

# 新形势下财政与货币协同的理论思考

李成威<sup>1</sup> 詹 卉<sup>2</sup>

(1.中国财政科学研究院,北京 100142;2.北京第二外国语学院,北京 100024)

**内容提要：**风险社会大背景下，财政与货币协同需要思维方式创新与理论工具重建，应与国家发展面临的问题与目标相匹配，应基于未来而不是过去、基于不确定性而不是确定性的视角来思考财政与货币协同问题。当前和未来，我国面临经济“三重压力”，财政与货币协同应致力于引导预期与构建发展的确定性，如此，才能在短期以超常规政策稳住经济大盘，在长期以激发潜力提升国家战略竞争能力。在此思维框架下，可得到一些“颠覆性”认知，包括：政府赤字预示着私人部门的盈余；从国家发展的角度看，政府债务是“资产”而非“负债”；财政“不可能三角”会变为“可能三角”；赤字以及货币发行与通货膨胀无必然联系。未来，我国应从战略上考量财政与货币协同问题，“纾困”需要发挥好货币作为“水库”和财政作为“沟渠”的协同作用，运用市场化方式将利率降至合理水平以降低国家发展成本。

**关键词：**不确定性 财政与货币协同 赤字货币化

**中图分类号：**F811.0/F821.0 **文献标识码：**A **文章编号：**1672-9544(2022)05-0004-09

2022年4月21日，习近平主席在博鳌亚洲论坛2022年年会开幕式上发表主旨演讲，指出“世界之变、时代之变、历史之变正以前所未有的方式展开，给人类提出了必须严肃对待的挑战。”<sup>[1]</sup>全球发展进入了大变局和风险时代，人类发展面临巨大挑战，这是我们面临的新形势，也是理论创新的时代背景。2022年5月，国务院召开全国稳住经济大盘会议，并印发《扎实稳住经济的一

揽子政策措施》，强调必须抢抓时间窗口，努力推动经济重回正常轨道。要稳住经济大盘，除了要运用我们熟知的一些常规政策，也需要突破常规思维，针对新情况、新问题出台行之有效的新政策，这就需要有一定的理论支撑。思考理论问题，既要回顾和反思过去所经历的实践，也要展望和思索未来要迎来的实践。关于财政与货币协同的理论思考，思维方式和理论工具的运用非常重要，

[收稿日期]2022-03-10

[作者简介]李成威，研究员，博士生导师，研究方向为财政理论与政策、财政与金融关系、全球风险治理等；詹卉，经济学院副教授，硕士生导师，研究方向为金融理论与政策、宏观金融等。

[基金项目]国家社会科学基金重大项目“国家治理现代化视角下的财税体制研究”(项目编号：17VZL011)。

运用不同的思维方式或理论工具，才能跳出传统理论的束缚，才能得出有利于未来实践的新结论。因此，本文关于财政与货币协同的理论思考，主要聚焦风险时代背景下的思维方式创新与理论工具的构建。

### 一、重新认识财政与货币协同

财政与货币是两大重要的治理制度和政策工具。过去我们对财政与货币协同的认识更多地是关于财政政策与货币政策松紧配合的协调，在新形势下，要重新认识财政与货币协同关系。

#### （一）财政与货币协同是“化学反应”关系

财政与货币两个概念单独来看，就如大自然中常见的碳元素(C)和氧元素(O)。单独来看，人们对这两个元素虽然有不同角度的认识，但其各自范畴比较明确，边界相对清晰，而如果把两者组合在一起，则会发生意想不到的化学反应。碳元素和氧元素组合，有可能形成常见的一氧化碳(CO)或二氧化碳(CO<sub>2</sub>)，也有可能形成其他的不稳定的氧化碳类型。在常人的眼中，一氧化碳可能会导致中毒，就如财政与货币关系中大家担心的财政赤字货币化可能会导致政府行为脱缰和政府信用体系破产一样，与二氧化碳相比，一氧化碳有毒性。但其实一氧化碳可在冶金行业中作还原剂，也可以作为重要的气体燃料，而这些功能和作用是二氧化碳所不具备的。

