

财政整顿、“双支柱”政策与最优政策选择

朱 军, 李建强, 张淑翠

[摘要] 政府债务的应对规则及其背后的金融风险问题,在现有的动态随机一般均衡模型中往往被忽视。基于经典的NK-DSGE模型,本文将财政压力、财政整顿特征纳入到金融系统中,通过一般均衡的视角讨论经济政策的宏观效应,进而讨论不同政府宏观管理目标下的最优政策选择。研究发现:中国扩张性财政支出的经济效应显著。然而,政府债务规模增加,不仅造成财政空间缩减,抑制扩张性财政政策的有效性,也会影响金融市场的定价机制;财政整顿规则能够减弱扩张性财政支出的负面效应,提升扩张性财政政策的增长效应;“宏观审慎双支柱+财政整顿政策”不仅继承了原有“宏观审慎双支柱”政策的优势,同时还能充分利用经济周期性上行,降低政府债务规模,确保赤字和债务进入稳定的下行通道,预留财政空间;“宏观审慎双支柱+财政整顿政策”组合显著优于“宏观审慎双支柱政策”,表明仅仅依靠宏观审慎工具来解决金融不稳定可能还不够谨慎;设置纳入财政整顿特征的“大宏观审慎政策”,将消除或减弱经济摩擦对经济的扭曲,使经济达到有效均衡状态,从根本上提高社会福利水平。

[关键词] 财政整顿; 金融稳定; 宏观审慎政策; 最优政策; 政府债务

[中图分类号]F120 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2018)08-0024-18

一、问题提出

自2008年金融危机之后,一些国家的主权债务危机频繁爆发。主权债务的可持续性及其背后的金融稳定问题,引起了理论界和学术界的广泛关注。2008年中国中央政府为应对此次金融危机,继续采用积极的财政政策和适度宽松的货币政策,推出“四万亿计划”。来自中央的巨大投资成功地扩大了内需,补充了国际市场受到冲击而造成的缺口,但也带来了各级政府债务的不断积累和财政压力的飙升。而对于中国来说,中央政府、地方政府和融资平台之间存在复杂的信用关系,债务的可持续性问题联通着金融部门的稳定。强化政府的债务可持续性,意味着政府在满足财政预算

[收稿日期] 2018-05-11

[基金项目] 国家社会科学基金青年项目“地方举债融资的经济效应与风险预警机制研究”(批准号15CJY077); 国家社会科学基金一般项目“双支柱调控框架下货币政策与宏观审慎政策协调机制研究”(批准号18BJY237); 江苏省高校哲学社会科学基金项目“江苏城市举债融资的经济效应与风险预警机制研究”(批准号2015SJB136)。

[作者简介] 朱军,南京财经大学公共财政研究中心教授,经济学博士;李建强,中国人民银行金融研究所副研究员,经济学博士;张淑翠,中国电子信息产业发展研究院工业经济研究所副研究员,经济学博士。通讯作者:李建强,电子邮箱:35048223@qq.com。感谢《中国工业经济》高端前沿论坛(2018·春季)暨中国产业与贸易经济前沿论坛与会专家、德国法兰克福大学博士后 Felix Strobel、上海交通大学许志伟博士、匿名评审专家和编辑部的宝贵建议。本文观点不代表作者所在的机构,文责自负。

约束的同时,还将考虑减少财政压力、降低金融的不稳定性。但这一预期的结果是否能够实现,强化财政管理是否会对宏观经济带来负面的影响?这是决策层和理论界需要回答的重要问题。

在此,为准确理解中国政府的债务管理问题或金融稳定问题,需要置入金融因素进行综合考察,充分考虑地方财政运行的特征和不确定性,考虑与地方政府债务密切相关的金融市场与金融机构的稳定性问题。结合现实看,金融的安全稳定是经济健康发展的前提和保障。中国在2008年国际金融危机发生之后逐步开始关注宏观审慎监管的框架。目前,中国正在着力构建“货币政策+宏观审慎政策”的“双支柱”政策框架。而无论是在现实层面还是在理论层面,对于货币政策与金融审慎监管的具体政策应对方案,对于宏观审慎监管的政策目标问题,现有的研究还寥若晨星。并且已有的研究多是以国外的宏观经济系统来刻画的,缺乏对中国宏观经济特征的刻画。毋庸置疑,构建具有财政压力特征、政府解决债务可持续性问题的动态随机一般均衡模型(DSGE模型),讨论货币政策、金融审慎监管的经济影响及其最优的政策选择问题,具有重要的理论价值和政策指导意义。

已有众多学者从DSGE模型的视角讨论中国的政府债务问题。譬如,针对盯住债务与自动稳定的规则,张佐敏(2013)讨论了财政政策的规则组合和政策效应。贾彦东和刘斌(2015)利用一个含体制转换的简单DSGE模型进行了财政极限研究。毛锐等(2018)认为政府债务会引致金融风险,宏观审慎政策能有效降低经济系统中的杠杆率。

目前在DSGE模型框架中对货币政策及其基础之上的延伸研究非常多:①较早的货币政策机制设计。刘斌(2008)最早讨论了中国DSGE模型的开发及在货币政策分析中的应用。随后,许伟和陈斌开(2009)讨论了银行信贷和中国经济波动的关系。Zhang(2009)讨论了中国货币政策的规则性问题。鄢莉莉和王一鸣(2012)研究了金融市场冲击对中国经济波动的影响以及这种影响的变化。陈小亮和马啸(2016)则研究发现:货币政策和财政政策协调(双宽松)可以为财政政策创造空间,并为货币政策节省空间。②在延伸性地引入宏观审慎政策方面,Blanchard et al.(2010)认为:尽管宏观审慎监管以维护金融稳定为主要目标,但仅有宏观审慎监管也不足以实现金融稳定。Gerali et al.(2010)认为,技术冲击下宏观审慎监管政策对宏观经济稳定贡献较小,货币政策对其的贡献较大。Angelini et al.(2012)使用包含银行的DSGE模型得出了宏观审慎监管政策有助于应对金融冲击的结论。Angeloni and Faia(2013)认为,逆周期资本比率比货币政策利率更有助于维护金融稳定。马勇和陈雨露(2013)较早地基于中国的情景讨论了宏观审慎政策的协调与搭配。Tayler and Zilberman(2014)在内生的金融摩擦和借贷成本渠道讨论了金融审慎监管的宏观经济影响。王爱俭和王璟怡(2014)则认为宏观审慎政策中的逆周期资本工具是福利增进的。李天宇等(2016)讨论了扩展型货币政策和宏观审慎监管的政策效果及其金融稳定作用。马勇(2016)认为基于宏观审慎的货币政策更青睐简单而清晰的规划,而不是复杂的多目标规则。岑磊和谷慎(2016)研究认为:宏观审慎政策是福利增进的,引入宏观审慎政策有助于维护金融稳定。③金融审慎监管的研究及其与货币政策的协调,近期也引起了相关学者的高度重视。例如,Vinals and Feichter(2010)认为,宏观审慎政策工具的影响具有不确定性,需要与货币政策相配合。Beau et al.(2012)认为,维护金融稳定的最优方案是货币政策和宏观审慎监管政策明确各自主要目标且保持严格的独立性。Angelini et al.(2014)也认为,宏观审慎监管只有与货币政策配合,才能实现审慎监管目标。Quint and Rabanal(2014)认为:宏观审慎监管政策与货币政策的冲突主要源于缺乏配合。童中文等(2017)则研究认为:货币政策与宏观审慎监管具有协同性。范从来和高洁超(2018)研究了金融冲击下资本监管与货币政策的最优配合问题。

而在最优政策选择研究方面包括以下几类:①关于最优货币政策的讨论。例如,刘斌(2003)最

早讨论了最优货币政策规则的选择及在中国的应用;Adjemian et al.(2007)较早讨论了欧元区的最优货币政策规则问题;卞志村和高洁超(2014)讨论了适应性学习、宏观经济预期背景下的最优货币政策。陆前进(2016)讨论了中国最优货币政策规则的参数问题。②针对最优财政—货币政策组合的研究。如贾俊雪和郭庆旺(2010)根据一个不完全市场竞争条件下的 DSGE 模型,讨论最优财政政策和货币政策的周期性特征。在更加现实的经济条件下,贾俊雪和郭庆旺(2012)还探究了具有较强可操作性的最优财政—货币政策规则。Leeper and Zhou(2013)则研究了政府债务的最优期限结构对最优财政—货币政策规则的影响。然而,现有的文献纳入中国高政府债务背景的宏观审慎框架的研究,只有张亦春和胡晓(2010)定性总结了宏观审慎视角下的最优货币政策框架。

综合上述文献,不难发现:①目前关于债务可持续性及其规则问题,都局限于财政管理的视角,或是定位于债务的发行、管理,鲜有文献从财政与金融结合的视角讨论债务管理规则和金融稳定问题;并且很多的研究将政府债务作为市场出清处理,没有考虑债务的动态行为特征,债务规则在现有的文献中往往没有受到应有的关注。②目前关于金融审慎监管的研究,也同样集中于货币政策及其中的金融稳定性问题,缺乏对经济背景的考虑。③对于货币政策的协调问题,也局限于单一的货币政策与宏观审慎政策的对比;同时现有的研究也很少讨论宏观审慎政策的应用背景,对最优宏观审慎政策的治理安排研究才刚刚起步。

