

# 为什么财政赤字率应该突破3%？

◎彭文生

**摘要：**中国当前的宏观经济存在诸多不平衡，财政政策更应突破传统理念，以宏观经济总体平衡为导向的功能财政正当其时。从供给侧改革来看，减税不一定需要增加赤字，可以通过压缩政府支出来实现，但从总需求管理和有序去杠杆来看，减税应该靠增加赤字来实现。赤字增加可能带来一些疑问，例如对政府债务的可持续性、增加赤字影响主权信用评级、通胀上升压力，以及对私人部门造成挤压等方面，有些人表示担心，但通过论证，这些担心都似是而非，没有必要。

**关键词：**财政政策 赤字率 功能财政

经济形势“稳中有变”，应对内外部环境的变化和新的挑战，我们需要反思宏观政策思维与框架，尤其是财政、货币、与金融的关系。中国金融周期下半场调整已经开始，2017年以来影子银行业务逐渐规范，M2和社融增速显著放缓，债务违约增加，去杠杆取得明显成效。在这个过程中，金融风险有所释放，同时经济增长面临下行压力，不同部门和经济活动主体所受到的影响也有差异，包括民企受挤压的问题。要平衡好去杠杆、稳增长、调结构的关系，理想的宏观金融环境应该是“紧信用、松货币、宽财政”，财政政策服务宏观经济总体平衡的功能是关键，松货币主要是支持宽财政。

---

作者彭文生系光大证券全球首席经济学家。

## 一、反思货币、信用与财政的关系

一般来讲，广义货币投放有财政和银行信用两个渠道，两者对经济的影响有重大差异，在不同的历史阶段发挥的作用也不同。

财政支出投放货币，税收回笼货币，赤字意味着货币净投放。在20世纪50~70年代，不少国家的财政赤字是通过直接的基础货币投放来弥补，也就是财政赤字货币化。在以发债弥补赤字的情况下，表面上看货币回笼了，但由此导致利率上升压力，央行在总体宏观经济目标的考量下，通过公开市场操作维持合适的流动性，是间接的基础货币投放支持财政扩张。现实中，大部分中央银行的公开市场操作通过买卖短期国债进行，基础货币增长（符合经济增长的需要）的背后是央行持有国债的增加。银行信贷增加广义货币（银行存款），贷款投放货币，还款回笼货币，每年新增贷款是货币净投放。

从对经济的影响来讲，有两个方面的差异。银行贷款既可以支持消费和实体投资，也可以用于购买二手资产比如房地产和股票投资，所以信贷带来的货币超发不一定导致高通胀而可能体现为资产价格泡沫。财政投放货币的主要负面效果是经济过热、通货膨胀，这是因为政府支出拉动的是实体投资和消费需求。另外，银行信贷意味着企业和家庭部门的债务增加，还债负担太重带来债务违约，违约事件多了可能导致金融危机。而政府的债务是私人部门的资产，不大可能带来债务名义价值毁灭导致的金融危机（但实际价值可能因为通胀而降低）。

第二次世界大战后在金融受管制的30年里，全球范围内财政赤字货币化导致需求过热，通货膨胀是宏观经济失衡的主要体现。20世纪70年代世界各国普遍因财政赤字过高深受通胀困扰，人们开始反思财政政策，继而金融自由化在80年代成为全球经济思潮和政策框架的主流理念，货币投放方式也由财政逐渐转为银行信贷。银行信贷往往需要抵押品，房地产作为最好的抵押品，带来了房价和信贷相互促进的金融顺周期性，引发房地产泡沫和债务问题，宏观经济失衡的主要体现是资产价格泡沫和金融风险，而不再是通胀。

以2008年国际金融危机为拐点,人们开始反思金融自由化的弊端,财政政策维持宏观经济平衡的作用加大。危机后,美国财政赤字大幅增加,在稳定总需求和化解金融风险方面起到重要作用,而美联储量化宽松(在公开市场购买长期国债)更有财政赤字货币化的影子。

总结而言,财政赤字和信贷过度扩张都带来宏观经济失衡,但失衡的形式不同,现在的主要问题不是通胀而是资产价格泡沫和私人部门债务过高。最大的反思是要区分政府债务和私人部门债务,政府的债务是私人部门的资产,所以政府债务增加意味着私人部门杠杆率下降。我们可以想象一个情形,如果政府没有赤字,而是持续的盈余,对应的则是私人部门债务增加,以及相应的金融风险。也就是说,各国政府的财政在大部分时间保持赤字是有其内在逻辑的。

## 二、政策理念需要向功能财政回归

上述讨论带来一个问题,就是财政政策的目标或者导向。基本上有两个不同的理念,平衡财政与功能财政。平衡财政将政府类比私人机构,强调财政自身的收支平衡,在赤字率既定的前提下根据税收预测决定当年支出。功能财政则强调财政政策服务宏观经济平衡的总体目标,政府据此确定财政支出与税收政策,赤字仅是结果。按照功能财政理念,与私人机构不同的是,政府债务的可持续性取决于未来的税收,如果减税等财政扩张政策能促进经济长远的平衡和增长,进而扩大税基,短期的赤字增加反而会增强财政的可持续性。

