

财政-货币政策的协调配合： 理论综述与展望*

朱 军 李建强 张淑翠

〔摘 要〕一般而言,货币政策调节通货膨胀水平,财政政策调节社会总产出水平。然而经济系统中各种扭曲、摩擦的存在可能会弱化财政、货币政策的作用效果和功能,甚至扭转作用的方向。但基本的经济原理告诉我们:财政政策和货币政策总是相互作用的,两者共同决定着经济中的总需求和总物价水平。因此,财政-货币政策的协调配合问题,自然成为宏观经济学研究的核心问题之一。结合近年来关于财政-货币政策协调配合研究的理论思考与政策反思,以及所采用研究方法的演进,本文从 IS-LM 模型的总量调节框架、政策主体的博弈视角、规则协调的 DSGE 框架等方面,综述了财政-货币政策协调配合的研究脉络。随后,本文展望了未来财政-货币政策协调配合研究的多个方面。最后,结合中国政策实践中的现实问题,本文提供了未来中国财政-货币政策协调配合的政策取向。

关键词: 财政政策 货币政策 协调配合 综述与展望

JEL 分类号: E61 H11 O23

一、引 言

当今世界,财政政策与货币政策在各国宏观调控中扮演着重要的角色。国内外的实践表明:由于财政政策侧重结构优化,货币政策关注总量调节,两大政策具有紧密联系,一般不单独使用,而是综合运用、形成合力,发挥交叉效应,对宏观经济进行可进可退的有效调节。然而在现实中,财政、货币政策分别由不同的主体组织实施,其各自瞄准的问题有差异^①,从而存在协调不够,甚至相互矛盾冲突、作用效果抵消的情况(施正文,2018)。一旦政策相互矛盾,就会使一种政策抵消另一种政策效果,造成效率损失、损害经济增长。即使在高度推崇央行独立性的发达经济体^②,经历了2010年的全球经济危机之后,也开始深层反思最佳的宏观财政-货币政策的协调配合方式。对此,Bossone(2015)总结认为,如果及早强调政府相关部门与中央银行的协调配合,加快财政政策与货

* 朱军,南京财经大学财政与税务学院院长,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。本文得到国家自然科学基金一般项目“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”(18BJY237)、国家自然科学基金青年项目“地方举债融资的经济效应与风险预警机制研究”(15CJY077)的支持。作者感谢编辑部和审稿人的意见。本文不代表所在机构的观点。

① 譬如当前财政部门主要考虑财政承受能力、财政收入是否可持续增长;而货币政策则更加注重防范化解金融风险。

② 独立运行的中央银行可以不关注短期的政治压力——譬如为配合政府领导人选举的需要而采取刺激经济的政策。因而,独立运行的中央银行就可以采取一些有利于长期经济增长的措施以取得更好的效果。这一方面,美国在1951年公布的《美联储-财政部协议》第一次明确规定——美联储可以允许独立运行。

币政策的融合,可以迅速处理通货紧缩与经济衰退问题。更为重要的是,财政-货币政策的协调配合不仅体现在一国宏观政策的调控方面,而且已成为全球经济治理的共识。甚至许多国际经济组织都倡导建立宏观经济政策的多边协调机制。譬如,G20 各国就认为加强政策协调、减少负面外溢效应,在保持金融市场稳定和促进全球经济增长方面具有不可替代的作用。

而在中国,面对经济下行压力,财政政策与货币政策的作用效果、政策实施主体的积极性在 2018 年 5 月以来引起了人们的争论。除了承认货币政策自身存在传导机制不畅、解决微观主体融资问题不力、针对小微企业信贷优惠不足之外,学界也有批评财政政策积极性差、实施主体主动性不够的观点。譬如徐忠(2018)认为,中国财政-货币政策存在财政政策主体主动不够、货币政策主体被动补位的问题,指出两者的协调配合不足、冲突却比较多。理论上,由于政策目标有偏、政策规则差异以及政策机制有别,实施两类宏观调控政策,可能面临“合作共赢”和“零和博弈”两类不同的经济均衡。现有的关于这一方面的理论研究,已经以静态框架为主进行了大量的讨论,也有从政策主体的视角进行了微观方法的博弈分析。而在近年来,随着动态随机一般均衡模型(DSGE)的应用,理论研究开始聚焦政策规则的协调和配合,及其相关的政策选择问题。对此,本文从理论上全面综述了财政-货币政策的协调配合问题,展望未来的研究方向和议题,并对未来中国宏观财政-货币政策协调配合的政策取向提供了初步的思考。

二、基于传统 IS-LM 框架的理论研究

财政政策与货币政策都是调控经济的重要政策工具,两者的作用机制不同。因此更多的时候需要将两种政策搭配起来使用,以一方的优势弥补另一方的不足。这有助于增强宏观调控的力度和效果。因而关于两者的协调配合,其一直是经典经济学研究的重要内容。

(一)经典教科书下的研究脉络

财政政策与货币政策协调配合问题是国家治理中一个历久弥新的话题。在现代市场经济条件下,两大政策调控的终极目标,都是为稳定物价、充分就业、促进经济增长和平衡国际收支。如果不考虑财政-货币政策的协调配合问题,很容易出现政策冲突或政策叠加问题,最终违背政策实施的初衷。从经典理论研究的脉络看,关于财政-货币政策的协调配合问题,最早形成的共识是在基于 IS-LM 理论的框架中讨论财政-货币政策的搭配组合。在经典的调节社会总需求的框架下,财政政策定位于调节产品市场(IS 曲线),货币政策定位于调节货币市场(LM 曲线)。而产品市场和货币市场是密切联系的,两种市场通过相互作用,共同影响国民收入水平(Hicks, 1937; Hansen, 1953)。这其中,财政政策通过改变财政支出和税负水平,直接对总需求进行调控,最终影响产业结构调整;而货币政策通过调整货币供应总量和利率,引导资金流向,调控投资和消费等总量需求。显然,财

