

宏观经济结构视角下财政支出乘数变化的原因探析：新解释与新对策^{*}

陈小亮 刘沁璇

内容提要：长期以来，中央高度重视优化宏观经济结构并取得了显著成效。现阶段，与最优状态相比，中国宏观经济结构仍有所偏离，这对企业投资和居民消费行为决策产生了深远影响，进而阻碍了财政支出政策的传导。国内外已有研究大多基于传统的西方宏观政策理论框架来分析财政支出乘数的影响因素，忽视了宏观经济结构对财政支出政策的潜在影响。本文将宏观经济结构纳入财政支出乘数的理论分析框架，并实证检验了宏观经济结构对财政支出乘数的影响及其作用机理。研究表明，宏观经济结构失衡会削弱财政支出乘数，具体表现为通过降低潜在增速、降低资本回报率和削弱企业家信心等三条重要机制对财政支出乘数产生冲击。进一步地，宏观经济结构对财政支出乘数的冲击大小取决于政策空间的充裕程度。如果财政政策空间较为充裕，可以在一定程度上缓解宏观经济结构失衡所带来的冲击。基于上述结论，本文提出需要重视结构政策的运用，通过统筹优化各类宏观经济结构，从根本上提升财政支出乘数。此外，还应加强政策协调配合以节约政策空间，加强增长政策运用以增强长期增长动力。

关键词：财政支出乘数 宏观经济结构 潜在增速 资本回报率 企业家信心

作者简介：陈小亮，中国社会科学院经济研究所编审，100836；

刘沁璇（通讯作者），中国人民大学经济学院博士研究生，100872。

中图分类号：F822.0 **文献标识码：**A

文章编号：1002-8102(2026)07-0052-21

^{*} 基金项目：国家自然科学基金专项项目“人口老龄化进程中的经济动态平衡与最优调控政策框架设计”（72342033）；中宣部马克思主义理论研究和建设工程重大项目“健全宏观经济治理体系研究”（2024MZD018）；教育部哲学社会科学研究重大专项项目“中国宏观经济学的自主知识体系构建研究”（2023JZDZ025）。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。刘沁璇电子邮箱：lqx@ruc.edu.cn。

一、引言

近年来,面对错综复杂的国际形势和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务,中国经济运行稳中有进,经济增速在全世界主要经济体中持续处于领跑地位。同时,中国经济也面临一定挑战。宏观政策“三策合一”数据库的数据显示,2012—2025年中国经济产出缺口平均为-0.7%,其中有11年存在产出缺口为负的情况。^①以财政支出政策为代表的稳定政策是调控经济的重要手段,但面对经济下行压力,近年来中国的财政支出乘数还有待提升(陈诗一、陈登科,2019),可见财政支出政策对总产出的带动作用需进一步加强。针对这一问题,中央经济工作会议和政府工作报告多次提出要强化宏观政策逆周期和跨周期调节力度,提升宏观经济治理效能。^②这表明,财政支出政策不仅要承担短期稳增长的逆周期调节功能,还要承担跨周期调节功能。考虑到宏观经济结构会对企业投资和居民消费等经济运行活动产生跨周期影响,进而影响宏观政策的作用效果,有必要从宏观经济结构的视角出发,准确识别财政支出乘数变动的关键影响因素,提出针对性对策以提升财政支出政策的稳增长作用,促进中国经济的平稳健康发展。

已有文献大多从经济周期(陈诗一、陈登科,2019;付一婷等,2021)、汇率制度(张开、龚六堂,2018;李肖胜等,2020)、债务水平(王燕武、李文溥,2020;马勇、吕琳,2021;刘宗明,2022)、金融摩擦(郭长林,2016;朱军等,2020)等因素入手,研究中国财政支出乘数变化的原因,忽略了宏观经济结构这一关键因素可能产生的影响。2008年国际金融危机以后,中央高度重视优化宏观经济结构并取得了显著成效,但宏观经济结构失衡问题仍然存在。这限制了经济长期增长潜力并对财政支出政策传导造成结构性障碍,很可能是近年来财政支出政策难以有效带动总产出的重要原因之一。理论上,当宏观经济结构处于最优时,潜在增速才能达到合理水平,宏观经济结构偏离最优状态会导致潜在增速向下偏离(陈彦斌,2022)。潜在增速下行意味着经济供给增长能力趋弱,财政支出形成的新增需求更容易推高要素价格和生产成本,而难以带动相应幅度的实际产出增加。不仅如此,宏观经济结构失衡还会引起资本回报率下降和企业家信心减弱,进而阻碍企业投资等微观主体行为决策,最终形成财政支出乘数下降而产出缺口持续温和为负的局面。

为了弥补上述不足,本文从宏观经济结构这一新视角出发,对近年来中国财政支出乘数的变化给出新解释,并且有针对性地提出新对策。具体而言,本文基于2000年第四季度至2022年第四季度的全国宏观数据,实证检验了宏观经济结构对财政支出乘数的影响及其作用机制。本文的主要结论有三个方面。(1)宏观经济结构失衡是近年来中国财政支出乘数有所下降的重要原因之一。(2)宏观经济结构失

^① 宏观政策“三策合一”数据库网址:<https://www.mpt-index.cn/data>。

^② 例如,《2026年国务院政府工作报告》指出要“加大逆周期和跨周期调节力度,切实提升宏观经济治理效能”。

衡可以通过降低潜在增速、降低资本回报率和削弱企业家信心等机制,压低财政支出乘数。(3)在较大的财政政策空间下,宏观经济结构对财政支出乘数的影响幅度将会减弱。

本文的创新和边际贡献主要有以下三个方面。

第一,研究视角有新意。本文突破了西方宏观政策理论框架,将宏观经济结构纳入财政支出乘数的影响因素分析框架。受西方宏观政策理论框架的影响,既有文献大多将宏观经济结构视为外生不变的因素,主要从经济周期、汇率制度、债务水平、金融摩擦等短期状态变化或制度约束条件出发,只在既定宏观经济结构下研究财政支出乘数如何随状态或约束变化。与已有文献不同,本文将宏观经济结构纳入财政支出乘数变化的分析框架,指出宏观经济结构失衡是阻碍财政支出政策传导的重要因素之一。实证上,本文使用宏观政策“三策合一”数据库中的经济结构指数,能够更全面系统地测度宏观经济结构失衡程度,进而准确识别宏观经济结构对财政支出乘数的影响,为中国财政支出乘数的变化提供了新解释。

第二,机制分析有新发现。本文揭示了潜在增速、资本回报率和企业家信心等因素会对财政支出乘数产生显著影响。已有研究在进行机制分析时,大多从短期视角出发,主要考虑财政支出政策对投资、消费等变量的挤出效应这一经典机制,很少考虑潜在增速、资本回报率等长期性机制。这是因为,在传统西方宏观政策理论框架下,长期变量往往被视为相对外生且稳定,不会对短期变量如财政支出乘数等产生影响。本文则指出,宏观经济结构失衡会内生性地压低潜在增速、资本回报率和企业家信心,从而压低财政支出乘数。潜在增速下降导致产出缺口收窄,无法真实反映宏观经济面临的压力,使得只锚定产出缺口的财政支出政策力度偏低,难以及时应对潜在增速下降带来的下行压力。资本回报率下降会阻碍财政资金带动投资与消费增加,从而降低财政支出政策对总产出的边际带动效应。不仅如此,企业家信心转弱会抑制企业投资意愿和居民消费意愿,使财政支出更难带动企业投资与居民消费同步增加,从而削弱财政支出政策对总产出的边际带动效应。以上三条机制为财政支出乘数的变化提供了新解释,是对短期视角下作用机制的有益补充。

