系统性再论财政与金融的关系

■ 中国人民银行研究局局长 徐忠

党的十八大以来,以习近平同志为核心的党中央坚持观大势、谋全局、干实事,成功驾驭中国经济发展大局,在实践中形成了以新发展理念为主要内容的习近平新时代中国特色社会主义经济思想:从提出经济发展新常态,到以新发展理念推动经济发展,到深入推进供给侧结构性改革,再到中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。习近平新时代中国特色社会主义经济思想,既是五年多来中国经济发展实践的理论结晶,也是新时代做好中国经济工作的指导思想。

金融作为现代经济的血脉,是连接各经济部门的重要纽带,是现代国家治理体系的重要组成部分,新时代中国特色社会主义金融理论应置于新时代中国特色社会主义经济思想的整体框架下,以服务实体经济为出发点和落脚点,适应高质量发展的要求,贯彻新发展理念,更好地发挥在国家治理体系和治理能力现代化中的作用,深化金融体制改革,为实现两步走战略目标提供强有力的支持。

做好新时代、新发展阶段的金融工作,改革是关键。既要坚持社会主义制度,又要坚持社会主义市场经济改革方向;既要加强金融服务实体经济的能力,又要尊重金融市场发展的一般规律;既要有针对性地解决国内经济金融运行存在的问题,又要充分认识到经济金融全球化环境下制度竞争的决定性;既要有顶层设计,维护全国统一市场,又要鼓励基层试点,地方制度适度竞争,优化趋同,将"自上而下"与"自下而上"结合起来;既要立足于我国改革开放的成功经验,又要充分吸取前期改革的教训。要改变前期改革中存在的系统性改革工程缺乏顶层设计、过度依赖短期行政手段、对改革"试错"容忍度低等问题,重在从完善体制机制、建立健全长效机制、形成良好的改革氛围等方面深化改革。

一、金融服务实体经济与践行新发展理念、适应高质量发展的要求

党的十九大报告指出,"中国特色社会主义进入新时代","社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾","我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段",因此"必须坚持质量第一、效益优先,以供给侧结构性改革为主线,推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革"。金融以服务实体经济为根本出发点和落脚点,金融体系对新发展阶段的适应性转变是高质量发展的必然要求。

在经济高速增长阶段,金融服务实体经济主要关注"规模"和"数量"。彼时,金融领域的主要矛盾是经济增长需求与资本存量有限的矛盾,因此金融工作的重点是动员储蓄,推动资本积累进而促进经济增长。从学术思想看,传统西方经济学指出金融对经济增长三大作用机制,均是以规模为着眼点。一是格利(Gurley)和肖(Shaw)提出的金融机构利用信息优势,降低交易成本,避免流动性风险和个体风险,促进社会闲散储蓄资金向生产性资本的转化,从而扩大资本形成规模;二是戈德史密斯(Goldsmith)认为金融机构可降低信息获取成本和监督成本,优化资源配置,把储蓄分配给收益率高的投资项目,从而更有效地积累资本;三是麦金农(Mckinnon)和肖(Shaw)指出金融发展可以提高储蓄率促进经济增长。我国的金融学研究,如黄达先生提出的"财政信贷综合平衡",也主要着眼于总量矛盾,强调总量平衡,使资金供给更好地服务于资金需求。从政策实践看,重视金融促进经济增长的"规模效应",重视M2、社会融资规模等金融服务的规模指标,作为金融服务实体经济的重要测度,并就这些指标设定年度目标。政府工作报告从每年设定M2和信贷增速目标,到M2增速目标(取消信贷增速目标),再到2016和2017的M2增速和社会融资规模增速双目标。2007-2017年,M2年均增长15.3%,社会融资规模年均增长17.7%。

