

公债管理政策有效性的理论分析

宋永明¹, 梁春满²

(1. 中国社会科学院 财税研究中心, 北京 100836; 2. 中国人民银行总行 银行管理司, 北京 100800)

摘要: 本文将传统的李嘉图等价定理引入到公债管理政策的分析中, 建立了公债管理政策的无效性假说, 并在此基础上分析得出成立的前提条件, 最后通过检验得出: 无效性假说所隐含的大多数前提条件与现实并不相符, 因而政策无效性的命题在实践中并不成立。

关键词: 公债管理政策; 政策无效性; 预算约束

中图分类号: F810.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2003)08-0015-7。

现代西方经济理论均将公债管理政策定义为政府通过发行、偿还和调换等政策措施调整公债结构(期限、持有者、利率品种等), 以此来影响经济动向、实现经济目标和宏观经济政策。但是, 公债管理是否可以作为一项有效调控经济的宏观经济政策, 长期以来一直是理论界争论的焦点, 本文将借助传统的李嘉图等价定理来探讨公债管理政策的有效性问题的。

一、李嘉图等价定理与公债管理

李嘉图等价定理最初是用来讨论国家为筹措战费(纯消费性支出)采用征税还是举债的。他认为, 政府无论举债还是征税, 都会使一国的生产性资本等额减少, 举债所导致的利息支付, 只是将一部分人手中的收入转移至另一部分人, 这对公众收入的影响与征税相比并没有什么区别。也就是说, 以举债替代增税的经济效应是“中性的”(neutral)。李嘉图的这一论述并不深奥, 甚至未超出同时代其他经济学家的水平(袁东, 2000), 但他所采用的对征税举债进行比较的研究方法, 却为后续经济学家研究公债的经济效应打开了思路。

表面看来, 李嘉图等价定理所研究的征税一举债决策是探讨公债规模变动的经济效应, 这与本文所研究的公债结构调整问题并不相关。但我们注意到, 公债结构的调整(即公债品种的调换)会直接改变政府未偿公债的特征, 而债务特征的改变又会体现在公债偿付的变化上, 进而引起未来政府偿债税费的调整。为便于分析, 我们将公债管理的策略分为两类: 一类是涉及未来债务偿付水平的操作, 如政府以长期公债调换为等额的短期公债, 不仅会推迟未来征税偿债的时间, 还可能提高偿债税费的水平; 另一类是不涉及债务偿付水平的操作, 如从机构投资者手中赎回公债的同时面向居民发行同等条件的公债, 这时公债管理只涉及债券持有者的变化而不会改变未来的偿债水平。在满足既定的假设前提下, 上述两种策略所导致的经济效应均会为税收的相应调整所抵消。这样看来, 原本以公债规模的经济效应为研究对象的李嘉图的等价定理也可以用来分析公债结构的效应问题。

我们通过政府和公众的预算约束均衡模型来详细阐述“公债管理的李嘉图等价定理”。首先

收稿日期: 2003-04-11

作者简介: 宋永明(1974—), 男, 山西晋城人, 中国人民银行总行银行管理司, 经济学博士;

梁春满(1969—), 男, 河北迁安人, 中国社会科学院财税研究中心经济学博士。

作如下假定^①:经济体系中存在公债和私债两种金融工具,投资者只限于居民个人;公债市场是完全出清的,即政府发行的公债恒等于居民持有的公债;所有公债和私债都是折价发行、到期后按面值一次性偿还的零息债券(zero-coupon bond),而且债券期限都不小于1期^②;政府的税收全部面向居民征收。这时,政府在时期t的预算约束可表示为:

$$G_t + B_{t-1,t} = T_t + \sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau} (B_{t,\tau} - B_{t-1,\tau}) \quad (1)$$

其中: $B_{t,\tau}$ 代表t期公债余额中即将于 τ 期到期的债券面额, $P_{t,\tau}$ 代表将于 τ 期到期的各种公债在t期的理论市场价格的加权平均值^③, G_t 、 T_t 分别代表政府在t期的经常性支出和税收收入。(1)式左边代表政府在t期的财政支出,它包括经常性支出和债务偿还支出两部分;右边代表政府在t期的财政收入,它包括税收收入和公债发行收入两部分,其中 $\{B_{t,\tau} - B_{t-1,\tau}\}_{\tau=t+1}^{\infty}$ 代表t期各种期限债务的新增额。