第三,政策建议有新举措。本文从优化宏观经济结构的视角,为提升财政支出乘数提供了新的对策思路。已有文献提出的对策思路往往从财政部和财政支出政策出发,建议调整财政支出政策的力度、方向和节奏,并未针对财政支出乘数变化背后的宏观经济结构因素做出应对。而本文的研究结果表明,如果宏观经济结构持续偏离最优结构,仅仅依靠财政支出政策自身的调整,很难彻底扭转财政支出乘数的下降趋势。要使用结构政策对宏观经济结构进行调整,尽可能向最优结构靠拢,消除财政支出政策传导机制中的结构性障碍,从根本上提高政策有效性,实现经济的健康平稳发展。由此,本文在已有研究所提出的政策建议之外,为提升财政支出乘数提供了新的对策。

二、文献述评和理论分析

(一) 相关文献述评

2008年国际金融危机之后,中国财政支出乘数有所下降(陈诗一、陈登科,2019)。大量文献围绕这一现象开展了学术研究,主要从以下四个方面分析了财政支出乘数下降的原因。

一是经济周期,经济低迷时期的财政支出政策对私人投资的挤出效应更小,因此政策刺激的效果更好。陈诗一和陈登科(2019)测算发现,中国财政支出乘数具有明显逆周期特征。付一婷等(2021)运用工具变量局部投影法和结构贝叶斯向量自回归等方法发现,相比经济繁荣地区,经济低迷地区的省级财政乘数更高。

二是汇率制度,主要通过利率和汇率等渠道影响财政支出乘数。张开和龚六堂(2018)使用动态随机一般均衡(Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE)模型进行研究发现,固定汇率制度下的积极财政政策难以抬升本国利率,因而财政支出乘数更高。李小龙等(2020)则指出,在考虑主权债务违约风险的情况下,浮动汇率制度下汇率贬值能够通过扩大出口部分抵消消费挤出效应。

三是债务水平,主要通过政策空间、公众预期和微观主体行为等渠道影响财政支出乘数。王燕武和李文溥(2020)发现,居民债务会经由贷款违约风险削弱居民借贷能力,从而削弱财政支出对消费和产出的拉动作用。马勇和吕琳(2021)指出,政府债务杠杆上升可能为财政支出政策预留空间,增强短期财政支出效果。但刘宗明(2022)认为,中长期政府债务上升会加大违约风险并诱发悲观预期,从而降低财政支出乘数,同时企业违约风险在短期会削弱财政政策效果,在中长期则可能通过逆向激励和道德风险机制强化财政刺激效果。

四是金融摩擦,主要通过改变信贷供给、银行杠杆和融资成本,影响财政支出对私人投资的挤出效应,从而影响财政支出乘数。郭长林(2016)基于DSGE模型发现,金融摩擦会削弱积极财政支出政策对居民消费的带动效果。朱军等(2020)区分了不同类型的金融供需摩擦,发现银行信贷供给摩擦会通过银行杠杆的顺周期性放大财政支出对私人投资的挤出效应,从而削弱财政支出乘数;而在企业融资需求摩擦下,实施积极财政政策后的通货膨胀会降低实际利率,鼓励私人投资进而提高财政支出乘数。

上述研究有助于理解近年来的财政支出乘数变化,但忽略了宏观经济结构这一影响财政支出乘数的重要因素。陈彦斌(2022)研究指出,2008年国际金融危机以后持续存在的宏观经济结构失衡问题,制约了经济健康平稳运行,降低了财政支出乘数。关于宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响,只有较少文献针对个别种类的结构失衡进行了理论研究。比如,Auerbach等(2021)使用DSGE模型的研究发现,收入分配结构失衡会削弱面向家庭的财政转移乘数;黄志刚和许伟(2017)使

用DSGE模型研究发现,实体经济与虚拟经济结构失衡会使资金“脱实入虚”,财政资金更多流向以房地产为代表的虚拟经济部门,实体经济部门的私人投资被挤出,财政支出政策对投资的带动效应下降。

不难发现,已有研究普遍存在两方面不足:一是只聚焦于某一类宏观经济结构,难以把握宏观经济结构对财政支出乘数的整体影响;二是主要使用DSGE模型进行理论分析,缺乏针对中国具体情况的实证检验。从现实情况来看,各类宏观经济结构之间不是相互独立而是密切相关的。比如,收入分配结构失衡会压低中低收入群体消费能力,强化总需求结构失衡;总需求结构失衡又可能诱发高投资尤其是虚拟部门投资扩张,进一步导致供给结构偏向资本积累并抑制消费提升(陈彦斌,2022)。孤立研究某一类宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响不仅不符合实际情况,而且也难以准确识别整体宏观经济结构对财政支出乘数的影响程度。宏观政策“三策合一”数据库所构建的经济结构指数涵盖了总需求结构、实体经济与虚拟经济结构、供给结构、收入分配结构等多方面重要经济结构,^①能够反映整体宏观经济结构的相关情况。有鉴于此,本文使用宏观政策“三策合一”数据库中的经济结构指数,从宏观经济结构的整体视角展开实证研究,检验宏观经济结构对财政支出乘数的整体影响。

(二)宏观经济结构失衡削弱财政支出乘数的作用机制

财政支出乘数是政府支出所带来的实际总产出增量与实际政府支出增量之比,并以实际利率作为贴现率对不同期限的响应进行加权汇总,其计算公式为:

$$Mult_t^k = \frac{E_t \sum_{j=0}^k \left(\prod_{i=0}^j (1 + r_{t+i})^{-1} \right) \times \Delta Y_{t+j}}{E_t \sum_{j=0}^k \left(\prod_{i=0}^j (1 + r_{t+i})^{-1} \right) \times \Delta G_{t+j}} \quad (1)$$

其中, $1 + r_{t+i}$ 是贴现因子, r_{t+i} 是第 $t + i$ 期的实际利率, ΔY_{t+j} 是第 $t + j$ 期的实际总产出增量, ΔG_{t+j} 是第 $t + j$ 期的实际政府支出增量。从式(1)可以看出,财政支出乘数的变化主要取决于两个方面:一是财政支出能够带来多大的实际总产出增量 ΔY_{t+j} ;二是财政支出是否会抬升实际融资成本 r_{t+i} ,并进一步挤出居民消费与企业投资。宏观经济结构失衡之所以会导致财政支出乘数下降,本质上在于其削弱了政府支出对实际总产出的带动能力,并推高了实际融资成本,加大了对居民消费和企业投资的挤出压力。

就实际总产出而言,潜在增速反映了经济在既定结构下能够实现的供给增长能力,直接影响财政支出对实际总产出的带动幅度,进而影响财政支出乘数。当潜在增速较高时,经济可持续增长能力较强,更容易通过扩大生产、增加就业和提高产能利用率来满足新增需求,同样规模的财政支出往往能够带动更大的实际总产出增量。相反,当潜在增速持续走弱时,经济供给扩张能力趋弱,财政支出形成的新增需求更容易推高要素价格和生产成本,而难以带动相应幅度的实际产出增加,

^① 详见下文的变量说明。

企业投资和居民消费响应也会减弱。当宏观经济结构偏离其最优状态时,会通过削弱技术进步、全要素生产率、资本质量等内生增长动力(Anzoategui等,2019;Garga和Singh,2021),使潜在增速向下偏离。潜在增速下降后,财政支出所形成的新增需求更难带动相应规模的实际总产出增加,财政支出乘数随之减小。

就实际融资成本而言,资本回报率反映了企业新增投资的预期回报,并通过影响私人部门面临的实际融资成本及财政支出对投资和消费的挤出程度,进而影响财政支出乘数。当资本回报率较高时,企业投资的预期收益较为可观,市场对企业盈利前景和偿债状况的判断也更为乐观,信用利差、风险溢价和期限溢价上行压力较小,实际融资成本通常保持在较低水平。在这种情况下,财政支出对企业投资和居民消费的挤出效应相对有限,财政支出乘数往往较大。反之,当资本回报率下降时,企业新增投资的预期收益下降,市场对企业未来现金流和偿债能力的判断趋于保守。金融市场通常会要求更高的风险补偿,实际融资成本随之上升,私人部门支出更容易收缩,财政支出乘数随之下降。当宏观经济结构偏离其最优状态时,土地、劳动力等生产要素配置被扭曲,优质要素难以流向高回报领域,从而降低资本边际产出和资源配置效率。这会压低资本回报率,强化财政支出对投资和消费的挤出效应,从而压低乘数。