功能财政有两个宏观经济含义,第一个含义是,只要通胀可控,赤字不应该是限制政府减税或者增加开支的理由;第二个含义是,政府支出投放基础货币,政府税收回笼基础货币,如果最终形成的基础货币符合货币政策目标比如控制通胀,政府就不必发债。这当然意味着财政赤字货币化,这种直接的货币化在不少国家包括中国是不符合现行法律的。但在现行法律下,央行可以在公开市场购买国债,以实现货币政策操作的要求。

近年来，在美国经济复苏、失业率持续下降但通胀不是问题的情况下，特朗普政府大幅减税，导致未来5年美国财政赤字率在5%左右的水平，这里似乎有功能财政的影子。中国当前的宏观经济存在诸多不平衡，财政政策更应突破传统理念，以宏观经济总体平衡为导向的功能财政正当其时。

### 三、功能财政要求赤字增加

当前形势下，功能财政要求增加财政赤字，其促进宏观经济平衡的作用体现在三个方面。

总需求管理。在内部融资条件偏紧、外部贸易摩擦的环境下，总需求下行压力是当前宏观经济平衡的主要矛盾。积极的财政政策应该体现为赤字增加，促进资源从政府部门向私人部门净转移，满足私人部门的需求。

供给侧改革。2015年启动的供给侧改革在“去产能”方面取得了较大成效，去产能相关行业经营情况明显好转；但“降成本”和“补短板”并没有明显改善，实体经济仍面临成本高、税费高、高新技术产业和现代服务业发展不足的问题，供给侧改革的下一步更要关注降成本。从这个角度看，财政赤字增加应该主要用来减税，尤其是降低增值税等流转税。

有序去杠杆。财政赤字增加一方面促进总需求，支持私人部门收入增长，另一方面由此带来的政府债券发行增加私人部门的资产，而且是安全性高和流动性高的资产，这些都有利于私人部门降低杠杆率。回顾过去一年多的去杠杆历程，如果说有偏差的话，最大的偏差是财政紧缩，加强监管等技术操作不是主要问题。在这个关键时点，如果不抓住主要矛盾，还是靠所谓“宽信用”来稳定经济，只是走老路。增加民企融资也意味着增加其债务，降低税费才是治本之道。

需要强调的一点是，从供给侧改革来看，减税不一定需要增加赤字，可以通过压缩政府支出来实现，但从总需求管理和有序去杠杆来看减税应该靠增加赤字来实现。传统观点仅仅是从实体角度看待财政政策，这是有偏差的，我们还要重视财政的金融视角。

#### 四、赤字率突破3%，问题大吗？

赤字增加可能带来一些疑问，但不少担心都是似是而非的。

一是政府债务的可持续性，可能有人担心增加财政赤字带来政府债务的不可持续。但政府债务和私人部门不一样，政府债务不存在名义价值违约的问题，而且政府债务是当代私人部门的资产、下一代私人部门的负债，未来的技术进步和生产率提高有助于化解下一代的负债。另外，其他国家的经验显示，信贷过度扩张的负担最后还是落在政府身上，比如美国的次贷危机，欧债危机中的希腊、西班牙债务危机，最终银行坏债还是靠政府救助来化解。

二是赤字增加会不会影响主权信用评级，其实拖累中国主权信用评级的主要是评级机构对政府隐性债务的担忧，比如银行体系坏账，实际上这个问题已经存在，并不是显性的财政赤字小，这个担忧就消失了。如果财政扩张促进稳增长和有序去杠杆，则宏观经济总体平衡有利于主权信用评级。

三是通胀问题，财政扩张可能带来总需求过热，通胀上升，但功能财政服务宏观经济平衡以不带来通胀为前提。当前的主要矛盾是增长下行压力，而不是通胀。

四是会不会挤压私人部门，如果通胀有限、利率不升，就不会有总量的挤出效应，同时，减税有利于降低私人部门的成本，促进经济结构的改善。

## Why Should the Fiscal Deficit Rate Exceed 3%?

PENG Wensheng  
(Everbright Securities Co. Ltd.)

**Abstract:** There are many imbalances in China's current macro-economy. Fiscal policy should break through the traditional concept, and functional finance oriented by macro-economic overall balance is just in time. From the point of view of supply-side reform, tax reduction does not necessarily need to increase the deficit, but can be achieved by reducing government expenditure, but from the point of view of total demand management and orderly deleveraging, tax reduction should be achieved by increasing the deficit. Increased deficits may raise some doubts, such as the sustainability of government debt, the impact of increased deficits on sovereign credit ratings, rising inflationary pressures, and squeezing the private sector. However, these fears are paradoxical and unnecessary through argumentation.

**Key words:** Fiscal Policy, Deficit Rate, Functional Finance