

# 我国国债宏观经济效应研究综述<sup>\*</sup>

王涛, 苗润雨

(南开大学经济研究所, 天津 300071)

**[摘要]**自1981年国债恢复发行后,尤其是1994年财政制度改革以后,国债作为宏观经济调节手段发挥了越来越大的作用。本文主要对近年国债的经济增长、通货膨胀、挤出效应、可持续性宏观经济效应的研究进行综述。

**[关键词]**国债;宏观经济效应;综述

**[中图分类号]**F812.5 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1672-0598(2010)05-0044-05

自1981年我国恢复国债发行后,国债发行呈持续上升态势。1994年预算制度的改革,使该年成为国债发行的“分水岭”。1998年积极财政政策的实施,使国债发行额和余额快速上涨。2005年由积极财政政策转为稳健财政政策,国债发行速度有所减慢,但是国债余额仍不断增加。国债的大规模发行以及日益增大的国债余额引发了人们对国债问题的关心,出现了大量的专著和论文。这些专著和论文主要集中在两方面:一是关注国债的微观运行机制,如国债发行、流通、转让和偿还等;二是关注国债的宏观经济效应,如对经济增长、民间投资与消费、通货膨胀以及国债政策的可持续性等。本文主要对近年来国债的宏观经济效应的研究成果进行综述。

## 一、李嘉图定理的成立问题

在国债经济效应研究领域,李嘉图定理一直是各派经济学者争论的焦点。李嘉图定理的基本含义是:课税或者举债作为政府增加收入的两种方式,对人们经济行为(投资和消费)的影响是无差别的,即政府为其支出筹措资金而选用特定的融资手段并不会引起人们经济行为相应调整。从最终经济效应看,国债和税收是等同的。如果李嘉图定理成立,那么利用国债筹资就是无效的。所以研究我国国债的宏观经济效应问题,首先必须研究李嘉图定理在中国是否成立。

郭庆旺和赵志耘(1999)的分析指出李嘉图定理在中国不成立的原因主要包括:(1)我国发行的国债基本上属于减税国债,可以刺激总需求增加;(2)我国国债余额/收入比率相当低;(3)我国资本市场不完全,且储蓄利率与国债利率不相同;(4)消费者边际消费倾向不同;(5)我国税收制度是多种税收组成的复合税制,不是单一税制,更不是只课一次税的总付税。其后,郭庆旺和赵志耘等(2007)又利用协整技术对1978—2003年相关数据进行实证检验,进一步证明李嘉图定理在中国不成立。

冯文荣(2002)指出李嘉图定理在中国不成立是由于以下几个原因:(1)李嘉图定理成立的前提条件是国债的非生产性,而我国国债主要用于公共投资支出;(2)李嘉图定理成立的税收条件是以所得税为主,而我国仍然是以间接税性质的流转税为主体税;(3)我国国债发行规模仍然比较小。

类承曜(2003)认为李嘉图定理在中国不成立的原因在于:(1)理性预期假设难以满足;(2)跨代利他动机不存在,财政赤字帮助父母将债务遗留给了后代;(3)资本市场不完全;(4)信息不充分;(5)税收并非一次性总量税。并构建了消费、国民收入、税收和国债之间的计量模型进行实证检验,证实了其理论分析的正确性。

\* [收稿日期] 2010-06-14

[作者简介]王涛(1976—),男,河北保定人;南开大学经济研究所博士生,主要从事宏观经济学研究。

苗润雨(1981—),男,天津人;南开大学经济研究所博士生,主要从事宏观经济学研究。

肖盛勇 (2008) 利用 Koenig 法对 1981—2005 年相关数据进行实证分析表明李嘉图定理在中国不成立。

从以上理论分析和实证检验来看, 学者普遍认为李嘉图定理在我国不成立, 国债能够对宏观经济产生效果。但是新近也有一些学者提出了反对意见, 杨东亮和陈守东 (2009) 借鉴绍尔的模式, 利用协整方程对 1979—2005 年相关数据进行检验, 发现存在未来预期的情况下, 李嘉图定理在中国是渐进成立的。