随着经济进入高质量发展阶段,金融领域的主要矛盾也相应转变为经济高质量发展对金融服务的需求与金融有效供给不足、供给结构失衡的矛盾:资金面整体宽裕但有效承担风险的资本金少、短期投资多长期投资少、社会融资规模不小但有效引导资金流向的机制欠缺。资金往往倾向于大企业大项目,挤占了中小企业的融资。因此,与经济发展从规模扩张向质量变革、效率变革、动力变革相适应,金融发展应从关注"规模"转向关注"质量",金融功能应由传统的"动员储蓄、便利交易、资源配置"拓展为"公司治理、信息揭示、风险管理"等。从学术思想发展看,麦金农(Mckinnon)和肖(Shaw)提出的"金融深化"理论指出,金融深化有三个层次:一是金融增长,即金融规模不断扩大;二是金融产品、金融机构的逐渐优化;三是金融市场(价格)机制的逐步完善,使得金融资源在市场机制下得到优化配置。从第一层次向第二、三层次的过渡,即为规模扩张向质量提升的功能演变。莱文(Levine)、莫顿(Merton)等人提出的"金融功能"理论指出,早期金融功能主要体现在动员储蓄、便利交易、资源配置,随着经济发展对金融体系产生新的需求,金融体系功能相应拓展为公司治理、信息揭示和风险管理等。这些不断拓宽的金融功能进一步促进了经济增长,从而形成了经济和金融发展的良性循环。从政策实践看,2018年政府工作报告已经淡化了GDP、M2、社会融资规模等数量增长目标:"今年发展主要预期目标是:国内生产总值增长6.5%左右",与2017年政府工作报告相比,删除了"在实际工作中争取更好结果"的表述;"保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长"。

对标高质量发展,金融要高度关注资金流向。在经济发展初期,金融资源配置呈现总量宽松、结构粗放的典型特征,资金也更多地流向基建、房地产等资本密集型产业,甚至是产能过剩行业。而随着经济步入高质量发展阶段,服务业占比提升、技术进步、全要素生产率提高成为经济增长的重要动力,金融资源配置应逐步转变为总量稳健、结构优化,对于资金流向、资金配置效率的关注度需进一步提升。根据林毅夫提出并论证的"最优金融结构理论",只有金融体系的结构与实体经济的最优产业结构相互匹配,才能有效发挥金融体系功能,促进实体经济的发展。随着供给侧结构性改革的不断深化,我国金融体系结构是否与转型升级中的经济结构相匹配?在日趋丰富和复杂的金融体系中,钱都去哪了?资金是否流向了实体经济?"小微"、"三农"等社会薄弱环节和民营企业的融资需求是否得到有效满足?绿色信贷是否足够支持绿色经济发展?实体经济的直接融资比重是否有所提高?等等。在当前推进经济高质量增长的转型阶段,对于这些经济结构变化,以及金融体系与之适应的演进问题更值得关注。

高质量发展要求货币政策稳健中性,并加快从数量型调控为主向价格型调控为主转变。从货币政策取向看,高质量发展阶段,既要防止总需求短期过快下滑,也要防止"放水"固化结构性扭曲,推升债务和杠杆水平。去杠杆千招万招,管不住货币都是无用之招。只有坚持稳健中性的货币政策才能为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的环境。只有淡化M2、社会融资规模等数量指标,才能真正淡化GDP增长目标,从关注规模转向关注质量。从货币政策调控方式转型看,由于我国金融市场存在资金供求微观主体、金融监管制度、金融市场发展等方面的问题和挑战,在向价格型调控为主的转型过程中,货币政策仍不得不在一定程度上依靠数量调控手段,同时加强宏观审慎政策,以确保金融稳定和产出物价等平稳发展。但要充分认识到,过度依赖数量调控方式将降低利率传导效率和货币政策调控效果(马骏、王红林,2014),为适应经济高质量发展的政策要求,我国必须大力推动金融市场发展,加快推进货币政策向价格型调控为主转型。

党的十八届五中全会坚持以人民为中心的发展思想,鲜明提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念。党的十九大报告中,"坚持新发展理念"成为新时代坚持和发展中国特色社会主义基本方略的重要原则和组成部分。从服务实体经济出发,金融工作必须认真贯彻新发展理念。

发展金融市场支持创新发展。近几十年来全球科技创新的一个突出特征是"科技创新始于技术,成于资本"。在传统的竞争性行业中,技术稳定,投资者容易得到真实信息并达成共识,一家金融中介机构核实企业信息是有效的,因此金融中介机构优于资本市场;但在科技创新行业以及少数自然垄断的行业中,生产技术处于突变中,投资者之间分歧较大,众多投资者对企业信息的多重核实是必要的,因此资本市场优于金融中介机构。最近的经济学研究指出,股权融资是企业研发最重要的外源融资方式(Brown等,2012);间接融资适合渐进的技术改良,而金融市场在支持根本性的技术创新上具有比较优势,因此德国、法国等间接融资主导的经济体的技术创新主要集中于成熟企业的技术改良,而美国涌现了大量以新技术为代表的创新企业(Hirsch-Kreinsen,2011);Hsu等(2013)基于23个经济体31年数据的实证分析发现,对于依赖外部融资的技术密集型行业,一国股权融资越发达越能促进行业创新发展,而银行信贷繁荣则对行业创新存在抑制。近年来,我国金融体系不缺资金,缺资本。刚性兑付、明股实债等问题扭曲了金融市场,资金无法有效大量配置到真正创新的中小企业上。只有金融市场形成比较完备的资本投资机制以及相配套的中介服务体系,才有可能加速科技创新成果向现实生产力的转化,推动科技创新创业企业从无到有、从小到大,进而增强经济活力,形成新的经济增长点。

