

# 当前财政货币政策协调中的问题及建议

财政部金融司 ●

当前宏观经济运行总体呈现平稳较快增长态势,经济自主增长活力增强,结构调整步伐加快。但一些深层次矛盾和问题仍然突出,财政政策与货币政策搭配中的一些不协调因素依然存在。因此,下一阶段要继续突出宏观调控的前瞻性和科学性,适度调整财政货币政策的运用领域,逐步增强财政货币政策协调搭配的主动性和有效性。

## 一、当前财政货币政策协调中的冲突

(一) 财政货币政策工具冲突。央行票据存在制度缺陷

1. 央行票据发行量已超过国债,越位成为财政政策和货币政策的联接点。从理论上讲,国债是财政政策和货币政策的联接点。由于2006年之前我国国债实行发行额管理,央行在国债难以满足公开市场操作回笼基础货币需求的情况下,开始通过发行央行票据进行公开市场操作。但发行央行票据的初衷,只是基于外汇占款过快增长而推出的临时性货币政策工具,是一种短期的、具有明显阶段性特征的“非规范”政策工具。但近年来,随着外汇储备的大幅增加,央行票据的发行量也在逐年攀升。据统计,自2005年以来,共发行央行票据27780.55亿

元,已经超过国债和金融债,成为银行间债券市场最为活跃的交易品种,越位成为财政政策和货币政策的联接点。

2. 央行票据发行使货币政策受制于外汇储备的变动,减弱了货币政策可操作性。当前体制下,人民银行购买外汇的过程就是投放基础货币的过程,为保持经济稳定,必须先购买外汇投放基础货币,再回笼过度投放的基础货币,使货币政策受制于外汇储备持续快速增长。2005年末,我国外汇储备达到8189亿美元,比上年增加了2090亿美元,通过该渠道投放的基础货币16720亿元人民币,但是全年基础货币增量仅5487亿元,多投放的基础货币大都必须回笼。在外汇占款增长已成为投放基础货币主渠道的情况下,其他货币政策工具如再贷款、再贴现和准备金利率政策很难有发挥作用的空間,降低了使用其他货币政策工具的灵活性,减弱了货币政策可操作性。

3. 央行票据发行成本日益加重,增加了财政负担。人民银行通过发行央行票据来冲销外汇占款,政府所支付的利息高于其以外汇储备形式持有美元或欧元国债利息,加之央行票据只在金融系统内部循环,使冲销成本十分高昂。同时,央行票据发行没有凭借央行的行政权力,不具有强制性,只是作为债券市场的一个平等发行体发

行票据,是央行成本最高的一种货币政策工具。特别是随着央行票据发行规模的不断扩大,成本日益加重。据统计,2005年央行票据利息支出284亿元,占人民银行全部利息支出的26%,已成为央行人民币业务亏损的主要原因。这意味着发行央行票据所形成的沉淀资产,财政在没有充分利用的情况下,却要最终承担利息成本。

4. 从国外通行做法看,央行票据不宜作为公开市场操作工具。世界各国央行公开市场操作的主要工具是国债、金融债和企业债,不是央行票据。目前,只有哥斯达黎加、印尼和韩国等极少数国家央行仍在使用央行票据。国际实践表明,央行票据的使用存在不少问题:一是持有人仅限于银行,不利于交易的活跃;二是期限结构单一,期限较短,与外汇占款的长期性不匹配;三是大量发行不利于债券市场上其它金融工具的发展;四是操作性差,成本过高;五是央行监督管理货币市场,又发行票据,既是裁判员,又是运动员,不利于金融市场的规范和发展。