再来看居民的情况。由于金融市场上只有公债和私债两种,居民的收入主要来源于工资、到期回收的公债本息以及私债本息三部分。这样居民在t期的预算约束可表示为:

$$W_t + B_{t-1,t} + D_{t-1,t} - T_t = M_t + C_t + \sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau} (B_{t,\tau} - B_{t-1,\tau}) + \sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau}^* (D_{t,\tau} - D_{t-1,\tau}) \quad (2)$$

其中: $D_{t,\tau}$ 代表在t期私债余额中即将于 τ 期到期的债券面额, $P_{t,\tau}^*$ 代表将于 τ 期到期的各种私债在t期理论市场价格的加权平均值; W_t 、 C_t 、 M_t 分别代表t期居民的工资收入、消费支出和以货币形式储存的财富;其他字母的含义同上。(2)式左边代表居民在t期的可支配收入,它由当期工资收入、公债及私债的到期额三项加总再扣除当期应纳所得税后形成;右边代表居民收入在t期的各项运用,它由居民手持货币新增、消费性支出和投资性支出组成,其中投资支出等于公、私两种债券当期新增的总和。应当注意,居民预算约束中 C_t 、 $P_{t,\tau}^*$ 是两个非常重要的指标,前者代表居民消费水平的变化,后者是对民间投资产生直接影响的金融市场利率,它们都是实质经济变动的标志。

由于政府和居民在任何情况下都满足各自的预算约束条件,现在我们利用这两个预算恒等式来分析公债结构调整的效应。根据前面的界定,如果公债管理改变了未来公债本息偿付水平和时间,那么根据李嘉图等价定理,债券到期后政府对居民的征税也要随之发生变化,即(1)式中的 $B_{t-1,t}$ 和 T_t 的变化相同。在市场出清的前提下,居民的纳税水平和所得到的债券本息也要发生相应变动,即(2)式中的 $B_{t-1,t}$ 和 T_t 的变化也是相同的。由于(2)式中的 C_t 、 $P_{t,\tau}^*$ 不变,因而公债管理对实质经济不产生影响。这里以期限结构调整为例说明如下:

如果政府于 t_0 期在金融市场上以 P_{t_0,t_1} 的价格卖出(或称发行)1单位长期公债,然后再将卖券收入赎回 $P_{t_0,t_1}/P_{t_0,t_s}$ 单位短期公债($t_1 > t_s$)。尽管此时公债的结构发生了变化,但由于政府的发行总收入 $\sum_{\tau=t_0+1}^{\infty} P_{t_0,\tau} (B_{t_0,\tau} - B_{t_0-1,\tau})$ 没有发生任何变化,因而 t_0 期政府和居民预算约束方程中的各项指标均不变,实质经济不受影响。

再来看 t_s 期。由于居民手中的短期公债减少 $P_{t_0,t_1}/P_{t_0,t_s}$,那么 t_s 期政府的公债偿还额 B_{t_s-1,t_s} 将减少 $P_{t_0,t_1}/P_{t_0,t_s}$ 单位,由政府预算约束(1)式, t_s 期政府为偿债所征税费 T_{t_s} 也会发生等额下降。政府预算方程的这一变化反映到居民预算约束方程上,即是 t_s 期居民的债务本息收入 B_{t_s-1,t_s} 减少 $P_{t_0,t_1}/P_{t_0,t_s}$,但同时所纳税费 T_{t_s} 也减少 $P_{t_0,t_1}/P_{t_0,t_s}$ 。两相抵消,居民的预算约束式中的 C_{t_s} 、 $P_{t_s,\tau}^*$ 保持不变,实质经济未受到影响。

同理也不难分析 t_1 期的情况。由于居民增加持有长期公债1个单位,那么 t_1 期政府的债务偿还额 B_{t_1-1,t_1} 将会增加1个单位,根据政府预算约束(1)式, t_1 期政府为偿债所征税费 T_{t_1} 也会等额增加。这一变化反映到居民预算约束方程(2)上,即是 t_1 期居民的债券本息收入 B_{t_1-1,t_1} 提高1

个单位,但由于政府征税水平上升,居民纳税额 T_t 此时也增加 1 个单位。两相抵消,在 t_1 期居民的预算约束方程(2)中的 C_t 、 $P_{t,\tau}^*$ 也保持不变,实质经济并未发生变动。

