

沈建光：财政赤字货币化弊大于利，不宜采纳

意见领袖辩论财政赤字货币化

意见领袖 | 沈建光（京东集团副总裁，京东数科首席经济学家、研究院院长）

日前，围绕财政赤字货币化，国内政策研究者、学术界与市场人士展开了一场非常深刻的大讨论。正反双方数轮观点交锋之后，既有分歧也有共识，思路越辩越明。在笔者看来，此次思想大碰撞具有非常重要的现实意义，经过讨论，非常时期需要非常之法已成基本共识，但突破现有法律红线，由央行直接在一级市场购买国债被广泛认为是开改革倒车的行为，弊大于利。当然，“财政货币化”讨论有助正视财政困难与民生压力，未来用足用好现有政策空间，加强财政货币协调配合，加大对中小微企业和民生领域的定向帮扶等非常重要，是实现“六保”目标的关键。

非常时期要有非常之策

此次“财政货币化”大讨论，源于财政科学研究院刘尚希院长提出的“疫情之下央行可直接在一级市场，以零利率直接购买抗疫特别国债”的建议，其逻辑起点是疫情之下“两个绝无仅有”的判断，即突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来的冲击前所未有、当前经济发展面临的挑战前所未有。刘尚希院长提出，一季度中国经济增速同比下降6.8%，近40年罕见。国内外疫情冲击叠加，放大经济不确定性和风险，经济增速深度下滑，财政困境凸显，传统央行二级市场买卖国债手段挤占市场的流动性和资金，且对中小微企业、个体经营者和低收入阶层等受疫情影响最深的群体支持不足。

非常时期要有非常之策，当前无论是否赞成财政货币化，各方对于新冠疫情影响之深、范围之广、前景之不明均直言不讳，对宏观政策组合有必要开启危机应对模式已有共识。正如笔者多次提及，新冠疫情之下，中国经济恢复面临三重冲击，目前严格疫情防控、短期经济休克式下滑的供给侧冲击已经缓和，但海外疫情蔓延引发的需求侧冲击，以及后疫情时代的产业链转移冲击更加值得警惕。与此同时，笔者基于2308家A股民营上市公司2020年一季度财报数据发现，疫情之下，民营企业经营规模和收入已大幅收缩，样本企业报告期内，一季度企业净利润同比大幅下滑近三成，企业的偿债能力快速下降。上市企业尚且如此，广大中小微企业困境可想而知。

警惕财政改革开倒车的代价

然而，尽管市场对于超常规货币财政组合已有预期，但对于“财政赤字货币化”这

一提议还是反对者更众，其中既包括央行多位专家学者，如前央行行长周小川、前央行副行长吴晓灵、央行货币政策司司长孙国峰，也有长期任职于财政系统的高级别官员，财政部原部长楼继伟、财政部财科所前所长贾康等均表态不赞成依靠财政货币化的形式缓解内外部压力。

质疑财政货币化的人士认为，当前中国政策空间仍然存在，债券市场对国债需求旺盛，而财政赤字货币化有损央行货币政策独立性，过度发行货币亦会推升通胀或资产价格泡沫等观点广泛提及。众多反对理由中最为强烈的莫过于财政赤字货币化突破现有《中国人民银行法》的法律红线，损害货币财政纪律，使得国有企业、地方政府面对的约束机制化为乌有，对市场经济体制的冲击贻害无穷。

例如，前央行副行长吴晓灵在《中国财政赤字货币化问题辨析》一文中提及，当前货币数量论并未过时，还需考虑资产价格。中国市场仍有一定的政府债券容纳能力，今年银行至少有能力买入5万亿元政府债券。中国人民银行没有必要在一级市场直接购买政府债券，应该通过公开市场买卖政府债券，向市场提供必要的流动性支持。从紧安排财政支出，以提高财政资金的使用效益，维护财政纪律，维护中国经济的健康发展。

而在《央行与财政关系的转型与现代化》一文中，作者余初心提及，财政和央行“左右口袋”说与穿一条裤子的说法来源于计划经济，市场经济条件下央行和财政是相互制衡又相互配合的关系，央行和财政支出性质不同，央行的钱是贷款性质，而财政的钱来自纳税人，是公共支出性质，分别对应流动性和偿付能力问题。偏离公共财政会扭曲市场经济下政府的一系列行为，讨论特别国债和财政赤字要放在公共财政的大框架下。党的十九届四中全会明确提出推进国家治理体系和治理能力现代化的总目标，在财政金融领域必须处理好央行和财政的关系。作者旗帜鲜明地提出，公共财政支出方向，要符合适当的程序，即经过全国人大批准。财政赤字如何融资是技术层面的问题，前提是不能违反现有法律，中央银行在总需求保持合理水平的前提下，配合财政做好赤字融资。

危机模式下的超常规货币财政组合