

从国际经验借鉴有效应对危机的 宏观政策理念

◎ 张晓慧

摘要：危机时期，为了维持企业生存和人口就业，确保社会稳定、经济在疫情结束以后实现强有力复苏，政府应当为企业和居民提供必要帮助，使其保持充裕的流动性与健康的资产负债表。随着货币政策的效力逐渐下滑，财政政策应当发挥主导性作用，但货币政策仍然具有现实必要性。从更好地发挥财政政策的作用、疏通货币政策传导机制的角度看，“现代货币理论”或许为解决现实问题提供了一个别样的视角。但任何一种理论都有其作用的边界。

关键词：危机应对 宏观经济政策设计

一、危机时期，维持市场主体的良性运转是政策选择的首要原则

复盘历史事件是非常重要的，有利于我们看清今天脚下的路到底应该怎么走。丘吉尔曾经说过，“不要浪费一场好危机”，所以对20世纪30年代大萧条这样的历史事件的回顾，对我们今天思考如何应对新冠疫情是非常重要的。

作者系清华大学五道口金融学院院长。

在美国，针对20世纪30年代大危机的研究已经形成了一个庞大的经济学科，甚至有人把它称作是经济学研究体系当中的“圣杯”。恐怕也正是因为对危机有非常持续深入的研究，所以美联储和美国财政部针对当前疫情所采取的对策才会那么迅速、全面和有现实针对性。

复盘历史上的种种危机，足以让我们认识到危机时期的经济政策确实需要超常应对。其中重要的是保持市场流动性与维护企业、机构资产负债表的健康，特别是给予中小企业以足够的支持。

只有中小企业和普通老百姓都能保持充裕的流动性与健康的资产负债表，社会稳定、经济复苏才有可能。任何一个处在大危机时期的政府和货币当局，都不应该拘泥于常规经济政策的规则，危机时期的政策原则是“出手要快，出拳要重”。

2020年4月9日国际货币基金组织（IMF）和世界银行召开远程春季会议时，IMF新任总裁格奥尔基耶娃女士在开幕发言上曾经表示，受新冠肺炎疫情的影响，2020年全球经济将急剧地跌入负增长，而且预计全球会出现20世纪30年代大萧条以来最糟糕的经济后果。鉴于此，在疫情蔓延期间，宏观经济政策的指向恐怕不是刺激经济，此时政策最优先解决的问题应该是用尽所有、竭尽所能为企业和老百姓提供救援和稳定，维持企业生存和人口就业，确保经济在疫情结束以后能够实现强有力复苏。

也正因为当前维持生存才是第一要务，所以明知道对经济会有多么致命的打击，中央仍然在疫情发展第一阶段果断作出“封城”断航的决策。当下国内疫情确实得到了控制，但还有很多疫情因素仍在继续深刻地影响着经济活动，尤其是境外的疫情还在发展中，这使得来自欧美的需求大幅下降，很多企业特别是外贸出口领域的中小企业因为没有订单而难以复工复产。

在这个关口上，政策亟须为中小微企业提供支持。自疫情爆发以来，从中央到地方，从财政到金融，都出台了一大批支持中小微企业的政策措施，但效果却并不尽如人意。以金融支持为例，2020年以来央行三次降准（一次普调，两次定向），总计释放资金高达1.75万亿元，还分三次提供了1.8万亿元左右的再贷款再贴现额度，其中最近提供的1万亿元再贷款再贴现主要投

向为中小微企业提供资金支持的中小商业银行。而商业银行也对中小微企业的贷款提供了展期、暂停还本付息、担保等支持，但目前看来还是有不少企业因为现金流断裂，面临倒闭。

如何切实支持中小企业，让它们得到真正的实惠而不是额外的债务负担，这恐怕不仅仅是简单地提供资金所能实现的。正如很多有识之士提出的那样，当务之急是破除针对中小微企业的高门槛、玻璃门等体制机制障碍，为它们提供信息、技术、信用、管理、人才方面的支持，从而帮助它们寻找能够形成权益的投资而非增加额外债务负担的资金支持。要实现这一目标，只能依靠体制机制的改革，所以当前最重要的任务是继续坚定地推动改革。

二、面对疫情，财政政策应当发挥主导性作用

从宏观政策角度来说，面对疫情，财政政策与货币政策不仅要“双剑合璧”，必要时可能也需要“剑走偏锋”。

有观点提出了一个非常重要的问题，如果按照常规套路来应对疫情，政策存在许多的掣肘。比如，财政没有无限的资金能力，中央银行需要保持一定的独立性，金融机构更需要维持自身资产负债表的健康，等等。所以，IMF的经济学家才会提议成立特殊目的机构，让财政和央行共担风险，但这个提议肯定需要假以时日才能付诸实施。

财政政策之所以应该发挥主导性作用，主要因为货币政策的效力多年来已呈逐渐下滑之势，各国当局竞相放水大量投放的货币最终并没有全部服务实体经济，很多是在为货币运行自身服务。这使得金融跟经济的关系越来越疏远，货币金融政策越来越多地只作用于为实体经济运行创造合适的宏观环境。

这样说并非否认货币政策有助于为实体经济创造良好运行的宏观环境的重要性。事实上，在这次的疫情应对中，美联储以创造便利实体经济进行结构性调整的环境作为货币政策第一要务的政策导向及其背后的宏观调控哲学更值得我们深思和借鉴。

