

聊聊赤字货币化

原创 MRAnderson 卢瑟经济学之安生杂谈

2020-05-21原文

这几天宏观经济消息让人目眩，党中央和国务院接连出大招。现在不展开讲，大家认真学习就是。

央行系和财政系互相怼。

某地公立三甲医院被民营集团收购。

作为财政系的重量级人物，刘所长的话，值得反复读。

刘尚希：提出适度的赤字货币化建议，绝不代表什么部门利益

2020

05/17

21:26

澎湃新闻
企业号

分享



评论



【写在前面】最近几周，“财政赤字货币化”成为国内财经界的热门话题。此次热议的背景是在新冠病毒疫情之下，我们应当以怎样的政策组合应对这场“前所未有的挑战”？是像欧美主要发达国家一样“火力全开”，还是延续既有政策框架从容应对？

澎湃新闻就该议题与经济学者与市场人士展开了深入探讨：“财政赤字货币化”意味着什么？可以解决哪些问题？又有怎样的弊端？我们旨在客观呈现多方争鸣之势，以助辨清不同政策抉择的价值与代价。

近日，一场大争论正在中国经济学界呈现出“百家争鸣”之势。



刘尚希 人民视觉 资料图

中国财政科学研究院院长刘尚希4月27日在一场会议上发言表示，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。

中国人民银行原副行长吴晓灵则在5月6日撰文指出，中国经济目前面临的问题不是不可以扩大财政赤字，也不是不可以央行直接买入国债，而是我们的财政政策是否合适，效率如何。中国的银行体系尽管在信贷的公平性上存在问题，但传导机制是正常的，央行也在通过再贷款对信贷结构进行调整。

说我们现在没有到欧美那一步，这是如何判断的？是不是认为现在形势还不错？今年一季度全国GDP下降6.8%，二季度是否能马上反弹、是否能达到预期的正增长？这就涉及到对当前形势的判断。每个人对形势判断不太一样。有的比较乐观，有的认为确实有风险，但还不是那么严重。这部分人可能认为，中国的疫情不像欧美那么严重，复工复产的指标看上去都挺好，4月份的M2增速还达到了11.1%，社会融资增长不错，流动性也很充裕，等等。但这些都只是表面现象。关键是要看到实质问题。

其实，中央对形势有一个非常科学精准的判断。4月份中央政治局会议提到的两个“前所未有”：“突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击”，“当前经济发展面临的挑战前所未有”。在4月17日这个时间节点上，中央政治局会议用两个“前所未有”来描述和判断当前的形势，我想这是经过周密研究得出的结论。

中央对形势的判断是“前所未有”。我们应深入理解其深刻含义。如果不在这个上面下功夫，仅凭表面现象或是过去的经验对当前形势作出判断，认为还没到那一步、问题还没有严重到那种程度。就像不能等到人病危时才去抢救，而是要在病危之前就采取措施。我们现在受到疫情的冲击，这不是一场小病，不是一个小的冲击，输入性风险越来越大，这不只是疫情，而是经济、社会、政治等全方位的输入性风险。

“前所未有的冲击”“前所未有的挑战”，这样的用词表明，这个形势是多么严峻。我想部分业内人士对中央判断的理解还不是很透彻。

当然我们对国家长期发展的基本面要有信心，可有信心不等于不需要采取断然的措施，而是恰恰相反，需要采取与“大变局”“大冲击”相匹配的大规模的政策应对和全面的深化改革。只用通过不懈努力，才能构建国家发展的确定性。在这个问题上，还是要回到中央对形势的判断上来。中央的分析判断毕竟是站在全局和整体的角度，比我们掌握的信息量要多得多。

刘尚希：这里我可以补充说明一下当前的财政状况。

财政实际上到了非常困难的地步，疫情冲击下，各地的税收大幅度下滑。半数以上省份的地方财政收入下降幅度超过10%，同时又有大量的刚性支出，如抗击疫情、救助企业和贫困家庭，部分地区为了恢复经济发放消费券等等。这些都是必须要花的钱。在这种形势下，地方支出在不断刚性化，收入却在急剧减少。

另一方面，2020年不少地方遇到了偿债的高峰，不少地方的偿本付息规模今年达到了千亿级。钱从哪来？要么只能违约，这样可能会形成一连串的市场反应，这会对市场信心形成打击。显然地方政府也不想违约，地方国企和城投公司也不能违约，因为这会影响一个地方的投资环境。怎么办？不能贷款，而专项债不能用于这些刚性支出，只能用于有一定现金流的项目，而这样的项目实际上越来越少。

