

货币政策和财政政策协调配合： 一个研究提纲^{*}

李 扬

(摘 要) 国债在客观上兼具财政和金融的功能, 财政政策和货币政策协调配合的关键就在于建立统一、协调的国债管理政策。国债与货币供给的联系机制是双向的。一方面, 只要具备货币创造能力的机构(主要是中央银行、商业银行和其他金融机构) 购买了国债, 债务的货币化就现实地发生了; 另一方面, 上述联系主要体现在央行储备货币发行机制的主权信用模式。国内有必要建立稳定的国债管理政策体系, 具体措施包括设立专门机构, 专司国债政策; 调整政府债券系列, 为人民币国际化创造条件; 国债的期限结构应当多样化; 国债市场的运行应充分考虑货币政策和金融市场的需要; 统一推进我国的利率、汇率市场化和健全收益率曲线的进程。

关键词: 货币政策 货币供给 财政政策 国债

JEL 分类号: E51 E52 E62

市场经济的运行, 表现为川流不息的货币流通。所有经济主体的收支活动都以这个货币流通为载体, 并借以同其他经济主体进行信息交流和价值互换。

在难以胜数的经济主体中, 金融部门和财政部门显然占据着无可争辩的主导地位: 它们的收支规模庞大, 对国民经济运行的影响全面且深入, 任何其他经济主体绝难望其项背。更重要的是, 它们都承担着管理和调控国民经济运行的功能。因此, 通过调控自身货币收支, 金融部门和财政部门可以有目的地对宏观经济运行产生实质性影响。这样一些有目的的收支活动, 形成了一国的货币政策和财政政策。

然而, 货币、财政两大主体的收支特点又有显著不同。极简单地概括, 货币部门收支的主要特点是“有偿”和“回流”, 而财政部门收支的鲜明特点则是“强制”和“无偿”。基于这些基本差别, 货币政策和财政政策的实施, 在渠道、方式、强度、节奏、效力, 乃至时滞等方面, 又都存在差别。

因为货币政策和财政政策都基于且作用于货币流通, 两大政策体系间天然具有相互协调配合的基础和可能性; 因为货币政策和财政政策影响货币流通的特点存在诸多不同, 作为同一个宏观经济政策的两大组成部分, 两大政策体系协调配合更有了绝对的必要性。

货币政策和财政政策的协调配合问题, 包含着极为丰富且极为复杂的内容, 本文难以备述。我们仅给自己提出两个有限目标: 其一, 对两大政策体系各自的功能、特点, 协调配合的基础和主要领域做一个鸟瞰式阐述; 其二, 鉴于国债管理构成货币、财政两大政策系统的主要结合部, 且国债政策的有效性关乎宏观调控政策的整体效率, 我们将对它所涉及的主要领域展开细致分析。

^{*} 李扬, 中国社会科学院国家金融与发展实验室理事长, 中国社会科学院学部委员, 研究员, 经济学博士。

一、货币政策和财政政策协调配合的三个层面

货币政策和财政政策协调配合关涉三个层面: 一是宏观, 二是结构, 三是体制。

(一) 宏观层面

无论是财政政策还是货币政策, 就其态势而言, 各自都至少有松、紧、中性三种。根据乘法原理, 货币政策和财政政策的态势组合至少可以有 9 种, 即: 松-松、松-紧、松-中性; 中性-松、中性-中性、中性-紧; 紧-松、紧-中性、紧-紧。现实中, 财政政策和货币政策的态势组合其实不止这些。因为, 财政政策和货币政策各自都是庞大的体系, 这些体系下还有很多分支, 不同的分支之间的配合又可以有不同的组合。宏观调控的任务, 就是选择最适用的组合, 来更全面地实现既定的政策目标。近年来, 我们常常会看到此政策“一脚踩刹车”、彼政策“一脚踩油门”的情形, 有些人会责难这种配合是低效率, 其实并非如此。还是分析这个例子, “踩刹车”和“踩油门”同时并举, 主要目的是要保持宏观调控总体政策效果的同时, 解决一些深层次的结构性问题, 这就需要财政政策和货币政策分别发挥优势来共同作用。

面对日趋复杂的经济局面, 为了精准地调控宏观经济, 实现我们对经济社会发展的预期, 需要财政政策和货币政策精诚协调配合, 以期形成合力, 清晰、准确地揭示宏观政策的真正指向。如何在保持“积极”、“稳健”等政治性色彩极强的表述的同时做到这一点, 是对我们的重大挑战。

(二) 结构层面

财政政策和货币政策都是实施宏观调控的政策体系, 然而, 它们的调控功能和调控机制又迥然不同。这里的异同, 决定了两大政策体系进行协调配合, 既有可能, 亦有必要。

1. 货币政策和财政政策在宏观经济调控中的功能截然不同

在宏观经济分析中, 对于财政政策的地位和作用, 历来用收入-支出恒等式加以刻画。这个恒等式又称宏观经济恒等式

$$C + I + G + X = C + S + T + M \quad (1)$$

式中, C 为消费, I 为投资, S 为储蓄, G 为政府支出, T 为政府收入, X 为出口, M 为进口。整理上式, 用以集中表达财政政策的作用, 则有

$$G - T = (M - X) + (S - I) \quad (2)$$

等式(2)告诉我们: 财政收入(T) 直接就是总供给的组成部分, 财政支出(G) 则直接就是总需求的组成部分。因此, 财政政策, 无论是其收入政策、支出政策、还是赤字政策, 都具有直接参与宏观经济运行, 并据以对宏观经济进行调控的功能。