脱离具体条件抽象地比较一氧化碳好还是二氧化碳好没有实际意义。“好”与“不好”取决于我们所要解决的问题和所要达到的目标。例如，如果需要还原剂或气体燃料，则在一氧化碳与二氧化碳的比较中，选项是一氧化碳，不管通常看

来二氧化碳似乎没有毒性，但它解决不了我们的问题；也不管人们认为一氧化碳多有毒性，但它对于解决问题和实现目标来说是不可或缺的。不能因为有人一氧化碳中毒就把一氧化碳一棍子打死。

财政与货币这两个治理元素发生化学反应可能会产生多种结果，即不同的协同模式。比如，对于财政政策与货币政策松紧上的配合(可以比作为碳和氧元素结合形成二氧化碳)和财政赤字货币化(可以比作为碳和氧元素结合形成一氧化碳)，我们需要什么样的协同模式取决于我们所要解决的问题和所要达到的目标。正如我们不能脱离问题和目标抽象地说二氧化碳好而一氧化碳不好，我们也不能脱离问题和目标抽象地说财政政策与货币政策松紧上的配合这种协同方式好，而财政赤字货币化这种协同方式不好。现在很多文献在分析财政与货币协同问题的时候，经常拿德国魏玛政府的情况作为例子，历数财政赤字货币化的恶。<sup>[2]</sup>这就如指着一氧化碳中毒的人说，“你看他多惨，所以一定要离一氧化碳远远的”。这一执念是有偏见的，是刻舟求剑式的思维方式。

#### （二）国家发展面临的风险挑战决定财政与货币协同的“化学反应方程式”

财政与货币是两大重要的治理制度和政策工具，这两大治理制度和政策工具协同起来发生“化学反应”可以产生巨大的发展动力，发挥巨大的治理效力。然而，发展动力和治理效力的产生取决于财政与货币协同的“化学反应方程式”与国家发展面临的问题和目标是否匹配。如果财政与货币协同的“化学反应方程式”与国家发展面临的问题和目标匹配，则有利于发展问题的解决和目标的实现；

反之,如果不匹配,不但不利于发展问题的解决和目标的实现,反而可能会耽误或阻碍发展问题的解决和目标的实现。就比如,二氧化碳起不到还原剂的作用,将二氧化碳作为燃料不但不能助燃,反而会把火浇灭。

当前,我们国家面临的突出问题是世界大变局。疫情、气候变化、数字革命、地缘政治等将彻底改变过去人类生活与相处的方式,这种改变,不是一年、两年,而是五年、十年,甚至可能一直持续下去。在大变局之下,世界历史进入转折点,全球经济将进入一个新轨道,甚至人类文明的发展都将进入一个新的轨道,全球治理、区域之间的合作可能都会重构。时代巨变,历史进入新纪元,不确定性加剧,在此背景下我国的发展也面临过去未曾遇到的重大风险挑战。改革与风险赛跑,改革跑赢了风险,才能构建国家发展的确定性。改革停滞不前,风险就会跑在前面,国家发展的确定性也就无从谈起。因此,大变局要有大的改革举措,才能对冲风险,构建确定性。在大的风险挑战面前,如果不转换思路,还在默守陈规、抱残守缺,用传统的“化学方程式”应对新的问题是没有出路的,既解决不了国家发展面临的问题,也无法实现国家发展的目标。

思考财政与货币协同问题、选择财政与货币协同“化学方程式”应该取决于大变局下国家发展面临的风险挑战,以及如何更好地化解这些风险挑战。一切应该从风险挑战出发,从整体观的角度思考问题,而不是抱着过去的教条,或者拿着教条指责,说这破坏了什么规定、违反了什么纪律。政策和改革创新,应基于当前和未来面临的风险挑战考虑问题。

