



▲面對罕見的疫情衝擊和嚴峻的國際經濟挑戰，中國貨幣政策應該加大力度支持財政政策

財政赤字貨幣化的風險（下）

近日常，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；面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

文接25日A13版

三、當前中國財政赤字貨幣化並無必要

面對罕見的疫情衝擊和嚴峻的國際經濟挑戰，中國貨幣政策應該加大力度支持財政政策，但卻不能輕易盲目跟從歐美等發達國家的財政赤字貨幣化。

目前日漸明朗的是疫情後中國經濟恢復的確定性較大。政策制定有其前提條件，而最大的前提條件是對宏觀經濟形勢的把握。如前文所述，只有在危機迫不得已時刻才可以動用極端的政策手段進行「搶救」。一季度受新冠肺炎疫情影響，中國GDP增速為-6.8%，為改革開放以來單季最低。市場對新冠肺炎疫情的衝擊的預期也

最初與非典時期相比較，調整為超過2008年次貸危機的衝擊，足以說明疫情造成損失的嚴重性。但從3、4月的各項經濟數據強勁復甦的情況來看，經濟韌性已經開始顯現，走出疫情影響的確定性逐步增加。5月中旬，中國疫情已經基本走入尾聲，經濟重啟狀況較好。從短中期來看，似乎沒有必要緊急啟用大力度的危機應對的貨幣政策來支持財政政策，更何況推行財政赤字貨幣化。

通常，推行財政赤字貨幣化有兩個暗含的前提：一是財政資源存量不足以應對未來一段時間的財政支出；二是財政融資遇到困難。綜合考慮當前中國的財政政策空間和財政資源狀況，很明顯，這兩個條件都不具備。一方面，中國財政的舉債空間依然不小，政府債務率 and 一般預算赤字率都低於世界平均水平。中國政府債務率水平不足60%，長期以來執行3%的年度一般預算赤字率。另一方面，不同於歐美等發達國家，從擁有的資產看，中國政府是世界上「最富有的政府」之一。除了擁有大量的土地資源外

，中央和地方各級政府持有大量企業和金融機構的國有股份，未來隨着進一步推行混合所有制改革，在一些關鍵領域和企業中保持國有控股的前提下，逐步降低國有持股比例，在提升企業經營效率的同時可以為未來財政帶來可觀的資金來源。當下還可進一步盤活政府存款類資金的使用，截至今年2月，央行國庫中的財政存款、商業銀行存款中國庫定存及機關團體存款合計為33.9萬億元（人民幣，下同），且還在不斷增加。

現代貨幣理論支持財政赤字貨幣化的一個重要前提條件是市場處於流動性陷阱中和市場利率為零。在此情況下，貨幣政策傳導無效且幾乎沒有進一步刺激經濟的政策空間。而從當前中國貨幣政策傳導的實踐來看，儘管銀行體系還存在一些問題，但整個政策傳導基本是正常的且效率正在改善，例如改進LPR（基礎借貸利率）報價機制，通過多次調降MLF利（中期借貸便利）率切實引導了一般貸款平均利率下行。而貨幣政策也存在較大的空間，當前大型存款類金融機構的存款準備金率為12.5%，中小型存款類金融機構為9.5%，銀行業的綜合加權存款準備金率約為10.4%。中國存款準備金率每普降一個百分點，約可投放長期資金約2萬億元。這意味着，存款準備金率下調對於經濟的刺激力度較大，也有助於以較大力度支持財政融資。同時中國的利率水平也遠未接近於零，當前中國1年期存款利率為1.5%，3年期為2.75%；1年期貸款LPR報價為3.85%，5年期及以上貸款利率為4.65%，且沒有出現流動性陷阱跡象。由此看來，推行財政赤字貨幣化的貨幣政策無效這一條件也不成立。

當前中國債券市場經濟運行狀態良好，規則並未受到破壞。這裏所謂的破壞指的是國債市場的供求關係出現重大扭曲，供給遠遠高於需求，導致國債利率走高，財政融資成本高企，財政無法通過正常渠道發行國債，而這一點正是現代貨幣理論所強調的理論適用前提之一。疫情之前，中國債券市場一直對利率債「鍾愛有加」；疫情發生後，各種不確定性因素增多，資金的風險偏好明顯下降，這使得債券市場對國債的投資需求進一步

樓市前景審慎樂觀



樓語縱橫
陳坤興

Q房网香港董事總經理

隨着本地疫情進一步穩定下來，政府亦逐步放寬限聚令下的社交距離措施，加上全球疫情亦漸趨緩和，全球各國亦為重啟經濟作好準備。接下來疫後經濟又會如何發展？正當市場憧憬疫後全球經濟急速反彈，2001年諾貝爾經濟學獎得主、曾任世界銀行首席經濟師的著名經濟學家斯蒂格利茨（Joseph Stiglitz）坦言，在走出疫情之後，「我們的經濟將會失去一些有價值的東西；我們將會傷痕纍纍，復甦將會緩慢。」

