

# 财政政策与资本市场 对扩大内需的不同影响

□苏宁华

(厦门大学财政金融系 福建 厦门 361005)

本文认为,积极财政政策在扩大内需方面起的只是诱导性作用,只有资本市场才是刺激内需的关键性因素,并针对目前资本市场存在的问题提出改进建议。

**关键词:** 积极财政政策 资本市场 扩大内需

中图分类号: F830.9 文献标识码: A 文章编号: 1003-5656(2000)04-0009-04

## 一、积极财政政策在扩大内需 方面起诱导而非主导作用

从近两年的经济运行状况来看,积极财政政策在保持经济的一定增长速度方面起到了关键性的作用。相形之下,民间需求(即非政府需求)——包括消费需求和投资需求却没有政府预期的那样相应增长,迫使积极财政政策的实施不能停止。但是,积极财政政策作为刺激社会需求的一种工具,其作用是外生的,它主要是对刺激内需方面起到一种诱导性的作用,即诱导、激发民间需求。在市场经济条件下,民间需求是经济增长的关键性因素,如果将积极财政政策的作用定位于主导地位,则一方面会挤占民间需求,以政府需求代替民间需求,使经济的增长依赖于政府需求,一旦政府需求的增长幅度下降,经济增长就不可避免地

陷入停滞状态。在计划经济体制时期, 财政支出特别是财政投资的一举一动都会导致经济增长的大起大落。但在市场经济体制下, 以政府需求代替民间需求的增长, 必然会干扰市场机制的有效运行, 市场作为资源配置的基础性作用就无从体现。另一方面, 将积极财政政策定位于经济增长中的主导作用, 就必须增加政府的投入。在税收这种无偿性收入不可能通过提高税率而增加时, 通过公债这种有偿性的收入成为一种必然之举。但发行债务的收入是有一定限度的, 政府的负债承载能力决定了举债的最高限度, 从而制约了积极财政政策作用的发挥。

就我国情况而言, 积极财政政策的作用受到两个方面的制约:

第一, 政府的承受能力。我国实施积极财政政策的资金来源是发行国债, 但国债的发行不是没有限度的, 它受制于两个因素: 政府的税收收入水平和国民生产总值规模。国债的最终偿还还是以无偿性税收收入作为偿债来源(尽管在一定时期内可以通过发新债还旧债的方式进行), 因而国债的发行量及累积余额不能超过政府财政收入的一定比例; 国债收入作为当年国民生产总值的一个组成部分, 其规模当然会受到国民生产总值规模的制约。我国国债的大规模发行是从1994年开始的。1993年《银行法》的实施, 规定了政府出现的财政赤字不得向中央银行透支, 财政赤字转而以发行国债的方式弥补, 1994年国债发行突破1000亿元大关, 其原因就在于此。此后随着政府实行积极财政政策, 国债发行规模又进一步增加。相应地, 债务支出规模也迅速扩大, 偿债率从1994年的9.6%上升到1997年的21.1%和1998年的22.4%, 大大超过国际公认的安全线8%—10%。在此情况下, 要想进一步提高发行规模, 就可能导致政府财政风险的加大, 因而显然是不现实的。

第二, 财政改革方向的制约。建立社会主义

市场经济体制是经济改革的中心目标。为了实现这一转变, 计划经济体制下的财政体制也必须加以改革, 建立一个与市场经济体制相适应的财政体制——公共财政。按照公共财政的要求, 政府活动范围限于市场失效领域。凡是在市场能充分调节的领域, 即市场完全有效的领域, 政府不宜介入, 以免干扰资源的有效配置, 而市场不能调节的领域, 即市场完全失效的领域, 政府必须参与其中的活动, 至于介于市场完全有效和完全失效的领域, 则依各国具体的社会、经济、文化等背景界定政府和市场的活动范围。就我国而言, 由于过去的政府主导型计划经济体制必须转为市场主导型的市场经济体制, 于是就要求政府解决“越位”和“缺位”问题。越位即是政府介入市场有效领域, 缺位是指政府没有介入但必须介入的市场失效领域。在这种改革背景下, 实施积极财政政策也必须遵循这一市场失效原则, 财政投资的流向只能是市场不能有效提供的公共产品和劳务方面。