据此,本文力图实现以下几个方面的创新:①针对中国金融杠杆、财政高压力的特征,纳入政府债务管理、体现债务规则特征的动态行为方程,从财政与金融结合的视角讨论债务可持续性问题与金融稳定效应。②结合中国的现实,考虑货币政策与宏观审慎政策的协调配合,分别讨论不同经济背景下的金融稳定效应。③结合债务规则和宏观审慎政策管理的现实特征,根据不同的政府宏观管理目标,讨论最优政策的选择问题。本文的宏观审慎政策框架不是对货币政策规则的替代,而是秉承大宏观思想,在货币政策规则的基础上增加宏观管理的资本约束条件。

本文的突出贡献在于:在具体建模的过程中,本文将化减财政压力、保证政府债务可持续性的政府行为设定为“财政整顿”的概念,并在“财政—金融”联通的宏观 DSGE 模型中设置反映政府控制债务规模、强化债务管理的规则来体现。而这个体现“财政整顿”特征的规则在现有的文献中被忽视了,这也是本文研究的重要起点。当然本文的规则不同于“减少各项财政支出规模、增加税收、降低财政赤字”的那种更宽泛的财政整顿概念。进一步地,本文在保留扩张性财政政策规则的基础上,以显性设定的政府债务规则替代税收规则,刻画 2014 年中国政府发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》,体现地方债务整顿已成为社会共识的事实。并且,基于财政整顿的事实特征,本文进一步立足宏观审慎政策、政府宏观管理的目标需求进行研究,以期为中国的最优财政—货币政策分析提供一个新的平台和视角。并且,后文的定量研究表明,采用纳入财政整顿特征的宏观审慎政策,亦或定义为“大宏观审慎政策”十分必要。

二、基本模型构建与参数校准

在 Gertler and Karadi(2011)、Bi and Traum(2012)、Strobel(2016)等研究的基础上,构建含有财政压力、金融杠杆以及宏观审慎特征的 DSGE 模型。针对中国“财政金融不分家”的特点(钟辉勇和陆铭,2017),本文对已有模型进行四个方面的拓展,包括:①通过商业银行向私人企业贷款和购买政府债券的资产配置行为,刻画中国金融体系承担一部分财政融资功能,捕捉政府债务对金融市场定价的影响;②引入政府债务整顿的显性规则,模拟不同政府债务治理策略对经济系统的影响;③通过财政压力刻画政府债务膨胀与金融高杠杆之间的“隐形纽带”,以体现中国债务风险和金融

脆弱性相互渗透、财政金融风险共生的特点;④借助技术冲击模拟价格稳定与金融稳定不一致、经济周期与金融周期不同步现象,从而凸显“双支柱”调控框架下政策协调配合的重要性。基本模型如下。

1. 商业银行

在中国城镇化建设过程中,地方政府承担大量支出责任,且不允许无限额的自主发债,同时受GDP考核晋升机制影响。除限额内发行的地方政府债券,地方政府绕过《预算法》限制,以各种名义成立平台公司,由其负责为地方各类项目向商业银行贷款融资。由于预算软约束和激励不相容,中国的融资平台债务成为地方政府的隐性债务风险。与财政联邦制国家不同,很难出现地方政府破产情况,债务最终归宿是整个政府债务。2015年起,地方债置换显性地将地方政府债务转到中央政府资产负债表上。基于中国经济的运行特征,设定在负债端,商业银行拥有净资产 N_{jt} (其中 j 代指某一银行),每期吸收居民储蓄 D_{jt} ;在资产端,商业银行向中间品厂商贷款,相当于购买价格 Q_t 的厂商资本 K_{jt} ,并以价格 Q_t^b 购买政府债务 B_{jt} 。商业银行资产负债约束为:

$$Q_t K_{jt} + Q_t^b B_{jt} = N_{jt} + D_{jt} \quad (1)$$

商业银行净资产 N_{jt} 主要来自政府债务回报 R_{bt} 、私人资本投资回报 R_{kt} ,以及与吸收储蓄成本 R_l 之间的差额。定义商业银行经营价值 Bellman 方程为:

$$\begin{aligned} V_{jt} &= \max E_t \sum_{i=0}^{\infty} (1-\theta)^i \theta^i \beta^{i+1} A_{t,t+i} N_{j,t+i} \\ &= \max E_t \beta A_{t,t+1} [(1-\theta)N_{j,t+1} + \theta V_{j,t+1}] \end{aligned} \quad (2)$$

其中, V_{jt} 为值函数, θ 为商业银行资本存活率, $1-\theta$ 为商业银行在下一期退出市场概率, $A_{t,t+1}$ 表示商业银行净资本折现因子。由于道德风险存在,商业银行激励约束条件是确保其经营价值不低于被转移挪用资产。 λ 为私人贷款资产被转移比率, λ_b 为政府债务资产被转移比率。由于政府债务资产被监管得更严,故 $\lambda_b < \lambda$ 。这意味着商业银行通过表内资产置换,可以放松激励约束,间接达到去杠杆效果:

$$V_{jt} \geq \lambda Q_t K_{jt} + \lambda_b Q_t^b B_{jt} \quad (3)$$

根据商业银行净资产运动方程,猜解商业银行值函数 V_{jt} 的线性表达式为:

$$V_{jt} = \nu_{kjt} Q_t K_{jt} + \nu_{bjt} Q_t^b B_{jt} + \nu_{njt} N_{jt} \quad (4)$$

其中, ν_{kjt} 表示贷款与存款利差, ν_{bjt} 表示债券与存款利差, ν_{njt} 为商业银行净资产的影子价值。利用待定系数法求解银行的最优化问题。进一步地,如果商业银行存活下来继续运作的资产为 N_{ot} ,而新进入商业银行的资产为 N_{nt} , ω 为新进入比例。则有:

$$N_{ot} = \theta [R_{kt} Q_{t-1} K_{t-1} + R_{bt} Q_{t-1}^b B_{t-1} + R_{l,t-1} D_{t-1}] \quad (5)$$

$$N_{nt} = \omega [Q_{t-1} K_{t-1} + Q_{t-1}^b B_{t-1}] \quad (6)$$

$$N_t = N_{ot} + N_{nt} \quad (7)$$

2. 家庭部门

设定永续存活的代表性居民效用函数为(8)式,其中 β 为贴现因子, C_t 为私人消费, L_t 为劳动供给:

$$E_0 = \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \left[\frac{(C_t - hC_{t-1})^{1-\sigma}}{1-\sigma} - \frac{\chi}{1+\phi} L_t^{1+\phi} \right] \quad (8)$$

居民的预算约束方程为:

$$C_t + D_t = W_t \cdot L_t + R_{t-1} \cdot D_{t-1} + \Psi_t^b + \Psi_t^f - T_t \quad (9)$$

其中, W_t 为劳动工资回报率, R_t 为储蓄率, T_t 为税收, Ψ_t^b 来自商业银行股本回报, Ψ_t^f 来自资产投资部门回报。据此求解代表性消费者的最优化问题。

3. 厂商部门

厂商生产函数为 C-D 生产函数 $Y_{mt} = A_t (\xi_t \cdot U_t \cdot K_{t-1})^\alpha L_t^{1-\alpha}$, 其中 Y_{mt} 为中间品产出, A_t 为生产技术, U_t 为资本利用率, ξ_t 为资本质量冲击, α 为资本 K_t 的产出弹性。资本积累方程为 $K_t = [1 - \delta(U_t)] \xi_t K_{t-1} + I_t$, 其中 $\delta(U_t)$ 为资本折旧率, I_t 为每期新增投资资本, 资本折旧率内生于资本利用率, 是资本利用率的增函数, 即:

$$\delta(U_t) = \delta c + \frac{b}{1+\zeta} \cdot U_t^{1+\zeta} \quad (10)$$

其中, δc 为折旧率, b 为折旧中资本利用率系数, ζ 为折旧中资本利用率弹性, $P_{m,t}$ 为中间产品价格。中间品厂商的利润最大化问题可表示为:

$$\max E_t [\beta \Lambda_{t,t+1} (P_{m,t+1} Y_{m,t+1} - R_{k,t+1} Q_t K_t - W_{t+1} L_{t+1} + (1 - \delta(U_{t+1})) Q_{t+1} K_t \xi_{t+1})] \quad (11)$$

据此得到厂商的最优一阶条件。进一步地, 中间品厂商为最终品厂商提供中间产品的利润最大化问题为:

$$E_t \sum_{i=0}^{\infty} (\gamma \beta)^i \Lambda_{t,t+i} \left\{ \frac{P_t}{P_{t+i}} \prod_{k=1}^i (\Pi_{t+k-1})^{\gamma_p} - P_{m,t+i} \right\} Y_{f,t+i} \quad (12)$$

假定其定价行为遵循 Calvo 定价, 每期有 $1-\gamma$ 的厂商能够定价, γ_p 为物价指数, $\Pi_t^* = P_t^*/P_{t-1}^*$, $\Pi_t = P_t/P_{t-1}$ 。通货膨胀 Π_t 为:

$$\Pi_t^{1-\varepsilon} = (1-\gamma) (\Pi_t^*)^{1-\varepsilon} + \gamma \cdot \Pi_{t-1}^{\gamma_p(1-\varepsilon)} \quad (13)$$