表 1 IS-LM 模型下财政-货币政策协调配合的主要范式

		财政政策	
		扩张(增支减收)	紧缩(增收减支)
货币政策	扩张 (采取增加货币供应量的措施)	扩张性财政政策/扩张性货币政策效果:产出增加,利率可能维持不变	紧缩性财政政策/扩张性货币政策效果:利率下降,产出可能维持不变
	紧缩 (减少货币供应量的措施)	扩张性财政政策/紧缩性货币政策效果:利率上升,产出可能维持不变	紧缩性财政政策/紧缩性货币政策效果:产出减少,利率可能维持不变

政政策和货币政策在宏观调控领域存在天然的结合点,这是两大政策需要协调配合的重点所在。通过货币与财政政策扩张性或收缩性的调整搭配,可以保持经济总量平衡和结构优化,协调社会供需关系,促使经济增长。在传统的 IS-LM 框架下,经典教科书已总结形成了财政-货币政策协调配合的四种范式。

(二)经典教科书范式下的相关讨论

在 IS-LM 模型的总体框架和思路下,基于总量调节的视角,有许多关于财政-货币政策协调配合的相关研究。相关研究大体可以归纳为以下几个方面。

综述协调配合的重要性及研究配合的重要性。对此,通过综述国内外的相关文献,金素(2013)基于财政-货币政策多重搭配的视角研究了政策搭配所发挥的效应,强调了政策搭配对于应付金融危机的重要性。从历史的视角出发,李艳军和华民(2018)归纳了改革开放以来中国财政-货币政策的演变及影响,表明财政-货币政策协调时的集中化改革有效地改善了宏观经济政策的调控效果、降低了宏观经济的波动性。而除了综述协调配合的重要性,对于两者协调配合的必要性,Laurens and Piedra(1998)研究认为,尽管货币当局越来越强调中央银行的独立性,但是货币和债务管理职能的这种“分离”绝不会减少有效协调货币和财政政策的必要性。为构建市场经济下财政-货币政策协调配合的新机制,王一林(1998)认为中国必须要重塑两大政策协调配合的制度基础,转变速度型经济战略和粗放型的发展方式。胡庆康和徐云程(1998)则认为中国要打好基础建设,找到财政-货币政策的结合点、不同经济发展阶段的侧重点。而基于 IS-LM 模型的理论框架,刘青和刘美清(1998)阐述了中国财政-货币政策协调的必要性,指出了中国政策配合中存在的问题以及协调机制。而从有效提高政府调控水平出发,余斌和张俊伟(2014)研究指出,单独实施财政政策或货币政策,都不能很好地实现宏观调控目标,需要综合协调财政-货币政策。最后,对于财政-货币政策协调配合的重要性,也有很多研究从其他方法进行了论证。譬如通过建立财政-货币政策主体的博弈模型,类承曜和谢颀(2007)证明了财政-货币政策协调配合对改进社会福利的重要性。而通过建立内生增长理论的一般模型,王文甫(2007)研究认为:在平衡增长路径上,财政政策和货币政策必须相互协调。当然,也有理论研究认为,从长远来看,几乎没有必要协调货币和财政政策(Hagen and Mundschenk,2003)。

关于影响机制和工具选择的研究。基于经典理论中财政-货币政策协调配合的作用,李晓慧和杨晓波(1999)分析了两大政策协调运行的机制。通过实证方法分析中国“两大政策”的配合情况和存在问题,张晔(1999)讨论了实现两者协调配合的机制。袁东和王晓悦(2000)从公债的视角讨论了财政-货币政策的协调配合,认为其能否影响到中央银行的行为取决于财政-货币政策之间的关系。基于中国中央银行的资产负债表和财政政策四大主要政策工具,晏露蓉等(2008)分析了财政政策对货币运行特征的影响机理与程度。关于财政-货币政策的协调工具,王经绫和周小付(2014)建议将政府债务政策置于与财政、货币政策并列的地位,设立独立的债务政策目标和工具。而在财政-货币政策工具的动态演进方面,周波和王英家(2017)进行了详细的总结,并提出了未来中国财政-货币政策协调配合的取向。总体上,在影响机制和工具选择方面,定性讨论较多,采用跨期动态方法针对某项具体的工具阐述协调配合机制的研究,目前还较为缺乏。

关于政策配合效果的实证检验。关于财政-货币政策协调配合的政策效果,Blinder(1982)较早地采用工具方法来评估协调的潜在收益。基于货币政策传导不对称的背景,Hallett and Piscitelli(1999)研究发现:单一货币政策的政策后果会导致经济周期的变化,一国在赤字财政限制下会失去与其他国家的同步性。而采用实证方法讨论中国 20 世纪 90 年代以来财政-货币政策协调配合的政策效果,庄芳等(2014)研究发现:两类扩张性政策的叠加效应要高于单独实施的结果。牟俊霖和王阳(2017)采用面板中介效用模型研究了财政政策、货币政策对中国就业的影响路径,建议

中国应当以扩张性财政政策为主、以增加货币供给的扩张性货币政策为辅。Tarawalie et al.(2013)通过实证方法研究了西非货币区(WAMZ)国家财政和货币当局之间的协调水平,及其对稳定通货膨胀的影响。贾俊雪等(2014)通过多种实证方法发现:房地产价格和实际汇率的稳定需要财政和货币政策的有效配合。采用异质性结构面板VAR方法并利用1991-2016年间42个国家的面板数据,Demid(2018)发现:各国反周期的货币政策与财政政策的协调程度在不断提高。总体上,这方面的研究依赖于一国时间序列数据,多是采用宏观计量方法进行一国或是某经济区的政策效果分析。