普惠金融要平衡好创新和监管的关系。以"政府引导和市场主导"相结合为基本经验,中国普惠金融在账户普及率、储蓄普及率、小额支付和信贷等方面都取得了明显成效,多层次广覆盖的普惠金融机构和普惠金融产品体系基本形成。近年来,我们把利用数字技术作为推动普惠金融发展的政策着力点。在中国政府的积极倡导和推动下,G20杭州峰会通过了《G20数字普惠金融高级原则》。未来,需要重视改善数字普惠金融可能带来的数字鸿沟问题,坚决打击披着数字普惠金融外衣的非法金融活动,加强大数据背景下的数据安全和个人隐私保护,建立负责任的投资者适当性管理的消费者保护制度,加强基础监管制度建设、补齐监管短板,平衡好创新和监管关系,引导普惠金融规范发展。同时,促进普惠金融的发展和金融扶贫,还要更好地处理金融和财政的关系,应关注金融的可持续发展,避免金融承担财政职能。近年来,普惠金融领域一些改革实践改革方案设计不科学不合理的问题突出,多重目标存在冲突、模糊重点,行政性抑制性措施导致监管套利,改革执行效果与初衷南辕北辙。比如,以加强金融服务小微企业为目标,要求金融机构既要加大小微企业信贷投放,又要防控风险,不良资产不得上升,还要不提高小微企业贷款利率。三大要求基本上无法同时满足,金融机构在这样的约束下,提供小微企业信贷的动力极低。相当一部分号称"低息"的小微企业信贷,只是借助政策支持的名义,以小微信贷为通道,资金实际流向了地方政府的融资平台和房地产市场。小微企业融资问题,主要矛盾是融资的可得性,要增加小微企业获得融资的机会,就必须提高对风险和贷款利率风险溢价的容忍度。当然,财政可以对小微企业直接补贴降低其经营成本。

发展绿色金融。通过市场化的手段将生态环境影响的外部性内生化,来达到降低污染性经济活动的目标,是发展绿色金融的基本逻辑和思路。2016年,我国发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》,提出了中国绿色金融政策框架的顶层设计。从政策角度讲,明确"绿色"标准是前提,推动可持续发展是关键,探索绿色金融创新是重点,顶层设计与基层探索相结合是方法,切实防范风险是底线。下一步,需要鼓励绿色信贷、绿色债券等绿色金融产品创新发展,开发碳金融等市场化产品,推动行业环境风险压力测试、为绿色投融资提供环境风险量化工具,鼓励和支持有条件的地方通过专业化绿色担保机制、设立绿色发展基金等手段撬动更多的社会资本投资于绿色产业。此外,要发展绿色指数及相关产品,推动强制性绿色保险制度以及建立强制性环境信息披露制度。应探索建立全国统一的碳配额交易市场,在这样的市场架构下,一些地区,如新疆就可以发展清洁能源和碳汇产业并通过统一的碳配额交易市场转让碳配额,通过市场化的方式获得经济发展的资金。

二、金融体系及其功能应内嵌于国家治理体系现代化

(一)经济金融全球化环境下的国际竞争,制度是关键

在经济金融全球化、开放程度不断扩大的环境下,国际竞争本质上是制度的竞争。由于资本和劳动力的流动性大幅提高,体制机制更完善的国家能更好地吸引资本和人才,实现生产要素的积聚,把握竞争优势。就经济而言,制度的竞争力体现在活力、效率和弹性:活力即能否最大程度调动和发挥微观主体的积极性;效率即社会资源能否得到科学合理地配置;弹性即抵御冲击、自我修复的能力。目前各国都在推动结构性改革,谁改革的步子走得更坚定更扎实,制度更有竞争力,谁就能在未来的国际竞争格局中脱颖而出。

金融是实体经济的血脉,金融制度的竞争力相当大程度上决定了经济制度的竞争力。金融治理是国家治理体系的重要组成部分,应包括以下几个方面:市场化的利率体系在资源配置中发挥决定性作用,同时市场化利率"放得开、形得成、调得了";汇率具有充分弹性,有效维护国际收支平衡和货币政策自主性;多层次的金融市场体系规则统一、信息透明、具有广度和深度,有效满足多元化的投融资和风险管理需求;金融机构具有完善的公司治理和风险内控机制;金融调控体系专业稳健、传导有效,适应开放条件下现代市场经济发展要求;金融监管体系有力有效、适应现代金融市场和综合经营发展,守住不发生系统性金融风险的底线。

