

研究報告

供给侧结构性改革下的财政货币政策协调

张运才

资本市场研究所

内容摘要

20 世纪 70 年代是战后资本主义国家经济的转折点。战后科技革命的成果逐渐消失殆尽，康德拉季耶夫周期逐渐进入下行阶段，这使得经济出现趋势性下行。与此同时，布雷顿森林体系逐渐解体，1973 年美元与黄金脱钩，国际货币体系彻底告别金本位制，进入信用货币时代，使货币发行更加不受限制。在经济遭遇趋势性下行时，一些经济的结构性问题便会凸显，导致自然失业率提高、自然利率下降。政府如果过于依赖需求侧的刺激政策，尤其是宽松的货币政策，使市场利率低于自然利率、失业率低于自然失业率，其结果便是滞胀、资产泡沫与大衰退的相继爆发。美国政府 70 年代刺激总需求的财政与货币政策组合导致了“滞胀”，日本 1985 年广场协议后刺激总需求的财政政策与宽松的货币政策助长了“泡沫经济”并导致泡沫破灭后严重的资产负债表衰退。而里根与克林顿总统的促进供给侧变革的以减税为主要内容的财政政策与中性的货币政策促进了互联网革命与“新经济”在美国的发生。通过研究美国与日本 70 年代以来的财政政策与货币政策协调配合的历史，我们得到的最重要的经验教训是：第一，在潜在经济增速下行的情况下，应主动促进供给侧的积极变化，若推行宽松的财政政策与货币政策刺激需求方，无益于供给侧的改进，将恶化经济结构。此时如果有冒进的金融自由化，则很可能导致资产泡沫的不断膨胀，而无益于实体经济的发展。第二，货币政策应在需求管理中发挥主要作用，而财政政策则应在保持财政可持续性的基础上促进经济的长期增长。

“新常态”下，中国经济的主要问题是供给侧、结构性的问题，对

此，政府也明确提出以供给侧结构性改革来应对。供给侧结构性改革，要从供给侧因素着眼，通过提高全要素生产率，促进长周期的经济增长；从结构性问题入手，消除发展中存在的不平衡、不协调和不可持续因素；以改革为根本手段，清除不利于生产要素供给和合理配置的体制障碍，挖掘传统增长动能的潜力，培育新的可持续增长动能。供给侧结构性改革短期要解决“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”的任务，长期目标则是实现创新、协调、绿色、开放和共享发展。在供给侧结构性改革的主线下，也应主要采取促进长期经济增长与结构调整的财政政策与货币政策组合，即以积极的财政政策为主、中性的货币政策为辅。这一点，在美国通过新的减税法案，新的产业革命蓬勃发展，国际分工格局可能重新洗牌的今天，显得尤为重要。

目录

一、70年代以来财政政策与货币政策的协调配合	1
(一) 美国70年代以来财政与货币政策的协调配合	2
(二) 日本70年代以来财政与货币政策的协调配合	6
二、当前中国经济的主要问题是供给侧、结构性的矛盾	9
三、供给侧结构性改革下财政与货币政策的协调配合	10
(一) 积极的财政政策	11
(二) 中性的货币政策	12

供给侧结构性改革下的财政货币政策协调^①

“新常态”下，中国经济面临发展不平衡不充分的问题，这主要是供给侧、结构性的问题，应以供给侧结构性改革来应对。在供给侧结构性改革的主线下，应主要采取促进长期经济增长与结构调整的财政政策与货币政策组合，以积极的财政政策为主、中性的货币政策为辅。积极的财政政策即在加强结构性减税的同时，减少对刺激性的基建投资支出，并加大对基础科研、战略性新兴产业及国民经济薄弱环节的投入与扶持。货币政策的总体基调应该是中性的，即市场利率要基本与自然利率相适应，市场流动性应基本平衡，但由于中国经济具有诸多结构性问题，在新的经济金融形势下，外汇占款增速下降，这就决定了央行可以通过再贷款、定向降准等工具，在进行总量调控的同时，发挥一定的结构调整的作用。我们下文将结合发达国家的经验及当前的经济形势予以具体论述。

