

doi: 10.15936/j.cnki.1008-3758.2018.04.004

国有投资对民间投资的溢出效应研究

——兼论外商投资在其中的作用发挥

陈守东^{1,2}, 吴业强², 孙彦林²

(1. 吉林大学 数量经济研究中心, 吉林 长春 130012; 2. 吉林大学 商学院, 吉林 长春 130012)

摘 要: 近年来民间投资的趋势性急速下行及其与国有投资间“剪刀差”的快速扩大引起社会各界的广泛担忧。从投资主体结构视角,利用 TVP-VAR 模型的研究发现,三类投资均受到自身冲击的强烈影响,国有投资在短期内对民间投资具有挤出效应,但在长期表现为挤入效应,外商投资的溢出效应则与之相反。国有投资的短期挤出效应与民营经济部门信心的弱化是民间投资锐减的重要原因,需要可预见的长期性优惠措施的出台及市场、法制与金融环境的真实改善,以促进民间投资的健康发展。

关 键 词: 国有投资; 民间投资; 溢出效应

中图分类号: F 812; F 224 **文献标志码:** A **文章编号:** 1008-3758(2018)04-0351-07

The Spillover Effect of State-owned Investment on Private Investment

—— On the Role of Foreign Investment in China

CHEN Shou-dong^{1,2}, WU Ye-qiang², SUN Yan-lin²

(1. Center for Quantitative Economics, Jilin University, Changchun 130012, China; 2. School of Business, Jilin University, Changchun 130012, China)

Abstract: In recent years, the rapid decline in the trend of private investment and the quick expansion of the gap between the private and the state-owned investment have caused widespread concern among the whole community. From the perspective of main investment structure, the research using TVP-VAR model found that all three types of investment are strongly influenced by their own impact. The state-owned investment has a crowding-out effect on private investment in the short term, but in the long run it is a crowding-in effect. The spillover effect of foreign investment is just the opposite. The short-term crowding-out effect of state-owned investment and the weakening of confidence in private economic sectors are the important reasons for the sharp decline in private investment, which needs the introduction of predictable long-term incentives and the real improvement of the market, the legal system and the financial environment, to promote the healthy development of private investment.

Key words: state-owned investment; private investment; spillover effect

收稿日期: 2018-01-10

基金项目: 国家社会科学基金重点资助项目(16AJY024)。

作者简介: 陈守东(1955-),男,天津人,吉林大学教授,博士生导师,主要从事金融财务决策、金融工程与风险管理研究; 吴业强(1987-),男,北京人,吉林大学博士研究生,主要从事金融计量研究; 孙彦林(1991-),男,内蒙古巴彦淖尔人,吉林大学博士研究生,主要从事金融计量与经济问题研究。

一、问题的提出

中国经济步入新常态以来,以“三期叠加”的复杂经济态势为标志,随着中国经济减速现象愈发明显,经济金融系统中的既有风险与隐性风险不断被放大,新的风险不断滋生,在经济前景不明且经济不确定性飙升的冲击下,市场预期出现波动,对投资活动影响显著。2016年对于中国经济极具标志性,从当年开始,中国经济GDP增速全面步入个位数时代,在经济减速的现实背景下,民间投资于年初呈现出断崖式下行的态势,并与国有投资的“剪刀差”进一步扩大,引起广泛关注^[1]。民间投资急速下行的一个原因被认为是国有投资与外商投资对民间投资产生的挤出效应增强,超过了投资主体内部间的正向溢出与协同发展效应。从信贷配给角度,2004—2010年间,国有企业的杠杆率在增幅与增速方面均远超出民营企业,且2010年之后,出于逆周期调控的政治压力与免责动力,政府购买与信贷资金等存在强烈的向国有投资倾斜的动因,即经验表明,存在国有投资与外商投资挤出民间投资的可能性。2016年国有投资与民间投资间持续扩大的“剪刀差”在某种程度上成为上述观点的佐证。简言之,在理论与经验层面存在国有投资与外商投资挤出民间投资的可能性,但在实证检验或验证层面的结论并不一致,国内外学者就这一问题展开了深入而广泛的研究与讨论。

