

建立与国家治理体系相匹配的广义财政赤字管理机制

闫坤 | 刘陈杰

财政体制改革与国家治理体系相匹配，就是要在合理增长的前提下，保障均衡发展，共赢共享，建设经济发展型财政体制。财政体制应该与国家治理体系相对接，在国家治理层面寻找到新的定位，广义预算财政赤字管理机制也是如此。广义财政赤字管理应该遵循经济发展的理念，力求稳定、安全、可持续，避免出现财政风险，鼓励提升经济增长的品质，改善财政服务人民的质量。围绕这一目标，笔者建议，应该从广义财政赤字的总量、结构、边界定义三方面入手，尽快建立与国家治理体系相匹配的广义财政赤字管理机制，提升我国经济发展水平，走有速度有质量的可持续发展之路。

广义财政赤字的概念、监测和成因

本文广义财政赤字的概念，即政府部门负有直接、间接或隐含支出偿付职责的赤字。依据相关法律法规，中央政府和地方政府对于非认定的地方融资平台债务、政策性金融机构和国有部门的债务并没有偿付的责任，也就不需要

对这些部门的赤字(收不抵支)负责。然而，无论从金融市场，还是学界政界，目前普遍存在这样的认识和概念：这些机构的赤字或债务，财政部门具有刚性兑付的义务。即使短期小范围可以严格执行市场化原则，但是财政部门为了保障财政安全，最终还是会对所有地方融资平台、政策性金融机构和国有部门的债务进行兜底。现阶段全口径预算管理体系主要为：公共财政预算、政府性基金预算、社会保障预算和国有资本经营预算。其中，国有资本经营预算的支出通常仅用于支付国企改革相关成本以及资本注入。社保基金预算则用于社保支出。政府性基金预算包含约40个子基金和账户，每个都为特殊用途而设立。土地出让收入在全国政府性基金的收入中约占75%，而土地收入相关支出也在全国政府性基金的支出中约占75%。四部分预算看似全口径，但其实漏损了部分本应由财政承担的赤字责任。不论现在是否承认这部分漏损的赤字或负债，该部分支出确实承担了公共部门支出的责任，未来将会成为影响国

家财政安全的重要因素。因此，本文的广义财政赤字，内涵可能比现阶段的四部分预算要宽泛一些，包括了地方融资平台债务、政策性金融机构和国有部门的赤字。

广义财政赤字的重点监测方向在于预算外政府收支活动。在我国，除了预算内财政工具之外，政府还可以通过预算外活动来影响经济走势。最重要也是最常用的举措是由地方政府融资平台或其他国企进行的基建投资。比如在2008年全球金融危机期间，巨额的预算外基建投资为帮助我国快速摆脱经济急剧放缓发挥了重要作用。由于地方政府的预算内收入空间有限，而且无法直接从银行举借或发行债券，地方政府转而借助表外实体即地方政府融资平台作为融资和支出工具，这导致了那段时间地方政府融资平台迅猛发展。预算外财政支出的迅速扩大，使得我国经济增速在2009年实现了迅速反弹。学术界通常用财政赤字与GDP之比来衡量财政政策的基调，2009年，我国政府实施大规模刺激政策以抵御全球金融危机的负面影响之

时, 预算内财政赤字率从0.75%上升至2.75%, 在合理的财政乘数效应下, 预算内财政数据显示的财政刺激力度不足以支撑经济出现如此强劲且迅速的回升, 而填补这一缺口的正是大规模预算外基建支出。

广义财政赤字的监测方法和结论。由于相关财政统计数据的缺乏, 直接统计全口径的广义财政赤字非常困难。国际货币基金组织的工作论文《Fiscal Vulnerabilities and Risks from Local Government Finance in China》对我国广义财政赤字规模进行过估算的尝试。论文假设所有预算外活动均为基建投资, 由地方政府融资平台实施。其将地方政府融资平台的所有预算外资金来源(例如银行贷款、企业债和信托贷款等)加入预算内财政数据, 从而得到广义财政赤字数据。但是, 我们注意到在实际情况中, 同一时期内的融资和支出未必匹配, 因此用IMF方法监测广义财政赤字在季度数据或月度数据上很可能不准确, 而且其依赖历年国家地方政府债务审计报告中的债务增速及构成数据来估算地方平台的银行贷款, 很可能造成对广义财政赤字监测的不及时。我们改进了IMF的估算方法, 基于固定资产投资数据计算出基建投资规模。主要将交通、仓储邮政和水利、环保以及公用事业管理等部门的固定资产投资归为基建投资部分。我们认为这些基础设施领域的绝大多数支出主要由政府推动, 这意味着投资要么直接由政府进行, 要么间接地通过政府政令完成。通过固定资产投资资金来源分类, 我们从计算得到的基建支出数据中剔除由国家预算资金支付的部分, 从而初步得到预算外基建支出数据。同时, 在考虑基建支出时还需要考虑基建的收入部分。由于缺乏基建设施的详细数据, 我们将交通、仓储邮政和水利、环保以及公用事业管理等部门的年度盈利数据加总, 近似于基建部分的收入数据。把

