

货币政策 应为财政政策“降成本”

一种可行的思路是，“以财政稳增长、以货币稳债务”，即中央政府用国债来替代地方政府期限短、成本高的地方成本债，以发债来支撑需求，货币则“退居二线”，起到为财政及其他政策“降成本”的作用。

文 | 赵伯超 张玮



2019年注定是不平凡的一年，世界经济在逆全球化的影响下砥砺前行。美欧等发达国家前后施行货币宽松政策，欧盟更是进入到负利率区间。在逆周期调节驱使下，主要国家和经济体对货币宽松的依赖程度不断提高，尽管短期可以避免经济过度走衰，但此轮货币宽松的背景已经与十年前的次贷危机有了天壤之别。低利率环境已经不足以令世界经济走出泥潭，反倒可能在短暂的“虚假繁荣”后诱发新的债务危机。

一种直观的理解，2008年的次贷危机是在“多边主义”环境下解决的，美国与包括中国在内的其他主要经济体共同协调货币和财政政策，才使得应对措施更加有效。而现如今，经济衰退伴随着逆全球化，经贸格局早已从“多边主义”转向“单边格局”。国与国之间难以再次建立起当年的密切联系，多边体制受到打击和抑制，“多边经济”协调功能被显著削弱。缺乏合作的国际社会酝酿着更大的风险，在解决危机的问题上，各国都是孤军奋战，即便危机的复杂程度不会加深，货币宽松的边际效果也早已弱化。

此外，低利率环境与债务规模的飙升相辅相成。全球经济持续放缓和债务规模不断升高，必然会使资本收益逐步下降，也就使得利率走低。同时，利率下降会促使企业进一步增加杠杆，从而推高债务水平。截至今年上半年，全球债务规模增长7.5万亿美元至250万亿美元，在长期低利率环境下，预计到今年年底全球债务规模将突破255万亿美元，再创新高。更进一步，包括美联储在内，全球各主要央行都有通过实施负利率来刺激和提振经济的政策冲动，这也加剧了全球负利率一发不可收拾。

单纯宽货币难以逆周期

对于中国而言，当下并不急于步入降息周

期。因为一旦周围环境对低利率的依赖有如吸食鸦片一般迫切，终将会被低利率推升的资产泡沫和债务规模反噬。初步判断，在没有政策刺激的情况下，2020年中国经济大概率呈前高后低的走势，转折点有可能出现在二季度以后，以地产投资韧性减退为标志。

具体来看，拉动经济的“三驾马车”：经济景气程度限制了企业利润，进而限制居民可支配收入，即便“房住不炒”减少了对居民中短期消费的挤占，“消费升级”也仍在路上；外贸层面，在逆全球化趋势尚未减弱的情况下，叠加美欧经济减退带来的外需减少，出口自然不可同日而语；“稳增长”的包袱只能更多落在固定资产投资身上。但正如前面所讲，地产投资韧性有可能在明年二季度以后走弱，高新制造业即便是国家中长期的战略支柱，但制造业投资的巩固也需要经历一个长期过程，如果想调动民间资本，首先要提升资本回报率。所以，明年支撑经济的主力将有基建投资，但基建投资更多依靠的是财政，而非货币投放。因此，从“稳增长”的角度出发，当前国内政策并不急于降息。

与“稳增长”相对应的，是“防风险”。直观上看，“风险”既有经济下行压力，又有金融泡沫和债务高企。传统理论认为，经济周期的存在使得金融体系会在经济扩张时期加速风险的集聚，在经济衰退时期集中释放，从而进一步加剧金融体系和宏观经济的波动。为了平滑波峰和波谷，逆周期调节的宏观审慎政策尤为必要。在经济下行时期，往往需要积极的财政政策配合宽松的货币政策。不过，随着杠杆率的走高，单纯货币宽松的边际效果早已大打折扣。