不仅如此,企业家信心既会影响企业投资和居民消费对财政支出的响应幅度,也会改变融资条件和风险承担意愿,并通过影响实际总产出和实际融资成本进而影响财政支出乘数。信心是财政政策和货币政策有效性的重要影响因素之一。郭豫媚和郭俊杰(2024)指出,信心不足会显著削弱货币政策稳增长的效果。财政政策有效性同样会受到信心的影响,Guimaraes等(2016)的理论模型表明,财政支出会通过预期和信心渠道影响企业投资决策,并表现为财政支出乘数的变化。当企业家信心较强时,企业更倾向于把财政支出带来的新增需求转化为扩大投资和生产,居民对未来就业和收入的预期也更为稳定,消费意愿相应增强。同时融资环境相对稳定,财政支出对企业投资和居民消费的挤出效应较弱,财政支出乘数因而较高。反之,当企业家信心转弱时,企业更倾向于增加现金流、修复资产负债表,而不是扩大投资和生产,居民则更可能增加预防性储蓄,投资和消费响应都会减弱。同时融资环境趋于收紧,实际利率上行压力也会随之加大,私人部门支出更容易收缩,财政支出乘数因此下降。当宏观经济结构偏离其最优状态时,经济增长的长期动力减弱,并在短期内表现为增长停滞和下行压力加大,由此会使企业形成更悲观预期,进而削弱财政支出乘数。有鉴于此,本文提出如下假说。

假说1:宏观经济结构失衡会削弱财政支出乘数。

假说2:宏观经济结构失衡会通过降低潜在增速、降低资本回报率、削弱企业家信心等机制,削弱财政支出乘数。

(三)不同财政政策空间的调节效应

财政政策空间会影响企业和居民对政策效果和政策可持续性的预期。较大的

财政政策空间意味着未来加税与削减开支的可能性较小(Huidrom等,2020),企业和居民对政策刺激的反应将更加积极,这可能减轻宏观经济结构对财政支出乘数的影响。因此,需要进一步研究财政政策空间对这一影响的调节效应。

在较小的财政政策空间下,宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响会被进一步放大。对潜在增速机制而言,潜在增速下降叠加财政政策空间不足,使得企业和居民预期未来政策收缩,推迟当期的投资和消费行为,从而削弱财政支出政策的整体调控效果。对资本回报率机制而言,较小的财政政策空间更容易引发较高的政府债务与融资压力,导致市场要求更高的风险溢价。此时资本回报率下降会进一步削减企业投资利润、缩小企业生产规模,并减少居民部门的就业机会和收入,使得居民部门提高预防性储蓄并压缩消费。这会削弱财政支出政策对企业投资和居民消费的带动作用。对企业家信心机制而言,较小的财政政策空间会加大政策不确定性,放大企业家信心受到的冲击,使企业减少风险性投资、增加现金流,也同步压低居民消费意愿,从而削弱企业和居民对财政支出政策的响应幅度。

反之,在较大的财政政策空间下,企业和居民对财政可持续性的预期更为稳健,对未来加税和削减开支的担忧较弱,宏观经济结构失衡对财政支出乘数的削弱作用会有所减轻。对潜在增速机制而言,较大的财政政策空间有助于稳定企业和居民对未来收入和政策支持预期,减轻潜在增速下行对当期投资和消费的抑制作用。这有利于财政支出更好带动实际总产出增加。对资本回报率机制而言,较大的财政政策空间意味着政府债务与融资压力较小,市场要求的风险溢价和期限溢价上行压力较小,实际融资成本保持相对稳定。这可以缓解企业投资回报进一步下降的压力,也有利于减轻居民消费受到的融资约束,从而有助于财政支出乘数上升。对企业家信心机制而言,较大的财政政策空间会减弱政策不确定性对企业家信心的冲击,使企业更愿意根据新增需求扩大投资和生产,更稳定的就业和收入预期也能提高居民消费意愿。这使得企业和居民对财政支出政策的响应更为积极,财政支出乘数更大。由此,本文进一步提出假说3。

假说3:相比较小的财政政策空间,在较大的财政政策空间下,宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响更小。

三、研究方案设计

(一)回归模型构建

本文基准回归的主要任务是实证检验宏观经济结构对财政支出乘数的影响。该任务包含两个问题:一是财政支出乘数在样本期内如何随时间变化;二是宏观经济结构失衡能否解释财政支出乘数在时间维度上的变化。这与Kronick和Ambler(2019)研究的核心思路类似:首先估计政策效应在时间维度上的变化,然后再考察宏观变量能否解释该政策效应的时变特征。鉴于研究对象与识别逻辑上的一致

性,本文参考其研究思路,采用以下实证研究方案。首先,使用带随机波动的时变参数结构向量自回归(Time-Varying Parameter Structural Vector Autoregression with Stochastic Volatility, TVP-SVAR-SV)模型在统一的冲击识别框架下估计财政支出冲击的时变脉冲响应,据此测算各时点的财政支出乘数,从而刻画财政支出乘数在样本期内的时间变化。然后,将测算得到的财政支出乘数对宏观经济结构进行回归,以检验宏观经济结构失衡能否解释财政支出乘数的变化。

现有研究通常将状态变量直接嵌入冲击识别与脉冲响应系统,相关研究主要使用门限结构向量自回归(Structural Vector Autoregression, SVAR)、交互项SVAR以及状态依存局部投影等方法。与之相比,本文研究方案主要有以下优点。其一,不需要预先设定状态变量进入模型的函数形式与状态划分机制,有助于控制模型复杂度,降低结果对特定模型细节设置的敏感性。其二,在分状态估计或状态交互设定下,财政支出乘数往往是在不同有效样本与不同约束条件下估计得到的,财政支出乘数差异可能混杂状态变量的真实作用与估计条件差异。与之不同,本文先在全样本范围内依据统一的财政支出冲击识别约束测算各时点财政支出乘数,再考察宏观经济结构对乘数变化的解释作用,从而有助于将状态变量的影响与识别条件差异区分开来。其三,考虑到宏观经济结构失衡对乘数的影响更可能呈现渐进累积特征,本文避免通过分样本回归或人为设定突变点将这种渐进变化强行离散化,从而减少因分界点选择导致的样本划分差异,这有助于提升估计结果的稳定性。其四,本文计算方法可以得到随时间变化的财政支出乘数,使其能够与宏观经济结构失衡测度指标在时间维度上一一匹配,从而检验财政支出乘数如何随时间变化以及宏观经济结构失衡能否解释这种变化;相较之下,门限SVAR、交互项SVAR和状态依存局部投影等方法得到的是不同状态下的乘数估计结果,较难刻画财政支出乘数随时间连续变化的过程,与本文的研究目的不够贴合。

因此,本文首先基于TVP-SVAR-SV模型测算财政支出乘数,将其作为被解释变量对宏观经济结构进行回归,以估计宏观经济结构对财政支出乘数的影响。模型设置如下:

$$Mult_t^H = \alpha + \beta str_t + \delta' \times Control_t + \epsilon_t \quad (2)$$

其中,被解释变量 $Mult_t^H$ 为使用TVP-SVAR-SV模型测算得到的财政支出乘数。^①核心解释变量 str_t 为宏观经济结构,用经济结构指数衡量其失衡程度, str_t 越大表示失衡程度越高。为避免可能的内生性问题,使用滞后一期的经济结构指数作为核心解释变量。 $Control_t$ 是一组控制变量, ϵ_t 是扰动项。 β 表示一单位宏观经济结构失衡程度加重引起的财政支出乘数变化。根据假说1,预期 β 显著为负。