从我国几十年经济发展历程来看, 影响经济增长的最主要因素是投资。投资规模需求的规模, 其增长的幅度在很大程度上决定了经济增长的速度。在当前内需不足的情况下, 刺激投资需求是引导经济走向繁荣的关键。作为积极财政政策中的主要内容——财政投资由于政府债务水平和公共财政的限制, 不可能发挥主导性的作用。真正起主导作用的是民间投资——非政府投资。只有当民间投资需求能快速增长的时候, 经济才能真正走出低谷, 保证经济的长期性稳定增长。

## 二、资本市场在刺激 投资需求中的地位

如果将改革以来的经济发展分为两个阶段的话, 毫无疑问1996年会成为分水岭。1996年以前经济是一种供给不足型经济, 这一阶段的经济

增长总体而言是快速的; 1996 年以后经济进入一种需求不足的状态, 其经济增长也大受影响。

在国民收入的分配问题上, 经济改革之后的一个现象是政府所占份额下降, 相应地企业、个人所占份额增大。居民银行存款的增长幅度远高于经济增长速度就是一个明证。因此居民的资金能否顺利转化为投资, 在很大程度上就决定了经济增长水平。那么, 作为居民的资金是如何转化为投资的呢?

在 1996 年以前, 由于储蓄资金能够顺利转化为投资, 尽管在这一转化过程中效率非常低下, 因而对社会的高储蓄率并无微词。但 1996 年之后, 由于储蓄资金转化为投资的难度加大了, 投资需求上不去, 拉了经济增长的后腿, 政府认为高储蓄率是内需不足的关键因素之一, 于是通过政府导向如住房制度改革、教育制度改革等来刺激消费需求, 降低储蓄水平。

其实, 就中国经济发展的阶段而言, 资金需求应主要来源于国内资金的供给, 因此保持较高的国民储蓄水平, 为经济发展提供充足的资金来源是非常必要的。以 1996 年以前的储蓄—投资转化为例, 在 1996 年以前居民的储蓄资金转化为投资主要有三种方式。一是通过银行将储蓄资金转化为投资, 这是一种主要途径。由于这一时期无论是国有银行还是国有企业, 其面临的预算约束都比较软化。国有经济的投资热情很高, 因为它们将投资的收益留给了自己, 将风险留给了国有银行, 而国有银行又将贷款的风险转嫁给政府。资金流动的方向是居民储蓄资金——国有银行——国有企业——投资。由于这种转化非常顺利, 以至于当政府觉得有必要给经济降温的话就收紧银根, 控制贷款规模, 要给经济升温的话就放松银根。二是通过资本市场。这里指的是狭义的资本市场, 即主要包括以股票、债券、基金等为融资工具为企业融资的市场, 这种方式主要从 90 年代初开始发展起来的。由于通过资本市场特别是

股票市场不仅能解决储蓄——投资的转化, 更重要的是能改变企业的内部治理结构, 可以为国企顺利改组创造条件, 因而这一市场正日益成为主要的融资渠道。三是进行直接投资, 也就是个人将资金直接进行投资。在 1996 年以前, 许多行业都处于供给不足状况, 尤其是一些消费品更是如此, 考虑到生产这些消费品的投资量并不是很大, 即投资的门槛价很低, 多则几百万, 少则几十万就可进行投资, 这就激发了社会个人投资的积极性, 如浙江温州、福建泉州等地。

