巨额财政刺激计划引发的物价上涨压力与银行信贷违约风险控制*

田素华　虞亚庆

内容提要：为了应对由美国次贷危机引发的全球金融危机，中国推出了巨额财政刺激计划。在巨额财政刺激计划推出以后，中国银行部门的信贷投放出现了井喷态势。银行信贷的大量集中投放隐含着相当程度的通货膨胀风险和银行信贷违约风险。实施巨额财政刺激计划时，影响物价上涨压力和银行信贷违约风险的因素主要包括中长期银行信贷大量且集中投放和经济复苏时间被推迟等；通过调整法定存款准备金比率和促进经济有效增长，可在一定程度上缓解通货膨胀压力和银行信贷违约风险。

关 键 词：财政刺激计划　通货膨胀风险　银行信贷违约风险　金融危机

作者简介：田素华，复旦大学世界经济系副教授、经济学博士，200433；
虞亚庆，复旦大学世界经济系硕士研究生，200433。

中图分类号：F830　文献标识码：A　文章编号：1002－8102(2010)10－0029－08

2008 年美国金融危机爆发以后，对于财政刺激政策的讨论集中在其有效性和政策搭配方面。Leeper 等(2009)就美国财政刺激计划的短期效应和长期效应进行了分析，认为财政刺激计划中扩张的政府支出多集中于公共设施项目，这些项目有实施时滞，在短期内对劳动就业和产出增长只能产生较小的甚至是负面的影响；财政赤字融资方式对财政刺激计划的长期效应有重要影响，市场主体对未来税收增加和政府支出下降的预期会抵消政府支出扩张对产出增长的促进作用。国际货币基金组织 2009 年 3 月发布了关于全球财政刺激计划实施效应的研究报告(Freedman 等，2009)。该报告使用多国结构模型进行研究后指出，由世界上多个国家几乎同时推出的财政刺激政策辅之以恰当的货币政策时，可以对世界经济的复苏产生可观的乘数扩张效应；部分国家实施财政刺激政策时会面临财政约束问题，以及面临借贷成本太高或财政赤字融资困难等问题。国际货币基金组织于 2008 年 12 月发布的关于应对金融危机的财政政策的研究报告指出(Spilimbergo 等，2008)，合适的财政刺激计划需要注重时效性、规模化和持续性。

本文以麦金农(1997)、Mankiw(1987)以及刘斌(2009)的研究为基础，分析金融危机期间，实施财政刺激计划对通货膨胀风险和银行信贷违约风险的影响问题。研究发现，在有巨额财政赤字时，政府会通过基础货币投放和银行信贷投放来筹集资金，使得通货膨胀水平上升和银行信贷违约风险增加。本文认为，在实施巨额财政刺激计划时，可通过调节法定存款准备金比率，特别是使实际经济产出获得有效的增长，来缓解通货膨胀压力和银行信贷违约风险。

一、财政刺激引发的物价上涨压力

我们将银行部门的信贷总额(用 L 表示)分为 L_1、L_2 和 L_3 等三部分：$L = L_1 + L_2 + L_3$。L_1 为

* 本文得到国家社会科学基金项目(项目批准号 07BJL043)资助。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.n

实施巨额财政刺激计划时政府从银行部门获得的融资，由政府从银行部门借入后用于政府支出；L_2 为银行部门参与财政刺激计划直接向与财政刺激计划有关的私人部门和部分基础设施项目投放的配套贷款；L_3 为银行部门的其他信贷投放。