在宏观经济分析中, 货币政策的地位和作用, 可以使用交易方程式 $MV = PY$ 加以刻画。其中, M 为名义货币供给, V 为货币流通速度, P 为物价水平, Y 为实际 GDP。在学术研究中, 很多学者偏好使用剑桥方程式 $M = kPY$, 其中 k 为以货币形态保有的财富占名义总收入的比例。与着眼于流通中货币的交易方程式相比, 剑桥方程式重在讨论货币存量以及人们持有货币的偏好。两个公式固然有着很不一样的理论逻辑, 但用来讨论一般的宏观经济问题时, 可以通用。

$MV = PY$ 这个等式告诉我们, 货币固然非常重要, 但它并不直接是总供求的组成部分, 因此, 货币政策对宏观经济运行的影响, 是通过增减实体经济部门(政府、企业、居民和国外)手持货币, 从而影响它们有支付能力的需求而实现的。这意味着, 货币政策对国民经济的调控, 本质上是间接的和宏观的。

2. 货币资产和财政政策的调控机制和过程亦不相同

现代经济学认为, 有效需求决定了国民收入。而有效需求原理的支柱, 则是边际消费倾向递

减、资本边际效率递减以及心理上的流动性偏好规律。这三个心理规律涉及四个变量: 边际消费倾向、资本边际效率、货币需求和货币供给。

宏观经济学通过复杂的推导,建立了 IS-LM 模型。这个模型把上述四个变量置于同一个分析框架内,构成一个产品市场和货币市场之间相互作用、共同决定国民收入与利率的理论框架。在这个框架中,货币经济和实物经济是密切联系的,亦即,货币并不中性。货币市场上的均衡利率会影响投资和收入,而产品市场上的均衡收入又会影响货币需求和利率。对财政政策和货币政策的调控原理和调控效力的分析,以及财政政策与货币政策之间关系的分析,都是围绕 IS-LM 模型而展开的。

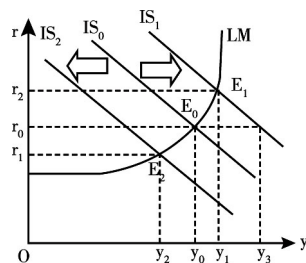


图 1 IS 曲线的移动对均衡收入和利率的影响

IS 曲线从实体经济角度(产品市场)对宏观经济运行及宏观调控效果加以刻画(图 1)。换言之,财政政策的效力是在实体经济运行的洪流中加以分析的。

投资变动、储蓄变动、政府支出变动、政府收入变动,都会导致 IS 曲线位移。若 LM 曲线不变,IS 曲线右移会使均衡收入 y 增加,均衡利率 r 上升;IS 曲线左移则相反,它会使均衡收入 y 下降,均衡利率 r 下降。

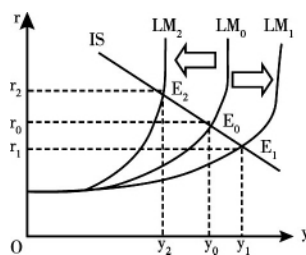


图 2 LM 曲线的移动对均衡收入和利率的影响

LM 曲线从货币市场的角度来对宏观经济运行加以刻画(见图 2)。而货币政策的效力,则是在货币市场的变动中加以分析的。

货币需求和货币供给的变动,均会引起 LM 曲线位移,进而导致均衡利率 r 水平和国民收入 y 变动。经典的 LM 曲线分析,还会明确地从左至右将 LM 曲线区分为“凯恩斯区域”、“正常区域”和“古典区域”。这种区分虽然经常被人忘记,但却极端重要。例如,当前全球都陷入“宽货币、紧信用”困局,“金融不服务实体经济”也总是被人提及,这些令全球货币当局沮丧的宏观现象,可以在“凯恩斯区域”中,亦即流动性陷阱中,得到完美解释。

3. 不能忘记的分析前提

(1) 财政政策,无论是其收入政策、支出政策、还是赤字政策,都具有直接参与宏观经济运行,并据以对宏观经济进行调控的功能。换言之,财政政策对国民经济的调控,本质上是直接的,而且,既涉及宏观亦涉及微观(在运行机制上,“结构”被归为微观)。

(2) 货币政策对国民经济的调控,无论是数量型调控,还是价格型调控,本质上都是间接的和宏观的,它对宏观经济运行的调控作用,通过影响企业、居民和政府的可支配收入,通过影响它们的资金可得性和资金成本,而间接发生。

(3) 货币政策对于政府收支差额的立场和处理方式,即,货币政策处理财政赤字和财政盈余的方式,构成两大政策体系协调配合的关键,这决定了宏观调控的总体效果。

(三) 体制层面

财政、货币政策在体制层面的协调配合,在相当程度上取决于各国的政治、法律和经济制度,有时还取决于各国的历史。因此,这些安排通常不见诸理论文献,而大量存在于法律、文献的规定和实际操作的手册之中。但这绝不意味着它不重要,相反,对于实际操作而言,它们具有极端重要性。