对于公债管理并不改变未来公债本息偿还水平和偿还时间的情况,具有代表性的即是公债持有者结构的调整。从政府角度看,如果在公债发行总额 $\sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau} (B_t - B_{t-1,\tau})$ 未变的条件下公债持有者结构改变,那么政府的预算方程(1)式不会受到影响。对于居民,持券人结构的改变只会影响债券到期后本息收入在全体居民中的分布,但不会改变所获本息的总额,它与居民所缴纳的偿债费税是恒等的。尽管李嘉图本人并没有涉及公债持有者的问题,但李嘉图等价定理中却暗含着公债不会产生再分配效应,亦即公众的边际支出(消费和投资)倾向是相同的(詹姆斯·托宾,1992)。由此可见,公债持有者结构的调整也不会对居民预算约束方程中的 C_t 、 $P_{t,\tau}^*$ 产生影响,这样公债管理也是无效的。现举例说明如下:

假如金融市场上有两类居民投资者 X、Y,政府于 t_0 期以价格 P_{t_0,t_1} 向居民 X 发行了 1 单位债券,同时从居民 Y 手中赎回了 1 单位同样的债券。在 t_0 期政府和居民的预算方程不发生任何改变,公债调换对经济不会产生任何影响。在债券到期后的 t_m 期,政府债券偿还额 B_{t_{m-1},t_m} 和税收 T_m 保持不变,预算约束方程(2)式与调换前并无区别。从居民来看,居民 X 因债券持有额增加,在 t_m 期债券本息回收 B_{t_{m-1},t_m}^X 增加 1 单位,根据(2)式,在其承担税负不变的情况下(如为 1/2 个单位),他的可支配收入增加 1/2 个单位;对于居民 Y,由于其债券持有额减少,因而在 t_m 期债券本息回收 B_{t_{m-1},t_m}^Y 会减少 1 单位,如其所承担税负也保持 1/2 不变,那么 Y 的可支配收入将会减少 1/2 个单位。这样看来,尽管居民的可支配收入的结构发生了变化,但总额未变,在居民边际消费倾向不变的情况下,(2)式中的 C_t 、 $P_{t,\tau}^*$ 保持不变,公债管理是无效的。

综上所述,我们根据政府和居民的预算约束均衡模型,以李嘉图等价定理为理论依据论证得出公债管理对经济运行不会产生影响的结论,我们称之为公债管理政策的无效性假说。

二、公债管理政策无效性假说成立的假设条件

众所周知,李嘉图等价定理的成立是以诸多严格的假设条件为前提的。这些假设条件显然也是公债管理政策无效性成立的基础,它们大多已隐含在我们前面的分析中,这里我们逐一分析如下:

首先,在前述对政府预算约束的讨论中,我们认定:如果公债管理导致债券偿付水平、时间发生变化,那么公债到期后的政府税收也要随之发生同样的变动。不难看出,这一命题的成立意味着政府是完全通过税收来偿付公债的,公债本息偿付水平、时间的变化要完全反映到政府征税的变化上。一旦政府利用举借新债等其他收入来源偿付到期公债,公债管理政策将不会是无效的,因为此时债务管理对公债偿付的影响将不会或不完全会反映到税制的变化上。这一点表现在公债到期时的(2)式中,即是居民应纳税额的变化 ΔT_t 和到期应收本息的变化 $\Delta B_{t-1,t}$ 不再相等,二者之差即为政府的举新偿旧额(如果政府的偿债来源除税收外仅为增发新债),即:

$$\Delta B_{t-1,t} - \Delta T_t = \Delta \sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau} (B_t - B_{t-1,\tau}), \text{ 且 } |\Delta T_t| < |\Delta B_{t-1,t}| \text{ ①} \quad (3)$$

也就是说,公债到期时居民的可支配收入将变化 $(\Delta B_{t-1,t} - \Delta T_t)$ (等式左边),这一变化与居民公债持有额的变化 $\Delta \sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau} (B_t - B_{t-1,\tau})$ 是完全对应的(等式右边)。表面看来居民收支变化相抵,但公债规模变化 $\Delta \sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau} (B_t - B_{t-1,\tau})$ 将会改变居民总支出中消费 C_t 和储蓄 M_t 、 $\sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau} (B_t - B_{t-1,\tau})$ 之间的比例关系。现代消费理论指出,居民的消费支出是由当期收入、预