（一）政府实施财政刺激计划的资金来源

假设金融危机爆发以后政府实施的一揽子财政刺激计划的支出总额为 E，由政府支出 G 和银行部门新增的配套贷款 L_2 组成，即 $E = G + L_2$。其中，政府支出 G 的来源主要是财政收入即税收收入 T，不足部分构成财政赤字。我们将政府财政赤字 Z 表示为：$Z = G - T$。政府财政赤字主要通过四种途径获得资金支持：第一是增加货币供应即增加投放基础货币 M_b；第二是增发政府债券，即增加债券发行规模 B 从私人部门那里获得资金支持；第三是增加税收 T；第四是利用政府信用从银行部门获得信贷即上述 L_1，且 $L_1 \geqslant 0$。据此，我们可将财政赤字 Z 写成：$Z = G - T = M_b + L_1 + \Delta B + \Delta T$。其中，$M_b$ = 基础货币变化量，ΔB = 政府新增债券发行规模，ΔT = 政府新增税收收入水平。因此，财政刺激计划支出总额 E 可写成以下形式：

$$E = G + L_2 = Z + T + L_2 = M_b + L_1 + \Delta B + \Delta T + T + L_2$$

政府实施巨额财政刺激计划时，财政支出的资金来源对于财政刺激的有效性影响很大。如果政府只是通过增加税收或发行政府债券（和/或由政府出面从银行获得信贷）的形式从私人部门那里筹集资金，然后作为财政支出投入到实体经济部门，那么仅仅相当于是政府代替私人部门来进行投资，资金投入总量不会增加，只是投资的产业方向与私人部门进行直接投资时会有不同，只是将新增投资从一个部门转移到了另一个部门，财政刺激的乘数扩张效应不很明显（Cochrane，2009）。此外，在金融危机爆发以后，通过发行政府债券来筹集财政资金在政策时效性方面会受到约束，一般很难奏效；在金融危机爆发以后逆向增加税收也有悖于财政刺激计划的实施初衷。因此，在实施财政刺激计划时，政府多选择增加货币供应使投入实体经济部门的资金总量明显增加，以发挥扩张性财政支出对产出增长的乘数效应，从而带动经济走向复苏。也就是说，在金融危机爆发以后实施财政刺激计划时，基础货币变动量 M_b 在多数情形下会大于零，债券发行变动量 ΔB 和税收变动量 ΔT 可忽略不计。

（二）政府财政赤字增加与通货膨胀压力

为了筹集财政支出所需资金，政府部门通过中央银行获得的部分贷款支持相当于增加了基础货币供应，由此引起的银行体系中基础货币的变化量可写成以下形式：①

$$M_b = \left(\frac{M}{M} - \frac{\dot{m}}{m}\right) \cdot M \cdot \frac{1}{m} \qquad (1)$$

在(1)式中，M = 货币供应量，m = 货币乘数；M = 货币供应量变动，$\dot{m}$ = 货币乘数变动。根据货币数量方程 $MV = PY$ 可以得到：

$$M/M = \pi + g - v \qquad (2)$$

其中，$\pi = P/P$ = 物价变化比率，$g = Y/Y$ = 产出增长率，$v = V/V$ = 货币周转速度变化率。基础货币等于流通中的通货 C 加上银行部门持有的存款准备金。假设存款准备金比率为 k，包括法定存款准备金比率 k_r 和超额存款准备金比率 k_e 两个部分，$k = k_r + k_e$；银行部门中的全部存款为 D。因此有：

$$M/m = C + kD = C + (k_r + k_e)D \qquad (3)$$

由上述可知，货币乘数 $m = (1 + C/D)/(C/D + k_r + k_e)$。银行部门吸收的存款 D 与贷款利率 i_l、存款利率 i_d、存款准备金比率 k 等因素有关。我们将银行部门吸收的全部存款表示成：$D = d$

① 此处省略了货币乘数变化量与基础货币变化量相乘以后得到的二阶小量。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.n

$\times(i_l(1-k)-i_d)$，其中 $d>0$，为银行部门存款规模对存款收益的弹性。结合(1)式、(2)式和(3)式可得：

$$Z=(\pi+g-v-\dot{m}/m)(C+k\times d\times(i_l(1-k)-i_d))+L_1+\Delta B+\Delta T$$
$$=E-T-L_2 \qquad (4)$$

上述(4)式中，政府债券规模变动量 ΔB、税收变化量 ΔT、法定存款准备金比率 k_r 和银行存款利率 i_d 以及银行贷款利率 i_l 都是政策变量，而产出增长率 g、货币周转速度变化率 v 和物价上涨幅度 π 以及银行部门存款规模对存款收益的弹性 d 则属于内生变量。由(4)式可以看出，政府财政赤字增加时可能会引起通货膨胀；但也不尽然，这取决于政府部门通过增加基础货币投放来获得通货膨胀税的可能，以及银行部门的经营行为。

