



# 财政货币政策有效协同：理论与来自政策性金融的实践

张琦 黄亦炫

**摘要：**近年来，国内外财政政策和货币政策日趋呈现一体化趋势，政策性金融逐步成为二者的有效结合点。文章以政策性开发性金融工具为例，探讨财政政策和货币政策协调配合的实现路径与实践经验，提出进一步健全政策性开发性金融工具的长效管理体系、完善有利于提升工具效能的财政货币制度基础、推动财政政策与货币政策深层次协同配合等建议。

**关键词：**财政政策 货币政策 政策性开发性金融工具 政策协调

## 一、引言

近年来，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，我国较好地整合财政政策与货币政策优势，改善社会总供给和总需求的结构，并对微观主体行为与预期、金融市场运行态势及宏观经济走势产生了积极影响。然而，随着经济金融化程度不断深化，经济运行的复杂性明显增加，如果仅停留在财政政策工具和货币政策工具协调配合的层次，比如政策松紧度配合、贷款贴息和融资担保、对金融机构实行税收激励等，已难以满足经济高质量发展的内在要求。为更好发挥财政、货币政策的协同效应，有必要推出一批既具有政策属性，又具备市场化功能的创新性产品，从更深层次整合财政与货币政策功能，以有效应对各类不确定、

不稳定因素，确保宏观经济运行在合理区间。

2022年以来，美国等西方国家相继进入货币紧缩周期，特别是美联储连续加息，我国货币政策的实施空间受到挤压。与此同时，国内大规模退税减税降费叠加隐性债务从严管控、民生刚性支出持续扩大等因素，各地可用财力明显趋紧，创新财政支出方式、提升资金使用效能迫在眉睫。在此背景下，财政货币政策必须创新协同方式，充分发挥财政政策疏通“沟渠”的作用，将货币“活水”精准引至企业和项目，避免在商业银行、金融体系中滞留，或“脱实向虚”。众所周知，政策性金融具有“准财政”属性，相比“顺周期”的商业金融，能在特殊时期更好地助力“逆周期”信贷扩张。相比“有形之手”的财政工具，政

张琦，中国财政科学研究院科研组织处（智库建设管理办公室）副研究员；黄亦炫，中国财政科学研究院金融研究中心副研究员。

策性金融又更加灵活、高效，能凸显市场化优势，因而成了财政政策与货币政策的“有效结合部”。2022年6月，按照党中央、国务院决策部署，人民银行支持国家开发银行、农业发展银行、进出口银行分别设立政策性开发性金融工具，主要用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金，或为专项债项目资本金搭桥。截至2022年底，两批金融工具合计投放7400亿元，累计支持2700余个项目，及时补充了交通、能源、水利、市政、产业升级基础设施等领域一批重大项目的资本金，在一定程度上对冲了房地产投资增速下滑，成为托底经济增长的重要一环。但作为一种创新性金融产品，政策性开发性金融工具在投放使用过程中仍存在一些不足，需进一步研究并不断完善。

## 二、财政货币政策协调配合的具体实践与演变趋势

党的二十大报告明确提出“加强财政政策和货币政策协调配合”，这既包括不同政策工具之间的协调配合，也包括更深层次的体制机制协同。近年来基于国内外实践，学界对财政货币政策在不同层面开展协调配合的理论基础及依据进行了一些研究。

### （一）财政货币政策相互影响，在国债、财政存款和外汇储备等领域实现联动

作为国家治理的基础和重要支柱，财政政策超越一般性经济政策，具有涉及面广、定向支持性强、结构性功能明显、实

施机制更加直接有效等特点，是稳定短期需求“立竿见影”的宏观调控手段。而货币政策主要聚焦于总量调控，通过金融的传导机制来调节社会流动性，从而作用于实体经济，具有间接发挥作用、政策效果时滞较长等特点。尽管财政政策、货币政策在调节目标上存在差异，但二者的相互影响长期存在。

