

英国特拉斯政府减税方案失败的启示

◎ 陆简

摘要: 2022年9月,英国特拉斯政府出台大规模减税方案,引发金融市场剧烈震荡,最终宣告失败。对英国经济和金融市场的分析表明,供给侧约束下财政刺激失效、无视财政纪律的极端政策恶化市场预期、复杂金融市场加剧养老金流动性风险、偏袒富人的减税措施引发社会不满以及罔顾形势变化照搬前人经验等是其失败的主要原因。特拉斯政府减税方案的失败极具警示意义,凸显出深化供给侧结构性改革、遵守财政纪律、避免极端政策、警惕复杂金融市场风险、推进共同富裕和因时制宜制定政策的重要性。

关键词: 减税;供给侧约束;财政纪律;政策稳定性;复杂金融市场

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

英国特拉斯政府于2022年9月执政后,出台自1972年以来规模最大的减税方案,引发金融市场剧烈震荡。9月23日方案发布当天,英镑兑美元汇率跌超3%,一度触及历史低点;英国10年期和30年期国债收益率在5个交易日内分别飙升108bp和140bp,迫使英格兰银行紧急出手购债稳定市场。9月28日,国际货币基金组织罕见发声,建议英国重新考虑减税方案。10月17日,新任财政大臣亨特宣布取消特拉斯政府主张的几乎所有减税措施,减税方案宣告失败。10月20日,上任仅45天的特拉斯黯然辞职。

特拉斯政府减税方案的内容主要包括将对年收入超过15万英镑的人所征的最高税率从45%下调至40%,将基本所得税率从20%下调至19%;搁置将企业所得税从19%提高到25%的计划;取消购房印花税,冻结酒类税,为游客提供增值税退税,以及成立新的低税投资区等。可以看出,特拉斯试图效仿撒切尔夫人的低税收和小政府模式,通过对企业和富人减税来鼓励投资,促进经济增长。

20世纪80年代初,时任英国首相撒切尔夫人实施包括减税在内的新自由主义改革获得成功,带领英国走出了持久滞胀的困境,并为日后持续的经济景气奠定了基础。同样是减税,为何撒切尔夫人获得成功,而效仿者特拉斯却惨遭失败?本文对特拉斯政府减税方案失败的原因进行深入分析,并从中得出启示。