## 二、国债的经济增长效应

较早对国债经济增长效应进行研究的是刘溶沧和马拴友 (2001), 他们利用包括人力资本、技术和公共政策的生产函数模型对 1980—1999 年相关数据进行回归分析, 发现无论是基本赤字国债还是全部国债, 如果能够用于公共资本投资, 就能够显著促进经济增长。

此后, 一系列学者采用各种方法对国债的经济增长效应进行了研究, 结果也比较一致。郑萍和康锋莉 (2005) 采用格兰杰因果检验方法, 发现国债在短期对经济增长具有拉动作用, 但是长期则不明显。王维国和张晓华 (2006) 基于 Greiner 提出的包含国债与赤字的内生增长框架建立模型实证分析表明我国国债主要用于公共领域投资而不是政府消费和转移支付, 通过公共领域投资, 国债显著促进了经济增长, 而且截至 2003 年, 仍没有构成重大的国债风险。谢子远 (2007) 利用马拴友 (2001) 给出的 IS-LM 分析框架, 测算 1981—2005 年财政政策乘数在 1.46~1.61 之间, 并利用此方法测算国债 1998—2004 年国债平均每年拉动经济增长 0.86 个百分点, 在 1998 年拉动效应最大, 达到 1.70 个百分点, 此后拉动作用下降。乌跃良 (2007) 从货币数量方程出发, 构建了简明的单独计算国债对经济增长影响的模型, 并进行实证分析得到国债对于促进经济增长效果显著, 在一定时期内能够得到双倍收益, 但是由于货币供给量 M1 的增长速度不断加快, 导致 1998 年以后国债收益单调下降, 说明了货币增长过快削弱了国债对经济的拉动作用。占超和宋珊 (2008) 利用格兰杰因果检验, 得出在 5% 置信范围内, 国债发行量是 GDP 变化的原因, 也即国债发行促进了经济增长。白积洋 (2009) 基于总生产函数分析框架, 构建计量模型并作出实证检验后认为国债政策通过金融渠道作

用机制加快了社会基础领域的建设, 国债资金转化为公共资本的速度相当快, 随着基础设施条件的改善, 经济将加速增长, 显著地促进了人均真实 GDP 的增长, 这在 1996—2006 年间尤为显著。

虽然学者对于国债促进经济增长观点比较一致, 但是也有一些学者注意到了国债对于经济增长的乘数效应不大的问题, 并试图提出了一些解释。乌跃良 (2007) 认为由于货币供给量 M1 的增加导致国债收益下降。谢子远 (2007) 则认为是大规模发行国债的同时, 并未控制税收增长, 格兰杰因果检验表明国债导致了税收大幅度增长, 抑制了国债对经济增长积极作用的发挥; 另外, 国债管理不严谨造成大量国债收入用于政府消费也是国债乘数不高的原因。黄江涛和丁枢 (2008) 则认为在公益项目中的大量寻租活动导致了乘数不高。

## 三、国债的“挤出效应”分析

理论上讲, 国债的发行会导致利率上升, 对民间投资产生挤出效应; 但是另一方面, 国债投资于公共设施或者用于政府支出, 还可能对民间投资产生挤入效应。郭庆旺、赵志耘 (1999)、戴园晨 (2003) 认为国债具有挤入效应, 而庄龙涛 (1999)、章晟 (2003)、梁学平 (2003) 则认为具有挤出效应。因此单从理论上讲, 其效果是不确定的, 应进行实证分析。