在市场经济中,财政和金融两大部门运筹和调控的对象都是全社会的货币流通。正因为如此,两大部门之间客观地存在着“剪不断、理还乱”的相互渗透关系。

早在 20 世纪 80 年代,黄达教授便在其名著《财政信贷综合平衡导论》中,用“犬牙交错的结合部”对两部门间的资金渗透关系给出了形象的概括并进行了深入分析。在当时的条件下,黄达教授至少列出了包括“财政资金(税费)的入库与指拨”、“代理国库”、“货币发行收入上缴”、“(国有)银行上缴利润”、“弥补国有企业亏损”、“拨付国有企业资本”等六个方面在内的复杂关系,这些关系,均须在两大部门间妥善协调。

发展到今天,这个“犬牙交错的结合部”不仅没有消失,反而更为复杂。其中,如下几个问题更为突出。

1. 国库现金管理问题

财政资金的入库与指拨(流量),以及在国库运行过程中形成的国库存款(存量)等,对货币政策、财政政策和整个宏观政策均产生巨大且全面的影响。现实中,税款的收纳和指拨都是通过银行进行的,这涉及到货币流通的流量层面。这些资金在中央银行国库账户中的沉淀,即国库存款,则是存量层面的事。对于金融部门而言,国库存款是中央银行基础货币(存量)的组成部分,固然极端重要,而税款的入库和指拨,作为流量,则构成流通中货币的一部分,其影响亦不可忽略。这些资金的规模巨大,每年相当于 GDP 的 30%—40%,其在金融部门与实体部门、在各类金融机构之间流动和增减,对货币政策、财政政策和整个宏观政策的效果,以及各经手机构的收入和利润,显然都有极大的影响。

2. 金融市场发展和利率体系形成

金融市场的发展、基准利率的形成机制、国债收益率曲线的确定等,构成金融运行的基准。金融市场发展,看起来是一个纯粹的金融问题,其实不然,且不说如今中国的金融市场中,政府债券市场已经占到相当高的比重,更深层次的问题是:我们整个金融体系要不要有核心金融市场,要不要有基准利率?迄今为止,大家的回答是一致的,就是认为绝对必要。然而,对于如何形成核心市场,基准利率在哪个市场中形成,以及各种利率如何形成平滑的体系等问题,迄今并无统一的意见。

这个问题的复杂性可以从我国利率市场化进程之艰难窥见一斑。早在 20 世纪末,我们就已明确提出利率市场化的目标,在其后历次涉及金融改革的各类中央和政府的文件中,这个目标从未从首选任务的单子中消失过。但是,我国的利率市场化显然还有大量问题需要解决,还有很长的道路要走。

与基准利率相类似的就是国债收益率曲线。党的十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(简称《决定》)着重提出“健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”,其重要意义,就是为市场上的各类金融产品,特别是固定收益类金融产品,提供一套定价基准。由于这个问题是从金融领域提出的,但事情要在政府债券领域去做,两大部门的精诚合作和协调配合必不可少。

3. 对大量介于传统金融和传统财政领域之间的经济活动的支持

公共投资、小微企业、普惠金融、绿色经济等,近年来在中国经济中的重要性日益增大,针对它们的金融政策也不断颁行。但是,上述经济活动有一个共同特点,就是都具有极强的政策性,同时缺乏商业可持续性。鉴于此,非有财政与金融政策的缜密配合,这些领域的资金支持便很难真正到位。与此相似,疫情以来,我们从金融和财政角度各自都推出了一系列纾困政策,这些政策不仅具有强烈的“政策性”,而且还产生了强烈的财政政策金融化(财政政策越来越依赖其在金融市场中的运行来支持)、金融政策财政化(越来越多的货币政策操作不具有商业可持续性)的趋势。要解决这些“剪不断、理还乱”的关系,没有财政政策和货币政策协调配合,很可能事倍功半。

除了此处所列三项,关于国企的管理、国有资本管理、外汇储备的管理等,也都具有极端重要性。而这些问题的有效解决,无不依赖于货币金融体系和财政体系、货币政策与财政政策之间的有效配合。

二、货币政策与财政政策协调配合的关键: 国债管理

新冠肺炎疫情的持续发酵,让原已处于下行通道的全球及中国经济雪上加霜。在国际环境恶化、国内消费疲软的背景下,未来中国经济的稳定和增长,就经济动力而论,仍将主要依赖投资;就经济主体而言,将更多地依赖政府。考虑到作为市场投资主体的企业,不仅投资意愿不足而且资金极度匮乏,政府的作用将更加不可替代。另外,由于经济下行和新冠肺炎疫情冲击,需要被救助的企业和居民大幅增加,需要增加政府支出的领域日益增多。可以合理地预料,在一个不短的时期内,财政支出的压力将逐渐增大。然而,在另一面,由于财政收入同国民收入存在累退关系,随着国民收入增速下降,财政收入(特别是税收收入)将以更快的速度下降。如此一增一减,财政收支的矛盾将日渐突出。应当冷静地看到,在这样的趋势下,我国财政的中长期主要矛盾,将集中体现为日益增长的财政支出需求同增速下降的财政收入的矛盾;财政收支缺口日趋恶化,应当是长期趋势。

毫无疑问,为赤字融资,今后将成为我国财政政策的重要任务之一。鉴于赤字融资又是一个金融问题,因而,在保证金融稳定的大前提下便利赤字融资,便成为我国制定和实施货币金融政策必须考虑的要素之一。所以,在今后一个相当长时期内,财政和货币金融政策协调配合的主要领域,便集中于政府赤字和债务管理方面;建立有效的国债管理制度,便为当务之急。

