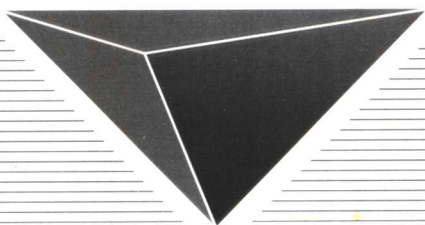


对外经济贸易大学学术著作出版资助项目



国债宏观经济 效应研究

郭红玉 著

The Macroeconomic Effects
Of Public Debt

对外经济贸易大学出版社

对外经济贸易大学学术著作资助项目

国债宏观经济效应研究

The Macroeconomic Effects of Public Debt

郭红玉 著

对外经济贸易大学出版社

(京) 新登字 182 号

图书在版编目 (CIP) 数据

国债宏观经济效应研究/郭红玉著. —北京: 对外经济贸易大学出版社, 2005

ISBN 7-81078-461-7

I. 国... II. 郭... III. 公债 - 研究 - 中国 IV. F812.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 029205 号

© 2005 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

版权所有 翻印必究

国债宏观经济效应研究

郭红玉 著

责任编辑: 刘 红

对外经济贸易大学出版社

北京市朝阳区惠新东街 12 号 邮政编码: 100029

网址: <http://www.uibep.com>

山东济南汇丰印刷有限公司印装 新华书店北京发行所发行

成品尺寸: 140mm × 203mm 8.875 印张 230 千字

2005 年 3 月北京第 1 版 2005 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 7-81078-461-7/F · 283

印数: 0 001 - 5 000 册 定价: 18.00 元

中国人民大学财政金融学院 王传纶教授

许多国家都发行政府债券，或以其他方式筹措资金，弥补课税的不足，弥补经常性财政收支差额，解决政府为行使其职能所需的财力。因此，国债应是财政不可分割的一部分。

当国债发行已经经常而且达到相当大的规模时，国债市场必然会形成，而且成为一个国家金融市场的主要组成部分；国债成为一种基准证券，国债利率成为金融市场的基准利率。这样看来，国债也是一个国家金融体系中的重要因素。

国债是政府债务凭证，同时也是其持有人的一种金融资产。当企业持有这种资产时，国债收益率的高低、市场价格的升降、其交易的规模和便利程度等等，对企业的投资组合、经营管理和融资结构都有影响。当居民家庭持有这种资产时，上述种种因素对居民的消费、储蓄和投资行为也会有影响。这样看来，国债政策和国债制度对为数众多的市场行为主体的经济活动都有一定影响，进一步看，也会影响全社会资源配置的经济效率。

国债既然对微观经济有广泛的影响，必然也会影响宏观经济运行。国债政策是政府的一种宏观经济政策，国债制度也就成为政府可以运用的调控经济的手段。宏观经济政策的目标是经济运行的稳定和增长以及社会经济的持续发展，国债在实现这些宏观经济目标中应能起一定的作用。这样看来，国债经济应是宏观经济的一部分。

郭红玉同志的专著《国债宏观经济效应研究》论述了有关

国债问题的上述诸多方面，但着重在宏观层面，从总量均衡和经济增长两个角度分析国债的经济效应。研究有一定深度，触及到微观经济层面。研究也有相当的广度，不仅探讨国债对总需求的影响，也考虑了国债对储蓄、投资以及总供给的影响。由于国债是财政的一部分，作者对税收和政府支出与国债的关系作了细微深入的分析。鉴于当今经济全球化的趋势，作者对开放经济的条件下国债会引起国际资本流动，影响汇率和利率的变化，影响一个国家的国际收支平衡和内外经济关系，都作了相应的分析。书中对中国国债的演变和政策思想的变化也作了恰当的阐述。本书内容丰富，我读后很感欣慰，也受到不少启发。为此，愿介绍给广大读者。

此外，还想提出一点。作者在本书中对有关国债的经济思想的发展，作了比较系统的概括和中肯的分析。这在学术上也是很有价值的。

约在两百年以前，李嘉图曾提出政府增加债务和增加税收二者的经济效应是相同的观点。20世纪80年代美国经济学家巴罗等加以发展，形成了著名的“巴罗-李嘉图等价原理”，颇有影响。在此基础上，巴罗演绎成“债务中性”理论，认为：在一定的假设条件下，政府财政支出规模的大小与私人家庭财富的多少之间有此长彼消的关系，但政府因支出增大而形成的赤字差额如何解决，是以借债还是以增税来应付，对私人财富却是没有什么关系的。显然，上述“等价原理”和“债务中性理论”能否成立，对国债的政策和实践都至关重要。