在银行部门持有的超额存款准备金忽略不计以及货币乘数 m 保持不变或相对稳定的条件下，假定产出增长率 g、货币周转速度变化率 v 以及银行部门存款规模对存款收益的弹性 d 在短期内保持不变，同时政府债券规模变动量 ΔB、税收变化量 ΔT、银行存款利率 i_d 以及银行贷款利率 i_l 保持不变，则可以得到以下结论：①

第一，物价上涨幅度与财政赤字增加成正相关关系，财政赤字 Z 增加时物价上涨幅度 π 也会增加。在图 1 中，当财政赤字实际值从 $Z/P=1$ 增加到 $Z/P=3$ 时，在产出增长率保持不变和法定存款准备金比率 $K_r=K_r^*$ 的条件下，通货膨胀水平从 π_2 上升到了 π_1。

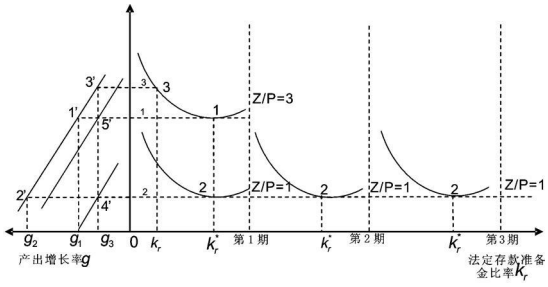

图 1　实施财政刺激计划对通货膨胀率的影响

财政赤字的规模主要取决于财政刺激计划总规模以及每年投入的财政支出额度，也即如果财政刺激计划总额 E 减少，或者分摊到 n 年当中逐步投入，那么每年所要承担的财政赤字规模就变为 $\frac{Z}{nP}$；n 越大时，每年分摊的财政赤字规模越小，由财政赤字所造成的通货膨胀压力就越小。但是，财政刺激计划投入不可以过于分散，即 n 不能太大，否则财政刺激力度会显得不够，难以起到预计的财政扩张效果以及难以对金融危机起到有效的救助作用。在图 1 中，我们将财政赤字 $\frac{Z}{P}$ 分摊到 3 年，每年的财政赤字降低为原来的 1/3。假设财政刺激计划总额为 $\frac{Z}{P}=3$，在 1 年内全部投入时，引起的通货膨胀率为 π_1。若将财政刺激计划等额分摊到 3 年内投入，每年投入 $\frac{Z}{P}=1$，则引起的物价上涨水平会下降到 π_2。

第二，给定财政赤字规模 Z 且其他变量保持不变时，物价上涨幅度 π 与法定存款准备金比率 k_r 呈抛物线关系：当法定存款准备金比率 k_r 从 0 开始逐渐上升时物价上涨幅度 π 随之下降；当法定存款准备金比率 k_r 上升到一定水平时物价上涨幅度 π 转而开始增大。对(4)式两边求导，可求得使物价上涨幅度 π 取最小值的最优法定存款准备金比率 k_r^*，$k_r^*=\frac{(i_l-i_d)}{2i_l}$。

在图 1 中，当财政赤字实际值 Z/P 保持不变(比如 $Z/P=3$)法定存款准备金比率 k_r 从 0 开始

① 对(4)式的一个直觉是，政府部门增加从商业银行处获得信贷(L_1 增加)时，可减少政府部门对中央银行基础货币融资的依赖，有助于降低通货膨胀水平。但问题是，当政府部门增加从商业银行那里获得的信贷时，会增加政府部门对商业银行贷款的偿还压力，在政府部门所投资的公共项目没有产生盈利之前，政府部门对商业银行贷款的偿还最终还得依赖于中央银行提供信贷支持。所以，在政府财政赤字规模进一步增加时，政府部门从商业银行那里获得的贷款增加(L_1 变大)较为有限。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.n