一、70年代以来财政政策与货币政策的协调配合

20世纪70年代是战后资本主义国家经济的转折点。战后科技革命的成果逐渐消失殆尽，康德拉季耶夫周期逐渐进入下行阶段，这使得经济出现趋势性下行。与此同时，布雷顿森林体系逐渐解体，1973年美元与黄金脱钩，国际货币体系彻底告别金本位制，进入信用货币时代，使货币发行更加不受限制。在经济遭遇趋势性下行时，一些经济结构性问题便会凸显，导致自然失业率提高、自然利率下降。政

^① 本文仅代表研究人员个人观点，与所在机构无关。

府如果过于依赖需求侧的刺激政策，尤其是宽松的货币政策，使市场利率低于自然利率、失业率低于自然失业率，其结果便是滞胀、资产泡沫与大衰退的相继爆发。

（一）美国 70 年代以来财政与货币政策的协调配合

当紧缩的财政政策与货币政策组合导致失业率上升时，1969 年当选的尼克松总统便迅速把通胀甩到一边，而将首要目标放到了降低失业率上，并采取了延长增税并设置政府债务上限的紧缩性财政政策与下调联邦基金利率的宽松货币政策组合。但这种“温和抑制”的试验并未明显降低通胀率与失业率，于是尼克松又采取了价格管制政策与扩张性货币政策的组合，而且《1973 年总统经济报告》也指出：“管制的目的是降低人们对通胀还会继续上升的恐惧，并进而松开政府的手脚，以实施更具扩张性的货币政策”。但这一政策组合在带来短暂的经济高增长与低通胀后，是“农场主宁可把小鸡溺死，也不愿赔本卖到市场上”与“更加严重的通货膨胀”。

政府福利支出的增加及越南战争期间军费开支的增加，导致政府赤字占比上升，已经在恶化美国的经常账户及美元的信心，根据价格水平决定的财政理论，这将形成市场的通胀预期。同时，为支持美国的赤字并刺激需求，美联储又长期维持了宽松的货币政策，且联邦基金利率对通胀的反应系数长期小于 1，更是加剧了通胀压力。生产率的放缓、通胀预期的形成，使得传统的刺激政策失效，并使美国经济陷入尴尬的“滞胀”局面。而美元的贬值预期又引发美元加速流入其他国家，从而引发其它国家货币增速的提高进而通胀的加剧。

“滞胀”的尴尬局面使我们逐渐认识到：凯恩斯主义的财政政策与货币政策组合更加强调总需求管理，尤其是充分就业这一目标，而总需求管理只是短期的经济稳定问题，过于注重短期问题、过于重视充分就业问题，其结果将是赤字的不断扩大及货币的总体宽松，这最终将抑制生产率增长并造成通胀。由此，在财政政策与货币政策的相对作用上，经济学家认为：货币政策应在需求管理中发挥主要作用，而财政政策则应在保持财政可持续性的基础上促进经济的长期增长。

基于此，美国的经济政策在 80 年代的里根政府及沃尔克执掌的美联储时期发生了根本性的变化，其特点便不再是凯恩斯式的松紧搭配政策，而是供给学派的财政政策与货币主义的货币政策的组合，即大幅减税、适度增加国防开支并扶持新技术产业、大幅削减非国防开支的财政政策与严格控制货币增长率的货币政策组合。供给学派的财政政策认为财政政策不仅能够对总需求产生影响，更能对总供给产生影响。货币主义的货币政策则认为通货膨胀是一种货币现象，控制通胀便需要控制货币供给。这一财政政策与货币政策组合是针对“滞胀”开出的“药方”，并相互支持，意在通过减税刺激企业投资、促进长期经济增长，通过适度增加国防开支的“星球大战”计划保持美国的军事实力并促进科技实力的增强，通过税收优惠财政补贴等措施扶持新技术产业以取得“创造性破坏”的效果，通过大幅削减非国防支出来鼓励家庭工作并实现财政平衡，通过严格控制货币增长率来控制通货膨胀。这一政策组合在短期内造成了赤字增加、利率高企、失业严重的局面，但通货膨胀逐渐下降，使经济进入“大缓和”时期，且为 90 年代的“新经济”打下了一定基础。