国债和课税能否“等价”？国债是否“中性”？国内外有不少经济学家用实证来检验，其结果是肯定和否定都有，很难有一致意见。理论分析也不易得到明确的结论。因为无论“等价原理”还是“债务中性理论”都有严格的理论前提，而这些前提并非都是现实的。但重要的是，李嘉图早在两百年前已经觉察到

国债不仅仅是政府“筹资”工具，而且必然与政府支出和税收、居民收入和支出、民间储蓄和投资等密切相关。可以这样说，李嘉图是注意到国债的宏观经济效应的。他的“原理”中“等价”的观点未必为后人所接受，但他的视角无疑是值得后人学习的。作者在本书中就是这样做的，而且做得很好。

对外经济贸易大学金融学院院长 吴军教授

本书是郭红玉同志在她的博士论文基础上修改完成的，并获得了对外经济贸易大学 2004 年度学术著作出版资助。作者是与共事十多年的老同事，现为对外经济贸易大学金融学院副教授、货币经济系主任。

从理论上讲，一个国家的宏观经济政策取向不外乎有相机抉择和单一规则两种。所谓相机抉择是指政府根据宏观经济形势的需要，主动运用财政政策和货币政策直接刺激或抑制经济增长。例如，我国政府在 1996 年运用“适度从紧”的货币政策成功地抑制了经济过热、实现了宏观经济“软着陆”，1998 年以来运用“积极”的财政政策扩大内需，引致经济走出萧条、恢复增长，均是运用相机抉择的宏观调控手段取得显著成效的案例；所谓单一规则是指政府的经济政策保持稳定性，无论财政政策还是货币政策不随经济形势的变化做大的调整，而是通过保持货币供应量的稳定、建立灵活的利率机制和汇率机制，以及通过财政的累进税制和转移支付制度，自动“熨平”经济波动。

两种政策各有特点，相机抉择的原则使政府可以审时度势，在宏观经济出现大的波动时可以运用货币政策工具和国债、税收、财政支出等工具，主动出击，抑制或刺激经济增长；单一规则强调政府减少对经济的经常性干预，通过透明度较强的政策以及完善的经济制度和稳定的游戏规则，使经济主体在参与经济活动时能够获得一个稳定的预期，减少经济运行的政策损失。改革

开放后，我国政府宏观调控基本上是遵循相机抉择的原则，并在实践中获得成功。进入 21 世纪后，随着我国经济起飞的基本完成，社会经济开始由资源约束向需求型约束转化，经济发展目标由高速增长转向稳定增长。相应地，宏观政策取向也从“逆经济周期”转向“财政货币双稳健”，单一规则的政策原则开始受到人们的关注。

推行单一规则的政策取向是有条件的。它需要成熟而稳定的市场体制和人们对市场的理性参与，更需要整个社会能够围绕所要遵循的规则达成妥协和取得一致。因此，宏观调控政策的选择应取决于当时的经济环境和政府的宏观经济目标，两种政策并不存在高下之分，也并非是非彼即此。事实上，即使是市场经济体系成熟的国家也没有完全放弃对经济运行的干预。例如，最近欧盟各国就放宽政府财政赤字标准达成协议，即赋予了财政政策在宏观调控中的更大作用空间。

国债是市场经济条件下极具宏观意义的经济变量。一方面，国债属于财政范畴，国债发行规模和支出方向是政府财政政策的一部分，直接体现着政府参与国民收入分配的深度；另一方面，国债又属于金融范畴，与金融市场、货币政策密切相关。可以认为，国债操作是财政政策和货币政策相配合的重要环节。但是，国债是否能够成为政府调节需求、干预经济的手段，则取决于国债与消费、投资、储蓄和利率等宏观经济变量的关系。

郭红玉同志长期从事货币金融理论与政策方面的教学科研工作，具有较高的学术水平、坚实的理论基础。20 世纪 90 年代中、后期，曾与我一道成功地完成了中国人民银行的《适度从紧的货币政策操作与实施》、《市场经济条件下财政政策与货币政策的配合与协调》等重点研究课题。本书正是在借鉴现代宏观经济调控有效性理论的基础上，结合我国实际，深入研究财政政策和货币政策的结合部——国债政策的有效性问题的。其有意

义之处不仅在于从历史的角度总结了我国国债政策理论与实践的发展，更重要的是在系统总结、评述前人对国债问题研究成果的基础上，对国债宏观经济效应进行了多角度的分析，着力讨论了国债与总量均衡、增长要素、对外开放和金融运行的关系，研究的角度和方法远远超了解释政策、评价政策的范畴，具有较高的理论价值，提升了我国国债理论与政策的研究水平。对于深入理解国债运行机制，正确发挥国债政策的作用有着重要的指导意义和政策参考价值。

