

财政与金融分家

——中国经济“去杠杆”的关键

钟辉勇 陆铭*

摘要：中国日益增长的债务问题引发了各界的担忧，地方政府债务问题的化解则成为中国经济“去杠杆”的关键所在。当下“去杠杆”的困难在于财政和金融的不分家，其让财政投资项目的低收益、地方政府融资的高成本和金融产品的“刚性兑付”这三个现象同时出现，构成了一个“最坏的组合”，也带来了影子银行高速发展、民营企业融资困难和地方融资平台债务归属不确定等系列问题。我们在分析上述问题及其成因的基础上，从财政与金融分家的视角进一步提出未来中国经济“去杠杆”的重点应该放在推动地方融资平台的市场化转型、放松地方政府债券融资规模限制并推进债券发行的市场化定价、加强金融监管部门和财政部门之间协调这三个方面，最终实现金融体系资源配置效率的优化。

关键词：地方政府债务 地方融资平台 影子银行 去杠杆

一、引言

中国经济当下日益严重的债务问题，引发了各界对未来可能的债务危机以及进一步引发金融危机的担忧。实际上，在2016年年底的中央经济工作会议就已经强调要把防范金融风险放到更加重要的位置，并确保不发生系统性的金融风险。

而在中国经济“高杠杆”的债务结构中，最重要的组成部分是政府债务，尤其是地方政府债务，这是“去杠杆”的关键所在。在理论上，金融的存在就是通过满足借贷双方的需求来提高资源的配置效率，其本质有两个：第一，在时间维度上，将未来的投资回报贴现到当前，让投资在当期得以实现；第二，在资金的供求各方之间，将当前的资金配置到未来能够获得更高投资回报的地方，融资方通过竞争，使得利率作为资金的价格，反映出未来的投资回报率。因此，只要借债进行投资的回报超过利息成本，债务就能够得到偿还，也就不必担心债务可能引发的风险。

中国的地方政府债务问题之所以让人感到忧心，在于财政的本质和金融不一样。由于财政支出的正外部性，其支出目的并非为了获得具体的投资收益，而是为了提高社会总体福利水平和促进长期的经济增长，因此其直接的财务回报率往往偏低，甚至难以准确度量。与此同时，虽然利率市场化从上个世纪九十年代中期开始推进，目前已分别放开了货币市场、资本市场和金融机构的利率管制，但银行业的真实贷款利率仍然低于市场化的利率水平。再加上监管套利的的原因，商业银行通过各种手段将表内资金转移到表外，然后以非银行金融机构作为通道向地方政府下属的融资平台按照更高的利率水平放贷，形成了中国目前庞大的影子银行体系，这就让地方政府面临日益升高的融资成本。在面临财政投资项目的低回报和融资高成本情况下，很多政府投资项目难以依靠项目收益来偿还债务，而为了保证这些债务不会出现违约，必然导致的结果就是包括债券、信托、银行理财产品等在内的各种金融产品“刚

* 钟辉勇：上海对外经贸大学金融学院；电子邮件：zhonghuiyong@gmail.com。陆铭：上海交通大学安泰经济与管理学院；电子邮件：luming1973@sjtu.edu.cn。陆铭感谢国家社会科学基金重大项目（13&ZD015）“推动我国经济持续健康发展的基本要求、根本途径和政策选择研究”的资助。钟辉勇感谢“上海高校青年教师培养资助计划”的资助。本文也是上海交通大学中国发展研究院和“复旦大学当代中国经济与社会工作室”的成果。

性兑付”。由此，财政和金融的不分家导致金融体系一个最坏的组合同时出现——财政投资项目的低回报率、政府融资的高成本与金融产品的“刚性兑付”，也带来了影子银行体系迅速发展、民营企业融资困难和地方融资平台债务归属不确定等系列问题。

目前关于中国经济“去杠杆”的研究，主要关注政府债务和企业债务这两类债务问题：前者集中在度量政府的资产负债表、当前财政体制面临的挑战和未来改革的方向等问题，希望通过中央与地方政府间的财政体制调整来控制政府债务问题^{[1][2][3][4]}；后者集中在非金融企业的债务，有代表性的研究是钟宁桦等（2016）利用大规模工业企业的微观数据分析了国内企业债务的结构性问题，发现民营企业的融资决策是符合市场化原则的，而国有企业的融资则存在大量的“非市场化”因素，其结果是大量的资金配置给了低效的国有企业，这种现象在2008年金融危机之后更加明显^[5]。

