



▲近年各國央行都採取寬鬆貨幣政策以應對經濟危機，而對歐美日等發達經濟體而言，危機可能已是常態化，並都採用無限量化寬鬆政策，此舉已經走上財政赤字貨幣化之路

## 財政赤字貨幣化的風險 (上)

近來，關於中國是否應該像歐美等發達國家一樣推行財政赤字貨幣化，引發社會各界廣泛關注和討論。持中國財政赤字應該貨幣化的觀點認為：近年來，全球經濟金融危機頻發，各國執行貨幣大寬鬆的環境下並沒有出現嚴重的通脹，這樣的狀態已經超越了傳統貨幣數量論的解釋範疇，應該用現代貨幣理論（MMT）來指導貨幣政策實踐；而對突如其來的新冠肺炎疫情衝擊，各國財政異常困難，應該考慮非常時期的非常應對；特別是對於中國而言，在抗疫的同時，還要支持「六保」任務，這使得中國有必要推行財政赤字貨幣化。對此，我們持不同觀點。從中國經濟潛在增長能力較強、財政政策可拓展資源較多、貨幣政策支持財政政策仍有良好的空間等方面來看，當前中國沒有推行財政赤字貨幣化的必要。考慮到可能帶來的危害，從長期看財政赤字貨幣化需要十分慎重。

評經議濟  
連平、鄧志超  
植信投資

### 一、財政赤字貨幣化的含義需要釐清

貨幣政策支持財政政策和財政赤字貨幣化之間不能畫上等號。通常意義上所說的貨幣政策支持財政政策，是指中央銀行在滿足貨幣政策目標的同時，有條件地配合財政政策。例如，中央銀行在二級市場購買國債，以此投放貨幣流動性，幫助財政融資；再如中央銀行的貨幣工具中，有些以國債為抵押品，通過調節這些貨幣工具的使用規模，可以間接調控金融市場對國債需求；央行壓低市場利率，降低財政融資的成本，等等。而財政赤字貨幣化，特指的是中央銀行在上述業務開展的同時，進一步發展為在一級市場直接購買國債、或者政府向中央銀行透支，或者以零利率發行永續國債，等等。這可以看作是廣義層面上貨幣政策對財政政策的幾乎是無底線的支持，但是這種支持是極端的。兩者的區別在於，貨幣政策支持財政政策屬於宏觀經濟調控的常規政策，其圍繞的核心點是宏觀經濟平穩運行，前提是保持貨幣政策的獨立性。而財政赤字貨幣化常常出現在危機應對之中，其直接目標是不受限制地提供財政融資，其實質是財政政策無償佔用貨幣政策資源，貨幣政策的獨立性基本喪失，對經濟體具有系統性的危害。因此財政赤字貨幣化在絕大多數國家都為法律所禁止。

財政赤字貨幣化有別於貨幣政策支持財政政策，還在於不按市場化方式進行融資。中央銀行通過二級市場購買國債、降準並指導商業銀行購買國債，以及各種以國債抵押為載體的工具有都是對財政融資的支持。這些貨幣政策操作是由中央銀行、財政部和市場機構共同完成的，目的是對財政融資形成必要的市場約束。如果財政赤字貨幣化走向極端的話，中央銀行和財政部是同屬於政府部門，一個發債一個直接印鈔買債，財政和貨幣當局「左手倒右手」，既沒有債權債務



關係，也脫離了市場定價。

財政赤字貨幣化具有趨勢性和「無成本」兩個特點。從前文的分析可見，財政赤字貨幣化的本質是政府直接從中央銀行拿錢，拿錢的方式可以是通過國債在一級市場融資，也可能是直接透支，並且是零利率。從字面上理解，「化」字代表的是一種長期趨勢。也就是說，只有形成趨勢性的財政向央行直接拿錢行為才可以被認定為財政赤字貨幣化。因為趨勢性的變化會持續產生影響經濟且形成新的規則，而偶然因為巨大外部衝擊而需要採取的措施，其影響可能是一次性的。從這一點上看，貨幣政策對財政政策常規支持，如在二級市場買賣國債，不能與財政赤字貨幣化畫上等號。人類歷史上嚴格杜絕財政赤字貨幣化的時間並不長，之前財政赤字貨幣化的歷史都以悲劇告終，在沉重教訓和實踐經驗下有關國家痛定思痛，才在法律中明文規定禁止中央銀行直接為政府融資。另一方面，一旦財政赤字貨幣化趨勢形成，財政融資就基本上是「無成本」的。這是因為既然政府可以直接從中央銀行拿錢，沒有償還的約束，那還有什麼必要付息呢？因此，往往通過「借新還舊」、有期限債務轉化成永續債、讓中央銀行核銷等方式逃避債務償還，最終實現「無成本」。然而，這看似無成本的操作，實際上卻是以通脹或資產價格猛漲的方式，讓整個社會來為財政赤字貨幣化行為買單。