由利润最大化的一阶最优条件可得新凯恩斯菲利普斯曲线 NKPC 的表达式。

最终品 Y_t 由中间品 Y_{β} 加总形成 $Y_t = \left(\int_0^1 Y_{\beta}^{\frac{\varepsilon-1}{\varepsilon}} df \right)^{\frac{\varepsilon}{\varepsilon-1}}$, ε 为中间品替代需求弹性。中间品厂商的需求和一般价格水平分别为:

$$Y_{\beta} = \left(\frac{P_{\beta}}{P_t} \right)^{-\varepsilon} Y_t \quad (14)$$

$$P_t = \left(\int_0^1 Y_{\beta}^{1-\varepsilon} di \right)^{\frac{1}{1-\varepsilon}} \quad (15)$$

资本品厂商购买投资品, 生产资本品, 其利润最大化的问题为:

$$\max E_0 \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \Lambda_{0,t} \left((Q_t - 1) I_t - f \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} \right) I_t \right) \quad (16)$$

其中, $f(\cdot)$ 为资本调整成本, 其满足 $f'(\cdot) > 0$, $f''(\cdot) < 0$ 。参考 Christiano et al. (2015) 的研究定义

其具体形式为 $f\left(\frac{I_t}{I_{t-1}}\right) = \frac{\eta_i}{2} \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1\right)^2$ 。根据上述假设得到一阶最优条件。

4. 广义政府部门

借鉴 Aiyagari and Gertler(1985)的做法,设定广义的政府预算约束为:

$$G_t + R_{bt} Q_{t-1}^b B_{t-1} = Q_t^b B_t + T_t \quad (17)$$

中国政府财政支出具有典型的“相机抉择”特征,如“四万亿”财政投资计划的实施,但定义为“积极财政政策”。在此设定财政支出的内生规则为:

$$\frac{G_t}{G} = \left(\frac{G_{t-1}}{G}\right)^{\rho_c} \left[\left(\frac{Y_t}{Y}\right)^{\kappa_y^c}\right]^{1-\rho_c} \quad (18)$$

其中, $\kappa_y^c < -1$ 刻画政府财政支出的逆周期特征。目前,中国税收自动稳定器功能较弱,税收制度的累进性较弱(郭长林等,2013)。随着政府债务积累,财政支出空间被收窄,地方政府债务快速积累,极大地限制了现有的财政刺激效果(陈小亮和马啸,2016)。因此设置政府债务规则比税收规则更有实际意义,本文考虑两种不同情形进行对比。

(1) 常规税收规则。根据 Leeper(1991)的研究,政府充分调整税收以实现财政预算平衡,政府债务被动调整:

$$\frac{T_t}{T} = \left(\frac{T_{t-1}}{T}\right)^{\rho_r} \left[\left(\frac{B_t}{B}\right)^{\kappa_b^r} \left(\frac{Y_{t-1}}{Y}\right)^{\kappa_y^r}\right]^{1-\rho_r} \quad (19)$$

其中, κ_b^r, κ_y^r 捕捉税收的自动稳定器功能,以保障财政预算平衡。

(2) 财政整顿规则。根据近期中国政府提出的结构性去杠杆思路,可以看出政府债务去杠杆不是简单盲目控制政府债务,更多体现为“稳杠杆基础上去杠杆”,故本文设定政府主动调整债务规模,在满足财政预算平衡的同时,充分实现逆周期经济调控。联系实际看,以2014年的《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》,2015年的《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》为代表,中国宏观经济系统中的债务管理规则日益凸显。因此,设置政府主动调整债务规模,具体参考 Ostry et al.(2010)关于政府债务管理的相关研究,设定为:

$$\frac{B_t}{B} = \left(\frac{B_{t-1}}{B}\right)^{\rho_b} \left[\left(\frac{B_t/Y_t}{B/Y}\right)^{\kappa_b^b} \left(\frac{Y_{t-1}}{Y}\right)^{\kappa_y^b}\right]^{1-\rho_b} \quad (20)$$

其中, ρ_b 捕捉政府债务调整的连续性, $\kappa_b^b < 0$ 刻画政府的债务整顿行为, $\kappa_y^b < -1$ 刻画政府财政缓冲行为。这意味着如果政府债务负担超过预期阈值,政府将果断收紧债务,避免拖累经济增长;另一方面,随着经济增长回归潜在水平,财政扩张向财政整顿转变,积累财政缓冲,为应对下一次经济衰退预留更多的财政空间。近年来,随着我国市场化程度的提高,政府债务偿还风险、信用评级越来越受到社会的关注。经济主体通过债务的套利机制直接影响金融产品定价,一定程度上揭示了财政金融的密切关系。借鉴 Bi and Traum(2012)的研究,定义政府债券回报率为:

$$R_{b,t} = (1 - \Delta_t^d \cdot \bar{\gamma}) \left[\frac{r_c + \rho_c \frac{Q_t^b}{Q_{t-1}^b}}{Q_{t-1}^b} \right] \quad (21)$$

其中, $\bar{\gamma}$ 为债务头寸, r_c 为息票利率, ρ_c 为永久债券退化率。对中国而言,由于不是在完全违约基础上考虑财政压力,故没必要区分中央和地方政府,这也避免了“中央政府不存在现实意义上违约”的问题。财政压力 Δ_t^d 定义为:

$$\Delta_t^d = \frac{\exp\left(\eta_1 + \eta_2 \frac{B_t}{4Y_t}\right)}{1 + \exp\left(\eta_1 + \eta_2 \frac{B_t}{4Y_t}\right)} \quad (22)$$

在货币政策规则方面,考虑到中国货币政策框架正由数量型向价格型转变,遵循泰勒利率规则,即:

$$\frac{i_t}{i} = \left(\frac{i_{t-1}}{i}\right)^{\rho_R} \left[\left(\frac{\pi_t}{\pi}\right)^{\kappa_\pi} \left(\frac{Y_t}{Y}\right)^{\kappa_Y} \right]^{1-\rho_R} e^{u_t^R} \quad (23)$$

其中, ρ_R 表示利率持久性, κ_π 表示央行对通货膨胀反馈, κ_Y 表示央行对产出反馈, u_t^R 表示利率政策冲击。2016年中国人民银行将差别准备金动态调整和合意贷款管理机制“升级”为“宏观审慎评估体系”(MPA),其中资本充足要求也是一项重要的工具。因此,设定宏观审慎政策规则为:

$$\kappa_t = \bar{\kappa} + \kappa_{ca} \left(\frac{Q_t K_t + Q_t^b B_t}{Y_t} - \frac{\bar{Q} \bar{K} + \bar{Q}^b \bar{B}}{\bar{Y}} \right) \quad (24)$$

其中, $\kappa_t \equiv N_{jt} / (Q_t K_t + Q_t^b B_t)$, $\bar{\kappa}$ 是中央银行对商业银行的资本充足率要求。 κ_{ca} 表示央行对信贷缺口的反馈。

5. 市场出清与外部随机过程

当整体经济系统均衡时,市场出清的资源约束条件为:

$$Y_t = C_t + I_t + f\left(\frac{I_t}{I_{t-1}}\right) I_t + G_t \quad (25)$$

根据费雪方程,名义利率与实际利率的关系为:

$$i_t = R_t \frac{E_t P_{t+1}}{P_t} \quad (26)$$

由于政府债务存在违约可能性,故政府债券的溢价水平 $prem_t^b$ 为:

$$prem_t^b = \frac{E_t R_{bt+1}}{R_t} \quad (27)$$

最后设定技术、偏好、成本、资本使用冲击均为一个标准 AR(1)过程。

6. 参数估计与校准

有关参数取值问题,参照陈小亮和马嘯(2016)的研究,采取校准与估计相结合的方法:①与稳态相关的参数,在计算模型稳态的基础上,利用已有研究或与可观测变量“矩条件匹配方法”进行校准;②与转移动态的相关参数,使用“贝叶斯”计量方法估计。两类参数依据数据样本均为2000年1季度至2016年4季度数据,所有数据均引自CQER数据库^①。

在家庭部门方面,参考 Song et al.(2011)的研究,取贴现因子 β 为 0.99;相对风险厌恶系数 σ 取值 1,将效用函数退化为对数形式;根据 Liu et al.(2011)的研究,消费习惯 h 取值 0.907;已有研究大多将 Frisch 劳动供给弹性取 2,季节调整后 $\phi=0.5$;劳动效应参数 χ ,模型矩匹配校准为 2.4828;稳态劳动供给取 0.33,这意味着每天将 1/3 时间用于工作。在厂商部门方面,参考许志伟和林仁文(2011)的研究,资本产出弹性 α 取 0.45;资本折旧率参数 ζ 、 b 和 δc ,根据王国静和田国强(2014)、Gertler and Karadi(2011)以及 Strobel(2016)的研究分别取值 7.2、0.0376、0.0204;参考 Strobel