就中国投资活动的演进过程来看,主要有三大投资主体,分别为国有投资、民间投资与外商直接投资(FDI)^①,不同投资主体的不同投资占比共同构成了投资的主体结构。从投资内部主体结构视角,研究多集中于国有投资或公共投资对民间投资的溢出效应^[2-3],但研究结论莫衷一是,存在挤出效应^[4-5]、挤入效应^[6-7],以及不存在显著关联影响的争议^[8-9]。部分研究表明这一溢出效应并不总是存在且具有时变特性,如陈时兴^[10]认为国有投资对民间投资既存在挤出效应,同时存在挤入效应,但累计效应方面挤出效应并不显著;刘

忠敏等^[11]指出在社会文教支出方面,短期内存在挤出效应的同时在长期存在挤入效应。但对于国有(资本)投资对民间投资的影响机制方面,目前仍更多地停留在理论探讨与经验分析层面,如何帆和朱鹤^[12]指出国有资本的投资扩张是民间投资增速断崖式下行的的重要因素,但在国有投资对民间投资影响的实证分析方面还很欠缺,现有研究更多地将其放在经济增长的研究框架^[13-14],或者从对比视角展开分析^[15]。在FDI对国有投资与民间投资的影响研究方面,现有文献的研究结论也莫衷一是。Farla & De Crombrughe等^[16]的研究发现,FDI并不一定挤出国内投资,反而更多表现为挤入效应。赵彦志^[17]认为,个别类型的FDI对民间投资具有挤出效应,但整体效果表现为挤入了民间投资。林勇和陈名银^[18]发现了国有投资与FDI之间长期均衡关系的存在。吴新生和梁琦^[19]发现FDI对拥有完善基础设施的区域具有倾向性。

由于实证研究文献方面的欠缺,在实证研究方法方面,可更多借鉴国有投资对民间投资溢出效应的实证分析模型与方法,IS—LM模型方法既是其中重要的实证分析方法,同时也是这一溢出效应研究的重要理论基础,如Correia-Nunes和Loukas^[20]跨国研究表明,国有投资的扩大导致财政赤字增加,会引起名义与真实长期利率的双重增加,对民间投资形成挤出。更多的是基于VAR及其衍生模型展开实证研究,Voss^[21]利用新古典学派的经典投资模型,通过VAR方法分析了公共投资与民间投资间的溢出效应,研究发现挤入效应并不存在,但存在公共投资对民间投资的挤出效应。吴洪鹏和刘璐^[6]同样利用VAR模型分析了中国的实际情况但得出了完全相反的结论。刘生龙等^[22]通过省级面板数据的研究也认为存在公共投资对民间投资的挤入效应。廖楚晖和刘鹏^[23]基于总量的动态优化模型分析指出,在资本角度,公共投资对民间投资的挤入与挤出效应同时存在。

通过梳理发现,现有研究多集中于国有投资或公共投资对民间投资(私人投资)的溢出效应,

① 国有投资是指国家对生产经营领域投入国有资本的活动,具体包括政府投资、政府授权的机构和部门投资、国有企业以国有资本投资,以及国有企业以借款安排投资;民间投资是指相对于国有投资和外商投资而言的,指的是来自于民营经济所涵盖的各类主体的投资,具体包括个体投资、私营企业投资、私有资本控股的股份制企业投资及集体企业投资;外商直接投资(Foreign Direct Investment),是指外国企业、经济组织或个人按我国有关政策、法规在我国境内开办独资企业、合资企业、合作经营企业或合作开发资源的投资,以及客商收益的再投资。

对国有(资本)投资对民间投资影响的研究还很欠缺,且多停留在理论阐释或经验分析层面,缺乏实证检验的支持。在研究结论方面莫衷一是,主要有存在挤入效应、存在挤出效应、挤入与挤出效应同时存在、溢出效应不总存在等实证研究结果。需要注意的是,经济环境与基础条件的变化会对溢出效应的影响幅度与方向产生重要影响,经济的周期运行特征意味着溢出效应必然具有时变特征,但目前量化模型与方法多以 IS-LM 模型或 VAR 模型为主,缺乏对这一时变特征的描述与刻画,而 TVP-VAR 模型由于赋予了参数空间以时变特征,能在很大程度上较好地克服这一缺憾,从而更准确地分析时间维度的投资主体内部结构的动态演变过程。因此,本文重点关注国有投资与民间投资溢出关系的时变特征,利用 TVP-VAR 模型加以实证分析与检验,对于当前民间投资下行趋势的遏制,以及剪刀差扩大趋势的抑制具有重要现实意义,选题视角具有一定新意,研究方法与研究问题更为匹配,与现有研究形成了有益补充。

