

财政政策地方化、货币政策财政化 ——我国财政货币政策体制缺陷和改革

殷剑峰

国家金融与发展实验室副主任 浙商银行首席经济学家

近日，两会宣布财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，这是应对新冠肺炎疫情冲击的必要举措，令人振奋。但是，我国财政货币政策体制的根本缺陷——财政政策地方化和货币政策财政化——依然没有显示出被解决的迹象。这种缺陷正在导致系统性金融风险的迅速累积和央行潜在的巨额亏损，而巨额亏损将使得央行既无法控制可能的通货膨胀，实现货币政策稳定通胀的首要目标，更无法成为合格的最后贷款人，保持宏观金融稳定。

一、财政政策地方化及其后果

作为一个依然处于转轨和发展中的经济体，我国的财政体制一直是一种增长型财政，而不是成熟市场经济中的公共财政。突出表现就是，在我国的财政支出中，经济事务型支出的比重远远高于其他国家，而着眼于提供公共品的支出比重显著较低。例如，根据 IMF（2018）的一个研究报告¹，中国财政的社会救助支出（social assistance spending）、健康支出（government health expenditure）和教育支出（government education expenditure）分别为 GDP 的 0.7%、3%、3.6%，不仅低于新兴经济体的平均水平（分别为 1.4%、3.9%和 4.2%），更是远低于 OECD 国家的平均水平（分别为 2%、6.6%和 5%）。与此同

¹ IMF working paper, 2018, Intergovernmental Fiscal Reform in China, www.imf.org.

时，在人口老龄化、固定资本相对于劳动力已经趋于过剩的背景下，中国财政的大量支出还在投向收效愈发低下的各种基建项目。

在增长型财政体制下，自 1994 年以财权上收、事权下放为本质特征的分税制改革以来，我国的财政分权体制又导致财政政策地方化。财政政策有三大功能，即资源配置（例如通过提供公共品）、收入分配（例如通过税收）和宏观经济稳定，其中，资源配置和收入分配功能根据公共品和税收属性在中央和地方进行分配，而宏观经济稳定几乎完全是中央的功能。我国财政政策的地方化表现为财政三大功能过度地分配给地方财政，不仅本该由中央财政承担的公共品责任（如公共养老金体系、失业保险和教育健康支出）让渡给了地方，在 2008 年全球金融危机之后，理应由中央财政担责的宏观经济稳定功能也几乎完全下放了。

财政政策地方化使得我国各地的公共品服务难以均等化，并且，各地差距越来越大。另一个更加紧迫的影响就是，财政政策地方化导致政府债务的两个严重失衡：其一是央地失衡。以 2018 年为例，虽然我国政府杠杆率只有 50% 多，远低于日本的 250% 和美国的 100%，但我国政府债务中 70% 是地方政府债务，这一比例远高于同样是单一制国家的日本（10%），甚至也远高于联邦制的美国（30%）。其二是区域间的失衡。近期我们关于中国地方政府债务区域失衡的研究发现²，地方政府债务在区域间呈现出经济越落后的地区地方政府债务负

² 殷剑峰，王蒋姜，麦丽斯，2020：《我国地方政府债务的区域不平衡问题研究》，《金融评论》2020 年第 1 期。

担越重的现象。根据截至 2019 年的政府债务存量、平均期限和发债成本，我们预期 2021 年许多省市将进入偿债高峰，届时经济不发达地区到期的债务本息将达到财政自有收入的 42%——这意味着要么借新还旧，要么债务违约。

2020 年爆发的新冠肺炎疫情使得地方政府偿债压力大增，偿债高峰提前到来。由于史无前例的疫情冲击，几乎所有省市的财政收入都是负增长，包括湖北在内的 7 个省财政收入增速为-20%到-31%。同时，在财政政策地方化的情况下，今年地方政府的财政支出很可能依然是较高的正增长。我们已经看到，财政收支逆差扩大的自然结果就是 1 季度地方政府发债速度大大加快，并且，债券期限拉长到以 10 年期以上为主。根据疫情后地方财政状况判断，未来五年地方政府的偿债压力都将非常巨大，不排除随时可能发生极端事件。