^① 参见 <https://www.frbatlanta.org/cqer.aspx> 的中国宏观数据。

(2016)的研究,资本调整成本系数 η_i 取1.728;根据王文甫(2010)的研究,中间品替代弹性 ε 取4.5;价格调整概率 γ 取0.75,这意味着厂商每四个季度调整一次价格,而价格指数 γ_p 取0.2。在商业银行方面,将1年期存贷款基准利率、政府债务利率、通货膨胀率分别校准时间段内的平均值并调整为季度水平,得到 \bar{R}_k 为1.0126、 \bar{R}_b 为1.0113、 $\bar{\pi}$ 为1.005;参考Gertler and Karadi(2011)的研究,商业银行存活率为97.5%;根据稳态矩匹配,新进入银行业经营资本概率取0.17%;根据Zhang(2009)的研究,利率政策对通货膨胀、产出反馈系数 κ_π 和 κ_y 分别取1.5和0.025。在广义政府方面,根据Bi and Traum(2012)研究,结合样本期内平均财政压力水平,通过拟合Logistic曲线校准 η_1 和 η_2 分别为-3.1178和25.1438,债务头寸 \bar{y} 取0.3788,财政支出占GDP取0.2;根据金融市场和定期储蓄利率,校准息票利率 r_c 为0.04,债务退化水平 ρ_c 为0.96;根据财政部官方信息^①,年度债务占GDP取0.36,估计政府债务违约概率约为1.08%,这符合目前政府债务只是零星违约;根据中国人民银行资产负债表和彭博研究,将银行杠杆水平取4。

关于动态转移相关参数估计。具体选择GDP、投资、消费、财政支出和CPI进行季节调整,然后利用HP滤波去趋势以分离这些变量时间序列中的经济周期部分,再使用“贝叶斯”估计得到相关参数。考虑到政府财政整顿规则是2015年开始出现的,本文采用混频数据重新估计参数。具体方法借鉴全冰(2017)的做法,在2000年1季度至2016年4季度期间选取观测变量GDP、投资、消费、财政支出和CPI,2015年1月至2016年12月选取政府债务,然后利用混频方法处理后进行“贝叶斯”估计。结果表明与原有参数取值偏差不大,在可接受范围内。在经济模型系统中,财政支出、税收和债务三个变量政府仅能确定其中两个规则,最后一个将由政府预算平衡方程确定,否则系统无法求解。现有文献,一般做法都是设定财政支出和税收规则,政府债务由预算平衡方程决定,表现出典型的量入为出思想,而政府债务是被动决定的。根据新时代去杠杆、硬化政府预算约束的要求,地方政府债务管理规定陆续出台实施,政府主动债务管理特点凸显,因此用债务规则取代税收规则更接近现阶段事实。

三、政策模拟与机制分析

1. 财政压力与金融脆弱的交叉影响

在强调政府驱动经济增长、推动转型升级的经济体中,政府支出的增加对宏观经济的影响受到了广泛的关注(朱军和许志伟,2018)。银行部门和政府资产负债表之间的密切联系,一定程度上放大了扩张性财政支出对经济的负面影响。因此,本文通过财政支出冲击和金融冲击模拟二者之间的关系。图1显示,1%财政支出通过负财富效应渠道挤出私人消费0.2%,但仍强劲带动经济增长0.2%。这说明中国扩张性财政支出的增长效应比较显著。财政支出对私人投资存在比较显著的非线性效应,说明前期财政支出扩张,挤占信贷资源,导致私人部门融资成本提高,私人部门投资下降。但由于中国财政支出主要集中在“铁公基”领域,这些投资项目具有周期长、外部性强特征,一旦形成资本将有效改善基础投资环境,后期仍促进私人投资。

更重要的是,政府债务规模增加,不仅造成财政空间缩减,抑制扩张性财政政策的有效性,而且也影响金融市场的定价机制。市场投资者会对政府债务风险进行重新评估,由于风险溢价上升,可能会出现快速而大幅评级下调,限制融资平台的借贷能力。同时,因为“投资者基础”遭挤压

^① 转引自《中国政府债务占GDP比重只有36% 未来仍有空间》,证券时报2017年3月24日。

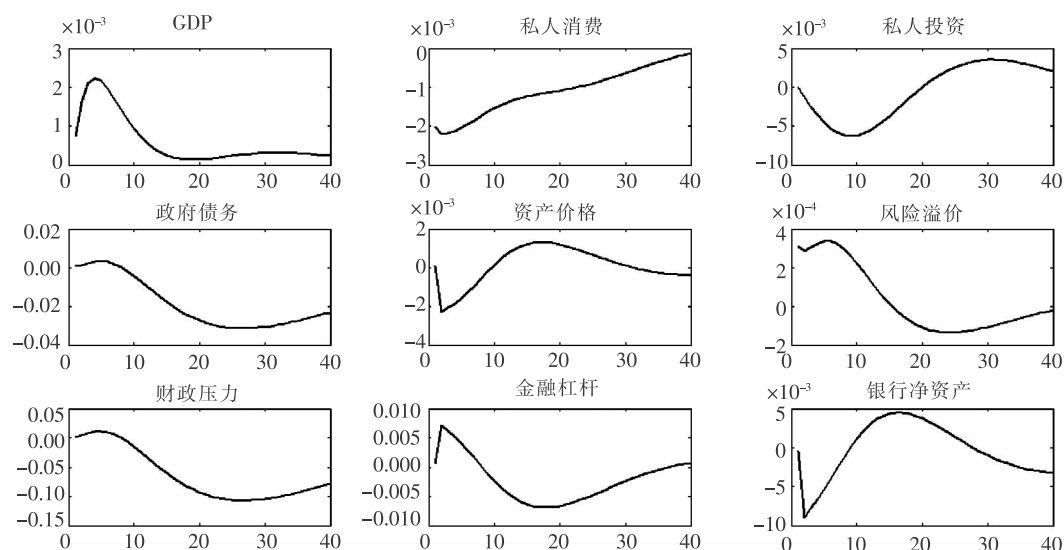


图1 政府支出冲击的政策影响

(Narrowing Investor Base),发行成本上升。作为信贷定价的基准,政府债券利率上升暗示着利率中枢被抬升,信贷融资成本上升,资产价格下降,促使银行资产质量恶化,加剧金融机构资产负债表、收入和资产充足率压力,金融脆弱性越发凸显。鉴于金融机构之间通常高度相互依赖,这种影响可能具有潜在的系统性影响,提升了整个社会发生系统性风险概率。显然,政府债务通过财政压力,直接和间接途径削弱金融稳健性。直接途径包括:政府债务违约概率上升意味着银行资产质量恶化;间接途径包括:扩张财政挤出私人投资,造成资产价格下跌、银行净资产贬值、金融杠杆抬高、银行被迫抛售资产、触发金融加速器机制,从而引发一种自我强化的负面影响。

在金融冲击引发的经济衰退中,过高政府债务规模同样容易受到金融环境突然收紧的影响。图2显示,以资本质量下降衡量的金融冲击,造成私人投资有效需求不足,资产价格下跌,居民财富缩水,私人消费下降;同时,银行净资产受损,金融杠杆抬高,风险溢价上升;政府财政压力攀升,债务规模激增,最终造成经济总产出下降。这与金融危机后经济客观事实一致吻合。究其背后的传导机制,财政压力上升意味着为取得既定调控效果,财政政策力度就必须加大,政策边际效果将下降。为达到同样的调控目标,扩张财政支出可能需要挤出更多私人投资,宏观调控的成本上升。政府债券利率上升意味着政府债券违约、延期和流动性风险上升,银行对政府的风险敞口也在上升。这说明政府财政状况、金融稳定与实体经济的表现和前景是相互依存的,政府债务风险与金融风险相互渗透、交叉影响(见图3)。

2. 财政整顿的经济影响

就中国而言,目前清理整顿或有债务、规范一类债务(即纳入政府预算管理的债务)已成为财政整顿的重中之重。2015年中国颁布实施新预算法后,明确了“开前门、堵后门、抓命门”思路,后续建立了一整套地方政府债务管理制度(即“财政整顿”)。从这个角度看,财政整顿规则比常规税收规则更具有实际意义。但这些措施是否能够在不影响财政支持经济增长的同时,维护或重建一个“良好财政”?这是理论层面和决策层能否达成共识的关键所在。对此,本文分别比较模拟在常规税收规则和财政整顿规则下,政府扩张性财政政策的经济影响。

