



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

张斌：财政“开前门”

很感谢。今天的活动主题是“金融改革”，其实我也不研究这个问题，但是很多人都讲中国金融市场各种各样的问题。我今天主要谈这几方面：一是中国的刺激政策；二是对财政刺激政策的评价；三是赤字率与债务的问题。

在座的各位要么是学者专家，要么是比较专业的研究者，讲到中国刺激政策的时候，做宏观的人会有明确地体会，2012年是一个拐点，不光是受到政策的影响，还有其他很多影响，2012年工业化时期过去了，中国开始往服务业转移。做宏观的人为什么关注这个问题？因为2012年之前谈宏观问题的时候，大家一般第一反应最害怕的就是经济过热、害怕通货膨胀。但是2012年以后面临的都是通缩的问题、经济过暖的问题，正是在这样的宏观背景之下，实行财政刺激，但是我们不喜欢用“刺激”这个词，而且中国的稳定政策在世界上很出名，一旦用刺激政策以后，资本市场马上有很强烈的反应，发达国家用刺激政策未必有那么大的反应，但是中国反应非常强烈，最起码资本市场反应强烈。为什么反应强烈？因为短期内见效非常快。原因，

张斌

中国社科院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室主任

第一，中国的财政刺激政策大概有三个支柱，通俗一点说，第一个需要中央一句话，现在经济困难了，需要采取一点稳定的措施，不能让经济下行。第二句话，地方政府就等中央这句话，一直不来，但是光靠这个还不够，中央说了不给钱，只给你一点点配套的钱。第三句话，金融机构要把钱拿出来才行，这三个有效配合信贷才能大量上去，之后就开始做结构的体检。

今天多说一句，现在很多人对基建还有误解，基建还是“铁公基”这个误解早就应该消除掉，几十年前就不这样了，10%的基建是中央政府做的，90%的基建是地方政府做的。“铁公基”在基建里占不到30%，电力、热力、燃气大概有20%，而且中国电网已经做到世界上最高端，在过去很多年以来都是快速大幅度下降。第二个是交通运输，交通运输从增长速度来看其实也是在快速下降，占比也是在下降，占基建一半的是水利、环境、公共管理设施，水利、环境不说了，最重要的是公共管理设施。公共管理设施里最重要的是市政管理、地下的网管，这都是基建的大头。包括城市的绿化、城市的环境保护、城市的环卫，也包括修公园和旅游景区的钱，去年修公园、旅游景区的支出是1.5万亿，铁路是8000亿，可以看到基建越来越多的不是“铁公基”，而是城市公共设施服务与城市扩张，服务于城市环境保护方面，基建的大头越来越是这方面的支出。

怎么评价中国式刺激政策？时间关系我没办法展开讲，简单地引出来几条。

好处一：我们知道人类文明的提升过程其实也是一个人类的集聚过程，人最早是狩猎、采集，那个时候人非常散，到农业社会以后人就开始聚集为村庄，到了工业社会人就开始更多走向城市，到了后工业社会大都市的崛起更快，所以可以看到人类的文明越往前走这个城市就越聚集，人口就越聚集。高密度的人生活在城市里面必然会需要对这个城市有大量的投资，地上地下是一

个立体的投资，这里涉及到大量的投资，也是满足人们美好生活的需要。做基建其实是为了维护、服务这种需要。

好处二：基建一种是中央政府做，一种是地方政府做，比较而言，各有各的好处，因为很多基建更具有地域特征，每个地方需要的不一样，迫切需要的东西不一样。如果你想比较好地解决信息不对称的问题，这个过程中其实放权很重要。过去地方政府自下而上各种各样的，大家看起来好像很乱，干什么的都有，但是它有它的好处，地方政府做决策是有优势的。

