宏观政策"三策合一"理论的政策 协调思想及其对中国的启示: 基于三种理论的对比*

陈小亮 吴 韬

内容提要 2008年全球金融危机之后,主要经济体的货币政策和财政政策空间大幅缩小。在此情形下,各界关于如何加强政策协调配合进行了一些有益探索,不仅改变了传统宏观政策理论对于政策协调配合的理解,而且形成或发展了现代货币理论和宏观政策 "三策合一"理论。本文对这三种理论关于政策协调的主要思想与基本观点进行了系统梳理和对比。三种理论在主要目标、主要工具、核心机理以及可行性上均存在明显差异。总体来说,传统宏观政策理论和现代货币理论注重加强货币政策、财政政策和宏观审慎政策等稳定政策之间的协调配合,以实现经济稳定和金融稳定等短期稳定目标。与之不同,宏观政策 "三策合一"理论不仅注重加强稳定政策之间的协调配合,还强调加强稳定政策与增长政策、结构政策之间的协调配合,以实现短期经济稳定、长期经济增长和经济结构优化三大目标。当前中国经济除了面临有效需求不足问题外,还存在增长动力不足和经济结构失衡等深层次问题。宏观政策 "三策合一"理论对解决中国经济现实问题的适用性更强,可以为未来我国增强宏观政策取向一致性提供有益的参考。

^{*} 本文是国家自然科学基金专项项目"中国特色宏观调控理论研究:规律总结、理论构建与实践应用"(批准号:72141306)、国家自然科学基金专项项目"人口老龄化进程中的经济动态平衡与最优调控政策框架设计"(批准号:72342033)、国家自然科学基金面上项目"人口老龄化对中国宏观政策有效性的影响:实证研究与模型仿真"(批准号:72073141)、教育部哲学社会科学研究重大专项项目"中国宏观经济学的自主知识体系构建研究"(批准号:2023JZDZ025)的阶段性成果。

关键词 政策协调;现代货币理论;宏观政策"三策合一"理论;财政赤字货币化;宏观政策取向一致性

作 者 陈小亮,中国社会科学院经济研究所编审,《经济研究》编辑部副主任;吴韬(通讯作者),中国人民大学经济学院博士研究生。

一、引言

以新凯恩斯主义为内核的传统宏观政策理论在过去半个多世纪都是全球范围内的主流宏观政策理论,并且取得了显著成效。然而,2008 年全球金融危机之后,传统宏观政策理论遭遇了较大挑战。美国、日本和欧元区等主要经济体的货币政策和财政政策持续大幅发力以应对危机,导致政策空间快速缩小。2008 年末美国和日本的政策利率仅分别为 0.14%和 0.10%,非常接近零利率下限。欧元区在全球金融危机之后也逐步下调政策利率,并在 2012 年 7 月后将政策利率稳定在 1%水平以下。与此同时,根据国际清算银行(BIS)的数据,2008 年末美国、日本和欧元区的政府债务率分别为66.1%、145.1%和69.6%,随着财政政策大幅发力,2010 年末三个经济体的政府债务率迅速升至 87.1%、170.7%和85.7%。虽然危机已经过去十余年,但是美国、日本和欧元区的政府债务率仍在持续升高,导致财政政策空间仍然不断缩小,货币政策空间也处于相对较低水平。①

在政策空间不断缩小的情形下,各界进行了一些新探索。其中的重要方向是加强 政策协调配合,并逐渐形成了两个新共识。一是加强货币政策和财政政策的协调配合。 全球金融危机以后,由于大部分发达经济体面临政府高债务负担和零利率下限的约束, 各国决策部门愈发意识到加强货币政策和财政政策协调配合的重要性。②二是加强货币

① 美联储、欧洲央行多轮加息之后,货币政策空间有所加大。与之不同,日本的政策利率仍然处于零利率 附近,货币政策空间较为有限。

② 全球金融危机之后,大量学术研究围绕货币政策与财政政策的协调方式以及不同协调方式下的调控效果差异进行了深入研究。相关研究普遍发现,货币政策与财政政策的协调配合有助于改善调控效果,更好地实现经济稳定等目标。F. Bianchi,L. Melosi,"Escaping the Great Recession", American Economic Review, vol. 107, no. 4 (2017), pp. 1 030 - 1 058; F. Bianchi,L. Melosi,"The Dire Effects of the Lack of Monetary and Fiscal Coordination", Journal of Monetary Economics, vol. 104 (2019), pp. 1 - 22; T. Davig, E. M. Leeper,"Monetary-Fiscal Policy Interactions and Fiscal Stimulus", European Economic Review, vol. 55, no. 2 (2011), pp. 211 - 227; E. M. Leeper,N. Traum,T. B. Walker,"Clearing up the Fiscal Multiplier Morass", American Economic Review, vol. 107, no. 8 (2017), pp. 2 409 - 2 454.

政策和宏观审慎政策的协调配合。全球金融危机之后,各界普遍认识到,宏观政策除了要追求经济稳定目标,还要追求金融稳定目标,即"双稳定"目标。只靠货币政策难以同时实现"双稳定"目标,构建"货币政策+宏观审慎政策"的"双支柱"调控框架才能更好地兼顾"双稳定"目标。在"双支柱"调控框架下,货币政策主要盯住经济稳定目标,宏观审慎政策主要盯住金融稳定目标。①

伴随着各界对宏观政策协调的重视程度不断提高,宏观政策协调理论研究也不断丰富。国内外逐渐形成和发展出了两种新理论,为加强宏观政策协调提供了一定的新视角、新解释和新方案。一个是Wray等学者提出的现代货币理论(Modern Monetary Theory,下文简称 MMT)。该理论认为,可以尝试打破中央银行的独立性要求,使用货币政策为财政政策扩大政策空间提供支持,从而加强货币政策与财政政策之间的协调配合。另一个是陈彦斌提出的宏观政策"三策合一"理论。该理论认为,全世界主要经济体要想破解全球金融危机之后面临的困境,只依靠货币政策、财政政策等稳定政策之间的协调配合是不够的,还要加强稳定政策与增长政策、结构政策之间的协调配合。由此,拓展了政策协调的理论框架和政策实践方案。近年来,这两种理论均得到了各界的一定关注,并引发了有关宏观政策协调理论的进一步探讨。