克林顿政府继续运用财政政策与货币政策的协调配合来稳定经济、促进经济增长。鉴于“里根经济学”导致的政府赤字的急剧增加，克林顿还努力改善财政状况，在某种程度上可以说是对“里根经济学”的继承并完善。为继续发挥财政政策对经济增长的作用，克林顿继“星球大战”之后推行“信息高速公路”战略，并加强对基础设施、人力资源、科学技术、社会保障和小企业的投资。这一财政支出结构的优化也实现了产业结构的优化，为技术创新提供了有利的条件，促进了以信息技术和网络技术为先导、以知识为基础、以生产率和结构转换为特征的“新经济”发展。同时，为克服财政赤字问题，克林顿政府还进行了结构性征税：一是提高富人的边际税率，对年收入超过 14 万美元的家庭的税率从 31% 提高到 36%，年收入超过 25 万美元的家庭再征收 10% 的附加税。二是提高公司的所得税，对年利润超过 1000 万美元的大公司税率由 34% 提高到 36%。这大大改善了美国的财政状况，使克林顿任期结束时，积累了约 2500 亿美元的预算盈余。

90 年代之后，货币政策在稳定经济中发挥着主导作用，财政政策则在必要时配合货币政策稳定经济。2000 年“互联网泡沫”、2001 年“9.11”事件后，格林斯潘执掌的美联储迅速降低联邦基金利率，并长期维持宽松的货币政策；与此同时，时任美国总统布什也于 2001、2002、2003 年实施三大减税法案，并扩大国防支出以刺激经济。这促使了经济的迅速复苏，但却严重恶化了美国的财政状况，财政政策有过猛之嫌疑。2002 年经济逐渐复苏后，货币政策开始紧缩、财政政策则保持较低程度的刺激。但值得注意的是，2004~2005 年在联储不断提高联邦基金利率时，长期国债收益率却出现了稳定甚至下降的

局面，这被称为“格林斯潘之谜”。也就是说，货币政策调控出现了问题，财政政策本应转向紧缩但却未能紧缩，才助推了房地产泡沫。2007年房地产泡沫破灭导致“次贷危机”进而全球金融危机。从2000年以来财政政策与货币政策的经验来看，我们可以得出以下结论：第一，货币政策稳定经济可能遭遇“格林斯潘之谜”的问题，需要财政政策的配合。第二，在潜在增速下滑的情况下，宽松的货币政策可能更多的起到刺激资产泡沫的作用，泰勒规则下的货币政策框架即使能达到稳定经济的目标，却可能导致金融不稳定。第三，金融稳定应进入宏观调控的目标，为此，需要宏观审慎政策，也需要适度的财政政策与货币政策的配合。

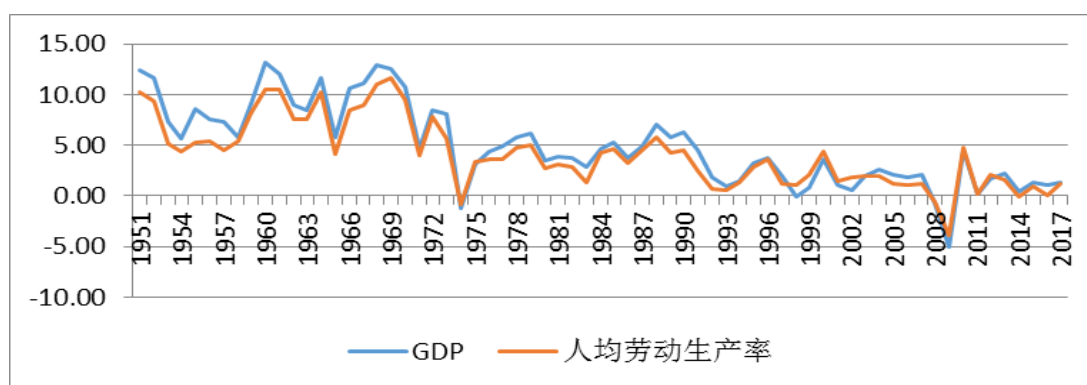
为应对“大萧条”以来最严重的经济危机，财政部与美联储进行了密切合作。美联储迅速降低联邦基金利率，使其达到接近零利率水平，但却出现了长期利率保持稳定的“伯南克难题”，也就是说，货币政策调控再次出现传导不畅的问题。对此，美联储与财政部合作，通过影响不同期限国债的供求，进行“扭转操作”与量化宽松政策以降低长期国债收益率并为政府债务融资。财政部也出台了减税在内的一篮子刺激计划，2008年当选的奥巴马总统则将财政政策的短期刺激作用与长期对经济增长的促进作用结合起来，加大对基础设施、新能源新兴领域的投资，提出“制造业回归”战略。2016年当选的特朗普总统在一定程度上欲借鉴“里根经济学”的内容，试图进行大规模减税以促进美国实体经济的长期发展，使“美国再次伟大”。但在美国赤字高居不下、政府杠杆率接近100%的情况下，减税政策必须得到美联储“债务货币化”的支持才有能维持财政的可持续性。较快的加息、缩表会加大美