二、投资主体内部结构描述的模型基础

投资结构,简言之,即一定时期内在既定的投资总量下,各类投资的构成比例与相对量关系,根据不同的视角,可具体分为投资主体结构、投资来源结构、投资用途结构等。本文的切入点为投资主体行为间的挤入与挤出效应,中国目前的投资主体主要有政府、企业、个人与外国投资主体,国有投资的挤入挤出效应不是本文关注的重点,如何确定国有投资的合理代理及其权力边界理论界尚存争议,为更好地关注市场经济投资主体间的相互作用机制,本文实证分析关注的是国有投资、民间投资及外商投资三者间的结构关系。

给定一个标准的 SVAR 模型如下:

$$A y_t = F_1 y_{t-1} + \dots + F_s y_{t-s} + \mu_t, t = s+1, \dots, n \quad (1)$$

其中, y_t 为 $k \times 1$ 维可观测因变量,系数矩阵 A 与 F_1, \dots, F_s 均为 $k \times k$ 维。令 $k \times 1$ 维结构化冲击 $\mu_t \sim N(0, \Sigma)$ 。给定 A 为下三角矩阵的假设,即结构化冲击之间存在递归关系。对式(1)左右两边同乘 A^{-1} ,得:

$$y_t = B_1 y_{t-1} + \dots + B_s y_{t-s} + A^{-1} \Sigma \varepsilon_t, \varepsilon_t \sim N(0, I_k) \quad (2)$$

其中, $B_i = A^{-1} F_i, i = 1, \dots, s$ 。通过按行堆栈,将 B 矩阵转为 $k^2 s \times 1$ 维向量 β ,则有:

$$y_t = X_t \beta + A^{-1} \Sigma \varepsilon_t \quad (3)$$

这样的转换保证了参数估计的解的唯一性。

与标准 SVAR 模型的区别是本文实证用模型赋予了参数以时变性特征,称之为 TVP-SVAR 模型,与常系数相比,显然,时变系数更符合现实经济,模型具体形式变为

$$y_t = X_t \beta_t + A_t^{-1} \Sigma_t \varepsilon_t, t = s+1, \dots, n \quad (4)$$

上式给出了 TVP-SVAR 模型最一般的形式,时变性体现为系数 β_t 、 A_t 及协方差矩阵 Σ_t 三个方面。 A_t 为下三角矩阵,将其中的非 0 和非 1 元素进行堆栈,得到 $a_t = (a_{21}, a_{31}, a_{32}, a_{41}, \dots, a_{k,k-1})$ 。令 $h_t = (h_{1t}, \dots, h_{kt})$,其中 $h_{it} = \log \sigma_{it}^2, i = 1, \dots, k; t = s+1, \dots, n$ 。假设:

$$\left. \begin{aligned} \beta_{t+1} &= \beta_t + \mu_{\beta_t} \\ a_{t+1} &= a_t + \mu_{a_t}, t = s+1, \dots, n \\ h_{t+1} &= h_t + \mu_{h_t} \end{aligned} \right\} \quad (5)$$

其中, $\beta_{t+1} \sim N(\mu_{\beta_0}, \Sigma_{\beta_0}), a_{t+1} \sim N(\mu_{A_0}, \Sigma_{A_0}), h_{t+1} \sim N(\mu_{h_0}, \Sigma_{h_0})$ 。

先验给定滞后阶数为 $2^{[24]}$,估计实现采用 MCMC 方法,实现软件为 Matlab 2012b。

三、基于投资主体内部结构的模型选择与数据处理

根据投资主体结构,选取的指标变量如表 1 所示,数据区间为 2008 年 1 月—2017 年 2 月,均为同比数据,数据来源于 Wind 数据库。民间投资呈现负偏态,即大部分时间区间处于低速增长状态,存在短暂时期的中高速增长,且较长时期的低速增长是民间投资高波动性的重要来源;与之相反,国有投资呈现正偏态,即大部分时间区间处于中高速增长区间,存在短暂时期的低速增长,且较长时期的中高速增长是国有投资高波动性的重要来源。二者间的反向关系成为本文猜想国有投资对民间投资存在挤出效应的依据之一。外商投资呈现出轻微的正偏态,波动性与峰度相对较低,在趋势规律方面与国有投资相对一致,与民间投资相反,因此,作为重要的投资主体,有必要分析其对国内投资主体的影响,以保证全面性。