本文将从政策协调的视角对传统宏观政策理论、MMT 和宏观政策"三策合一"理论的核心思想进行系统梳理和对比研究,以探寻这三种理论关于政策协调的异同之处。在此基础上,评估这三种理论所建议的政策协调操作在实践当中的可行性,从政策协调视角为中国的宏观政策操作提供决策参考,以更好地促进经济发展实现最优结构下的短期平稳运行和长期增长。

二、三种理论关于政策协调的主要思想

在全球金融危机之前的较长一段时间,传统宏观政策理论注重保持中央银行独立

① 全球金融危机之后,各界逐渐意识到,宏观审慎政策与货币政策的传导渠道存在交叉和重叠,所以这两类政策的协调配合成为学界新的关注点。相关研究普遍发现,货币政策和宏观审慎政策的协调配合有助于防范系统性金融风险,更好地实现金融稳定目标。如无特殊说明,下文"全球金融危机"均指 2008 年全球金融危机。S. Kim, A. Mehrotra, "Effects of Monetary and Macroprudential Policies—Evidence from Four Inflation Targeting Economies", *Journal of Money*, *Credit and Banking*, vol. 50, no. 5 (2018), pp. 967 – 992; A. Martin, C. Mendicino, A. Van der Ghote, "On the Interaction between Monetary and Macroprudential Policies", *European Central Bank Working Papers* (2021).

性,对于政策协调考虑得不够充分。在全球金融危机后,传统宏观政策理论吸收了政策协调的新共识,认为不仅需要通过量化宽松等方式加强货币政策和财政政策的协调配合,还需要加强货币政策与宏观审慎政策的协调配合。MMT与宏观政策"三策合一"理论均试图弥补传统宏观政策理论关于政策协调的不足之处,以提高宏观政策的整体调控效果。其中,前者呼吁打破中央银行独立性,进一步加强货币政策和财政政策之间的协调配合;后者除了关注货币政策、财政政策和宏观审慎政策等稳定政策之间的协调配合,还更加强调稳定政策与增长政策、结构政策之间的协调配合。

(一) 传统宏观政策理论关于政策协调的主要思想

传统宏观政策理论早在 20 世纪 30 年代就关注到货币政策和财政政策的协调配合问题。从总量层面看,货币政策和财政政策都会对产出和利率产生影响。如果不考虑两者的协调配合,很容易形成政策之间的冲突,导致政策效果不佳。在经典的 IS—LM 框架下,通过划分货币政策和财政政策的取向是不是扩张性,可以区分政策协调的四种范式。① 但是,IS—LM 框架局限于短期静态分析,无法避免 "卢卡斯批判"。20 世纪70 年代后,理性预期革命催生了新凯恩斯主义宏观政策理论,使用跨期动态一般均衡模型研究政策协调问题成为主流。新凯恩斯主义认为,由于货币政策存在动态不一致问题,保持中央银行的独立性并且设计稳定的政策规则更有助于调控经济。② 因此后续研究主要是从政策规则组合视角探讨货币政策和财政政策的协调方案与协调机理。③

全球金融危机之后,由于政府债务率不断攀升和政策利率逼近零利率下限,常规政策协调方案难以为继。为了更好地实现短期稳定目标,传统宏观政策理论在既有政策协调方案的基础上,更加重视两方面的政策协调。一是货币政策和财政政策的协调配合。一方面,货币政策通过量化宽松等方式,不仅可以向市场释放出大量流动性,而且可以在二级市场上购买国债,从而解决财政政策资金来源不足的问题。另一方面,财政政策提供大量长期国债有助于创新货币政策传导机制。在政策利率逼近零利率下限的情形下,货币政策可以通过大规模购买长期国债,压低长期利率。长期利率可以通过收益率曲线传导至短期利率,从而降低微观主体的融资成本。货币政策和财政政

① J. R. Hicks, "Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation", *Econometrica*, vol. 5, no. 2 (1937), pp. 147 – 159.

② F. E. Kydland, E. C. Prescott, "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, vol. 85, no. 3 (1977), pp. 473 – 491.

③ E. M. Leeper, "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies", *Journal of Monetary Economics*, vol. 27, no. 1 (1991), pp. 129-147.

策的协调配合不仅打破了零利率下限约束,为货币政策提供了更大的空间,① 也为财政政策债务融资方式提供了支持。② 二是货币政策和宏观审慎政策的协调配合。在全球金融危机后,货币政策的副作用受到广泛重视,其释放的流动性可能诱发金融风险。这些金融风险可能会顺周期累积,并在危机爆发时快速传染至整个经济系统。鉴于这一经验教训,传统宏观政策理论认为,需要加强货币政策和宏观审慎政策的协调配合,防范金融风险的累积和溢出。

(二) MMT 关于政策协调的主要思想

MMT 成型于 20 世纪 90 年代,Wray、Mitchell、Bell 以及 Forstater 等学者在该理论发展进程中作出了重要贡献。^③ MMT 的核心在于"研究财政部与中央银行是如何协调运作的",即如何加强财政政策与货币政策之间的协调配合,以更好地实现经济稳定目标。^④ 传统宏观政策理论认为,相机抉择的货币政策容易出现"动态不一致"问题,从而引发通货膨胀。因此,需要独立的中央银行来摆脱财政政策对于货币政策的影响。然而,MMT 并不认可这一观点。MMT 认为传统宏观政策理论过度强调中央银行独立性,迫使财政部门只能依靠自身实现预算平衡。在面临赤字累积形成的巨额债务时,财政政策的操作空间很容易受到人为限制,进而难以实现政策目标。为了更好地破解这一局面,需要为货币政策和财政政策设计一套新的协调方案。在 MMT 问世初期,传统宏观政策理论仍然能够卓有成效地指导政策实践,此时 MMT 并未受到学界的过多关注。^⑤ 不过,在全球金融危机之后,传统宏观经济理论的有效性和适用性大幅减弱。在宏观政策空间日益缩小的情形下,各界对于创新宏观政策协调理论的探讨

① B. S. Bernanke, "The New Tools of Monetary Policy", American Economic Review, vol. 110, no. 4 (2020), pp. 943 - 983.

② Congressional Budget Office, "How the Federal Reserve's Quantitative Easing Affects the Federal Budget" (2022).