①中央经济工作会议在北京举行人民日报,2021年12月11日01版。

## 二、新形势下财政与货币协同的目标逻辑

2021年12月召开的中央经济工作会议指出,“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。”<sup>①</sup>经济三重压力既是经济发展面临的新形势,也是我国经济社会发展面临的挑战。在新的形势下,经济面临巨大的下行压力,这是多种因素同频共振的结果。在新的形势下,财政、货币单打独斗无济于事,传统财政货币协同方式也会失灵,财政货币协同要有新的目标逻辑。

### (一)引导预期,稳住经济大盘

现有理论的起源是牛顿的经典力学理论,是基于工业化与工业文明的理论。<sup>[3]</sup>现有理论建立在确定性世界观基础上,其逻辑推导和政策观点也是基于此。在确定性的世界观中,只要政策是明确的,政策产生的效果和影响都是明确的、可以计算的。<sup>[3]</sup>然而,自然科学和社会科学相关最新成果显示,世界并非经典力学所描绘的那样是确定性的,而是不确定性的。不确定性是世界的本质,确定性是有条件的,是在一定时空下的确定性。如量子力学中的“测不准原理”,已经表明不确定性是世界的基本属性。在现代社会,这种不确定性越来越显现。在此背景下,建立在确定性世界观基础之上的现有理论和政策逻辑就无法解释和回答现实问题。例如,2008年发生全球金融危机之后,世界就长期陷入了低增长、低利率、低通胀和高负债、高风险、高度不确定性状态,这种新的以不确定性为主要特征的经济社会状态清晰地表明现代社会是风险社会。

在风险社会,无法运用以确定性世界观为基础的传统经济学体系进行解释,其政策逻辑也发

生了根本性变化，即从实体逻辑到虚拟逻辑的变化。实体逻辑是基于过去做出政策决策，考察的是利润等实体化的指标。虚拟逻辑是基于未来做出政策决策，考察的是未来风险预期这样的虚拟化因素。新冠疫情爆发后，美国、欧盟以及韩国、新西兰等发达经济体或新兴市场国家一体化实施财政货币政策，货币发行与政府发债打通了。这些经济主体之所以这么做，是基于对未来面临的风险的一种预判，只有这么做，才能化解未来可能面对的巨大经济风险。在风险社会，财富存量的积累、强大的产出能力以及货币的资产化特征，改变了传统的通胀机理和利率的形成机理。这一切都源于风险社会的政策逻辑发生了根本性变化。

非常时期要有非常举措，非常状态下财政与货币政策协同的“化学反应方程式”必然不同于平时“化学反应方程式”，这一点从美国的危机应对政策中表现得非常明显。2008年次贷危机和2020年新冠危机后，美国政府债务规模显著扩张，债务净发行量在两次危机后的两年分别达3.1万亿美元和6.2万亿美元。美联储在二级市场大规模购入美债，间接为财政部债务融资，同时通过预期指引压降中长期美债收益率，为财政部大规模发债、又无需承担较高利息压力提供有力保证。据测算，新冠危机期间美国的净发债规模是2008年次贷危机期间的两倍，但利息成本较2008年时期仅增长2%。<sup>[5]</sup> 美联储现已经成为美债的第二大持有人。虽然美联储无法直接向财政部认购国债，但是美联储可以通过债券一级交易商这条通道，在二级市场中购入国债，将增发的货币通过一级交易商传递给财政部。财政部在融到资金之后，将资金

用于支撑财政开支或存入TGA账户<sup>①</sup>。美国危机状态下的财政货币政策协同，迅速改变了市场对经济发展的预期，从而促进了市场机制的修复，财政与货币政策协同“化学反应方程式”起到了变危为机的作用。例如，新冠疫情之后，美国经济和就业市场迅速复苏，居民消费激增，实际GDP增速在2021年高达5.7%。财政刺激提高了私人部门的名义收入，并进一步促进私人部门资产负债表的修复。