表 1 变量描述统计表

指标变量	均值	中位数	标准差	偏度	峰度	平稳性
民间投资(PIFA)	22.723 2	24.600 0	10.425 0	-1.570 0	2.099 0	0.027 7**
国有投资(SIFA)	18.792 5	16.450 0	8.356 2	1.472 7	4.260 1	0.056 1*
外商投资(FIFA)	6.062 2	4.750 0	6.242 1	0.333 0	1.701 3	0.063 3*

注：**、* 分别表示在 5%、10% 的置信水平上显著

统计数据表明,民间投资增速在经历持续下滑后,近年来以较低的波动性处于持续低迷状态。国有投资表现出一定的顺周期性质,这与其资本背景与政治定位有很大关系,但整体而言波动性在样本区间内长期稳定,说明国有投资具有持续性,与民间投资在波动性方面的差异一定程度反映了国内信贷配给现象的始终存在,流动性对国有投资存在偏好。随着国内资本的崛起与外资政策的完善,外商投资在中国竞争力的相对减弱,以及在其他新兴市场竞争力较中国相比的相对增强,是近年来外商投资增速相对稳定地维持在零线附近的重要原因。

四、国有投资对民间投资挤出效应的验证与阐释

通过预烧 1 000 次,然后抽样 9 000 次得到估计结果。结果显示^①,所得核心参数样本的自相关性随着抽样次数的增加迅速下降,最终稳定在零线左右,表明抽样实现方法的有效性。核心参数的概率密度函数呈现出轻微的正偏态特性,表明参数估计值更多地落在右尾,需要更多地关注右尾风险。

动态调整路径的描述即可简化为对时变关系的刻画,在 TVP-VAR 模型框架下,可通过时变脉冲响应函数描述投资主体间的时变特征。分别选择滞后 2 期、4 期与 8 期表示冲击的短期、中期与长期影响,根据等间隔脉冲响应函数^②图,在自稳定性方面,三大投资主体的自我偏离对自身投资存量的影响稳定且相对平稳地存在,自我影响强度从国有投资、民间投资到外商投资依次降低,这与投资存量规模的相对大小有关,存量规模越大意味着其受自身偏离影响的程度越大。另一个区别在于,国有投资由于资金来源的稳定性与持

续性,中短期内市场对其预期相对稳定,导致中短期内其受自身偏离影响的程度几乎没有差异,处于相对弱势的民间投资与外商投资的短期影响则最为强烈,长期影响相对较弱,主要由于中国市场以适应性预期为主,预期具有短期性质,但投资项目具有中长期性质。需要指出的是,自冲击均为正向影响,表明三类投资均具有自我维持的惯性特征,且受自身偏离影响的强度均高于受其他投资变化影响的强度。在交叉影响方面,国有投资在短期内对民间投资存在挤出效应,但在中长期内存在一定程度的挤入效应。由于国有投资的特殊性质,国有投资的广泛增加,信贷政策调整的滞后导致信贷总量的增加没有与投资广泛增加引起信贷需求的增加相匹配,信贷摩擦增加,国有投资的资金需求得到首先满足,对民间投资产生挤出效应,但在长期国有投资的增加易被市场解读为积极的政策信号与导向,民间投资会随着信贷总量增加而受益,从而引起民间投资的随之增加。外商投资对民间投资存在中短期内的挤入效应与长期的挤出效应,但这一挤出效应近年来有所减弱,这是外商投资环境愈发规范且逐步向周边新兴市场转移的必然结果,但国有投资的长期挤入效应强度多年来相对平稳。与之不同,民间投资在短期、中期及长期对国有投资均具有一定程度的挤入效应,近年来长期的挤入效应开始减弱。民间投资较国有投资相比市场化程度更高,民间投资的动态变化更能反映市场主体对未来不确定性的预判与投资回报的普遍预期,其所释放的市场信号对于国有投资的投资计划安排具有一定的指导作用,因此挤入效应存在,但国有投资自身较高的惯性特征决定了这一挤入效应程度普遍偏低。相反地,外商投资在短期、中期、长期内对国有投资均较稳定地存在一定程度的挤出效应,这