(二) 财政货币政策传导冲突:汇率改革考验宏观调控

1. 从外向型经济看,汇率制度改革对财政政策提出了更高的要求。随着人民币汇率机制改革的逐步深入,一定程度上缓解了固定汇率下外汇占

款刚性增长的压力。但外汇占款的刚性变更程度,在深层次上取决于宏观经济增长动力和从外需走向内需的转换程度,如果转换不成功,内需拉动跟不上,经济增长不可避免地仍然依赖外向部门,贸易顺差的情形仍将持续出现。这就需要财政政策在投向上更多地关注内、外需均衡,强化公共财政制度供给,为今后的长期经济增长营造稳定、有力的体制依托。否则,公共财政职能的缺位将会间接通过巨额贸易顺差,以公开市场操作的巨大亏损形式表现出来,并最终由财政承担。

2. 从国内经济形势看,要求财政政策侧重于经济结构调整、扩大内需。目前,经济结构不合理和垄断行业对利润挤占的端倪已经显现出来,新增利润主要集中在上游垄断领域,利润增速下降甚至亏损的行业主要集中在下游行业。企业效益的这种明显分化,主要是因为原材料、燃料、动力购进价格长时间持续上涨,上游垄断企业获利较多,而下游行业由于竞争激烈或政府限价无法进行价格传导。2005年上游产品价格(PPI)同比上涨3.2%,下游产品价格(CPI)同比上涨1.8%。从中、长期看,财政政策应该在宏观经济调控,特别是经济结构调整、扩大内需中发挥更大作用。

3. 有管理的浮动汇率制难以解决“蒙代尔三角”难题,可能增加货币政策操作难度。国际实践证明,即使扩大汇率浮动范围并将中心汇率盯住一篮子货币,允许中心汇率在某些情况下对一篮子货币升值或贬值的模式,只是适合较小的经济体,难有独立的货币政策,难以解决“蒙代尔三角”难题:即自主的货币政策、资本的自由流动、稳定的汇率不可能同时实现。因此,在宣布人民币汇率实行盯住一篮子货币的有管理的浮动汇率制后,如何保持

独立的货币政策将是对人民币汇率机制改革的考验。

4. 以升值方式进行的汇率改革,可能使央行处于干预与不干预外汇市场的两难境地。将人民币汇率升值以及以一篮子货币挂钩,只是转向更灵活汇率体制的第一步,人民银行未来的政策走向才是关键。如果人民银行允许汇率每天在目前的0.3%浮动区间内按市场供求波动,而不进行强制干预,那么在目前的市场预期和资本流入趋势下,人民币有可能以每天0.3%的幅度升值,不用多长时间,人民币升值的幅度就会对经济产生较大负面影响。而如果人民银行为维持人民币汇率的稳定继续积极干预外汇市场,那么短期内人民币汇率体制的改革不会很有效果,人民币将有可能重回事实上的固定汇率。

(三) 财政货币政策职能冲突: 货币政策财政化

财政政策适用于结构调整、货币政策侧重于总量调整,两者分工明确、职责清晰,是经济、金融稳定的重要保证。《中国人民银行法》对人民银行制定和执行货币政策的独立性做出了明确规定。人民银行运用外汇储备注资、救助性再贷款等财政化手段,参与金融重组,承担财政职能,超越财政政策和货币政策之间的政策界线,使货币政策财政化。

1. 动用外汇储备注资是透支未来财政资金,履行财政职能。外汇储备是中央银行投放基础货币购买的,是对人民币持有者的负债。因此,外汇储备注资在本质上是中央银行利用货币政策工具,主动透支未来的财政资金。如果外汇储备注资将来退出,用财政资金来替换,基本上不存在通货膨胀问题;如果将来不用财政资金替换外汇储备注资,外汇储备注资的结果就是

用通货膨胀的办法解决国有金融机构的资本金问题。另外,央行使用外汇储备注资收益是坐支财政收入。国家外汇储备经营收益属铸币税,是中央财政收入的一部分,人民银行如果直接坐支外汇储备注资的投资分红,不但违背了人民银行利润应上缴财政的法律规定,而且造成财政资金体外循环。