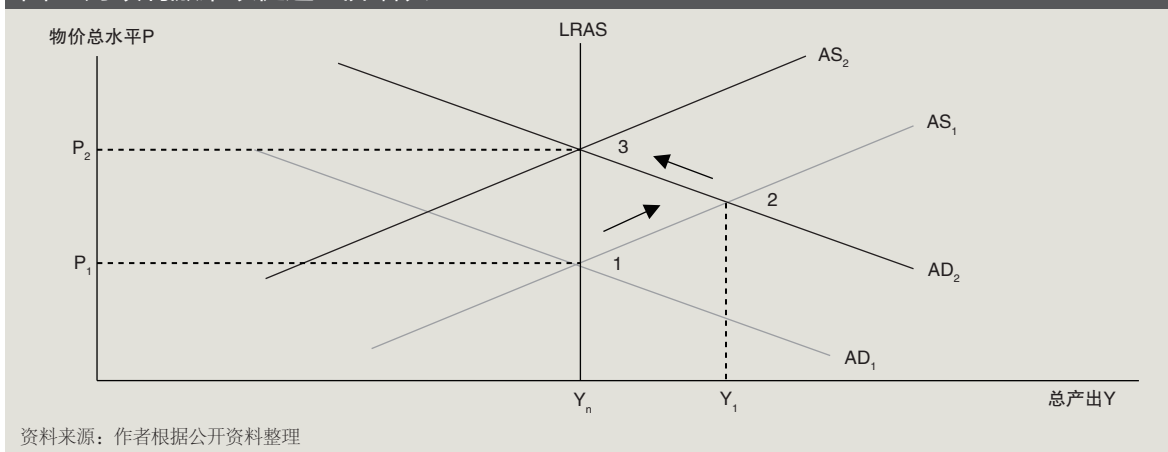
一、特拉斯政府减税方案失败的原因

(一) 供给侧约束下财政刺激难以促进经济增长

英国经济停滞的病根不在需求侧,而在供给侧。一是脱欧和疫情叠加造成劳动力短缺。英国国家统计局的数据显示,仅2020年就有20万名来自欧盟的工人离开英国。截至2022年7月末,共有200万英国人因新冠病毒感染相关症状的影响而退出劳动力市场,相当于英国人口的3%。截至2022年8月末,英国失业率仅为3.5%,创下1974年以来最

作者简介:陆简,经济学博士,高级经济师,现任职于中国人民银行驻欧代表处。本文仅代表作者个人学术观点,不代表所在机构意见,文责自负。

图1 财政刺激难以促进经济增长



低纪录，反映出劳动力市场的供不应求。二是俄乌冲突导致能源价格飙升。英国能源监管机构 Ofgem 宣布自 2022 年 10 月起将能源价格上限上调 80%，家庭和企业不堪重负。三是劳动生产率停滞不前。新自由主义模式下政府长期放松金融管制、执行自由放任的产业政策、忽视产业资本投入，造成产业布局不合理、去工业化严重等问题，进而导致英国劳动生产率相对低下。据经合组织 2019 年发布的数据，英国的劳动生产率在经合组织国家中仅排名第十三，低于法国（第八）和德国（第十）。

受供给侧瓶颈限制，英国经济的潜在产出水平停滞不前，财政刺激长期无法实现提升产出的目标。如图 1 所示，减税前总需求曲线 AD_1 、短期总供给曲线 AS_1 、长期总供给曲线 $LRAS$ 相交于点 1^①。特拉斯政府减税方案刺激总需求上升，但无助于放松劳动力、能源和劳动生产率等方面的供给侧约束，长期总供给曲线 $LRAS$ 固定于潜在产出水平 Y_n 。减税虽然减税可推动总需求曲线 AD_1 右移至 AD_2 ，使产出暂时上升到 Y_1 ，但由于 Y_1 大于潜在产出水平 Y_n ，劳动力价格终将提高^②，使短期总供给曲线左移至 AS_2 ，与总需求曲线 AD_2 和长期总供给曲线 $LRAS$ 交于点 3，总产出回到潜在产出水平 Y_n 不变。受通胀预期影响，即使在短期内，财政刺激也无法提升产出。根据理性预期理论，无资金支持的减税

方案将引发公众对“财政赤字货币化”的担忧并推升通胀预期，从而推动短期总供给曲线迅速左移至 AS_2 ，最终产出保持不变，物价迅速升至 P_2 。可见，无论在长期还是在短期内，特拉斯政府减税方案都无法实现促进经济增长的既定目标，只会推升通胀。

（二）忽视财政纪律和政策稳定性对市场预期的影响

特拉斯政府减税方案的规模高达 450 亿英镑，加上此前公布的能源补贴计划，预计将使英国政府增加 2000 亿英镑左右的财政支出，但方案中没有做出任何努力来增加财政收入，新增支出只能通过借款实现，使政府债务不可持续地增加。这将产生两方面的影响；一是财政不可持续的前景将引发公众对政府“财政赤字货币化”的担忧，迅速推升通胀预期。二是激进的减税方案不仅违背了英国政府几十年来重视财政纪律的传统，也与英国央行试图遏制通胀的紧缩货币政策背道而驰，经济前景不确定性陡增，投资者避险情绪增强，导致英国资产整体风险溢价上升。

如图 2 所示，对于国债市场来说，一方面，无资金支持的减税方案推升通胀预期，使国债预期回报率下降，推动国债需求曲线从 D_1 左移至 D_2 ；另一方面，方案增加国债发行量，推动国债供给曲线从 S_1 右移至 S_2 ，最终导致国债价格从 P_1 暴跌至 P_2 ，