然而，已有研究主要从财政体制或微观角度考虑“去杠杆”问题，对财政部门与金融体系之间的联系以及由此带来的系列负面问题未进一步研究，而包括地方融资平台等在内国有企业融资的“非市场化”因素正是财政与金融不分家的具体表现。因此，我们在已有研究的基础上，最后从财政与金融分家的视角提出中国经济“去杠杆”的关键是推进地方融资平台的市场化转型、放松地方政府债券融资的规模限制并推进债券发行的市场化定价、加强金融监管部门和财政部门之间的监管协调。

本文的结构安排如下：第二部分系统分析中国金融体系改革的困难在于财政和金融的不分家，而最重要的矛盾就是财政投资项目的低回报率、政府融资的高成本与金融产品的“刚性兑付”；第三部分分析财政与金融不分家带来的系列后果；在此基础上，第四部分提出未来改革的相应政策建议；第五部分是本文的结论。

二、中国金融体系改革的困难：财政与金融不分家

中国目前金融体系的问题是，财政和金融混在一起了，金融承担了一部分财政融资的功能，而地方政府的融资平台在其中扮演了非常负面的角色。由于中国不允许地方政府完全自主地发行政府债券，而地方政府具有发展经济和建设基础设施的冲动，同时还要提供公共服务，因此成立了各种国有的金融公司，负责为地方政府的各类项目进行融资，被称为“地方政府融资平台公司”。这些平台公司的融资既包括商业银行的表内贷款，也包括通过影子银行体系的贷款和债券形式的融资即城投债等各种渠道。因此，地方政府的融资平台就成了把财政和金融混在一起的中间机构，而其具体表现则是财政投资项目低回报率、政府融资高成本与金融体系“刚性兑付”这一“最坏组合”的出现。

1. 国际金融危机的爆发与地方政府投资项目的低回报率

由于受2007-2008年国际金融危机的影响，为了避免经济衰退，国务院在2008年年底出台了“4万亿”经济刺激计划。在这“4万亿”的刺激计划中，中央政府出资1.2万亿左右，剩余的资金需要地方政府通过各种渠道筹措。而在具体刺激计划的执行过程中，地方政府又在中央“4万亿”投资计划的基础上层层加码。仅在“4万亿”刺激计划公布一个月之后，如果把当时全国18个省份各自公布的投资计划进行加总，会发现这些投资计划就已经超过了25万亿^[6]。这些投资计划主要偏向铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设项目和农村水、电、路等民生工程 and 基础设施项目^①。尽管这些投资项目理论上具有较强的外部性，但从财务上而言，很多项目都是低回报的项目，尤其当这些投资大量集中在欠发达的人口流出地时，项目回报更是堪忧。

当然，这些政府投资项目的低收益，部分是由于财政支出的本质所决定。因为政府的财政支出，虽然是政府花钱做事，但这些事本质上不需要以挣钱为目标。从政府与市场的关系

来讲,也比较简单,能够挣钱的事交给市场去做,政府应该去做那些不以挣钱为目标的事。这个特征决定了政府花钱的项目或者不具有生产性,或者,即使有生产性,这种生产所带来的回报也通常具有如下特征:第一,它的回报通常不是直接的,而是间接的、长期的,比如,对于基础设施的投资,此类投资常常具有“正外部性”,其收益难以被市场准确估计;第二,政府投资的项目如果有直接的收益,也不是以利润最大化为目标的。由于上述原因的存在,这就导致了地方政府投资项目的低回报率。

与此同时,在政府投资项目的具体执行过程中,地方政府很多有偏的政策事实上也扭曲了资源配置效率,这就又进一步降低了财政投资的回报率。比如,白重恩和张琼(2014)估算了中国1978-2013年间的总体资本回报率,发现“4万亿”刺激计划是导致2008年以来资本回报率大幅下降的重要原因^[7]。而“4万亿”刺激计划对于经济的刺激效果可能也有限,Ouyang and Peng(2015)的研究发现“4万亿”刺激计划的确避免了经济的衰退,让经济增长率每年提高3.2%,但这种影响只能够维持两年的时间^[8]。