(一) 政府债券发行及其对货币供给的影响

政府作为一个经济主体进入金融市场为其赤字融资,当然会对金融市场运行和货币政策实施产生多方面影响;进一步,当然还会对宏观调控的总体效应产生冲击。为全面分析和把控这些影响的路径、性质和规模,我们首先须对财政赤字的弥补途径及其货币影响条分缕析。

以政府债券购买对象来区分,政府弥补财政赤字的方式,不外如下五种,其货币影响也存在差别。

第一,非金融企业和居民户购买。这种交易行为的实质,是已经在市场上流通的货币供给在不同经济主体之间有条件转移,其对于货币供给存量的影响,可以视为中性。

第二,中央银行直接购买(一级市场交易)。经此操作,中央银行对政府的净债权增加,基础货币规模增加;通过货币供给乘数的作用,货币供给将呈倍数增加。

第三,在中央银行被法律禁止直接向政府提供透支、借款便利,亦不允许直接购买政府发行债券的条件下,它可以在公开市场上购买业已在市场上流通的政府债券(二级市场交易)。此情景下,中央银行事实上间接地支持了政府赤字融资,但是,此时中央银行的政策操作全然是自主的,货币政策的独立性不会受到影响。

第四, 商业银行和其他金融机构购买。一般而言, 这种交易的货币效果, 与其向一般工商户发放贷款相同, 就是说, 政府债务等额货币化了。

第五, 国外购买。在我国现行的外汇管理制度下, 国外购买政府发行债券, 其货币影响等价于中央银行在国内直接购买政府债券, 只不过, 这种货币供应增加的压力, 是国外“输入”的。

对上述分析做进一步概括, 可有三个结论。

其一, 只要具备货币创造能力的机构(主要是中央银行、商业银行和其他金融机构) 购买了国债, 债务的货币化就现实地发生了。也就是说, 在以上所列五种情况中, 只有第一种交易与货币供给机制无关。可见, 国债货币化是经常发生的。

其二, 如果中央银行不承担直接购买政府新发行债券的责任, 即如第三种情况所述, 则政府筹资对货币政策的不利冲击事实上是可以避免的。《中国人民银行法》规定“中国人民银行不得对政府财政透支, 不得直接认购、包销国债和其他政府债券”。这就从法律上在货币政策和赤字货币化之间筑就了防火墙。

其三, 现实情况要复杂得多。这是因为, 在政府发债进行赤字融资时, 任何国家的中央银行都不可能完全袖手旁观, 因而, 中央银行通常都会在二级市场上有所动作, 间接地给予政府支持。而且, 举凡购债的规模、期限结构、时机的选择、交易对手的甄选等等, 都会使得政府筹资的金融影响呈现出不同的状况。显然, 由于国债在客观上兼具财政和金融的功能, 所谓财政政策和货币政策协调配合, 其关键, 就在于建立统一、协调的国债管理政策。

(二) 基于中央银行角度的考量

在现代信用制度下, 货币的供给过程是一种金融活动。中央银行购入政府债券, 其资产负债表中, 资产方增加了一笔资产, 负债方相应增加一笔负债。由于这笔负债是中央银行的储备货币, 所以, 中央银行的购债行为直接增加了货币供给。

为了更清晰地了解货币供给的发生机制, 我们不妨将中央银行资产负债表中的项目分成三组, 并在它们之间建立某种联系, 以凸显储备货币供给的决定机制。

第一组是储备货币, 主要包括货币发行、金融性公司存款和非金融机构存款三项。

第二组是中央银行资产, 主要包括持有的国外资产、对政府的债权、对存款性公司的债权、对其他金融性公司的债权, 以及其他资产。

第三组是中央银行的其他负债, 主要包括政府存款、中央银行发行债券、国外负债, 以及其他负债。

这三组科目存在如下关系:

储备货币 = 中央银行资产 - 中央银行其他负债

这就是著名的中央银行储备货币方程式(又称“准备金方程式”)。被置于等式右方的资产又被称为货币发行的准备资产。对于中央银行来说, 基本的机制是资产创造负债, 所以, 我们可以进一步根据中央银行买卖资产的不同性质, 将其概括为中央银行贷款、主权资产(政府债券)、以及国外资产(主要是外汇资产)等三类。与此相应, 储备货币的发行机制, 便主要有中央银行贷款模式、主权信用模式和外汇资产模式等三种。这三种模式, 均有深厚绵远的实践基础, 而且也都有或详或略的理论概括。当然, 理论上还有黄金一类, 但因其已然非货币化多年, 且其供给严重不足、价格波动剧烈, 早已不适合充当货币发行准备, 故而此处存而不论。

1. 中央银行贷款模式

中央银行贷款模式应当是中央银行家们最早的智慧结晶。其基本思路, 就是让中央银行的货币发行紧随生产和流通的需要, 亦步亦趋。无论是早期的“真实票据说”, 还是后来的以直接支持实体经济发展的“中央银行贷款说”, 都强调中央银行的货币供给应当与实际的生产和流通活动密切相关。