非常時期的危機應對通常需要貨幣政策加大力度支持財政政策。宏觀經濟調控政策是國家公共政策的重要

組成部分，而針對於不同時期，政府採用的政策手段是不同的。理論上，在沒有發生外生衝擊的情況下，經濟體內生的周期性變化應該以常規政策手段進行調節，其主導思想是「削峰填谷」的逆周期思維。經濟上升期，緊縮財政和貨幣政策以防止經濟過熱；經濟下行期，加大財政支出和投放流動性以刺激經濟。而當經濟體遭受較大的外部衝擊，常規的逆周期政策已經不管用、經濟體無法自行恢復或者自行恢復時期過於漫長時，政府就有可能突破常規政策規則、採取大力度的較為極端的手段，進行非常時期的危機應對。但是，危機應對往往容易產生擾亂原有市場規則、經濟恢復後難以退出、政府行為失範和失控的道德風險等副作用。所以，各國政府在不到萬不得已時都不會輕易啟動危機應對。

長期以來，歐美發達國家的發展始終未能解決精英階層佔據絕大部分資源，進而使得收入分配越發不公、凱恩斯主義的經濟刺激政策一再加碼、政客為當選許諾過高福利而導致財政赤字一再高企等問題，使得歐美等發達經濟體長期運行在一個日漸削弱的財政基礎上，以至於當危機再度來臨時，歐美國家可以採用的政策空間和財政資源都較為有限。加之一次次的危機衝擊，一步步地壓縮了這些國家本已不多的政策空間，同時也耗盡了本就不富裕的財政資源。這使得歐美等發達國家即便在面對正常的經濟下行周期而非危機衝擊時，財政政策也到了黔驢技窮的地步，常常需要動用危機應對手段來刺激經濟。在此背

## 財務信譽影響借貸 (上)

樓按明鑒  
曹德明  
經絡按揭轉介首席副總裁

銀行或財務機構在審批任何貸款時，除了需要審查借貸人的入息證明以及個人文件之外，信貸評分亦是批核貸款及利率時的一項重要參考因素之一，並且從而了解申請人的財務狀況，以及評估申請人是否為一個可靠的借貸人。

環聯TransUnion (TU) 是香港目前唯一消費者信貸資料的參考機構，記錄借貸人在銀行以及信貸機構的正面及負面信貸資料，當中包括個人資料、信貸情況、還款記錄、查詢記錄以及信貸評分等。此外，借貸人如有任何債務拖欠、破產、或與追討債務相關的法律事宜，相關資料亦會出現在信貸報告中。

評審借貸人的信貸級別時，TU會根據借貸人過往管理信貸的習慣，如還款記錄、銀行總結餘、信貸記錄長短、信貸帳戶種類，以及新開立的信貸帳戶等計算，從而給予借貸人不同級別的信貸評分。

一般而言，如借貸人申請貸款時，得到的信貸評級愈高，銀行所提供的貸款額及優惠亦有機會更多更好。

現時本港經濟持續低迷，

最新失業率數字更升至5.2%，而在經濟下行下同時會影響到市民的財政狀況。TU在最新一份信貸行業分析報告，評估新冠肺炎疫情下，消費者的財政影響。在本港受影響的受訪者中，接近三分之二的人擔心住房、信用卡、保險及個人貸款等還款問題。

此外，在本年第一季，信用卡、私人貸款以及循環貸款的逾期還款率升幅為最高，均錄得雙位數增長。在這三個類別中，千禧年代消費者在過去兩季的逾期還款率按年增長最高，顯示年輕一代對個人理財缺乏風險管理。

信貸狀況是反映借款人的財務信譽，逾期還款會令銀行或財務機構收緊貸款審核標準。有些人可能一直都不緊張自己的信貸狀況，但到真正需要借貸時就會出現問題，如申請按揭時，銀行所批出的按揭息率或會較市場一般的水平為高，令利息支出增加，情況較嚴重的甚至有機會拒絕批核。