刘溶沧和马拴友 (2001) 以 1984—1999 年相关数据进行回归分析, 结果表明公共投资对民间投资的挤出效应不显著, 但公共资本提高了私人部门的收益率。杨文奇和李艳 (2005) 通过对投资主体投资份额、总量的相关分析以及国债投资方向的聚类分析, 认为现阶段由于国债投资方向与宏观经济环境的原因, 国债发行对民间投资挤出作用较小, 带动作用较大。曾青春和刘松竹 (2006) 通过 IS-LM 模型对国债的挤出效应进行的实证分析表明我国目前国债挤出效应低, 以发行国债为主的积极财政政策仍然可持续一段时间, 但是应注意投资方向和防范风险。郭宏宇 (2009) 通过对 1985—2008 年间民间投资函数的实证分析, 得出结论: 一方面, 公共资本对民间资本具有拉动作用, 国债发行又带动了公共资本的扩张, 从而产生对民间投资的拉动作用, 由于民间投资需求对公共资本弹性下降, 国债的拉动效应逐步降低; 另一方面, 真实利率抑制民间投资, 但是因为财政赤字难以影响真实利率, 所以国债的挤出效应并不显著; 总的来看, 我国国债

对民间投资的净效应为正,但是这一净效应的强度不断下降。

但是也有学者的实证结果并不相同。崔兴芳(2006)将民间消费和民间投资分别作为因变量,自变量选取为 GDP、政府财政收入(包括预算外收入)、国债发行额、国债余额,建立 4 个计量模型,利用 1978—2000 年数据进行实证分析表明国债流量对居民消费有微弱促进作用,对民间投资有挤出效应;国债余额对民间消费有微弱促进作用,对民间投资没有影响。李朋林(2006)通过构建包含国债子系统的宏观均衡模型,系统地分析了举借国债对资本形成的影响。结论表明,举借国债规模的扩大会带来各种资产均衡收益率的上升,由于投资收益率并不能因此提高,将导致企业的投资规模趋于减小,因此对资本形成不利。谢子远(2007)利用格兰杰因果检验的实证结果也表明利用国债的公共投资对民间投资产生了一定挤出效果。雷曜和张翔(2009)则利用事件研究法证明,从企业债和国债利差的角度来看,国债发行的挤出效应确实存在,在国债发行招标日附近可以观察到显著的挤出效应。从不同评级来看,国债发行对以 AAA 级企业债为代表风险偏好类似的资金挤出效应最强;从不同期限来看,国债发行的期限越长,越不容易产生挤出效应。

#### 四、国债的民间消费效应

发行国债的最终是为了刺激总需求,总需求中最大的组成部分是消费需求,因此能否拉动民间消费增长,也是国债政策的重要目的之一。从理论上讲,国债既可能对民间支出产生拉动效应,也可能产生替代作用。因此对其进行实证检验十分必要,近年来也有很多学者对此问题进行了研究。

郭宏宇和吕风勇(2006)利用结合了持久收入假说与生命周期假说的消费函数构建计量模型对 1998—2002 年国债的居民消费效应实证研究表明国债具有较强财富效应,促进了居民消费增加。但是这种财富效应是在借新债还旧债的国债偿还策略下形成的,如果国债政策过快退出,就会弱化这种财富效应,造成消费需求下降。所以其政策含义是国债即使在不可持续的情况下,也要缓慢退出。

马树才和刘忠敏(2009)采用 1981—2007 年数据,用协整和误差修正模型分析了我国国债对民间消费的效率,结果表明:无论是从长期还是短期

看,国债的存量和流量都促进了我国的民间消费,国债发行量的短期波动系数为 0.14,国债余额的短期波动系数为 0.053。

许先普(2010)基于居民消费跨期最优化分析框架,在李嘉图等价框架下从经验角度考察了中国政府支出对居民消费的影响。短期内,李嘉图等价不成立,政府支出与居民消费呈互补关系,即政府支出增加将导致居民消费增加。尤其需要注意的是,与通过征税来增加政府支出相比,通过发行国债增加政府支出对总需求的扩张效应更大,积极的财政政策在我国是有效的。但在长期中,政府支出将完全挤占居民消费支出,因而支出政策不宜用于实现政府的长期经济目标。

然而也有一些学者持有不同观点。谢子远(2007)利用格兰杰因果检验表明国债并没有对民间消费产生拉动作用。相反,对于政府消费产生了明显拉动作用,但是政府消费也没有带动民间消费的扩大,说明了政府消费政策处于非理性状态。所以总的结果就是国债对于拉动居民消费是无效的。