国的赤字，但继续维持宽松的货币政策则可能再次引发资产泡沫，这又对美联储的加息与缩表策略形成了相当的制约，更加需要在维护包括财政可持续性的金融稳定目标上加强财政政策与货币政策的协调配合。

（二）日本 70 年代以来财政与货币政策的协调配合

70 年代以后，日本同样遭遇生产率放缓、潜在经济增速下降的局面（图 1）。对这一局面，日本政府未能取得如里根、克林顿那样促进经济增长的政策，日本企业界也相对缺乏如美国的企业家精神，致使日本未能在 80 年代、90 年代取得“信息革命”的战略优势，造成自然利率下降及企业投资机会缺乏，进而造成 70 年代、尤其是 80 年代后的颓势。而在 1985 年《广场协议》签订后，日元开启了长期的单边升值的趋势。日元升值对日本的出口贸易又造成打击，升值预期又导致大量热钱流入日本的金融领域。

图 1 日本的 GDP 增长率及人均劳动生产率增长率（%）

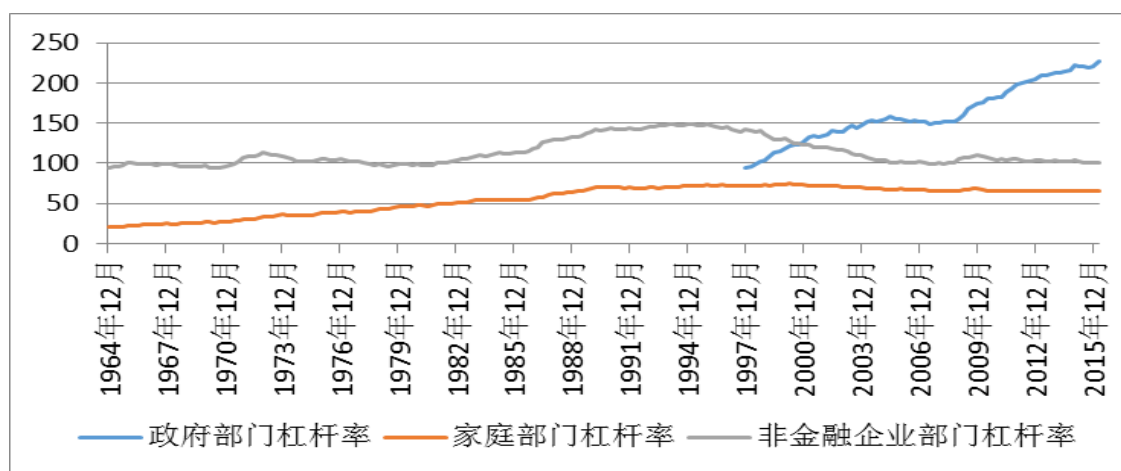


资料来源：The Conference Board

为对抗日元升值造成的升值萧条、刺激国内经济，日本政府采取了宽松的货币政策与刺激性的财政政策。但宽松的财政政策与货币政策组合在潜在经济增速下行、金融自由化加快、日元又有较强的单边