针对国外问题的经验研究和对中国的启示。在这个方面,通过对当时日本首相桥本龙太辞职、总结桥本内阁实行的一系列财政和货币政策的教训,杨慧芳(1998)提出了其对于中国财政-货币政策协调配合的借鉴意义。针对欧元区建立前后有关货币政策协调、财政约束与协调、财政-货币政策协调中的动态不一致等问题,刘宁宁(2006)总结回顾了财政-货币政策的协调配合问题。通过分析欧元区改善外部经济政策协调的必要性,鲁茉莉(2007)分析了欧元区在短期、中期需要改善的包括财政政策、货币政策、汇率政策和结构性改革等方面。在经济一体化的趋势下,张端民(2007)分析了发展中国家财政-货币政策协调配合时的首要任务是设法促进本国市场经济秩序的发育,而不是“凯恩斯主义”的“逆周期”调节。通过总结欧元区国家财政-货币政策协调配合的缺陷和政策效果,孟艳(2010)分析了欧元区国家财政-货币政策协调的创新性调整。通过对比中国与欧美国家对结构性货币政策的理论认识和政策实践,封北麟和孙家希(2016)认为中国单一结构性的货币政策效力有限,中国需要财政政策的积极配合。总体上,由于欧元区统一货币政策与各国财政主体的相对独立性,这一地区财政-货币政策协调配合的实践较为丰富,从而总结欧元区财政-货币政策的经验总结较多。因而,现有研究总结其他发达国家或是发展中经济体的分析较少。

针对中国当时经济形势的建议研究。基于调节社会总需求,许多研究结合当时的经济情景进行政策取向研究。对此,张建平(2005)提出:为了适应经济形势发展需要,中国应当采取中性偏紧的财政政策和中性偏紧的货币政策组合。通过研究财政-货币政策的协同效应,范炜和娄依兴(2005)建议要提高中国政府决策层的素质和决策质量、缩短时滞时间,特别是提出要成立中国财政-货币协调委员会。根据“十一五”经济发展的要求,邓子基(2006)分析了中国如何实施稳健的财政-货币政策、如何协调配合等问题。在转轨与全球经济背景下,阎坤(2007)介绍了财政-货币政策面临的新挑战,提出协调配合的侧重点是促进结构调整的政策配合与协调。根据中国政府中长期的优化经济结构的调控目标,贾康和孟艳(2008)提出要通过财政-货币政策的有效配合以实现经济增长方式的根本转变。在当时经济结构性矛盾突出情况下,杨子强(2010)建议在有效发挥货币政策作用的同时,更加注重发挥财政政策的引导作用和财政资金的杠杆放大效应,吸引更多的投资进入经济系统,优化经济结构升级。周任(2011)则建议采取方式的多元化、工具新型化,要重视财政-货币政策手段的协调化、合作领域的重点化。张鹤和姚远(2012)提出要通过财政-货币政策之间的双向协调、利率市场化、国债买卖和一揽子汇率制度等政策的变化来调控宏观经济,进而调节经济稳定的目标。此外,面对货币政策实施面临的制约因素日益增多,汪川(2017)认为:中国不仅要协调货币政策的目标和手段,也需要实现货币政策与财政政策、金融监管和国际货币政策的协调。

除此之外,相关研究将财政-货币政策的协调问题结合宏观经济的其他方面进行深入讨论。譬如赵英和倪月菊(2012)建议将财政、货币与产业政策相结合,加强三大政策的协调配合;而进一步地,江飞涛等(2016)提出通过加强三大政策的协调配合推进供给侧结构性改革,并结合金融政策、产业政策建立多层次的政策协调组织机制。

三、局部均衡下政策主体的博弈思考

对于财政-货币政策的协调配合,除了总量调节的思考,文献中还有基于局部均衡方法的、政策主体之间的博弈思考。这其中,相关研究是基于信息经济学中的博弈论方法讨论财政政策与货币政策的合作和冲突问题。博弈论重视经济主体之间的相互联系及其辩证关系,认为参与项目各方具有不同目标,为达到各自目标各方必须考虑对手各种可能的行动方案,并力图选取对自己最为有利方案(Nash,1950)。博弈分析方法大大拓宽了传统经济学的分析思路,使其更加接近现实市场经济,随之被更多地应用到政府部门决策分析。

而对于财政-货币政策之间协调配合的博弈研究,Petit(1989)较早地基于合作和非合作行为的情景研究了财政部和中央银行之间的相互作用,发现“非合作的缺陷”不仅仅来自参与主体博弈过程中的支付收益。从博弈论的角度出发,2018年诺贝尔奖得主Nordhaus(1994)也专题讨论了财政政策和货币政策的协调问题,研究协调配合对改进社会福利的意义。对于两者的博弈问题,Dixit and Lambertini(2001)认为:如果货币当局和财政当局有不同的预期产出和通货膨胀目标,纳什均衡的产出或通货膨胀不是最优的,由一方先行干预更占优。随后,Dixit and Lambertini(2003)认为:由于财政当局和货币当局的相对独立以及各自目标的差异,其行动选择对经济的影响就有多种可能;如果是各自行动,那么财政当局先行更占优。对比独联体国家和欧元区的情况,Herzog(2006)建立了一个分析财政-货币政策最佳协调程度的经济模型,发现最佳协调程度取决于财政规则和政府规模。而方红生(2007)采用静态博弈模型研究发现:在给定货币政策和财政政策有差别目标函数的前提下,央行实施独立的货币政策并不足以实现价格稳定,最终的政策结果取决于博弈规则。Bartolomeo and Gioacchino(2008)研究认为,如果政策制定者能够在博弈开始前进行交流(多重均衡),则可以通过使用相关均衡的概念来解决协调问题。采用博弈论的分析方法,李锋和刘澄(2009)构建简单的数学模型讨论了同一货币政策下各成员国可能的财政政策选择,得出财政政策的协调不仅能降低负向冲击的不利影响,还能实现“帕累托最优”。采用一个斗鸡博弈模型,Buiter(2010)描述了欧元区国家货币政策与各国财政政策的策略互动,指出即使存在信息沟通,财政-货币政策之间仍可能存在实质性的冲突。在总体上,基于局部均衡的关于协调配合的博弈研究,基本都是针对政策主体之间目标问题、应对经济问题时行动先后的博弈分析。