然而, 1996 年后出现的新变化使原来的储蓄——投资转化困难起来。其中之一就是国有银行商业化改革进程的加快, 商业银行的预算约束增强, 要求自己承担风险的压力使得银行重新审视自己的贷款政策。过去的贷款大户, 即国有企业由于各种原因亏损面大, 贷款的违约风险非常大, 银行已不愿为其提供贷款。对非国有经济, 在担保、信用等方面不明朗的情况下, 也不愿为其提供贷款。这就是近几年银行惜贷, 新增存款大于新增贷款的主要原因之一。变化之二是经济结构的变化。传统的、技术含量低的劳动密集型产业趋于饱和, 拓展的空间很小, 而技术含量高、资本量大的高新技术产业和资本密集型产业, 尽管还有很大的发展空间, 但由于资本的门槛价很高, 一般的私人投资者无法直接进入这些行业, 只能通过其它途径间接进入这些行业。

这些变化是不可逆转的。商业银行体制的改革将使融资形式发生重大变化, 从以间接融资为主向以直接融资为主过渡, 而直接融资主要是通过资本市场进行。另一方面, 产业结构、经济结构的升级换代使得私人小规模资金难以直接进入产业投资, 因而必须将资金通过资本市场转化为投资。因此, 中国经济环境的变化, 使得在储蓄——投资过程中, 资本市场将成为主导。只有充分培育资本市场, 才能顺利解决储蓄资金向投资资金转化的问题, 减轻对居民消费刺激的压力, 提高社

会总体需求水平,促进经济的发展。

### 三、提高资本市场预期收益水平并降低其整体风险

一个成熟的资本市场必须能吸引大量的、稳定的投资者。投资者之所以将资金投入资本市场,而非存入银行,必定是其预期收益水平更高的缘故(在考虑风险因素之后)。如果投资者投入资本市场的收益水平不高,其风险又远远大于银行储蓄,按市场规律,其资金流向是不可能流入资本市场的。因此,要使中国的资本市场成为储蓄——投资转化的主要渠道,最主要的就是能按市场条件将资金从银行吸引至资本市场,按照市场条件将资金分配至各个企业。而要做到这一点,就必须从两方面着手,一是提高资本市场的预期收益水平;二是降低资本市场的整体风险。

资本市场的预期收益水平可以从两个方面加以分析:一是股票市场,二是债券市场。对股票市场而言,投资于股票市场的收益来源于两个方面,一是分得的股利,二是市场上的买卖差价,即资本利得。股票价格高低,除了整体市场的波动有关外,还与股份公司自身的经营状况相关。从长远看来,提高股票市场预期收益水平的关键在于提高上市公司的素质,盈利状况好、发展潜力大的企业应优先得到上市机会,只有当这些类型的企业占股票市场的主体时,预期收益水平才能上升。对一些行业前景不佳、盈利状况差的国有企业,与

其让它上市“圈钱”,继续苟延残喘几年,还不如让它加速破产、重组,将资金运用于其它更有效率的企业,提高整体国民经济的质量。在这种情况下,不看行业、不看企业性质,而是以企业本身素质、行业前景来决定上市与否是股票市场完善的关键。

对企业债券市场而言,投资所得收益主要来源于债券利息收入。中国企业债券市场早于股票市场诞生,但其发展远远落后于股票市场,其原因在于政府对其控制过紧,特别是在收益率方面规定债券利率(税前)不得超过同期银行存款利率的40%。相比之下,国债发行利率比银行存款利率高一些,可以免交20%的利息所得税,而且没有风险。在这种背景下,企业债券无人问津,国债销售火爆就不足为奇了。要使资本市场的重要组成部分——企业债券市场得到发展,关键在于其收益率的大小能否补偿投资者所承受的风险。显然,企业债券投资存在众多风险因素的情况下,由市场本身对其收益率水平进行调整而非政府控制是搞活企业债券市场的关键。

资本市场总是存在风险的,如股市上的会计报表掩饰风险、企业债券市场中的信用评级风险等。减少这类风险的主要措施在于重构中国的信用体系,从法律上对社会的各类中介机构包括会计师事务所、资产评估事务所等进行约束,使这些社会中介机构的行为保持公正、公开的形象。

(收稿日期:2000—05—18 责任编辑:蒋少龙)