国外学者主要从量化的角度开展实证研究，发现财政政策实施会产生货币效应（Cochrane, 2022），货币政策松紧变化也会影响财政政策效果（Cloyne et al., 2020），甚至影响财政能力和财政空间（Elenev et al., 2021）。国内学者认为，货币政策和财政政策都基于且作用于货币流通，两大政策体系间天然具有相互协调配合的基础和可能性。李扬（2021）认为，国债规模的扩大或者缩小是财政政策实现扩张或者紧缩目标的重要工具，央行也能以国债回购及逆回购的具体操作实现货币调控目标。李俊生等（2020）认为，财政存款是由于财政收入和财政支出“收付不直接对等”产生的资金沉淀，央行按照财政部门指令将相应额度财政存款转移到财政开设的商业银行一般性存款账户，能够通过货币乘数产生派生效应。我国外汇储备连续多年维持在3万亿美元以上，大规模外汇储备也需要财政货币政策配合实现保值增值和流动性管理，如央行利用相关政策工具在流动性等方面进行对冲；财政部曾发行特别国债注资成立中投公司，专门从事外汇资金多元化投资。



## （二）财政政策和货币政策呈现一体化趋势

近百年来，以美国为首的西方国家先后经历了凯恩斯主义财政政策主导、解决“滞胀”问题的财政与货币政策并重、财政货币政策相互独立、财政货币化和货币财政化并存等不同阶段，财政政策与货币政策相互配合背后都有着经典经济学理论的支撑（朱军等，2019）。在具体实践中，两类宏观经济政策各具特色、也各有不足，既需要保持相对独立性，也不能孤立审视各自的实施空间（何代欣，2021）。一些国家高度重视两者之间的协同配合，将财政货币一体化作为国际竞争的重要手段，源源不断为经济注入确定性；也有一些国家在财政和货币政策的制定上曾出现失误，发生“左右手互搏”或“拔河”的情况，酿成危机与动荡，严重扰乱市场和国民预期，导致政府公信力的损害（许安拓和李雅洁，2021）。李成威和詹冉（2022）认为，仅用金融手段实施结构性政策有违市场化原则，需要发挥好货币作为“水库”和财政作为“沟渠”的协同作用。2008年全球金融危机之后，常规货币政策措施对于提振实体经济作用十分有限。美欧等发达国家实施的量化宽松政策模糊了货币政策与财政政策的界限（Wray，2015），在实行零利率或近似零利率政策后，通过购买国债等中长期债券，增加基础货币供给。新冠疫情后，美联储设立市政流动性工具（Municipal Liquidity Facility，MLF），向州和地方政府购买其发行的短期票据以缓解

各级政府压力；欧央行直接或间接购买成员国主权债券或银行担保债券，向欧元区市场提供流动性。现代货币理论（MMT）正逐步变成现实，对传统的财政平衡理论、国债理论和财政政策理论形成了严峻挑战（刘尚希等，2020）。

## （三）财政货币政策有效协同面临的堵点难点

财政货币政策的制定实施，需要相应的责任主体。当前，我国在经济社会发展领域设置了不同的职能部门，并通过统一目标的逐一分解形成对各部门工作任务的约束。在实际运行过程中，各职能部门相互关联又保持彼此的相对独立，对经济社会发展的整体目标和实现路径具有基于不同视角的认识。比如，财政部门收支的鲜明特点是“强制”和“无偿”，而货币部门收支的主要特点则是“有偿”和“回流”。基于这些基本差别，财政政策和货币政策实施过程中在渠道、方式、强度、节奏、效力乃至时滞等方面均存在差别（李扬，2021），在协同配合时也可能存在堵点难点。

我国在实践中秉承财政政策自主性和货币政策独立性原则，多数情况下仅在浅层次的工具层面推动两大政策的协调配合，导致协同效应未能得到充分发挥。

- ① 财政货币政策分割程度越高，政策相互之间的挤出效应越大，导致宏观政策效果的不确定性也越大。
- ② 财政货币相互独立，意味着政策信号源增多，当协同节奏把握不准或出现偏差时，反而会扰乱市场主体预期，从而影响宏观经济政策的整体效果。

③ 随着浅层次工具协同的日益频繁，管理难度加大，不仅会增加政策协同成本，也将降低政策透明度，使宏观政策与市场之间的作用机制出现障碍，甚至损害市场在资源配置中的决定性作用。