四、跨期均衡下 DSGE 范式的规则协调

随着动态随机一般均衡方法(DSGE模型)成为宏观经济学政策实验和评估的主流,在此框架下讨论财政-货币政策问题成为理论研究的重要方面。这也就是在总需求-总供给(AS-AD理论)理论框架中纳入动态、跨期因素,讨论财政-货币政策的协调问题。譬如,在跨期均衡的动态框架下,Hagen and Mundschenk(2003)研究发现:除非政策得到协调,否则各国政府都会参与纯粹的分配游戏,其结果效率低下。Eggertsson and Woodford(2004)讨论了“零利率下限(Zero Lower Bound)”对于货币政策的约束力,分析了财政政策在多大程度上可以缓解“零利率下限”造成的扭曲。基于中等规模的宏观经济模型,Schmitt-Grohe and Uribe(2006)研究了其中的最优财政和货币政策。在“新凯恩斯主义”动态随机一般均衡(NK-DSGE)框架下讨论财政-货币政策的互动效果时,Kirsanova et al.(2009)研究了最优货币-财政政策是否能够为以下共识提供支持——货币政策控制需求与通货膨胀、财政政策控制政府债务。而Flotho(2018)研究了欧元区财政政策与货币政策的相互作用,发现传统的货币政策受到“零利率下限”约束的限制。通过关注承诺兑现和时间一

致性问题, Leeper et al.(2019) 讨论了债务成熟期对于最优财政-货币政策实施的影响。

然而在跨期动态的框架下讨论财政-货币政策的协调配合问题, 更多的研究则是关注财政政策与货币政策的规则组合。对此, Leeper(1991) 最早在简单“新凯恩斯”理论框架上首次讨论当财政政策盯债务规则、货币政策盯通胀规则时, 不同货币-财政政策规则组合对经济产出的影响。据此 Leeper(1991) 提出了主动货币/被动财政(AMPF)、被动货币/主动财政(PMAF) 等配合方式。目前这一配合方式已经成为国际上财政-货币政策协调配合研究的主流, 成为规则组合研究的“固定术语”, 并被广泛引用。这四种规则组合范式如下:

表 2 协调配合中财政-货币政策规则的组合格式

		财政财政政策(Fiscal Policy)	
		主动型(Active)	被动型(Passive)
货币政策 (Monetary Policy)	主动型(Active)	主动型货币政策与主动型财政政策(AM/AF), 只有发散解, 不存在均衡解	主动型货币政策与被动型财政政策(AM/PF), 存在唯一的理性预期均衡解
	被动型(Passive)	被动型货币政策与主动型财政政策(PM/AF), 存在唯一的理性预期均衡解	被动型货币政策与被动型财政政策(PM/PF), 存在不可决定的均衡解

Leeper(1991) 的规则组合后来被发展成为物价水平决定的财政理论(Fiscal Theory of the Price Level, FTPL)。随后, 从财政政策和货币政策规则搭配的视角, 许多学者探讨了均衡价格水平的决定问题(如 Leeper, 1993; Woodford, 1995; Davig and Leeper, 2005) 和规则组合问题。后续许多研究都继承了这种研究范式, 并不断拓展这个研究框架。譬如, Leeper and Yun(2006) 研究了不同财政-货币政策规则下的“财政物价决定理论”。贾俊雪和郭庆旺(2012) 探究了具有可操作性的中国最优财政-货币政策规则。Leeper and Zhou(2013) 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。在标准的宏观经济模型中, 均衡的稳定性和唯一性要求货币政策主动应对通货膨胀、财政政策要确保长期债务的可持续性。但 Bonam and Lukkezen(2014) 认为这些要求会随着财政政策周期性的改变而改变。马勇(2016) 在一个开放经济 NK-DSGE 模型下发现: 中国货币与财政政策组合总体上符合“被动型货币政策”和“被动型财政政策”的组合。通过构建含有高债务和通缩特征的 DSGE 模型, 陈小亮和马啸(2016) 研究发现: 货币政策与财政政策协调(采取双宽松政策) 可以为财政政策创造空间、为货币政策节省空间。通过构建 DSGE 模型模拟各种外生冲击对经济波动的影响。洪昊和朱培金(2017) 讨论了财政-货币政策协调机制的应对效果。陈国进等(2018) 基于一个小型开放的 DSGE 模型分析了中国财政-货币政策的福利效应。

除此之外, 考虑财政-货币政策规则之间的区制转移特征也日益受到关注。对此, Chung et al.(2007) 讨论了货币-财政政策规则的区制转移特征。Bianchi(2012) 讨论了美国二战以后财政-货币“政策组合”的区制识别问题, 他识别了六种区制类型及其相互之间的转化。Leeper and Walker(2013) 则发现: 货币政策和财政政策对宏观时间序列存在不同的影响, 并且也很难区分哪一种宏观政策的组合区制占主导地位。他们的研究识别了财政政策影响通货膨胀的不同路径, 并解释了为什么财政政策对通货膨胀的影响在时间序列中很难被发现。通过构建 NK-DSGE 模型并采用马尔科夫区制转移(Markov-Switch) 方法, 杨源源等(2019) 对我国财政-货币政策的搭配体系进行了估计识别, 并系统考察了不同政策搭配下的经济波动性。

五、跨期均衡与主体博弈结合的最新研究

无论是 IS-LM 模型的总量调节框架,还是基于财政-货币政策规则组合的框架,这些研究并没有考虑政策实施主体之间调控目标可能存在的差异。并且这两个框架均默认政策主体目标函数与消费者福利最大化问题是天然一致的。实际工作中,由于财政部门、货币部门职能范围的不同,财政-货币政策不协调或存在冲突,既有政策规则配合的问题,又存在政策目标差异的因素。对此,理论界也开始关注到了财政-货币政策的目标一致问题。因而前面局部均衡视角下有相应的讨论,但是在跨期均衡的动态框架下,这个问题还没有引起足够的重视。尽管后续也有研究将政策主体之间的博弈问题拓展到 DSGE 模型中,但也仅考虑货币政策与宏观审慎政策的目标偏离问题 (Bodenstein et al.,2018)。

