

徐奇渊
xuqiy@163.com

财政和货币：积极和稳健，哪个更积极？¹

2016年3月5日，李克强总理做《政府工作报告》，对新一年的工作重点进行了阐述。《报告》再次提及“在适度扩大总需求的同时，突出抓好供给侧结构性改革，既做减法，又做加法”。在上一篇专栏《扩大内需：靠财政还是货币？》里，学术民工介绍了1980年代广场协议之后，来自德国和日本的经验教训。这次我们一起回来，审视一下《政府工作报告》对财政、货币政策的表述和展望。

财政政策谨慎发力

2016年政府拟安排财政赤字2.18万亿元，赤字率提高到3%。这一债务率较去年提高了0.6个百分点，创下了新高。但是从我国的政府债务余额相对规模，以及3%这个数字本身来看，该赤字率水平实际上还较为保守。

与3%的赤字率相对应，2016年财政赤字比上年增加5600亿元。这些新增财政赤字主要用于减税降费。具体包括营改增、停征和归并一批政府性基金、将行政事业性收费的免征范围扩大到所有企业和个人。这三项举措，将减轻企业和个人负担5000多亿元，占新增赤字的89%。而另一方面，中央政府预算投资支出的增幅则相当有限：2016年，中央预算内投资增加到5000亿，比

¹ 本文已于2016年3月9日发表于《澎湃》

2015年仅增加224亿。

减税措施，一方面减少了政府的干预，与此同时也有助于增强企业的活力。这和2014年中央经济工作会议对“新常态”特征的判断（第9点）是一致的：“政府既要全面化解产能过剩，也要通过发挥市场机制作用探索未来产业发展方向”。减税，而不是直接设定和扶持特定的行业领域，就是要减少摩擦力，让市场能够以更低成本、更加主动的方式进行探索。

但是从短期经济下行压力较大的背景下来看（当然，对目前经济形势还有不同的判断），也有观点认为：同样的财政赤字规模，政府支出、尤其是政府投资对稳增长的效果更为明显，而减税的效果则可能较为有限。

王国静和田国强（2014）估计得到的长期政府投资乘数为6.1130，也就是1个单位的财政投资，总体上可以得到超过6个单位的新增产出。作为一个不完全意义上的参考，徐润、陈斌开（2015）对个人所得税改革的估算显示：如果个税下降1元，工薪阶层的居民消费将上升1.38元（对于个体户的消费行为而言，这个系数则更小、不显著）。不仅如此，在经济面临下行压力、甚至局部行业面临产能过剩的情况下（比如房地产、建筑业），减税固然可以缓解企业亏损、缓解企业的偿债压力，但是未必能够带来企业投资的增加。

因此，如果短期经济下行压力较大的判断成立，那么除了减税作为引导之外，也有必要对政府投资支出的扩张制定可行的计划。而从当前的财政赤字安排来看，这方面需要有更为充分的准备。

货币政策相机抉择

在2016年，“稳健的货币政策”这一基调没有改变，但是其具体表述从“松紧适度”转向了“灵活适度”。《报告》还同时提出，2016年广义货币M2预期增长13%左右，社会融资规模余额增长13%左右。有的分析认为，2016年GDP增速目标较上年有所下调，同时广义货币M2增速目标又上调了1个百分点，这意味着货币政策有可能要显著的宽松、甚至大放水。

一般而言，《报告》中的M2的增速目标可以分解为三个部分：（1）预期GDP增速，（2）预期通胀率，（3）货币流通速度放慢的考虑（或者是货币化的因素，也就是更多的交易行为开始需要货币）。历年的《政府工作报告》都会给出GDP增速、通胀率的目标，因此用M2增速目标可以估算出第（3）

项。在2013年至2015年这3年，《报告》中隐含的第（3）项一直保持在2%的水平不变。

而在2016年，GDP增速目标为6.5%至7，通胀率目标为3%。根据M2预期增速目标倒推，则M2增速目标为第（3）项预留了3%到3.5%的货币增速空间，不但较往年数值出现了变化，而且也是近年来的最高值。这表明《报告》中隐含的货币流通速度放慢（或者货币化因素）这一项有显著上升。

一般而言，货币化进程是一个相对稳定的因素。货币流通速度的变化则可能表现为较强的顺周期性：经济景气扩张的时候，货币流通速度加快；而经济处于下行压力的时候，货币流通速度就会显著放慢，比如企业对扩大投资更为谨慎、银行更加惜贷。也就是说，在经济周期处于下行压力较大的阶段，货币流通速度放缓可能就会吃掉一部分广义货币增速。

在此背景下我们可以看到，虽然GDP增速目标下调的同时，M2增速上调了1个百分点，但这是在当前宏观经济周期背景下，基于货币流通速度放缓的一个设定。M2增速的上升，在很大程度上是为了适应货币流通速度的放慢。因此，《报告》中的货币政策表述并不意味着要搞量宽和放水。与此同时，《报告》中还指出，要“保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”，这实际上也对货币政策的宽松程度施加了一个外部约束。

最后，对于货币政策，我们更要关注“灵活适度”的表述。当前我们的货币政策面临复杂的内外环境，国际上有负利率、也有正在酝酿加息的国家，国内有银行不良率的提高以及相应的惜贷行为，房地产市场也有地区性的泡沫化风险，财政政策的赤字率提高、更多政府债务的发行也可能在一定程度上抬高市场收益率、从而出现财政政策的挤出效应。

对于货币政策的决策者来说，上述因素的复杂程度只能用“一言难尽”来进行概括，而且也只能用“灵活”的政策来加以应对。因此，“灵活”的表述不是说要放水，而是为政策的相机抉择预留空间。

主要参考文献：

王国静、田国强，《政府支出乘数》，《经济研究》，2014年第9期。

徐润、陈斌开，《个人所得税改革可以刺激居民消费吗？——来自2011年所得税改革的证据》，《金融研究》，2015年第11期。

免责声明：

本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论。版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究中心、国际经济与战略研究中心所有，未经本中心许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，我们保留法律追责权利。

联系邮箱：haobo.jin@hotmail.com