無可否認疫後的經濟復修肯定是相當艱巨，不少國家的失業率均升至雙位數水平，英國公布最新4月份領取失業救濟人數，按月急增69.1%至210萬人，創過去二十四年來最差紀錄。另外美國聯儲局研究顯示，在疫情全球大流行第一個月，在全美年收入少於4萬美元的家庭中，將近40%已經失業。

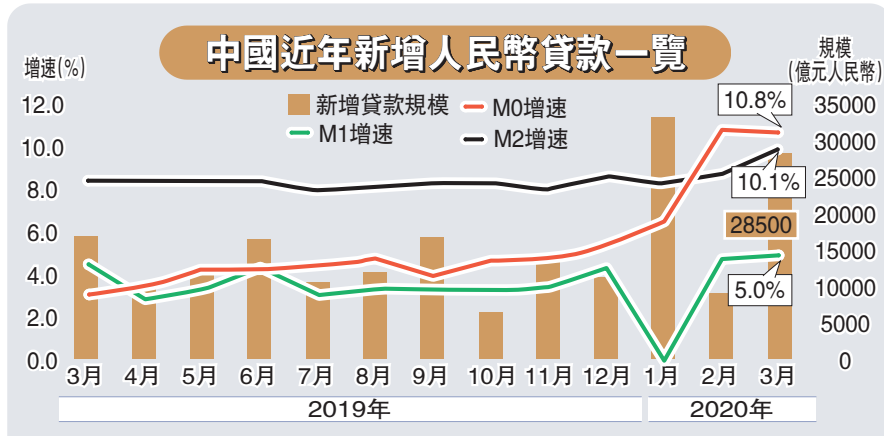
因應疫情對整體經濟的衝擊會有滯後現象，加上部分行業的復甦，例如航空旅遊業需要較長的時間復原，未來經濟將會是一種需求萎縮、生產力微弱，長期處於防守的經濟狀態；這就是市場所稱的疫後經濟新常態2.0。

另外由全球超過29000名首席執行官組成的青年主席組織YPO，新近發表新一份疫情對環球企業影響的調查報告：在全球109個國家及地區，共3534位企業高層的訪問中，多達六成一的受訪企業認為，疫後的經濟復甦將會是U形的曲線反彈，相反只有12%認為未來經濟會是V形反彈。至於香港的情況，隨着限聚令放寬，經濟已逐漸復甦，近月餐飲業以至零售業的情況均有所改善，加上政府防疫抗疫基金的保就業計劃亦已開始接受申請，相信稍後失業情況有所改善。

根據薪酬趨勢調整委員會的調查，即使過去一年市場受修例風波及疫情影響，薪酬趨勢數字仍錄得正數。整體而言，雖然本港經濟前景仍充滿挑戰，但本地經濟復甦仍然審慎樂觀，相信未來樓市同樣是審慎復甦。



▲過去一年本港薪酬趨勢數字仍錄正數



加大。若再考慮到中國疫情進入尾聲而全球疫情肆虐、中外國債收益率利差將維持一段不短的時間和中國金融開放的腳步不斷加快，未來國際資本對國債的需求可能也會顯著上升。綜上所述，基本可以判斷中國當前不存在國債市場無需求的可能，那又為什麼要用財政赤字貨幣化這種極端手段呢？

既然中國經濟走出疫情確定性明顯、現有的財政政策空間和資源都較為充足、貨幣傳導通暢且尚有政策空間、債券市場依然穩健有效，那麼，中國有什麼必要推行財政赤字貨幣化呢？

四、清醒認識財政赤字貨幣化的危害性

上述分析主要是在討論財政赤字貨幣化的必要性及其對經濟產生的影響。當前中國不但沒有推行財政赤字貨幣化的必要，同時還需要清醒地認識到財政赤字貨幣化的危害性。

長期以來，中國貨幣政策本就有支持財政融資的功能，其採用的方式是以市場主體購買國債，而央行對市場主體釋放流動性；通過政策工具引導市場利率下行，降低財政融資成本；直接進入國債二級市場，通過買賣調節國債市場。這一做法使財政赤字融資加上一個市場機制的約束，這個約束是由金融歷史上多年累積的經驗和教訓轉化而來，其意義深刻。中國《中國人民銀行法》第二十九條明確規定，央行不得對政府財政透支，不得直接認購、包銷國債和其他地方政府債券。第三十條規定：「中國人民銀行不得向地方政府、各級政府提供貸款，不得向非銀行金融機構以及其他單位和個人提供貸款，但國務院決定中國人民銀行可以向特定的非銀行金融機構提供貸款的除外。」