③ L. R. Wray, Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability, Northampton: Edward Elgar Publishing, 1998; W. F. Mitchell, "The Buffer Stock Employment Model and the NAIRU: The Path to Full Employment", Journal of Economic Issues, vol. 32, no. 2 (1998), pp. 547 – 555; S. Bell, "The Role of the State and the Hierarchy of Money", Cambridge Journal of Economics, vol. 25, no. 2 (2001), pp. 149 – 163; M. Forstater, Tax-Driven Money: Additional Evidence from the History of Economic Thought, Northampton: Edward Elgar Publishing, 2006.

④ MMT是一套建构在主权信用货币体系上的非主流宏观经济理论,"融合了诸多非主流的异端理论",但其主要创新之处在于政策协调思想,因此,本文主要从政策协调思想角度梳理该理论的创新贡献。

⑤ MMT属于非主流经济学流派,其理论范式与政策主张和主流宏观经济理论均具有很大差异。特别是在 20 世纪 90 年代,传统宏观经济理论成功指导全球主要经济体进入"大缓和"时期,这导致该理论在当时难以被社会各界接受。李黎力、罗震宇:《经济学与博客:一个文献综述》,《政治经济学报》 2022 年第 3 期。

不断增加,使得 MMT 逐渐走进了公众视野。①

MMT 关于政策协调的思想主要体现在其三个核心支柱上。第一,税收驱动货币和货币国定论为 MMT 的政策协调思想提供了理论支撑。② 税收驱动货币的观点认为,国家可以要求税收以主权货币支付,由此产生货币需求。货币国定论认为,货币体现了一种债权债务关系。货币发行者可以通过创设债务的方式发行货币,形成货币供给。在货币需求得到满足的前提下,国家总是能够创造货币,这为 MMT 所倡导的使用货币为财政融资提供了理论可能。③ 第二,财政赤字货币化是 MMT 实现政策协调的实践方式。MMT 认为,作为货币发行者的政府不应实施保持财政收支平衡的"稳健财政",而需要着力实现充分就业等功能性目标,即"功能财政"。④ 由此形成的财政赤字并不会成为经济的沉重负担,反而总能够为本国经济带来好处。⑤ 但是,在独立的中央银行制度下,财政部门仍面临融资约束,必须在长期维持预算平衡,而不能无限制地发行国债。为了给财政政策创造空间以实现"功能财政",MMT 提出打破中央银行的独立性要求,增强货币政策和财政政策之间的协调配合,运用货币发行权为国债发行和财政赤字提供支持,即实施"财政赤字货币化"。⑥ 在这一过程中,中央银行的主要作用是将政策利率保持在零水平上,以减轻政府债务的利息负担。② 第三,最终雇主计划是

① Dalio、Rogoff 和 Summers 等人关于 MMT 的争论提升了对该理论的关注度。Dalio 认为降息和量化宽松等传统货币政策难以推动经济增长,实施第三代货币政策不可避免,即根据 MMT 加强货币政策与财政政策的协调。然而,Rogoff 和 Summers 等学者认为 MMT 理论基础较为单薄,并可能导致超级通货膨胀等负面后果。K. Rogoff,"Modern Monetary Nonsense",*Project Syndicate*,vol. 4,no. 3(2019);L. H. Summers,"The Left's Embrace of Modern Monetary Theory Is a Recipe for Disaster",*The Washington Post*,March 4,2019.

② MMT 是关于"现代货币"的一整套理论,而非现代的"货币理论"。"现代货币"的定义可追溯至凯恩斯,其认为现代国家具有征税和指定缴税货币两项权利。后凯恩斯主义经济学者认为,现代国家发行的货币是现代货币,并在此基础上发展出 MMT。

③ 理论上,任何人都可以创造货币,但关键在于如何使这种货币得到接受。MMT 认为,国家能够通过"税收驱动货币"确保货币得到接受。H. P. Minsky,Stabilizing an Unstable Economy,New Haven: Yale University Press, 1986.

④ A. P. Lerner, "Money as a Creature of the State", American Economic Review, vol. 37, no. 2 (1947), pp. 312-317.

⑤ 如果将国民经济划分为政府部门、私营部门和国外部门三个部门,那么包含三部门的会计核算恒等式必然成立,即本国政府部门结余+本国私营部门结余+国外部门结余=0。因此,本国政府部门出现赤字既可以直接为本国私营部门带来盈余,也可以通过增加净进口(即增加国外部门结余)为本国经济带来好处。W. Godley,M. Lavoie, Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth, New York: Palgrave Macmillan, 2007.

⑥ 财政赤字货币化具有狭义和广义两种定义方式。狭义上的财政赤字货币化指的是,中央银行从一级市场上直接购买国债,为财政政策提供融资。广义上的财政赤字货币化指的是,中央银行从二级市场间接购买国债或使用其他方式为国债提供支持,量化宽松属于广义上的财政赤字货币化。在本文中,财政赤字货币化是狭义上的。

⑦ 张晓晶、刘磊:《现代货币理论及其批评——兼论主流与非主流经济学的融合与发展》,《经济学动态》 2019 年第 7 期。

MMT 政策协调的最终目标。最终雇主计划指的是,政府提供资金为任何符合条件并具有工作意愿的公民提供就业机会的计划。MMT 认为,政府借由货币为财政支出融资,可以提供足够的资金启动最终雇主计划,并同时实现充分就业和物价稳定两大目标。①

整体而言, MMT 继承和发展了后凯恩斯主义经济学派, 融合了货币国定论、部门 收支方法等诸多非主流理论主张, 形成了一套独特的研究框架。该理论强调打破中央银行的独立性, 创造货币为政府债务发行提供融资。这可以确保政府债务的可偿还性 并为财政政策创造空间。在此基础上, 通过最终雇主计划实现充分就业等功能性目标。

MMT 最引人关注之处在于明确支持财政赤字货币化,将其作为政策协调的实践方式。传统宏观政策理论认为,财政赤字及其衍生的债务最终都需要通过税收偿还,赤字累积会形成经济的沉重负担,严重影响财政政策的可持续性。而且,政府过度支出可能会产生恶性通货膨胀。与之相反,MMT 认为财政赤字的存在具有合理性,是经济发展的必要条件,具体而言有三点依据。第一,MMT 认为货币需求由政府税收驱动,但征税行为实质上回收了经济系统的流通货币,因此需要通过财政赤字为经济系统提供充裕的流动性。第二,MMT 根据部门收支方法推知,政府财政赤字会直接给本国私营部门带来盈余或通过增加净进口为本国带来好处。这与传统宏观政策理论对财政支出可能具有挤出效应的理解明显不同。第三,MMT 指出,在最终雇主计划的配合下,财政赤字货币化不会引发恶性通胀。一方面,最终雇主计划可以发挥"自动稳定器"效应。在经济过热时,私营部门能够提高工资吸纳最终雇主计划的目标劳动力,降低政府支出和财政赤字。另一方面,最终雇主计划能够实现充分就业,提升经济体整体产出水平,从供给侧减小通货膨胀压力。基于上述观点,MMT 认为财政赤字具有合理性和必要性,应当打破独立的中央银行制度,通过财政赤字货币化为财政支出提供融资支持。