#### 五、国债的货币供应和通货膨胀效应

汤凤林和韩健(2007)利用一元线性回归对 1985—2003 年间我国国债发行额与各层次货币供应量的关系进行的实证研究表明国债发行额刺激了货币供给量增加,而且 M2 的增加幅度远大于 M1。但是谢子远(2007)利用格兰杰因果检验表明国债发行量主要是刺激了 M2 的扩张,对 M1 没有明显影响,国债余额对于各层次货币供应量都没有明显影响。毛定祥和陈婷(2008)利用单位根检验、协整检验和 Granger 因果检验对 1979—2005 年数据进行实证研究表明,中国的国债余额与货币供应量之间存在因果关系,国债余额增加导致了货币供应量增加,利用状态空间模型表明其弹性系数出现波动增长趋势。所以总体来看,国债发行还是促进了货币供应量扩张。但是人们更为关心的是国债的快速发行是否导致了通货膨胀。

刘华(2004)考察了 1985—2000 年我国物价指数与国债余额以及每年国债发行额的走势,发现它们变化趋势很不一致,因此认定国债并未产生通货膨胀效应。郭红玉(2005)考察了我国国债余额增长率、货币供应量增长率以及通货膨胀率得出结论,20 世纪 90 年代以后,国债不是引起通货膨胀的原因。马拴友、于红霞和陈启清(2006)利用月度 VAR 模型检验我国国债余额与短期利率、通货

膨胀的关系,发现在不考虑隐性和或有债务的情况下,国债余额对利率和通货膨胀有某种影响,但影响非常小,国债余额并不是利率上升和通货膨胀的重要原因。

另一些学者则认为国债对于通货膨胀负有重要责任。陈时兴(2001)考察了1986—1998年我国的狭义货币增长率、国内外债务余额增长率与滞后一年的通货膨胀率的变动趋势,认为上述几个变量存在大体相同的经济周期波动特征,因此国债余额的通货膨胀效应存在。靳卫萍(2003)认为主流经济学关于货币外生的假设是错误的,货币供给完全是商业银行体系创造的,利率通过调节资本存量价值来调节投资或货币需求和商业银行的货币供给。如果收入和储蓄是给定的,那么国债将引起利率上升;如果并没有给定收入和储蓄,国债的发行将带来通货膨胀。对我国的一些实证研究表明国债发行带来了通货膨胀。谢子远(2007)利用格兰杰因果关系检验法实证研究也表明1982—1993年国债对通货膨胀没有明显影响,但是1994—2005年,国债则具有明显的通货膨胀效应。

## 六、国债规模与可持续性问题的

贾康(1996)在《国债适度规模、债种结构与利率匹配》一文中认为“在一国每一特定时期的特定条件下,必然客观地存在着某种适度债务规模的数量规定性”,由此引发了对中国国债适度规模的讨论。近年来,由于积极财政政策实施,更引起了人们对这个问题的兴趣。

王晶晶(2005),构建国债规模变化动态模型的实证研究表明,如果保持2003年的经济增长速度、赤字比率和国债发行条件不变,只要实际经济增长率高于国债实际利率,那么国债实际规模虽然会越来越大,但是国债负担率会趋于稳定,因此国债风险仍是可控的。洪源和陈英(2005)建立了一个简单动态模型,利用1997—2003年数据对我国国债进行分析,表明我国国债呈现出可持续发展的动态趋势,只要政府加强国债的管理,就不会出现国债规模风险。陈建奇(2006)利用不确定性两期代际交叠模型分析,认为中国国债是否可持续取决于中国宏观经济动态效率,并以Zilcha动态效率充要条件和AMSZ法则结合中国实际经济运行得出中国经济动态无效的结论,从而可以认定国债政策是可持续的,可以通过庞氏策略实现帕累托改进和社会福利的提高。谭晓兰(2007)根据中国数据的