综观全球，巨量货币流动性从央行释放出来，加剧了全球流动性过剩的失衡状态，导致全球外汇市场汇率和各国资本市场的波动加

在经济下行时期，往往需要积极的财政政策配合宽松的货币政策。不过，随着杠杆率的走高，单纯货币宽松的边际效果早已大打折扣。

尽管经济下行压力始终存在，但“好钢用在刀刃上”，在世界经济前景未卜的情况下，货币宽松仍需“节约弹药”。

大。过于宽松的货币量及其低利率环境，很容易助长金融资产泡沫化。从日本、美国股市的情况来看，低利率和负利率助推的股指上升，已经达到了前所未有的程度。负利率政策出台后，无风险收益率表现为负，会直接导致相关股票难以定价。此外，负利率使得金融投资加杠杆成本下降，投资者风险偏好提升，股价短期波动加剧。

反观中国，多年来奉行债务驱动的道路，用 M2 计量的货币规模与 GDP 的比值不断提升，为了维持一定的经济增速，所需要的债务成本越来越高。学界普遍认为，产生这一现象的根本原因在于货币政策传导不畅，商业银行存在信贷配给，加之资本的逐利行为，传统“放水”会导致资金流向大量的低效率领域。另有观点认为，在逆全球化盛行的当下，“不确定、不稳定”因素不断地充斥着境内市场，企业对未来的生产前景没有头绪，即便利率再低，也不愿盲目新增债务。不管怎样，单纯的货币宽松已经很难与逆周期调节直接挂钩，因为其错综复杂的负面溢出已经不容忽视。

于是，问题又回到了原点——现行货币理论是否需要迭代，央行的政策职能是否需要调整？放眼海外，现代中央银行需要有比较清晰的目标和比较清晰的政策理论体系。比如美联储的目标是充分就业和物价稳定，与这个目标相对应，美联储以泰勒规则为理论框架，以潜在增速和合理物价水平为基准，按增长缺口和物价涨幅偏差来调节货币政策。就中国而言，多年实践证明，我国央行已经无法简单套用西方理论和实践，目标和理论都亟待重新考量。

如果效仿西方发达国家的“单一目标制”，例如，仅盯住通胀或就业水平，很有可能得出相反的结论。之所以这样说，是因为我国当前存在“类滞胀”的苗头——经济增速在“换挡期”趋势性下行，尽管尚未形成一般商品价格

的“普涨”，但猪肉价格的大幅增长已经开始向其他商品传导，2020 年年初 CPI 有“破 5”的风险。单就通胀本身，需要紧缩的货币政策，这与日渐增大的就业压力相矛盾。因此，仅仅简化政策目标，尚不足以摆脱当前的经济困境，亟待宏观调控思路的根本性变革。

以财政稳增长，以货币稳债务

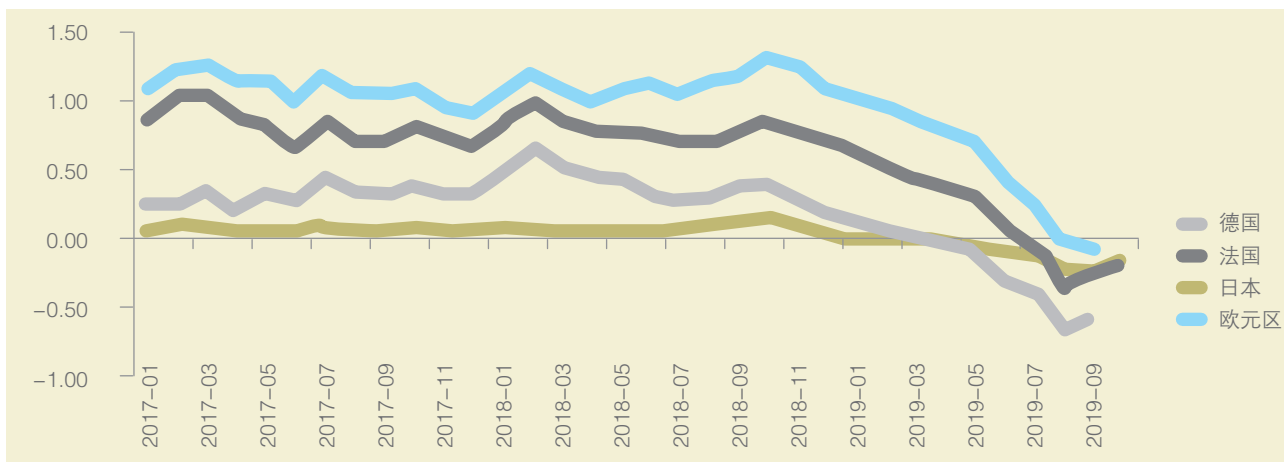
一种可行的思路是，“以财政稳增长、以货币稳债务”，即中央政府用国债来替代地方政府期限短、成本高的地方成本债，以发债来支撑需求；货币政策当局以国债为基础来吞吐国债，如通过公开市场操作来大量购买国债。在这种手段下，财政与货币的界限越发模糊，财政本身变成了一种货币手段，而货币则“退居二线”，起到为财政及其他政策“降成本”的作用。