(三) 宏观政策"三策合一"理论关于政策协调的主要思想

宏观政策"三策合一"理论认为,全球金融危机之后主要经济体表现出"结构失衡下的衰退"新现象,与新凯恩斯主义宏观政策理论能够解释的传统衰退存在三点明显区别。一是形成原因不同。传统衰退主要是由价格和工资黏性以及市场竞争不完全下经济遭受短期不利冲击所致的。"结构失衡下的衰退"不仅来源于经济短期负向冲击,还受到长期增长动力衰减和经济结构失衡的影响。二是表现形式不同。传统衰退

① MMT认为,最终雇主计划可以作为就业和价格的"自动稳定器"。这是因为,由于劳动力可在最终雇主和私营部门雇主之间自由流动,私营部门雇主将提供不低于最终雇主计划的工资标准和工作条件。在经济萧条时,用于计划的政府支出相应增加。它可以消除经济中的非自愿失业,防止经济陷入通缩的恶性循环。在经济过热时,劳动力可以就业于私营部门,政府支出随之减少。与此同时,通货膨胀压力能够得到有效缓解。

下实际经济运行只会暂时性地偏离均衡状态,在短期内表现为负向产出缺口,但是长期潜在增速并未明显改变。"结构失衡下的衰退"表现为产出缺口持续为负,并且由于经济结构恶化,潜在增速出现趋势性下滑从而明显偏离最优结构下的潜在增速水平,形成潜在增速缺口。① 三是稳定政策的应对效果不同。传统衰退下的产出缺口可以通过货币政策和财政政策等稳定政策有效应对。"结构失衡下的衰退"难以通过稳定政策有效应对。由于经济结构失衡的存在,稳定政策大幅发力不仅难以缓解经济下行压力,反而可能加剧结构失衡,导致资产泡沫和债务膨胀等后果。

宏观政策"三策合一"理论认为,要想有效应对"结构失衡下的衰退",需要将政 策协调的范围扩展至稳定政策、增长政策与结构政策之间的协调,即实现宏观政策 "三策合一"。面对"结构失衡下的衰退",经济体不仅会出现负向的产出缺口(短期稳 定问题),还有潜在产出缺口(长期增长问题)和经济结构失衡(经济结构问题)。根 据丁伯根法则,只靠稳定政策难以同时实现短期稳定、长期增长和经济结构三个层次 的目标。将增长政策和结构政策纳入政策协调框架,可以实现更好的调控效果。第一, 增长政策可以促进内生增长动力的形成,提升长期潜在增速。这有助于提升企业投资 回报率和居民预期收入,从而避免稳定政策加大力度时可能出现的资产泡沫和债务扩 张问题。第二,结构政策可以优化各类经济结构,构筑总需求结构和收入分配结构等 重要经济结构之间的良性循环。这有助干畅通稳定政策的传导渠道,充分发挥稳定政 策促使经济平稳运行的作用。需要强调的是,宏观政策"三策合一"并不是将稳定政 策、增长政策与结构政策进行简单叠加,而是对三者的协调配合提出了更高要求。— 方面,需要加强货币政策、财政政策和宏观审慎政策等稳定政策内部的协调配合,同 时实现短期经济稳定和金融稳定双目标。另一方面,需要加强稳定政策、增长政策和 结构政策三大类政策之间的协调配合,破解短期经济下行压力、长期增长动力不足和 经济结构失衡三个维度相叠加的复杂局面。宏观政策"三策合一"既能节省宝贵的政 策空间并有效提高宏观政策效率,又能促进潜在增速向最优结构下的合理水平靠拢, 从而实现最优经济结构下的短期平稳运行与长期稳定增长。

三、三种理论关于政策协调的主要区别

传统宏观政策理论、MMT以及宏观政策"三策合一"理论均尝试对全球金融危机

① 陈彦斌、陈伟泽:《潜在增速缺口与宏观政策目标重构——兼以中国实践评西方主流宏观理论的缺陷》,《经济研究》2021年第3期。

前的宏观政策协调框架进行创新与完善。不过,三种理论在对政策协调的主要目标、 主要工具、协调机理等方面存在明显差异(见表 1)。整体而言,宏观政策"三策合一" 理论具有理论层面和实践层面的较好支撑,在现实中的可行性相对更高。

表 1

三种理论关于政策协调的主要区别

	传统宏观政策理论	MMT	宏观政策"三策合一"理论
政策协调的 主要目标	短期经济稳定和金融稳 定目标	局限于短期经济稳定,主 要包括充分就业和物价稳 定两大目标	既包括经济稳定和金融稳定等 短期目标,也包括长期经济增 长和经济结构优化目标
政策协调的 主要工具	货币政策、财政政策和 宏观审慎政策等短期稳 定政策	短期稳定政策中的货币政 策与财政政策	不仅包括货币政策、财政政策 和宏观审慎政策等短期稳定政 策,还包括增长政策和结构政策
政策协调的 核心机理	加强稳定政策内部的协 调配合,通过量化宽松 等方式加大政策力度和 拓宽政策空间	加强货币政策和财政政策 的协调配合,打破中央银 行的独立性要求,通过实 施财政赤字货币化为财政 政策拓宽政策空间	加强稳定政策内部以及稳定政策、增长政策和结构政策三大类政策之间的协调配合,实现政策力度、政策效率和政策空间的最佳平衡
在实践中的 可行性	可行性相对较强,但近 年来有效性减弱	可行性相对偏弱	可行性相对较强,并且能够同时实现三大类重要目标