期收入和当期财产总额决定的,即: $C_t = \beta_1 Y_t + \beta_2 \bar{Y} + \beta_3 A_t$ ⑤ (4)

其中: Y_t 、 \bar{Y} 、 A_t 分别代表居民当期收入、预期收入和当期财产总额; β_1 、 β_2 、 β_3 分别代表当期收入、预期收入和当期财产总额的边际消费倾向。根据(4)式,如果居民预期公债到期后的收入 \bar{Y} 增加

$\Delta \sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau} (B_{t,\tau} - B_{t-1,\tau})$,那么,其目前消费额 C_t 就要发生变化,变化幅度取决于边际消费倾向 β_2 的大

小。这样在居民的预算约束式(2)中,如果政府用于举新偿旧的公债数额 $\Delta \sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau} (B_{t,\tau} - B_{t-1,\tau})$ 增

加,进而导致居民预期可支配收入上升,那么 M_t 和 $\Delta \sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau}^* (B_{t,\tau} - B_{t-1,\tau})$ 将向 C_t 转化;反之,将会导

致居民预期可支配收入下降, C_t 将向 $\Delta \sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau}^* (B_{t,\tau} - B_{t-1,\tau})$ 和 M_t 转化。其次,在前面的分析中,我们

将政府预算约束式(1)中的政府债务的偿付和税收的课征分别与居民预算约束式(2)中的居民债券本息回收和税收的缴纳完全对等起来,这又暗含着另一个假设前提,即居民目前完全清楚由政府债务管理所引起的未来税收的变化。在这种情况下,即使公债管理改变了公债的偿还水平,居民也不会认为自己的可支配收入会随之改变,因为债券持有额的提高意味着未来的应纳税额也要提高,债券持有额下降意味着未来应纳税额也要下降。如果这一假设不成立,也就是说即使政府完全随着公债偿付的变化调整税收,但居民不能清楚地认识到目前公债管理与未来税负变化之间的关系,或虽能认识到,但基于某种原因并不在意,那么居民未来应纳税额变化的预期值 ΔT_t 和到期应收本息的变化 $\Delta B_{t-1,t}$ 就不再相等。根据(3)式,预期收入的变化自然会引起目前居民消费函数的调整。沿用前面的分析思路,如果公债管理提高了未来债券的偿付水平,但居民预期税收并未相应提高,即 $0 \leq \Delta T_t < \Delta B_{t-1,t}$,那

么居民的预期可支配收入则增加 $\Delta \sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau} (B_{t,\tau} - B_{t-1,\tau})$ 。根据(4)式,居民预期可支配收入的变化

必然反映到目前的预算约束式中,从而引起货币 M_t 和投资支出 $\sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau}^* (B_{t,\tau} - B_{t-1,\tau})$ 向消费支出 C_t 转化。

将这个假设推进一步,居民将未来债券本息收入的变化与未来应纳税收的变化相对应起来,又是以居民的剩余生命期限大于债券的剩余期限为前提的,或者说即使居民的剩余生命期限小于债券剩余期限,但居民具有理性的利他主义^⑥(rational altruism)动机,它会像关心自己的消费一样去关心后代的消费,这样他就会遗留给后代与未来应纳税款变化额相对应的财富。如果某些居民在债券到期之前去世,而且不具有理性利他主义动机,那么,即使他们能够预测到目前的债务管理操作对后代应纳税额的影响,但这也不会反映到其目前的预算方程中。事实上,他们会在

剩余生命期限里将尽可能多的货币 M_t 和投资 $\sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau}^* (B_{t,\tau} - B_{t-1,\tau})$ 向消费支出 C_t 转化,以提

高自己的福利水平;或者尽可能多地将消费支出 C_t 向货币 M_t 和投资 $\sum_{\tau=t+1}^{\infty} P_{t,\tau}^* (B_{t,\tau} - B_{t-1,\tau})$ 转

化,以提高后代的福利水平。而后代则被迫在前代遗留财富或负债的基础上将上述过程反向转化,以保证从整个债券偿付期限来看持有者具有理性的预算约束。这种债券偿付期内的跨代再分配效应(intergeneration redistribution effect)所引起的居民消费支出在时间序列上的不平衡,显然会对实质经济产生影响。