接下来检验假说2提出的作用机制,即宏观经济结构失衡通过降低潜在增速、资本回报率和企业家信心从而削弱财政支出乘数。参照吕越等(2023)的思路,由

① 具体测算方法见下文“变量选取与数据来源”。

于基准回归中已经进行了被解释变量 $Mult_i^H$ 对核心解释变量 str_i 的回归, 此处只需要进行机制变量对核心解释变量 str_i 的回归即可。考虑到潜在增速机制、资本回报率机制、企业家信心机制的检验思路和回归方程是一致的, 为节省篇幅, 以潜在增速机制为例进行详细说明:

$$pg_i = \alpha + \beta str_i + \delta' \times Control_i + \epsilon_i \quad (3)$$

其中, pg_i 是潜在增速, 其他变量的含义与基准回归模型(2)相同。 β 表示一单位宏观经济结构失衡程度加重引起的潜在增速变化。根据假说2, 预期 β 显著为负。在检验资本回报率机制、企业家信心机制时, 机制变量相应地变为资本回报率、企业家信心的测度变量。

最后检验假说3提出的调节效应, 即当财政政策空间小于等于某个门槛值时, 宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响会变大。借鉴王兆瑞等(2021)的做法, 采用门槛回归模型对财政政策空间的门槛值进行估计。与常见的含有交互项的最小二乘(Ordinary Least Squares, OLS)回归模型相比, 门槛回归模型的优势在于以下方面。(1)门槛值由数据内生确定且可检验。在含有交互项的OLS回归模型中, 通常需要人为设定分组标准或拐点位置, 难以避免主观性; 而门槛回归模型能够基于样本信息直接估计门槛值, 并通过相应的统计检验判断门槛效应是否显著, 从而提高结论的科学性和可靠性。(2)对非线性形态的函数设定约束更弱。含有交互项的OLS回归模型意味着, 财政政策空间变化只能以固定斜率平滑改变宏观经济结构对乘数的边际影响。门槛回归模型的约束更弱, 允许宏观经济结构失衡在不同区制内对财政支出乘数具有不同的边际影响, 更贴近经济现实。(3)可以直接“捕捉”解释变量在不同区制内对被解释变量影响的变化。门槛回归模型将样本内生划分为高财政空间与低财政空间两种区制, 可以更直接地检验不同区制内宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响。具体而言, 门槛回归模型设置如下:

$$Mult_i^H = I(fps_i \leq \gamma) \times (\alpha_1 + \beta_1 str_i) + I(fps_i > \gamma) \times (\alpha_2 + \beta_2 str_i) + \delta' \times Control_i + \epsilon_i \quad (4)$$

其中, fps_i 是财政政策空间。 γ 为待估计的财政政策空间门槛值。 $I(\cdot)$ 为指示函数, 当括号中的条件满足时, 指示函数的值为1; 当括号中的条件不满足时, 指示函数的值为0。其他变量的设置与基准回归模型(2)相同。当财政政策空间小于等于门槛值时, 处于低财政空间区制, 宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响为 β_1 ; 当财政政策空间大于门槛值时, 处于高财政空间区制, 宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响为 β_2 。门槛值的点估计通过最小化残差平方和得到, 对每一个候选门槛值 γ_0 , 估计相应的门槛回归并计算残差平方和 $S_1(\gamma_0) = \epsilon_i'(\gamma_0)\epsilon_i(\gamma_0)$, 以使残差平方和最小为准则确定门槛值 $\gamma^* = \argmin S_1(\gamma_0)$ 。然后基于估计得到的门槛值检验门槛效应是否存在, 使用 Hansen(1999)提出的自助抽样 F 检验。其中 F 统计量的临界值与 P 值通过自助抽样获得。若门槛效应存在, 则可进一步对门

槛值进行区间估计。基于似然比统计量 $LR(\gamma_0) = [S_1(\gamma_0) - S_1(\gamma^*)] / \sigma^2$, 所有满足 $LR(\gamma_0) \leq c_{0.05}$ 的候选门槛值 γ_0 构成 95% 显著性水平上的区间估计, 其中 $c_{0.05}$ 为对应临界值, 通常取值 7.35。根据假说 3, 预期财政政策空间门槛值显著存在, 且相比低财政空间区制, 高财政空间区制内宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响更小, 即 $|\beta_2| < |\beta_1|$ 。

(二) 变量选取与数据来源

1. 被解释变量

在模型(2)和模型(4)中, 被解释变量为使用 TVP-SVAR-SV 模型测算得到的时变财政支出乘数 $Mult_t^H$ 。^①为尽可能准确刻画既定信息集下的外生财政支出变动, 本文参考文献常见做法, 在模型中纳入以下 5 个变量。一是财政支出政策工具, 即人均实际财政支出 (gov)。二是财政当局能够观测并做出系统性反应的关键宏观变量, 即人均实际总产出 (gdp) 与通胀水平 (π), 用以刻画财政支出的政策锚定目标及自动稳定器发挥作用所依赖的宏观信息。三是与财政支出政策传导相关的货币与金融变量, 即货币供给量和名义利率。其中, 货币供给量 ($m2$) 用于控制货币政策相关状态及其与财政政策的相互作用; 名义利率 (int) 用于刻画金融市场价格条件, 以控制财政支出冲击伴随的金融条件变化。模型变量的排序是: 人均实际总产出、人均实际财政支出、货币供给量、名义利率和通胀水平。

其中, 关于人均实际总产出、人均实际财政支出, 分别将 GDP、财政支出使用 GDP 平减指数剔除价格因素, 再除以总人口数, 即可得到人均实际值, 相关数据源自 Chang 等 (2016) 构建的数据库。通胀水平用 CPI 同比增长率衡量, 数据源自 Chang 等 (2016) 构建的数据库。名义利率用一年期存款基准利率衡量, 数据源自 CEIC。关于货币供给量使用的指标, Chen 等 (2018) 基于 M2 环比增速构造的货币供给量指标被广泛使用, 刘哲希等 (2022) 基于相同方法将数据的截止时间从 2019 年延长至 2022 年, 本文将其作为外生货币供给量指标。

2. 核心解释变量、机制变量和门槛变量

在模型(2)、模型(3)和模型(4)中, 核心解释变量表示的是宏观经济结构失衡程度, 使用经济结构指数 (str) 加以测度。该指数引自宏观政策“三策合一”数据库, 纳入总需求结构、实体经济与虚拟经济结构、总供给结构、收入分配结构等重要经济结构, 计算得到经济结构指数。根据宏观政策“三策合一”数据库的介绍, 经济结构指数由如下六个指标计算得到: 第一个指标是居民消费占 GDP 的比重, 用来测度总需求结构; 第二个和第三个指标分别是收入基尼系数和财富基尼系数, 用来测度收入分配结构; 第四个指标是人力资本和全要素生产率对经济增长的贡献率之和, 用来测度总供给结构; 第五个和第六个指标分别是金融业和房地产业增加值之和占 GDP 的比重, 以及房地产业贷款余额占人民币贷款余额的比重, 用来测度实体经

^① 限于篇幅, 时变财政支出乘数的具体测算方法及测算结果见线上附录一。

济与虚拟经济结构。将上述六个指标进行标准化处理,等权平均后即可得到经济结构指数(宏观政策“三策合一”与宏观政策评价课题组,2024)。经济结构指数越大,意味着宏观经济结构失衡程度越大。

在模型(3)中,被解释变量是本文的机制变量,包括潜在增速、资本回报率、企业家信心三个变量。关于潜在增速(pg),数据直接引自宏观政策“三策合一”数据库。关于资本回报率($return$),数据来自佩恩表(Penn World Table, 10.1 版本)。关于企业家信心($conf_e$),使用中国人民银行公布的投资者信心指数加以测度。