升值预期的情况下，造成了严重的资产泡沫，且资产价格与信用扩张互相促进的机制，使日本非金融企业杠杆率在资产泡沫的刺激下急剧攀升（图 2）。1989 年，在股市泡沫、房地产泡沫已经非常严重、日本非金融企业杠杆率已经非常高的情况下，日本政府又采取了比较激进的意图“刺破泡沫”的财政政策与货币政策组合：1989 年 4 月导入消费税制度，1989 年 5 月上调法定利率，并且通过了房地产融资的总量控制、禁止特定金钱信托等措施。过于激进的政策组合最终刺破了泡沫，但却引发了严重的长期的经济衰退，在企业杠杆率非常高的情况下，还引发“资产负债表衰退”，使企业投资减少、银行信贷减少，并造成“债务-通货紧缩”螺旋。

图 2 日本政府、家庭及非金融企业部分杠杆率（%）



资料来源：BIS

资产泡沫破灭后，日本政府并未意识到问题的严峻性，未能立即采取宽松的货币政策与大规模的财政刺激政策组合扭转资产价格下跌、物价下跌、经济下行的螺旋，以致贻误战机。在“资产负债表衰退”中，日本政府未能通过减税等措施给私人经济部门降低负担并鼓励创新，而是大规模增加公共投入，甚至对“僵尸企业”与问题银行提

供持续“输血”，以致经济长期停滞且政府杠杆率急剧上升。在泡沫破灭后近 30 年时间内，日本政府的战略定力不够，又未能洞察世界经济大势，使得日本进入“失去的三十年”时代。1997 年，日本政府不合时宜的上调消费税、废除特别减税政策，叠加随后的亚洲金融危机，使日本经济复苏中断。对此，日本央行被迫推行零利率政策并实行定率减税政策。但在经济稍有好转后，日本央行又不顾反对于 2000 年 8 月取消了零利率政策，财政政策也转向中性。随后经济再次陷入衰退，日本央行又恢复了零利率政策，并开始量化宽松政策。在 2002-2006 年世界经济繁荣的背景下，日本经济也有所好转，可通货膨胀率一直接近于零，日本央行却在 2006 年 3 月取消量宽政策并上调利率，日本政府也在 2007 年全面废除 1999 年以来的减税政策。过早的双紧缩的政策抑制了需求，又遭遇了全球金融危机的冲击，使日本经济再次遭受重创。全球金融危机爆发后，日本政府虽推出财政刺激政策，但日本央行没有及时降息并实行量宽政策，再次贻误时机。

通过研究美国与日本 70 年代以来的财政政策与货币政策协调配合的历史，我们可以得到以下几条教训：

第一，在潜在经济增速下行的情况下，应主动促进供给侧的积极变化，若推行宽松的财政政策与货币政策刺激需求方，无益于供给侧的改进，将恶化经济结构。此时如果有冒进的金融自由化，则很可能导致资产泡沫的不断膨胀，而无益于实体经济的发展。

第二，应对高杠杆下资产泡沫破灭时的经济衰退应保持足够的战略定力。美国在次贷危机后，较长时间内维持了零利率与量宽政策，直到经济有较强复苏，通胀抬头、失业率降至接近充分就业水平才开