如果推行財政赤字貨幣化，暫且

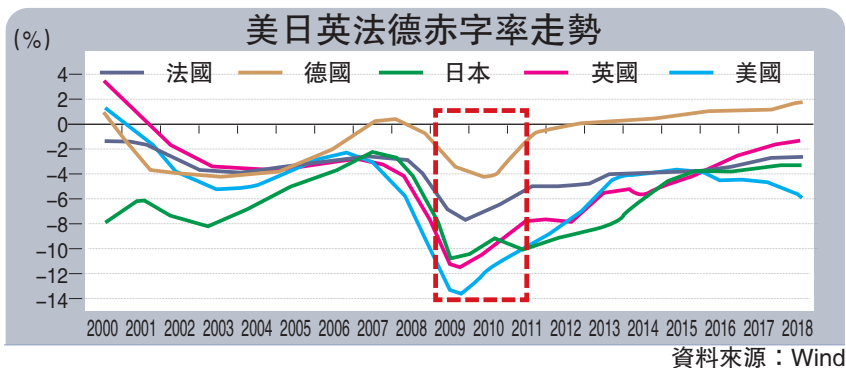
不論法律層面是否可以通過，僅就央行的法定貨幣信用而言，不通過市場主體而進行「左右手互倒」憑空創造貨幣信用的行為，就足以讓市場主體對於法定貨幣失去信心，信用更是無從談起，以及由此引發央行的各項貨幣政策、貨幣工具和預期管理的失靈。可見，財政赤字貨幣化會嚴重傷害貨幣政策的獨立性和功能。

財政赤字貨幣化對市場化經濟體制構建是一種倒退行為。在很長一段時間內，中國財政預算軟約束都廣受各界詬病。因為在財政預算軟約束下，資源使用效率低，存在大量的重複建設，且政府擠佔社會資源情況嚴重。同時，預算軟約束支撐了各種金融產品的「剛性兌付」，又使得整個金融系統的風險定價體系遲遲得不到發展。經過多年的行政治理和財政規範，特別是中央下決心打破「剛性兌付」後，預算軟約束問題才得到明顯改善。

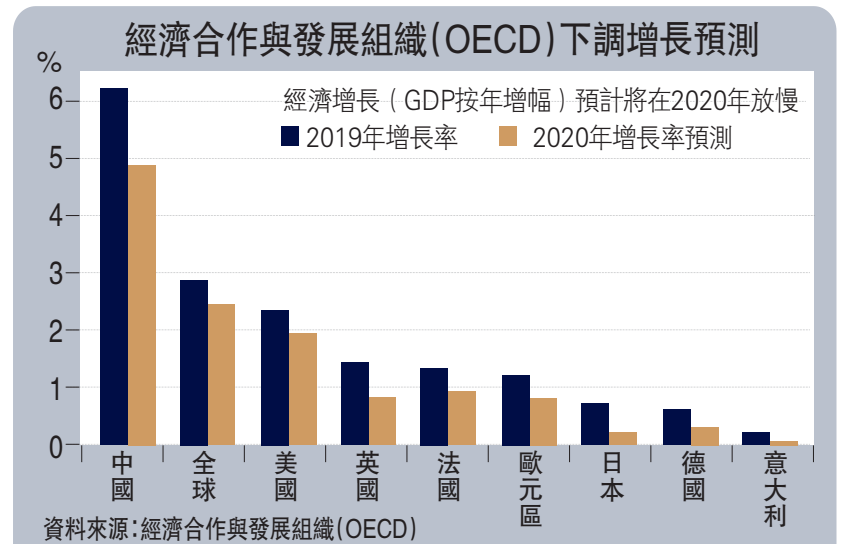
如果推行財政赤字貨幣化，相當於中央政府開始重走預算軟約束的路，這將會出現比預算軟約束更糟的狀態，與市場配置資源和經濟高質量發展的目標南轅北轍。

在現階段人民幣發行之錨需要進一步完善的情況下，如果推行財政赤字貨幣化，這意味着人民幣的發行紀律受損。隨着中國金融開放腳步不斷加快，穩定人民幣匯率的挑戰將加大。人民幣尚不是主要的國際貨幣，無法像美元、歐元一樣利用其國際貨幣地位。財政赤字貨幣化必然削弱和損害人民幣的信用基礎，只會讓投資者降低對人民幣的信心，帶來人民幣貶值壓力與資本外流相互加強、抑制人民幣國際化進程的可能性。

（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）



資料來源：Wind



資料來源：經濟合作與發展組織(OECD)