#### （四）政策性金融成为财政、货币政策的有效结合点

政策性金融是在政府支持下，以国家信用为基础，运用各种特殊融资手段，严格按照国家法规限定的业务范围、经营对象，以优惠性存贷利率直接或间接为贯彻、配合国家特定的经济社会发展政策，而进行的一种特殊性资金融通行为。实际操作中，政策性金融整合了财政与金融的部分功能，具有审批流程快、使用调整灵活，且保留市场化运作、投资效率高等特点。特别在年中采用政策性金融工具，可避免财政支出“扩容”须经预算调整而存在时滞性和不确定性的不足，有助于迅速形成有效投资，且不会加大政府债务压力。

当然，政策性金融是一个相对宽泛的概念，在具体推进过程中，既可以是已有或已安排的金融机构和工具，也可由政策性银行主导、商业银行等市场主体参与，根据资金来源、投资标的、偿还周期等因素设计的创新性金融产品。例如，复兴信贷银行（KfW）多次获得德国政府的财政支持，为基础设施建设、中小企业发展、农业和农村发展、环保和可持续发展及国际合作和发展援助提供低成本贷款；法国政府利用国家投资银行（Bpifrance）支持企业创新，同时指定其作为国家担保贷款

的运营商，在新冠疫情大流行期间为企业提供融资担保。

相比于商业金融，政策性金融具有优惠性、有偿性和政策性等特征，是政府进行资源配置的重要工具，更加注重贯彻政策意图。一些商业金融机构也把政策性金融产品作为履行社会责任的主要载体，比如普惠金融、绿色金融、金融服务乡村振兴等。由于政策性金融既有与一般银行等商业性金融相同或相似的金融中介功能，也具备实现特定政策目标、弥补市场失灵及结构性调节功能，因此更容易成为财政政策和货币政策协调配合的有效结合点。

### 三、政策性开发性金融工具的实践及评价

2022年以来，随着全球融资环境收紧、经济增速放缓，新兴市场和发展中国家的债务风险上升。为有效应对外部冲击和经济短期增长压力，我国于2022年6月创新性地推出政策性开发性金融工具，通过对特定项目给予定向支持，发挥政策性银行的专业优势，避免新增地方政府隐性债务及低效、无效投资，助力快速精准打通部分项目资本金难以及时到位所造成的堵点，推动项目尽早开工并形成实物工作量。

#### （一）政策性开发性金融工具的主要特征

政策性开发性金融工具是政策性银行在人民银行支持下设立的开发性金融工具，有利于满足重大项目资本金到位需求、



降低资金成本、撬动更多民间投资，迅速推动形成实物工作量。其实质是财政政策与货币政策的有机联动，在用途上与专项债具有一定的相似性，可将它视为一种广义财政工具。相比传统财政工具，政策性开发性金融工具更加突出市场化运作和专业化运营，具有明显的创新性特征。

### 1. 政策性开发性金融工具更加强调市场化运作

相比 2015 年推出的专项建设基金，政策性开发性金融工具的最大特点是强调市场化运作。在金融工具的落地过程中，发改部门只提供项目清单，由国开行、农发行、进出口银行按市场化原则、兼顾社会效益和经济收益的标准，在项目库中自行遴选，并直接与对应企业或项目公司签约，通过基金进行投资，无需地方政府再出具还款承诺或承担兜底责任。合同期满后，再按市场化方式实现投资退出，全过程做到自主决策、自负盈亏、自担风险、保本微利。在资金使用方面，政策性银行只作为财务投资人行使股东权利，不参与项目的实际建设运营。

### 2. 政策性开发性金融工具的使用范围有所拓展

政策性开发性金融工具可用于专项债项目的资本金搭桥，这是一项重要的政策突破。对于专项债用作资本金的项目，当专项债资金尚未到位时，可先安排政策性开发性金融工具“垫付”，待专项债资金到位后，再将金融工具置换退出。这样既可加快形成实物工作量，又能避免新增地方