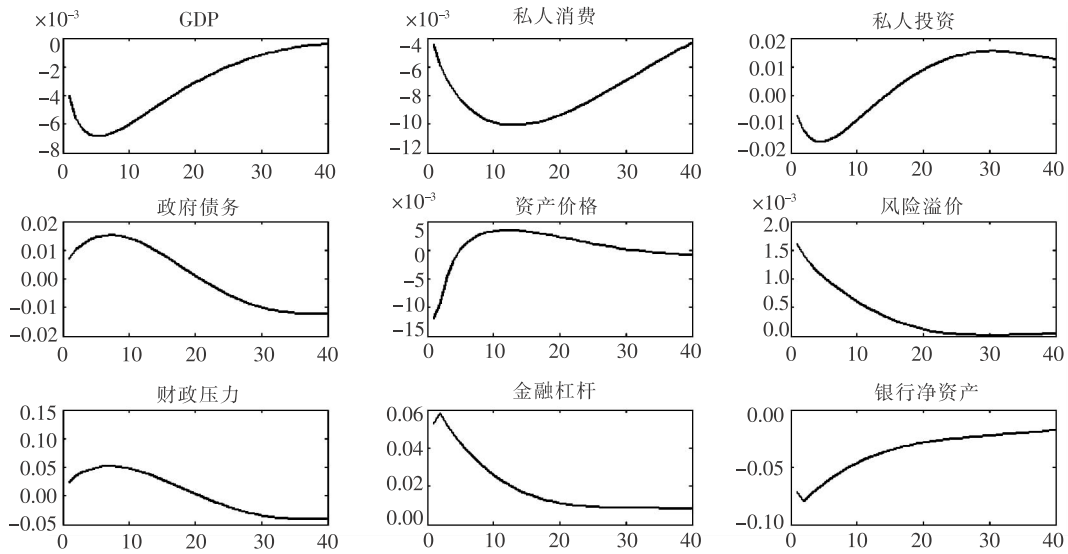


图2 金融冲击的政策影响

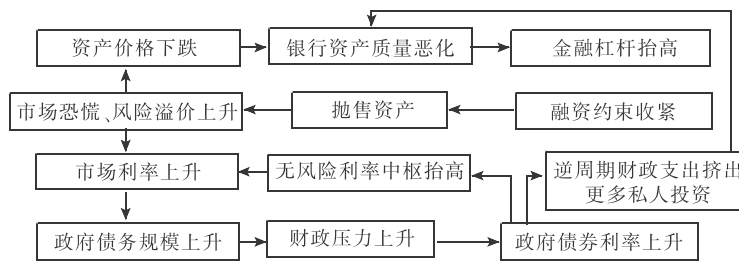


图3 政府债务与金融脆弱相互影响作用的传导机制

图4显示,相比常规税收规则,财政整顿规则严肃财政纪律,加强政府债务监测管理,初期财政压力和政府债务没有因为财政支出而过快上涨,反而由于财政整顿明示,一定程度下降,并快速向稳态收敛。财政整顿的债务规则具有典型的“控债务、稳经济”的特征,有利于强化金融系统韧性,增强风险抵御能力。这是因为:政府债券通常是商业银行持有的合格抵押品,维持政府债券资产质量事关金融稳定。特别是在经济衰退期,对银行来说,以信贷或流动性风险衡量,财政压力上升将导致银行风险敞口上升,而低利率宽松发行方式建立的政府债券又限制了货币政策操作自由裁量度。相反,财政整顿的债务规则盯住政府债务负担率,一旦出现政策边际效应递减,能有效控制政府债务杠杆,避免扩张性财政支出效率下降造成过高债务依存度,拖累并阻碍经济复苏。另一方面,财政整顿的债务规则也盯住经济产出,在经济下行时,及时发挥凯恩斯倡导的“看得见的手”的政府调控作用,托底经济;在经济上行时,让位于亚当·斯密主张“看不见的手”,在发挥市场资源配置基础作用的同时,积累财政缓冲。这既可以创造财政空间,为经济低迷时提供财政支持留出余地,又有效防止财政脆弱性在金融环境恶化时成为压力的来源。在金融市场方面,在财政整顿规则下,私人投资的被挤出效应减弱,资产价格下跌程度减小,风险溢价、金融杠杆以及银行净资产波幅都收窄,金融加速器机制被削弱。这说明,财政整顿兼顾整顿财政和保障市场流动性,为经济结构转型创造空间。总体上,财政整顿减弱扩张性财政支出的负面效应,提升了扩张性财政政策的经济效应。

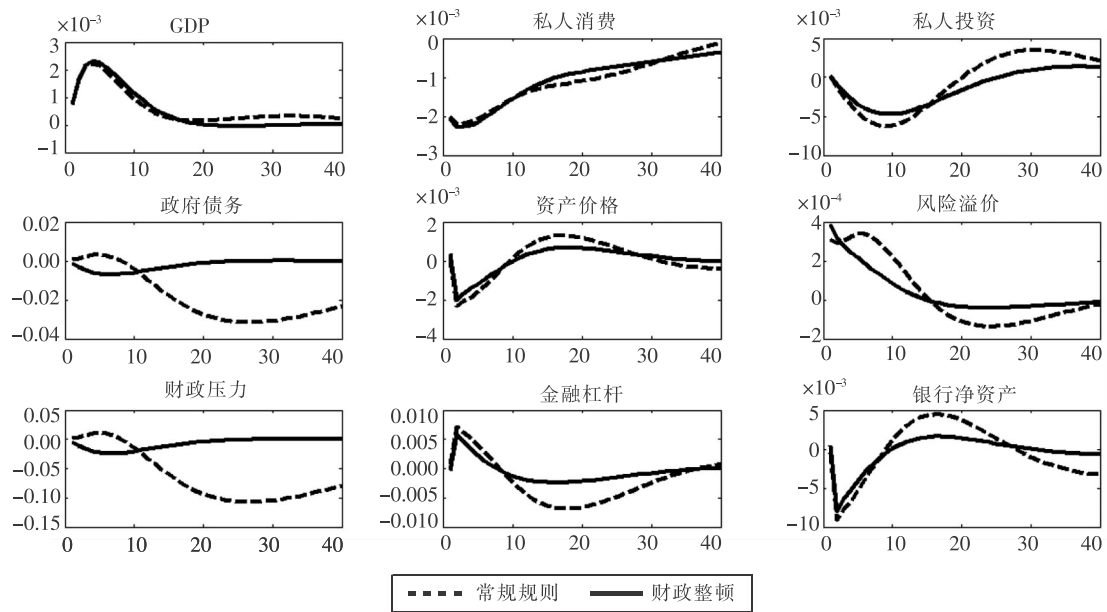


图 4 不同财政规则下财政扩张支出的经济影响

3. “双支柱”政策与财政整顿的配合

通过上述的政策模拟,本文发现财政整顿有利于重建财政缓冲、改善政府收支并实现稳定的公共债务,有效削弱“政府债务高企”与“金融脆弱性”之间的负向反馈循环链条。照此推理,财政整顿似乎更有利于宏观审慎政策框架的构建。BIS(2014)研究指出,完全从经济周期角度很难充分解释2008年金融危机后的全球经济演变,不能充分说明债务、资产价格和产出的关系。广义信贷和资产价格会通过资产负债表等渠道进一步把金融和实体经济联系起来。金融稳定尤其是金融周期,往往不会按照财政规划运作。然而历史表明,金融危机肆虐与公共财政休戚相关。对此,本文分别以实体经济方面的生产率冲击和虚拟经济方面的金融冲击来刻画经济周期与金融周期的不同步情况,据此分析评估不同政策组合在驱动经济和金融发展中的作用。

图5显示,一方面,技术变革促使经济繁荣,私人投资需求旺盛,推动了资产价格上涨;另一方面,技术创新带来生产效率提高,促进供给生产扩大,降低物价水平:①以物价稳定为锚的货币政策试图通过低利率推动通胀,稳定价格水平。这种宽松货币政策,不仅减少储蓄回报和降低融资成本、刺激居民提前消费和私人风险投资需求,而且还扭曲了金融和实际经济中的决策,导致信贷快速增长和资产价格上涨。而飙升的资产价格和信贷快速增长互相强化,导致某些领域过度杠杆化以及一些行业投资过剩,侵蚀银行盈利及韧性,强化金融脆弱性。这说明资产价格具有“买涨不买跌”的特征,作为货币政策难以有效发挥作用,容易出现顺周期波动和超调。当物价水平与资产价格发生背离,仅关注物价水平稳定的货币政策会造成经济周期和金融周期同步叠加,在一定程度上纵容风险投资行为,积聚系统性风险,逆周期政策事与愿违。②“宏观审慎双支柱”政策不仅没有加大经济波动,反而通过逆周期资本调控,收紧银行融资约束条件,减少信贷供给,弱化了对价值风险认知与风险承担融资限制之间的自我强化动态链条,避免经济过热引发资产泡沫集聚风险。这与金融危机以来,全球出现将货币政策与宏观审慎政策更紧密融合的趋势一致,凸显了物价稳定和金融稳定之间日益辩证的关系。这说明当宏观审慎工具(如逆周期资本要求等)被用来对付逐渐呈现的金融繁荣,

