

发挥财政投融资稳增长的作用

刘世恩

中国财政杂志社

稳增长一直是我国宏观经济政策的重要目标。我国经济进入新常态后，特别是今年以来国务院连续出台稳增长政策。财政投融资作为财政政策与货币政策协调框架内的独特经济范畴，是世界各国逆经济周期调节的重要工具，应该在稳增长中担当更重要角色。

财政投融资的财政货币政策效应

财政投融资是以政府信用为基础，以实施政府政策为主要目标进行的政府有偿投资、融资活动。当前，我国财政投融资机构主要是政策性银行和地方政府融资平台，政策性银行资金来源主要有政策性金融债券和央行再贷款、PSL（抵押补充贷款）等，地方政府融资平台资金来源主要有银行贷款、地方政府债券、城投债、企业债等渠道。由于不同的筹资机制对于基础货币投放的影响不同，将产生不同的财政货币政策效应。

（一）基础货币主导筹资机制的经济效应。基础货币主导的筹资机制有两种情形：一是中央银行通过再贷款、PSL等基础货币投放工具为政策性银行融资；二是作为地方政府融资平台资金来源的地方政府债券、城投债、企业等银行间债券市场产品由商业银行或政策性银行购买后，银行以其为抵押品向中央银行申请抵押再贷款。这种机制下，财政投融资增加使产出增加，产出增加促使货币需求量上升，由于中央银行基础货币投放满足了货币需求的增长，抑制了利率上升，也抑制了利率上升对私人支出的紧缩效应，但由此可能产生通货膨胀压力。

（二）非基础货币主导筹资机制的经济效应。非基础货币主导筹资机制包括政策性银行以国家信用为基础向商业银行发行金融债券，地方政府融资平台得到的政策性银行和商业银行贷款，以及直接由银行购买且不用于申请央行抵押再贷款的地方政府债券、城投债、企业债等。这种机制下，货币供给量一般不会发生变化，财政投融资增加时，相当于扩张性财政政策，增加了国民经济薄弱环节和国家战略领域的投资，直接增加了总需求，总需求增加促进了产出的增加，而产出增加相应地对货币需求增加了。但是由于财政投融资增加时利率相应提高，抑制了投机需求的货币，抵消了对货币供给量增加的需求，所以这种情况不会带来货币供给量增加而引起通货膨胀。

（三）财政投融资具有挤出效应。政策性银行作为财政投融资的属性具有挤出效应，在不同情况下有不同程度的表现：一是完全挤出效应。如果经济处于充分就业状态，当财政投融资增加引起

需求增加时，由于经济中没有可利用的闲置资源，所以不能增加总产出，只是提高了均衡利率。于是，利率上升挤出的私人或民间投资规模正好与财政投融资增加额一致。二是不完全挤出效应。如果经济没有达到充分就业的状态，一般不会发生完全挤出效应。当财政投融资增加时将增加总产出，但利率也同时提高，就会发生一定程度的挤出效应，使供私人投资的储蓄剩余部分减少。三是无挤出效应。如果经济没有达到充分就业的状态，当财政投融资增加时，中央银行能够通过增加货币供应量来配合政策性信贷扩张，使收入增加而导致的超额货币需求能够由增加的货币供应来满足，则利率可以不升高，因而也不会发生挤出效应。因而中央银行基础货币投放与政策性银行信贷扩张的组合是政府干预经济的一个有效的财政货币手段。

财政投融资促进稳增长的思路

我国经济进入新常态，经济增速放缓。今年以来，世界经济复苏再生变数，全球股市、汇市、商品市场大幅波动，国内三大需求萎缩，特别是投资需求下滑，经济下行压力持续加大，迫切需要新的稳增长宏观政策工具和途径。