好处三：2012年时，整个的社会信用增长有百分之六七十来自企业，百分之十几来自住房抵押贷款，还有百分之十几来自政府。但是到了2018年其实没几年的时间，如果我们把地方融资平台从企业里剥离出来，放在政府融资里面，社会消费品零售总额新增部分有50%来自政府债券，地方债也好、专项债也好，或者是国债也好，再加上融资平台各种各样的贷款占比，新增社零50%是来自于这里。你可以假想一下，如果没有政府的这笔支出的增长，光靠企业和居民的信贷增长大概是什么速度？可能连5%都超不过，如果我们的社零增长不到5%，你可以想象我们的名义GDP会是什么样。在这期间里因为它有一个经济结构转型的背景，有很大的信用收缩的背景，政府的这种支出活动对于保持整个社会信用的扩张或者防止信用的坍塌其实起到很大的支撑作用，支撑信用的同时也就支撑了购买力，支撑了购买力就支撑了名义GDP。名义GDP是政府的税收、是居民的收入、是企业的利润。所以大家一说这样不好、那样不好的时候是有许多不好的地方，但是你也要想如果没有它会怎样。

这是说好的地方，再说不好的地方，确实有很多不好的地方。

弊端一：比如有一些地方竞赛式的过度和盲目投资。在讲盲目投资的时候，其实我们对盲目投资没有很好的定义，但是我们确实看到在很多人口已经流出，城市比较凋敝的地区还有很多基建，这些基建做完以后根本没有人用，

人都走了，这肯定就是浪费。如果我们一个一个城市看地方政府的偿债能力，偿债能力最关键的不是说这个地方做了多少基建，地方政府融资平台做了多少项目，而在于这个地方人口流入情况和这个地方的产业发展情况。

弊端二：世界上别的国家我不知道，但是我知道只有中国政府在做这些公益基建的时候才会用这么贵的钱、用这种融资方式去做基建。

弊端三：金融风险积累，金融市场各种乱象。

如何趋利避害，我简单说其实就是政府和市场边界的问题，首先要想搞清楚地方融资平台做的隐性的究竟是公益、准公益的还是商业性的。商业的应该归商业，如果是公益、准公益的政府要买单，新增的债务政府也要买单，如果分不清楚对金融市场来说就没有办法很好的定价，也没有办法让金融市场能够靠市场的稳定健康地成长，因为政府在这里面的任务搞不清楚。

我们做了几个案例分析，在不同的债务率、不同的增长速度情况下，中国的债务率、赤字率是怎样的，我们考虑的是 23 号文件之后，对债务和赤字率的影响。我们大概算出来如果政府要把这些债务都给公益和准公益类的存量债务吃下来可能会让债务上到 65%左右，如果中国政府还要保持合理的基建的增速，其实我们也不太知道什么叫合理的基建增速，但是我们可以看一下日本、韩国、中国台湾在城市化率到达 75%以前，基建增长速度从来没有超过名义 GDP 的增长速度。如果我们假定基建增长速度跟名义 GDP 增长速度保持一致，我们的赤字率未来很多年大概会保持在 8%-9%。好像看起来比现在的情况恶化了，但是它其实是降低了债务风险，如果这样做的话企业债务的风险、企业杠杆率就没那么高。还有很重要的一点，偿债的成本大幅度降下来。

最后我想说一点，很多人担心这么做之后中国政府的债务会不会太高？金融危机之后十年，中国的平均赤字率是 1.5%，美国跟日本大概是 6%-7%，欧洲因为有债务公约的限制，大概 3%，最后债务率最低、赤字率最低的欧洲出现了

债务危机，日本、美国都没有出现。世界上最担心中国的债务，但是中国的债务率是最低的，赤字率也是最低的，这其实就告诉我们一件事，债务率本身是需要关注的指标，但是除了这个指标，如果关心与金融风险或与金融危机之间的关系的话，还要考虑很多别的东西，除了刚才已经讲过的债务的结构问题、债务增长速度问题，还包括很重要的透明度的问题、开放度的问题等。从我们看到的经验来看，即便是有了债务增长，如果能够把通胀保持在稳定的水平，经济增长还保持原来的增长速度，这是降低金融危机最重要的保障。反过来说，如果出于对债务率的担心，搞过度的收缩、严重的通缩，严重的通缩和信用的崩溃下一步自然而然就是一个金融危机。

我就报告这么多。

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。