一般信貸報告中的負面資料需於在清繳帳戶5年後才會刪除，而破產記錄更會保存8年，所以擁有良好的信貸評級是十分重要，要成為一個可靠的貸款人，簡單地首先要準時繳交帳單，並且定期查核個人信貸資料，亦要妥善地管理個人財務安排，如債務維持低結餘以及避免過度借貸等。



愈高，銀行在申請貸款時，得到的信貸評級會更好

景下，事實上也是被迫無奈，近年來以美國為首的歐美等發達國家紛紛開始考慮財政赤字貨幣化。可見，正是歐美等發達國家體內固有的矛盾和一次次的危機衝擊，導致其危機應對行為常態化，才使其走上了財政赤字貨幣化這條「不歸之路」。

### 二、財政赤字貨幣化理論尚不成熟

上世紀「大蕭條」時期，美國政府幾乎無所作為，放任了危機持續發酵，自由主義經濟理論和政策主張受到嚴重挑戰。凱恩斯以當時的宏觀背景為鑒寫就《就業、利息和貨幣通論》一書，為凱恩斯主義奠定了基石，凱恩斯主義政策主張逐步成為世界各國宏觀經濟調控的主導思想。上世紀50至60年代，歐美等西方發達國家良好的經濟增長情況進一步穩固了凱恩斯主義政策的影響和地位。七十年代後，爆發兩次石油危機、布雷頓森林體系解體(Bretton Woods system)、亞洲金融危機、互聯網泡沫危機、次貸危機、歐債危機、新興市場貨幣危機和本次新冠肺炎疫情等多次危機衝擊後，歐美等發達國家發現，財政赤字越陷越深。理論上，危機消耗財政資源，財政資源不足由赤字來補，赤字刺激經濟恢復，經濟好轉後再彌補過去的赤字。但經濟增長本就處於下行周期，同時危機頻發，從上一次危機中走出來的經濟可能剛剛好轉，還未來得及彌補上次的赤字，就形成了「舊債還未還完又欠新債」，最後只能「借更大的新債還舊債」的惡性循環，使得經濟體一再無奈地拖着越來越重的公共債務負擔前行。據IMF估計，疫情過去之後，發達國家公共債務佔GDP之比可能從105%提高到122%，美國財政赤字規模將達到GDP的15%，抑或更高。

在此背景下，歐美等發達經濟體急需為其行為找到理論的支撐，於是

現代貨幣理論開始走進公眾的視野。現代貨幣理論重點討論的是財政政策與貨幣政策的協調關係，該理論認為貨幣起源於債權債務關係，貨幣承擔記帳的職能，政府可以用創造貨幣的方式進行支出，財政支出先於收入；在主權貨幣制度不破產的情況下，可將國債發行與貨幣政策有條件地打通。現代貨幣理論強調，財政政策應該執行「功能財政」，實現經濟體的充分就業。這就為財政赤字貨幣化提供了一定的理論基礎。危機時期，政府需要權衡的是到底道德風險重要還是經濟穩定重要？而在大多數場合，政府毫無疑問地會選擇後者。同時，上世紀金本位制度的徹底瓦解也為政府「無限度印鈔」提供了技術上的可能。紙幣本位下貨幣政策改以通貨膨脹為錨，極大地便利了貨幣的擴張。而巧的是，近年來發生的危機中，通貨膨脹都較為穩定，已有證據表明大量流動性進入資產領域。

「功能財政+通脹穩定」使得越來越多的發達國家推崇現代貨幣理論。當前，全球範圍的各國央行都採取寬鬆貨幣政策以應對危機，然而對於歐美等發達經濟體而言，其危機可能是常態化的，這就使得美聯儲、歐央行、日本央行等都開始考慮無限的量化寬鬆政策，並已經走在了財政赤字貨幣化的路上。然而，現代貨幣理論始終沒有解決「量化退出」問題。理論上退出的路徑有兩條，一是通過高通脹，但這會激起民衆的不滿；二是通過推高資產價格，而這又會進一步拉大收入分配不公，導致市場大幅震盪，可能重演次貸危機。正是基於這些考慮，主流的經濟學家都不贊成現代貨幣理論。總體來看，財政赤字貨幣化的理論基礎並不成熟。

(連平為植信投資首席經濟學家兼研究院院長、中國首席經濟學家論壇理事長；鄧志超為植信投資研究院秘書長、資深研究員)