对于这个最前沿的问题,近期宏观财政-货币协调研究的领军代表人物 Leeper (2018) 就在动态跨期均衡的框架下专门讨论了财政-货币政策的目标、规则是否是相互一致的,并以瑞典为定量分析的具体国家。李建强等 (2018) 则研究了财政-货币政策主体之间货币政策、宏观审慎政策与财政政策协调问题。对于财政-货币政策主体目标的不一致问题,朱军等 (2019) 首次在 DSGE 框架中设置财政-货币政策主体目标的博弈问题。他们研究认为:在研究政策主体的规则博弈时,含有策略博弈的 DSGE 模型更具有优势;政府部门和监管机构需较多地协调、合作,促进决策部门对其他目标的认识,避免在战略互动中潜在的福利损失。总体上,这方面的结合跨期动态与财政-货币政策主体目标之间博弈问题的研究才刚刚开始。

六、综述、展望与中国的政策取向

针对现有理论研究的总体介绍,本文总结、展望如下。

(一) 现有研究的总概

现有关于财政-货币政策协调配合的研究在理论上可以通过如下的框架展示出来:

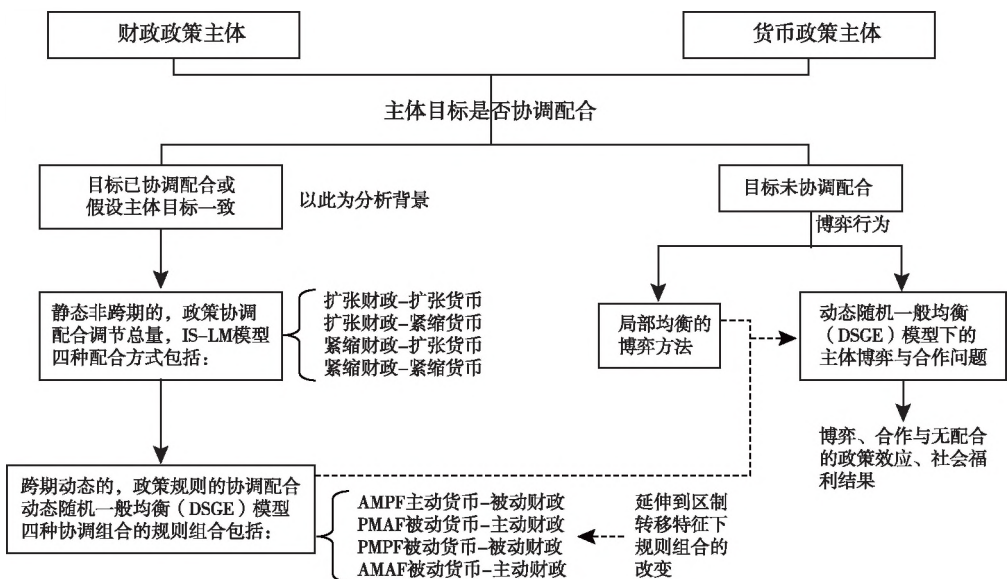


图 1 财政-货币政策理论研究的基本范式和框架

对于财政-货币政策的协调合作,目前呈现出以下几个方面的特征:(1)尽管各国中央银行强调了机构的独立性,但是政策主体目标的协调、配合是首要考虑的,因此考虑主体之间目标是否一致是首要的问题。在此,应用博弈论分析财政-货币政策配合,旨在强调不同财政-货币政策策略组合的均衡结果;然而在非跨期的局部均衡下,这一方法缺乏对经济社会福利的动态分析,更谈不上具体微观机制。因此在 DSGE 框架下讨论主体目标之间、工具选择之间的协调配合是理论研究的前沿问题。对于中国而言,尽管财政-货币政策分属不同的决策机构执行,但在中国中央高度集中制度优势下,中央银行并非完全独立决策,财政-货币政策仅是有限博弈。因此讨论政策主体目标的协调配合在中国也必不可少。(2)基于产品与货币市场的 IS-LM 框架是经典的静态研究框架。这一框架是从总量调控的视角研究两者的协调配合,关注的是协调配合对于短期总需求和利率的影响。因而这一非跨期的分析模式缺乏对理性经济人的最优选择、微观传导机制的论述,进而也就对经济中的长期均衡问题、置入金融因素特征等情景解释不力(王旭祥,2011)。这也使该框架在宏观经济理论研究中成为过去。但是这其中的工具讨论,为动态跨期均衡中的政策分析提供了更多的选择。(3)跨期均衡框架属于 IS-LM 的“升级版”,更多是拓展 Leeper (1991)“固定术语”的调控规则组合。目前这一框架中的研究成果最多,技术分析的工具也最为复杂,存在的问题是需要结合各个国家的经济结构、社会情景建立相应的理论模型进行政策评估。此外,在此框架下,目前关于财政、货币政策的工具选择,政策的预期、政策执行时滞等方面还缺乏更多的细致研究。(4)关于财政-货币政策协调配合的研究,无论是在哪个框架下,都还缺乏福利分析的更多讨论。现有的研究更多是基于短期的稳定经济增长的政策效应。国内外还缺乏对不同协调配合规则下政策选择的福利分析,也缺乏文献在 DSGE 框架中分析策略博弈的经济效应和福利成本。

(二)未来研究的展望

在未来的理论讨论中,关于财政-货币政策协调配合的研究,首先需要考虑政策主体目标之间的问题。在此比较各国中央银行和财政部门的职能是解决这个问题的首要方面。譬如对比中国和美国的财政部职能,美国财政部比中国财政部多出货币铸造和发行、国际财务交易的职能,自然不需要这方面目标的专门协调。因而对于中国及其他国家而言,财政-货币政策之间的不协调或存在冲突,既有政策规则配合的问题,又存在机构职能不同、缺乏沟通带来的政策目标差异。特别是对于中国而言,财政-金融不分家的特征鲜明,金融稳定最终涉及财政承诺,一些宏观审慎政策工具也具有准财政特征。从这个角度看,讨论财政-货币政策的协调配合问题,首先需要考虑政策主体之间的目标是否是一致的,采用的政策工具是否是目标一致的。