（一）发挥财政投融资结构定向投资作用。根据宏观经济学理论，在经济衰退时期，实行扩张性货币政策效果不明显。目前我国经济下行压力下，由于商业银行信贷投放具有顺周期特点，因而宽松货币政策向实体经济传导受阻，难以刺激投资需求短期回升；在财政政策方面，国家通过地方债置换、新增地方政府债券等政策措施支持地方固定资产投资，但以借新还旧的地方债置换为主，尽管减轻了地方政府利息负担，但刺激力度受限；在地方政府方面，由于财政收入下降、融资平台贷款受限、PPP推进速度不快，一些稳增长措施落地受到资金制约。这种形势下，政策性银行作为财政政策、货币政策相互协调机制支持的金融形式下的特殊财政活动，既有货币政策的总量调节特征，又有财政政策“区别对待”结构定向特征，定向性好，结构调节作用强，因此，稳增长中要充分发挥政策性银行在总量与结构方面的调控作用。

（二）打通中央和地方财政投融资之间渠道。政策性银行是中央财政投融资机构，地方政府融资平台是地方政府投融资机构。在我国经济下滑持续加大压力下，有必要考虑从资产端让政策性银行发挥更大作用，在重大项目建设和国家战略领域上打通中央与地方财政投融资体系之间的资金渠道。这是中央财政投融资机构为地方政府收支缺口提供融资的手段。一是允许政策性银行向地方政府融资平台贷款。2014年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》下发后，银行向地方政府融资平台的融资渠道受限，在《意见》框架内地方政府融资渠道只有发行地方政府债券和引入社会资本两种方式。但实际上政府平台公司通过信托公司、融资租赁公司等获得更高成本融资，反而加剧了地方债务风险。当前稳增长背景下，应放开政策性银行向扶贫、水利、棚改等重大项目建设和国家战略领域的政府融资平台贷款的限制，通过融资平台承接扶贫、水利、棚改等方面的中央财政投融资支持。二是加大政策性银行对国家重点建设项目的长期低利率定向性贷款，发挥稳增长调结构作用。对于扶贫、棚改、重大水利建设等不新增过剩产能、不产生挤出效应、不重复建设的领域，要通过政策性银行给予长期低利率贷款，促进投资需求回升，拉动经济增长。特别是对于地方政府通过购买服务等方式支持的项目建设，以时间换空间，由政策性银行发放长期低利率贷款，缓解地方政府偿债压力。三是扩大政策性银行的股权方式投入。对于国家重点投资建设项目，由政策性银行以低回报率的股权投资，用于项目资本金，改善项目主体资产负债表，缓解地方政府在项目配套上的财政压力。四是通过政策性银行解决地方政府债券发行。从国际上看，政策性银行有购买地方政府债券的经验，如日本就是通过财政投融资消化部分国债和地方债。政策性银行购买地方政府债，置换商业银行、信托公司和租赁公司资产负债表上的地方政府债务，把高成本的贷款置换为低成本的政府债，能减轻地方政府债务负担包袱，增强地方政府稳增长的信心和动力。

（三）从政策性银行负债端推进金融创新。从金融约束角度，要支持政策性银行从资产端发力，必须赋予政策性银行“特许经营权”，核心是创新政策工具，解决政策性银行长周期、低成本资金来源。第一种思路，由政策性银行市场化发债，中央财政按照发债利率的一定比例直接对政策性银行贴息，政策性银行按保本微利原则发放低息贷款。这种方式是金融结构内部调整，增加了政策性银行信贷投资，相应减少了可用于私人投资的储蓄剩余部分，有一定挤出效应，但不会带来货币供给量增加而引的通货膨胀。第二种思路，由政策性银行以较低利率直接定向发行专向建设债券。由于商业银行已经实行市场化经营，较低利率的定向发行受到商业银行抵制，不能满足政策性银行巨大的信贷资金筹集需要。第三种思路，通过央行再贷款、PSL和其他创新基础货币工具为政策性银行提供低成本稳定资金来源。中央银行基础货币投放与政策性银行信贷扩张的组合是政府干预经济的一种有效财政货币政策手段。这一思路是基础货币主导筹资机制，这种方式的好处是不会产生挤出效应，但因基础货币投放增加，可能产生通货膨胀压力。

（作者单位：财政部财政科学研究所）

责任编辑 刘慧娴

中国财政杂志社