中国的经济改革已经进行了二十多年，人们已经开始逐步建立起了税收、贴现、预期等观念，并成为指导经济行为的重要依据。正是这种变化内生地产生了政府宏观经济政策从相机抉择向单一规则转化的需要。但是，中国的市场制度成熟到什么程度，市场自发达成广泛协调的能力有多大，在多大程度上还需要政府的介入，这都是需要深入研究的问题。因而，郭红玉同志在国债和国债政策方面所做的研究工作是很有价值的。

本书摘要

自亚当·斯密以来经济学家们就开始研究国债的宏观经济效应。在自由竞争时代，休谟、斯密等人认为政府发债是侵蚀国家的生产资本，因而反对政府发债。李嘉图也反对政府大规模举债，但反对的理由却是发债与税收的等价观点，李嘉图提出了被后人称为“李嘉图等价定理”的基本思想，他认为政府发债只是暂时增加了当期收入，但从长期看，增加的债务必然要通过增加税收来偿还，个人财富并未有实际的增加，因此，政府举债和增税的宏观经济效应相等。国债观点发生实质性转变始于国家干预思想的形成。20 世纪 30 年代的经济危机表明，有效需求不足是资本主义经济波动的主要原因，凯恩斯主张政府应通过需求管理熨平经济波动，而“举债支出”则是扩大需求，实现就业的最佳途径。托宾等人继承了凯恩斯的国债思想，强调国债对扩大需求、刺激经济增长的积极作用。第二次世界大战以后各国国债市场规模的不断扩大，提升了国债政策在宏观调控中地位和作用。而国债规模不断扩大的制度原因，是信用货币制度和浮动汇率制度的建立扫除了政府施行赤字预算的技术障碍。

国债政策在我国经历了与西方国家基本相似的发展道路，从 20 世纪 80 年代以前对国债的限制和摒弃，到 80 年代至 90 年代中期国债的恢复和发展，以至 90 年代中后期国债政策宏观调控地位的逐步确定，追求预算平衡的古典财政思想逐步让位于扩张性的财政理念，国债政策已成为政府进行需求管理、促进经济增长的主要手段之一。对国债的认识也逐渐超越财政范畴，国债和国债市场在宏观经济中的作用越来越受到重视。

我国国债理论的发展演变内生于经济管理体制的制度变迁，与国民收入分配体制和资金管理体制的变革密切相关，国民收入分配格局发生重大变革产生的财政压力是恢复国债发行的制度原因；另一方面，由于我国政策性金融机构的局限性，国家信用主要体现在政府举债，国债政策成为政府实现产业政策的主要工具，也导致了经济增长对国债政策的依赖性。

债务中性问题是研究国债宏观经济效应必须回答的基本问题，根据巴罗－李嘉图的债务中性理论，国债对宏观经济的影响是通过国债发行影响消费者经济决策实现的，如果政府债务增加能够影响消费、储蓄和投资（利率），政府举债就能够对宏观经济运行产生影响，扩张性财政政策就是有效的；如果政府举债和增税对经济的影响是等价的，国债资产效应不存在，运用国债政策进行需求管理就是无效的。债务中性是否成立是凯恩斯主义和新古典宏观经济学争论的焦点，新古典经济学认为政府举债不会产生减税刺激消费需求增长的作用，因而反对凯恩斯主义以债务融资支撑赤字性扩张财政政策的主张，要求减少政府干预；以托宾为代表的凯恩斯主义者，则通过大量研究说明债务中性原则不成立，扩张性财政政策（国债政策）有效。

债务中性原则的理论贡献是揭示了政府债务与税收之间、政府支出与个人财富之间的本质关系，给出了政府预算的约束条件，提醒政府在制定财政政策（债务政策）时必须考虑债务发行与未来增税之间的关系，政府支出（赤字）对民间财富的影响以及他们可能采取的对策。其局限性在于成立的条件过于苛刻。从国债对消费的影响上看，现阶段债务中性原则在我国不成立；但从国债对储蓄和利率的影响上看，国债发行又具有一定的中性特征，分析这种矛盾的现象及其原因，说明转轨经济中国债对经济的影响和影响途径不同于纯粹的市场经济，同时也得出在现阶段我国能够运用国债政策扩大需求刺激经济增长的结论。

