升值将改善经常账户平衡(Obstfeld和Rogoff,1995)。如果Balassa-Samuelson效应显著存在,将有效弥补实际汇率升值对经常账户的恶化作用。因此,本文选取产出缺口对GDP比率和实际汇率的年度变化率作为模型中的解释变量,检验宏观经济调控与Balassa-Samuelson效应对经常账户的补偿作用。

本文所选取的42个国家相关数据均来自国际货币基金组织与世界银行,其中部分国家的产出缺口数据通过HP滤波法估算得到。根据面板数据方法对数据平稳性的要求,本文应用ADF-Fisher检验和LLC检验对上述所有变量进行单位根检验,结果显示均为平稳变量。

2. 面板门槛模型

为了研究财政政策对经常账户的影响,检验李嘉图等价效应成立的条件,本文采用Hansen(1999)^①的面板门槛模型。面板数据存在不同样本单位间的异质性(heterogeneity)问题,通常有固定效应模型和随机效应模型两种方法。固定效应模型允许观测不到的个体效应与所包含的变量相关,把个体差异严格地模型化为回归函数的参数变化,只适合于所研究的横截面单位,而不适用于样本外的单位。随机效应模型认为构成样本的横截面单位是从一个很大的总体中随机抽取的,上述假定需要样本中观测不到的个体效应与所包含的变量严格无关,否则LSDV方法会得到不一致估计。由于随机效应模型估计过程复杂且难以保证估计结果的一致性,根据Hansen的建议,本文将直接应用固定效应模型进行估计。两门槛面板模型具体形式如下:

$$y_{it} = u_i + \beta_1 x_{it} I(q_{it} \leq \gamma_1) + \beta_2 x_{it} I(\gamma_1 < q_{it} \leq \gamma_2) + \beta_3 x_{it} I(\gamma_2 < q_{it}) + \theta z_{it} + e_{it} \quad (1)$$

其中 y_{it} 为被解释变量, q_{it} 为门槛变量, x_{it} 为与门槛变量相关的外生解释变量, z_{it} 为与门槛变量无关的外生解释变量, e_{it} 满足*i. i. d.*条件且均值为0,方差有限。模型(1)根据门槛变量 q_{it} 的值将观测样本分为3个区域,为了识别3个区域中不同系数 β_1 、 β_2 和 β_3 的值,解释变量 x_{it} 和门槛变量 q_{it} 不能为时常变量(time-invariant)。本文选取经常账户对GDP比率作为模型(1)中的被解释变量 y_{it} ,一般政府负债对GDP比率作为门槛变量 q_{it} ,财政赤字对GDP比率作为与门槛变量相关的解释变量 x_{it} ,同时选取产出缺口对GDP比率、贸易开放度、人均相对收入和实际汇率的年变化率作为模型(1)中与门

槛变量无关的解释变量 z_{it} 。

满足外生性条件的固定效应面板模型可以利用LSDV方法得到一致有效的估计量。因此,为了保证(1)式右侧变量的外生性,本文将用 x_{it-1} 代替 x_{it} , z_{it-1} 代替 z_{it} , q_{it-1} 代替 q_{it} ,以保证(1)式右侧解释变量满足外生性条件。因此(1)式变化为:

$$y_{it} = u_i + \beta_1 x_{it-1} I(q_{it-1} \leq \gamma_1) + \beta_2 x_{it-1} I(\gamma_1 < q_{it-1} \leq \gamma_2) + \beta_3 x_{it-1} I(\gamma_2 < q_{it-1}) + \theta z_{it-1} + e_{it-1} \quad (2)$$

满足外生性条件后,对于任意给定的门槛值 γ_1 、 γ_2 和 γ_3 ,(2)式均可直接利用LSDV方法估计。门槛值的估计步骤如下:首先,对所有门槛变量的值按从小到大进行排序,以一定比例(10%)去掉首尾两端的部分数据,以保证每个区域都有一定数量的观测值。将剩余数据代入(2)式回归,结果中最小残差平方和 $S(\gamma)$ 所对应的值设定为模型的门槛值 γ 。之后,对该门槛值通过Bootstrap抽样方法进行似然比检验,确定该门槛显著。在此基础上,重复上述过程,估计第二个门槛值,并再次运用Bootstrap抽样方法进行显著性检验,依此类推。