基建支出和基建收入数据与预算内财政数据相衔接, 就可以得到粗线条的广义财政赤字规模, 并能实时监测。我们监测的广义财政赤字率较官方赤字率平均高3.2个百分点, 其中差异最大的时期出现在全球金融危机期间和近两年。

广义财政赤字的成因主要来自于目前的财政分权体制和预算软约束。我们发现, 财政分权体制使得地方政府具有实施扩张性财政政策的动力, 而预算软约束有助于提升其融资能力, 使得实施扩张性财政政策的动力变为现实。同时, 我们的实证检验发现: 我国财政政策在经济衰退期采用的是反周期的扩张性调控, 而在经济繁荣期, 所采用的则是顺周期的财政政策, 这与我们理论模型的结论基本一致; 从财政支出结构看, 在经济衰退期基建支出扩张效应最大; 在经济繁荣期行政管理支出扩张效应最大。广义财政赤字在促进经济增长的过程中发挥了作用, 调动了地方政府的积极性, 同时使得地方经济增长的“锦标赛”能够实现。但是, 庞大的广义财政赤字很多处于被政府承认和不承认的边缘, 其日积月累就积累了财政风险。

广义财政赤字的风险与金融稳定的关系

广义财政赤字的风险在于其投资项目的低收益率、低现金流和债务的积累。按照我们的监测数据, 将2009—2016年间测算的广义财政赤字加总, 总规模已经达到了35万亿元, 约占我国2017年名义GDP的45%, 比之前审计署公布的政府债务余额数据高约10万亿元。我们利用公开数据测算发现, 地方政府融资平台的投资项目普遍的资本回报率在2%左右, 历史平均融资成本在7%左右。同时, 地方融资平台的现金流较为贫乏, 很多投资项目的现金流长时间几乎为零。我们测算的项目数据来自

于公开发债项目, 很多敢于公布数据的地方融资平台公司可能在所有地方融资平台公司里资质已经较好, 但整体的地方融资平台的项目收益率、现金流状况可能更为堪忧。

广义财政赤字的风险与金融风险紧密相连。金融空转、资金脱实向虚将会对金融稳定和经济稳定造成重要影响。无论是2015年的股灾、2016年的熔断和近年来的房地产泡沫, 都揭示了新时期防范金融风险之迫切和维护金融稳定之重要。按照我们的测算, 股市与实体经济基本面自2014年以后开始高度负相关; 人民币汇率自2014年开始贬值压力加大, 热钱持续流出; 单位GDP所需的货币信贷密度开始明显增加, 货币政策有效性降低。这些现象的背后, 就是实体经济投资回报率开始持续低于实际融资成本, 经济可能逐渐陷入“庞氏增长”阶段。一系列的金融风险乱象, 深层本质在于不断下行的实体经济资本回报率与居高不下的实际融资成本之间的矛盾, 单位资本投入实体经济所产生的回报率甚至开始低于金融市场的无风险收益率。资金当然不愿意进入实体经济, 宁可在金融体系空转。按照我们最新的测算, 2016年底, 我国实体经济投资回报率为4.2%, 低于目前金融市场的无风险收益率。这一阶段的典型特征包括: 第一, 资金不愿意进入传统实体经济, 主要因为实体经济投资回报率较低, 甚至低于金融市场无风险收益率; 第二, 行业结构性分化, “旧经济”行业(煤炭、有色、钢铁、基建等)生产经营困难加大, 金融风险加大; “新经济”行业, 比如传媒、网红经济等泡沫化, 估值过高, 金融风险同样很高; 第三, 资本市场主要受到流动性和风险偏好推动, 而不是基本面, 资金流动迅速, 呈现泡沫化特征; 第四, 股市、房地产、债券市场等各个大类资产之间, 呈现出明显的轮动效应, 即资产配置之间存在着

明显的负相关效应,资产是资金轮动推动,而不是经济基本面。因此,实体经济投资回报率低于融资成本,是金融风险频繁显现的根本原因,并在不同领域逐步显现。强调金融监管的背景是防范进一步资产泡沫,防止资金持续空转,防御潜在的金融风险。其中,广义财政赤字所投资的项目,部分属于效率堪忧的部分,拉低了实体经济整体的资本回报率,使得金融体系的资金空转。广义财政赤字的成因、积累与金融风险的集聚一脉相承,相互联系。