逐渐上升时，上述(4)式中的$(C+kD)$变大及$\dot{m}/m$变小(或维持不变)，[①]物价上涨幅度π随之下降(可对应于图1中的3点和1点，及相应的通货膨胀水平π_3和π_1)；但当法定存款准备金比率k_r提高到一定水平($k_r = k_r^*$)后进一步向上调整时，物价上涨幅度π转而开始增加。这是因为法定存款准备金比率过高时，银行的信用创造功能受到了限制，银行部门吸收存款的积极性下降，导致存款规模D下降，并引起基础货币$M/m = C+kD$出现下降，无法充分缓冲因财政赤字增加带来的通货膨胀压力，从而推动物价上涨幅度π增加。

当$k_r > k_r^*$时，调低法定存款准备金比率k_r可鼓励银行部门吸收存款投放贷款的积极性，促使由银行部门投入的与财政刺激计划相关的信贷L_2增加(L_1也会有一定增加)，在财政刺激计划实施总额E保持不变时，可降低政府部门的财政赤字规模Z，缓解巨额财政刺激计划实施所带来的通货膨胀压力，使通货膨胀率π取较低的水平。[②] 但是，实施财政刺激计划时，财政赤字Z不可能下降为零。

因此，在政府财政赤字增加导致通货膨胀压力增加时，可通过适当地调整法定存款准备金比率缓解这一压力。若实施财政刺激计划时法定存款准备金比率k_r大于k_r^*，则降低法定存款准备金比率以抑制物价上涨幅度π；反之，则提高法定存款准备金比率。

第三，给定财政赤字规模Z和法定存款准备金比率k_r且其他变量保持不变时，物价上涨幅度π与产出增长率g反向相关：当实施财政刺激计划时产出能有实质性增长，同样可以有效地抑制物价上涨幅度π。在图1中，给定财政赤字规模($Z/P = 3$)时，如果产出获得较大增长($g_3 < g_1$)，那么通货膨胀率π会随之下降($\pi_3 > \pi_1$)。

二、财政刺激与商业银行信贷集中投放

(一)财政刺激需要但并不必然导致银行信贷出现集中投放

金融危机期间，国内产出下降，政府的财政刺激资金来源会受到税收收入下降的限制，政府债券发行的市场认购会受到居民收入下降预期的影响，许多政府不得不以增加基础货币投放或增加银行信贷投放的方法，来解决财政资金不足问题。这种方式的优点在于：(1)可不引起市场利率提高，甚至可降低市场实际利率水平；(2)可使本国货币对外贬值，提高本国商品的出口竞争力；(3)几乎没有还本付息压力，相当于是对整个社会的财富存量结构通过财政政策和货币政策工具做一定程度上的重新整合；(4)可通过推动物价上涨，提升企业投资的盈利预期。

为应对全球金融危机，2009年3月世界各国集中推出的财政刺激计划总额达到2 18万亿美元，约为全球GDP的3 5%。各国财政刺激力度从10亿美元到1000亿美元不等，而中国和美国则相继推出了规模相当巨大的财政刺激方案，分别为4万亿元人民币(约合5860亿美元)和7870亿美元，占各自GDP的比重分别为6 9%和5 5%。

中国政府推出的4万亿元人民币巨额财政刺激计划中，有28200亿元需要中国地方政府提供配套资金支持。中国地方政府的资金来源主要包括：地方财政预算、中央政府代发地方债券、政策性贷款、企业债券、中期票据、银行贷款，以及吸引民间投资等。数据显示，中国地方政府的财政配套资金很有限，通过发行债券筹集资金的进展速度很缓慢。为了减少金融危机损失，遏制金融危机蔓延，必须动用非常规的财政资金筹集手段。在2008－2009年的中国，鼓励或直接要求银行增加

① 在法定存款准备金比率k_r从0开始逐渐上升到k_r^*时，银行部门投放贷款的边际利润仍旧高于吸收存款的利率支出，会增加贷款投放，L_2会上升，政府部门从商业银行那里获得的贷款L_1也会增加，有助于减少基础货币投放。