在经济三重压力情况下，选择并实施财政与货币协同新的“化学反应方程式”刻不容缓。需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力的核心是预期转弱。需求方面，居民消费和投资增长疲弱；供给方面，存在结构性供给短缺和供应链断裂风险。需求和供给方面的问题并非新问题，在预期较强的情况下，预期、需求和供给之间可以形成正反馈，通过市场调节机制的作用使需求和供给得到缓解。然而，在预期转弱的背景下，市场主体对前景担忧，市场调节机制会陷入“预期陷阱”而无法正常发挥作用，预期、需求和供给之间形成负反馈，经济发展就会进一步恶化。市场调节机制陷入“预期陷阱”，表明经济发展面临巨大的不确定性，经济进入一种特殊的状态，而非平常的状态。在此情况下，政策的作用就是要尽力扭转预期，使市场调节机制跳出“预期陷阱”，从而构建起经济发展的确定性。与非常状态相适应，财政与货币协同新的“化学反应方程式”要求财政货币政策融合度高、操作程序透明、信号释放清晰、政策合力效果容易把控，这样才有助于引导预期，为宏观经济注入确定性，修复市场调节机制。现有的财政货币政策松散搭配这样较浅层次的协同“化学反应方程式”显然达不到想要的效果。

<sup>①</sup>The Treasury General Account, 为美国财政部在美联储的存款账户。

### (二) 激发潜力,提升国家战略竞争能力

财政货币协同的“化学反应方程式”的核心是要把国家的发展放在首位,不断激发发展的潜力,提升经济潜在增长率,提升国家战略竞争能力和可持续发展能力。一些发达经济体十分注重财政货币协同,通过货币融资的方式筹资大量资金,从发达经济体央行资产负债表中的国债资产快速扩大就可以看出财政货币是如何发生“化学反应”的。发达经济体财政货币政策一体化,使其可以通过实行量化宽松政策买入政府债券,进而为财政政策提供资金。2020年新冠危机期间,美联储大规模扩表并购入美债,美联储资产负债表从2020年初的4.2万亿美元迅速攀升至2021年末的8.8万亿美元,其中新增美债持有规模达3.3万亿美元,美联储贡献了同期美债新增份额的50%以上。在此期间,美债收益率从1.88%显著下行至2021年末的1.52%(最低点为2020年7月的0.55%)。<sup>[5]</sup>

这种财政与货币协同的“化学反应方程式”既可以对冲疫情冲击,降低短期风险,也可以大力支持本国基础设施、居民消费、社会就业、科技研发、人力资本与国防建设,从而通过增加投入提升经济潜在增长率,并解决自身发展中面临的长期问题,为自身可持续发展构建更大确定性。从某种程度上来说,以对冲风险为基本功能的财政货币协同已经成为发达经济体参与国际竞争的工具,并成为发达经济体国家竞争力的重要组成部分。可以说,发达经济体财政货币协同是高维度的金融竞争,在数字化背景下他国无力抵抗。这些国家利用金融全球化,从战略上做大其可以直接控制的市场,从而为自身经济的发展创造战略空间,也大大提高了自身对全球各种要素资源的支配权。

### 三、关于财政货币协同的一些“颠覆性”认知

在传统理论中,关于财政、货币以及两者关系,有一些似是而非的认识。而正是这些似是而非的认识,阻碍了财政货币协同有效“化学反应”的产生。关于财政、货币以及两者关系,与观察者的立场和理论认知有关。如果站在一个更高的维度,可以得出一些“颠覆性”的结论,而这些“颠覆性”的结论,恰恰是支撑财政货币协同新的“化学反应方程式”的理论和现实条件。