在模型(4)中,门槛变量是财政政策空间(fps),使用宏观政策“三策合一”数据库的财政政策空间指数加以测度。根据宏观政策“三策合一”数据库的介绍,财政政策空间指数的具体计算方式是:使用政府部门债务率、中央政府债务占政府总债务的比重、政府债务中的外债占比构建财政政策空间指数。将上述3个指标进行指数化处理,等权平均后即可得到财政政策空间指数(宏观政策“三策合一”与宏观政策评价课题组,2024)。财政政策空间指数越大,意味着财政政策空间越大。根据宏观政策“三策合一”数据库的说明,财政政策空间指数在2000—2022年的平均值为50。当财政政策空间指数大于50时,可认为财政政策仍有较为充裕的空间;当财政政策空间指数小于50时,则可认为财政政策空间有所不足。

3. 控制变量

在模型(2)和模型(4)中,除了已经包含在模型系统中的内生变量,还需要控制其他会对作为核心解释变量的宏观经济结构、作为被解释变量的财政支出乘数产生影响的变量。首先,需要控制财政政策力度(fpf),因为财政政策力度会直接影响财政支出政策的调控效果。其次,考虑到货币政策和财政政策之间存在相互作用,货币政策力度(mpf)也会影响财政支出乘数,需要加以控制。此外,对外开放程度($open$)、失业率($unem$)作为重要的经济基本面因素,会影响财政支出乘数和宏观经济结构。财政支出政策主要通过刺激总需求来带动经济,还会受到消费者信心($conf_c$)的影响,因此将以上变量纳入控制变量。财政政策力度和货币政策力度分别用宏观政策“三策合一”数据库的财政政策力度指数和货币政策力度指数加以衡量。对外开放程度用进出口总额占GDP比重衡量,数据来自Chang等(2016)构建的数据库。失业率用城镇登记失业率加以衡量,数据来自CEIC数据库。^①消费者信心使用国家统计局发布的消费者信心指数加以衡量。

在模型(3)中,由于潜在增速、资本回报率、企业家信心等变量可能受到国际经济波动的影响,因此在模型(2)控制变量的基础上,额外控制全球实际经济增速(rg_w)的变化,该指标的数据来自CEIC数据库。

综合考虑数据可得性和数据质量,本文将以上所有指标的时间区间确定为

^① 考虑到2021年第四季度之后城镇登记失业率无法在国家统计局公开统计资料中获得,本文利用城镇调查失业率提供的信息,采用线性插值法构造后续时期城镇登记失业率的代理序列,以保证样本期内失业率指标口径尽可能一致。

2000年第四季度至2022年第四季度,以确保样本区间内的数据无缺失值,数据频率为季度。^①

四、实证结果分析

(一)基准回归结果

本文基于模型(2)进行基准回归分析,实证检验宏观经济结构失衡是否削弱了中国财政支出政策的有效性,结果见表1。在关于即期财政支出乘数、短期财政支出乘数、长期财政支出乘数的回归中,核心解释变量 str 的系数均在1%的水平下显著为负,这表明宏观经济结构失衡确实削弱了中国财政支出乘数。本文的假说1得到初步验证。

表1 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	即期乘数	短期乘数	长期乘数
str	-0.069*** (0.01)	-0.226*** (0.04)	-0.223*** (0.06)
fpf	-0.003 (0.00)	-0.012 (0.01)	-0.013 (0.01)
mpf	0.005*** (0.00)	0.010 (0.01)	0.007 (0.01)
$open$	-0.175*** (0.06)	-0.628*** (0.19)	-0.908*** (0.26)
$unem$	0.127 (0.08)	0.341 (0.23)	0.141 (0.31)
$conf_c$	-0.003* (0.00)	-0.011** (0.01)	-0.017** (0.01)
常数项	4.230*** (0.87)	13.379*** (2.57)	14.805*** (3.45)
调整后 R^2	0.749	0.759	0.435
观测值	88	88	88

注: *、**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平,括号内为Newey-West标准误。其中,为避免潜在的内生性问题,核心解释变量为滞后一阶的 $L.str$,为简洁起见,记作 str 。下同。

这一结论为理解近年来中国财政支出乘数有所下降的原因提供了新视角,突破了西方发达国家宏观政策理论的局限。由于西方发达国家的宏观经济结构相对

^① 限于篇幅,变量描述性统计见线上附录二。

稳定,其宏观政策理论通常不关注宏观经济结构问题,也就忽略了宏观经济结构对财政支出乘数的影响。对中国等发展中国家而言,宏观经济结构尚未调整到最优结构,在多个方面存在变化乃至失衡,会对企业投资和居民消费产生掣肘,从而阻塞财政支出政策的传导机制。从企业投资来看,宏观经济结构失衡导致财政支出政策释放的财政资金更多流入投资回报较小的部门,比如部分低效率的国有企业和产能过剩的行业,难以激发企业部门的投资活力,降低财政支出政策带动企业投资的有效性。从居民消费来看,宏观经济结构失衡导致财政资金配置偏向低边际消费倾向、高资本密集度的部门,对住房、社保、医疗等刚性支出覆盖不足,增加居民部门的预防性储蓄倾向,使得财政支出政策难以带动居民消费。因此,有必要从宏观经济结构视角出发,找出财政支出乘数变化的关键症结,提出行之有效的针对性对策。

(二)稳健性检验

为了确保基准回归结果的可靠性和稳健性,本文针对以下可能存在的问题进行稳健性检验。

第一,增加控制变量,避免可能的遗漏变量问题。基准回归中纳入消费者信心(*conf_c*),以控制需求侧预期的影响。此外,资本市场信心(*stock*)也是需求侧预期的重要反映,因此在稳健性检验中加以控制。为了排除金融摩擦对财政支出乘数的影响,本文还对金融市场结构(*finstr*)加以控制。^①增加控制变量后,宏观经济结构失衡仍会削弱财政支出乘数。

第二,改变被解释变量测度方式,避免可能的测量误差问题。基准回归中的财政支出乘数度量的是政府支出变动对总产出的影响程度。刘哲希等(2022)、陈小亮等(2025)在估计货币政策、财政支出政策等宏观政策对总产出的带动效果时,指出净出口相对消费和投资而言更容易受到外部冲击的影响,为了避免外部冲击干扰政策效果的估计结果,建议使用剔除净出口的总产出。因此,将纳入TVP-SVAR-SV模型的人均实际总产出替换为剔除净出口的人均实际总产出,重新测算财政支出乘数。基准回归中的结论在改变被解释变量测度方式后依然稳健。

第三,更换Newey-West标准误滞后阶数,检验回归结果是否对Newey-West标准误滞后阶数敏感。理论上,Newey-West标准误滞后阶数需要随样本量增加而增加,过小会忽略高阶自相关,无法很好地处理序列相关问题。在基准回归中,使用常见公式计算,应使用的Newey-West标准误滞后阶数为3。在稳健性检验中换用Newey-West标准误自动滞后阶数,可以修正15阶自相关。在更充分地控制高阶序列相关后,本文在基准回归中得到的核心结论没有改变。

第四,使用两阶段最小二乘法(Two-Stage Least Squares, 2SLS),缓解内生性问

^① 资本市场信心用来自CEIC数据库的上证综合指数和深证综合指数的平均增速衡量。金融市场结构用股市交易总额对银行向私人部门贷款额的比例衡量,其中股市交易总额数据为上海证券交易所和深圳证券交易所的成交金额之和,银行向私人部门贷款额源自中国人民银行公布的金融机构信贷资金。

