

财政货币博弈下的货币政策取向

- 依照主导权是在财政还是货币，财政政策和货币政策的协调方式分为“财政主导”和“货币主导”两种模式。在“财政主导”模式下，货币政策从属于财政政策，是补财政收入窟窿的“钱袋子”。而在“货币主导”模式下，货币政策独立于财政政策，可以相对自由地调节货币增长。1995 年之前我国处在“财政主导”模式下，“财政赤字货币化”时有发生，货币增长和通胀因而时常失控。1995 年颁布的《中华人民共和国中国人民银行法》确立了我国“货币主导”的财政货币协同模式。
- “财政赤字货币化”不等于“财政主导”——财政赤字货币化的主导权如果在财政手中，它就是财政政策；主导权如果在央行手中，它就是货币政策。后危机时代需求不足的宏观环境下，央行越发需要借助财政政策来疏通货币政策传导路径。在理论上，也有不少经济学家从货币政策操作思路中提出了财政赤字货币化的设想。因此，用反对“财政主导”来反对“财政赤字货币化”是难以立论的。
- 财政部官员设想的是“财政主导”下的“财政赤字货币化”，而非“货币主导”下的“财政赤字货币化”。面对来自财政的压力，人民银行守住“货币主导”底线的立场是清楚的。在政策博弈中，疏通货币政策传导路径是央行的首要任务。“适度宽松的基础货币”和“宽信用”是疏通货币政策传导路径的两个手段。此外，显性“财政赤字货币化”不太可能会有，但隐性“财政赤字货币化”的政策约束可能会被放松。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

徐高
(8610)66229055
gao.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号:
S1300519050002

2020 年 4 月 27 日财科院院长刘尚希“财政赤字货币化”的建议引发了热议。刘院长说：“可以用发行特别国债的方式，适度地实现赤字的货币化，把财政和货币政策结合成一种新的组合，以缓解当前财政的困难，也可以解决货币政策传导机制不畅的问题。【1】”对这一建议，支持与反对者都有之，各方辩论至今仍未取得共识。刘院长的提议再次把我国财政与货币政策的博弈引到了聚光灯之下。博弈的进行已经对货币政策取向产生了影响。

1. 从“财政主导”到“货币主导”

依照主导权是在财政还是货币，财政政策和货币政策的协调方式分为“财政主导”和“货币主导”两种模式。

在“财政主导”（fiscal dominance）模式下，货币政策从属于财政政策，是补财政收入窟窿的“钱袋子”。这种情况下，财政如果收不抵支，有了赤字，央行需要增发货币来弥补。此时，中央银行受到财政政策的约束，无法自由地调整货币政策（货币发行量），更谈不上独立调节货币政策来稳定通胀——如果人们知道货币政策随时可能被用来填财政的窟窿，自然会怀疑未来货币增长和通胀是否能稳定下来——从而容易导致通胀失控的局面。

而在“货币主导”（monetary dominance）模式下，货币政策独立于财政政策，可以相对自由地调节货币增长。此时，财政部没法把中央银行当成自己的“钱袋子”，只能靠发行国债来弥补财政赤字。把央行从补财政窟窿的负担中解放出来之后，货币政策就可以围绕其最终目标（通常是保持通胀稳定和促进经济增长）来开展，从而更好维护货币增长和通胀的稳定。

1995 年之前我国处在“财政主导”模式下，“财政赤字货币化”时有发生，货币增长和通胀因而时常失控。在那段时间，我国财政赤字时常通过向人民银行透支来弥补（即财政赤字货币化）。比如，1984 年我国财政赤字总共 50 亿元（占当年我国 GDP 的 0.7%），都是人民银行发行货币来弥补的。这种财政政策对货币政策的干扰容易导致货币的过量发行，让通胀失控。我国改革开放后的三次高通胀时期都发生在这种情况下——它们分别是 1985 年（CPI 通胀 9.3%）、1988 年（CPI 通胀 18.8%）、以及 1994 年（CPI 通胀 24.1%）。