#### (一) 政府赤字预示着私人部门的盈余

基于后凯恩斯主义发展而提出的现代货币理论(MMT)认为,在现代货币体系之下,财政支出意味着货币的创造和注入,征税意味着货币的回笼和毁灭,财政赤字因而意味着货币的净创造和投放。基于此,Godley(1999)证明,根据会计核算恒等式,政府赤字(盈余)等于私人部门(包括企业、家庭和外国人)盈余(赤字)。<sup>[6]</sup>即在简化的政府与私人部门关系中,在流量层面,政府赤字对应着私人部门盈余,而政府盈余则对应着私人部门赤字。就此而言,政府赤字具有一定的被动适应性,私人部门净储蓄的意愿“导致”了赤字的发生,对货币的市场需求因而决定了赤字的规模。<sup>[7]</sup>从这个角度来看,政府赤字并非政府主动为之的结果,而是适应经济运行和私人部门经济行为的结果。只要是私人部门追求合理的盈余和净储蓄,那么必然会导致政府的赤字。<sup>[8]</sup>从这个意义来说,政府赤字是经济良性发展的一个必要条件。如果在这种情况下,政府强行降低赤字,或努力保持财政盈余,则必然导致私人部门盈余的下降或者私人部门赤字的产生,这对经济运行不但不利,而且还会带来伤害。

从宏观的角度看，持续的政府赤字是经济持续增长与发展的必要条件，这是对传统理论“政府赤字有害论”的颠覆性认知。

(二)从国家发展的角度看，政府债务是“资产”而非“负债”

在经济学和会计学中，资产是指由企业过去的交易或事项形成的、由企业拥有或者控制的、预期会给企业带来经济利益的资源。负债是指企业过去的交易或者事项形成的、预期会导致经济利益流出企业的现时义务。如果我们把资产和负债的定义做一个抽象的表达，能在未来带来正收益的就是资产，而在未来带来负收益的就是负债。从国家发展的角度重新表述这个定义，能够在未来为国家发展带来正收益的就是资产，而在未来为国家发展带来负收益的就是负债。

从上述定义我们来审视政府债务，就会发现，政府债务更多地是资产而非负债。美国经济学家萨默斯(2020)认为，在利率较低的情况下，未来GDP的现值会更高，特定数额的债务成本较低，所以只要债务有利于国家发展，经济增长可持续且增速超过利率，那么未来GDP的现值就可以是无限的。这意味着随着时间的推移，经济增长将超过其债务和相关利息，因此，其债务相对于经济将会消失。<sup>[9]</sup>

从以上角度来看，政府当期债务，与未来的收入(GDP)相比较，就不再是一个问题。财政货币协同导致的政府账面债务增加，不但不增加政府的债务负担，还有助于国家经济实现复兴，为国家发展在未来的竞争中赢得先机。这是对传统理论“政府债务有害论”的颠覆性认知。事实上，为构建未来经济发展的确定性，一些经济体相继出台大规模的财政政策，这些政策既着力于恢复当前疫情影响之下

的经济秩序，更着眼于未来，强化对市场主体、基础设施、人力资本和创新研发等方面的投入，为未来经济发展积蓄动力。<sup>[10]</sup>

(三)财政“不可能三角”变为“可能三角”

财政“不可能三角”是指“减税降费”“保障支出”与“控制债务”三大目标难以同时达成。其中，“控制债务”实质是财政可持续性。在高利率环境下，债务还本付息成本高，债务规模大的话的确影响财政可持续性。但在低利率环境下，政府债务滚动循环的成本低，“控制债务”的约束条件也会减弱。在低利率环境下，财政“不可能三角”变为“可能三角”。近年来，特别是新冠疫情发生以来，发达国家和新兴市场国家债务规模大幅上升，但同时也出现了一个有意思的现象，由于全球利率水平的下降并在低水平维持，这些国家的债务负担非但没有增加，反而得到减轻，其财政可持续能力也有所增强，财政“不可能三角”变为“可能三角”在一定程度上得到印证。可以预计，在未来的较长时期内，全球仍将继续保持低利率环境。发达国家和一些新兴市场国家趁此机会扩大发债规模，一方面缓解财政困局，另一方面也借机扩大基础设施建设和创新项目投入规模，提升经济长期可持续发展能力。

