

□

朱

萍

# 论政府弥补财政赤字方式选择的主观意愿与客观条件

当一国政府预算出现赤字时,采用何种方式进行弥补,主要取决于政策制定者们的宏观经济目标。因为不同的弥补方式将对宏观经济产生不同的效应,但同时也受到一国客观经济条件的制约。本文拟从一国政策制定者的主观愿望与该国的客观经济条件出发,论述赤字弥补方式的选择与该种选择所产生的客观经济效应。

## 一、赤字的弥补方式

从财政赤字的弥补方式对货币供应量的影响出发,可以将各种赤字弥补方式分为两类:货币融资法与债务融资法。

货币融资法是指用增加货币发行的方式来弥补财政赤字的各种赤字弥补方式。大致可分为三种方式。

第一种方式是指财政部通过直接向中央银行透支的方式弥补赤字。透支额即是中央银行增发的高能货币额。

第二种方式是指中央银行直接购买政府债券,在中央银行购买政府债券的同时,财政部在中央银行的存款余额等量增长。这笔增长的存款余额即相当于中央银行增发的高能货币。

第三种方式是法律规定中央银行不能直接购买政府债券,但是在政府向公众发行债券后,中央银行可以在公开市场上从公众手中购买政府债券。于是在债券流入中央银行的同时,等量的高能货币也就流出了中央银行。

债务融资法是指通过向个人与企业(包括商业银行)出售政府债券来弥补财政赤字,即通过向非政府部门借款而不是通过增发货币来弥补财政赤字。

## 二、两类融资法的客观经济效应及影响其效应的多种因素

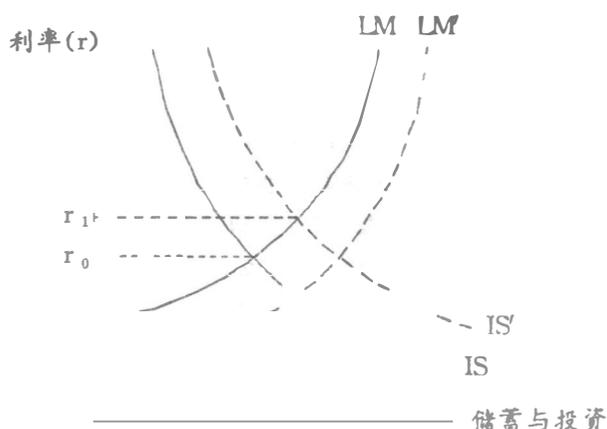
财政赤字弥补方式的客观经济效应主要表现在对货币供应量的影响上。而各种弥补方式最终是否会影响货币供应量及影响程度又取决于多种因素。

### (一)货币融资法的客观经济效应及影响其效应的因素

货币融资法通过中央银行增发高能货币弥补赤字,无疑将产生财政赤字货币化的结果。但上述三种货币融资法方式在对货币供应量的影响上是有所差别的。主要表现在创造货币的速度上。第一种方式最直接最快;第二种方式次之;第三种方式最慢。政府对货币融资法具体方式的选择主要取决于该国中央银行的独立程度。计划经济国家大都采用第一种方式。因为对计划经济国家来说,财政与银行就好比一个人身上的两个钱口袋,

不分彼此,都是政府可直接支配的资金,中央银行(如果有)仅仅是执行计划的工具,完全不具独立性。市场经济国家一般采用第二种与第三种方式。中央银行不完全独立于中央政府的市场经济国家较多地采用第二种方式。中央银行独立于中央政府的市场经济国家较多地采用第三种方式。

第三种方式实质上是金融市场发达的市场经济国家,中央银行运用公开市场调节货币供给量的一个重要政策手段。中央银行在公开市场买进公债,货币供应量随之扩大;卖出公债,货币供应量减少。从这个意义上讲,公开市场操作是否将导致财政赤字货币化还要取决于中央银行的货币政策。以美国联邦储备银行为例。由于长期以来“美联储”一直执行维持目标名义利率的货币政策,因此公开市场操作就成为货



图(1)

币融资法的第三种方式,其操作过程如下。当政府为弥补赤字向公众发行公债时,由于整个社会借款需求增加,导致利率水平上升,如图(1)所示。扩张性财政政策使代表储蓄与投资平衡关系的IS曲线外移到IS',于是利率水平从 $r_0$ 上升为 $r_1$ 。由于高利率将会对非政府部门的投资产生挤出效应,从而削弱扩张性财政政策的效果,因此需维持既定的目标利率 $r_0$ ,为此“美联储”就在公开市场买进政府债券,扩大货币供应量,致使代表货币供求量的LM曲线外移至LM',从而使因政府发行公债而上升的利率回落到目标利率水平 $r_0$ 。但是自80年代以来,为了克服“滞胀”问题中的“胀”,“美联储”以严格控制货币总量目标政策替代了目标利率政策后,公开市场操作就不再轻易成为货币融资法的第三种方式了。