1995 年颁布的《中华人民共和国中国人民银行法》确立了我国“货币主导”的财政货币协同模式。这部法律第 29 条规定：“中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券。【2】”这条法条关上了财政赤字货币化的大门，大大提升了我国货币政策相对财政政策的独立性，有效遏制了财政干扰货币政策的情况，让货币和通胀的运行平稳性显著增强。数字不会说谎：财政主导下的 1978 年到 1994 年，我国财政赤字占 GDP 比重平均为 0.8%，同期 CPI 通胀率的平均水平却有 7.7%；而在货币主导下的 1995 年到 2019 年，我国财政赤字占 GDP 比重平均为 1.8%，同期 CPI 通胀率平均值则只有 2.8%。

“货币主导”确立之后的时期，有三点值得说明：

第一，“货币主导”之下，财政与货币政策之间仍有协调。毕竟，财政部和人民银行都是我国政府的一部分，都需要贯彻国务院的宏观政策方针。当整体宏观政策基调转向宽松时，财政和货币往往会同步放松。但在这样的政策协调中，央行与财政部是两个相互独立的政策决策机构，共同落实国务院的政策导向，不存在谁指挥谁的问题。

第二，1995 年之后，人民银行虽然不能直接向财政部购买国债，但仍可以通过第三方转手间接购买国债。《人民银行法》第 29 条明确规定人民银行不得直接（向财政部）认购国债，但间接购买国债并不受此条款的约束。2007 年中国投资有限责任公司（中投公司）成立时，财政部发行了 1.55 万亿元的特别国债为中投公司注资。这 1.55 万亿元国债经由农业银行转手，最终间接由人民银行所购买（人民银行为此掏了 2 千亿美元的外储）。直到今天，这 1.55 万亿的国债仍然趴在人民银行的资产负债表中。

第三，人民银行的铸币税收入仍然要转移给财政部。伴随经济增长，市场的货币需求会自然增加，从而允许央行在不推升通胀的前提下增发货币收铸币税。因此，即使在货币主导的框架下，央行仍然会有铸币税收入（人民银行并不披露其数量，但每年的数额估计应该在千亿规模）。《中国人民银行财务制度》第 44 条规定："人民银行全行利润等于各项收入减去各项支出。全行利润按财政部批准的比例提取总准备金后，净利润由总行全部上缴中央财政。净亏损首先由历年提取的总准备金弥补，不足弥补的部分由中央财政拨补。【3】"这里的净利润上缴就是铸币税向财政部的转移。不过，这种铸币税转移与财政主导下货币填财政窟窿是两回事。在货币主导下，铸币税是央行独立进行货币政策操作而自然产生的，数量多少不受财政政策的影响——财政部只是铸币税的被动接受者。

2. 作为货币政策的"财政赤字货币化"

"财政赤字货币化"不等于"财政主导"——主导权如果在财政手中，它就是财政政策；主导权如果在央行手中，它就是货币政策。财政赤字货币化本质是一个国债购买行为——特殊的只不过是买家是可以自己印钞票的央行。如果财政部可以命令央行来买（央行不买不行），财政赤字货币化就是一个填补财政窟窿的财政政策工具。但如果是央行自己决策来买——买不买、卖多少都是央行说了算——那财政赤字货币化就是一个货币政策工具。财政赤字货币化究竟应该算是财政政策还是货币政策，判定标准在于财政赤字货币化的主导权在财政部还是央行。

后危机时代需求不足的宏观环境下，央行越发需要利用财政政策来疏通货币政策传导路径。在 2020 年 5 月 17 日发表的文章《从破窗理论看财政赤字货币化》中，笔者已经论述过："经济中的需求不足往往与高储蓄率相伴随，并容易演变成为货币政策传导路径的阻塞。此时，货币数量论失效，货币总量变化对实体经济的影响力降低。这种情况下借用财政的支出能力，可以疏通货币政策向实体经济的传导路径。【4】"后危机时代，全球经济需求不足的倾向越发明显，使得在政策实践中，货币政策与财政政策边界越来越模糊。而在理论上，也有不少经济学家从货币政策操作思路中提出了"财政赤字货币化"的设想。

早在 2002 年，美联储前主席伯南克就把"财政赤字货币化"列为了货币政策抵抗通缩的终极一步。2002 年 11 月，伯南克在题为《通缩：确保它不会在这发生》的演讲中给出了疏通货币政策传导路径、抵抗通缩的货币宽松四步路线图【5】。这个路线图后来成了发达国家央行进行非常规货币宽松的政策指南。伯南克给的四步是：（1）将短期利率降至零；（2）央行直接买入长期国债以压低长期无风险利率；（3）央行直接购买风险资产，直接压低长期风险利率；（4）终极大招，货币化财政赤字。到了第 4 步，政府自己印钞票自己花，必然能将货币导入实体经济，带来总需求的扩张，最终战胜通缩。显然，在伯南克的路线图中，财政赤字货币化是货币政策的工具之一。