再次,在前述预算均衡模型分析中,我们以(2)式代表全体居民的预算约束式,这就意味着政府的公债管理操作不会在居民之间产生再分配效应。换言之,公债管理对每个居民的预算约束方程的影响都是完全相同的,或者即使公债管理改变了居民的可支配收入,但其总的经济效应也会因居民边际消费倾向完全相同而互相抵消。公债管理不具备再分配效应,要求每个居民都要

以相同比例参与公债的调换和应纳税额的变动,即:

$$\theta_i \Delta B_{t-1,t} = \delta_i \Delta T_t, \text{其中 } i=1, 2, \dots, n; \sum_{i=1}^n \theta_i = 1, \sum_{i=1}^n \delta_i = 1 \quad (5)$$

其中: θ_i 代表居民 i 所持公债变动的比例, δ_i 代表居民 i 所承担的税费调整的比例。由(5)式进一步可推导出:

$$\theta_i = \delta_i \quad (6)$$

一旦部分居民的上式不成立,其可支配收入就要发生变化。譬如,全体居民可分为两类:一类为居民 A,他们在公债管理后持有了较多的公债,而相比之下其所承担的税负额有所下降,即 $\theta_A > \delta_A$;另一类为居民 B,他们在公债管理后持有了较小的公债而承担了较重的税负,即 $\theta_B < \delta_B$ 。这样对于居民 A 而言,其预期可支配收入增加 $(\theta_A - \delta_A)B_{t-1,t}$,根据(4)式其当期消费支出可提高 $\beta_{2A}(\theta_A - \delta_A)B_{t-1,t}$ 。与此同时,居民 B 的预期可支配收入减少 $(\delta_B - \theta_B)B_{t-1,t}$,当期消费支出可减少 $\beta_{2B}(\theta_B - \delta_B)B_{t-1,t}$ 。这样居民的整体消费支出的变化为:

$$\begin{aligned} \Delta C_t &= \beta_{2A}(\theta_A - \delta_A)\Delta B_{t-1,t} - \beta_{2B}(\delta_B - \theta_B)\Delta B_{t-1,t} \\ &= (\beta_{2A}\theta_A + \beta_{2B}\theta_B)\Delta B_{t-1,t} - (\beta_{2A}\delta_A + \beta_{2B}\delta_B)\Delta B_{t-1,t} \end{aligned} \quad (7)$$

不难看出,由于 $\theta_A + \theta_B = 1, \delta_A + \delta_B = 1$,因而当 $\beta_{2A} = \beta_{2B}$ 时, ΔC_t 为 0。也就是说,只有在全体居民的边际消费倾向完全相等时,公债管理对消费性支出的影响才会相互抵消。

另外,为避免政府征税对经济产生扭曲(distortion)效应,政府对应于公债管理所进行的偿债税费的调整应当是一次总调整,这就要求政府所征的税收必须是一次总付税(lump-sum tax)。只有这样,政府偿债税费变动所产生的福利损失对经济的影响才只有收入效应,而无替代效应,从而不会对实质经济产生影响。

公债管理政策无效性成立的最后一个主要假设是:政府公债调换并没有引进一个市场中并不存在完全可替代私债的公债品种,如果一旦引入了这一新型券种,那么就要求资本市场是完全竞争的。由于理性的消费者会根据其一生的财富来安排消费,而通常居民青年时预期收入较高但目前收入较低,这样在既定的边际消费倾向下,青年居民就存在着通过借款来提高其目前消费水平的欲望。但是,由于种种原因,青年居民可能根本得不到与他一生财富相匹配的贷款,亦即他会受到“流动性约束”(liquid constraint)的限制。如果债务管理所引入的公债在市场中均有与其完全可替代的券种,那么公债调换不会改变市场的交易机会(trading opportunities)(L. K. C. Chan, 1983; Alessandro Missale, 1999),居民所受“流动性约束”的状况不会改变,其消费行为也保持不变。但是,如果政府通过公债调换引入一种与现有私债均非完全可替代的新型公债(如流动性极高),这就为青年居民扩大消费提供了条件:他们可迅速将新型债券变现以用于即时消费。不难看出,在这种情况下政府的债务管理操作事实上为消费者提供了通过向未来借款满足目前消费的机会(因为将来居民还要缴纳偿债税费)。为确保在公债管理引入新型券种之后居民仍不改变自己的消费行为,就要假定资本市场中不存在“流动性约束”,即所有居民均可将手持债券随时零成本变现,同时还要求资本市场中允许无限卖空交易(unlimited sell short),以确保部分居民手中无可变现债券时通过卖空交易获得抵押贷款。