分析发现:在无特殊外部因素的扰动下,2002以来国债负担率稳定在约25%的水平,中国国债具有可持续性。涂立桥(2005)依据Blanchard(1990)提出的检验国债可持续性的方法,对我国1997—2002年国债可持续性进行了检验,表明我国国债仍是可持续的,但是政府违约的可能性在增加,因此应当采取缩减财政支出或者增税的办法降低国债余额。

但是也有一些学者对此问题表现出了担忧。马拴友(2001)构建了公共部门可持续性的一般理论框架,并作出实证分析,认为如果只考虑传统的国债作为财政基本赤字的弥补来源,当前的积极财政政策是不可持续的。李伟(2009)利用债务—赤字动态均衡模型以及公共部门偿债能力风险模型进行实证分析,认为以中国目前的赤字率水平而言,国债负担率的确偏高,直逼警戒线,尤其近几年积极财政政策的实施,使得这一问题更加严重。崔治文和袁野(2010)采用GDP与财政支出中的投资性支出这两个最主要的变量,建立国债发行规模的EGARCH模型,预测了我国未来5年的国债发行量,采用国债偿债率与国债依存度这两个指标的国际标准分析我国情况,认为存在国债风险问题。

## 七、小结

关于我国国债的宏观经济效应的研究,除在李嘉图定理是否成立以及国债拉动经济增长的问题取得了比较一致的意见以外,其余问题仍然存在激烈的争论。引起争论的原因可能在于:(1)各研究者使用的指标口径不统一。如我国没有公共投资的专门统计,所以研究者采取的口径并不统一,谢子远(2007)归纳了四种口径的公共投资,并分别测算了他们是否受到了国债的影响,发现结果很不一样。在其他一些指标的选取时也面临类似的问题,这就造成了研究者使用的术语虽然一样,但是内容出现了重大差别。(2)一些模型的设定过于简单,仅仅利用趋势分析,而没有排除其他因素对所研究变量的影响。另外,一些模型在设定时对于中国的实际考虑不多,以致最后结果可能出现偏差。因此建议以后的研究尽量统一术语的计量和统计口径,并且在建立模型时充分考虑中国实际。

### [参考文献]

- [1] 郭庆旺,赵志耘. 财政理论与政策——当前若干重大问题探讨[M]. 北京:经济科学出版社,1999
- [2] 郭庆旺,赵志耘,贾俊雪,吕冰洋. 积极财政政策效果及