① 为节约篇幅,样本自相关性、抽样路径、后验密度及脉冲响应图等结果图已省略,可向作者索取。

② 等间隔脉冲响应函数是指在选定的相等时间间隔下,自变量在样本期间内每一时点的单位冲击对等时间间隔后的因变量产生的冲击影响,是影响强度的反映。

主要源于优质项目有限情形下国内与国际资本间的竞争关系且长期向外资倾斜的支持政策。笔者注意到,民间投资与国有投资的增加短期内会促进外商投资小幅度的增加,但中期会出现一定程度的下降,并在长期开始回暖。

笔者分别在 $t=30$ (2011年6月)、 $t=48$ (2012年12月)、 $t=84$ (2015年12月)期^①给定一个脉冲冲击,时点脉冲响应图^②显示,不同时点给定冲击下,民间投资、国有投资与外商投资间作用路径并无显著性结构化差异,说明二者间的正向传导与反向倒逼机制均具有稳健性,但在调整幅度与收敛速率等方面存在差异性,表现出一定的时变特征。在考察区间内,民间投资对国有投资始终表现为挤入效应,但挤入效应的程度较低;国有投资在起初则存在对民间投资的挤出效应,由于在所选时间节点民间投资均为局部高点,这说明国有投资在民间投资的方向转换过程中起到了一定的作用,但在一季度以后,挤出效应逐渐消失,逐渐表现为挤入效应;外商投资对民间投资的作用路径则与之相反,在长期而言外商投资的扩张会对国内资本存在挤出效应,不但对民间投资形成挤出,对国有投资也存在一定程度的挤出效应。这表明,在国有资本扩大投资初期,要对民间投资辅以宽松信贷政策与利好产业政策等经济的支持以对冲初期国有投资扩大对民间投资的负向挤出效应,同时注意控制对外商投资的盲目引进与过度扩张,抑制外商投资的这一挤出效应。在不同时点,民间投资、国有投资与外商投资在受自身影响方面表现出较为一致的趋势性特征,考察期内均为挤入效应,表现为自我维持的惯性特征,且具体表现为先升后降的趋势性变化,相较而言,国有投资的惯性最为强劲,民间投资次之,与等间隔脉冲响应图相一致。与之不同的是,国有投资与民间投资在扩张过程中需要外商投资的先进优势等,并在短期内带来外商投资的一定程度的扩张。

五、缩小“剪刀差”的路径选择与战略调整

2016年,民间投资增速以惊人趋势下行,引

发社会各界的普遍担忧,国有投资增速却快速飙升,突破两位数,二者间持续扩大的“剪刀差”引发社会各界的广泛探讨,背后的原因莫衷一是,国有投资对民间投资的挤出效应被普遍认为是其中的重要原因,具体表现为两个方面:首先,相较而言,民营经济部门加杠杆的增速与增幅均远低于国有经济部门;其次,在经济不景气期间,信贷配给愈发严重,短期内在信贷总量变化不大的情况下,政府部门出于政治压力,金融机构出于免责动力,政策资源与信贷资源均倾向于国有经济部门,非国有经济被迫挤出。在企业层面,国有企业在经济活动中的定位愈发清晰且不断强化,作为经济主体在不断优化治理结构的过程中继续做大做强。与之相反,尽管近年来民营企业已在GDP中占据更加重要的比重,但民营企业的定位则始终相对较为模糊。在民营经济部门寻求改变与突破的过程中,尽管有关政策陆续出台,但多属于具有救济性质的短期优惠性措施,并没有从根本上赋予民间投资与国有投资相平等的权利,只有真正出台有针对性的、长期性的、透明且可预见的政策,从市场、法制与金融环境等多方面赋予民间投资以平等权利,才能真正提振民间投资在经济减速阶段开展中长期投资的信心。2016年以来,民间投资的信心明显减弱,即是长期以来政策不到位、房地产投资开始恶化、生产端通缩迟迟未能改善、外汇储备流失严重,且中国经济步入下行长周期的多重作用结果,具体表现为在营业利润没有显著下滑的背景下民营企业普遍表现出对设备投资的延缓、对销售环节的压缩,以及对回笼现金流的强烈诉求。就目前而言,上述因素均没有明显改善的迹象,“剪刀差”还有继续扩大的空间和可能,因此迫切需要优惠措施出台以托底民间投资,并对冲国有投资初期对民间投资的挤出效应。