① 2022 年 8 月英国失业率创 1974 年以来新低，说明减税前英国经济已达到充分就业状态。为分析方便，可假定减税前总需求曲线、短期总供给曲线、长期总供给曲线相交于一点。

② 2022 年以来，英国铁路、电信、邮政、医疗、教育等行业数以万计的工人参与了罢工，要求提高薪资待遇。英国 BBC 报道，罢工最主要原因是通胀造成生活水平下降。2022 年众多英国工人获得 10% 甚至更高幅度加薪，例如，伦敦北部公交车司机在威胁举行罢工后，赢得加薪 11% 的协议。

图2 无资金支持的减税方案导致国债价格下跌

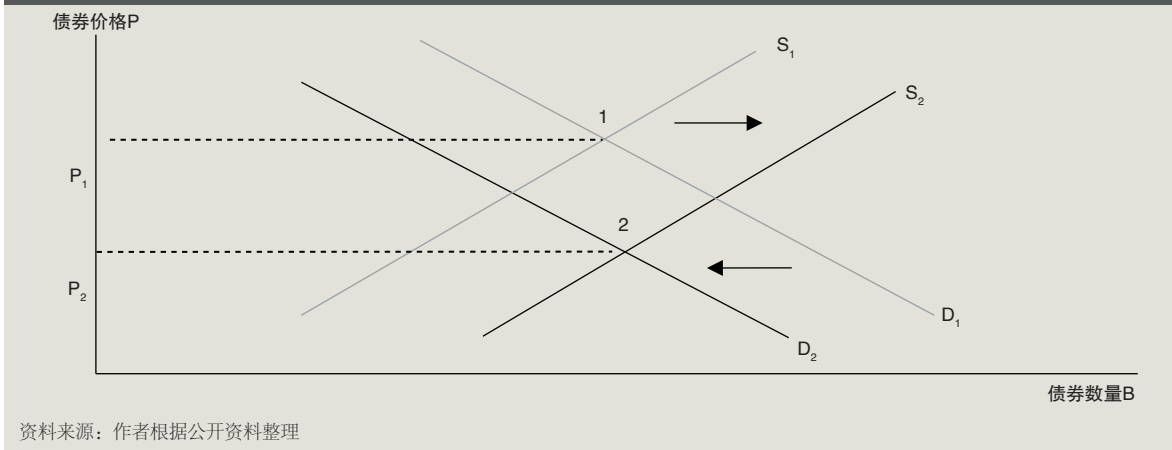
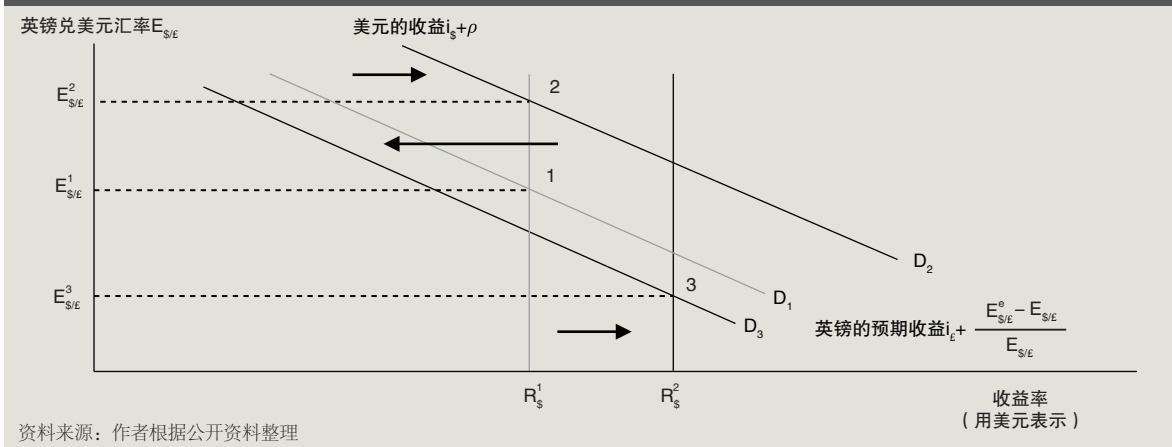