(一) 政策协调的目标不同

不论是传统宏观政策理论还是 MMT, 其政策协调目标仅包含短期稳定目标, 具有一定的局限性。第一, MMT 的政策协调目标局限于短期经济稳定的范畴, 忽视了金融稳定目标。MMT 主张通过政策协调同时实现充分就业和物价稳定。就金融稳定目标而言, MMT 虽然沿袭了明斯基的金融不稳定假说思想, 认为需要加强对金融体系的监管, 进而保持金融体系的稳定性, 但是未考虑到实体经济对金融部门的溢出效应, 相对孤立地看待金融风险, 也就没有将金融稳定列为政策协调的主要目标之一。① 第二, 传统宏观政策理论和 MMT 均未给予长期经济增长和经济结构优化足够的关注, 也就无法将两者作为政策协调的主要目标。传统宏观政策理论以新凯恩斯主义为内核, MMT 作为后凯恩斯主义经济理论的重要分支, 两种理论均继承了凯恩斯主义经济理论的分析范式, 主要对短期需求侧因素进行分析。两种理论认为, 有效需求不足是主要经济体经济增长持续低迷的最重要原因, 供给侧的约束对经济产出的影响较小。由于

① G. A. Epstein, What's Wrong with Modern Money Theory? A Policy Critique, London: Palgrave Macmillan, 2019.

需求侧分析视角的局限性,两种理论均未将长期经济增长和经济结构优化作为政策协调的主要目标。

宏观政策"三策合一"理论的政策协调目标不仅包含短期稳定目标,还包括长期经济增长和经济结构优化目标。一方面,全球金融危机之后,社会各界意识到平稳运行的经济环境也可能伴随着系统性金融风险,并将金融稳定列为宏观政策协调的主要目标之一。在此基础上,宏观政策"三策合一"理论吸收了这一观点,认为宏观政策尤其是稳定政策需要兼顾短期经济稳定和金融稳定的"双稳定"目标。另一方面,宏观政策"三策合一"理论认为,后全球金融危机时代主要经济体面临的是"结构失衡下的衰退"。由于短期经济波动、长期增长动力衰减和经济结构失衡三个维度的问题可能相互影响或强化,政策协调仅关注短期稳定目标是不够的。需要突破传统宏观政策理论框架,将短期经济稳定、长期经济增长和经济结构优化作为宏观政策协调框架的主要目标,才能够有效应对主要经济体面临的"结构失衡下的衰退"新现象。

(二) 政策协调的主要工具不同

传统宏观政策理论和 MMT 在政策协调中均主要使用短期稳定政策,对政策协调 主要工具的考量存在两大明显不足。第一,MMT在政策协调中主要使用短期稳定政策 中的货币政策和财政政策,并更为强调发挥财政政策的作用,但忽视了宏观审慎政策 这一重要工具。该理论认为,当面临有效需求不足问题时,经济体主要是通过超大力 度的稳定政策,特别是货币政策来扩张总需求。由于收入分配并未向低收入群体倾斜, 货币政策调控效果并不理想。与货币政策相比,财政政策在促进低收入群体就业方面 更为有效,能够充分释放有效需求。这为优化货币政策和财政政策的协调方式提供了 可参考的新方案。但在全球金融危机后,学术界和政策决策部门发现仅依靠货币政策 和财政政策无法同时实现经济稳定和金融稳定两大目标,需要将宏观审慎政策纳入政 策协调框架。MMT 相对割裂地看待宏观审慎政策,未考虑加强与宏观审慎政策的协调 配合。第二,传统宏观政策理论和 MMT 受到长短期二分法的影响,未将增长政策和 结构政策纳入政策协调框架。凯恩斯主义宏观经济理论一直采取长短期二分法,将短 期经济波动问题与长期经济增长问题分开研究。这导致其主要使用短期稳定政策对总 需求进行逆周期调节,将经济体长期潜在增速当作外生的稳定过程。但全球金融危机 后,主要经济体均陷入长期性的增长低迷,反映出短期衰退可能产生长期影响。两种 理论对增长政策和结构政策的重视程度不足,导致其难以有效应对长期增长动力不足 和经济结构失衡等问题。

宏观政策"三策合一"理论除了注重使用货币政策和财政政策外,还强调使用宏

观审慎政策以及增长政策和结构政策。第一,该理论在政策协调框架中纳入宏观审慎政策,以实现金融稳定目标。货币政策在加大力度扩张总需求的同时,可能会为经济系统带来超量流动性,进而催生资产价格泡沫,加大系统性金融风险。全球金融危机后,各界的普遍共识是,需要运用宏观审慎政策加强对重点领域金融风险的监管,在扩张总需求的同时兼顾防范化解金融风险。①第二,宏观政策"三策合一"理论除了稳定政策,还注重运用增长政策和结构政策。宏观政策"三策合一"理论指出,传统宏观经济理论将潜在增速视为外生,这一前提假定在全球金融危机之后与现实明显背离,主要经济体的潜在增速不再保持稳定而是明显下降。这根源于长期增长动力匮乏和多重经济结构失衡,仅依靠短期稳定政策发力难以有效解决。需要使用结构政策优化居民收入分配结构等经济结构,使用增长政策提高全要素生产率和实体经济资本回报率,针对性地破解主要经济体面临的长期增长动力不足和经济结构失衡问题。

(三) 政策协调的核心机理不同

传统宏观政策理论主张加强稳定政策内部的协调配合,通过量化宽松等方式加大政策力度和拓宽政策空间。该理论认为,应对全球性的经济衰退,需要超大规模的政策刺激。但在政策利率迅速降至零利率下限附近、政府债务规模不断扩大的情形下,常规政策空间已经不足。破解这一局面,需要在两方面加强政策协调。第一,使用量化宽松等方式加强货币政策和财政政策的协调配合。量化宽松等非常规政策手段不仅可以为货币政策额外提供短期利率调控空间,而且可以为财政政策债务融资提供间接支持,缓解财政资金来源不足难题。在政策空间扩张的基础上,稳定政策便可以进一步加大政策力度。第二,加强货币政策和宏观审慎政策的协调配合。全球金融危机的爆发已充分表明,货币政策在实现经济稳定目标的同时,也可能诱发金融风险。构建"货币政策+宏观审慎政策"的"双支柱"调控框架有助于为货币政策分担调控压力,使货币政策免受金融风险的困扰,消除加大力度时的后顾之忧。

MMT强调加强货币政策和财政政策的协调配合,打破中央银行的独立性,实施财政赤字货币化从而为财政政策拓宽政策空间。第一,MMT认为完全独立的中央银行不可能存在,货币政策和财政政策的操作存在密切联系。如果财政部在市场上发行国债,就会在资金供给基本不变的情形下推高市场利率水平。此时若中央银行继续盯住利率目标,就需要进行货币政策操作提供增量资金,消除利率上涨的压力。这表明财政政

① G. Galati, R. Moessner, "Macroprudential Policy—A Literature Review", Journal of Economic Surveys, vol. 27, no. 5 (2013), pp. 846 - 878.