本书对国债宏观经济效应的研究基本上遵循了李嘉图等价定理的分析框架,在债务非中性的假设前提下,从总量均衡和增长要素两个角度展开。首先,在有效需求不足和非充分就业状态下,研究政府举债对总需求的扩张作用。国债对总需求的扩张作用主要来自国债资产效应对消费需求的刺激作用,增支国债对消费需求和投资需求的扩张作用,减税国债在增加个人可支配收入进而对消费支出的刺激作用以及借新还旧型国债通过债券期限结构变化对消费需求和投资需求的影响。但即使在非充分就业条件下,国债对总需求的影响也不一定是扩张性的,如果国债发行导致利率上升,就可能对总需求产生抑制作用,因此,国债发行是否具有扩张作用关键取决于货币政策的配合,即国债货币化程度,如果国债规模扩大伴随货币供给增加总需求就会随之扩大,但这又带来通货膨胀风险。

对我国国债对总需求影响的实证分析表明,国债是否引致通货膨胀还取决于国债发行的应债来源,由于我国扩张性财政政策主要是将民间“剩余储蓄”转化为投资,因此,增支型国债在扩大需求的同时没有引起物价和利率的上涨。但值得注意的是,随着我国市场化程度的加深和宏观经济环境的改变,国债对宏观经济的影响以及影响途径存在着不确定性,这将对国债政策产生重大影响。

从增长要素角度研究国债宏观经济效益,主要是讨论国债对储蓄和投资的影响。根据经济增长理论,投资和储蓄是从宏观上影响经济增长的两个主要变量,而国债是政府影响储蓄和投资的主要手段之一。国债对储蓄的影响表现为赤字型国债通过对税收的平滑作用保持储蓄的稳定增长,国债对税收平滑作用的另一层意思是指用国债发行替代增税收可以保持税收的稳定增长,避免因预算赤字导致政府增税而加深经济衰退。国债对投资的影响体现在政府通过增支型国债即建设型国债直接扩大投资支出并在资

本市场不完全的情况下实现“剩余储蓄”向投资的转移。但国债对经济增长的作用或正或负，取决于国债投资对私人投资是否具有“排挤效应”。国债投资的排挤效应主要是通过利率机制实现的，如果国债发行和投资支出增加导致利率上升，可以认为排挤效应存在；如果国债发行和投资支出增加没有引起利率上升或者只有很小幅度的波动，则可以认为政府投资的支出效应大于对私人部门的排挤效应，净效应大于零。

由于以国债支撑的政府投资支出增加一般是发生在经济不景气或经济衰退时期，政府投资支出增加是对私人投资不足的弥补，从而产生诱生投资的效果，至少在短期内，政府国债投资支出有可能对经济增长产生正效益。从长期看，考虑到政府国债投资项目效益的外溢性以及作为政府投资政策的矫正作用，国债政策在协调经济的短期增长和长期发展方面有着独特的作用。

对1998年以来我国政府扩张性财政政策的实证研究表明，在经济不景气时期，国债投资政策的运用在一定程度上弥补了储蓄—投资机制的缺陷，促进了经济增长和扩大就业。

开放经济条件下国债的宏观经济效应比封闭经济条件下更为复杂。在开放经济中政府债务会引起资本的国际流动，导致债务负担在“异质经济主体”之间转移。根据斯蒂格利茨的分析，美国政府预算赤字引起的资本流入是其20世纪80—90年代贸易赤字的主要原因，而由此导致的美日经济贸易摩擦使日本国民为美国政府承担了巨额的债务负担，开放经济中资本流动和债务负担转移主要是通过利率机制和汇率机制实现的。这种通过政府债务引致资本流动的机制特别有利于那些拥有世界主要储备货币的国家政府实行有利于本国的财政金融政策。我国现行外汇管理体制使财政赤字对外国资本流入的依赖程度很低，政府和企业部门的投资缺口主要由住户部门的高储蓄来弥补，但随着我国参与国际金融市场程度的加深，也应当防止由于资本流动可能带来的国

