



彭文生：财政“复辟”改变资产定价



疫情暴发之后，以美国为首的西方主要经济体财政大幅扩张，货币与财政协同明显加强。欧盟在疫情期间放弃了原先的财政规则，可能再也难以回到之前的“条条框框”。财政政策的重要性明显提升，似有“复辟”之势。实际上，伴随逆全球化、地缘政治、绿色转型的是去金融化，而财政重要性提升只是去金融化的一个体现。那么，西方主流财政思维是如何演变的？财政扩张对经济与资产价格的影响跟货币扩张有何不同？

100 多年来，宏观政策理论演变经历了四个阶段，新冠疫情促进了新财政理念的兴起。1930 年代之前古典经济学认为供给可以自动创造需求，所以市场能够连续自我出清，无论是财政政策还是货币政策对实体经济的作用都有限。1930 年代-1980 年的凯恩斯主义认为政府应该加强宏观需求管理，采取积极的财政政策增加投资、刺激经济，弥补有效需求不足。1980-2008 年的新古典宏观经济学和新凯恩斯主义都不重视财政政策，而重视货币政策。前者认为政府应该少干预市场，市场能够自我出清，强调市场配置资源的有效性，后者认为市场短期无法自我出清，政府干预可以对经济产生实质的作用，帮助经济平稳发展。这一阶段自由化加速发展，政府干预减少，财政政策的作用减小，货币政策的作用增加。2008 年后的新财政理念认为财政政策的空间没有固定的上限，应该放弃财政政策的固定规则约束。“新财政理念”在新冠疫情暴发后进一步被重视，认为财政政策可以在经济发展中起到更大的作用，财政政策与货币政策的协同加强。

从 2000 到 2021 年，拥有财政例外条款的国家数量翻了一倍，赋予

了这些国家财政政策更大的灵活性，政府债务明显上升，这也意味着未来某种模式的“金融抑制”可能重现。2020年，面对新冠疫情的冲击，近八成国家通过激活例外条款、暂时终止财政规则、修改财政目标、修改财政规则框架，给予财政政策更大的灵活度，扩大财政支出来应对疫情冲击。财政政策灵活性增强的结果是政府债务与GDP之比上升。从长期视角来看，由于人口老龄化带来的医疗与养老支出增加，大部分国家的财政支出与GDP之比将继续增加。增加的财政支出将更多地依赖政府债务，而非税收。因此，政府债务易上难下。在通胀居高不下，利率上升的情况下，主要发达经济体的政府债务压力上升。根据我们最近的估算，在比较悲观的情景下，美国政府债务还本付息压力未来几年可能是美国政府预测的两倍。为了降低债务负担，一个选择是加强金融监管，要求金融机构持有更多的安全资产，即“金融抑制”。

与货币政策相比，财政政策对经济的影响有比较大的差别。财政扩张投放外生货币，容易推升通胀，而货币扩张投放内生货币，容易推升资产价格。财政扩张增加公共部门的负债，使得私人部门的资产负债表情况得到改善。货币扩张增加私人部门的负债，使得私人部门的资产负债表情况

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43329