财政政策地方化不仅导致区域财政风险上升，而且可能会通过财政风险和金融风险的相互激化，最后放大成为系统性金融风险。2015 年，随着财政部“开前门、堵后门”政策的推出，地方政府债务融资的渠道迅速从此前主要依靠平台贷款和影子银行，转向了公开透明的债券市场。截至 2020 年 1 季度，在地方政府 37 万亿元负债中，地方政府债券为 22.6 万亿元，城投债券为 9.5 万亿元，平台贷款和影子银行已经萎缩到不到 6 万亿元。应该看到，融资方式的这种转变是符合政策意图的，即提高了地方政府债务的透明度、降低了融资成本，但是，随着融资手段从隐秘、分散的平台贷款和影子银行转向公开透明的债券市场，这也意味着一旦某个地区的债务“暴雷”就可能引发全

市场震荡。如同美国当年通过证券化将分散的次级按揭贷款风险放大成为 2007 年次贷危机和 2008 年全球金融危机一样，由于地方政府债券和城投债券几乎全都由银行和非银行金融机构持有，30 多万亿元地方政府债务中隐含的区域财政风险也可能成为系统性金融风险的导火索。

二、货币政策财政化及其后果

在财政体制存在根本性缺陷和财政政策地方化的背景下，我国的货币政策也存在扭曲。简单地说，就是货币政策财政化——货币政策承担了本应由财政政策承担的功能。在计划经济时代，无所谓货币政策，货币当局无非是财政当局的一个部门——财政出纳。改革开放后，有了货币政策，也就有了转轨和发展过程中的货币政策财政化。不过，货币政策财政化在 1994 年前后的表现是不一样的。

在 1994 年前，财政直接向央行透支和借款——这被称作是“赤字/债务货币化”，而发放大量安定团结贷款的银行体系又依靠、甚至是倒逼央行的再贷款，进而形成严重的货币超发和通货膨胀。在这一时期，货币当局扮演的是财政当局之外的“二财政”角色。1994 年开启了改革开放后第一次全面系统的财政货币体制改革。随着 1995 年《中国人民银行法》的颁布，财政再也无法直接向央行透支或借款，但是，由于财政政策功能的缺位，也可能是因为几乎所有公共部门都存在的权力最大化的冲动，央行依然不得不或心甘情愿地承担着财政功能，只不过从直截了当的赤字/债务货币化转变成隐性的财政行为——这被 IMF 称作是“准财政行为”（quasi-fiscal activities, QFA），

即央行或其他公共金融机构从事的本来可以由财政预算单位通过税收、补贴和财政支出完成的行为。

在央行的资产端，QFA 表现为三点：第一，购买“有毒资产”，救助金融/非金融机构；第二，给予特定金融机构或特定金融行为优惠条件的再贷款；第三，为稳定汇率，持有大量外汇资产。在央行的负债端，QFA 也表现为三点：第一，发行央行债券，与国债争夺安全资产地位；第二，出于金融资源配置或稳定汇率的政策目的，设定较高的法定存款准备金率；第三，对准备金支付利息，使得准备金成为商业银行持有的事实上的政府债务资产。

应该说，在财政体制和整个经济体制不健全的背景下，央行的准财政行为对于发挥央行最后贷款人功能、保持宏观经济和金融稳定确实发挥了作用，但边际效用递减，边际成本递增。关于央行准财政行为的负面效应，笔者及国内经济学界以往已经总结过许多。例如，由于央行公开市场业务不以国债为基础吞吐基础货币，削弱了国债作为全社会安全资产的地位，使得人民币成为事实上依附于美元的货币；再例如，以各种“粉”的形式存在的大量再贷款，信息不透明，规则不清晰，扰乱了利率体系，加大了道德风险。

除了这些负面效应以外，**当前一个值得警惕的问题就是：准财政行为可能导致央行出现严重的亏损，这将极大地削弱央行的公信力、货币政策操作的有效性和作为最后贷款人保持宏观金融稳定的能力。**一般以为，作为基础货币的垄断发行者，央行一定会赚的盆满钵满，央行亏损简直匪夷所思。事实是，在新兴和发展中经济体，央行亏损