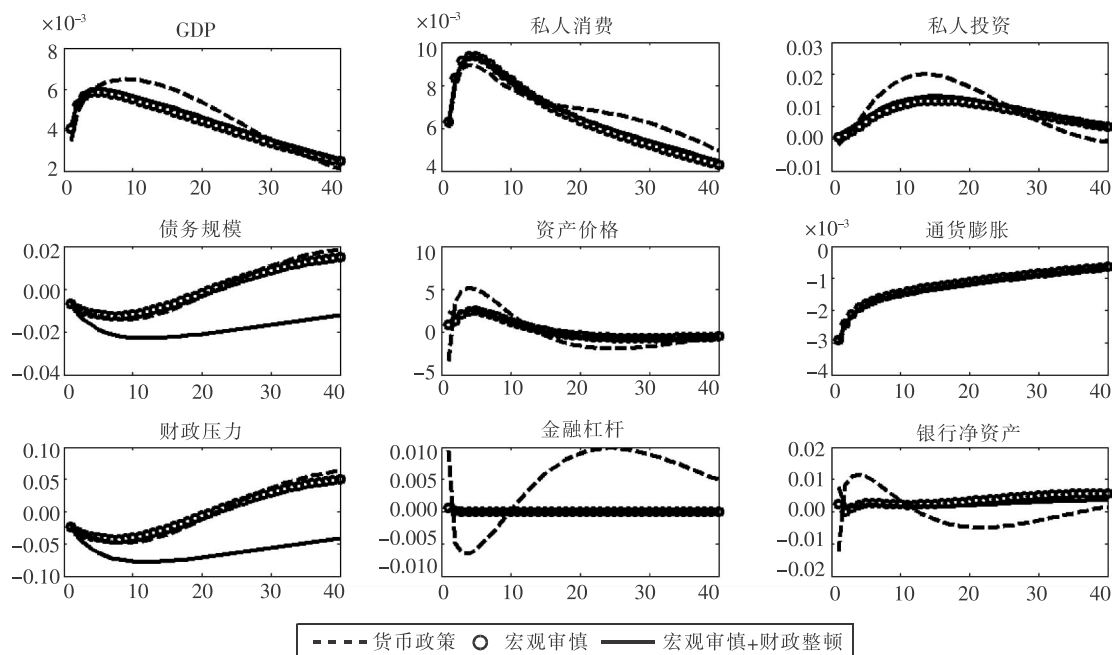


图5 技术冲击下不同政策规则的经济影响

货币政策可以专注于其传统的逆周期角色,更好地管理通货膨胀和经济波动。③“宏观审慎双支柱+财政整顿”政策不仅继承了原有“宏观审慎双支柱”政策的优势,同时还能充分利用经济周期性上行,降低政府债务规模,确保赤字和债务进入稳定的下行通道进一步地积累财政缓冲,为未来经济衰退时的财政刺激保留一定财政空间,以实现中期经济增长目标。这说明,单靠信贷供给约束的努力无法取代政策框架中应付债务管理的周期性弱点,审慎的财政整顿有助于加强财政纪律,有效平衡经济周期和金融周期调控。

图6显示,金融冲击造成有效资本需求不足,资产价格下跌,银行资产负债质量恶化,融资约束收紧,金融加速器机制被触发。资产价格下跌对净财富和实体经济的影响更大,随之而来的市场利率上升,增加私人融资成本,减少投资需求;储蓄回报率上升,减少居民消费需求。尽管如此,供给下降大于需求,社会物价水平表现出通胀压力:①为维护物价稳定,收紧银根的紧缩货币政策,同样增加融资成本,加剧私人投资需求的下降,从这个意义上说,总量调节工具的货币政策尽管具有广泛影响力,但是仍然难以有效地应对金融失衡。②从政府债务去杠杆和财政压力的角度看,宏观审慎政策+财政整顿政策组合显著优于货币政策和“宏观审慎双支柱”政策,表明仅仅依靠宏观审慎工具来解决金融不稳定可能还不够谨慎。究其原因,着力于稳定物价而采取从紧货币政策,与侧重稳定资产价格而采取从松宏观审慎政策,在向反方向运作时,私人主体同时面临着增加和减少借款的不同刺激。这表明当经济周期和金融周期不同步时,货币政策与宏观审慎政策间存在对抗性,可能会释放出关于政策制定者意图的冲突信息,使得原有的政策效果大打折扣。③由于严重损害宏观经济运行的是资产价格通缩,而不是一般意义的通缩(BIS,2014),因此,作为更强势的逆周期政策,财政整顿维系和重建完善的财政缓冲,为经济衰退期修复资产负债表和刺激需求提供空间,避免资产价格断崖式下跌。这些机制的发挥不受经济周期和金融周期不一致的影响。

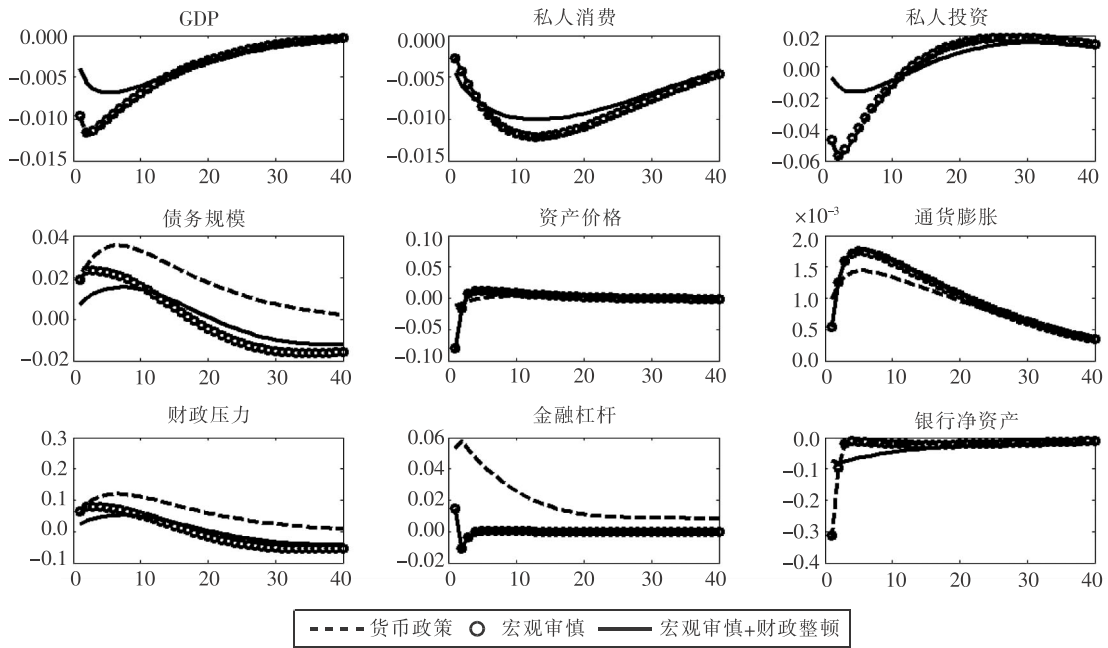


图 6 金融冲击下不同政策规则的经济影响

四、最优审慎政策评估与选择

从政府调控决策的角度看,最优政策选择通常可表示为以下优化问题,即:

$$\min_u L = E_t[\lambda^\pi \text{Var}(\hat{\pi}_t) + \lambda^y \text{Var}(\hat{y}_t)] \quad (28)$$

其中, u 是政府可调控的工具变量, L 是福利损失函数, 刻画了政府通过政策工具对经济周期“削峰填谷”, 防止外部冲击对经济造成不稳定的影响。Erceg et al.(2000)认为, 无论采用何种经济政策, 提高社会福利应是最终归宿。Woodford(2003)研究并证明, 对于“福利损失函数最小化”与“家庭部门效用函数进行二阶近似后的社会福利最大化”, 在本质上是一致的。这给福利损失函数赋予了微观经济的解释。但考虑到以下问题: 各国宏观调控下的最优经济政策选择难以超脱政治现实中信息不对称、经济决策部门的政治压力以及实际操作的各种约束等因素, 因而对于政府决策而言, 福利损失函数比社会福利函数可能更具有实际意义和可操作性。同时中国 2018 年的两会明确提出, 2018 年要以新时代中国特色社会主义思想为指导, 坚持稳中求进工作的总基调, 统筹推进“稳增长、促改革、调结构、惠民生、去杠杆、防风险”各项工作。相应地, 本文选择通货膨胀、产出缺口、资产价格和政府债务负担率作为福利损失函数目标变量, 即:

$$L = \lambda^\pi \text{Var}(\hat{\pi}_t) + \lambda^y \text{Var}(\hat{y}_t) + \lambda^q \text{Var}(\hat{q}_t) + \lambda^{by} \text{Var}(b\hat{y}_t) \quad (29)$$

其中, $\lambda^i, i \in \{\pi, y, q, by\}$, 表示福利损失函数中相应目标变量的权重, $b_{y_t} = B_t/Y_t$ 是政府债务负担率。国际上关于经济政策, 尤其是货币政策目标多少仍存争议。周小川(2016)认为: 为了实现动态的金融稳定和经济转轨, 现阶段中国中央银行还无法实行“简洁、易沟通的单一目标制度”。由于目标数量多少不仅影响福利损失函数取值大小, 也决定着政府最优政策的选择和评估。对此, 本文从目标、权重和工具等方面进行多维度评估。关于目标变量在损失函数中的权重取值, 本文借鉴央行汇

率参考定价的“一篮子”做法,即在设定目标中遍历各种组合,而所有目标权重之和定为1。进一步地,本文设定格子搜索法步长为0.1。为了搜索到更有实际经济含义的政策规则的最优参数,以及提高运算速度的需要,对待估政策规则参数设定估计区间约束,取值范围以后验“贝叶斯”估计的置信区间为准,分别模拟估算实体经济技术冲击、金融冲击。据此模拟在经济周期与金融周期不一致的背景下,最优目标权重选择、最优政策规则参数取值、福利损失大小,以及相关经济变量的波动方差。表1中的估计结果显示:

(1)从福利损失最小角度看,不同政策规则组合对应不同目标函数的数量选择。总体上,单一货币政策对应“双目标”、“宏观审慎双支柱”政策组合对应“三目标”以及货币政策、“宏观审慎双支柱+财政整顿”组合对应“四目标”。随着目标数量增加,同一政策规则带来的福利改善逐渐减弱,甚至会出现政策规则参数触碰约束上限和福利损失增加情况。这完全符合丁伯根—蒙代尔(Tinbergen-Mundell)经济政策“目标—工具”配置理论和蒙代尔有效市场划分原理,即每个政策目标需对应一个独立的、明确的、有效的政策工具。因此,在多目标函数中,政策工具之间可互为补充,应利用彼此优势,放大政策的整体调控效果。