② 此时，上述(4)式中的$\dot{m}/m$变大，可能会在一定程度上引起物价上涨压力，但货币乘数有顺经济周期变动的特点表明，在金融危机时期货币乘数不会因为法定存款准备金比率k_r向下调整而显著变大。所以，由法定存款准备金比率向下调整而引起的货币乘数变大可在一定程度上忽略不计。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.n

贷款投放，参与财政刺激计划，成为必要的甚至是首要的、效率相对较高的选择。[①] 2008 年初期，中国银行部门中普遍存在的流动性过剩以及中国商业银行中较高的国家股权持有比重，为中国实行巨额财政刺激计划提供了这种相对独特却较有效率的资金筹集方式。

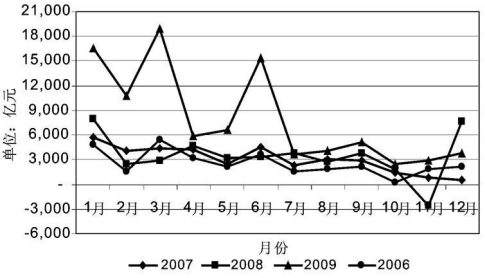

图 2　中国国内金融机构 2006－2009 年月度新增人民币贷款规模

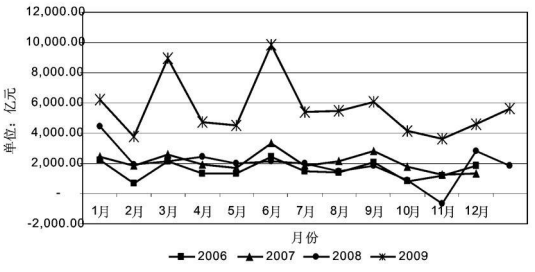

图 3　中国国内金融机构 2006－2009 年月度新增人民币中长期贷款

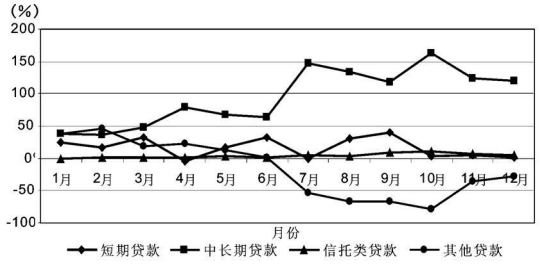

图 4　中国国内金融机构 2009 年月度人民币新增信贷类型分布

2009 年中国国内金融机构人民币信贷投放量持续上升，全年增幅达到 31.74%，上半年更是呈现出井喷式快速增长。从图 2 可以看出，2006－2008 年人民币月度信贷投放量平均为 3000 亿元左右，只有 2008 年 1 月和 12 月接近 8000 亿元，而 2009 年前三个月的新增信贷量都超过了 1 万亿元，2009 年全年月度平均信贷投放量达到了 8000 亿元。[②]

从银行信贷期限构成来看，因财政刺激计划推动的增量银行信贷投放多为中长期贷款（参见图 3 和图 4）。[③] 2009 年，中长期贷款占全部新增信贷的比重显著高于 2006、2007 和 2008 年的相应指标。2009 年，中国国内金融机构人民币中长期贷款累计新增 6.74 万亿元；年末余额同比增加 43.5%，比 2008 年多增加 25.7 个百分点。此外，对基础设施建设投放的中长期贷款增长明显。2009 年，主要金融机构对基础设施部门提供的本外币中长期贷款累计新增 2.5 万亿元；年末余额同比增加 43.0%，比 2008 年多增加 19.6 个百分点。

对 2009 年月度新增中长期贷款数额与以前年度同期月度新增中长期贷款数额所作的比较表明（参见图 3），2006－2008 年的 3 年中月平均新增中长期贷款为 1876 亿元，2009 年这一数字为 5618 亿元。2009 年下半年银行信贷扩张有所下降，月度新增信贷投放量回落到了以前年度（2006－2008 年）的平均水平，但中长期贷款仍旧保持了较高的增长速度，在信贷总量增幅稳定以后，银行部门一度减少了其他类型的信贷投放，以增加中长期信贷投放（参见图 4）。中国金融机构新增信贷集中投放于中长期贷款表明，2009 年中国金融机构的新增信贷投放与中国实施的财政刺激计划密切相关，多投资于基础设施项目和固定资产改造及新建项目。[④]