金融与实体经济互为镜像,我国当前实体经济存在的突出问题和挑战,比如僵尸企业、高杠杆、地方政府债务、房地产价格泡沫等,既是经济运行中长期内在矛盾的积累和暴露,也有金融体系在国家治理体系中的重要功能没有充分发挥的原因。应坚持问题导向,针对我国重点领域存在的"灰犀牛"问题,充分发挥金融治理的作用,服务实体经济转型、全要素生产率和竞争力提升。更好发挥金融治理在国家治理体系和治理能力现代化中的作用,关键是处理好以下几对关系:政府与市场的关系,财政与金融的关系,去杠杆与完善公司治理的关系,金融风险防范与治理机制完善的关系,人口老龄化、养老金可持续与资产市场的关系。

(二)政府与市场的关系

我们需要什么样的市场经济体制,什么是"好的市场经济体制"?关键是正确认识和处理政府与市场关系,"使市场在资源配置中起决定性作用,更好发挥政府作用"。市场机制的一个重要特征就是优胜劣汰、自主出清。近几年来,我国经济发展进入新常态,产能过剩、杠杆率高企等结构性矛盾日益显现。这些现象实际上是我国曾在一段时间过度迷信凯恩斯主义经济政策的结果:寄希望于通过积极的宏观调控刺激增长,通过增量扩张来消化存量矛盾,政府替代市场配置资源,阻碍了市场自主出清的过程,导致一些结构性矛盾固化并加剧。2008年全球金融危机后,我国出台了"4万亿"投资刺激计划,在全球范围内率先复苏。但过度依赖总需求管理维护宏观稳定,一方面破坏了市场机制在传递信息、形成激励、资源配置、收入分配等领域的基础性功能,另一方面也阻碍了政府在弥补市场失灵等方面更好地发挥作用,导致体制机制建设进展缓慢,结构性矛盾积小成大。

第一,杠杆率高企是过度刺激激化结构矛盾的综合反映。一是杠杆率上升速度较快,杠杆率上升速度与危机紧密关联。二是非金融企业部门杠杆率问题突出,风险集中体现在地方政府融资平台和国有企业。三是金融业的杠杆率攀升,存在风险隐患。杠杆率问题与短期刺激政策长期化密切相关,在过度追求GDP的大环境下,国有企业和地方政府融资平台一味扩张资产规模,没有及时补充资本金,甚至"明股实债",过度透支政府信用,导致杠杆率不断攀升。

第二,"僵尸企业"是监管宽松和宏观调控软弱的必然结果。"僵尸企业"一词源于对日本经济增长长期停滞的研究。银行持续为高度低效、债务缠身的企业(僵尸企业)提供财务支持,是日本经济出现"失去的十年"的重要原因(Hoshi & Kashyap,2004;Ahearne & Shinada,2005;Jaskowski,2015)。宽松的货币政策是"僵尸企业"形成并维持生存的重要背景。在低利率的条件下,银行能够提供更多的利率优惠条件,使得高负债企业能够较轻松地支付利息,掩盖其经营状况恶化的现实。金融监管宽松纵容银行从事"僵尸借贷"是"僵尸企业"大量存在的政策推手。僵尸企业维持生存主要是依靠银行"僵尸借贷"输血,而银行在明知其不具备偿贷能力的情况仍然供血,主要是希望通过续贷延迟不良资产的暴露,形成账面上的监管合规,金融监管宽松是重要的根源。近年来,这一概念被引入对我国产能过剩行业的研究分析。僵尸企业僵而不死、退而不出是产能持续过剩、市场难以出清、经济活力降低的直接原因(何帆,2016)。谭语嫣等(2017)指出,僵尸企业对其他企业,尤其是私有企业存在明显的挤出,可能是造成近年民间投资疲软的重要原因之一,减弱了金融对实体经济的支持。

不仅企业部门没有市场出清,金融部门也没有实现市场出清。1998年就已经倒闭的海南发展银行,至今仍未完成破产清算,资产缺口仍在不断扩大。这说明金融机构的市场化退出机制仍未建立,行政干预、行政管制的偏好仍然很大程度上存在,金融生态主体"优胜劣汰"的自然规则还没有完全形成,影响了金融体系的市场化出清,进而不利于金融机构公司治理,其结果必然是金融体系效率不断下降。在存款保险制度已经建立的情况下,应尽快探索建立起优胜劣汰的金融机构市场退出机制,强化金融机构公司治理的外部约束,促使其审慎稳健经营。