政府隐性债务，有助于突破 2022 年下半年专项债发行减少对固定资产投资资本金的约束，缓解可能出现的基建项目资本金不足。总体来说，该种方式类似于过桥贷款，可以通过国开行、农发行或进出口银行等政策性银行发行金融债券筹资，对专项债用作项目资本金的项目提前给予资本金支持，待新一批专项债发行资金到位后再置换退出。

### 3. 政策性开发性金融工具投向领域实现创新突破

2022 年政策性开发性金融工具重点投向三类项目：一是财经委明确的五大基础设施重点领域，包括网络、产业升级、农业农村、城镇化和国家安全；二是重大科技创新领域；三是其他可由地方政府专项债券投资的项目。可以看出，“新基建”是政策性开发性金融工具的主要投资标的。相比之下，2015—2017 年间的专项建设债则主要投向传统基础设施项目，具体包括棚户区改造、重大水利工程等三农建设、轨道交通，以及部分制造业转型升级项目。

## （二）政策性开发性金融工具的实施效果评价

全国范围看，政策性开发性金融工具成为各地在 2022 年下半年稳投资、稳经济、稳增长的关键抓手。截至 2022 年底，两批金融工具合计投放 7 400 亿元。其中，第一批 3 000 亿元支持的项目在 2022 年第三季度已全部开工建设。2022 年前三季度基建投资累计同比增长 8.6%，高于 2021 年

全年的0.4%，成为对冲消费和外贸持续低迷、确保经济运行在合理区间的有力支撑。特别在2022年7—10月期间，政策性开发性金融工具成为继专项债之后又一个扩大基建投资规模的主要融资工具。加之政策性银行、商业银行的配套融资跟进，进一步加快了重大基础设施项目的落地实施进度，持续释放了“扩投资、带就业、促消费”的综合效应。第二批金融工具支持的项目也在2022年第四季度分批实现开工建设。以中部部分省份为例，湖北109个基金项目于11月中旬全部开工，提前半个月完成国家要求，注入的217亿元资本金带动投资2477.8亿元；湖南77个基金项目于11月底之前全部开工，投放基金约300亿元，带动各类配套融资到位810亿元；江西186个基金项目也在11月全部开工，累计投放基金282.64亿元，撬动投资约2784亿元。

由于投放时间不长、项目准备不充分、基础性制度欠完善等原因，政策性开发性金融工具在使用过程中也存在一些问题和不足。比如，传统的项目管理和部门职能划分存在“各自为政，多头管理”问题，难以适应政策性开发性金融工具在审批效率、融资节奏以及偿债周期等方面从宽从快的要求；与传统的项目贷款方式兼容性不强，一些获得政策性开发性金融工具支持的项目，因项目规划、环评、用地等贷款要件不齐备而无法及时获得贷款支持；政策性开发性金融工具采取一次性放款方式，且利率相对固定，导致资金到位后存

在“趴窝”现象，不仅抬高了项目融资成本，也加大了资金被挪用的风险；项目方缺乏与政策性银行的议价能力，只能被动接受可能偏高的配套资金成本和单方面的附加条件，欠缺平等的谈判协调机制。

#### 四、以政策性开发性金融工具为抓手，促进财政、货币政策的协同配合

##### （一）健全政策性开发性金融工具的长效管理体系

###### 1. 完善各部门协同发力的工作机制

加强顶层设计，编制政策性开发性金融工具操作手册，建立覆盖项目申报、评审、签约、支付、监管全流程的操作指引。同时，结合政策性开发性金融工具的特点，完善投资项目可行性研究工作体系，打通与其他部门项目库之间的信息壁垒。指导地方政府、有关部门、相关企业和金融机构在地方层面加强项目前期研究论证和入库审核工作，从制度层面建立起各单位联合办公、并联审批的运行机制，进一步提高决策效率，确保政策性开发性金融工具实施的及时性、精准性、有效性。构建财政货币政策协同支持政策性开发性金融工具发行使用的制度体系，引导地方政府主动对接金融机构、社会资本等市场主体，通过产业基金、政府引导基金、专项债、财税激励等方式，提升各类市场主体的参与积极性。