更为重要的是,有偏的政策还带来了中国日益严峻的政府债务问题。钟辉勇和陆铭(2015)对于中国欠发达地区政府债务占GDP比值相对于发达地区而言更高这一现象,认为这与户籍制度限制劳动力的自由流动和统一的汇率制度有关系,并将其称为“中国经济的欧洲化”^[9]。常晨和陆铭(2017)的研究表明中国在2009年之后大规模超标低效的新城建设实际上增加了地方政府负债率。该研究同时发现新城的选址很重要,在密度更高的城市和离主城区更近的地方建设新城,都会有利于降低地方政府的负债率^[10]。遗憾的是,大量新城建在中西部地区,并且规划密度低,距离主城区远,推升了地方政府负债率。

2. 影子银行的发展与地方政府融资的高成本

受1994年分税制改革之后中央和地方政府间财政关系调整的影响,地方政府自有财力减少,财政支出的很大一部分来自于中央的财政转移支付。而在“4万亿”经济刺激计划和地方政府层层加码的条件下,地方政府只有依赖于借债投资。受到《预算法》限制,地方政府在2009年之前,并不能以发行地方政府债券的形式进行融资。即使在2009年之后,中央开始允许地方政府通过政府债券的形式融资,但地方政府债券具体的发行方式和偿还方式都受到严格控制。直到2015年之后,中央才允许地方政府可以自主发行地方政府债券,但地方政府仍不能自主决定每年政府债券融资的规模,其受中央的严格限制,因此地方政府也就难以通过地方政府债券的形式来满足其融资需求。

地方政府为了满足其融资需求,只有绕过《预算法》限制,通过地方政府融资平台的形式来进行融资,这也是在2008年之后地方融资平台数量快速扩张的原因。根据银监会在2010年的一个数据统计,当时全国地方融资平台的数量超过一万家,也就是平均每个地级市达到300家左右的规模。而在地方融资平台发展的初期,最主要的资金来源是银行贷款,由于利率尚未完全市场化,此时地方政府融资的成本并不高。在2010年之后,对于地方融资平台贷款的快速增长,银监会有意识地限制银行对地方融资平台的新增贷款,这让融资平台再从银行进行大规模融资变得困难。

作为对此的应对,地方融资平台纷纷通过影子银行进行融资。与美国影子银行体系不同,中国式影子银行更多是以商业银行为主导,具体方式是商业银行发行理财产品将资金从表内转移到表外,然后通过银信、银证、银保以及银行同业业务等各种合作方式,最后实现对地方融资平台的贷款。而商业银行之所以通过影子银行对地方融资平台进行贷款,其激励主要有监管套利和寻求更高收益两个方面,监管套利是指监管部门对商业银行的表内贷款有诸如风险资本计提、资本充足率等指标要求,而通过影子银行的表外贷款则没有这些监管要求。寻求更高收益则是在商业银行表内贷款利率没有完全市场化的情况下,通过影子银行体系可以获得更高的市场化利率回报。

由于影子银行体系中的资金价格更加真实地反应了金融市场的利率水平,其带来的必然结果就是客观上推高了地方政府融资的成本。比如,通过银信合作发行信托产品的融资成本来看,最近几年的平均成本就在8%以上^②。而根据相关案例,甚至有地方融资平台通过P2P平台的形式进行融资,其融资成本则远远高于商业银行的表内贷款利率^③。

3. 地方政府融资和金融产品的“刚性兑付”

在国内金融市场上,“刚性兑付”一般是指作为投资者购买投资性产品,尤其是银行理财产品、信托产品和债券等各种金融产品,相当于获得一种期权来保护投资者的投资收益,不需要承担投资的风险^[11]。然而,任何金融产品都存在违约的风险,只是不同类型金融产品,其违约风险的高低不同而已。如果某种金融产品存在“刚性兑付”,那必然是相关的融资方对这种金融产品的兑付提供了“刚性保证”。

由于地方政府财政投资项目收益率偏低,但从影子银行体系的融资导致其融资成本又不断升高,如果某个地方融资平台的融资行为出现实质违约,这不仅会影响当地融资平台的后续融资,还会影响到整个财政系统融资的可持续性。因此,地方政府为了满足其融资平台的融资需求,并降低其融资成本,就需要以“刚性兑付”为保证。事实上也是如此,截止到目前为止,地方融资平台的融资也都还没有发生过实质性的违约^④。