题。当财政支出乘数较高时,财政资金更易流向高生产率部门,从而推动要素结构优化、产业升级与分配结构改善;当财政支出乘数较低时,财政资金更多流向低效率部门,固化甚至加剧宏观经济结构失衡。考虑到被解释变量财政支出乘数和核心解释变量宏观经济结构之间可能存在的反向因果关系,构建工具变量进行2SLS回归以缓解反向因果问题。针对内生变量宏观经济结构,参考郭晓丹和李佳骏(2025),将除中国外其他主要经济体的经济结构指数平均值作为工具变量。该工具变量的有效性在于:除中国外其他主要经济体的宏观经济结构变化能够反映全球宏观经济结构调整的共同趋势,并通过国际分工格局影响中国宏观经济结构。满足相关性原则;本文的控制变量已经纳入对外开放程度等相关变量,国际上其他经济体的宏观经济结构较难通过国际进出口贸易等渠道对总产出产生影响,因此也就难以对财政支出乘数产生影响,满足外生性原则。使用以上工具变量进行2SLS回归的结果显示,宏观经济结构失衡依旧会显著削弱财政支出乘数,再次验证了本文基准回归结论的稳健性。^①

表2 针对基准回归的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)
	即期乘数	短期乘数	长期乘数
Panel A: 增加控制变量			
<i>str</i>	-0.062*** (0.01)	-0.197*** (0.03)	-0.181*** (0.04)
调整后 R ²	0.784	0.835	0.646
控制变量	是	是	是
观测值	88	88	88
Panel B: 改变被解释变量测度方式			
<i>str</i>	-0.022* (0.01)	-0.086*** (0.02)	-0.056** (0.03)
调整后 R ²	0.429	0.643	0.351
控制变量	是	是	是
观测值	88	88	88
Panel C: 更换 Newey-West 标准误滞后阶数			
<i>str</i>	-0.069*** (0.02)	-0.226*** (0.05)	-0.223*** (0.07)
调整后 R ²	0.749	0.759	0.435
控制变量	是	是	是
观测值	88	88	88

^① 限于篇幅,关于2SLS回归的具体做法详见线上附录三。

续表 2

变量	(1)	(2)	(3)
	即期乘数	短期乘数	长期乘数
Panel D: 使用 2SLS 回归			
<i>str</i>	-0.125*** (0.05)	-0.513*** (0.16)	-0.646*** (0.23)
控制变量	是	是	是
观测值	85	85	85

注:受篇幅所限,控制变量和常数项结果并未列出,留存备案。

(三)机制分析结果

基准回归结果已经充分表明,宏观经济结构失衡会削弱财政支出政策的有效性。接下来需要回答的关键问题是,宏观经济结构失衡是通过什么机制削弱了财政支出政策的有效性?基于模型(3),本部分将对假说2提出的潜在增速机制、资本回报率机制、企业家信心机制依次进行检验,回归结果见表3。

表3第(1)列是关于潜在增速机制的回归结果。结果表明,宏观经济结构 *str* 的系数在1%的水平下显著为负,表明宏观经济结构失衡会降低潜在增速。事实上,这也与近年来中国宏观经济运行的基本特征相一致。2013—2025年中国的产出缺口基本处于负向状态,均值为-0.7%,相比2000—2012年0.2%的均值明显下降。这意味着经济供给能力趋弱,同样规模的财政支出更难带动相应幅度的实际总产出增加。与此同时,根据刘伟和陈彦斌(2020)的测算,中国潜在增速在中长期仍将呈现下降趋势。在此情形下,财政支出对全社会总产出的带动作用将难以有效提升。

表3第(2)列是关于资本回报率机制的回归结果,宏观经济结构 *str* 的系数在1%的水平下显著为负,表明宏观经济结构失衡会降低资本回报率。资本回报率下降不仅会减少企业新增投资的预期收益,还会推高私人部门面临的实际融资成本,从而使财政支出更容易挤出私人投资和居民消费。近年来,财政支出政策对投资尤其是民间投资的带动作用有待增强。2023年、2024年和2025年民间投资同比增速分别为-0.4%、-0.1%和-6.4%,与全社会固定资产投资增速相比分别低了3.4个、3.3个和2.6个百分点,与国有投资增速相比分别低了6.8个、5.8个和3.9个百分点。如果企业投资相对低迷,会通过劳动力市场传导到居民部门,进而减弱财政支出政策对居民消费的带动作用。

表3第(3)列是关于企业家信心机制的回归结果,宏观经济结构 *str* 的系数在5%的水平下显著为负,表明宏观经济结构失衡会削弱企业家信心。企业家信心下降一方面会降低企业投资意愿和居民消费意愿,削弱财政支出对投资和消费的带动作用;另一方面也会加剧市场风险厌恶,促使金融机构和投资者收紧风险资产配置,使融资条件趋紧。这与近年来投资信心和消费信心低迷现象具有内在一致性,2022年、2023年、2024年的企业家信心指数和消费者信心指数分别为46.6和86.9、

51.0和87.5、51.0和86.4,相比2021年的56.8和119.8均出现大幅下降。在这种情况下,财政支出不仅难以带动企业投资和居民消费增加,而且容易伴随私人部门支出的收缩,财政支出乘数将被压低。

表3 机制分析结果

变量	(1)	(2)	(3)
	潜在增速机制 <i>pg</i>	资本回报率机制 <i>return</i>	企业家信心机制 <i>conf_e</i>
<i>str</i>	-0.681*** (0.14)	-0.429*** (0.09)	-1.900** (0.85)
控制变量	是	是	是
调整后 R ²	0.757	0.718	0.413
观测值	88	88	88

注:受篇幅所限,控制变量和常数项结果并未列出,留存备案。

综上所述,本文的假说2得到验证,当宏观经济结构失衡程度加重时,潜在增速、资本回报率、企业家信心会随之下降,进而削弱财政支出乘数。本文通过实证挖掘的这三条机制充分表明,财政支出政策的有效性与宏观经济结构因素以及长期经济增长因素是紧密联系在一起的。传统西方宏观政策理论只注重短期调控,将潜在增速视为外生且保持不变,也没有考虑宏观经济结构的影响。当一个国家面临潜在增速下降或宏观经济结构失衡等情况时,依靠传统西方政策理论无法准确全面识别财政支出乘数的影响因素及其背后的作用机制。和传统西方宏观政策理论相比,宏观政策“三策合一”理论打破了稳定政策、增长政策、结构政策相互分离的局面,将三者纳入统一的理论框架,可以更好地提高财政支出政策等稳定政策的有效性。一方面,运用增长政策提升技术进步和全要素生产率,既可以抬升潜在增速并拓宽中长期政策空间,又可以为稳定政策提供发力点和调控方向,提高稳定政策的调控效率。另一方面,运用结构政策优化各类宏观经济结构,可以畅通稳定政策的传导渠道,从根本上消除宏观经济结构失衡对稳定政策有效性的影响。通过三类政策的良性互动,可以提高稳定政策的效果,实现最优经济结构下的经济与金融平稳运行。

(四)针对财政政策空间的进一步分析

在基准回归与机制检验之后,本文进一步关注财政政策空间的调节效应,即当财政政策空间达到特定门槛值时,宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响幅度是否会发生变化。

首先,对财政政策空间的门槛值进行估计,并判断门槛效应是否显著。从表4的结果可以得到以下几点结论。(1)门槛效应在统计上显著成立,即存在门槛值。即期、短期与长期乘数对应的门槛检验F值均较大且P值为0.000,显著拒绝不同区制内宏观经济结构失衡影响强度相同的原假设。这表明财政政策空间存在调节效应,当财政政策空间处于门槛值以上和以下两个区制时,宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响存在显著不同,初步验证了假说3。(2)对即期、短期和长期财政支出乘数而言,财政政策空间门槛值分别为50.172、48.272和48.272。

表4 门槛值的点估计和区间估计结果

乘数类型	财政政策空间门槛值 γ	置信区间 ($\alpha = 95\%$)	F 值	P 值
即期乘数	50.172	(50.172, 50.257)	80.524	0.000
短期乘数	48.272	(48.129, 50.172)	206.687	0.000
长期乘数	48.272	(48.272, 48.272)	310.933	0.000