以与工商业活动密切相关的商业票据或商业银行贷款为货币发行之准备,看起来无懈可击,但是,若将这一机制放到经济周期中考量,特别是与中央银行的宏观调控理念和政策取向相联系,其弊端便立刻显现。具体说来,如果经济运行波澜不惊,商业票据、对银行的贷款,以及它们所代表的经济活动确实是“足值”的,以之为货币发行之准备,自可无虞,但是,若遇经济衰退,这些票据及贷款所对应的经济活动的市场价值便会立刻贬值,从而削弱中央银行货币的价值基础。简言之,中央银行也会遇到“资产负债表冲击”。最重要的是,以商业票据和银行贷款为准备资产来发行货币,货币政策便很难逃脱“顺周期”怪圈。因为,在经济上行期间,“合格的”票据和“优良”的银行贷款固然俯拾皆是,但在经济下行期间,当经济亟需大量投放货币时,中央银行几乎找不到“合适”的贷款对象,因为这些票据或贷款的“价值”都被经济下行侵蚀了,于是,囿于贷款模式的中央银行,便就很难履行其“逆周期调控”的职责。对于中央银行来说,这一缺陷是致命的。

2. 外汇资产模式

在货币发行上实行外汇资产模式的经济体,多为发展中国家和小型开放经济体。这些国家自己国内缺乏有效的货币发行基础,于是就借助他国的强势货币来为本国提供“货币之锚”。小型开放经济体也大多实行此机制,因为它们的经济活动强烈受到外部世界的影响,其本国货币与某一大国的强币“挂”在一起,有借大国之强势稳定本国币值的“搭便车”之效。然而,以外汇资产支撑本国货币制度,无疑会使本国货币强烈受到国际资本流动、外汇汇率波动等国际金融市场不安定等“输入型”影响,更为严重的是,被挂钩国的货币政策,几乎无疑地会对挂钩国的货币政策和宏观经济运行产生直接影响。

我国在2004–2014年,实行的是事实上的外汇资产型的货币发行制度,当时,外汇储备迅猛增加,导致输入型通货膨胀压力逐年增大,以至于我们不得不发行央票、乃至将法定存款准备金率提高到吓人的高度,去“对冲”汹汹而来的外部冲击。如今,外汇资产高速增长的压力逐渐消退,但是,当年为对冲外汇储备高速增长所采取的各项措施,特别是依然高得吓人的存款准备率,其副作用正逐渐显现。

3. 主权信用模式

与中央银行贷款模式和外汇资产模式相比,货币发行的主权信用模式只是在20世纪30年代“大萧条”时期,被饱受危机之苦的国家极不情愿地引入的。在市场经济国家中,政府如果不是“必不可少的一种恶”,最好的情况也只是“守夜人”。因此,以政府这种“非生产”的债务人为对象,以其“非生产”的活动为根据来发行货币,历来为主流理论不齿。但是,“言行不一”可能是经济理论之常态。历史告诉我们:世界上第一家中央银行——英格兰银行的第一笔业务,就是购买英国政府一笔债券,此事当时便为世人瞩目并广被诟病,连马克思的《资本论》都记载了此事。然而,在一个相当长的时期中,除非各种手段均捉襟见肘且情况紧急,例如遭遇危机或战争,政府一般也确实不会迫使中央银行购买政府债券,这也是事实。

格局的改变自20世纪30年代“大萧条”始。危机的爆发和延续,使得各类商业票据和公司债券或堕入信用违约泥沼,或大幅度贬值,致使囿于《联邦储备法》的美联储找不到合适的资产来支撑其货币发行。应当说,1929–1933年大危机充分暴露了真实票据和中央银行贷款模式的局限性。出于反危机的需要,美联储迫切需要找到一种新的准备资产,以支持其以反危机为导向的货币发行。如所周知,在危机中,所有“私人”债务的信用均受到程度不同的损害,唯有国家信用维持不堕,于是,祭起货币发行的主权债务模式,便成了唯一选择。1932年初,美国国会通过了《格拉斯–斯蒂格尔法案》,该法允许美联储以政府债券为担保发行联邦储备券。自那以后,美国政府债券就一直占美联储资产总规模的85%以上。

政府债券市场与中央银行的货币发行机制联系在一起,便立即显示出其不可替代的优越性。

其一,在一国之内,国债风险最低,价格也最稳定,可为货币发行提供稳定的价值基础,亦很容易形成各类金融资产的定价基准;其二,国债市场的密度(Tightness)、深度(Depth)、弹性(Resiliency)都足够优良,能让“市场的参与者迅速大量进行金融交易,并且不会导致资金价格发生显著波动”(Toshiyuki and Shun, 2018),这种无可比拟的市场流动性,构成货币政策操作最为有效的基础;其三,国债市场不与任何微观主体和微观活动有直接联系,因而不会使货币政策蜕变为信贷分配政策,从而迷失其宏观品格;其四,国债广泛地存在于各类市场参与者的资产负债表中,这使得国债市场天生具有一国“核心金融市场”的各种优势,从而有利于货币政策的有效传导。

美国八十多年的调控经验显示,在货币发行机制上转向主要实行主权信用模式,不仅使得美联储的货币政策最终摆脱了各类资产的微观束缚,得以专心致志精研货币、利率与经济运行的关系,而且,这种机制还为美国政府的宏观调控开创了新空间——由于政府可以通过发债为其支出融资,其对税收这种“强制性国民收入扣除”的依赖下降了。在这个过程中,财政政策与货币政策在多个层面相互渗透,互通声气,彼此的界限也早已不再泾渭分明。隐隐约约地,我们能够看到以政府债务政策来统领财政货币政策的趋势。可以说,在实践上,债务浪潮汹汹而来,在理论上,《债务和魔鬼:货币、信贷和全球金融体系重建》、《现代货币理论》(Modern Monetary Theory,简称MMT)等等“非主流”论著相继推出并大行其道,都是这种趋势的表现。