其次,未来需要关注财政政策、货币政策具体协调工具的选择,关注协调配合中政策出台时间、政策预期和政策时滞,以使相关的研究更加具有针对性和可操作性。譬如,国债不仅是财政收入的重要渠道,也在宏观经济调控、金融市场定价、储备货币资产、利率风险管理等具有重要功能。在发达市场经济体,国债收益率曲线反映无风险资产的利率水平和市场状况,为金融体系提供基础性的市场化定价参考,已成为经济和金融运行状况风向标。但是对于财政国债管理和货币政策操作沟通、协调机制的理论研究,目前还没有得到充分的体现。

再次,需要更多构建符合各国产业经济、人口结构等特征的 DSGE 模型,在含有金融摩擦或是其他扭曲的 DSGE 框架中分析各国财政-货币政策目标、规则策略互动博弈等带来的经济效应以及福利问题。

最后,在跨期均衡与政策主体博弈结合的未来研究中,后续的讨论应结合福利分析,比较不同协调配合的政策结果和社会福利的改进结果。进一步地,还需要考虑跨期均衡下政策主体博弈对规则组合的影响、政策主体博弈对于政策预期的影响,等等。

(三)中国的政策取向

结合中国现有的政策实践及其财政-货币政策的目标问题,关于中国的财政-货币政策协调,在政策取向上应重点关注以下几个方面:

首先在国务院金融稳定发展委员会的基础上,建立财政-货币协调与磋商机制。从国际上看,许多国家为了改善两大政策协调效果都建立了决策部门间沟通合作机制。例如在英国,财政-货币政策建立了三方会谈机制,即英格兰银行提供货币政策的走向,金融服务局提供金融市场的情况,财政部提供财政政策运行的情况。当各方意见无法统一时,由财政大臣进行裁决。在美国,联邦储备委员会的公开市场业务操作人员几乎每一天都要与财政部工作人员进行业务沟通,以保证公开市场业务的有效性。目前,中国财政-货币政策配合明显缺少类似协调机制,在每年中央经济工作会议确定下一年政策基调后,实际上两大政策部门就基本进入“各自为战”的状况。这会使宏观调控政策效果打折扣。据此,本文建议建立人民银行、财政部门、国家税务总局、国家发展和改革委员会之间的定期信息交流与沟通机制、政策协商机制和紧急磋商机制,建立分析研判宏观经济、金融形势的共同工作框架。同时界定好各机构的协调职责、币值稳定职责、调结构与资源配置功能、宏观调控职能,寻求各部门在“稳定币值、促进经济长期增长”的共同目标下充分合作。另一方面,在职能部门之间形成财政部、中央银行主要负责人的交叉任职、干部交流会,有助于在监管工作中形成更多的自然协调。

其次,探索建立包括但不限于财政政策、货币政策的宏观审慎政策协调框架。财政-货币政策之间既要形成上述外在的显性协调机制,又要拥有各自独立的决策。建议在独立决策时设立交叉重叠的多目标机制,内生财政-货币政策的协调配合,改进社会福利水平(福利成本低于纯粹独立决策、目标不交叉时的福利成本)。另一方面,国际经验表明,金融稳定最终往往都会涉及财政承诺,一些宏观审慎政策工具也具有准财政特征。对此,政策主体目标函数的一致性要求、形成财政-货币政策目标的有效配合,离不开“大宏观审慎”政策的构建。对此,纳入债务管理、资本充足率要求、逆周期资本缓冲、信贷增速上限等等,可以成为财政-货币政策协调的重要补充。

最后,重视从政策目标、政策规则以及政策执行窗口期等方面进行协调配合。具体就政策规则而言,在形成财政-货币政策主体目标有效配合的背景下,根据当期的宏观经济形势形成 Leeper (1991) 固定术语的财政-货币政策协调配合必不可少(也就是财政-货币政策调控规则的组合)。2015年以来,在高政府债务杠杆率、高通货膨胀的背景下,中国采取主动性货币政策/被动性财政政策组合(即 AMPF,利率对通胀充分反应、税收对政府债务也充分反应)是长期经济可持续、高质量发展的保障;进一步地,在宏观减税、控制政府债务的背景下,可以将财政-货币政策的规则组合由“主动货币政策/被动财政政策”修正为由“主动货币政策/以收定支、债务行为有规则且有限额”的政策组合。

参考文献

- 陈国进、杨翱、赵向琴(2018):《不同资本账户开放程度下的中国财政货币政策效果分析》,《数量经济技术经济研究》,第3期。
- 陈小亮、马啸(2016):《“债务-通缩”风险与货币政策财政政策协调》,《经济研究》,第8期。
- 邓子基(2006):《财政政策与货币政策的配合同社会经济发展的关系》,《当代财经》,第1期。
- 范炜、姜依兴(2005):《我国财政货币政策协同绩效研究》,《财政研究》,第2期。
- 方红生(2007):《一个中国式的货币政策与财政政策博弈分析》,《经济论坛》,第14期。
- 封北麟、孙家希(2016):《结构性货币政策的中外比较研究》,《财政研究》,第2期。
- 洪昊、朱培金(2017):《财政和货币政策协调机制与宏观经济稳定》,《商业经济与管理》,第3期。