第三,过度刺激政策在固化结构矛盾的同时,也带来了效率下降和贫富差距扩大的问题。刺激政策对国有企业投资扩张作用强,对民间投资更多是"挤出"而非"挤入",由此形成投资回报率和投资增速明显错配的格局,降低资源配置的效率。过度刺激政策的另一后果是资产价格的上涨,从而进一步扩大贫富差距,这与全面实现小康的目标相违背。根据北京大学中国社会科学调查中心发布的《中国民生发展报告2015》报告,中国的财产不平等程度在迅速升高,2012年我国家庭净财产的基尼系数达到0.73,顶端1%的家庭占有全国三分之一以上的财产,底端25%的家庭拥有的财产总量仅在1%左右。

理顺政府与市场的关系,"使市场在资源配置中起决定性作用,更好发挥政府作用",必须坚定深化供给侧结构性改革,通过市场出清实现结构调整。如果过度追求短期和局部稳定,必然会使僵尸企业僵而不死、过剩产能退而不出、问题金融机构无法出清,还会迫使货币政策过度宽松,小风险不处理最终酿成大危机。

(三)财政与金融的关系

财政与金融关系的制度安排是现代经济体系的核心制度之一。我国处于完善社会主义市场经济的转型期,财政与金融关系的失衡仍然存在,具体表现为:

第一,从资源配置实践看,政府在资源配置中比重上升与财政责任转嫁并存。我国地方政府融资模式从过去的"土地财政+平台贷款"模式向"土地财政+隐性负债"模式转变,通过明股实债的PPP项目融资、政府引导基金和专项建设基金等方式规避对地方融资平台融资功能的限制,地方政府债务风险攀升且高度不透明,财政风险可能直接转化为金融风险。截至2017年末,我国地方政府债务余额16.47万亿元,加上中央财政国债余额13.48万亿元,政府债务余额为29.95万亿元,政府负债率(债务余额除以GDP)为36.2%。地方政府利用财政等手段干预金融资源配置,通过财政存款、财政补贴、高管任免奖励等手段诱导金融机构加大对当地经济建设的资金支持。中央财政责任转嫁。在1997年国有商业银行剥离不良资产、1999年金融资产管理公司对央行举债、2003年以来对证券公司等金融企业重组注资过程中,中央银行提供大量金融稳定和金融改革再贷款,承担了本应由财政承担的责任。

第二,从政策层面看,财政政策与货币政策之间的冲突仍然较多。"财政政策缺位、货币政策被迫补位"。货币政策属于总量调控政策,侧重于短期总需求调节,结构调整并非强项。因此,经济结构调整应"以财政政策为主和货币政策为辅"。而我国的实践中,由于政府职能转变滞后,财政在"三农"、教育、医疗、社会保障、自主创新、节能减排、生态保护等领域的投入严重不足,历史欠账问题没有完全解决,资金缺口仍然较大,倒逼货币政策不得不承担部分结构调整的职能,影响了宏观调控的总体效果。国债的发行规模和期限,简单从财政功能出发,只考虑财政赤字、平衡预算以及降低发行成本的需要,忽略国债的金融属性及其在金融市场运行和货币政策调控的重要作用,导致国债收益率作为金融市场定价基准的作用无法充分发挥。

第三,从监管层面看,财政作为国有金融资产所有者越位和缺位并存。在现行国有金融资产管理体制中,财政部首要身份应是国有出资人,作为股东参与金融机构公司治理实现国有资产保值增值;但又以公共管理者自居,国有金融资产的"委托——代理"关系更多地体现为行政性的上下级关系,容易出现身份定位上的冲突和混乱。

破解财政与金融失衡的体制根源,有必要从以下方面入手。

一是划清政府和市场的边界,推动财政与金融双归位。"使市场在资源配置中起决定性作用,更好发挥政府作用",政府应避免对经济活动的直接干预,减少对私人部门的挤出,将资源配置的主导权留给市场,并为市场更好地发挥资源配置功能创造条件。推动建设财政向公共财政转型,核心是财政尽量不直接参与经济建设和市场活动,主要为维护市场提供必要的公共物品和公共服务。要主动限制财政及其他广义政府经济活动,为市场的培养和发展拓展空间,使社会融资更多地流向企业和个人,把投资机会和风险让渡给市场,使市场参与主体在分散决策、试错与创新中发现新的经济增长点。

(未完待续)