总结起来,地方融资平台的“刚性兑付”有三层含义:第一层来源于监管部门的要求,比如,对城投债的偿还问题,作为监管部门的发改委就曾在2015年发文,要求各地高度重视债券的本息兑付工作,强调“绝不允许发生资本市场违约事件”^⑤;第二层是地方政府可以通过各种协调来保证本地融资的零违约,甚至在借债的时候,部分地方政府的财政部门会出具相应的“承诺函”,以此来保证债务的偿还;第三层是从中央政府的角度,由于中国所特有的中央与地方间关系,地方政府不可能破产,即使地方政府面临违约时,中央政府也可能进行救助。钟辉勇和陆铭(2015)的研究发现,来自中央政府的财政专项转移支付越多,地方政府发行城投债的规模也越多,背后的原因就是地方对中央救助预期的存在而导致地方政府借债的道德风险问题^[12]。

本来在低回报、高利率和刚性兑付这个组合里,拿掉任何一个都可以。如果投资回报高,可以还本付息,不用担心违约风险,也就不存在“刚性兑付”的问题。如果低回报的项目融资成本(利率)低也没问题,市场竞争的结果是这些低回报的项目融不到资金。不存在“刚性兑付”的时候,如果低回报的项目融资成本高,其必然会走向破产清算,在长期里,市场只能剩下融资成本反映其回报率的项目。但由于地方融资平台这一中介的存在导致财政和金融不分家,使得财政投资项目的低回报率、政府融资的高成本与金融产品的“刚性兑付”这一最坏组合出现。

三、 财政与金融不分家的后果

1. 影子银行体系的高速扩张

中国的影子银行体系在2009年金融危机之后快速扩张,也引起了学术界和监管部门的高度关注^{[13][14][15]}。根据金犇、刘淳和周颖辉(2017)的研究估计,截止到2013年年末,中国影子银行业规模为46.4万亿,远高于同期银行的8.9万亿信贷规模^[16]。

而Chen, He and Liu(2017)研究发现中国影子银行体系的扩张,就是由“4万亿”投资计划导致^[17]。由于中国信贷市场上的利率一直并未完全市场化,在2009年“4万亿”计划之后银行面临融资需求突然迅速增加,通过传统信贷渠道发放贷款的利率偏低。再加上商业银行监管套利的动机,银行就通过各种方式的金融创新,将表内资产转移到表外,通过影子银行体系最后贷款给地方融资平台。

中国的影子银行发展的基本逻辑是以商业银行为核心,通过非银行金融机构与银行之间合作的形式来实现^[18]。具体而言,在影子银行发展的初期,银行主要通过发行理财产品,然而与信托机构合作,将发行理财产品获得的资金通过信托机构流向地方融资平台。而在银监会 2010 年加强对银信合作的监管之后,银行又转而与证券机构合作(银证合作),通过券商的专项资产管理计划继续放贷。之后,随着金融监管的调整,银行又继续采取和基金公司(银基合作)、保险公司(银保合作)、同业合作等方式将资金转移到表外,最终再流向地方融资平台。

总体而言,资金采取什么样的通道流向地方融资平台并不重要,这里的关键是只要地方政府继续存在强烈的融资需求,而已有的地方政府融资渠道不能满足其需求,地方政府就会通过各种渠道来扩张其债务。而对银行和非银行类金融机构而言,只要地方政府存在强烈融资需求,利润驱动和规避监管的激励就会让其通过各种渠道向地方政府贷款,其最终导致的结果就是国际金融危机以来中国影子银行体系的高速扩张。

2. 民营企业融资的困难

尽管影子银行体系的规模在不断扩张,在影子银行体系里面的利率定价机制也更加市场化,但这并不意味着民营企业就能够从影子银行体系中更为便利地得到资金。实际上,影子银行的发展反而有可能加剧民营企业的融资困难。