四、实证结果与分析

对(2)式模型应用Bootstrap方法抽样300次,检验模型中分别存在一个门槛值和两个门槛值的结果如表1所示。

表1 面板模型门槛值的估计与检验结果

	门槛值	P值	置信区间
只有一个门槛值	$\gamma_1 = 86.759$	0.08*	[86.759, 87.971]
存在两个门槛值	$\gamma_1 = 28.617$	0.08*	[28.617, 28.617]
	$\gamma_2 = 86.759$		

注:本文所使用的表格中,***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著水平,下同。

从表1可以看出,模型中分别存在一个门槛值和两个门槛值的Bootstrap抽样结果均显著,且置信区间较小,因此可以确定在(2)式模型中存在两个显著的门槛值。根据表1中门槛值的估计结果,42个国家的政府债务状况按照一般政府负债对GDP比率划分为高、中、低3个阶段,即一般政府负债对GDP比率低于29%时,政府债务状况处于低债务规模;一般政府负债对GDP比率高于29%、小于87%时,政府债务状况处于中等债务规模;一般政府负债对GDP比率高于87%时,政府债

^① 模型的详细推导过程请参见Hansen(1999)。

务状况处于高债务规模。

1. 财政赤字与经常账户分析

根据(2)式模型 x_{it} 的系数 β_1 、 β_2 和 β_3 的估计结果如表 2 所示。

表 2 财政赤字的系数估计结果

系数	标准差	T 统计量	阈值
0.7093 ***	0.1661	4.2703	<29%
0.0887	0.0995	0.8915	29% ~ 87%
1.2186 ***	0.2537	4.8033	>87%

从表 2 可以看出,国家处于低债务规模(小于 29%)和高债务规模(大于 87%)时,财政赤字与经常账户显著正相关,扩张性财政政策导致经常账户平衡恶化,符合“双赤字”假说。实证结果支持 Mundell-Fleming 模型框架下的结论,即扩张性财政政策提升本国商品(非贸易品)相对于外国商品(贸易品)的需求,导致实际汇率升值和经常账户平衡恶化。其中,高债务规模国家财政政策对经常账户的影响大于低债务规模国家,系数分别为 1.22 和 0.71。原因在于,高额的政府债务通常与国家经济的下行压力相关,对 42 个国家债务状况检查后发现,处于高债务规模阶段的国家为比利时、希腊、意大利、日本和新加坡。近十年上述五国经济长期处于增长缓慢甚至衰退状态,长期的经济下行压力促使央行始终维持低利率的货币政策,较低的利率水平抑制储蓄增加,促进私人投资,加剧扩张性财政政策对经常账户的恶化作用。

2. 李嘉图等价效应的检验

根据表 2 的结果,国家处于中等债务规模(29% ~ 87%)时,财政赤字与经常账户不存在显著相关性,符合李嘉图等价效应成立的条件。但系数不显著的原因很可能是由于中等债务规模的国家较多,部分存在显著相关关系的国家无法识别。

为了排除可能存在的问题,进一步确认李嘉图等价效应成立的条件,本文将选取处于中等债务规模的 29 个国家作为样本,再次通过(2)式进行回归,估计结果如表 3 所示。

表 3 中等债务规模国家财政赤字的系数估计结果

系数	标准差	T 统计量	阈值
0.7334 ***	0.2491	2.9442	<33%
-0.0707	0.1101	0.6421	33% ~ 55%
0.1898*	0.1022	1.8571	>55%

从表 3 可以看出,政府债务规模处于 33% ~ 55% 之

间时,财政赤字与经常账户仍不存在显著的相关性,李嘉图等价效应成立。对 29 个国家政府债务状况检查后发现,处于 33% 到 55% 负债水平的国家主要为丹麦、芬兰、冰岛、荷兰、挪威、波兰、斯洛伐克、西班牙、瑞典、英国,均为欧盟国家并且以高税负高福利的北欧国家为主。根据李嘉图等价定理的核心观点,李嘉图等价效应成立与上述国家普遍实施的高税负有关。较高的税负水平抑制扩张性财政政策对消费的影响,增加居民对未来政府增税偿债的预期,居民预期永久收入的减少进一步削弱财政政策对消费的拉动作用,维持经常账户平衡,导致李嘉图等价效应成立。