以上我们分析了债务管理不改变居民消费所需满足的假设条件,事实上这些条件在居民投资支出不变的分析中也能得出。

如果居民因能够完全预期到政府发债所引起的未来偿债税费的变化而不将公债作为净财富,而且资本市场是完全竞争的,即使目前引入一种无替代品的新型公债,从长期来看投资组合的收益和风险也不会改变。这样,新型公债的引入也不会为居民创造出更好的投资机会,因而公债管理政策失效。

至此,我们得出公债管理政策无效性假说成立的前提条件是:(1)政府税收的变动与公债的偿付是完全对应的,公债本息偿付水平、时间的变化要完全反映到政府征税的变化上;(2)目前居

民完全清楚因公债管理所引起的未来纳税的变化,并且在后代遗留财产方面具有理性利他主义倾向;(3)全体居民的边际消费倾向是完全相同的,以至于公债管理操作不会在居民之间产生再分配效应;(4)政府所征的税收是一次总付税;(5)资本市场是完全竞争的。

这里特别需要强调的是,上述条件是在分析公债管理影响到未来债券偿付水平的情况下得出的,对于不影响债券偿付水平的公债管理操作(如公债持有者结构的调整),上述条件并非都是必要的。具体而言,因为公债的偿付水平未变,那么政府是通过征税还是发债筹集偿债资金、居民是否完全掌握未来政府的偿债方式以及居民是否具有代际理性利他主义都与公债管理无关,因而条件(1)、(2)并非是政策无效性假说成立的必要条件(Alessandro Missale,1999)。

三、公债管理政策有效性的成立

当代许多经济学家根据大量的实证研究认为,李嘉图等价定理成立的假设条件与现实生活相距颇远,因而该定理在实践中往往并不成立。将既有的研究成果应用于公债管理政策上来,同样可以证明在实践中公债管理政策无效性假说也是不成立的。

第一,实践中政府因债务管理所导致的未来偿债税费的变化常常并不能反映到目前居民的预期中。众所周知,目前大多数西方国家出于控制债务规模、体现受益负担原则等考虑,已将公债利息列入财政的经常性预算,由政府征税进行偿还。也就是说,公债管理所引起的债息支出变化的确可以通过未来税收的变化反映出来,即条件(1)在现实中大体可以得到满足,这也是公债管理政策无效性假说与普通的李嘉图等价定理之间的重要区别。尽管如此,未来偿债税费的变化却很难反映到居民的预期收入中去,这一方面是因为税收制度的复杂性和间接性将弱化偿债成本变动的信号,引发公债管理幻觉,从而使居民的未来收入预期难以受纳税义务变化的影响;另一方面,公债管理也极难对居民代际间的遗赠行为产生影响,在死亡时间不确定以及缺乏完善年金市场的情况下,居民甚至连全部公债资产的遗赠都难以做到理性利他主义,更别说对债务偿付变动作出精确的遗赠反应了。

第二,政府偿债资金来源的多样化也弱化了债务偿还和税收之间的联系。比如,实践中有相当一部分债务资金是投向资本性项目的(包括我国在内的发展中国家比例更大),此时政府即可用投资的直接收益或投资促进经济增长所增加的税收用于偿债,这也会导致偿债资金与居民税收负担的脱节。

第三,公债管理会对居民收入产生再分配效应。前面我们说公债偿付的变化与政府征税的变化基本相适应,这仅指总量上的等价。至于结构上的对等,则要求每一个与政府发生公债互换的居民将来所承担的税收负担也要随债券收益的变化进行相应调整,即前述(6)式必须成立,而这在实践中几乎是不可能的。因而,公债管理肯定会引起居民收入结构的调整。更重要的是,居民的边际消费倾向并不是固定不变的,它与收入水平成反比的规律已为大量理论和事实所验证。体现在(7)中,即是 $\beta_{2A} \neq \beta_{2B}$ 时,因而 ΔC_1 不为0。

第四,目前各国所征的大部分税收都不是一次总付的。鉴于一次总付税具有某些天然的缺陷,目前各国政府都不再采用这一税种,而是针对实际经济活动来设计的。事实上,随着国家干预理论的发展,税收中性的思想早已被各国所抛弃。既然如此,那么与债务管理相对应的税收调整也难以保持中性,它通过影响居民对工作与闲暇、消费与储蓄等的选择来产生经济效应。