图3 通胀预期和风险溢价上升导致英镑贬值



国债收益率飙升。

对于外汇市场来说，国债收益率上升通常会吸引资金流入，助推本币升值，为什么英镑反而随国债收益率飙升而大幅下跌？根据英镑和美元的非抛补利率平价（见图3），其他条件不变，英国国债收益率上升，代表英镑收益的斜线 D_1 右移到 D_2 ，与代表美元收益的直线 R_s^1 相交于点2，使英镑兑美元汇率从 $E_{\$/\text{£}}^1$ 升值到 $E_{\$/\text{£}}^2$ 。然而，无资金支持的减税方案通过同时推升通胀预期和英国资产整体风险溢价 ρ ，产生了贬值合力：根据相对购买力平价，英国通胀预期相对美国上升会导致英镑的预期贬值率上升，推动 D_2 左移至 D_3 ，而英国资产整体风险溢价 ρ 的上升，推动代表美元收益的直线 R_s^1 右移至 R_s^2 ，最终 D_3 与 R_s^2 相交于点3，英镑大幅贬值到 $E_{\$/\text{£}}^3$ 。可见，英镑贬值源于通胀预期和风险溢价上升的共同作用。

（三）对复杂金融市场的风险缺乏认识

特拉斯政府对于英国复杂金融市场的风险和金融体系的内在联动关系显然缺乏认识，没有预计到激进减税方案会造成养老金的流动性危机，并最终成为其不能承受之重。根据英国财政部数据，养老金是英国私人财富中占比最高的资产，总规模约1.5万亿英镑。养老金的负债端为未来数十年的现金流支出，面临巨大的利率风险。英国养老金长期采用负债驱动型投资策略（LDI），即开展大量利率互换交易（IRS）调节资产端的久期，实现资产端与负债端的久期匹配，以对冲负债端利率风险。与购买国债相比，开展利率互换交易仅需缴纳少量保证金，节约下来的资金可以买入股票、企业信用债等收益更高的资产以提高投资收益。但与此同时，IRS也因其高杠杆特性而可能带来更高的流动性风险：当黑天鹅事件导致利率飙升时，需要补充大量保证金避免爆仓。

特拉斯政府减税方案公布后，10年期和30年期国债收益率在5个交易日内分别飙升108bp和140bp。对于养老金来说，虽然负债端现金支出贴现价值下降的收益可以在名义上抵消利率互换的亏损，但却无法缓解短期内增加保证金的流动性压力。养老金被迫抛售流动性较好的国债等资产以满足保证金要求，导致国债收益率进一步上升，从而陷入“死亡螺旋”。英国央行不得不推迟原定的量化紧缩计划，转而大量购买国债，以避免英国养老金行业全面崩盘。即使在英国央行被迫救市后，特拉斯政府仍坚称减税是“正确的计划”，拒绝撤回减税方案，显然仍未认识到养老金流动性危机的严重性。

（四）为富人减税引发社会不满

特拉斯信奉“把钱都给上层富人，希望它可以一点一滴流到穷人手里”的所谓“涓滴经济学”（Trickle-Down Economics），其减税措施明显偏向富裕群体，例如，将最高一档累进税率从45%降至40%、取消房屋购置印花税、取消银行业奖金上限等。在英国贫富差距因疫情加剧、底层民众饱受通胀之苦的背景下，这些偏向富人的减税举措引发民意强烈反弹，同时“涓滴经济学”的效果也饱受质疑。国际货币基金组织公开批评英国减税政策，认为有利于高收入者的减税措施可能会加剧不平等并推高通胀。