其原因是在商业银行表内贷款这部分,虽然利率偏低,但地方政府和国有企业的融资被认为具有更高的“安全性”,民营企业被排在了后面。而到了影子银行体系,利率又被地方政府抬高,最后还是会挤出民营企业融资。举例来说,当影子银行融资的成本高到年化利率 10% 以上的时候,这意味着那些投资回报率低于 10% 的民营企业在通常的商业银行体系里被挤出了,在影子银行里又支付不起更高的利率。并且,影子银行体系很多资金的分配采取譬如委托贷款的方式配置给地方融资平台,简单来说就是说银行的资金在事先已经有指定的去向,因此除了大型房地产企业之外,其它民营企业并不占有优势。

而在民营企业融资难的同时,大型国有企业和上市公司(其中不乏僵尸企业)却实际上得到了优惠。当商业银行表内贷款利率大大低于影子银行的贷款利率时,国有企业和上市公司在银行体系里得到贷款,然后再通过相关渠道进入影子银行,而其贷款利率远远高于商业银行的贷款利率。这时,商业银行与影子银行之间的贷款利率差额就成了国有企业的利润。对僵尸企业而言,这种利率差额成了一种补贴和“活下去的理由”。

上述问题在本质上又可以总结为一个问题,就是金融市场上的利率不反映投资回报,金融市场的功能被严重地扭曲。也恰恰是这样的原因,造成了民营企业融资难的问题。即使是在信贷放松的时期,只要在影子银行里存在更高的利率,银行信贷资源就通过各种各样的渠道被导入到影子银行里去。而只要地方政府存在几乎无限弹性的融资冲动,其支付的利率又偏离其投资回报,那么,民营企业融资难的问题就不会在信贷放松的时期得以缓解。实际情况甚至是相反的,经济越不景气,贷款给民营企业越被认为是不安全的,这时,信贷放松,反而是地方政府和国有企业的融资变得相对更容易了。Huang, Pagano and Panizza (2017) 的研究利用 2006-2013 年的地方政府债务和企业投资数据发现地方政府的融资的确挤出了民营企业投资,但并不影响国有企业和外资企业的投资^{[19]⑥}。因此,在影子银行利率被严重扭曲的情况下,不能把影子银行视作为金融市场化的表现。

3. 地方融资平台债务归属的不确定性

财政与金融的不分家,不仅会带来影子银行体系的高速扩张和民营企业融资的困难,同时还会带来地方融资平台债务归属的不确定性。国务院在 2014 年公布了《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(即“43 号文”),这是目前为止对地方政府债务治理最为权

威的指导性意见，其中规定地方政府不能再通过融资平台举债。也就是说，在此之后地方融资平台的新增债务都不再属于政府债务，地方政府不再承担偿还或者救助的责任。对于未来的地方政府融资，该意见同时规定了地方政府今后举债只能采取地方政府债券的形式。

那地方政府是否就真的只通过发行地方政府债券来融资？我们发现，即使在 2015 年之后，很多地方政府依然继续通过融资平台来借债。比如，从 2015 年 1 月到 2016 年 12 月，全国范围内地方融资平台发行的城投债规模就达到 4.25 万亿元，而 2016 年全国各地方政府的公共财政收入才 8.71 万亿元^⑦。也就是说，从“43 号文”之后的 2015 年到 2016 年年底为止，城投债的发行总规模占到 2016 年全国各地方公共财政收入的 48.9%，更不要说地方融资平台还有大量来自于影子银行体系的贷款。

如果按照新《预算法》要求，这些债务都不再是地方政府债务，地方政府不用承担救助责任，那这些债务只能由地方融资平台来偿还。但地方融资平台本身的负债率普遍都很高，又缺乏足够的经营性收入来源，基本上很难依靠自有财力来偿还这些债务。虽然目前为止，地方融资平台的债务都是“刚性兑付”，但如果严格按照《预算法》执行，导致的结果就是未来国内金融市场上债务违约率就会大大升高。

更为重要的是，从地方融资平台 2015 年之后这些举债的投向来看，大部分仍然是投向本应属于地方政府财政支出的基建支出。这也就是说，虽然地方政府不能再通过融资平台举债，但从融资平台举债的投向来看，融资平台事实上仍然承担了部分财政支出的责任。因此，这部分新增融资平台债务的偿还未来可能会成为一个严重的问题。钟辉勇、钟宁桦和朱小能（2016）以地方融资平台发行的城投债数据进行研究，就发现地方政府对融资平台债务的“隐性担保”并不真的存在^[20]。