(2)从不同冲击影响最优政策的选择方面看,货币政策在实体经济技术冲击下表现较好。在技术冲击下,货币政策规则福利损失分别为0.0124、0.0135和0.0283,都小于金融冲击下相应的福利损失;审慎政策在金融冲击下表现较好,这说明:当外部冲击对多目标变量影响方向不一致时,单一政策工具很容易受“两难选择”的困扰。例如,在面对经济周期和金融周期不一致时,货币政策不能同时达到稳定物价水平和资产价格两个目标,相反在“宏观审慎双支柱”政策组合下,货币政策盯物价,宏观审慎政策盯资产价格,就能有效减小福利损失。另一方面,“宏观审慎双支柱+财政整顿”政策组合在实体经济技术冲击和金融冲击下表现无显著差异,譬如在“双目标”下,该规则福利损失分别为0.0541和0.0532,相差不大。这说明,不同于“宏观审慎双支柱”政策,财政整顿的作用范围更广,不仅涉及政府债务规模削减,财政支出效率改善,而且也直接影响金融市场效率和信贷资源配置结构。因此,在大宏观意义上,财政整顿也是宏观审慎政策的重要构成。

(3)在估算最优政策的过程中,本文还发现:对于相同数量目标函数,进行不同权重选择时,福利损失的改进程度很小,甚至没有显著改进。换句话说,表1中给出的权重均是对应最小福利损失下的最优权重,但在格子点搜索中,当被盯住变量取不同权重时,相对最优权重福利改进很小,甚至有些还下降了。例如,在技术冲击下,“三目标”试验中对应Rule1而言,尽管可以将权重提高或权重降低,但不能使其福利损失下降,甚至还出现上升,更谈不上低于“双目标”下福利损失0.0124。这表明:在福利损失函数中,尽管目标变量权重设置看似较为主观,但是实际上并没有带来实质的改观,其决定于反映经济环境和经济结构的深度参数。这一结果与Woodford(2003)推导社会福利函数时发现其关于目标函数权重取值不是任意给定的,而是“由模型中的结构参数决定”的结论是一致的。

(4)在“三目标”和“四目标”的政策函数下,货币政策带来的福利损失值显著大于双目标下的取值。在技术冲击下,货币政策在“三目标”和“四目标”的福利损失分别是0.0135和0.0283,大于“双目标”下福利损失0.0124。在金融冲击下,货币政策在“三目标”和“四目标”的福利损失分别是0.0693和0.0978,大于“双目标”下福利损失0.0576。这意味着在实际操作中,如果货币政策被寄予更高期望,过分夸大和滥用可能将削弱货币政策的有效性。尽管对金融稳定在货币政策中的角色仍有很大认识分歧,但本文发现:货币政策与财政整顿、资本充足率等宏观审慎政策相互协调配合,将消除或减弱经济摩擦对经济的扭曲,使经济达到有效均衡状态,从根本上提高社会福利水平。这说

表 1 最优审慎政策规则与福利损失

	双目标			三目标			四目标			
	Rule1	Rule2	Rule3	Rule1	Rule2	Rule3	Rule1	Rule2	Rule3	
技术冲击	Y 权重	0.4000	0.2000	0.3000	0.1000	0.2000	0.2000	0.1000	0.2000	0.1000
	π 权重	0.6000	0.8000	0.7000	0.7000	0.5000	0.6000	0.6000	0.3000	0.3000
	q 权重	—	—	—	0.2000	0.3000	0.2000	0.1000	0.3000	0.3000
	B/Y 权重	—	—	—	—	—	—	0.2000	0.2000	0.3000
	κ_{π}	1.5192	1.6783	1.5732	1.2627	1.3415	1.5861	1.0257	1.4239	1.6521
	κ_Y	0.4619	0.0260	0.5746	0.7398	0.5326	0.6512	1.0000	1.0000	0.5421
	κ_{ca}	—	0.4657	0.2632	—	0.2643	0.4321	—	0.3842	0.2600
	κ_{by}	—	—	-1.4510	—	—	-1.4620	—	—	-1.5230
	κ_Y^B	—	—	0.7653	—	—	0.7542	—	—	0.6581
福利损失	0.0124	0.0628	0.0541	0.0135	0.0104	0.0361	0.0283	0.0549	0.0252	
	双目标下:Rule1 占优			三目标下:Rule2 占优			四目标下:Rule3 占优			
金融冲击	Y 权重	0.1000	0.1000	0.1000	0.1000	0.2000	0.1000	0.1000	0.1000	0.1000
	π 权重	0.9000	0.9000	0.9000	0.8000	0.4000	0.4000	0.6000	0.3000	0.2000
	q 权重	—	—	—	0.1000	0.4000	0.5000	0.1000	0.4000	0.3000
	B/Y 权重	—	—	—	—	—	—	0.2000	0.2000	0.4000
	κ_{π}	1.6454	1.1588	1.5421	1.3440	1.2587	1.5621	1.1478	1.3490	1.5273
	κ_Y	0.5123	0.8588	0.5231	0.9218	0.5231	0.5741	1.0000	1.0000	0.5783
	κ_{ca}	—	0.4719	0.3652	—	0.2344	0.2651	—	0.3527	0.2641
	κ_{by}	—	—	-1.2810	—	—	-1.3520	—	—	-1.5320
	κ_Y^B	—	—	0.7631	—	—	0.6573	—	—	0.8641
福利损失	0.0576	0.0577	0.0532	0.0693	0.0270	0.0342	0.0978	0.0672	0.0212	
	双目标下:Rule3 占优			三目标下:Rule2 占优			四目标下:Rule3 占优			

注:①Rule1 表示货币政策,Rule2 表示“宏观审慎双支柱”政策,Rule3 表示“宏观审慎双支柱+财政整顿”; ②“双目标”是通胀+产出缺口,“三目标”是通胀+产出缺口+资产价格,“四目标”是通胀+产出缺口+资产价格+政府债务负担率。

明宏观审慎政策应该是金融失衡的第一防线,货币政策应聚焦于短期产出和通胀目标,只有在宏观审慎政策已竭尽所能后再考虑金融稳定问题。

五、结论与启示

本文构建了具有财政压力特征、财政整顿规则和宏观审慎监管的动态随机一般均衡模型,讨论应对债务问题的财政—货币政策,并讨论其中的最优政策选择问题。研究发现:①中国扩张性财政政策的经济效应显著。然而,政府债务规模增加,不仅造成财政空间缩减,抑制扩张性财政政策的有

效性,而且也影响金融市场的定价机制。②在金融冲击引发的经济衰退中,过高的政府债务规模同样容易受到金融环境突然收紧的影响。财政整顿规则具有减弱扩张性财政支出的负面效应,提升财政政策的经济调控效应。③“宏观审慎双支柱+财政整顿政策”不仅继承了原有“宏观审慎双支柱”政策的优势,同时还能充分利用经济周期性上行,降低政府债务规模,确保赤字和债务进入稳定的下行通道,预留财政空间。并且,“宏观审慎双支柱+财政整顿政策”组合显著优于货币政策和“双支柱”审慎政策,表明仅仅依靠宏观审慎工具来解决金融不稳定可能还不够谨慎。④从不同冲击影响最优政策的选择方面看,货币政策在实体经济技术冲击下表现较好,“宏观审慎双支柱”政策组合在金融冲击下表现较好;货币政策与财政整顿、资本充足率等宏观审慎政策相互协调配合(形成“大宏观审慎政策”),将消除或减弱经济摩擦对经济的扭曲,使经济达到有效均衡状态,从根本上提高社会福利水平。

针对上述研究,本文提出如下政策建议:①经济增长、金融稳定和财政健康紧密相关,决策者需综合衡量,避免财政紧缩过于刚猛,伤及经济增长动力,引发金融市场波动,造成恶性循环。财政整顿政策的出台应根据金融市场的波动情况和发展态势,审时度势地制定应对规则,或是分时间段由弱到强地制定相关政策。②尽管有相关国家的政策实践经验,但对货币政策在金融稳定中的角色仍有很大的认识分歧。本文的研究认为,根据财政压力特征、在金融高杠杆的背景之下,宏观审慎政策应该是金融失衡的第一防线;货币政策应该仅仅是后盾,只有在宏观审慎政策已经竭尽所能后,才可以考虑金融稳定问题。③提供财政政策的缓冲机制或是时间窗口,对于稳定经济和发挥政府的财政功能较为必要。财政整顿是强化政府宏观调控职能、建立缓冲机制的重要方面,通过整顿预留财政空间可以较大程度地提高政府应对经济不确定性的调控能力。④宏观审慎监管政策不应局限于金融部门,纳入财政整顿规则的政策工具可以看作是政府“大宏观审慎政策”的范畴。在此,强调财政部门债务管理规定的出台与金融部门宏观审慎政策的监管相联系,做好政策出台前的沟通、协调和时间安排较为重要。

[参考文献]