- 淡出策略研究 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2007
- [3] 冯文荣. 浅析国债效应 [J]. 宁夏社会科学, 2002(11).
- [4] 类承曜. 李嘉图等价定理的理论回顾和实证研究 [J]. 中央财经大学学报, 2003(2).
- [5] 肖盛勇. 李嘉图等价定理实证研究 [J]. 合作经济与科技, 2008年1月号下.
- [6] 杨东亮, 陈守东. 李嘉图等价定理的中国实证检验 [J]. 学习与探索, 2009(3).
- [7] 刘溶沧, 马拴友. 赤字、国债与经济增长关系的实证分析——兼评积极财政政策是否有挤出效应 [J]. 经济研究, 2001(2).
- [8] 郑萍, 康锋莉. 国债融资的经济增长效应分析 [J]. 甘肃社会科学, 2005(2).
- [9] 王维国, 张晓华. 我国国债与经济增长关系的计量分析——兼论国债负担对国债经济增长效应的影响 [J]. 中国管理科学, 2006(10).
- [10] 马拴友. 我国的财政政策乘数和效应测算: 1983-1990 [J]. 贵州财经学院学报, 2001(4).
- [11] 谢子远. 我国国债宏观经济效应实证研究 [M]. 杭州: 浙江大学出版社, 2007.
- [12] 乌跃良. 国债与经济增长关系的定量分析 [J]. 财经问题研究, 2007(6).
- [13] 占超, 宋珊. 国债-宏观调控的新武器-基于我国国债发行量的实证分析 [J]. 财政研究, 2008(4).
- [14] 白积洋. 国债政策对经济增长的作用机制研究——基于中国金融发展的计量检验 [J]. 经济前沿, 2009(7).
- [15] 黄江涛, 甄. 中国国债投资的乘数效应分析 [J]. 财政监督, 2008(22).
- [16] 杨文奇, 李艳. 国债挤出效应的实证分析 [J]. 山西财经大学学报, 2005(3).
- [17] 曾青春, 刘松竹. 财政赤字、国债及其挤出效应的 IS-LM 模型分析 [J]. 金融与经济, 2006(9).
- [18] 郭宏宇. 我国国债对民间投资需求的影响——基于 1985~2008 年间宏观经济数据的实证研究 [J]. 金融理论与实践, 2009(11).
- [19] 崔兴芳. 国债筹资对民间投资和消费的经济效应实证分析 [J]. 浙江工贸职业技术学院学报, 2006(1).
- [20] 李朋林. 我国举借国债对资本形成的影响——一个均衡模型 [J]. 生产力研究, 2006(9).
- [21] 雷曜, 张翔. 利率角度来看我国国债发行的挤出效应 [J]. 金融发展研究, 2009(11).
- [22] 郭宏宇, 吕凤勇. 我国国债的财富效应探析——1985~2002年间我国国债规模对消费需求影响的实证研究 [J]. 财贸经济, 2006(1).
- [23] 马树才, 刘忠敏. 国债对民间消费效率的计量分析——基于协整和 ECM 模型的检验 [J]. 当代经济管理, 2009(7).
- [24] 许先普. 政府支出对居民消费的影响——对 Barro-Ricardo 等价之谜的中国经验分析 [J]. 产经评论, 2010(1).
- [25] 汤凤林, 韩健. 我国国债发行的货币供给效应研究 [J]. 内蒙古财经学院学报, 2007(1).
- [26] 毛定祥, 陈婷. 国债规模与货币供应量关系的实证研究 [J]. 上海大学学报(自然科学版), 2008(4).
- [27] 刘华. 公债的经济效应研究 [M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2004.
- [28] 郭红玉. 国债经济效应研究 [M]. 北京: 对外经济贸易大学出版社, 2005.
- [29] 马拴友, 于红霞, 陈启清. 国债与宏观经济的动态分析 [J]. 经济研究, 2006(4).
- [30] 陈时兴. 中国转型期国债的金融分析 [M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2001.
- [31] 靳卫萍. 从内生性货币供给的角度看国债 [J]. 当代经济科学, 2003(1).
- [32] 王晶晶. 我国国债政策的可持续性研究 [J]. 首都经济贸易大学学报, 2005(1).
- [33] 洪源, 陈英. 国债可持续发展的实现——一个综合分析框架 [J]. 中央财经大学学报, 2005(5).
- [34] 陈建奇. 庞氏骗局、动态效率与国债可持续性 [J]. 世界经济, 2006(12).
- [35] 谭晓兰. 我国国债的可持续性研究 [J]. 西南交通大学学报(社会科学版), 2007(6).
- [36] 涂立桥. 我国国债可持续性的研究 [J]. 统计与决策, 2005年4月下.
- [37] 马拴友. 中国公共部门债务和赤字的可持续性分析 [J]. 经济研究, 2001(8).
- [38] 李伟. 中国国债风险状况的实证分析及模型研究 [J]. 中央财经大学学报, 2009(6).
- [39] 崔治文, 袁野. 我国国债发行规模的预测分析 [J]. 经济问题, 2010(1).

(责任编辑: 夏东, 朱德东)

## Review of Researches on Macro-economic Effect of China's National Debt

WANG Tao MIAO Run-yu

(Economic Research Institute Nankai University, Tianjin 300071 China)

**Abstract** Since China restarted to sell national debt in 1981, especially China's financial system was reformed in 1994, the national debt as an adjusting method of macro economy has played more and more important role. This paper makes review on the macro-economic effect of the national debt on economic growth, inflation, squeezing-out effect, sustainability and so on.

**Key words** national debt; macro-economic effect; review