注:门槛值的置信区间并非采用正态近似下的“点估计 $\pm$ 标准误”形式,而是在预设的可行搜索域内进行网格搜索得到的:将不同候选门槛值逐一代入模型,计算其对应的似然比统计量,并将所有似然比统计量不超过5%临界值的候选门槛视为可接受的门槛集合;该集合在数值上表现为一段离散候选点,其最小值与最大值即构成本文报告的95%置信区间端点。在此基础上,本文报告的门槛值点估计取自上述候选网格中使似然比统计量最小的取值。如果在门槛值左右侧的所有可行候选点均无法通过临界值检验,则置信范围无法向左右扩展,从而出现置信区间左右端点与门槛值重合的情况。

其次,将上述估计得到的财政政策空间门槛值代入模型(4)进行回归,进一步考察以该门槛值为分界点的两个区制内,宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响是否存在差异,回归结果见表5。结果发现,(1)当财政政策空间较小时,宏观经济结构失衡对财政支出乘数存在负向影响。在财政政策空间小于等于门槛值的区制内,无论在即期、短期还是长期,核心解释变量 str 的系数均在1%的显著性水平下为负。这表明,在低财政空间区制内,宏观经济结构失衡对财政支出乘数的削弱作用持续稳健存在,由此再次验证了基准回归部分的结论。(2)当财政政策空间较大时,宏观经济结构失衡导致财政支出乘数下降的幅度更小。对比两个区制内的系数大小,在即期,处于低财政空间区制时宏观经济结构失衡导致财政支出乘数下降0.062,处于高财政空间区制时下降0.030,下降幅度明显收窄;在短期,低财政空间区制内财政支出乘数下降幅度为0.313,高财政空间区制内为0.077,下降幅度差异进一步扩大;在长期,低财政空间区制内 str 的系数为-0.459且在1%的水平下显著,而高财政空间区制内 str 的系数为0.006且不显著。可见,当财政政策空间处于不同区制时,宏观经济结构失衡对财政支出乘数的影响存在显著差异。在低财政空间区制内,债务约束与融资压力更容易收紧,宏观经济结构失衡导致财政支出乘数下降的幅度更大;在高财政空间区制内,财政约束相对缓和,宏观经济结构失衡导致财政支出乘数下降的幅度更小。以上结果为假说3提供了直接证据支持。

表5 门槛效应回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	即期乘数	短期乘数	长期乘数
区制一:财政政策空间 $\leq$ 门槛值			
str	-0.062*** (0.01)	-0.313*** (0.04)	-0.459*** (0.05)
区制二:财政政策空间 $>$ 门槛值			
str	-0.030*** (0.01)	-0.077*** (0.03)	0.006 (0.04)

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)
	即期乘数	短期乘数	长期乘数
控制变量	是	是	是
调整后 R ²	0.866	0.926	0.872
观测值	88	88	88

注:受篇幅所限,控制变量和常数项结果并未列出,留存备索。

五、结论与建议

本文基于2000年第四季度至2022年第四季度的全国宏观数据展开实证研究,发现宏观经济结构失衡是近年来中国财政支出乘数下降的重要原因之一。宏观经济结构失衡会通过三条渠道压低财政支出乘数:一是降低潜在增速,削弱经济供给能力,使财政支出形成的新增需求难以转化为相应规模的实际产出;二是降低资本回报率,推高私人部门实际融资成本,加大财政支出对投资和消费的挤出效应;三是削弱企业家信心,使企业和居民对财政支出政策的投资、生产和消费响应趋于保守。进一步研究表明,财政政策空间越小,宏观经济结构失衡对财政支出乘数的作用效果越明显。

本文研究结论进一步丰富和扩展了财政支出乘数影响因素的分析范畴,强调了宏观经济结构这一新因素对财政支出乘数的深远影响。与西方发达经济体不同,中国的经济社会转型尚未完全完成,宏观经济结构还在优化过程中。要突破西方宏观政策理论的局限,构建更加适用于中国的宏观政策理论框架,不仅需要关注短期经济波动问题,还要进一步关注经济结构和长期增长问题,从而在更全面系统的框架下,准确识别财政支出乘数变化的主要影响因素。

基于上述研究结论,本文提出以下三个方面的政策建议。

第一,优化宏观经济结构,提升财政支出政策传导效率。本文实证结果表明,如果宏观经济结构持续偏离最优状态,财政支出政策的有效性将难以提升,即便加大政策力度也难以实现预期的稳增长目标。这突破了已有研究的分析范畴和所提政策建议的思路,为提高财政支出乘数提供了新对策。要提高财政支出乘数,就不能仅靠财政支出政策在力度、频率等自身政策操作上的微调,而是要坚持系统观念,使用结构政策统筹优化各类宏观经济结构。理论上,各类宏观经济结构之间会相互影响,某一种宏观经济结构的失衡很容易引发其他宏观经济结构的失衡,而后者反过来又会加深前者的失衡,从而形成多种宏观经济结构失衡的嵌套循环。如果只是分别调整各类宏观经济结构失衡,就难以消除不同宏观经济结构失衡之间的相互作用,政策效果也难以根本改观。因此,有必要加强总体谋划和制度安排,将各类宏观经济结构纳入统一的政策框架,协同推进优化和调整。

第二,统筹运用和合理布局政策空间,在节约政策空间和发挥政策合力之间实现动态平衡。本文进一步研究发现,财政政策空间会通过影响企业和居民对政策可持续性和政策效果的判断,改变财政支出政策的实际传导效果。因此,一方面,需要有意地节约财政政策空间,通过加强财政政策和货币政策等多种政策之间的协调配合,尽量减少无效率和低效率的空间消耗。适度宽松的货币政策可以通过推升物价和名义收入,减轻政府部门实际债务负担并降低实际融资成本,使原本用于偿债的一部分资源转而用于扩大财政支出,从而为积极财政政策腾出新的操作空间。另一方面,不能为了节省财政政策空间而过度限制财政政策的力度。在面临经济下行压力时,财政政策天然应该加大力度,以实现稳增长的调控目标。对中国而言,考虑到过去一段时间潜在增速呈现下降趋势,还应该进一步加大财政政策力度,通过推动实际增速与潜在增速的同步回升,带动资本回报率和企业信心的提升。从本文揭示的作用机制来看,这将减弱宏观经济结构失衡通过压低潜在增速、降低资本回报率和削弱企业家信心等渠道对财政支出乘数造成的影响。由此,财政支出政策的整体有效性有望得到进一步提升。

第三,加强增长政策运用,从长期增长动力入手提升财政支出乘数。本文的机制分析表明,潜在增速、资本回报率和企业家信心虽然作用路径不同,但共同反映了长期增长动力对财政支出乘数的重要影响。增长政策如果能够持续提升技术进步、全要素生产率、人力资本质量和产业升级水平,一方面有助于抬升潜在增速,提高供给结构对需求变化的适应性,增强财政支出对实际总产出的带动作用;另一方面有助于改善资源配置效率和企业盈利前景,提高资本回报率,减轻实际融资成本上升对投资和消费的挤出效应,从而提升财政支出乘数。在此基础上,长期增长前景改善也会增强企业和居民对未来需求、收益和经营环境的信心,促进企业投资和居民消费对财政支出政策做出更积极响应。由此,应更加注重运用增长政策增强长期增长动力,将支持科技创新、提高人力资本质量、促进产业升级和改善资源配置效率结合起来,从根本上改善潜在增速、资本回报率和企业家信心的运行基础,为提升财政支出乘数提供更坚实的支撑。

参考文献:

1. 陈诗一、陈登科:《经济周期视角下的中国财政支出乘数研究》,《中国社会科学》2019年第8期。
2. 陈小亮、郭俊杰、张峻铭、陈彦斌:《老龄化对财政支出政策有效性的影响研究——基于政府债务的视角》,《中国工业经济》2025年第5期。
3. 陈彦斌:《宏观政策“三策合一”新理论框架》,《经济研究》2022年第11期。
4. 付一婷、陈润东、刘金全:《经济周期和空间分异视角下的财政资源再配置——基于全国和省级财政乘数的分析》,《财贸经济》2021年第9期。
5. 郭长林:《积极财政政策、金融市场扭曲与居民消费》,《世界经济》2016年第10期。
6. 郭晓丹、李佳骏:《需求侧新兴产业政策赋能新质生产力:路径与效果》,《财贸经济》2025年第7期。
7. 郭豫娟、郭俊杰:《信心加速器、宏观经济波动与货币政策有效性》,《经济研究》2024年第11期。
8. 宏观政策“三策合一”与宏观政策评价课题组:《经济恢复发展进程中的宏观政策效应评估——宏观政策“三策合一”指数与宏观政策评价报告2024》,《改革》2024年第1期。

9. 黄志刚、许伟：《住房市场波动与宏观经济政策的有效性》，《经济研究》2017年第5期。
10. 李小红、苏越、储德银：《债务违约风险下的财政乘数研究》，《中国工业经济》2020年第11期。
11. 刘伟、陈彦斌：《2020—2035年中国经济增长与基本实现社会主义现代化》，《中国人民大学学报》2020年第4期。
12. 刘哲希、郭俊杰、谭涵予、陈彦斌：《货币政策能够兼顾“稳增长”与“稳杠杆”双重目标吗？——基于不同杠杆环境的比较》，《金融研究》2022年第7期。
13. 刘宗明：《“政府—企业”双重债务违约风险与财政政策有效性》，《中国工业经济》2022年第8期。
14. 吕越、谷玮、尉亚宁、陈彦斌：《人工智能与全球价值链网络深化》，《数量经济技术经济研究》2023年第1期。
15. 马勇、吕琳：《“双支柱”政策、政府债务与财政政策效果》，《经济研究》2021年第11期。
16. 王燕武、李文溥：《居民负债压力下的财政政策效应》，《中国工业经济》2020年第12期。
17. 王兆瑞、刘哲希、陈小亮：《人口老龄化对政府债务的影响：基于非线性的视角》，《国际金融研究》2021年第3期。
18. 张开、龚六堂：《开放经济下的财政支出乘数研究——基于包含投入产出结构DSGE模型的分析》，《管理世界》2018年第6期。
19. 朱军、李建强、陈昌兵：《金融供需摩擦、信贷结构与最优财政援助政策》，《经济研究》2020年第9期。
20. Anzoategui, D., Comin, D., Gertler, M., & Martinez, J., Endogenous Technology Adoption and R&D as Sources of Business Cycle Persistence. *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol.11, No.3, 2019, pp.67–110.
21. Auerbach, A. J., Gorodnichenko, Y., & Murphy, D., Inequality, Fiscal Policy and COVID-19 Restrictions in a Demand-Determined Economy. *European Economic Review*, Vol.137, 2021, 103810.
22. Chang, C., Chen, K., Waggoner, D. F., & Zha, T., Trends and Cycles in China's Macroeconomy. *NBER Macroeconomics Annual*, Vol.30, No.1, 2016, pp.1–84.
23. Chen, K., Ren, J., & Zha, T., The Nexus of Monetary Policy and Shadow Banking in China. *American Economic Review*, Vol.108, No.12, 2018, pp.3891–3936.
24. Garga, V., & Singh, S. R., Output Hysteresis and Optimal Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, Vol.117, No.1, 2021, pp.871–886.
25. Guimaraes, B., Machado, C., & Ribeiro, M., A Model of the Confidence Channel of Fiscal Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.48, No.7, 2016, pp.1363–1395.
26. Hansen, B. E., Threshold Effects in Non-Dynamic Panels: Estimation, Testing, and Inference. *Journal of Econometrics*, Vol.93, No.2, 1999, pp.345–368.
27. Huidrom, R., Kose, M. A., Lim, J. J., & Ohnsorge, F. L., Why Do Fiscal Multipliers Depend on Fiscal Positions? . *Journal of Monetary Economics*, Vol.114, 2020, pp.109–125.
28. Kronick, J., & Ambler, S., Do Demographics Affect Monetary Policy Transmission in Canada? . *International Journal of Finance & Economics*, Vol.24, No.2, 2019, pp.787–811.

Explaining Changes in Fiscal Multipliers from a Macroeconomic Structural Perspective: New Insights and Policy Options

CHEN Xiaoliang (Institute of Economics, Chinese Academy of Social Sciences, 100836)

LIU Qinxuan (Renmin University of China, 100872)

Summary: The central government attaches great importance to optimizing the macroeconomic structure, and notable results have been achieved in this regard. Nevertheless, China's macroeconomic structure still deviates from its optimal state to a certain extent. This deviation exerts certain impacts on the decision-

making behaviors of corporate investment and household consumption, which in turn affects the transmission of fiscal expenditure policies. Given that the macroeconomic structure generates important effects on economic activities including corporate investment and household consumption, it is necessary to accurately identify the core determinants of fiscal expenditure multiplier from the perspective of macroeconomic structure.

Using quarterly national macroeconomic data for China over 2000Q4-2022Q4, this paper incorporates the macroeconomic structure into the theoretical analytical framework for the fiscal expenditure multiplier, and empirically examines the impacts of macroeconomic structure on fiscal expenditure multiplier as well as its underlying mechanism. The research findings reveal that the macroeconomic structure exerts non-negligible influences on the fiscal expenditure multiplier through channels such as altering potential growth rates, the rate of return on capital and entrepreneurial confidence.

This paper contributes to the literature in three main respects. First, perspective and framework. Within the Macro-Policy Trinity, the paper endogenizes the macroeconomic structure as a core determinant of fiscal policy effectiveness rather than an exogenous backdrop. It argues that China's structural imbalances since 2008 have impeded fiscal transmission. Using the composite structure index from the Macro-Policy Trinity database, the study empirically measures these imbalances and identifies their impact on fiscal multipliers. Second, mechanisms. The analysis moves beyond the short-term/long-term dichotomy and shows that long-run state variables—potential growth and the rate of return on capital—shape the marginal effectiveness of fiscal spending. Structural imbalances depress potential growth (leading to miscalibration of output-gap-based policies) and reduce capital returns (reducing the conversion of fiscal outlays into new investment and consumption), thereby weakening fiscal multipliers. These channels complement the conventional crowding-out narrative centered on short-run demand. Third, policy implications. The paper proposes a structural policy orientation: use structural policies to steer the macroeconomic structure toward an efficient configuration, remove transmission bottlenecks, and pair this with cross-cycle management of fiscal-monetary policy space. Merely adjusting the size, timing, or composition of fiscal tools is insufficient to reverse the decline in effectiveness.

The policy implications are threefold. First, fiscal multipliers can be strengthened only when macroeconomic structure is optimized through structural policies, since persistent structural imbalances weaken fiscal transmission by suppressing potential growth, lowering capital returns, and undermining entrepreneurial confidence. Second, fiscal policy space should be managed in a more coordinated and forward-looking manner to preserve room for policy maneuver. This helps prevent structural imbalances from exerting a stronger drag on fiscal multipliers when fiscal space is limited. Third, growth-oriented policies should be strengthened to enhance long-term growth drivers, because stronger productivity, better resource allocation, and industrial upgrading can raise potential growth, increase capital returns, bolster confidence, and thereby establish a more solid foundation for higher fiscal multipliers.

Keywords: Fiscal Multiplier, Macroeconomic Structure, Potential Growth Rate, Capital Return Rate, Entrepreneurial Confidence

JEL: E22, E61, E62

责任编辑: 馨 兰