在下文中我们将进一步指出,这种以国债市场统领财政货币政策的模式,延伸至国际领域,成为强化美元国际地位的极其重要的因素。

(三) 将视野拓展到国际领域

发端于美国的货币发行准备制度的变革,很快就对国际货币体系的演进产生了影响,关键原因在于:第二次世界大战之后,在国际货币金融领域中建立的布雷顿森林体系,本就是以美元为核心的。

布雷顿森林体系是第一个基于国际合约建立的国际货币制度。在这里,货币制度复归了其最原始的状态:黄金是国际货币,其他任何信用货币和纸币,均只是黄金的代表。这套精巧制度安排的要义是“双挂钩”与“固定汇率”。“双挂钩”者,美国规定美元的含金量并承诺按此价格无条件兑换,此即“美元与黄金挂钩”;各国则按自己货币的含金量确定其与美元的比价,此即“各国货币与美元挂钩”。“固定汇率制”者,则指的是各国货币间确定固定比值,该比值一经确定,轻易不能变更。显然,布雷顿森林体系织就了一张覆盖了几乎所有国家的国际货币网,该网的中心是美元,但是,其稳定与否,系于“黄金锚”一身。

然而,布雷顿森林体系虽然设计精巧,但却先天地包含着不确定因素。所以,当战争恢复期过去,德、法、日等工业化国家就不再仰美国之鼻息,该体系的解体也就是时间问题了。

1971年“牙买加协议”以后,美元正式与黄金脱钩,布雷顿森林体系解体。在那之后的几年里,国际货币体系如无锚之舟,在国际金融的风雨中飘摇。1973年和1978年接踵而来的两次石油危机,自1973年开始蔓延西方世界的滞胀危机,一次又一次地严重冲击着第二次世界大战之后建立的国际经济金融秩序,使得全球经济陷入战后最严重的经济危机。为了稳定全球经济,迫切需要寻找新的国际货币机制。

这一次,还是美国“打开了新世界的大门”,美国总统里根彻底摒弃了美国在布雷顿森林体系下的所有承诺,全面开启了以美国政府债务为锚,向国际社会发行美元的机制。对美国来说,这种机制是国内外一体化的:在国内,美联储以买卖政府债务为主的公开市场交易,成为货币政策操作的主要机制;在国际金融领域,美国不断出现贸易逆差,成为各国乃至整个世界经济不断获得新增储备货币的主要途径,从而构成全球经济、贸易和金融正常运转的必要条件。然而,这还只是故事的一半。故事的另一半关涉各国贸易盈余资产的配置问题。这时,仍然是美国给出了解决方案:不

断增长的美国政府债务,恰好成为各国外汇储备最合适的投资对象。这样,由美国贸易逆差放出去的美元,又以购买美国政府债券的方式流回美国,成为支撑美国政府赤字融资的不竭来源。于是,美国贸易逆差——美元——美国政府债务,形成了一套完全内洽且自我强化的闭循环。美国在全球经济体系和金融体系中的垄断地位,无疑被加强了。对于这一机制,还是美国人的《现代货币理论》说的一针见血:“整个世界被美国耍了两次:一次是美国用美元过度进口,另一次是美国用美元支付债务利息!”

美国这套“薅羊毛”的把戏,是在一系列高度复杂的市场操作中,以一系列美妙的故事装扮着的。除非发生非常特殊的情况,人们绝难窥见其庐山真面目。1998—1999年,历史给了一次这样的特殊机会。当时,沉寂许久的关于美国国债的讨论重又成为国际社会的热门。其起因令人难以置信:这个长期实行赤字财政政策、国债余额最大的国家,其联邦政府预算在1998、1999两年里分别盈余了690亿美元和1230亿美元。因之,美国财政部开始在市场上净额清偿国债,其国债余额迅速下降。

美国政府的这一彰显其财政健康的举措,不料想却给金融市场带来了严重的流动性冲击。在其国内,由于国债已成为金融机构的主要流动性资产储备(所谓“二级储备”),同时也构成美联储投放基础货币的主要准备资产,所以,国债市场规模的绝对萎缩,立刻给美国金融市场带来了“钱荒”——金融机构欲获得流动资金,但手头可出售或可用于抵押的国债越来越少;美联储欲向市场投放货币,但却发现市场上可购买的政府债券越来越难寻。在国际领域,由于美国政府债券是各国国际储备的主要组成部分,所以,美国国债市场的规模萎缩和价格波动,一方面导致各国外汇储备的价值大规模重估,另一方面则使各国新增贸易盈余找不到合适的金融资产进行配置。中国当时正值外汇储备规模高速增长之时,要为每年新增的约3000亿美元的储备寻找合适配置的金融资产,殊非易事。

为应对这一紧急事态,美联储和财政部联合采取了一系列措施。在财政部一方,主要是向市场紧急投放了若干业已回收的债券并发行了一些非赤字新债;在美联储一方,则是新开了购买类如房利美等政府设立机构的担保债券和抵押债券。当然,最终解决问题的,还是美国政府预算于2000年重回赤字轨道,而且变本加厉,国债的资源再次滚滚而来。

我们从国际货币体系层面进一步探讨一国货币与其主权债务的关系(主要是美元与美国国债的关系),意在强调两个看法:其一,一国货币跨出国境,便会脱去其一切装饰,更彰显其主权之底色。因此,一国货币与该国外主权债务的联系,是与生俱来且顺理成章的。其二,一国政府的主权债务同美元之间的关系,有着极强的制度意义。