根据国际货币基金组织(IMF)发布的《财政监测报告》显示，2021年，发达国家和新兴市场国家主权债务占GDP比重都有大幅提升。<sup>[11]</sup>然而，与此同时，大多数发达国家与新兴市场国家债务负担反而有所下降，因为这些国家主权债务利率的下降幅度要高于其债务规模的扩张速度。新兴市场国家受益于债务利率下降幅度超过债务规模上升比例，其支付的债务利息将有所减少，进而减轻了本国的债务负担。

低利率环境将改变我们对赤字和债务的认识，也将改变政府筹资的逻辑。《马斯特里赫特条约》之所以规定3%的赤字率、60%的债务率等限制条件，是因为在正常利率水平下，赤字和债务增加会带来还本付息压力上升，甚至导致财政不可持续。但在低利率环境下，《马斯特里赫特条约》适用的前提条件发生了根本性改变。因为支付的实际利率经通胀因素调整后为负数或接近于零，这会大大提高赤字和债务的可持续性，进而改变政府筹资的逻辑。征税与债务融资是政府获取收入的两种主要方式，从全球范围看，征税成本相较于债务成本更高。随着超低利率的长期持续，债务融资可能成为一种更优的筹资选择。

不过，在全球低利率背景下，我国国内的利率水平却明显高于全球。突出表现就是作为国内市场无风险利率的十年期国债收益率明显高于美国、日本等国家，这背后的主要原因是我国尚未完全实现利率市场化。

#### （四）赤字以及货币发行与通货膨胀无必然联系

财政赤字被普遍认为存在产生通胀的风险。然而，理论上赤字本身既非通胀的充分条件，也非通胀的必要条件，二者之间并不存在确切的经验相关性。通胀从根本上取决于总需求与总供给规模和结构之间的相互作用，货币供应量在其中更多是作为一种内生的相伴随的结果出现，而并非直接原因。就此而言，赤字导致通胀并没有什么特殊之处，其他部门的过度开支及所引发的银行信贷创造同样有可能产生通胀压力，没有充分理由

①从理论上讲，通货膨胀和物价上涨是有所不同的。通货膨胀表现为物价上涨，但并非所有的物价上涨都是通货膨胀。从2021年到2022年5月，美国等一些国家出现了以能源和食品为核心的物价上涨。一些分析很自然地就将其当作通货膨胀，并很自然地与美国等国家这一轮的财政货币政策联系起来。事实上，这一轮物价上涨的主要因素是全球风险加剧和供应链冲击，如果不加分析和甄别，很容易混为一谈。

认定政府创造货币比银行创造货币更容易产生通货膨胀。<sup>[12]</sup>

在现代社会中，货币既是一种交易媒介，同时也是一种资产。<sup>[13]</sup>如果仅把货币作为交易媒介，货币发行扩张确实会引发通货膨胀。但在现代社会，尤其是经济数字化和金融化特征越来越突出的情况下，货币本身也成为一种资产，当风险越来越大的时候，人们持有货币的愿望就会强化，这个时候，货币发行扩张就不一定会引发通货膨胀，因为发行的大部分货币被人们作为无风险资产储备起来，并没有进入流通领域。货币作为交易媒介和作为储备资产的功能是随着经济形势和风险变化而发生转换的。当经济过热、经济社会整体风险降低时，货币作为交易媒介的功能就突显，货币作为储备资产的功能就降低，这个时候货币流通加速，即便货币发行不扩张，也可能导致通货膨胀。当经济遇冷、经济社会整体风险提升时，货币作为储备资产的功能就突显，货币作为交易媒介的功能就降低，这个时候货币流通降速，即便货币发行进行扩张，也不会导致通货膨胀。<sup>①</sup>