策操作天然地会引发货币政策的反应,货币政策难以保持完全独立。第二,MMT 指出,过度保持中央银行的独立性会人为限制财政政策的发力空间。Wray 根据美国财政和货币部门现实制度安排进行分析,认为打破中央银行独立性要求与严格遵守中央银行独立性要求相比,只是经济形式由财政政策从中央银行获得直接融资转变为财政政策从商业银行获得间接融资,其经济后果并无差别。通过打破中央银行独立性并实施财政赤字货币化,让财政政策更顺畅地获得货币政策的融资支持,经济体可以免除财政政策面临的赤字与债务约束,"拥有财政政策和货币政策空间来进行足够多的支出"。①第三,MMT 认为政策协调的重点在于调整财政支出的方向,用于实施最终雇主计划,而非盲目加大政策力度。该理论指出,虽然通过财政赤字货币化,政府总能负担起所有支出,但这并不表明财政政策应该盲目扩张。财政政策面临经济实际资源约束,当政策刺激下的总需求远超总供给,就会导致严重的通货膨胀。最终雇主计划为财政政策提供了较好的应用方向,不仅可以实现充分就业目标,还能够通过自动稳定器效应消除通货膨胀压力。

宏观政策"三策合一"理论旨在通过三大类政策之间的协调配合,实现政策力度、政策效率和政策空间之间的最佳平衡。政策力度和政策效率决定了宏观政策的调控效果,政策空间是影响政策可持续性的重要因素。该理论认为,在全球金融危机之后,稳定政策持续加大力度却未能将负向产出缺口收窄至零,根本原因在于稳定政策的传导渠道受到长期增长动力不足和经济结构失衡等因素的干扰,进而导致政策空间缩小和政策效率欠佳等问题。一方面,加强三大类政策之间的协调配合能够为稳定政策畅通传导渠道提高政策效率。增长政策可以增强经济内生活力,结构政策可以打破不同失衡结构之间的嵌套循环。由此,稳定政策的效率将大幅提升。另一方面,加强三大类政策之间的协调配合可以为未来超预期冲击预留宝贵的政策空间。全球金融危机之后,主要经济体过度依赖稳定政策调控经济,导致稳定政策空间大幅缩小。加强对增长政策和结构政策的使用不仅有助于为稳定政策分担宏观调控压力,减小政策空间的消耗,而且有助于推动经济持续向好,以经济增长稀释债务存量,从而在长期中创造新的财政政策空间。

(四) 在实践当中的可行性不同

判断宏观政策理论优劣的重要标准之一是,究竟在实践中是否可行。传统宏观政

① L. R. Wray, Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability, Northampton: Edward Elgar Publishing, 1998.

策理论虽然可行性较高,但无法从根本上应对长期增长动力不足和经济结构失衡问题,因此近年来政策有效性下降。究其原因,在经济结构失衡和增长动力匮乏的情形下,稳定政策不但传导渠道阻塞,贸然发力还会导致资金脱实向虚、在金融系统空转等问题。就经济增长而言,危机后美国、日本和欧元区均加强了货币政策和财政政策的协调配合,政策力度大幅提升,但是对经济增速的提振效果较为有限。2000—2007 年美国、日本和欧元区经济增速均值分别为 2.70%、1.45%和 2.24%,但 2008—2023 年经济增速均值仅分别为 1.73%、0.40%和 0.86%。① 就经济结构而言,即使主要经济体在传统宏观政策理论的指导下有意识地加强了货币政策与宏观审慎政策的协调,但并未扭转实体经济与虚拟经济结构失衡。以美国为例,金融部门资产规模占 GDP 的比重在 1970年仅为 185%,随后攀升至 2007 年第三季度 496%的阶段高点,并持续稳定在高位。在新冠疫情冲击下,美国金融部门资产规模占 GDP 的比重于 2020 年第二季度达到 580%的历史最高点。这表明加强对宏观审慎政策的使用也无法改变金融资产泡沫化趋势。

MMT 的理论基础较为薄弱,付诸实践的可行性相对偏弱。第一,MMT 的本质是财政赤字货币化,容易引发高通货膨胀或资产价格泡沫等问题。MMT 认为通货膨胀是不同群体争夺有限产出的过程,与货币数量关联性较小。同时,通过实施最终雇主计划优化财政支出结构,可以避免通货膨胀压力。②但是,这否定了菲利普斯曲线关于就业与通货膨胀的替代关系,难以得到经验数据的支持。③财政赤字货币化产生的超量流动性,可能导致经济体出现严重的通货膨胀或资产价格泡沫,这是 MMT 难以付诸实践的最大障碍。④第二,MMT 的零利率政策主张难以得到实际运用。该理论认为,中央银行仅需要将政策利率保持在零水平上,以减轻政府债务的利息负担。但是这会导致市场的"价格发现"机制受到破坏。政策利率将扭曲微观主体的实际融资成本,并可能进一步通过价格信号传导使得整体价格信号受到严重破坏。⑤第三,MMT 主张的

① 为应对新冠疫情冲击,美国实施了超大力度的货币政策和财政政策以刺激经济。货币政策方面,政策利率在2020年3月至2022年2月的较长时间内维持在0.1%以下。财政政策方面,政府债务率从2019年第四季度的99.2%迅速上升至2021年第一季度121.1%的阶段性高点。但是美国长期增长动力并未显著改善。第一,2020—2023年美国经济年均增速仅为1.90%,不仅低于2010—2019年的2.25%,也低于2000—2007年的2.70%。第二,根据美国国会预算办公室的预测,2020—2023年美国潜在经济增速并未明显提高。由于总需求扩张速度远高于总供给增长速度,反而导致了较高的通货膨胀。

② 贾根良、何增平:《现代货币理论与通货膨胀》,《学术研究》2020年第2期。

③ 邵宇、陈达飞:《现代货币理论:批判、吸收与实践》,《政治经济学季刊》2022年第1期。

④ A. Alesina, L. H. Summers, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money*, *Credit and Banking*, vol. 25, no. 2 (1993), pp. 151-162; F. S. Mishkin, *The Economics of Money*, *Banking*, and *Financial Markets*, New York: Pearson Education, 2007.