(四) 货币发行收入的归属

关于国债货币化,在理论上还涉及一个货币发行收入归谁使用的问题。

关键在于要认识清楚货币发行的经济基础。我们不妨从最简单的情况开始分析。可以肯定的是,只要经济在不断增长,货币供应就应当不断增加。举例说,经济若增长5%,则在货币流通速度稳定的条件下,货币供给必须增加5%;若不达此幅度,就会造成通货紧缩,若有超过,则可能造成通货膨胀。显见,货币作为对商品和劳务的“绝对要求权”,是全社会实体经济活动的共同创造物。这样一个基本事实,不因货币制度改变而发生任何变化。

货币发行的这一本质,在金属货币流通时期表现得非常清楚。那时,货币的供应是实体经济内部的事情,货币的“生产”部门——黄金生产部门,本身就是社会实体经济体系的一个组成部分,在黄金货币的生产中,同样凝固着社会的必要劳动;作为货币的黄金同一般商品的交换过程,严格遵循等价交换的原则。

问题是,当货币形式发展到黄金代用品乃至信用货币时期,货币的发行就成为一个外在于实体经济的非实体经济活动。此时,货币发行作为一种特权,其本身就在“创造”收入,于是,就有了一

个货币发行收入归谁占有和使用的问题。

应当说,自有货币以来,严格说,自从人类社会开始掌控货币发行机制以来,这个问题就一直困扰着人们。在西方国家的历史上,曾经有过私人银行发行银行券的时期,那时,君主以及代之而起民族国家的政府,通常要向发钞银行课征“铸币税”,作为允准他们拥有货币发行特权的交换。于是,由实体经济共同创造出的货币发行收入,大致上就由发钞银行和君主或政府共享。后来有了中央银行,垄断了货币发行权,货币发行的收入更是明确无误地归于政府。当然,实际发生的过程是复杂的,因为,此时的货币发行及其取得收入的过程,被淹没在中央银行复杂的存贷款活动和公开市场操作活动之中。于是,货币发行收入“归为”政府(财政)的过程以及中央银行与政府分享货币发行收入的格局,一方面表现为中央银行持续不断地通过(间接)购买政府债券的方式,为政府提供资财;另一方面则表现为中央银行通过利润上缴、利润分成、缴纳税收,或者直接成为政府的一个预算单位而实行“收支两条线”等形式,将其经营成果的一大部分上缴政府。但是,无论中央银行与政府间的财务或预算关系如何确定,这两大宏观调控主体分享由实体经济创造出的货币发行收入,这一本质始终没有任何改变。

过去,我国理论界和实务部门在研究银行和财政关系以及货币发行问题时,曾经认真地区分出“经济发行”和“财政发行”两个概念。顾名思义,前者与财政收支无关,为满足实体经济正常运行之所需,而后者则是由财政赤字引发,不正常的,因而是应当尽量防止的。这一对概念的提出,对于防止政府过度依赖银行体系来安排支出,从而造成通货膨胀,显然大有裨益,但是,它也给人一种印象,似乎政府(财政)占有银行的货币发行收入是不正常的。类似的观念在西方世界也普遍存在。然而,这个认识过于简单,需要重新考量。

首先,国内外经济史证明:通货膨胀既可能由政府长期实行赤字财政并高度依赖金融部门筹资而引发,也可能因中央银行采取了通货膨胀措施或控制通货膨胀不力而发生。也就是说,就引发通货膨胀的原因而论,政府(赤字)的“罪过”并不必然更大。

其次,前已述及,只要经济在增长,垄断着货币发行权的政府每年都会获得一份与经济增长相适应的无通货膨胀货币发行收入。在这个范围内,新增货币发行收入由政府多占用一点,还是由中央银行多支配一点,无关宏旨。

最重要的是,现代宏观经济学早已令人信服地证明:政府的赤字支出并不必然是“恶”,在很多情况下,例如公共工程支出等“准公共产品”的提供领域,政府赤字支出往往是更有效率的。更重要的是,在经济衰退时期,当整个经济的运行长期低于潜在增长水平,因而经济呈通货紧缩状态时,动员中央银行的最大能力为政府的赤字融资,由以直接增加社会总需求几乎无条件地居于优先地位。姑不论当今世界几乎没有一个国家不大行其道,日本在“失去的30年”中,其宏观经济运行的基本格局就是:政府赤字——中央银行赤字货币化——保持总需求稳定——经济逐渐恢复。30年前开始在日本发生的事情,对我国有着极为重要的启发意义。

三、中国亟待建立有效的国债管理政策

金融部门作为调控货币、信贷和利率的专门机构,其国债管理的目标,是在保持货币和信贷供应的规模适当、结构合理,维持利率的水平和结构稳定的前提下,为政府债券的发行提供便利。通常要考虑的因素包括:(1)调整对银行系统的存款准备和再贴现政策,变动公开市场操作格局,以便经济社会在短期内有能力吸收新增的国债;(2)增减其持有的未清偿国债存量,借以保持货币信贷总量适度、利率水平适当;(3)调整其持有的未清偿国债的期限结构,维持合理的利率结构;(4)引导国债的二级市场交易,适时调整国债的持有者结构,平滑政府筹资活动对货币和信贷供应的影响。