3. 其他解释变量对经常账户的影响

其他解释变量对经常账户的影响结果如表 4 所示。

表 4 其他与阈值无关的解释变量的系数估计结果

变量	系数	标准差	T 统计量
贸易开放度(-1)	0.0737 ***	0.0219	3.3653
产出缺口对 GDP 比率(-1)	-0.0796	0.1723	0.4620
人均相对收入(-1)	-0.00011 **	0.00005	2.2000
实际汇率的年变化值(-1)	-0.0002	0.0087	0.0230

注:为了避免解释变量不满足外生性条件,所有与阈值变量无关的解释变量均滞后一阶。

人均相对收入和贸易开放度分别衡量了一个国家的发展水平和市场对外开放程度,是决定国家经济发展战略的重要因素,也是比较不同国家间经济社会状况的较为有效的数据。根据表 4 的实证结果可知,人均相对收入与经常账户负相关,贸易开放度与经常账户正相关。上述结论表明,国家经济发展战略对经常账户存在纵向影响,与当前世界各国发展状况相一致。发展水平较落后的新兴经济体大多采用出口导向型战略,国家发展水平普遍较低且市场对外开放程度较高,随着出口导向型战略的持续,新兴经济体大量积累贸易顺差。同时,作为新兴经济体主要出口对象的发达工业化国家大多采用消费拉动型战略,普遍表现为贸易逆差。近年来新兴经济体贸易顺差不断缩小,也说明了随着新兴经济体社会发展水平的提高,国家经济发展战略正在逐渐转变。

由表 4 可知,产出缺口和实际汇率对经常账户的影响不显著,表明 Balassa-Samuelson 效应与宏观经济调控对经常账户的补偿作用显著存在。根据 Balassa-Samuelson 效应,实际汇率伴随经济增长,将提高居民永久收入,刺激消费和储蓄增加,起到弥补经常账户平衡的作用。表 4 中实际汇率的系数为负,说明实际汇率升值

仍然对经常账户产生不利影响,但估计结果不显著表明 Balassa-Samuelsion 效应同时起到相反的补偿作用。由乘数-加速数模型可知,当产出缺口为正时,投资将加速增长,促使经常账户平衡恶化,产出缺口与经常账户负相关。表4中的实证结果证明乘数-加速数效应在经济运行中的作用,同时,估计结果不显著说明各国政府普遍重视宏观调控对经济的影响,实施的逆经济周期政策对经常账户平衡起到有效的补偿作用。

4. “双赤字”现象与李嘉图等价效应对我国的启示

本文对世界42个主要国家的实证结果表明,各个国家普遍表现为“双赤字”现象,即扩张性财政政策导致经常账户恶化。我国长期保持财政赤字与贸易顺差共存,因此一些国内学者认为,扩张性财政政策有助于改善我国经常账户平衡,可以有效地维持贸易顺差。实际上,我国财政赤字与贸易顺差共存主要受社会发展和经济政策两方面作用的影响:(1)我国当前居民储蓄率较高。目前,我国教育、医疗、保险、养老和住房等社会保障制度仍处于改革发展阶段,各项配套设施尚不到位,居民预期支出增加导致储蓄率偏高,内需不振,因此我国能够长期保持经常账户盈余。(2)我国原有的固定汇率制度对维持经常账户盈余起到了重要作用。实际汇率对我国经常账户具有显著影响(魏陆,2001),由于我国曾采用钉住美元的固定汇率政策,因此20世纪80年代中期与90年代中期两次贸易逆差均与当时严重的通货膨胀导致实际汇率升值有关。固定汇率制与汇率调整造成国内财政政策对实际汇率不存在显著影响,在通货膨胀率不发生大幅波动的情况下,财政政策难以通过实际汇率影响经常账户平衡。