加强金融监管与广义财政赤字管理机制改革并行,才能有效控制杠杆率和泡沫化水平。资金空转、资产泡沫、市场乱象,仅仅是表面的现象,是资金自发的认为实体经济投资回报率过低,不愿意进入实体经济的表现。依靠行政手段的金融监管可能将部分空转资金的通道堵住,但多余的资金未必会顺利进入实体经济。加强金融监管的同时,需要进一步加快实体经济改革,特别是广义财政赤字管理机制,金融监管单兵突进的效果甚微。行政的方式将金融体系的资金流动堵住,事实上造成无风险收益率的进一步提升,而这时的实体经济投资回报率又没有相应的提升,资金还是不会自发地大规模进入实体经济。从当前孱弱的民间投资、制造业投资以及依然活跃的地方融资平台和PPP投资可以观察,市场主导的资金进入实体经济的意愿较低,低效率部门的投资却依旧较为活跃。

广义财政赤字管理机制改革,与加强金融监管相互配合,确保不发生局部金融风险。加强金融监管,以短期不发生系统性金融风险为宜。根据公开统计数据,2017年前4个月,取消或推迟发行的债券规模达2633.87亿元,创同期历史新高。今年前四个月推迟或取消发行的债券数量306只,同比攀升52.2%。尤其是2017年4月,取消或推

迟发行的债券规模和数量接近前3个月总和。流动性趋紧和监管重拳去杠杆引发的发债成本持续上升,是导致债券弃发规模攀升的主要原因。严监管政策力推金融去杠杆,导致不少机构在二级市场抛售债券,二级市场的利率上行压力传导至一级市场。资金空转配置信用债的典型是“银行理财——非银委外——企业”的模式。严监管下银行自查理财和同业空转,可能导致流动性短期内紧张,市场风险偏好降低,将对信用债的配置需求产生重要影响。考虑到接下来几个月面临偿债高峰期,以及后续企业利润增速回落导致自身现金流有限,对外部融资的依赖使得信用债的供给在未来仍会维持高位。广义财政赤字管理机制改革,应该与加强金融监管相互配合,合理安排好短期正常的融资需求,确保不发生局部金融风险。

建立与国家治理体系相匹配的广义财政赤字管理机制

第一,在总量上,稳定广义财政赤字规模,防范预算外政府收支活动风险。如果从政府资产负债表的角度看,目前我国政府债务问题、广义财政赤字问题都在可控范围之内,并没有国外很多机构分析的那么严重。但是,居安思危,财政体制的稳定性关系国家和社会的稳定性。对于广义财政赤字,我们应该一分为二看待。其在2008年全球金融危机期间确实对经济增速迅速恢复起到了有力的作用,但是之后的赤字集聚也造成了一定的财政风险。因此,在构建了广义财政赤字监测体系的基础上,建议在总量上控制广义财政赤字规模,防范潜在的财政风险。广义财政赤字的可持续性主要在于政府预算的跨期平衡,而经济增长速度是广义财政赤字可持续性的关键。按照跨期预算平衡和审慎的原则,我们建议当期广义财政赤字率以过去三年名义GDP的平均

增速为限。

第二,在结构上,财政支出向民生领域倾斜,降低经济建设领域的公共支出比例。财政支出近年来在民生领域的投资占比逐年提升,但是和发达经济体和新兴市场经济体的财政支出结构相比,我国财政支出对于民生领域的投资还不算高,对于经济建设的投资却偏高。具体而言,我国整体财政支出中投向经济建设领域的大约占财政总收入的42%,比发达经济体和新兴市场经济体的平均水平高30%(当然各个国家的财政制度不一样)。我国广义财政支出在社会民生领域的投入占财政总收入的比例为40%,比发达经济体和新兴市场经济体的平均水平低25%。具体到广义财政赤字上来,经济建设支出是庞大广义财政赤字产生的重要原因。因此,结构上看,建议财政支出进一步向民生领域倾斜,降低经济建设领域的公共支出比例,改善支出结构,减轻广义财政赤字的压力。建议继续大力规范并推广政府和社会资本合作(PPP)的形式,鼓励民间资本进入适当的基建领域。

第三,进一步细化全口径预算管理,尽早明确财政赤字的边界。目前金融市场、学界和政府部门对于承认的和暂时不承认的广义财政负债还没有清晰的一致共识。对于地方融资平台债务,全社会普遍存在刚性兑付的心理认识,同时对于预算外投资存在一定程度上的预算软约束,对资金成本并不敏感,对于项目收益并不关心,对于债务偿付并不负责,对于政府财政边界并不明晰。建议进一步细化全口径预算管理,将广义财政赤字问题尽早明确边界,加强全口径预算体系合一测算,并且适时加入对其他广义财政赤字的统计和监测,实现真正意义上的全口径财政预算。

(作者单位:中国社会科学院农村发展研究所、经济研究所)

责任编辑 李艳芝