六、结 论

2016年民间投资增速的断崖式下行及其与国有投资增速间日益扩大的“剪刀差”引发广泛探

① 本文研究重点在于国有投资与民间投资间的挤入挤出效应,尤其是国有投资对民间投资的溢出影响,因此,选取上述三个节点的理由主要在于,在上述时间节点,民间投资均表现为局部高点,这有助于分析民间投资出现方向性转变过程中国有投资在其中的作用。另外,在这三个时间节点,国有投资与外商投资也表现出典型化特征。

② 时点脉冲响应函数指的是,在样本区间内的不同时点,自变量的单位冲击对因变量造成的持续影响,是作用路径结构性变化的反映。

讨,本文从投资市场主体结构的视角入手,利用 TVP-VAR 模型对投资主体间的时变溢出效应展开研究,期望能给出民间投资被迫挤出的投资结构方面的原因与依据。具体体现在以下几个方面。

(1) 三类投资均具有相对较强的自我维持的特性,受自身的冲击影响最为强烈,且影响强度由高到低依次为国有投资、民间投资及外商投资。随着国有企业定位的愈发清晰及多项且连续优惠政策的长期支持,国有投资扩张的增速与增幅始终处于较高水平,且由于国有资本的准政府信用为其在信贷配给等过程中带来的绝对优势,进一步加强了其自身的稳定性。民间投资作为国民经济的重要构成,近年来在 GDP 中所占比重逐渐上升,尽管多年来困扰民间投资的市场环境、法制环境及金融环境方面的三重欠缺始终未得到有效改善,但在政治层面已得到足够重视,有关优惠措施的制定与实施正从目前以具有救济性质的短期措施向可预见、透明的长期措施相过渡,但在赋予民间投资与国有投资以平权方面的努力还未可见。

(2) 在对民间投资的挤入或挤出效应方面,等间隔与时点脉冲响应函数图均表明,短期内国有投资扩张存在对民间投资的挤出效应,长期来看负向挤出效应逐渐消失,并表现为正向挤入效应,在不同时点,这一时变特征具有稳健性且不具有显著差异,外商投资则表现出短期内的挤入效应与长期的挤出效应。这意味着,在国有资本扩大投资的初期,需要关注民间投资的投资环境、投资意愿与投资信心的变化,及时且有针对性地出台短期的扶持性措施以对冲国有投资的短期挤出效应,稳定民间投资的趋势稳定。外商投资对国有投资也存在类似的时变溢出效应,长期内表现为对国内资本的挤出效应,这是因为国内资本的日趋成熟、投资环境的日益完善、投资市场竞争程度的日趋强烈,外商投资对民间投资与国有投资间的协同发展作用正逐渐弱化,而更多地表现为通过市场化机制与国内资本形成竞争态势并在长期内表现出一定的此消彼长的竞争景象。因此,需要完善外商投资政策制度以规范外商投资行为,同时遏制出于晋升压力对外商投资的盲目引进与非理性扩张。与之相反,国内投资对外商投资具有挤入效应,前述分析已表明,外商投资的扩张对国内投资的影响存在阈值,因此需要对这一

挤入效应加以监控并适时引导,已充分发挥外商资本的比较优势及其潜在协同效应。

(3) 民间投资的下行主要有以下原因:首先,国有投资在短期内的挤出效应是其中的重要原因,具体表现为国有经济部门快速加杠杆及信贷资源与政策资源长期向国有经济部门倾斜。不仅是因为国有投资自身定位愈发明确并不断做大做强,还因为政策层面对民间投资的优惠性措施始终是救济性质与短期的。简言之,市场层面、法治层面及金融层面的不完善是造成二者权利不对等的最根本原因。其次,在经济减速背景下,经济不确定性在多个方面均有所上升,有理由认为中国经济已经步入经济周期中的较长的下行周期,宏观经济的不景气直接导致民间投资信心的弱化,尽管营业利润并没有明显减少,民间投资依然对设备投资的意愿减弱,对现金回笼的诉求加强。因此,首先要对民营经济部门进行有效地预期引导与管理,增强民间投资的中长期信心,可通过可预见的、长期性的优惠性措施来实现。同时,要在坚持推进供给侧结构性改革的过程中加大对减速治理的力度,积极防范潜在金融经济风险的发生,这有助于民间投资信心的回升。