## 四、结论与相关建议

财政货币的协同性决定宏观经济政策的有效性，在风险时代，财政货币协同必须摆脱传统理论和陈规的束缚，才能更好地服务于国家发展。

#### （一）从战略上考量财政与货币协同问题

在货币功能、通胀机理发生改变条件下，财政货币政策对冲公共风险的空间更大了，可以为构建宏观确定性、降低公共风险水平，为市场运行和经济社会发展提供更加稳定的宏观条件和政策环境。日本、美国等发达国家财政货币一体化的实践提供

了借鉴,特别是新冠疫情以来,美国“大规模财政赤字与无上限的量化宽松”已然常态化,但却没有出现政府信用危机。事实上,美联储通过公开市场操作购买美国政府债券,相当于通过增发货币的方式承担政府债务,这使得美国的财政政策与货币政策等同了。在实际操作上,全球各大中央银行已经大规模买入国债,重要的并不是形式上是否采取了赤字货币化的政策,而是实质上是否已经达到了同样的效果。<sup>[14]</sup>

主流经济学观点坚决捍卫央行的独立地位,并坚决反对财政通过央行进行融资,反对央行购买国债,认为这会导致政府信用危机或出现严重通货膨胀。而反对财政货币一体化的另一个理由是,上世纪90年代通过的《中国人民银行法》规定,中国人民银行不得对政府财政透支,不得直接认购、包销国债和其他政府债券。然而,当时的条件是经济过热,货币状态就像沸水一样,在这种情况下赤字货币化导致通货膨胀是必然现象,所以当时要立法禁止财政向人民银行透支,这是根据当时的条件出台的法律。但在当前形势下,货币相对处于凝固状态,财政货币一体化实施导致通货膨胀的前提已经不存在了,再强调不能赤字货币化已经不合时宜了。所谓违反纪律和违法这顶帽子和“罪行”,实际是拿着1995年的“紧箍咒”来驳斥“赤字货币化”,当时的立法是解决当时的问题。为了国家安全和经济社会稳定,相关法律需要根据经济社会发展实际情况相应修改完善。

(二)对于纾困,要发挥好货币作为“水库”和财政作为“沟渠”的协同作用

近年来,中国人民银行有多轮货币扩张行为,货币投放很多,M1、M2增长很快。金融系统也出

台了很多支持企业的融资的办法。然而,即便在此背景下,一些企业经营困境并没有明显缓解,融资难的问题依然无法得到有效解决。从银行的数据看,大型银行同业业务规模大幅度上升,中小银行也不缺钱,说明市场流动性相当充裕。但公司存款呈现下降趋势,说明货币供给与货币需求无法有效对接,货币政策再宽松,资金也难以流到实体企业。货币“水库”的水放得再多,也难以流到企业和居民的“田间地头”。“有钱的没地方花,想花钱的找不到钱”这种问题非常突出,而财政政策、货币政策单打独斗的应对效果大打折扣。在这种背景下,只有加强财政与货币政策的协同,通过财政政策管道将“水库”的水直接引到企业和居民,才能避免“水”在商业银行、金融体系滞留。

要求商业银行给小微企业提供低成本贷款,解决融资难融资贵问题,不但效果不佳,而且破坏了市场规则。通过窗口指导、行政指令等方式解决融资问题,实质是用非市场的方式去解决市场的问题。因此,发挥好货币作为“水库”和财政作为“沟渠”的协同作用,关键是要进一步加快金融市场化改革步伐,尽快提高金融体系效率与竞争力。运用金融手段实施结构性政策有违市场化原则,应通过财政支出去解决的事情,就不应通过银行去定向解决。

(三)运用市场化方式将利率降至合理水平,降低国家发展成本

财政与货币协同,利率是重要的变量。利率定价市场化程度不高,是我国利率水平高于发达国家的根本原因。过高的利率水平大大提高了经济的发展成本。对此,降低利率比减税降费的政策空间更大。要加快利率市场化改革步伐,运用市场化的方