###### 2. 构建金融机构投贷联动的资金供给机制

建立政策性银行和商业银行之间的沟



通联动机制,完善项目的信用传导机制和信息共享平台,推进“投贷联动”机制建设。在将政策性开发性金融工具充实项目资本金的同时,支持政策性金融机构、商业金融机构联合组建银团,为项目及时提供配套融资,实现“签约即放款、放款即动工”;引导政策性银行及时向商业银行推荐优质项目,确保项目在获取政策性开发性金融工具后,能快速落实其他资本金和建设资金。商业银行积极探索与政策性银行的错位发展,针对政策性开发性金融工具项目时间紧、任务重等特点,指导省分行制定完备的贷款操作指引,从项目筛选、调查评审、投后管理等环节规范项目建设支持方案。通过形成“金融工具+政策性贷款+商业贷款”的融资组合,促进项目投资尽快形成实物工作量。

### 3. 完善政策性开发性金融工具的市场化运作机制

提高政策性开发性金融工具市场化程度的关键在于提升金融工具运行的透明度。应构建适时适度的信息披露与共享机制,主动嵌入沟通谈判机制,让项目实施主体或投资方更多参与政策性开发性金融工具的前期安排,增强供需双方的匹配度。针对政策性开发性金融工具用于专项债项目资本金“搭桥”情形,鼓励建立政策性金融机构、地方政府、项目实施主体之间的三方沟通机制,进一步完善利率市场化形成、调控和传导机制,更好体现风险溢价和供需匹配程度。进一步完善项目市场化融资工作机制,明确政策性开发性金融

工具与社会资本、金融资本、专项债衔接的合规性清单,消除地方政府、金融机构、社会投资者担心陷入“隐性债务陷阱”的顾虑。

## (二) 完善有利于提升政策性开发性金融工具效能的财政、货币制度基础

### 1. 在政策层面为政策性开发性金融工具的发行使用提供有力支撑

在不搞大水漫灌、不超发货币的条件下,通过政策性开发性金融工具加大基础设施项目的融资支持,有利于引导金融机构发放中长期低成本配套贷款。为此,货币政策需要适时适度采取逆回购、中期借贷便利(MLF)等结构性工具为政策性开发性金融工具提供宽松的融资环境,确保融资成本控制在合理区间,且避免对市场资金总量形成冲击。对于政策性开发性金融工具支持的项目,除配足中长期贷款以外,还可发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用,比如用好抵押补充贷款(PSL)、碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款以及设备更新改造专项再贷款等,与政策性开发性金融工具共同促进项目投资规模的合理增长。与此同时,财政政策需在借款贴息、风险补偿、财政补贴等方面加大力度并形成常态化支持机制,与“准财政”资金在基建投资领域共同发力,更好地稳定金融机构和投资方预期,形成推动稳投资和项目高质量发展的合力。

### 2. 在制度层面为金融工具的功能发挥提供持续保障

进一步疏通货币政策传导机制,更好

发挥政策性开发性金融工具的乘数效应，带动更多社会资本投入，助力实现“扩投资、带就业、促消费”综合效应，稳定宏观经济大盘。统筹财政收入、财政赤字、专项债券等财源，保持适当强度的财政支出，为政策性开发性金融工具赋能，共同带动社会多元资本参与重大工程和补短板项目建设。

### （三）在经济发展整体目标下统筹财政、货币政策的基本思路

#### 1. 财政、货币政策协同应聚焦宏观经济指标区间

财政政策和货币政策协调配合的目标应当保持在一定的宏观调控目标区间之内，而不是盯住某一个具体的数值点，否则容易导致宏观政策“过度”调节。只要经济增长和通货膨胀等宏观经济指标处于目标区间内，一般可视为经济运行正常，交由市场自主调节即可。只有当宏观经济走势可能脱离合理区间、公共风险出现蔓延扩大趋势时，才需动用两大政策。宏观调控目标区间化有利于扩大政策回旋余地，让市场在资源配置中更好地发挥决定性作用。在财政政策工具（如税收、国债、政府投资和财政补贴等）与货币政策工具（如利率、汇率、信贷规模和存款准备金等）协调联动的过程中，尽可能减少因短期相机抉择所带来的随意性和片面性。