始加息、缩表进程。而日本政府在应对大衰退时缺乏战略定力，使得政策时断时续且缺乏政策的协调性才加重了危机。

第三，财政政策与货币政策除应加强协调配合外，还应洞察国际经济大势。日本便在亚洲金融危机、全球金融危机爆发前夜采取了紧缩政策，又未能及时调整，才恶化了经济形势。

二、当前中国经济的主要问题是供给侧、结构性的矛盾

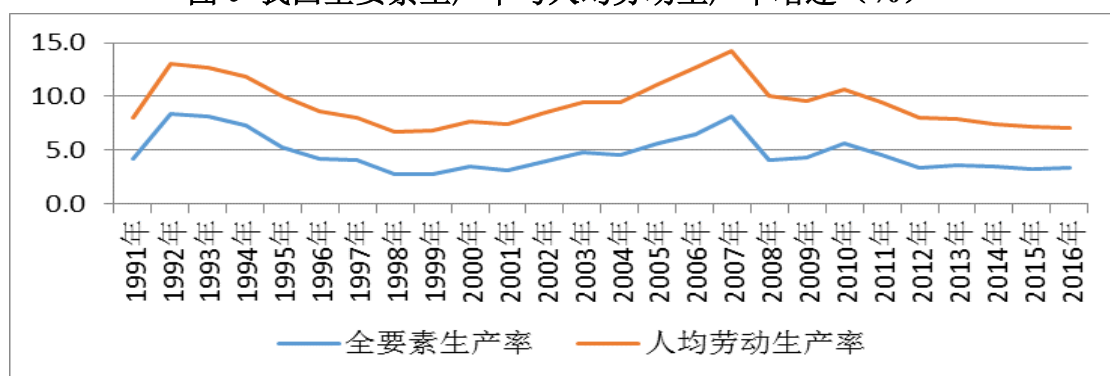
改革开放 30 年以来中国经济的高速增长有赖于人口红利、技术进步及资源配置效率的提高等供给侧的因素。人口红利既有高劳动参与率的原因，也有“二元经济”下人口近乎无限供给的原因；技术进步有中国企业创新能力加强的原因，也有引进外资带来先进技术的原因；资源配置效率的提高则是工业化、城镇化、市场化、全球化的综合结果。

但在高增长的同时，经济发展也积累了一些比较严峻的结构性问题。其突出表现有：中国虽已成为“制造大国”，但部分行业产能过剩严重、环境污染严重，而高端制造业同发达国家尚有较大差距；在需求面，长期维持高储蓄、高投资、高出口的局面，对出口依赖较大，反映了国内需求尤其是消费需求的相对不足；在供给侧，经济增长过于依赖高储蓄下的资本积累，创新仍显不足；在国民收入分配方面，居民所得重不断下降，而企业、政府所得比重上升，而且居民收入差距、城乡差距、区域差距拉大。

在经济发展存在上述结构性问题的同时，经济增长的供给侧动力也在悄然发生变化。首先，金融危机之后，全球经济进入再平衡阶段，

这对中国的工业化、城镇化进程进而资源配置效率的提高都可能造成一定冲击。其次，我国人口红利在渐行渐远。继“刘易斯拐点”后，我国 15-64 岁劳动人口已经于 2015 年见顶并将处于漫长的下降通道中，这就意味着我们正面临劳动力“人口拐点”的挑战。最后，随着工业化、城镇化的不断推进，资本存量不断积累，传统行业甚至出现比较严重的产能过剩问题，而企业技术进步的难度越来越大，我国的劳动生产率与全要素生产率在下降（图 3）。

图 3 我国全要素生产率与人均劳动生产率增速（%）



资料来源：The Conference Board

这使得中国在 2008 年后逐渐步入经济发展的“新常态”，也意味着“新常态”下中国经济发展面临不充分、不平衡的问题，而这又主要是供给侧、结构性的问题，需要供给侧结构性改革来应对。

三、供给侧结构性改革下财政与货币政策的协调配合

“新常态”下，中国经济的主要问题是供给侧、结构性的问题，对此，政府也明确提出以供给侧结构性改革来应对。供给侧结构性改革，要从供给侧因素着眼，通过提高全要素生产率，促进长周期的经济增长；从结构性问题入手，消除发展中存在的不平衡、不协调和不可持续因素；以改革为根本手段，清除不利于生产要素供给和合理配置的体制障碍，挖掘传统增长动能的潜力，培育新的可持续增长动能。

供给侧结构性改革短期要解决“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”的任务，长期目标则是实现创新、协调、绿色、开放和共享发展。在供给侧结构性改革的主线下，也应主要采取促进长期经济增长与结构调整的财政政策与货币政策组合，即以积极的财政政策为主、中性的货币政策为辅。