由此可见,财政赤字的货币效应除取决于赤字的弥补方式外,在中央银行具有较大独立性的国家,更重要的是取决于中央银行的货币政策。

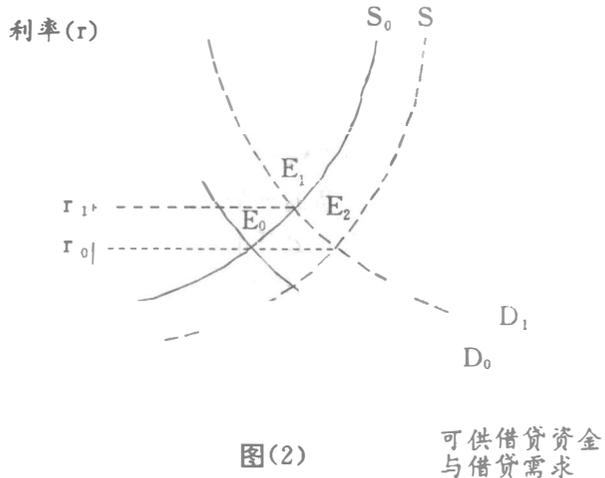
### (二)债务融资法的客观经济效应及影响其效应的因素

由个人和企业购买公债,一般讲仅仅是部分购买力从非政府部门手中转移到政府部门。就这一过程看,一般不会导致增发货币的结果。即使由商业银行购买公债,只要购买公债的资金来源是其真实存款,而不是由中央银行通过创造信用的方式支持其购买,那么商业银行购买公债与一般企业购买公债一样,不会直接导致货币供应量扩大的结果。商业银行只是将原准备贷给非政府部门的信贷资金贷给了政府,并未使信贷规模因发行公债而扩大。

采用债务融资法的目的,从政策制定者的主观愿望讲,就是要尽可能地避免财政赤字货币化的结果。但是能否实现这一目标,经济实践证明还需取决于一国多方面的客观因素。主要有:财政赤字的规模、社会总储蓄量、对外筹资能力等因素。

在政府预算赤字规模较大,国内储蓄有限的情况下,如果一国的对外筹资能力较强,那么政府可通过提高利率吸引外国资本购买本国公债(如美国),从而实现财政赤字债务化的目标。这一过程如图(2)所示。图中纵坐标表示市场利率,横坐标表示可供借贷资金量与借贷需求量 $S_0$ 与 $D_0$ 为最初的借贷资金供给线与需求线。由供求平衡点 $E_0$ 决定的最初利率水平为 $r_0$ 。现

假设政府预算出现较大规模的赤字,通过向国内公众借款筹措资金弥补。于是国内借贷需求从  $D_0$  上升为  $D_1$ 。同时,假设国内货币供给量保持不变,那么由新平衡点  $E_1$  决定的利率水平为  $r_1$ 。这说明政府较大规模的借款使国内有限的可供借贷资金变得昂贵了。但是,如果该国货币是世界硬通货,则高利率有助于吸引外国资本购买该国政府债券,并可缓解国内借贷资金供求紧张状况,促使利率回落。图(2)中原有的资金供给线  $S_0$  因国外资本的进入外移至  $S_1$ ,利率水平随之恢复到原来的水平。



对于不具有世界硬通货的发展中国家来说,即使采用了债务融资法,但如果赤字规模过大,债务融资法的效果就可能不理想,往往难以完全避免财政赤字货币化的结果。因为一国的国民储蓄总是有限的,发展中国家国民储蓄量更为有限。如果政府借债需求在国民储蓄中所占份额过大,就可能排挤非政府部门的投资能力(包括企业的投资能力与商业银行的贷款能力),从而出现投资下降,失业率上升,经济发展缓慢或停滞等问题,<sup>①</sup>面对此种形势,政府往往不得不向中央银行施加压力,迫使其放松银根。通过扩大对商业银行的再贷款规模,降低贴现率等方式,增强商业银行的贷款能力,降低利率,以提高非政府部门的投资能力。但是与此同时,就出现了与债务融资法目标相悖的结果——财政赤字货币化(至少是部分货币化)。当然与货币融资法相比,在债务融资法中财政赤字货币化的过程较长。