第五,资本市场并非是完全竞争的。现实中的资本市场存在着许多缺陷,如信用体系不完善、限制无限卖空交易以及各种债券之间非完全替代等。就消费支出而言,尽管青年消费者的确存在较高的收入预期,但却因没有足够的担保品作抵押以获得所需的贷款(R. G. Hubbard and K. L. Judd,1986)。公债管理肯定会改变全部或部分居民手持债券的流动性,进而会强化或放松其所受到的“流动性约束”。就投资而言,居民在很多情况下并不会一直持有公债直到期满,而会

参与公债交易,这样公债市场价格的波动将直接影响其投资行为。在这种情况下,公债管理肯定会影响居民组合的收益和风险,进而促使居民进行投资组合调整改变对私债的需求。

总之,公债管理政策无效性假说中所隐含的大多数假设前提在现实中难以得到满足,政策无效性的命题在实践中并不成立,进而我们得出了公债管理政策有效性的结论。

注释:

- ①注意这里所说的假设是针对我们的模型而言,并非针对李嘉图等价定理。
- ②这里之所以假定市场中仅存在公债和私债两种零息债券而没有考虑其他证券形式,主要是为了简化模型。
- ③所谓公债的理论价格,即是根据证券市场的一般收益率以及公债的票面价格、票面利率、剩余期限等计算出来的价格。对于在 t 期发行的期限为 $\tau-t$ 期的零息债券, $P_{t,\tau}$ 即为其债券发行价格。
- ④政府因税收变化与债券偿付变化不相匹配所导致的债券发行的调整既可以为正,也可以为负。当公债管理导致政府债务偿付水平增加时, $0 \leq \Delta T_t < \Delta B_{t-1,t}$,新债发行额上升;反之, $0 \geq \Delta T_t > \Delta B_{t-1,t}$,新债发行额下降。
- ⑤这里列出的是莫迪利亚尼(F. Modigliani)生命周期假说理论中的消费函数,除此之外,弗理德曼(Milton Friedman)的恒久收入假说消费函数等其他当代消费理论也表达了相似的思想,详见余永定等:《西方经济学》,经济科学出版社,1997年版,第327~351页。
- ⑥理性利他主义是指居民既不是不为后代遗留财产的利己主义,也不是给后代遗留过多财产的完全利他主义,而是遗留与未来应纳税额完全对应财产额的适度利他主义。

参考文献:

- [1]宋永明. 现代西方公债管理政策理论综述[J]. 经济学动态,2002,(8).
- [2]袁东. 公共债务与经济增长[M]. 北京:中国发展出版社,2000.
- [3]吴晓求. 证券投资学[M]. 北京:中国人民大学出版社,2000.
- [4](美)詹姆斯·托宾. 资产积累与经济活动:十年后的稳定化政策[M]. 北京:商务印书馆,1992.
- [5](日)坂入长太郎. 欧美财政思想史[M]. 中国财政经济出版社,1990.
- [6]Alessandro Missale. public debt management[M]. Oxford University Press,1999,P. 1~221.
- [7]L. K. C. Chan. , Uncertainty and the Neutrality of Government Financing Policy[J]. Journal of Monetary Economics,1983,11:351~373.
- [8]R. G. Hubbard and K. L. Judd. Liquidity Constraints, Fiscal Policy and Consumption[M]. Brookings Papers on Economic Activity,1986,P. 1~50.

A Theoretical Analysis of the Effectiveness of Public Debt Management Policy

SONG Yong-ming¹, LIANG Chun-man²

(1. Bureau of Banking Management, People's Bank of China, Beijing 100800, China;

2. Research Center of Finance and Revenue, China Academy of Social Sciences, Beijing 100836, China)

Abstract: Introducing conventional Ricardian Equivalence Theorem into the analysis of debt management policy, the paper finds an ineffectiveness hypothesis of public debt management policy, and then on this basis, it puts forward essential prerequisites with which policy ineffectiveness hypothesis holds. Testifying the prerequisites one by one, it finally arrives at a conclusion that the policy ineffectiveness hypothesis is untenable in real economic practice because most of the underlying prerequisites are unrealistic.

Key words: public debt management; policy ineffectiveness; budget constraint