参考文献:

- [1] 孙彦林,陈守东,刘洋. 泡沫挤出视角下的民间投资下滑[J]. 财经科学, 2016(12):1-10.
- [2] 扈文秀,孔婷婷. 国有投资对民间投资的影响效应——基于中国经济的实证研究[J]. 国际金融研究, 2014(11):87-96.
- [3] Link S B. Do Government Purchases Crowd Out Investment? [J]. Rivista Internazionale Di Scienze Economiche E Commerciali, 2006, 53(3):323-333.
- [4] 帅雯君,董秀良,胡淳. 我国财政支出挤入挤出效应的动态时间路径分析——基于 MS-VECM 的实证检验[J]. 财经研究, 2013(9):19-34.
- [5] Cebula R J. An Empirical Analysis of the "Crowding Out" Effect of Fiscal Policy in the United States and Canada[J]. Kyklos, 2010, 31(3):424-436.
- [6] 吴洪鹏,刘璐. 挤出还是挤入:公共投资对民间投资的影响[J]. 世界经济, 2007(2):13-22.
- [7] Dreger C, Reimers H E. Does Public Investment Stimulate Private Investment? Evidence for the Euro Area [J]. Economic Modelling, 2016, 58:154-158.
- [8] 孙旭,罗季. 我国国有投资对民间投资的影响[J]. 预测, 2004, 23(1):7-10.
- [9] Mcmillin W D, Smyth D J. A Multivariate Time Series Analysis of the United States Aggregate Production Function [J]. Empirical Economics, 1994, 19(4):659

- 673.
- [10] 陈时兴. 国有投资对民间投资挤入与挤出效应的实证研究——基于1980—2010年的中国数据[J]. 中国软科学, 2012(10):169-176.
- [11] 刘忠敏, 马树才, 陈素琼. 我国政府支出和公共投资对私人投资的效应分析[J]. 经济问题, 2009(3):10-14.
- [12] 何帆, 朱鹤. “消失”的民间投资——2016年民间固定资产投资同比快速下滑原因分析[J]. 国际经济评论, 2016(6):31-46.
- [13] 刘昱. 民间投资和国有经济投资对经济增长贡献研究[J]. 西安邮电大学学报, 2008, 13(4):106-109.
- [14] Afonso A, Aubyn M S. Economic Growth, Public, and Private Investment Returns in 17 OECD Economies[J]. Portuguese Economic Journal, 2018(4):1-19.
- [15] 于谨凯, 单春红. 我国的国有投资与民间投资效率实证分析[J]. 河北经贸大学学报, 2004, 25(5):21-25.
- [16] Farla K, De Crombrughe D, Verspagen B. Institutions, Foreign Direct Investment, and Domestic Investment: Crowding Out or Crowding in? [J]. World Development, 2016, 88:1-9.
- [17] 赵彦志. FDI对我国民间资本的结构挤出效应——基于省际面板数据的经验研究[J]. 财政研究, 2011(7):40-42.
- [18] 林勇, 陈名银. 政府投资、FDI与市场化进程——基于VAR的实证分析[J]. 广西财经学院学报, 2013, 26(6):8-13.
- [19] 吴新生, 梁琦. 贸易自由化与FDI区位选择——来自“一带一路”沿线国家的经验证据[J]. 东北大学学报(社会科学版), 2017, 19(6):571-579.
- [20] Correia-Nunes J, Loukas S. Budget Deficit and Interest Rates: Is There a Link? International Evidence [J]. Oxford Bulletin of Economics & Statistics, 1995, 57(4):425-449.
- [21] Voss G M. Public and Private Investment in the United States and Canada[J]. Economic Modelling, 2002, 19:641-664.
- [22] 刘生龙, 鄢一龙, 胡鞍钢. 公共投资对私人投资的影响: 挤出还是引致[J]. 学术研究, 2015(11):64-73.
- [23] 廖楚晖, 刘鹏. 中国公共资本对私人资本替代关系的实证研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2005, 22(7):35-43.
- [24] Nakajima J. Time-varying Parameter VAR Model with Stochastic Volatility: An Overview of Methodology and Empirical Applications[J]. Jouchi Nakajima, 2011, 29:107-142.

(责任编辑: 王 薇)