站在财政部门的立场上,国债管理的目标,就是通过最简单的方式、以最低的成本来为政府的预算赤字筹措资金。它通常要考虑的因素有五:(1)在预算出现赤字时,确保有足够的资金来弥补之;(2)尽可能降低政府赤字融资的成本;(3)在政府不能净额清偿债务时,设法安排旧债掉期;(4)如果政府财力充裕,则适时进行提前还债操作;(5)尽可能延长国债期限,以减轻政府的发债成本,并避免政府频繁进入市场。

通过分析财政和金融两大宏观调控部门的国债管理政策便不难看出,对于国债的管理,两大部门不仅存在着手段上的差异(这是很自然的),其政策目标也常常不完全一致,在某种程度上甚至背道而驰。因此,为了既支持政府赤字融资,又维护货币政策的独立性,进而提高我国宏观调控的整体效率,有必要建立稳定的国债管理政策体系。

(一) 设立专门机构,专司国债政策

鉴于国债的金融与财政的双重性质,国债政策的制定与实施,就不仅应考虑政府赤字融资的需要,还应充分考虑包括中央银行在内的金融部门正常运行的需要,更要考虑其综合的宏观影响。因此,有必要在财政、金融两部门之上设立常设性专门机构,专司国债政策。此专门机构负责确定国债发行和未清偿规模、品种结构,协调货币、财政两大部门的政策。

(二) 调整政府债券系列,为人民币国际化创造条件

根据市场经济惯例,宜将目前以“金融债”、“企业债”等面世的各种以政府信用为基础的国有或国有控股机构发行的债务,统一整理为“政府机构债”,以明示其政府债券之本质。这些政府机构债券,应当同中央政府债券、地方政府债券一起,形成国家债券系列。这样做的目的,是为市场投资者提供准确的信息,吸引其投资于国债市场。

考虑到人民币国际化如今比以往任何时候都重要,注意到人民币国际化的本质是让非居民购买并持有人民币定值的金融资产,注意到非居民进入中国金融市场主要购买并持有国债,为推动人民币国际化,我们更应当建立一个有弹性、有深度、高密度的国债市场。

(三) 国债的期限结构应当多样化

就现状和市场需求而论,增加政府短期债券实属当务之急。在此基础上,争取实现十八届三中全会决定早已确定的“健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”的改革目标,进一步,争取实质性推进我国的利率市场化改革。

(四) 国债市场的运行应充分考虑货币政策和金融市场的需要

国债的发行、定价、上市制度等必须以提高流动性为目标,以有规律和可预期为发展目标,国债市场上的登记结算、做市、交易、纳税制度等等,均应按照市场一体化的方向进行调整和改革。

(五) 统一推进我国的利率、汇率市场化和健全收益率曲线的进程

作为具体的改革目标,利率市场化、汇率市场化和健全收益率曲线均已推行多年,八年前党的十八届三中全会更是明确提出“完善人民币汇率市场化形成机制,加快推进利率市场化,健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”的要求。但是,客观地说,在所有这些领域,我们均未取得决定性进展。原因当然是多方面的,但是,未能将货币金融和财政一体化加以统筹,显然是重要原因。因此,在下一步改革中,我们应当在货币政策和财政政策协调配合的基础上,完善我国“三率”的改革方案。

参考文献

- 黄达(1984):《财政信贷综合平衡导论》,中国金融出版社。
- Toshiyuki, S. and K. Shun(2018): “Liquidity in the JGB Cash Market: An Evaluation from Detailed Transaction Data”, Ninth IFC Conference on “Are Post-Crisis Statistical Initiatives Completed?” Basel, 30-31 August.

(责任编辑:周莉萍)

Coordination of Monetary Policy and Fiscal Policy: A Research Outline

LI Yang

(Institution of Finance and Development, Beijing, 100020, China)

Abstract: The key to the coordination of fiscal policy and monetary policy lies in the establishment of a unified national debt management policy. The connection mechanism between treasury debt and money supply is bidirectional. On the one hand, as long as the institutions with money creation ability (mainly the central bank, commercial banks and other financial institutions) purchase the treasury, the monetization of debt will take place in reality; on the other hand, the above connection is reflected in the sovereign credit mode of the reserve currency issuance mechanism of the central bank. It is necessary to establish a stable treasury debt management policy system in China. The specific measures include setting up special institutions to specialize in treasury debt policy; adjusting the government bond market to create conditions for RMB internationalization; diversifying the term structure of treasury yields; fully considering the needs of monetary policy and financial market in the operation of treasury market; coordinating China's interest rate marketization, exchange rate liberalization, and yield curve construction.

Key Words: Monetary Policy; Money Supply; Fiscal Policy; Treasury Debt

JEL Classification: E51; E52; E62

Credit Rationing, Shadow Banking Supervision and Financing of Chinese POEs

ZHAO Liang^[a] SHEN Kunrong^[a] ZHOU Fei^[b]

(Business School, Nanjing University, Nanjing, 210000, China^[a]; Agricultural Development Bank of China, Nanning, 530000, China^[b])

Abstract: Shadow banking system is a compensatory institutional arrangement for POEs financing under credit rationing. The governance of shadow banking leads to further tightening of POEs' financing constraints. This paper constructs a DSGE model with "credit rationing intensity", and proposes that credit rationing intensity is an important factor for the change in the shadow banking scale. Financial regulation's influence on POEs financing condition is affected by the credit rationing intensity. Appropriate management of credit rationing can alleviate the policy conflicts between financial supervision and POEs' financing and realize the self-inhibition of shadow banking in the long run.

Key Words: Credit Rationing; Shadow Banking; POE; DSGE

JEL Classification: E12; E44; G21