- [1]卞志村,高洁超. 适应性学习、宏观经济预期与中国最优货币政策[J]. 经济研究, 2014,(4):32-46.
- [2]岑磊,谷慎. 宏观审慎政策效应及其与货币政策的配合[J]. 财政研究, 2016,(4):26-38.
- [3]陈小亮,马啸. “债务—通缩”风险与货币政策财政政策协调[J]. 经济研究, 2016,(8):28-42.
- [4]范从来,高洁超. 银行资本监管与货币政策的最优配合[J]. 管理世界, 2018,(1):54-65.
- [5]郭长林,胡永刚,李艳鹤. 财政政策扩张、偿债方式与居民消费[J]. 管理世界, 2013,(2):64-77.
- [6]贾俊雪,郭庆旺. 市场权力、财政支出结构与最优财政货币政策[J]. 经济研究, 2010,(4):67-80.
- [7]贾俊雪,郭庆旺. 财政支出类型、财政政策作用机理与最优财政货币政策规则[J]. 世界经济, 2012,(11):3-30.
- [8]贾彦东,刘斌. 我国财政极限的测算及影响因素分析[J]. 金融研究, 2015,(3):97-115.
- [9]李天宇,张屹山,张鹤. 扩展型货币政策与宏观审慎监管的金融稳定作用分析[J]. 经济评论, 2016,(3):3-16.
- [10]刘斌. 最优货币政策规则的选择及在我国的应用[J]. 金融研究, 2003,(9):3-13.
- [11]刘斌. 我国 DSGE 模型的开发及在货币政策分析中的应用[J]. 金融研究, 2008,(10):1-21.
- [12]陆前进. 最优货币政策规则参数的估计和中国货币状况指数的测度[J]. 金融研究, 2016,(5):35-50.
- [13]马勇. 植入金融因素的 DSGE 模型与宏观审慎货币政策规则[J]. 世界经济, 2016,(7):68-92.
- [14]马勇,陈雨露. 宏观审慎政策的协调与搭配:基于中国的模拟分析[J]. 金融研究, 2013,(8):57-69.
- [15]毛锐,刘楠楠,刘蓉. 地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制[J]. 中国工业经济, 2018,(4):19-38.
- [16]童中文,范从来,朱辰,张炜. 金融审慎监管与货币政策的协同效应[J]. 金融研究, 2017,(3):16-32.
- [17]全冰. 混频数据、投资冲击与中国宏观经济波动[J]. 经济研究, 2017,(6):60-75.

- [18]王爱俭,王璟怡. 宏观审慎政策效应及其与货币政策关系研究[J]. 经济研究, 2014,(4):17-31.
- [19]王国静,田国强. 政府支出乘数[J]. 经济研究, 2014,(9):4-19.
- [20]王文甫. 价格粘性,流动性约束与中国财政政策的宏观效应[J]. 管理世界, 2010,(9):11-25.
- [21]许伟,陈斌开. 银行信贷与中国波动:1993—2005[J]. 经济学(季刊), 2009,(3):969-994.
- [22]许志伟,林仁文. 我国总量生产函数的贝叶斯估计[J]. 世界经济文汇, 2011,(2):87-102.
- [23]鄢莉莉,王一鸣. 金融发展、金融市场冲击与经济波动[J]. 金融研究, 2012,(12):82-95.
- [24]张亦春,胡晓. 宏观审慎视角下的最优货币政策框架[J]. 金融研究, 2010,(5):30-40.
- [25]张佐敏. 财政规则与政策效果——基于 DSGE 分析[J]. 经济研究, 2013,(1):41-53.
- [26]钟辉勇,陆铭. 财政与金融分家:中国经济“去杠杆”的关键[J]. 探索与争鸣, 2017,(9):117-124.
- [27]朱军,许志伟. 财政分权、地区间竞争与中国波动[J]. 经济研究, 2018,(1):21-34.
- [28]周小川. 现有国情决定中国央行采取多目标制[EB/OL]. http://www.sohu.com/a/85970470_411635, 2016.
- [29]Adjemian, S., M. D. Paries, and S. Moyen. Optimal Monetary Policy in an Estimated DSGE for the Euro Area[R]. European Central Bank Working Paper, 2007.
- [30]Aiyagari, R. S., and M. Gertler. The Backing of Government Bonds and Monetarism [J]. Journal of Monetary Economics, 1985,16(1):19-44.
- [31]Angeloni, I., and E. Faia. Capital Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks [J]. Journal of Monetary Economics, 2013,60(3):311-324.
- [32]Angelini, P., S. Neri, and F. Panetta. Monetary and Macropudential Policies [R]. European Central Bank Working Paper, 2012.
- [33]Angelini, P., S. Neri, and F. Panetta. The Interaction between Capital Requirements and Monetary Policy[J]. Journey of Money, Credit and Banking, 2014,46(6):1073-1112.
- [34]Bank for International Settlements. Monetary and Macropudential Policies: Interaction and Complementarity[R]. BIS Annual Report, 2014.
- [35]Beau, D., L. Clerc, and B. Mojon. Macropudential Policy and the Conduct of Monetary Policy [R]. Mimeo, Banque de France Working Paper, 2012.
- [36]Bi, H., and N. Traum. Estimating Sovereign Default Risk [J]. American Economic Review: Papers & Proceedings, 2012,102(3):161-166.
- [37]Blanchard, O., G. Ariccia, and P. Mauro. Rethinking Macroeconomic Policy [J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2010,42(s1):199-215.
- [38]Christiano, L. J., M. Eichenbaum, and C. L. Evans. Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy[J]. Journal of Political Economy, 2015,113(1):1-45.
- [39]Erceg, C. J., D. W. Henderson, and A. T. Levin. Optimal Monetary Policy with Staggered Wage and Price Contracts[J]. Journal of Monetary Economics, 2000,46(2):281-313.
- [40]Gerali, A., S. Neri, L. Sessa, and F. M. Signoretti. Credit and Banking in a DSGE Model of the Euro Area[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2010,42(s1):107-141.
- [41]Gertler, M., and P. Karadi. A Model of Unconventional Monetary Policy [J]. Journal of Monetary Economics, 2011,58(1):17-34.
- [42]Leeper, E. M. Equilibria under ‘Active’ and ‘Passive’ Monetary and Fiscal Policies[J]. Journal of Monetary Economics, 1991,27(1):129-147.
- [43]Leeper, E. M., and X. Zhou. Inflation’s Role in Optimal Monetary-Fiscal Policy [R]. NBER Working Paper, 2013.
- [44]Liu, Z., D. Waggoner, and T. Zha. Sources of Macroeconomic Fluctuations: A Regime-switching DSGE Approach[J]. Quantitative Economics, 2011,2(2):251-301.

- [45] Ostry, J. D., A. R. Ghosh, J. I. Kim, and M. S. Quresh. Fiscal Space[R]. IMF Working Paper, 2010.
- [46] Quint, D., and P. Rabanal. Monetary and Macprudential Policy in an Estimated DSGE Model of the Euro Area[J]. International Journal of Central Banking, 2014, 10(2):169-236.
- [47] Song, Z., K. Storesletten, and F. Zilibotti. Growing Like China[J]. American Economic Review, 2011, 101(1): 196-233.
- [48] Strobel, F. The Government Spending Multiplier, Fiscal Stress and Risk[R]. Job Market Paper, 2016.
- [49] Taylor, W., and R. Zilberman. Macprudential Regulation and the Role of Monetary Policy[R]. MPRA Paper, 2014.
- [50] Vinals, J., and J. Feichter. The Making of Good Supervision: Learning to Say ‘No’[R]. IMF Staff Position Note SPN 10/08, 2010.
- [51] Woodford, M. Optimal Interest-Rate Smoothing[J]. Review of Economic Studies, 2003, 70(4):861-886.
- [52] Zhang, W. China’s Monetary Policy: Quantity versus Price Rules[J]. Journal of Macroeconomics, 2009, 31(3): 473-484.

Fiscal Consolidation, “Double Pillar” Policy and the Optimal Economic Policy

ZHU Jun¹, LI Jian-qiang², ZHANG Shu-cui³

- (1. Center for Public Finance Research, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210023, China;
 2. Financial Research Institute of the People’s Bank of China, Beijing 100800, China;
 3. Industrial Economics Institute, China Institute of Electrical and Information Industry, Beijing 100048, China)

Abstract: The control rule for government debt and the financial risk are often ignored in the existing dynamic stochastic general equilibrium models. Based on the classical NK-DSGE model, this paper incorporates fiscal pressure and fiscal consolidation into the financial system, and discusses the macro effect of economic policy through a dynamic stochastic general equilibrium model. Further, this paper discusses the optimal policy under different government macro management objectives. It was found in this paper that, firstly, China’s expansionary fiscal expenditure has a remarkable effect of counter-cyclical regulation. However, the increase of government debt scale not only leads to the reduction of fiscal space, but also inhibits the effectiveness of the fiscal reverse cycle policy, and will also affect the pricing mechanism of the financial market. Secondly, the rules of fiscal consolidation have negative effects of weakening expansionary fiscal expenditure, and enhance the economic effect of fiscal policy’s counter-cyclical regulation. Thirdly, the mix of macro prudential policy and fiscal consolidation not only inherits the advantages of the original macro prudential policy, but also makes full use of the economic cyclical uplink, reduces the scale of government debt, ensures that the deficit and debt enter a stable downlink channel and reserve fiscal space. Fourthly, the mix of macro prudential policy and fiscal consolidation is better than macro prudential policy. That indicates it may not be enough to rely solely on macro prudential tools to solve financial instability. Finally, the extended macro prudential policy with fiscal consolidation will eliminate or weaken economic frictions or economic distortions. It will make the economy achieve an effective balance, and fundamentally improve social welfare.

Key Words: fiscal consolidation; financial stability; macroprudential supervision; optimal policy; government debt

JEL Classification: C61 G28 H30

[责任编辑:覃毅]