① 2009 年 3 月 27 日至 5 月 22 日，中国财政部先后代理 23 个省（自治区、直辖市、计划单列市）发行了 26 期地方政府债券，为地方政府筹集资金 1118 亿元，但仅占地方政府需要的资金投入的 1/10；按照这样的速度，需要 30 个月才能筹集到全部财政刺激所需资金。2009 年 4 月末，国务院常务会议下调了行业固定资产投资项目的资本金比例要求，为地方财政通过银行贷款来获得财政刺激资金提供了条件。

② 图 2、图 3 和图 4 的数据均来源于中国人民银行。

③ 参见中国人民银行：《2009 年金融机构贷款投向统计报告》。

④ 2010 年伊始，人民币信贷投放再次出现了井喷态势。2010 年 1 月末，中国全部金融机构人民币各项贷款余额达到 41.37 万亿元，月度新增信贷 1.39 万亿元。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.n

(二)银行信贷井喷也有银行的自身因素

银行集中增加信贷投放是银行机构对政府巨额财政刺激计划的积极响应,可有效降低信贷投放的政治风险,特别是能够降低银行主要管理和经营人员的政治风险,这在2008—2009年中国的社会经济体制中是银行经理人利益最大化行为的集中体现。

在金融危机期间,消费信贷、出口信贷和企业信贷均显著下降,银行信贷投放机会显著减少,信贷投放风险增加。银行信贷通过配合财政刺激计划集中投放,尽管收益相对较低,投资期限比较长,但因为有政府财政做隐性担保,并不必然引起个别信贷的违约风险增加。在金融危机时期配合财政刺激计划增加信贷投放,有利于银行增加与政府部门的联系,从政策和政府部门那里得到更多的市场机会,对银行在金融危机过后的经营活动会有很大帮助。

此外,在响应政府财政刺激计划时的个别银行的信贷投放行为会引起银行部门的信贷投放竞争,引起银行信贷投放的羊群效应,使得银行部门对信贷投放产生乐观情绪,以为只要所投资的项目有中央政府资金和/或地方政府资金投入就可以高枕无忧。所以,银行本身也有借政府实施财政刺激计划的机会增加信贷投放的内在动机。

三、财政刺激引起的银行信贷违约风险增加

在巨额财政刺激计划实施过程中,银行信贷集中投放的违约风险是显而易见的。这些风险可能会产生于以下5个方面。

1.政府突然终止财政刺激

在极短的时间内做出如此巨大的财政刺激计划,其中会有部分投资项目缺少足够的可行性论证,有些项目可能只是一个初步意向,进入到具体实施阶段时会面临很多现实条件制约;在项目实施时,不确定的因素会不断显现,导致一些项目在进行过程中被迫停止,比如在基础设施项目建设过程中有尾巴工程、胡子工程等,有些项目历经数年仍旧会没有结果。如果银行参与了对这些项目的贷款投放,就会因项目半途而废而遭受很大的损失。

2.企业投资项目产能过剩

在中国的4万亿元财政刺激计划中,有1/3用于投资铁路、公路、机场和城乡电网等基础设施项目,可明显拉动钢铁、水泥、交通机械、化工等行业的市场需求。这种投资挤入效应会给市场以很大的想象空间,银行对企业的信贷投放也会集中在上述行业的相关企业中。但是,这些企业在拿到银行贷款以后,能够产生的投资回报取决于企业的资金使用效率和市场需求前景。