#### 2. 进一步发挥财政、货币政策的结构性调节功能

积极探索财政政策与货币政策的深层次协同，强化结构性调节功能，搭建两大政策落实与协作的有效沟通机制，引导社会资源与金融资源更好服务实体经济。比如，围绕“三农”发展、乡村振兴、科技创新、低碳绿色、中小企业等领域加大协同创新力度，进一步丰富政策性金融产品类型，实现对重点领域与薄弱环节的精准支持。一方面，“扩容”政策性开发性金融工具，为地方政府打开项目“多元融资”的大门。地方政府可借助申报政策性开发性金融工具项目的机遇，进一步加强对现有项目资源和存量闲置资产的挖掘力度，加快清查盘点和打包优质资产，加快建立与现代产业发展、新型基础设施建设相配套的项目融资制度，引入更多利率低、期限长且不涉及隐性债务的资金。另一方面，各级城投公司可依托政策性开发性金融工具的有效运用，逐步向资产运营服务商转型，打造市场化运营的优质融资主体。通过盘活地方存量资产，获取稳定资金流，实现产业资本和金融资本的有机结合，依托优质项目建设助推当地产业发展。此外，在结构性调节中要确保政策的长期性和稳定性，避免政策逆向调整导致市场紊乱和投资者预期转弱。[\[N\]](#)

学术编辑：曾一巳



## 参考文献

- [1] 何代欣.中国财政政策与货币政策协调的理论与实践分析[J].经济纵横,2021(08):106-114+137.
- [2] 李成威,詹卉.新形势下财政与货币协同的理论思考[J].地方财政研究,2022(05):4-12.
- [3] 李俊生,姚东旻,李浩阳.财政的货币效应——新市场财政学框架下的财政-央行“双主体”货币调控机制[J].管理世界,2020,36(06):1-25+241.
- [4] 李扬.货币政策和财政政策协调配合:一个研究提纲[J].金融评论,2021,13(02):1-11+123.
- [5] 刘尚希,盛松成,伍戈,等.财政赤字货币化的必要性讨论[J].国际经济评论,2020(04):9-27+4.
- [6] 许安拓,李雅洁.财政货币政策能力提升与协调配合——基于美国、日本和英国的经验及启示[J].财会研究,2021(06):4-9+20.
- [7] 朱军,李建强,张淑翠.财政-货币政策的协调配合:理论综述与展望[J].金融评论,2019,11(04):43-53+125.
- [8] Cloyne J,Jordá,Oscar,Taylor A M.Decomposing the Fiscal Multiplier[R].CEPR Discussion Papers,2020.
- [9] Cochrane J.A fiscal Theory of Monetary Policy with Partially Repaid Long-term Debt[J].Review of Economic Dynamics,2022.45:1-21.
- [10] Elenev V,Landvoigt T,Shultz P J,et al.Can Monetary Policy Create Fiscal Capacity?[R].NBER Working Papers, 2021.
- [11] Wray,L R.Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems[M]. Berlin: Springer Publishing Company,2015.

**Effective Coordination of Fiscal and Monetary Policies: Theory and Practices from Policy-based Finance**

ZHANG Qi HUANG Yixuan

(Chinese Academy of Fiscal Sciences)

**Abstract** In countries around the world, fiscal policy and monetary policy have become increasingly intertwined, and policy-oriented finance has gradually become an effective combination of the two. The report of the 20th National Congress of the Communist Party of China clearly proposes the "enhancement of coordination between fiscal and monetary policies." The policy-based developmental financial instrument launched in June 2022 is an active practice. Taking the policy-based developmental financial instrument as an example, this paper discusses the realization path and practical experience of the coordination between fiscal policy and monetary policy. The objective is to put forward suggestions to further improve the long-term management system of the policy-based developmental financial instrument, strengthen the foundation of the fiscal and monetary systems that is conducive to enhancing the effectiveness of the instrument, and promote the deep-level synergy between fiscal policy and monetary policy.

**Keywords** Fiscal Policy, Monetary Policy, Policy Development Financial Instruments, Policy Coordination

**JEL Classification** E62 E63 G23