放眼全球，这种“财政稳增长、货币稳债务”的操作并非天方夜谭。国内权威智库“国家金融与发展实验室”研究了占据全球 90% GDP 的排名前 24 位经济体后发现，政策趋势都是货币当局购买政府债务。因此，这种操作手法并非个例，很有可能成为我国未来宏观调控的重要借鉴。

目前来看，对其限制最多的约束条件就是一国的宏观杠杆率水平。因为如果宏观杠杆率过高，尤其是政府部门杠杆率过高，就意味着财政举债空间局限。值得庆幸的是，通过与其他国家的横向比较，我国当前的宏观杠杆并不算高，尽管政府部门的杠杆率有走高趋势，但中央政府的杠杆率始终是较低的，甚至在 2008 年全球经济危机之后，中国中央政府的杠杆率还是微微下降的。

回到货币政策本身，在欧美等发达国家不断追求低利率甚至负利率的当下，我国并不需要盲目跟随。尽管经济下行压力始终存在，但

多国长期国债收益已经进入负区间（%）



> 资料来源：Wing 数据库

“好钢用在刀刃上”，在世界经济前景未卜的情况下，货币宽松仍需“节约弹药”。

11月30日，易纲行长在《求是》杂志上发表署名文章，提到“即使世界主要经济体的货币政策向零利率方向趋近，我们也应坚持稳中求进、精准发力，不搞竞争性的零利率或量化宽松政策，始终坚守好货币政策维护币值稳定和保护最广大人民群众福祉的初心使命”。易纲行长的言辞传达出政策层不盲目跟随主流发达国家的低利率、保持我国利率稳定的主观意愿。

相比欧美的低利率，阶段性的“货币政策独立”会为我国带来诸多收益。由于利差的存在，美欧的降息将给亚洲新兴经济体带来积极溢出效应：一方面，可能驱动国际资本继续流向亚太地区；另一方面，为这些国家央行放松货币政策、支持本国经济增长提供了政策空间。

对于中国自身而言，人民币汇率压力将持续获得释放，甚至在中美贸易摩擦缓和的条件下，可能阶段性地回到“7”以下。这对于缓和中国资本外流压力、吸引外资进入中国市场，以及对于中国经济的稳定和增强信心都有益处。

当然，现阶段国内央行货币政策独立是短期较为“稳妥”的选择，但也不妨碍未来某一时点的实质性利率走低。如果明年年中过后经济下行压力加大，我国仍旧可以采取更加积极的财政政策和更加宽松的货币政策来稳定经济增长。特别是美联储有可能在2020年二季度以后实施“类QE”，也为我国货币宽松创造了空间。当然，相信最先看到的还是包括MLF、OMO利率在内的“变相降息”，以及全年1~2次的降准。☐

（作者均供职于昆仑健康保险资管）