其实,这些部门基本上都属于基础性的长线行业,在中国经济中的增长空间很有限,这些行业的产能过剩在2003年以后的中国经济中经常发生。中国的产业结构中曾经多次有过的"头脑发热、四肢冰凉"的经历,指的就是钢铁、水泥等中间投入品行业中产量和产能大量过剩以及最终产品需求不足的情形。2009年9月份,在实施了扩大内需、促进经济增长的一揽子计划之后,中国国务院对于产能过剩问题再次进行了讨论,明确列出了六大产能过剩产业,指出不仅水泥、钢铁、煤化工等传统产能过剩行业仍在盲目扩张,风电设备、平板玻璃、多晶硅等新兴产业也出现了重复建设倾向,另外电解铝、造船等行业也存在明显的产能过剩问题。如果银行对上述行业增加信贷投放,不但贷款收益难以保证,就连贷款本金能否及时收回也值得怀疑。

3 中长期贷款比重显著上升导致银行信贷的违约风险增加

前述分析表明,在4万亿元财政刺激计划实施以后,2009年中国银行部门的信贷投放量经历了天量增长且月度新增信贷集中于中长期贷款方面。中长期信贷的特点是投资金额较大,投资回收期限比较长,投资过程中的风险控制比较困难。如果有关行业的后续投资受到政策限制或其他限制,银行信贷的违约风险会急剧上升。另外,银行信贷中的中长期贷款比例大幅度上升会增加银

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.n

行对资产期限结构管理的难度，不利于银行部门对有关项目增加新的资金投放。

4.信息不对称引起的银行信贷违约风险增加

在应对金融危机期间，许多企业会乘机将自己的项目与国家的财政刺激计划挂钩以获得银行信贷投放。由此获得的银行信贷很有可能会进入到股票市场或房地产市场从事投机性活动，或者被用于企业的其他非生产性项目，这也会增加银行信贷集中投放的违约风险。

5.经济复苏的时间遥遥无期

宏观经济长期不见好转或者复苏过程经历了很长时间，会引起银行信贷的违约风险显著增加，甚至会超过上述所有因素。经济复苏时间延长引起的银行信贷违约风险上升主要会通过以下渠道发生作用：

第一，经济复苏时间延长会减少政府部门的财政收入，不利于政府部门对其承担的基础设施项目增加后续投资，容易导致资金供应过程中断，迫使工程建设中途停工，这会影响基础设施项目按时投入使用，推迟银行贷款回收时间，破坏银行的资产期限结构匹配均衡。

第二，经济复苏时间延长，不利于经济活动对已经建成的基础设施项目的有效使用，使得已经建成项目的收益水平降低，政府部门对银行信贷的还本付息能力受到削弱，引起银行贷款本金和利息偿还困难。

第三，经济复苏时间延长会引起企业经营效益下滑，企业对银行信贷的还本付息能力降低，使得存量银行信贷面临的违约风险增加，甚至要求银行继续追加信贷支持。

第四，经济复苏时间延长会降低居民收入水平，使得居民从银行提取存款增加，迫于资产的期限结构匹配要求，银行对贷款实施流动性管理的压力增加，导致部分由银行贷款参与的项目难以获得追加投资，这会进一步降低银行信贷资金的安全性。

四、结论与政策建议

上述分析表明：政府实施巨额财政刺激计划时会有银行信贷资金的集中投放，并会增加通货膨胀压力和增加银行部门的信贷违约风险。政府实施巨额财政刺激计划时，缓解物价上涨压力和降低银行信贷违约风险的基本措施包括：(1)选择合适的法定存款准备金比率；(2)促进实际经济产出获得有效增长。①

在实施巨额财政刺激计划时，还可通过下列具体措施来降低银行信贷的违约风险。

1.摆脱财政刺激计划对银行信贷投放的过分依赖。在中央财政和地方财政投入不足时，需要积极寻找第三方来提供资金支持，以满足实施巨额财政刺激计划对资金的渴求。摆脱财政刺激计划对银行信贷依赖的主要途径是：通过发展其他金融市场资金筹集渠道，来筹措财政刺激计划实施所需的巨额资金。