（一）积极的财政政策

为促进经济增长与结构调整，应以积极的财政政策为主。20世纪60年代“肯尼迪-约翰逊”的全面减税计划促进了美国60年代经济的高速发展，80年代里根总统的减税及90年代克林顿总统的结构性减税也为美国进入“互联网革命”下的“新经济”打下了基础。政府投资方面的“曼哈顿计划”、“新星球大战计划”、“信息高速公路计划”也为美国战后科技革命及80、90年代的“互联网革命”打下了一定基础。目前，互联网技术正加速与制造业结合，并可能催生新的工业革命。抓住新的工业革命的机遇，将取得熊彼特所说的“创造性破坏”的效果，促进经济增长。

为此，中国积极的财政政策也应进行结构性减税。在新一轮的科技革命的前夜，美国进行了大规模减税，意图重塑全球竞争与分工新格局。中国若不能及时跟进，恐有丧失竞争优势之隐忧。目前，我国由18个税种所组成的现行税制体系，93%的税收收入由企业缴纳，来自居民缴纳的税收收入占比很低；针对居民个人征收的财产税尚属“空白”。综合考虑税收、政府性基金、各项收费和社保金等项目后，中国企业的综合税负高达40%；而过去30年，OECD国家企业平均

的宏观税负约为 24%~27%，日本、韩国和美国的宏观税负过去 20 年约为 20%。因此，中国税收主要由企业缴纳、企业税负过重。为减轻企业税负，应加快取消和规范行政事业性收费，稳步扩大增改增试点，并择机降低增值税、企业所得税税率。为鼓励创新，政府也应加大对研发投入税收抵扣、设备投资加速折旧的力度。但结构性减税不是全面减税，在对企业减税的同时，也有必要提高对房产税、资源税、环境税在税收中的比重，以保证政府财政的可持续性，并调节分配结构、节约资源、保护环境。

同时，以全口径财政支出来衡量，支出结构上经济建设色彩依然突出，社会福利性支出比重偏低。因此，在进行结构性减税的同时，政府应减少对刺激性的基建投资支出，并加大对基础科研、战略性新兴产业及国民经济薄弱环节的投入与扶持。对基础性、公共性的研发，应以政府财政投入为主。对战略性新兴产业，政府可以以风险投资、PPP 等形式投入，更应该对战略性新兴产业进行税收减免、利息补贴。对国民经济的薄弱环节，则应加大转移支付力度，如加强对“三农”的投入、完善社保体系，提供更加均衡公共资源。

（二）中性的货币政策

货币政策是总量管理工具，难以承担发挥促进经济增长、结构优化的重任，故在供给侧结构性改革中，货币政策只能发挥辅助性功能。这就决定了货币政策的总体基调应该是中性的，利率要基本与自然利率相适应，市场流动性应基本平衡。这是因为“大水漫灌”的宽松货币政策在潜在经济增速下行的情况下容易造成资产泡沫的问题，且使

产能过剩企业能够以低利率进行续借，实际上不利于“去产能”的推进；而紧缩的货币政策也会加大政府与企业融资成本，不利于企业投资与创新。

但由于中国经济具有诸多结构性问题，在新的经济金融形势下，外汇占款增速下降，这就决定了央行可以通过再贷款等工具，在进行总量调控的同时，发挥一定的结构调整的作用，如支农再贷款、支小再贷款、扶贫再贷款、补充抵押贷款等。其中，支农再贷款是央行向一些符合条件的中小金融机构发放，并由后者用于“三农”信贷的央行贷款。支小再贷款是央行向金融机构发放的专门用于小微信贷的再贷款。扶贫再贷款旨在专项用于支持贫困地区地方法人机构扩大涉农信贷投放。补充抵押贷款是央行对金融机构提供的期限较长的大额融资，其主要功能是支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展。这些再贷款的期限较长，且利率比较优惠，使央行可以配合财政政策发挥一定促进经济增长、结构优化的作用。而且，当前中国法定存款准备金率仍然偏高，故央行可以采取有针对普惠金融、科技金融的定向降准政策来鼓励商业银行增加对小微企业、科技型企业的贷款。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