非常普遍³。近几年，随着发达经济体普遍推出量化宽松政策，央行亏损也正在成为关注的焦点。导致央行亏损的首要原因是资产端外汇资产的低收益和价值重估，其次是资产端各种形式的“不良贷款”，最后是负债端的付息准备金和央行债券。

以人民银行为例，2019年资产为36万亿人民币，自有资金只有220亿元，以此计算的央行“资本充足率”仅为0.04%。2019年人民银行持有的外汇资产为21万亿元，如果考虑到过去十多年来人民币升值了10%左右，那么以本币估值的外汇资产损失就是2万多亿人民币。此外，人民银行对银行和非银行金融机构的债权还有16万亿元，这其中哪怕只有1%的不良率，就会有相当于央行自有资金8倍的1600多亿“不良贷款”。所以，前央行行长周小川几年前就指出⁴，要关注隐形财政风险对央行履职的影响，要去除央行的准财政职能。

三、改革财政货币政策体制

当前的财政货币政策体制是不可持续的，因为这种体制蕴含着越来越大的系统性金融风险。同时，随着央行资产负债表的恶化，未来再指望央行去“买单”已经不可能。设想一下，在发生系统性金融风险的时候，如何指望一个严重亏损、可能连工资奖金发放都有困难的央行再次出手去购买“有毒资产”呢？在通货膨胀压力上升的时候，又如何去让一个资产几乎丧失殆尽的央行卖出它所没有的资产，从而回笼作为它负债的基础货币呢？

³ IMF working paper, 2012, Does central bank capital matter for monetary policy? www.imf.org.

⁴ 周小川，2012：《国际金融危机：观察、分析与应对》，中国金融出版社。

对于当前财政货币政策体制的改革，笔者以为有三点至关重要。首先，财政和货币政策都应该回归其本源，而财政体制改革是前提和基础。对于财政政策而言，要建立更好发挥政府作用的公共财政体制，中央和地方要合理划分财权、尤其是事权，中央财政要承担起本来应该承担的财政功能，特别是提供全国性公共品的责任和宏观经济稳定的功能；对于货币政策而言，要逐步退出准财政行为，以国债作为公开市场操作的主要工具，建立有效的间接调控的货币政策框架。

其次，财政当局和货币当局应该相互配合。通过购买国债，使得国债成为顶级安全资产，且发行利率可控，货币当局因而可以作为财政当局的支撑。通过发行国债置换央行过多的付息准备金，并提供替代外汇资产的公开市场业务工具，财政当局也可以成为货币当局的支撑。特别是对于央行由于前期准财政行为发生的潜在亏损，财政当局完全可以简单地“敲击键盘”为央行提供注资，同时不会对宏观经济和物价总水平产生显著影响。

最后，根本之根本是要建立基于法治的国家治理体系，提高财政支出的效率，防止不受约束的过度政府债务。实际上，赤字/债务货币化与正常的基于国债的公开市场操作之间仅仅隔着一层薄板。这层薄板是脆弱的纸板，还是坚硬的钢板，完全取决于法治。可以设想，即使不考虑此次疫情的冲击，随着人口老龄化，我国政府在养老、健康医疗和教育的财政支出压力也将是巨大的。例如，如果将社会救助、健康和教育支出提高到 OECD 国家的平均水平，那么每年新增财政支出将达到 GDP 的 6%，按目前 GDP 的规模，就是每年增加 6 万亿

元的财政支出，相当于 2019 年全国公共财政支出的 1/4。为缓解财政压力，提高财政支出效率，有必要进一步压缩各种于国于民无利的会议、形象工程支出。

关于政府债务问题，笔者推荐大卫·斯塔萨维奇的《公债与民主国家的诞生》。这本书讲述了光荣革命后英国现代财政和央行体制雏形的建立。在 18 和 19 世纪，人口只有法国 1/3 的英国不断地在英法战争中战胜法国皇帝。对此，法国著名历史学家布罗代尔总结到：“公债有效地动员了英国的有生力量，提供了可怕的作战武器。”⁵

⁵ 布罗代尔，《15 至 18 世纪的物质文明、经济和资本主义》，三联书店，2002 年版。