2.对银行信贷投向加强引导。(1)加强对银行部门中长期贷款投放的监督和引导。在实施巨额财政刺激计划时，政府有必要对银行信贷的投向加强引导，尤其是加强对中长期信贷投放中资金流向的监管。(2)引导银行信贷的产业投向。大量资金盲目投向那些产能过剩行业或者短期受益于财政刺激的部门，在一定程度上有助于经济复苏，但会对经济的长期持续增长产生负面影响。实施巨额财政刺激计划时，政府有必要加强对银行信贷投放的产业引导力度，鼓励银行将信贷投向那

① 为了应对通货膨胀上涨压力，货币当局可通过提高存贷款基准利率的方法来减少信贷投放，比如使(4)式中的 L_1 和 L_2 下降；货币数量方程 $MV=PY$ 表明，这可在一定程度上缓解物价上涨压力。但(4)式显示，在政府财政刺激计划实施规模保持不变时，需增加基础货币投放；在有财政刺激计划实施压力时，不宜通过提高存贷款基准利率的方式来管理通货膨胀压力。同样道理，在有通货膨胀压力时，通过实施公开市场出售来紧缩流动性时，银行体系中的超额准备金会减少。这会引起银行信贷投放减少，也与政府实施的巨额财政刺激计划不能相容。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.n

些有利于经济长期持续增长的部门,通过引导银行信贷资金流向实现产业结构优化,确保经济在健康稳定的基础上有效复苏。

3.加强对银行信贷投放的公共支持。(1)信息支持。详细公布与国家财政刺激计划有关的项目和企业名单,避免企业借助财政刺激计划名义从银行获得贷款,或者用各种名义把投资项目与财政刺激计划挂钩隐瞒项目投资风险,获得银行信贷支持。政府部门需要对与财政刺激计划相关的项目的风险和收益给出分析说明,鼓励有条件的银行提供信贷投放;可由政府部门根据财政刺激计划的实施阶段和重点,定期和集中公布市场的信贷资金需求信息,帮助银行识别市场机会。(2)加强对银行部门的监督管理。在财政刺激计划实施过程中,建议银行部门对信贷经理的经营绩效实行与信贷项目直接挂钩的短期、中期和长期相结合的考核方法,对财政刺激计划实施期间的信贷项目盈利实行比较高的拨备制度,以减少银行信贷盲目投放,控制银行信贷违约风险。

4.给出银行信贷投放过度的信号。可对财政刺激计划中的具体项目根据其对经济复苏的影响程度分阶段地进入实施状态,结合银行信贷和其他资金的供给状况分地区和分阶段地对有关项目做出调整,尽可能地在已有项目完成以后再实施下一批项目的建设工作。在经济已经开始复苏时,要对尚未开工的项目进行重新论证,必要时可果断放弃一些项目。关于项目的调整信息及时向银行部门公开,以便银行对进一步的信贷投放做出谨慎决策。在股票市场、房地产市场出现过快上涨和物价水平出现过快上涨时,中央银行和银行业监管部门需要考虑对银行系统中的流动性投放采取紧缩措施,提高银行部门的资本金要求以及法定存款准备金要求,以控制银行信贷违约风险。

主要参考文献:

1 刘斌:《物价水平的财政决定理论与实证研究》,《金融研究》2009 年第 8 期。

2 [美] 麦金农:《经济市场化的次序——向市场经济过度时期的金融控制》,上海三联书店、上海人民出版社 1997 年版。

3 Antonio Spilimbergo, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, Fiscal Policy for the Crisis IMF Staff Position Note, 2008

4 Charles Freedman, Michael Kumhof, D. Laxton, and Jaewoo Lee, The Case for Global Fiscal Stimulus IMF Staff Position Note, 2009

5 Eric M. Leeper, Todd B. Walker, and Shu-Chun S. Yang, Government Investment and Fiscal Stimulus in the Short and Long Runs NBER Working Paper, 2009

6 Isabel Ortiz, Fiscal Stimulus Plans: The Need for a Global New Deal SSRN Working Paper, 2009

7 John H. Cochrane, Fiscal Stimulus, Fiscal Inflation, or Fiscal Fallacies? Working Paper, 2009

8 N. Gregory Mankiw, The Optimal Collection of Seigniorage: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, No. 20, 1987, pp 327—341

责任编辑:康 邑

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.n