但随着我国的经济发展阶段提高与相关经济政策转变,近十年来我国经常账户与财政赤字已呈现显著正相关性,即扩张性财政政策实施导致经常账户平衡恶化。伴随我国社会水平的进一步发展,当前的贸易顺差状况将难以持续。这一方面是由于,随着我国社会保障制度的逐步完善,近年来我国居民储蓄率已经有了显著的下降(李扬、殷剑锋,2007),高储蓄率对经常账户的维持作用将逐渐消失;另一方面,随着人民币汇率机制的完善,政府难以通过固定汇率维持实际汇率稳定和经常账户平衡。因此,随着国内财政政策对汇率价格机制的影响路径形成,扩张性财政政策对我国经常账户平衡的压力将逐渐显现。人民币升值与国内通货膨胀持续已经对我国出口企业造成了较大影响,实际汇率升值对我国经常账户平衡的恶化作用已开始显现。结合本文的分析,扩张性财政政策对维持我国经常账户平衡具有

不利影响,从经济发展长远来看,实行审慎的宏观财政政策是确保我国经常账户平衡的必要条件,同时,及时转变国家经济发展战略,进一步扩大内需,促进产业结构升级是我国经济发展的重点方向。

对李嘉图等价效应的检验结果表明,李嘉图等价效应的出现不仅与政府债务状况有关,更与政府税负水平密切相关。能否通过财政政策有效扩大内需,合理的税负水平与完善的转移机制将起到至关重要的作用。我国政府的低债务规模表明当前我国不存在李嘉图等价效应,因此实施积极的财政政策可以有效扩大内需。但我国的税负水平可能是抑制内需进一步扩大的主要因素之一,近期对个人所得税的修订、税制改革的推动以及“十二五”规划中社会保障制度的进一步完善,对扩大内需、维持经常账户平衡和我国经济健康持久发展将产生积极深远的影响。

五、结 论

本文的实证结果表明,经常账户、财政政策与政府债务状况间存在显著的非线性关系。根据门槛面板模型的估计结果,我们可以得到以下结论:(1)样本选取的42个国家中,大多数国家的财政赤字与经常账户显著正相关,即“双赤字”现象;高额的政府债务通常多源于长期经济下行压力,积极的货币政策将刺激私人投资,加剧扩张性财政赤字对经常账户的恶化作用。(2)较高的税负水平扭曲了财政政策对消费的影响,居民预期永久收入的减少再次削弱财政政策对消费的拉动作用,导致财政赤字与经常账户不存在显著相关性,李嘉图等价效应成立。(3)国家经济发展战略对经常账户存在纵向影响,发展水平较为落后的新兴经济体国家大多采用出口导向型战略,积累大量的贸易顺差;发达工业化国家大多采用消费拉动型战略,因此普遍表现为贸易逆差。(4)Balassa-Samuelsion 效应与宏观经济调控对经常账户的补偿作用显著存在,抵消了实际汇率与投资加速增长对经常账户平衡的影响。

结合上述结论,随着我国经济进一步发展,将面临经常账户失衡的压力。伴随我国居民储蓄率的降低与人民币汇率机制的完善,财政政策对经常账户的影响机制逐渐形成。在人民币升值与国内通货膨胀预期仍较为强烈的情况下,我国长期实施的扩张性财政政策对经常账户平衡的不利影响已经开始显现。因此,面对当前世界经济发展趋缓、对外出口增长下滑的不利条件,实施审慎的宏观财政政策、降低税负水平、完善社会保障

制度能够有效地维持经常账户平衡,拉动居民消费,扩大内需,对我国产业结构升级、经济可持续发展具有重要战略意义。

参考文献

- [1] 李扬,殷剑锋. 中国高储蓄率问题探究——1992~2003年资金流量表的分析. 经济研究, 2007(6).
- [2] 魏陆. 财政政策与经常项目赤字关系研究. 中央财经大学学报, 2001(10).
- [3] Bruce E. Hansen. Threshold effects in non-dynamic panels: Estimation, testing and inference [J]. Journal of Econometrics, 1999, 93: 345-368.
- [4] Christopher Erceg, Luca Guerrieri, Christopher Gust. Trade Adjustment and the Composition of Trade [J]. Journal of Economic Dynamics and Control, 2006, 32: 2622-2650.
- [5] Christiane Nickel, Isabel Vansteenkiste. Fiscal policies, the current account and Ricardian equivalence [J]. Working Paper in European Central Bank, 2008.
- [6] Donald Cox, Tullio Jappelli. Credit Rationing and Private Transfers: Evidence from Survey Data [J]. Review of Economics & Statistics, 1990, 72: 445-454.
- [7] Giancarlo Corsetti, Gernot J. Müller. Twin deficits: squaring theory, evidence and common sense [J]. Economic Policy, 2006, 21: 597-638.
- [8] Jacob Frenkel, Assaf Razin. Fiscal Policies and Growth in the World Economy [J]. MPRA Paper 22109, 1996.
- [9] John J. Seater. Ricardian Equivalence [J]. Journal of Economic Literature, 1993, 31: 142-190.
- [10] Maurice Obstfeld, Kenneth S. Rogoff. Exchange Rate Dynamics Redux [J]. Journal of Political Economy, 1995, 103: 624-660.
- [11] Robert J. Barro. Are Government Bonds Net Wealth? [J]. Journal of Political Economy, 1974, 82: 1095-1117.
- [12] Robert J. Barro. The Ricardian approach to budget deficits [J]. The Journal of Economic Perspectives, 1989(3).