民福利净损失，这是实现人民币汇率自由浮动、开放资本账户和利率市场化等金融政策制订时应该予以密切关注的问题。

以上是从国债财政职能角度讨论和评价国债政策的经济效应，从金融职能的角度探讨国债政策在宏观调控中的作用将得出更为积极的结论。国债金融职能是国债作为信用工具的内生性职能，主要表现为国债和国债市场在金融体系中的基准作用，以及在维护和促进金融市场流动性方面的特殊作用。国债和国债政策能够成为政府宏观调控工具，其理论基础是国债具有铸币税功能。在现代货币制度下国债是政府实现货币发行权、取得铸币税收入的惟一渠道，因此，一部分货币发行可以通过央行购买国债的方式实现即国债货币化，这是国债发行能够独立于预算赤字，以及中央银行运用公开市场业务调控基础货币的经济基础，也是财政货币政策协调配合的空间所在。国债政策的地位和作用取决于宏观调控模式，当经济运行的主要矛盾由通货膨胀转为通货紧缩，需求不足成为经济增长主要制约因素时，国债政策就成为政府实施扩张性财政政策的主要手段。我国国债政策的地位和作用随着宏观经济环境和宏观调控方式的变化而变化，在扩张性财政政策中，国债的金融职能主要表现在国债市场对现行金融制度缺陷的弥补。总之，国债金融职能拓宽了国债政策的作用范围，国债的铸币税功能和国债市场在维护市场流动性方面的特殊作用，使国债政策具有较强的独立性，而建立一个发达和完善的国债市场是充分发挥国债政策宏观调控作用的必要条件。

Abstract

The economists since Adam Smith have been studying the macroeconomic effects of the public debt. In the era of free competition, Hume, Smith, and other economists think that issuing public debt by the government will corrode the country's productive capital and, therefore, are against it. Ricardo is also against issuing public debt on a large scale by the government, but the reason he gives is that issuing public debt is the equivalent to taxes. Ricardo has proposed the latter — named Ricardo Equivalence Theorem. He thinks that the government just increases its income temporarily by issuing public debt, and in the long run, the increased debt must be repaid through increased tax, and there was no real increase in the wealth. Therefore, the macroeconomic effects of issuing public debt are the same as those of increasing tax. Substantive change in the view of issuing public debt took place after the government intervention thought became into shape. The great depression in 1930s showed that the main reason for the fluctuation of the capitalist economy was the shortage of effective demand. Keynes maintains that the government should iron out the economic fluctuations through demand management. He thinks that issuing public debt is the best way to increase the demand and employment. Economists such as Tobin inherited Keynes' thoughts on the public debt and emphasized the positive effects of public debt in increasing demand and stimulating the economic growth. Constant expansion of public debt market in vari-

ous countries since World War II has increased the importance and roles of public debt policy in macroeconomic management. And the institutional reasons of continuing expansion of public debt market is that the credit money system and the floating exchange rate system have cleared the government's technical obstacles for implementing a deficit-budget policy.

The public debt policy in China has experienced the similar development path as in the western countries. Before 1980s, public debt was restricted and prohibited, and in 1980s and the middle of the 1990s, state bonds were resumed and developed. In the latter half of 1990s, the role of public debt in macroeconomic management has been accepted gradually. And the classical thought of balanced fiscal policy has given way to the expansionary fiscal policy. The public debt policy has become one of the main policies for the government to manage the demand and promote the economic growth. It is also recognized that public debt is not just a matter of fiscal policy. And more and more attention was given to the roles of the public debt and public debt market.

The development of the public debt theory in China was embedded in the institutional changes of economic management system, and it was closely related with the national income distribution and capital management system. The financial pressure caused by the change of national income distribution system was the institutional reason for resuming public debt issuance. Another reason for the dependence of economic growth on public debt policy was that the limitation of the policy financial institutions makes issuing public debt become the only form of public credit, and public debt policy has become the main tool for the government to implement industrial

policy.

When we study the macroeconomic effects of the public debt, we have to answer the basic question of debt-neutrality. According to the Barro and Ricardo Debt-Neutrality Doctrine, the macroeconomic impact of public debt is realized by influencing consumers' decisions. If the increase in government debt can influence consumption, savings and investment (the interest rates), issuing public debt can influence the macroeconomic operation, and the expansionary fiscal policy is effective; If issuing public debt and increasing taxes have the same effects on the economy, the asset effect of public debt will not exist, and the use of public debt policy to manage demand is not effective. The Debt-Neutrality Doctrine is the focus in the debate between Keynesianism and the new classical economics. The new classical economics thinks that issuing public debt will not achieve the same result as cutting taxes in stimulating the consumption, and therefore, they are against Keynes' opinion of expansionary fiscal policy supported by issuing public debt and suggest reducing government intervention. Keynesians with Tobin as the representative proved that the debt-neutrality principle does not hold on the basis of a lot of research, and the expansionary fiscal policy (the public debt policy) is effective.

The contribution of the theories on debt-neutrality is that it reveals the essential relationship between the government debt and tax, and that between the government expenditure and individual wealth. It gives the constraint of government budget, and reminds the government of considering, in making fiscal policy (debt policy), the relationship between issuing public debt and future increase of tax, the impact of government expenditure (deficit) on the civil wealth,