2. 运用再贷款救助金融机构所提供的利差补贴,本质上是截留当期财政收入。央行再贷款与无须偿还的财政收入截然不同,是发行货币形成的资产,也是对人民币持有者的负债。央行在运用这些资金时必须确保安全性、流动性。如果运用再贷款救助金融机构,或弥补证券交易结算资金和个人债权损失,将导致央行再贷款的损失,最终只有两个渠道解决,或者增发货币导致通货膨胀,相当于对全体人民征收通货膨胀税,或者直接由财政拨款弥补。人民银行直接或间接向金融机构提供利差补贴,将直接导致央行利润减少,相应减少上缴中央财政利润,本质上是截留当期财政收入。

3. 财政化的货币政策将金融风险转化为财政风险,增加财政隐性负债。人民银行推出的呆账核销、外汇储备注资、救助性再贷款等财政化措施,将金融机构存在的风险转化为人民银行的金融风险。从长期来看,随着人民银行资产状况恶化、货币超经济发行、通货膨胀压力加大,这些风险最终都会直接或间接地转化为财政风险或财政负担,并对整个宏观经济运行产生负面影响。

## 二、有关政策建议

(一) 适度调整财政货币政策工具的运用领域

财政政策要以国债为主转向以税收和财政贴息为主对需求结构进行调控,实现职能转换。财政政策要加快公

共财政职能的转型,释放社会保障体制和收入分配结构对居民消费需求的压制,在优化经济结构和调节收入分配方面发挥重要功能;运用税收工具和分红政策挤压垄断企业的超额利润,通过转移支付增加公共产品供给,提高居民消费能力。货币政策要改革完善债券发行交易制度,统一国内债券市场,活跃短期债券市场,使之成为货币供应量调控的有效工具。同时逐步用短期国债取代央行票据,降低财政货币政策的协调成本。

(二)建立具有更大内在稳定功能的货币政策框架

近年来的货币政策操作,虽然有长足的发展和提高,但面对通货膨胀和通货紧缩交替出现的可能性,避免过热过程中刹车慢、而形势变化后

松刹车、踩油门晚的被动局面发生,建立具有更大内在稳定功能的货币政策框架已经成为货币政策的一项重要任务。要对新形势下货币政策的最终目标和中介目标有客观的认识,建立最终目标的合理变化区间,引进新的中介或监测目标,建立真正既能够反通货膨胀、又能够防止通货紧缩的政策框架,以弱化货币政策变化本身可能带来的不必要的宏观经济波动。

(三)当前宏观调控应注意防范未来的通货紧缩和金融风险

受技术进步加快、市场的全球化等因素的影响,现阶段供给过度膨胀的概率远大于需求过度膨胀的概率,正因为如此,新一轮宏观调控是加强对供给过度增长的抑制,防止供给过度引起新一轮生产过剩及通货紧缩,

以及引起当期资源供给的过度紧张、造成资源利用的严重浪费。因此,宏观调控政策应充分考虑对金融系统风险的控制和促进就业与消费的稳定增长。

(四)研究促进国际收支平衡的市场调节措施

从当前国际收支严重失衡的实际情况看,需要切实加强政策调控的系统性和调整力度,适度调整经济结构,适当增强国际收支失衡的市场调节机制,灵活适时运用各类调控政策,多管齐下,标本兼治。通过调整经济结构,扩大内需,尤其是扩大国内消费需求,转变经济增长方式,进一步发挥人民币汇率形成机制改革后具有的灵活性,推动国际收支走向基本平衡,促进宏观经济尽快向有效均衡状态收敛。●

## 图片新闻

### 江苏省淮安市财政局加快电子政务办公自动化建设进程

为配合金财工程的实施,加快电子政务办公自动化建设,日前,淮安市财政局专门举办了一期电子政务办公自动化系统培训班,局机关及下属单位近200名工作人员接受了培训。

(吕剑 黄乃满 摄影报道)



PHOTO NEWS