- 胡庆康、徐云程(1998):《中国的财政政策与货币政策协调》,《世界经济文汇》,第6期。
- 贾俊雪、郭庆旺(2012):《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》,《世界经济》,第11期。
- 贾俊雪、秦聪、张静(2014):《财政政策、货币政策与资产价格稳定》,《世界经济》,第12期。
- 贾康、孟艳(2008):《关于财政政策与货币政策协调配合的简要认识》,《财政研究》,第6期。
- 江飞涛、李晓萍、贺俊(2016):《财政、金融与产业政策的协调配合研究》,《学习与探索》,第8期。
- 金素(2013):《应对国际金融危机的政策搭配效应研究》,《经济问题》,第3期。
- 类承曜、谢颀(2007):《我国财政货币政策为什么要协调配合》,《经济科学》,第2期。
- 李锋、刘澄(2009):《同一货币区财政政策协调博弈模型分析》,《学习与探索》,第6期。
- 李建强、张淑翠、秦海林(2018):《货币政策、宏观审慎与财政政策协调配合》,《财政研究》,第12期。
- 李晓慧、杨晓波(1999):《论货币政策与财政政策的联动协调机制》,《经济科学》,第3期。
- 李艳军、华民(2018):《中国财政-货币政策模型与宏观调控效果-基于央地关系视角》,《财经智库》,第5期。
- 刘宁宁(2006):《欧洲经济联盟货币政策和财政政策协调理论综述》,《比较论坛》,第2期。
- 刘青、刘美清(1998):《论财政政策与货币政策协调配合》,《财经问题研究》,第1期。
- 鲁茉莉(2007):《欧元区改善外部政策协调的必要性和前景》,《国际观察》,第5期。
- 马勇(2016):《中国的货币财政政策组合范式及其稳定效应研究》,《经济学(季刊)》,第1期。
- 孟艳(2010):《欧元区国家财政政策与货币政策协调研究》,《财政研究》,第11期。
- 牟俊霖、王阳(2017):《财政政策、货币政策对中国就业的影响路径研究》,《财政研究》,第8期。
- 施正文(2018):《财政政策与货币政策如何配合?》,《新京报》,7月18日。
- 汪川(2017):《进一步加强货币政策调控的协调性研究》,《经济纵横》,第10期。
- 王经绫、周小付(2014):《论债务政策的政策定位》,《中南财经政法大学学报》,第2期。
- 王文甫(2007):《财政政策与货币政策对经济增长的影响及其相互协调》,《统计观察》,第6期。
- 王旭祥(2011):《货币政策与财政政策协调配合:理论与中国经验》,上海格致出版社。
- 王一林(1998):《财政政策与货币政策协调配合的制度思考》,《税务与经济》,第5期。
- 徐忠(2018):《系统性再论财政与金融的关系》,《经济研究》,第7期。
- 阎坤、鄢晓发、李琳(2007):《转轨和开发经济条件下促进经济结构调整的财政货币政策协调研究》,《财政研究》,第1期。
- 晏露蓉、姜杰、黄素英、陆正来(2008):《关于财政政策影响货币运行的实证研究》,《金融研究》,第6期。
- 杨慧芳(1998):《从桥本辞职看财政政策与货币政策协调配合的必要性》,《统计与预测》,第6期。
- 杨源源、于津平、尹雷(2019):《中国财政货币政策协调配合范式选择》,《财贸经济》,第1期。
- 杨子强(2010):《加强财政政策与货币政策的协调配合》,《中国金融》,第6期。
- 余斌、张俊伟(2014):《新时期我国财政、货币政策面临的挑战与对策》,《管理世界》,第6期。
- 袁东、王晓悦(2000):《论公债与财政政策-货币政策的关系》,《改革》,第4期。
- 张端民(2007):《发展中国家财政政策货币政策的国际协调》,《求索》,第3期。
- 张鹤、姚远(2012):《开放经济条件下财政政策与货币政策的协调配合》,《工业技术经济》,第2期。
- 张建平、周富祥、田江海(2005):《财政政策与货币政策协调配合的思路与对策》,《财政金融》,第1期。
- 张晔(1999):《论我国财政-货币政策的协调配合》,《财经科学》,第4期。
- 赵英、倪月菊(2012):《财政、货币、产业三大政策并用的宏观调控》,《经济管理》,第8期。
- 周波、王英家(2017):《中国财政货币政策调控:历史述评与取向展望》,《财经智库》,第2期。
- 周任(2011):《我国财政货币政策的作用空间及组合效用研究》,《宏观经济研究》,第3期。
- 朱军、李建强、张淑翠(2019):《一种策略博弈式 DSGE 模型的设计及其应用》,《数量经济技术经济研究》,第9期。
- 庄芳、庄佳强、朱迎(2014):《我国财政政策和货币政策协调配合的定量效应》,《金融研究》,第12期。
- Bartolomeo, D. and D. Gioacchino (2008): "Fiscal-monetary Policy Coordination and Debt Management: A Two-stage Analysis", *Empirica*, 4, 433-448.
- Bianchi, F. (2012): "Evolving Monetary/Fiscal Policy Mix in the United States", *American Economic Review*, 2, 167-172.
- Blinder, A. (1982): "Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy", NBER Working Paper, No. 982.
- Bodenstein, M., L. Guerrieri and J. LaBriola (2018): "Macroeconomic Policy Games", *Journal of Monetary Economics*, 7, 17-26.
- Bonam, D. and J. Lukkezen (2014): "Fiscal and Monetary Policy Coordination, Macroeconomic Stability, and Sovereign Risk", SSRN Electronic Journal.
- Bossone, B. (2015): "Should Central Banks always Remain Independent?", <https://www.weforum.org/agenda/2015/08/should-central-banks-remain-independent/>.