四、 应该如何推进财政与金融的分家？

这种财政与金融的不分家，不仅带来了地方财政体系的紊乱和严重的金融风险，也制约了金融体系的发展。那具体应该如何来推进财政与金融的分家？

1. 推进地方融资平台的市场化转型

推进财政和金融分家的第一个关键问题是应该如何来推进地方融资平台这个财政与金融“中介机构”的市场化转型？目前地方融资平台不仅数量多，其中也不乏资产规模超过千亿的集团性质公司，甚至部分已经是上市公司。除此之外，平台公司也吸收了大量就业人员，如果一刀切地关闭融资平台，这不仅不合理，也不切实际。在当前状况下，一种可行的方案应该更多地根据地方融资平台性质采取分类转型方案。

首先，对于乡镇一级政府和部分县级政府小型融资平台，这类公司大多只是地方政府的融资工具，缺乏实质性经营业务。根据一些研究者调研发现，很多这类融资平台甚至与当地财政部门合用一个账目，也就是说，这些地方政府把平台公司的融资当作财政收入使用。这种状况的存在，不仅使得地方融资平台借债缺乏约束，助长政府隐性债务的增长，也损害了公共财政的严肃性。对这类地方融资平台，在做好相关后续清偿工作之后，应该关闭。

其次，对县级及以上地方融资平台，除了承担地方政府融资责任之外，一般都还承担着本应由地方政府承担的市政基础设施和公用事业的建设。这些地方融资平台可以分为有稳定经营性收入来源和没有稳定经营性收入来源两类，前者包括医院、轨道交通、污水处理、供水、供电等，后者包括城市道路、桥梁、照明设施、公园等。对前者，比较合适的处理方法是引入社会资本参与股权投资，这不仅有利于提高这类公司的经营业绩，也可以利用这个契机剥离平台公司的融资功能，将平台公司向一般企业转型。如果转型成功，地方政府还能借此获得比较稳定的长期收益。

最后,对于缺乏稳定经营性收入的后者,很难找到合适投资者,也是地方融资平台转型的难点所在。一个可能的解决办法是短期里面采用政府购买服务的方式来维持这类平台公司的运转,长期里面也将这些平台公司提供的服务进行市场化招标,通过招标的方式引入一些潜在的竞争者,达到提高这类平台公司服务效率的目的。

2. 放松地方政府债券融资的规模限制并推进其发行的市场化定价

从 2015 年开始,全国开始大规模地推动地方政府债务置换计划,其目的主要有两个方面:一方面是通过发行地方政府债券来置换地方政府的存量政府债务,这能够显著降低地方政府的举债成本。因为对地方政府来说,巨额存量债务的利息成本也是一笔巨大的支出。而发行地方政府债券的年化利率在 3% 左右,要远低于地方政府其它渠道的融资成本;另一方面,地方政府债务置换计划也能够让地方政府举债规范化。因为地方政府债券的发行主体都是以地方政府,而不是地方融资平台的名义,如果置换计划成功执行,未来地方政府债务都将是显性债务,不再是以地方融资平台债务名义存在的隐性债务。

因此,可以看出,在推动地方融资平台市场化转型的同时,地方政府债务置换的成功是推动财政与金融的分家的另一个关键。从数据上来看,地方政府债券置换推进的速度也非常快,截止到 2017 年 6 月底,地方政府债券的存量规模已经达到 12.4 万亿元。然而,目前的地方政府债务置换计划还存在两个比较大的问题:

第一个是地方政府发行政府债券时,每年发行的债券规模总量仍然受到中央控制。虽然通过行政手段限制地方政府债券融资的规模,可以避免地方政府以政府债券形式大规模举债,但这并不能阻止地方政府以其它融资渠道,尤其是继续通过影子银行举债。当地方政府强烈的融资需求得不到满足的时候,必然还会采取各种方式的融资,这就让地方融资平台的市场化转型难以实质性地推进。因此,在推进债务置换计划的同时,需要尽快放开对地方政府债券融资规模的限制。