费希尔在 2019 年提出了"常备紧急财政便利"（SEFF）的货币政策工具构想。斯坦利·费希尔是宏观经济学的泰斗，是包括伯南克、曼昆在内的多位宏观经济学大家的老师，也曾任以色列央行行长和美联储副主席。在 2019 年发表的一篇文章中，费希尔提出了"常备紧急财政便利"（Standing Emergency Fiscal Facility，简称 SEFF）的设想【6】。这个工具本质上是"财政赤字货币化"，但何时动用这一工具（央行何时直接找财政部买国债）、动用这一工具的规模（买多少国债）都由央行决定。央行使用这一工具的目的是让物价水平回到央行设定的目标上。显然，费希尔设想的这个 SEFF 也是一个货币政策工具。

3. 财政货币博弈下的货币政策取向

财政部官员提出“财政赤字货币化”的观点并非临时起意。刘尚希院长2020年4月有关“财政赤字货币化”的发言并非财政部官员首度发表这样的看法。早在2019年1月16日，当时任财政部国库支付中心副主任的郭方明在“2019年债券市场投资论坛”上曾表示：“准备研究将国债与央行货币政策操作衔接起来，同时扩大国债在货币政策操作中的运用……强化国债作为基准金融资产的作用，使国债达到准货币的效果。【7】”郭主任的发言虽然没有那么直白，但“将国债与央行货币政策操作衔接起来”与“国债达到准货币的效果”的措词已传递出了“财政赤字货币化”的意味。对郭主任那番言论的分析可见于笔者2019年1月27日发表的文章《量化宽松可以有，财政主导不能有》【8】。

财政部官员设想的是“财政主导”下的“财政赤字货币化”，而非“货币主导”下的“财政赤字货币化”。正如前文分析的，“财政赤字货币化”可以是财政政策、也可以是货币政策，关键在于主导权在谁手中。毫不奇怪地，财政部官员设想的“财政赤字货币化”是“财政主导”下的财政政策。刘尚希院长说得很清楚：“把财政和货币政策结合成一种新的组合，以缓解当前财政的困难，也可以解决货币政策传导机制不畅的问题。”在刘院长的设想中，财政赤字货币化的首要目的是缓解当前财政的困难。只要将财政的考量纳入了进来，货币政策就从属于了财政政策，财政赤字货币化就成为了财政政策工具。

“财政赤字货币化”可以有，但“财政主导”下的“财政赤字货币化”不能有。“财政赤字货币化”并不一定是财政政策。但在财政部官员的设想中，“财政赤字货币化”是以为财政纾困为目的的财政政策，带有“财政主导”的意味。我国1995年之前的历史已经充分地表明，把央行当成财政的“钱袋子”后患无穷。在这一点上，我国理应守住底线，维护1995年后我国建立起来的财政与货币之间相互独立、各司其职的清晰分野。

政策博弈中，疏通货币政策传导路径是人民银行的首要任务。面对来自财政的压力，央行守住“货币主导”底线的立场是清楚的。但因为“财政赤字货币化”也可以是货币政策，所以对这一工具的简单反对是无效的（辩护者可以说是拿它当货币政策工具来用，并不是要重回“财政主导”）。别忘了，刘院长也说到了“解决货币政策传导机制不畅的问题”。援引《人民银行法》来做反对也缺乏力度（因为《人民银行法》的约束可被绕过）。人民银行如果要对“财政赤字货币化”做真正有力的反驳，必须要疏通货币政策传导路径，以表明目前货币政策并不需要“财政赤字货币化”来帮忙。

“适度宽松的基础货币”和“宽信用”是疏通货币政策传导路径的两个手段。货币政策传导路径包含基础货币投放（央行有直接掌控力）和广义货币派生（央行只有间接影响力）两个环节。广义货币靠银行体系向实体经济投放“信用”（银行发放信贷、购买企业信用债等方式）来派生。而银行体系要首先得到央行投放的基础货币作为“种子”，才能够向实体经济投放“信用”。货币政策传导路径不畅的时候，基础货币（种子）的投放并不会带来广义货币（信用）的相应扩张，容易形成金融市场流动性泛滥（因为基础货币多）和实体经济融资难（因为广义货币增长慢）并存的反差局面。为了疏通传导路径，央行在基础货币投放和广义货币派生两个环节都要有动作。