- Buiter, W.(2010): "Games of Chicken Between the Monetary and Fiscal Authority: Who Will Control the Deep Pockets of the Central Bank?", *Global Economics View*, 21, 1-28.
- Chung, H., T. Davig and M. Leeper(2007): "Monetary and Fiscal Policy Switching", *Journal of Money, Credit and Banking*, 4, 809-842.
- Davig, T. and M. Leeper(2005): "Fluctuating Macro Policies and the Fiscal Theory", NBER Working Paper, No. 11212.
- Demid, E.(2018): "Fiscal and Monetary Policy: Coordination or Conflict?", *International Economic Journal*, 4, 541-571.
- Dixit, A. and L. Lambertini(2001): "Monetary-Fiscal Policy Interactions and Commitment versus Discretion in a Monetary Union", *European Economic Reviews*, 4, 977-987.
- Dixit, A. and L. Lambertini(2003): "Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies", *American Economic Reviews*, 5, 1522-1542.
- Eggertsson, B. and M. Woodford(2004): "Policy Options In a Liquidity Trap", *American Economic Review*, 2, 76-79.
- Flotho, S.(2018): "Interaction of Fiscal and Monetary Policy in a Monetary Union under the Zero Lower Bound Constraint", *Annals of Operations Research*, 1-2, 159-196.
- Hagen, V. and S. Mundschenk (2003): "Fiscal and Monetary Policy Coordination in EMU", *International Journal of Finance & Economics*, 8, 279-295.
- Hallett, H. and L. Piscitelli(1999): "EMU in Reality: The Effect of a Common Monetary Policy on Economies with Different Transmission Mechanisms", *Empirica*, 4, 337-358.
- Hansen, H.(1953): *A Guide to Keynes*, New York: McGraw Hill.
- Herzog, B.(2006): "Coordination of Fiscal and Monetary Policy in CIS-countries: A Theory of Optimum Fiscal Area?", *Research in International Business & Finance*, 2, 256-274.
- Hicks, R.(1937): "Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation", *Econometrica*, 5, 147-159.
- Kirsanova, T., C. Leith and S. Wren-Lewis(2009): "Monetary and Fiscal Policy Interaction: The Current Consensus Assignment in the Light of Recent Developments", *Economic Journal*, 541, F482-F496.
- Laurens, J. and E. Piedra(1998): "Coordination of Monetary and Fiscal Policies", IMF Working Paper, 1-32.
- Leeper, E., C. Leith and D. Liu(2019): "Optimal Time - Consistent Monetary, Fiscal and Debt Maturity Policy", NBER Working Paper, No. 25658.
- Leeper, M.(1991): "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies", *Journal of Monetary Economics*, 1, 129-147.
- Leeper, M.(1993): "The Policy Tango: Toward a Holistic View of Monetary and Fiscal Effects", *Economic Review of Federal Reserve Bank of Atlanta*, 7, 1-27.
- Leeper, M.(2018): "Sweden's Fiscal Framework and Monetary Policy", NBER Working Paper, No. 24743.
- Leeper, M. and T. Walker(2013): *Perceptions and Misperceptions of Fiscal Inflation*, University of Chicago Press.
- Leeper, M. and T. Yun(2006): "Monetary-fiscal Policy Interactions and the Price Level: Background and Beyond", *International Tax and Public Finance*, 4, 373-409.
- Leeper, M. and X. Zhou(2013): "Inflation's Role in Optimal Monetary-Fiscal Policy", NBER Working Paper, No. 19686.
- Nash, J.(1950): "Equilibrium Points in N-Person Games", *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 1, 48-49.
- Nordhaus, D.(1994): "Marching to Different Drummers: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal Policies", Cowles Foundation Discussion Paper, No. 1067.
- Petit, L.(1989): "Fiscal and Monetary Policy Co-Ordination: A Differential Game Approach", *Journal of Applied Econometrics*, 4, 161-179.
- Schmitt-Grohe, S. and M. Uribe(2006): "Optimal Fiscal and Monetary Policy in a Medium-Scale Macroeconomic Model: Comment", NBER Working Paper, No. 11417.
- Tarawalie, B., M. Sissoho, M. Conte and R. Ahoritor(2013): "Fiscal and Monetary Policy Coordination in the WMAZ", WAMI Occasional Paper Series, 1-4.
- Woodford, M.(1995): "Price-Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, 1-46.

(责任编辑:罗 滢)

mechanism should be constructed.

Key Words: Treasury Deposits; Monetary Policy; Central Bank

JEL Classification: E58; E62; E63

Coordination of Fiscal and Monetary Policies: A Survey and Research Prospect

ZHU Jun LI Jianqiang ZHANG Shucui

(School of Public Finance and Taxation, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing, 210023, China;

Financial Research Institute of the People's Bank of China, Beijing, 100800; China;

China Institute of Electrical and Information Industry, Beijing, 100048, China)

Abstract: Based on the theoretical thinking and policy reflection on the coordination of fiscal and monetary policies in recent years, and the evolution of the research methods adopted, this paper summarizes the research context of coordination of fiscal and monetary policies from the total adjustment framework of IS-LM model, the game perspective of policy subjects, and the DSGE framework of rule coordination. Subsequently, it looks forward to many aspects of future research on fiscal-monetary policy coordination and coordination. Finally, combined with the practical problems in China's policy practice, this paper provides the policy orientation of future coordination of China's fiscal and monetary policies.

Key Words: Fiscal Policy; Monetary Policy; Coordination and Cooperation

JEL Classification: E61; H11; O23

Libra: A Comparison with China's Digital Currency Electronic Payment

YANG Xiaochen ZHANG Ming

(International Institute of Finance, University of Science and Technology of China, Hefei, 230026, China;

Institute of World Economy and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100732, China)

Abstract: This article explains the operating principle of Libra from a conceptual and technical perspective, analyzes its potential impact on global economy and compares it horizontally with the upcoming Chinese Central Bank digital currency. Libra has adopted the method of industrial cooperation and international coordination in the choice of technology route and operation mode. It is an outstanding and sincere product among current non-sovereign digital currencies. But there is still logic conflict between Libra's vision and architectural design. Current design is difficult to achieve its claimed goal to benefit all. There is essential distinction between the model of Chinese Central Bank digital currency and the existence of Libra. Libra may become a strong means for helping central bank achieving the goal of monetary policy through unified management of MO. There is no doubt that Libra and Chinese Central Bank digital currency, no matter they will succeed or not, will become important driving force for development of global standard digital currency, which shall open a new era for us.

Key Words: Libra; Central Bank Digital Currency; Financial Regulation

JEL Classification: E32; E52; F32

Digital Money: A Perspective from the Evolution of Money

FENG Jing

(School of Economics and Business, North China Electric Power University, Beijing, 102206, China)

Abstract: The evolution of money mainly consists of the development of monetary standard and formation of money. The tendency is a more stable money and a stricter system. Digital money, including electronic money and virtual money,