(责任编辑:张薇)

A Study on Early-warning Indicator System of China's Financial Risk under the Condition of Opening-up*Sun Lixing*(30)

From the viewpoint of the formation mechanism of the financial crisis , this paper constructs a comprehensive early-warning system for financial risks by using four sets of risk indicators about macro economy , financial markets , bank operation and financial opening-up. It applies dynamic analytic methods to examine the early-warning effect of this indicator system on the trend of changing financial risk , so as to provide a quantitative judgment for the warning signal of financial crisis outbreak. The study shows that the volatility of short-term cross-border capital flows and the increasing amounts of short-term foreign debts due to financial opening-up will put a large impact on the stability of financial system. Therefore it needs to be closely supervised.

Does a Flexible Exchange Rate Regime Facilitate Current Account Adjustment: A Difference-in-Differences Approach*Ding Haoyuan Zhang Zhidong Jin Yuying*(38)

In this paper , using the difference-in-differences approach , the Asian financial crisis and the collapse of the Bretton Woods system as the “natural experiments” are chosen to study the relationships between exchange rate system and the adjustment of current account respectively. Empirical results show that , compared with the fixed exchange rate system , floating exchange rate regime failed to significantly facilitate the adjustment of current account. By having the country with current account surplus from fixed exchange rate system to a floating exchange rate system will not improve the global current account imbalances.

Fiscal Deficit , the Current Account and Government Debt*Qi Hongqian Geng Peng*(46)

This article uses threshold panel model to estimate the impact of fiscal policy on the current account in 42 advanced industrialized countries and emerging economies from 2000 to 2009 , and tests the condition for the establishment of Ricardian equivalence effect. Empirical study shows that fiscal policy and the current account indicates the situation of “twin deficits” , as well as a higher tax burden is important for the establishment of Ricardian equivalence. The negative impact on the current account balance due to China's long-term implementation of the expansionary fiscal policy is already appeared. Therefore , the implementation of cautious macro-fiscal policy and tax cuts is very important for the current account balance and healthy economic development.

Promotion of Outward Direct Investment on the Technological Level of Exports: A Theory and Empirical Study based on China's Inter-Provincial Data*Cai Dongqing Zhou Jing*(52)

By simple expansion of the theoretical model of Hausmann et al. 's (2007) , after adding the variable of outward foreign direct investment , the paper finds that OFDI based on comparative advantages has a direct role in promoting the technical level of export , and that both of the number of OFDI enterprises and the scale of outward direct investment have positive correlation to the technical level of export. An empirical test based on China's inter-provincial data also supports this conclusion. Meanwhile , the paper has done further empirical research with China's inter-provincial data , and finds that China's provincial OFDI could directly promote the technical level of export. The promotion is positively effected by “absorption capacity” measured by human capital and R&D input , and negatively effected by area endowment measured by capital labor ratio , institutional factor , area economic scale , import technology level and existing technology level. To achieve the coordinated development of “going out” and “trading power” strategy , China needs to strengthen the human capital accumulation and R&D input , and also pays attention to the overall coordination of factor endowment , institutional construction , economic development and technology accumulation across the regions.

The Effect of High Technology Service FDI on Manufacturing Efficiency in Host Country: A Research based on Mediating Effect*Hua Guangmin*(58)

Under globalization background , service industry has become the main stream of international investment with all countries