（五）不顾形势变化照搬前人经验

综合上文可知，同样是减税，撒切尔夫人获得成功，而模仿者特拉斯却惨遭失败，其根本原因在于今日英国面临的约束条件与撒切尔时代截然不同。

一是当前英国的供给侧约束与撒切尔时代不同。撒切尔时代，英国供给侧的主要约束是效率低下的国企、庞大的福利支出和权力过大的政府。撒切尔夫人的新自由主义改革的主线是供给侧结构性改革，即通过国企私有化、限制政府权力、放松监管约束等方式来提升企业效率，从而扩大经济的潜在产出，减税某种程度上只是用来配合提高企业效率的辅助措施。而在当前的英国，限制潜在产出的因素早已不是低效的国企和臃肿的政府，而是短缺的劳动力、高企的能源价格以及新自由主义模式下不合理的产业布局、严重的去工业化和偏低的劳动

生产率。特拉斯的减税方案无法改善上述任一供给侧瓶颈，也就不可能实现促进经济增长的目标。

二是当前英国政府的财政状况不如撒切尔时代健康。为保证财政可持续性，撒切尔夫人坚持在减税的同时通过开源（出售国企、提高增值税、新增石油利润税等）和节流（削减社会福利和地方政府补贴、扩大公共品供给市场化等）来平衡预算。到1990年撒切尔夫人离任时，英国政府债务占GDP比重已从她1979年上任之初的50.4%降至29.7%。当前，英国政府的财政健康程度远不及撒切尔时期：由于疫情期间大规模的财政支出，2021年年底英国政府债务占GDP比重已升至97.4%。特拉斯无资金支持减税方案更接近美国的里根时期，但美国政府凭借美元在国际货币体系中储备货币的独特地位，可以在国债收益率升高时吸引大量海外资金为其财政赤字融资，而无需借助“财政赤字货币化”，英国政府却早已不具备这样的优势。

三是当前英国的贫富差距比撒切尔时代严重。新自由主义改革后，英国的贫富差距明显加大。1981年，英国最富裕的1%人口占全部收入的比例为6.7%；到1999年，这一比例升至13%；到2019年，这一比例已达17%。疫情进一步扩大了英国的贫富差距。英国国家统计局的一项调查数据显示，2018年，排名前20%家庭的年收入是排名后20%家庭的5.8倍；到了2020年，这一差距扩大至6.2倍。英国智库新经济基金会报告称，2019年12月以来，英国收入排名前5%家庭的年平均可支配收入增加超过3300英镑，而排名后50%家庭的收入却减少110英镑，可支配收入低于全国中位数水平60%的贫困家庭数量增加了30万个。贫富差距扩大意味着民众对“涓滴经济学”的不满远比撒切尔时代强烈。

二、经验与启示

一是深化供给侧结构性改革，防止供给侧瓶颈阻碍经济增长。英国政府陷入政策空间狭窄、动辄得咎的境地，关键原因在于英国经济面临的劳动力、能源、资本和技术等供给侧约束难以突破，而特拉斯政府只愿意选择最为简单易行、迎合民意的财政刺激路径，却不愿意面对真正的问题，通过开展供

供给侧结构性改革来扩大经济的潜在产出。这再次提醒我们供给侧结构性改革的重要性：只有强化供给能力、优化供给结构、放松供给约束，才能为进一步提升需求创造空间。应坚持以推动高质量发展为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，着力提高全要素生产率；优化人口发展战略，建立生育支持政策体系，降低生育、养育、教育成本，保障劳动力供应；着力提升供应链韧性和安全水平，保障稳定的能源供应，防止供给侧约束阻碍经济增长。