## 专题策划：财政金融协同

式推动利率降至合理水平，在降低发展成本的同时，为经济社会未来高质量发展、提高国际竞争力奠定基础。

(四)逐步优化央行资产结构，将国债作为其重要的资产配置

在一些国家，央行的资产负债表中，国债占比较高，反映财政与货币政策协同程度较高，最为典型的是美国和日本。近年来，量化宽松政策使得美联储大量购买政府债券，资产负债表规模急剧膨胀。截至2021年底，美联储总资产超过8.7万亿美元。从资产结构来看，美联储持有的本国国债金额为5.65万亿美元，占比为64.54%。<sup>①</sup>2020年末，日本银行的资产总量为639.94万亿日元，相当于2020年财政预算支出总额(161.71万亿日元)的3.96倍。国债是日本银行的资产的主要内容。2020年末，在日本银行资产总量中，国债部分为524.61亿日元，占比超过81%。其中又以长期国债为主，占比在95%左右。<sup>②</sup>另外，在近年来应对疫情的过程中，一些国家中央银行大幅提高资产中国债的比重，如德国央行截止2021年底的资产负债表达到成立以来的最高水平，超过3万亿欧元，比2020年2.5万亿欧元的创纪录水平还高出19%，其中欧元区主体欧元债权超过1万亿欧元。<sup>③</sup>

美国、日本和德国等主要国家的央行资产中，国债占有重大份额，这是财政金融协同的重要制度性安排，不仅是财政政策权衡的制度基础，更是国家财政金融稳定的压舱石。反观我国，根据2022年

3月份的数据，央行持有政府债券仅占其资产的3.91%，占比非常低。<sup>④</sup>因此，进一步优化央行资产结构，大幅加大央行资产的国债占比，非常必要，也非常迫切。

### 参考文献：

- [1] 求是网. 习近平在博鳌亚洲论坛2022年年会开幕式上的主旨演讲[EB/OL].[http://www.qstheory.cn/yaowen/2022-04/21/c\\_1128580840.htm](http://www.qstheory.cn/yaowen/2022-04/21/c_1128580840.htm), 2022-04-21.
- [2] 孙国峰.对“现代货币理论”的批判[J].中国金融, 2019(15):42-44.
- [3] 陈曦,刘尚希.经济学关于不确定性认知的变迁[J].财政研究, 2020(7):3-13+66.
- [4] Köhn, J. Uncertainty in Economics: A New Approach [M]. Berlin: Springer, 2017: 18-20.
- [5] 高瑞东,陈嘉荔.美联储与财政部,如何配合穿越危机[EB/OL].<https://mp.weixin.qq.com/s/c114RedKciiAej2N-1epIA>, 2022-04-24.
- [6] Godley, W. Seven unsustainable processes [R]. Levy Economics Institute, 1999.
- [7] 兰德·瑞(L.Randall Wray).解读现代货币[M].刘新华译,中央编译出版社, 2011.
- [8] 李黎力.现代货币理论的历史与逻辑[J].政治经济学季刊, 2019(3):67-86.
- [9] Furman, J and L.H.Summers. A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates. 2020.
- [10] 孙佳琦,李成威.在危机应对中投资于未来:主要国家财政政策分析[J].财政科学, 2021(7):117-123.
- [11] 财政监测报告[EB/OL].<https://www.imf.org/zh/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021>, 2021-03-29.
- [12] 李黎力.政府、银行与现代货币[J].学术研究, 2020(2):89-95.
- [13] 刘尚希等.财政赤字货币化的必要性讨论[J].国际经济评论, 2020(4):9-27.
- [14] 李成威,景婉博.财政政策与货币政策的有效协同模式:赤字货币化[J].经济与管理评论, 2021(2):108-112.

【责任编辑 寇明风】

①数据来源：美联储官网，<https://www.federalreserve.gov/releases/h3/current/default.htm>。

②数据来源：日本银行官网，<https://www.boj.or.jp/about/account/zai2105a.html/>。

③数据来源：欧洲中央银行官网，<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>。

④数据来源：中国人民银行官网，<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2022/05/2022051616002173548.htm>。