（1）通过“适度宽松的基础货币”来保证金融市场流动性的合理充裕。基础货币投放是广义货币派生的必要而非充分条件。因此，基础货币的投放需要有一定的宽松度，以保证银行体系有足够的“种子”货币来向实体经济投放信用。但过于宽松的基础货币投放却容易在金融市场造成流动性泛滥的局面，催生资产价格泡沫、杠杆交易等风险。更重要的是，如果金融市场的流动性过于明显的多于实体经济，就为货币政策传导路径受阻，资金积压在金融体系提供了口实。要是再被人解读成“资金空转”，那就更是不妙了。

（2）通过“宽信用”来促进广义货币的合理增长，宽松政策直达实体经济。实体经济流动性是否充裕是货币政策传导路径是否通畅最直接的证据。从2019年开始，人民银行越来越倾向于创设作用点更接近实体经济的货币政策工具，以便更直接地将自己的宽松意图体现在实体经济融资量和融资成本上。2019年8月进行的LPR改革给了人民银行更直接调控贷款利率的能力【9】。2020年6月创设的“创新直达实体经济的货币政策工具”则给了人民银行精准刺激实体经济贷款的更强能力。这些工具的背后，人民银行“宽信用”的政策态度非常明显。有了这些直达实体经济的货币政策工具，就不需借助财政来疏通货币政策传导路径了。

显性“财政赤字货币化”不太可能会有，但隐性“财政赤字货币化”的政策约束可能会被放松。考虑到存在的巨大反对声音，显性“财政赤字货币化”（即使是央行主导下的）出现的可能性不大。但不可否认的是，在后危机时代需求不足的全球环境中，财政和货币之间曾经清晰的界限已经变得模糊。我国其实一直有隐性“财政赤字货币化”的工具在发挥良好作用——这一工具就是地方政府融资平台。平台承担着地方政府公共项目投资的功能（有财政支出的属性），其融资又间接来自央行（通过商业银行或政策性银行）。可以说，平台是政府自己出钱自己花钱的工具，有“财政赤字货币化”的影子。过去，平台所做的基础设施投资一直是我国经济增长的重要引擎之一。但2018年以来对平台的打压显著压低了基建投资的增速，给我国经济增长带来了沉重的下行压力。对这一隐性财政赤字货币化工具的打压，一定程度上加大了央行承受的显性财政赤字货币化的压力。在这样的压力下，融资平台这一隐性工具的政策约束应该会被逐步放松。（完）

【1】刘尚希的讲话记录稿可见于：刘尚希，2020，《赤字货币化是当下财政货币政策组合的合理选择》，http://opinion.caixin.com/2020-05-14/101553957.html。

【2】《中华人民共和国中国人民银行法》全文见于：http://www.gov.cn/test/2005-06/28/content_10577.htm。

【3】《中国人民银行财务制度》全文见于：http://m.law-lib.com/law/law_view.asp?id=71097&page=1。

【4】《从破窗理论看财政赤字货币化》全文见于：http://finance.sina.com.cn/roll/2020-05-18/doc-iirczymk2182499.shtml。

【5】伯南克《通缩：确保它不会在这发生》演讲全文见于：https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm。

【6】费希尔这篇文章的标题是《应对下一次衰退：从非常规的货币政策到前所未有的政策协调》，全文见于：https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/bii-macro-perspectives-august-2019.pdf。

【7】郭主任发言的新闻稿可见于证券时报网2019年1月16日的文章《实行国债作为公开市场操作主要工具的货币政策机制有何意义？专家这样讲》，http://news.stcn.com/2019/0116/14804134.shtml。

【8】《量化宽松可以有，财政主导不能有》全文见于：https://baijiahao.baidu.com/s?id=1623819120195711167&wfr=spider&for=pc。

【9】对LPR改革的分析可参考笔者的文章《利率市场化改革兵出子午谷》，全文见于：http://finance.sina.com.cn/zl/china/2019-08-20/zl-ihytcitn0435924.shtml。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371