二是重视财政纪律和政策稳定性对市场预期的影响。特拉斯政府减税方案的失败充分说明财政纪律仍然具有重要性，也再次证伪了现代货币理论（MMT）。MMT认为，现代货币体系实际上是一种政府信用货币体系。财政赤字相当于增加货币供给，并不意味着政府会陷入财政危机。据此，MMT主张功能性财政政策，认为财政开支不必量入为出，而应以促进就业和民生为原则。功能性财政仅受通胀约束，当通胀发生时，政府可通过加税回收货币予以化解。特拉斯的失败说明，功能性财政并非仅受通胀约束，不负责任的财政扩张会迅速恶化通胀预期并放大避险情绪，造成金融市场动荡，进而影响实体经济。特拉斯的失败也反映出极端政策对经济金融稳定的破坏力，这表明宏观政策应保持合理适度，保持政策连续性、稳定性和可持续性，避免“急转弯”，从而引导市场形成合理预期。

三是对复杂金融市场相关风险保持警惕。特拉斯政府减税方案引发养老金流动性危机，充分说明金融市场复杂性上升可能带来风险：越是成熟、复杂的金融市场，其崩盘越可能在一瞬间。如果养老金在资产端通过配置国债这类相对简单的资产来匹配负债的久期，则在黑天鹅事件导致利率剧烈变动时，这些养老金无需面临追加保证金的压力，并无发生流动性危机之虞。可见，金融衍生品市场越发达的国家，金融市场对极端政策和黑天鹅事件的承受力可能越低。监管机构应与时俱进，充分了解并着力防范复杂金融市场相关风险，如对参与衍生品交易的金融机构进行流动性风险方面的压力测试等。

四是扎实推进共同富裕。特拉斯政府减税方案的失败也反映出贫富差距扩大的背景下民意对政策

空间的限制。一旦社会陷入贫富对立、政治极化的泥潭，即使是合理的政策措施也可能难以施行。从这个角度看，推进共同富裕也是为未来争取政策空间。正如二十大报告所指出，中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化。应坚持把实现人民对美好生活的向往作为现代化建设的出发点和落脚点，着力维护和促进社会公平正义，健全基本公共服务体系，提高公共服务水平，扎实推进共同富裕，坚决防止两极分化。

五是因时制宜制定政策。特拉斯政府减税方案的失败充分说明，同样的经济政策在不同的经济形势和约束条件下会产生不同的结果。政策制定者应吸取其教训，充分考虑约束条件的变化，根据客观形势和具体情况制定政策，避免犯经验主义和教条主义错误。

参考文献

- [1] 刘正才、李朝霞. 撒切尔夫人供给侧改革对当前我国经济改革的启示[J]. 经济研究导刊, 2017(30): 3-4
- [2] 田德文. 修正新自由主义——英国政府新战略研究[J]. 欧洲研究, 2020(6): 110-134
- [3] 姚树洁. 中国改革应借鉴撒切尔的务实精神[J]. IT时代周刊, 2013(12): 6
- [4] 张颖. “新自由主义”——撒切尔夫人贬值的“遗产”[J]. 中国经济周刊, 2013(23): 78-79
- [5] A. Shalal. IMF Says UK Fiscal Measures Will Likely Increase Inequality, Urges Rethink [EB/OL]. <https://www.reuters.com/world/uk/imf-says-uk-fiscal-measures-will-likely-increase-inequality-urges-rethink-2022-09-27/>
- [6] B. Reading. Repeat of 70s in Store as UK Heads Towards Stagflation [EB/OL]. Oct.2022, OMFIF <https://www.omfif.org/2021/10/repeat-of-70s-in-store-as-uk-heads-towards-stagflation/>
- [7] F. Mishkin. The Economics of Money, Banking and Financial Market 12th edition [M]. Pearson, 2021
- [8] M. Desai. If Truss Becomes Prime Minister, Sterling Will Crash [EB/OL]. Aug.2022, OMFIF <https://www.omfif.org/2022/08/if-truss-becomes-prime-minister-sterling-will-crash/>
- [9] P. Krugman. International Economics: Theory and Principle 11th edition [M]. Pearson, 2021

(责任编辑：冯天真)