在全球放水、国内流动性继续保持合理充裕的环境下，我国货币信贷供应仍有必要继续保持增长态势。但货币政策的重心可能应该根据市场的变化主要放在结构和价格两个方面。具体而言，就是要继续以多种政策工具支持受疫情冲击大的领域和薄弱环节，通过降低政策工具利率来推动信贷利率下行，使得货币政策更有针对性，更加适度 and 更为有效。

在要求财政政策发挥主导性作用时可能还需要考虑，当货币政策边际效应不断递减的时候，财政政策出马会不会对货币政策的传导机理和传导效率产生影响？财政政策应该或者能够取代货币政策吗？财政政策和货币政策应该如何协调配合才更有助于提升货币政策的传导效率？

三、别样视角，现代货币理论提供的解决思路

我们近期做的理论研究和实证分析表明，货币政策的变化不仅会影响需求，还会通过阻碍僵尸企业出清等方式影响经济的供给结构。尤其是在利率下行的过程中，货币条件的变化对供给的影响甚至可能会超过对需求的影响，从而可能出现“越刺激、越通缩”等反主流的现象。

正是因为货币政策传导机制中出现了上述新情况、新现象，才使得现代货币理论（Modern Money Theory, MMT）在最近几年受到了国际社会的广泛关注。MMT从货币创造理论入手，通过金字塔货币体系，剖析了危机为什么会发生，财政政策为什么可以发挥以及如何发挥更大的作用，从而为人们在寻找解决现实问题的思路时提供了一个别样的视角。

或许，我们可以将现代货币理论看成是广义信用货币理论的一个组成部分。目前主流的信用货币理论主要关注银行体系的信用创造，而现代货币理论则强调，正如银行体系不需要存款即可发放贷款（也就是平常所说的“贷款创造存款”）一样，政府实际上也不需要靠税收取得资金，而是可以通过货币创造来进行财政支出，也就是“支出创造收入”。如果这一说法成立，那么政府将会获得更强大的财政支出能力和更广阔的扩张空间。换言之，如果单纯从更好地发挥财政政策的作用、疏通货币政策传导机制的角度来看，现代

货币理论或许有它的合理之处。

问题在于，现代货币理论的提出与非常规货币政策的常态化紧密相关，主要发达经济体在货币政策大幅收窄后希望依靠财政来“驱动”货币，但从本质上看仍是需求刺激。现代财政政策的理论基础并不来自现代货币理论，但现代货币理论试图通过财政赤字货币化的方式为财政政策的进一步扩张打开空间。只是这种空间是有限的，且可能引发道德风险。换言之，不仅过度扩张的银行信贷有风险，过快增长的财政扩张同样也有风险。过度依赖政府投资、挤压市场活力和降低经济效率，也会在推高债务后形成金融风险。因此，二者都存在一个“度”的问题。

一些现代货币理论的拥护者认为，只要没有产生通胀，财政赤字货币化可以不受任何限制，这其实是一种误解，现代货币理论的主张并不是这么极端。《现代货币理论》的作者明确指出，政府没有支付能力的约束并不意味着政府可以没有节制地支出。他列出了应限制政府支出的五个合理理由，包括过度支出会导致通货膨胀、增加对汇率的压力、损害私营部门利益，还可能导致不当激励，并指出财政预算是管理和评估政府项目的一种手段。所以，我们在考虑扩大财政支出时，应当注意其约束条件和前提条件，关键是如何提高资金的使用效率。只有高度重视经济供给侧结构性改革，着力推动经济结构调整，出清僵尸企业，激发经济内生增长动力和活力，才能确保需求侧和供给侧政策相互配合，共同推动经济稳定可持续发展。

四、政策设计，出拳要快、力度要大、退出要及时

从疫情的发展和应对来看，我们对全球宽松政策长期不能退出的可能性要有充分的心理准备。这意味着我们在设计非常规政策应对的初期，就必须尽可能地考虑退出机制。

应对新冠疫情这类惨烈的公共卫生危机，不可能也不应该允许政策去不断试错。在目前状况下，一连串的试错会导致经济和社会雪上加霜，因为中国在这方面是有前车之鉴的。

2008年国际金融危机爆发时，中国本身并没有遭受巨大的冲击，为了预防危机延伸到国内和实现中国经济在全球的率先复苏，中国政府果断推出了四万亿元的一揽子经济刺激措施。

但由于对次贷危机对中国经济的冲击估计过高，宏观政策应对的力度也有些过大，更因为事先未能设计好退出机制，且将结构性改革搁置一旁，结果导致大量资金通过国企进入房地产领域，不仅引发了国内产业结构的恶化，导致某种程度的“国进民退”，同时还把中国的房价推到了历史的最高峰，这些问题直到现在都还没有消化掉。

今天令我们头痛的过剩产能、地方政府债务、房地产泡沫等问题，其实都是那次刺激政策的后遗症。中国人民银行前行长周小川在总结应对国际金融危机经验的时候总是强调，应对危机出拳要快、力度要大，更重要的是退出也要及时。这可能也是我们在应对新冠疫情、实施宏观经济政策时必须谨记的教训。