其次,放开地方债券融资规模的行政限制,并不意味着地方政府可以无上限的融资,同时还应该做的是推进地方政府债券发行利率的市场化,通过市场机制来限制地方政府的债券融资规模。在 2009 年开始发行地方政府债券之后,国内出现了部分地方政府债券的发行利率低于相同期限国债利率的不合理事件,这背后的原因是地方政府干预了地方政府债券的发行过程,从而让其利率定价过程并非是完全市场化的行为。因此,真正推动地方政府债券发行定价的市场化,即使行政上对地方政府债券融资规模没有限制,市场机制也会让那些债务规模过高的地区,其债券发行利率必然会上升,进而能够通过市场的力量来限制地方政府的债券融资规模。

3. 加强金融监管部门和财政部门之间的协调

在推进地方融资平台的市场化转型和地方政府债务置换计划的同时,另一个推进财政与金融分家的重点就是加强对影子银行体系的监管,从而预防系统性金融风险的爆发。目前金融体系的监管架构由“一行三会”组成,但从影子银行体系由最初的银信、银证、银保等合作模式等发展到最近的银行同业合作业务来看,单纯的分业监管架构已经不能满足金融体系发展的最新状况。

比如,在影子银行发展的初期,商业银行最初选择信托机构来作为通道,进行银信合作。其规模迅速发展受到银监会关注之后,银监会 2010 年开始要求银信合作表外资产入表、票据保证金缴纳存款准备金等措施,银信合作立即受到限制。而同时,证监会为了促进券商资产管理业务的发展,在 2012 年 10 月出台相关文件,开始放宽对券商资产管理业务的限制^⑧。在此之后,商业银行开始纷纷从信托机构的合作转向与证券机构合作,利用券商的资产管理业务作为通道,又导致了银证合作的快速发展^[21]。从这个案例可以看出,对金融机构来

说，总是希望利用监管漏洞来进行监管套利，而当下“一行三会”的分业监管模式忽视了监管部门的跨部门协调，也在客观上帮助了影子银行体系的扩张。

同时，对影子银行体系的监管而言，不仅需要加强金融监管部门之间的协调，还需要加强金融监管部门和财政部门之间的协调。因为只要地方政府存在强烈的融资需求，而已有融资渠道不能满足其需求时，地方政府总能够进行各种形式的“金融创新”，从而完成其举债行为。比如，虽然 PPP 模式作为最近几年国内大规模推广的地方政府与社会资本合作模式，本意是减轻地方政府的债务压力和提高项目的支出和管理效率，但在具体执行过程中，出现了部分地方政府将 PPP 项目作为变相融资的渠道，而并非真的是与社会资本进行项目合作。

对目前已经建立的“金融监管协调部际联席会议”来协调“一行三会”，仍存在一些问題：首先，这种协调是建立在同级监管部门之间的协调，缺乏协调的权威性，需要建立一个更高层级的跨部门协调部门；其次，目前的金融监管只强调具体金融监管部门的协调，财政部门的参与不足，而财经与金融不分家的重点却在财政部门，这是未来还需要改进的地方^⑧。

五、结论

中国经济目前处于“去杠杆”的关键时期，而当下中国金融体系的问题实质是财政与金融混在了一起，其核心的机制是地方政府融资平台同时介入了财政与金融两个部门，把金融市场借来的钱用在了财政支出该做的事，并让财政投资项目的低收益、地方政府融资的高成本和金融产品的“刚性兑付”这个最坏的组合同时出现，同时带来了影子银行体系高速扩张、民营企业融资困难和地方融资平台债务归属不确定等系列负面问题。

因此，从源头上梳理这个问题，让财政和金融分家的关键在于推进地方融资平台的市场化转型、放松地方政府债券的规模限制并推进政府债券发行的市场化定价、以及加强金融监管部门和财政部门之间的协调，最终让金融体系被扭曲的严重问题得到根本的解决，让资金价格真实反映投资回报的功能，从而实现金融体系资源配置效率的优化。

如果进一步思考当前财政与金融不分家的问题，其实本质上还是政府与市场间关系的问题。改革开放以来成功推动市场化改革的一条重要经验是逐渐清晰地界定了政府与市场的关系，让市场在资源配置过程中发挥了越来越重要的作用。而现在金融体系却成为了市场化改革严重滞后的领域，利率作为金融市场上最重要的价格信号仍然受到扭曲。在这个意义上，财政与金融的不分家只不过是这种扭曲的具体表现，但同时也是金融体系接下来改革的关键所在，关系到中国未来的改革是不是真的能让市场成为配置资源的决定性力量。

