



殷剑峰：发国债、生孩子是 无比划算的未来投资



文/新浪财经意见领袖专栏作家 殷剑峰



过去几年笔者一直在鼓吹解决我国经济困境的处方：降息、增支、生孩子。如同日本案例所警示的那样（参见本公众号此前诸文），人口问题（人口老龄化、甚至是人口负增长）正在从供给和需求两侧压制经济增长，因此，“生孩子”是补短板、推动经济发展的第一要务。然而，生孩子的私人收益小于整个经济获得的收益，生孩子的私人成本却远大于整个经济承受的成本，家庭的生育意愿因而不可能高。

众所周知，当一项社会经济事务的私人收益小于社会收益、私人成本大于社会成本时，就该财政出手了。因此，“增支”、即通过发行国债来补贴生育养育就成为必要。为控制国债的利息成本，央行需要在公开市场购买国债，以降低国债收益率，这即是“降息”。

对于笔者提出的处方，一些人不理解，甚至有顾虑，担心财政是否能够承担起这样的负担。产生这些不理解和担忧的主要原因在于他们忽视了金融的力量：金融就是要撬动未来的资源来为当下的困境服务。今天笔者来给大家算一笔账，看看发国债补贴生育养育的成本和收益。

首先计算成本。假设对于未来出生的每一个孩子，在 1 岁到 20 岁的 20 年间，财政给予的生育养育补贴共 50 万元，平均每年补贴 2.5 万元。那么，对于每个孩子，财政补贴的总成本贴现值为：

$$\text{总成本的贴现值} = \sum_{n=1}^{n=20} \frac{2.5}{(1+i)^n}$$

总成本的贴现值取决于国债的利率。在利率为 2% 的时候，20 年补贴成本的贴现值是 40.9 万元。

然后计算收益。再假设孩子从 21 岁开始成为劳动力，每年的产出为略高于目前中国人均 GDP 水平的 10 万元，假设人均产出从第 21 年到第 50 年不变。财政从产出中获得收入的多少取决于宏观税率。2020 年中国 GDP 略超 100 万亿，财政收入近 20 万亿，税率为 20%。假设这个税率不发生变化，因而从第 21 年到第 50 年，财政每年获得 2 万元的收入，30 年时间总收入的贴现值为：

$$\text{总财政收入的贴现值} = \sum_{n=21}^{n=50} \frac{2}{(1+i)^n}$$

总收入的贴现值同样取决于国债的利率。在利率为 2% 的时候，30 年补贴收入的贴现值是 43.9 万元——这已经超过了成本的贴现值。

做投资的都很清楚，如果一项投资的收益贴现值超过成本的贴现值，那么，这笔投资就是划算的买卖。实际上，上述计算至少在两个地方低估了收益：第一，忽视了劳动力增加的供给效应。在第 21 年到第 50 年间，我们假设人均产出没有任何变化，因而没有考虑劳动力增加对潜在产出的推动效应。第二，忽视了劳动力增加的需求效应。在孩子未成年的 20 年间，财政给予的补贴也能通过总需求的增加产生财政收入。

供给效应的计算取决于对生产函数的复杂设定，这里简单计算一下需求效应。目前中国家庭部门的消费倾向（消费/家庭可支配收入）是 75%，即每增加 1 元收入会增加 0.75 元的消费，这些新增的消费又会通过乘数效应产生规模更大的总需求。在宏观税率既定的情况下，这又将产生更多的财政收入。根据当前中国的消费率和储蓄率，在乐观的情况下，每个孩子获得的补贴 2.5 万元通过乘数效应，可以在每年撬动了 5 万元的总需求。在宏观税率 20% 的情况下，则每年可以新增财政收入 1 万元，补贴的净财政成本下降到 1.5 万元。如果国债利率还是 2%，则 20 年间补贴的净财政成本贴现值将降低到 10 万元到最多 25 万元，大大低于从 21 岁到 50 岁财政收入的贴现值。

那么，需要发多少国债，政府负债是不是会不可控呢？国债的发行规模取决于每年的补贴总额。假设每年能够出生 2000 万个孩子（哈，多么

乐观), 则在第一年需要发行 0.5 万亿国债以补贴 0.5 万亿, 第二年是 1 万亿.....到第 20 年达到最高的 10 万亿, 此后即保持在这个水平。从第 1 年到第 20 年总共需要发行 105 万亿的国债, 第 20 年政府杠杆率达到最高值。如果在这 20 年间, GDP 保持在 4%到 5%的潜在增长率, 则第 20 年政府杠杆率将会上升 40 到 50 个百分点。加上截止 2021 年 60%左右的杠杆率, 第 20 年中国的政府杠杆率也仅为 100%左右, 这比绝大多数发达国家和新兴经济体都要低。

还有一个问题: 如果中央财政吝啬, 地方财政是否可以发地方债来补贴生育养育成本呢? 一般来说, 这是不行的。因为劳动力是流动的生产要素。按照财政事权财权划分的基本原则, 补贴生育养育应该是中央的事权。当然, 地方政府也不是不可为 (此话题有加剧区域间经济发展差距的可能, 以后探讨)。

发国债补贴生育养育不仅可以直接从未来产出和总需求的增加中获得财政收入, 因而从财政收支等式看是完全可持续的, 而且, 历史早已证明, 发达的国债市场也是国家兴盛的前提。1688 年光荣革命后的英国凭借国债

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35929