⑤ 刘尚希、盛松成、伍戈等:《财政赤字货币化的必要性讨论》,《国际经济评论》2020年第4期。

最终雇主计划缺乏理论基础,可行性同样较弱。该理论认为,最终雇主计划能够充当就业和价格的"自动稳定器",同时实现充分就业和物价稳定两大目标。这潜在假定了劳动力具有高度同质性,劳动力部门转移不存在摩擦以及劳动供给曲线仅有零弹性和无穷弹性两种状态。现实中劳动力的技能水平高度分化,劳动力部门转移存在较大摩擦,并且劳动供给曲线形状更为复杂。理论假设与现实情况的背离意味着最终雇主计划难以付诸实践。第四,MMT忽略了政府发行债券的一些重要约束。该理论认为,通货膨胀是政府发行债券的唯一约束。除此之外,过高的政府债务可能会产生系统性金融风险,并导致货币面临较大贬值压力,这些因素都会对政府债券发行产生掣肘。

事实上,MMT 理论自从问世到现在,虽然已经过去 30 年左右的较长时间,但是尚未真正付诸实践。一部分 MMT 的支持者常将日本作为 MMT 的应用案例,因为日本同时具有较低的债券利率和较高的政府债务率这两大特征,但是仍然可以维持较低的通货膨胀水平,这与 MMT 的政策主张存在相似之处。① 遗憾的是,日本政府并不承认其政策实践是受到 MMT 的影响或者指导,并指出该理论的政策主张较为极端和危险。② 目前,还没有主要经济体真正地运用 MMT 指导经济实践,这也侧面说明该理论的可行性的确较弱。

宏观政策"三策合一"具有较好的理论基础,并且其可行性相对较高。稳定政策、增长政策和结构政策之间存在的密切关系为宏观政策"三策合一"理论提供了关键支撑。首先,稳定政策的实施会影响增长政策的效率和经济结构。短期稳定政策不仅会改变资本存量、人力资本和科技创新等要素,影响经济长期运行,而且会对收入分配结构等重要的宏观经济结构产生影响。③ 其次,增长政策的实施会影响稳定政策的效率和经济结构。当经济增长内生动力不足时,投资回报率也会随之降低。此时即使稳定政策加大力度,也很难有效提振居民消费和企业投资,稳定政策的效率将会下降。不仅如此,增长政策也可能恶化经济结构。例如,发展中经济体采用促进资本积累的增长政策,可能会导致消费率偏低和投资率偏高,进而导致总需求结构失衡。④ 最后,结构政策的实施会影响稳定政策和增长政策的效率。以实体经济与虚拟经济结构失衡为例,短期来看,这会导致稳定政策释放的增量资金流入房地产部门或金融部门空转,

① A. Turner, "Japan's Successful Economic Model", Gulf Times September 22, 2018.

② 白川方明:《动荡时代》,北京:中信出版社,2021年。

³ Ò. Jordà, S. R. Singh, A. M. Taylor, "The Long-Run Effects of Monetary Policy", NBER Working Paper, no. 26 666 (2020); V. Garga, S. R. Singh, "Output Hysteresis and Optimal Monetary Policy", Journal of Monetary Economics, vol. 117 (2021), pp. 871 - 886; G. Kaplan, B. Moll, G. L. Violante, "Monetary Policy According to HANK", American Economic Review, vol. 108, no. 3 (2018), pp. 697 - 743.

④ 陈彦斌、陈小亮、陈伟泽:《利率管制与总需求结构失衡》,《经济研究》2014年第2期。

使得稳定政策难以扩张有效需求。长期来看,实体经济与虚拟经济结构失衡是全球金融危机之后主要经济体出现的一类重要的经济结构失衡,导致其潜在增速向下偏离,产生持续的负向潜在增速缺口,进而降低增长政策的效率。除了上述理论基础,近年来主要经济体越发重视加强宏观政策协调配合,这为宏观政策"三策合一"理论的政策实践和应用推广提供了较好的契机。

四、对中国加强宏观政策协调的启示和建议

近年来中国经济在供需两端均面临一定的下行压力,反映在产出缺口和潜在增速缺口双双为负上。2012—2023年,产出缺口和潜在增速缺口的均值分别为一0.70%和一0.14%,表明长期以来中国总需求和总供给还未达到最优水平。与此同时,中国的货币政策和财政政策空间虽然与发达经济体相比仍相对充裕,但也不断缩小。2012年全年中国货币政策空间指数和财政政策空间指数分别为53.2和50.0,随后持续下降至2023年的38.8和42.6。① 这对宏观政策协调提出了新的要求,加强政策协调配合的必要性越发突出。在此基础上,2023年中央经济工作会议与2024年政府工作报告均强调要"增强宏观政策取向一致性",将加强宏观政策协调配合的必要性提升到了新的高度。基于本文的理论分析可知,相较于传统宏观政策理论和MMT,宏观政策"三策合一"理论对中国经济现实问题的适用性相对更强,有望为增强宏观政策取向一致性提供决策参考。

(一) 传统宏观政策理论和 MMT 所倡导的政策协调思想难以适用于中国

首先,不论是传统宏观政策理论还是 MMT,均无法破解中国经济当前面临的现实问题。这是因为,在全球金融危机后,包括中国在内的主要经济体均面临"结构失衡下的衰退"新现象,呈现出长期增长动力不足和经济结构失衡加剧等特征。增长动力方面,中国全要素生产率(TFP)增速的趋势值从 2010 年的 2.4%,逐步下降至 2022年的 1.3%。此外,2014年以来中国 TFP 对经济增长贡献率的均值在 25%左右,相较发达经济体和发展中经济体明显偏低。经济结构方面,中国经济结构失衡现象还未根本性扭转,2023年中国经济结构失衡指数为 53.1,高于 2000—2020 年平均水平。传统宏观政策理论和 MMT 均倡导使用货币政策和财政政策。由于货币政策和财政政策

① 宏观政策"三策合一"与宏观政策评价课题组:《经济恢复发展进程中的宏观政策效应评估——宏观政策"三策合一"指数与宏观政策评价报告(2024)》,《改革》2024年第1期。