注释：

- ① “4 万亿”的具体投向，可见人民网：<http://finance.people.com.cn/GB/10274329.html>。
- ② 信托产品收益率的数据来自 Wind 数据库。
- ③ 关于地方融资平台通过 P2P 进行融资的案例，可参见财新网的报道：<http://finance.caixin.com/2014-11-18/100752102.html>。
- ④ 但这并不意味着地方融资平台的债务以后不会出现问题，具体原因将在下一章阐述。
- ⑤ 具体报道可见：<http://m.21jingji.com/article/20150320/herald/b05cdb645ae04d0ed8fc64f892f6d86f.html>。
- ⑥ 外资企业不受到影响是因为外资企业除了从国内金融市场融资之外，还可以利用国际金融市场融资，而民营企业一般并不具备从国际市场融资的条件。
- ⑦ 相关数据来自于 Wind 数据库。
- ⑧ 这三个具体的文件是证监会在 2012 年 10 月发布的《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》和《证券公司定向资产管理业务实施细则》。

- ⑨ 在 2017 年 7 月的第五次全国金融工作会议提出设立国务院金融稳定发展委员会，可以认为是更高层次的协调部门。但委员会如果没有财政部门的实质参与，作为财政与金融分家的关键，这可能会影响金融监管协调的效果。

参考文献：

- [1] 李扬、张晓晶、常欣、汤铎铎、李成. 中国主权资产负债表及其风险评估(上). 经济研究, 2012(6).
- [2] 李扬、张晓晶、常欣、汤铎铎、李成. 中国主权资产负债表及其风险评估(下). 经济研究, 2012(7).
- [3] 龚强、王俊、贾坤. 财政分权视角下的地方政府债务研究：一个综述. 经济研究, 2011(7).
- [4] 郑新业、张力. 财政“不可能三角”及其应对. 探索与争鸣, 2017(9).
- [5] 钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林. 我国企业债务的结构性问题. 经济研究, 2016(7).
- [6] Naughton, B. Understanding the Chinese Stimulus Package. China Leadership Monitor, 2009, 28(2): 1-12.
- [7] 白重恩、张琼. 中国的资本回报率及其影响因素分析. 世界经济, 2014(10).
- [8] Ouyang, M. and Peng, Y. The Treatment-effect Estimation: A Case Study of the 2008 Economic Stimulus Package of China. Journal of Econometrics, 2015, 188(2):545-557.
- [9] 钟辉勇、陆铭. 中国经济的欧洲化——统一货币区、央地关系和地方政府债务. 学术月刊, 2015(10).
- [10] 常晨、陆铭. 新城之殇：密度、距离与债务. 经济学季刊, 2017(7).
- [11] 朱宁. 刚性兑付或将带来什么. 金融市场研究, 2016(3).
- [12] 钟辉勇、陆铭. 财政转移支付如何影响了地方政府债务. 金融研究, 2015(9).
- [13] Elliott, D., Kroeber, A., and Qiao, Y. Shadow Banking in China: A Primer. Brookings Institution Research Paper, 2015.
- [14] Acharya, V., Qian, J., and Yang, Z. In the Shadow of Banks: Wealth Management Products and Issuing Banks' Risk in China. Working Paper, 2016.
- [15] [18] 王喆、张明、刘士达. 从“通道”到“同业”——中国影子银行体系的演进历程、潜在风险与发展方向. 工作论文, 2017.
- [16] 金萃、刘淳、周颖辉. 中国阴影下的银行业——中国影子银行的规模统计及风险测算. 工作论文, 2017.
- [17] Chen, Z., He, Z., and Liu, C. The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes. Working Paper, 2017.
- [19] Huang, Y., Pagano, M., and Panizza, U. Local Crowding Out in China. Working Paper, 2017.
- [20] 钟辉勇、钟宁桦、朱小能. 城投债的担保可信吗？——来自债券评级和发行定价的证据. 金融研究, 2016(4).
- [21] 高海红、高蓓. 中国影子银行与金融改革：以银证合作为例. 国际经济评论, 2014(2).