此外,需要指出的是具有较强的对外筹资能力的国家虽然能够较成功地采用债务融资法,但是与此同时也给他们带来了另一个问题:国际收支逆差。以美国为例。80年代以来,美国政府实施松财政、紧货币政策,致使美国预算赤字不断扩大,利率攀升。由于美国利率高于其他国家,国内外投资者纷纷将投资转向美国国内政府债券,以谋求高投资回报率,这在一定程度上缓解了美国国内资金供求紧张状况,同时也避免了财政赤字对私人投资的挤出效应。但由于购买美国政府债券必须以美元购买,因此增大了对美元的需求,导致美元升值,而美元升值又产生了两方面的问题:一是削弱了美国商品的出口能力,二是使美国人更愿意购买价廉物美的外国商品。从而导致美国国际收支日益恶化,成为继巨额财政赤字后困扰美国经济的又一大难题。因此说对于发达国家而言,赤字债务化虽可避免通货膨胀问题,但仍需付出一定的代价。

### 三、政策制定者的抉择

以上讨论的关于两类融资法对货币供给量的影响问题,实质上是财政赤字对社会总需求的效应问题。货币融资法由于增加了货币供应量,降低或保持了原有利率水平,使政府购买支出上升的同时,并没有排挤非政府部门的投资与消费量,因而导致社会需求总量上升。这说明在一国需求总量已大于供给总量的情况下,货币融资法将会产生严重通货膨胀的后果。债务融资法从理论上讲,在封闭条件下,一般仅是国内投资,消费能力在非政府部门与政府部门之间的转移,并未增加社会总需求。因此可以得出这样一个结论:如果政府实施赤字财政政策的目

标是增加社会总需求,则需采用货币融资法。如果是为了调节政府与非政府部门之间投资与消费的比例,则需采用债务融资法。但考虑到各国的客观经济条件、需严格把握赤字的规模,以保证财政赤字债务化政策目标的实现。如果是为了增加政府支配的财力,但又要避免还本付息的负担,也需采用货币融资法。只是这种选择将会给经济发展埋下严重通货膨胀的隐患。

#### 四、我国政府的抉择与所面临的客观条件

我国是一个实行社会主义市场经济体制的发展中国家,长期来一直处于社会总需求大于总供给的状态,并同时存在产业结构不协调的问题。

自经济改革以来,为了促进农业、交通、能源等基础产业的发展,克服国民经济发展中的瓶颈问题,我国政府在财政收入占国民收入比重大幅下降的情况下,不得不以赤字财政政策来增强对基础产业的投资,借以协调产业结构,促进国民经济中瓶颈部门的发展。但这样做的结果就使政府每年都面临大量的财政赤字。我国政府是采用何种方式来弥补赤字的呢?在预算法出台之前,即1994年之前,我国选择同时采用两种融资法的弥补方式,即部分赤字采用向银行透支的方式弥补;部分采用向居民、企业及地方政府发行债券的方式弥补。这里需要说明的是,从我国政府的主观愿望讲,选择部分赤字采用货币融资法的目的并不是为了扩大社会总需求,而是试图通过轻度通货膨胀政策来集中财力进行产业结构调整。因为经济体制改革以来,我国国民收入较多地向非政府部门,尤其是个人倾斜。同时也是为了减轻因长期大量发行公债,政府还本付息负担加重而导致的财政赤字规模难以压缩的压力。但是由于我国本已处于需求大于供给的状态,货币融资法无疑客观上进一步加剧了求大于供的矛盾。随着赤字规模的扩大,向银行透支额的增加,我国经济生活中的通货膨胀日趋严重,一度上升为影响经济稳定的头等大事。<sup>②</sup>

为了抑制通货膨胀,尽可能避免财政赤字货币化,我国1994年出台的预算法明确规定财政赤字只能通过发行公债弥补,不允许采用向银行透支的方式弥补。这一规定从制度上切断了财政赤字与通货膨胀的联系,为避免财政赤字货币化提供了法律保障。但是,如前所述,要真正避免财政赤字货币化的结果,不仅仅取决于政策制定者的主观意愿,还要取决于一国多方面的客观因素。我国是发展中国家,由于人民收入水平普遍不高,国内储蓄水平较低,可供借贷的资金总量十分有限。同时,我国的人民币尚未成为世界硬通货,难以直接对外发行人民币债券,这又限制了我国的对外筹资能力。这些因素意味着在我国财政赤字规模较大的情况下,要想完全避免财政赤字货币化的结果是相当困难的,甚至不可能。因此尽管我国目前在赤字弥补方式上采用了债务融资法,但对于财政赤字对货币供应量的影响问题,仍不可掉以轻心。从财政方面讲,关键是控制赤字规模。但此问题不是财政部门可独立解决的,需从深化体制改革着手。从银行方面讲,仍需以从紧的货币政策配合以赤字财政调整产业结构的财政政策。

---

注:①这里我们并不假设政府公债都有效地用于投资性支出。因为如果政府公债能全部有效地用于投资,则一般不会产生因公债规模过大而引起经济衰退的情况。

②我国的通货膨胀问题不仅仅是财政赤字所致,货币政策的偏差,经济体制上的问题等也是导致通货膨胀的原因。