属稳定政策的范畴,主要用于调控总需求水平,很难对长期增长乏力和经济结构失衡 问题作出有效反应。

其次,MMT的理论基础较为薄弱,容易引发严重通货膨胀和资产价格泡沫等后果,从而对中国经济造成冲击。一方面,根据 MMT 实施财政赤字货币化无法避免严重通货膨胀和资产价格泡沫。MMT 认为通过实施最终雇主计划来优化财政支出结构,就可以有效避免财政赤字货币化导致的通货膨胀问题,但未得到经验数据的支撑。现实中的菲利普斯曲线表明失业率和通货膨胀之间存在替代关系,劳动供给弹性也并非固定在零与无限两种状态。因此,最终雇主计划并不能发挥 MMT 的预期效果。MMT 释放的超量流动性即使没有带来严重通货膨胀,也会流入金融系统造成资产价格泡沫。另一方面,不论是通货膨胀还是资产价格泡沫,都会对中国经济造成严重冲击。就通货膨胀而言,中国存在规模较大的低收入群体,其在资产结构中持有更多的现金资产,在通货膨胀下遭受的福利损失会更大,从而加剧收入分配结构失衡问题的严重性。① 就资产价格泡沫而言,中国存在实体经济与虚拟经济结构失衡。2022 年中国金融业增加值占 GDP 比重达到 8.0%,比 OECD 国家平均水平高 2.7 个百分点。大规模政策刺激带来的流动性会进一步恶化已存在的实体经济与虚拟经济结构失衡,导致收入分配不平等加剧并阻碍经济增长。

(二) 宏观政策"三策合一"理论的政策协调思想对中国更加适用

首先,宏观政策"三策合一"理论有助于对中国乃至其他经济体所面临的长期增长动力不足和经济结构失衡等现实问题作出针对性反应。破解这些问题,需要加强对增长政策和结构政策的使用。增长政策的核心任务是促进资本、劳动、人力资本以及TFP等增长动力源泉提升。其重点在于加快发展新质生产力,特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能。通过加快人工智能等革命性技术发展,能够充分发挥新质生产力对经济增长的推动作用。通过广泛深刻的数字变革赋能传统产业,能够有效提高生产要素配置效率。结构政策的核心任务是打破结构黏性和各类失衡结构之间的嵌套循环,着力实现最优经济结构。为了应对收入分配结构失衡,需要使用初次分配政策和再分配政策等结构政策,增加中低收入群体的收入。为了应对总供给结构和产业结构失衡,需要使用补贴政策和税收政策等结构政策,积极培育新兴产业和未来产业,并且防范部分产业无序扩张带来的产能过剩问题。

其次,中国特色宏观调控实践在一定程度上已经孕育了宏观政策"三策合一"理

① 陈彦斌、陈伟泽、陈军等:《中国通货膨胀对财产不平等的影响》,《经济研究》2013年第8期。

论的雏形。从政策工具来看,中国特色宏观调控体系的政策工具箱不仅包括货币政策和财政政策等短期稳定政策工具,还包括产业政策、区域政策和科技政策等属于增长政策和结构政策范畴的政策工具。这与宏观政策"三策合一"理论相似,将调控政策工具的范围从短期稳定政策,拓展至稳定政策、增长政策和结构政策三大类政策。从政策目标来看,中国特色宏观调控的政策目标不只关注短期总需求管理,还注重在总供给层面推动经济长期增长动力提升和实现宏观经济结构优化。在2015年11月召开的中央财经领导小组第十一次会议上,习近平总书记明确指出要"着力加强供给侧结构性改革,着力提高供给体系质量和效率,增强经济持续增长动力"。2023年中央经济工作会议进一步提出,"必须坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力"。这表明中国特色宏观调控涵盖了短期稳定、长期增长和结构优化三大维度目标,与宏观政策"三策合一"理论存在内在一致性。但是,当前三大类政策还处于相对分离状态,尚未有效"合一"。未来可通过成立宏观政策协调委员会等方式,统筹三大类政策的协调配合,为实现宏观政策"三策合一"提供机制保障。

最后,宏观政策"三策合一"理论有助于更好地增强宏观政策取向一致性,提升宏观政策调控效果。当政策制定部门仅依据自身目标制定并出台政策时,政策之间容易出现矛盾冲突。这可能会导致不同政策加总后产生合成谬误。2023 年中央经济工作会议强调"要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合,把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估,强化政策统筹,确保同向发力、形成合力"。其中重要一环是,加强产业、区域、科技等增长政策和结构政策与稳定政策的协调配合,这与宏观政策"三策合一"理论的政策主张高度契合。宏观政策"三策合一"能够更好地增强宏观政策取向一致性,从而提升宏观政策整体调控效果。

The Policy Coordination Thought of the Macro-policy Trinity Theory and Its Enlightenment for China: Comparison Based on Three Theories

Chen Xiaoliang Wu Tao

Abstract: Since the global financial crisis in 2008, the monetary and fiscal policy space of major economies has significantly narrowed. In this context, people have conducted

some beneficial explorations to strengthen policy coordination, which not only altered the traditional understanding of policy coordination in macro policy theories, but also gave rise to or developed two theories; modern monetary theory and the Macro-policy Trinity theory. This paper systematically reviews and compares the main ideas and basic viewpoints of the three theories regarding policy coordination. There are significant differences among the three theories in terms of main objectives, primary tools, core mechanisms, and feasibility. Overall, traditional Macro-policy theory and modern monetary theory focus on enhancing the coordination between stability policies such as monetary policy, fiscal policy, and macroprudential policy to achieve short-term stability goals such as economic stability and financial stability. In contrast, the Macro-policy trinity theory not only emphasizes enhancing coordination between stability policies, but also emphasizes the coordination between stability policies, growth policies, and structural policies, in order to achieve three categories of goals: short-term stability, long-term economic growth, and economic structure optimization. Currently, the Chinese economy faces not only the problem of insufficient effective demand but also deeper issues such as insufficient growth momentum and economic structural imbalance. The applicability of the Macro-policy Trinity theory to the real problems of the Chinese economy is stronger, providing decision-making reference for enhancing the macro policies orientation consistency in the future.

Key words: policy coordination; modern monetary theory; Macro-policy Trinity theory; monetization of fiscal deficits; macro policies orientation consistency

Authors: Chen Xiaoliang, Full Senior Editor of Institute of Economics, Chinese Academy of Social Sciences, deputy editorial director of *Economic Research Journal*; Wu Tao (corresponding author), Ph. D. candidate of School of Economics, Renmin University of China.