澎湃新闻：从发行规模来看，今年专项债的发行不断扩容，而且目标就是提效发力稳投资，这仍然不够吗？

刘尚希：专项债并不计入财政赤字，而是对应政府性基金预算，很多地方的专项债规模已经超出基金预算规模了。有些地方变相地把它变成一般债，因为找不到有现金流的项目，就只能编。这不是个别现象。对地方来说也是无奈之举，甚至有的地方干脆拒绝越来越多的专项债指标。

地方已经到了“无米下锅”的程度，专项债不能用于抗疫的刚性支出。在无路可走的情况下，有的地方政府就与银行、地方平台机构、地方国企玩起了新的游戏，联手解决融资问题，变成了盘活资产的非税收入。这些非税收入可以弥补一部分资金缺口，但杯水车薪。有些地方的非税收入占到地方财政收入比例的30%-40%。在国企混改困难重重的情况下，盘活国有资产还是要借助银行贷款或影子银行通道，形成新的或有债务风险。扩大地方专项债，未必能解决当前中小微企业困难和保市场主体、保居民就业等“六保”的任务。

澎湃新闻：大家比较关心地方债的问题，因为过去两年，中国最重要

澎湃新闻：大家比较关心地方债的问题，因为过去两年，中国最重要的潜在系统性金融风险之一就来自地方政府债务。

刘尚希：地方债的风险并没有真正化解，还是搁在那里，这是一个体制性的问题。本来寄希望于用时间来慢慢化解的，可疫情出其不意来袭，没给我们这个时间。现在地方政府被压得喘不过气来，只能东挪西借、东拼西凑。这种情况下地方政府怎么按照中央要求应对疫情的冲击？有些地方政府确实有钱，那时是因为专项债的钱花不出去。有的没办法，只能跟企业合作去搞其他的市场投资。因为专项债对项目现金流有要求，现有项目满足不了，就只能去找市场主体合作，去市场上找项目。坚持市场化方向，本来应该让市场发挥决定性作用，让民间资本有更多机会，有的却被政府挤了出去。

加大中央转移支付力度，可中央的钱从哪来？全国财政收入在急剧萎缩，只能通过发行国债来弥补。但让商业机构和老百姓去购买，若大规模发债，从总量上、利率上看，会对市场产生“挤出效应”，信贷资金减少，市场融资成本上升。当然，货币政策配合“放水”，市场流动性指标会上升，但无论怎样扩大货币供应，也很难到达实体经济，从而实现保市场主体、保就业的目标。尤其是对中小微企业的救助，让商业银行去做这种高风险、高成本、低收益的事情，它们是不情愿的。即便下行政命令也可能仅停留在指标上。2015年以来小微企业贷款余额占比是下降的，这也就证明了没有财政政策的协同，单靠货币政策无法真正帮助几千万小微企业和个体经营者。

货币政策的传导机制，对大企业是畅通的，对国企是畅通的，但对几千万小微企业和个体经营者来说是不畅通的，这是个事实。

在国家利益面前，没有部门利益

刘尚希：他们有他们的国情，他们怎么做，我们没有必要东施效颦。
我们根据我们的实际情况，解决我们当前面临的问题。

现在适度的赤字货币化有利于货币政策和信贷政策的操作。比如贷款贴息，财政的钱从哪来？如果不需要财政贷款贴息，理论上可以通过行政手段要求商业银行给企业提供低息贷款。但是，商业银行作为市场主体，既需要按照中央的要求去做，又不能违背市场规则，那就离不开财政政策的配合。

钱从哪里来？增税？非税收入？这都不现实。刚刚大幅度减税，疫情冲击下税收骤降，税基严重收缩，紧缩财政又会让经济越来越糟，如果没有其他办法增加收入，只能收缩支出。但是4月的PPI数据（编者注：生产价格指数，4月同比下降3.1%）已经发出了通缩的信号。

我认为“财政赤字适度货币化”是当前条件下一条很现实的出路，要不然通过常规的发债方式，会挤占市场的流动性和资金，银行的信贷资金就会减少。老百姓买国债，银行的储蓄存款也会“搬家”。以高利率去发行国债，还会抬高基准利率。按低利率发行，老百姓会不会买？相比之下，权衡风险，我认为适度货币化的风险最小。

这是否意味着我们一定会走上西方国家无限宽松的道路？或者将来财政主导货币发行？是不是意味着迈上了这条路就不能回头了？这是一条死亡之路？有些人士甚至将之上升到国家治理体系会崩溃的高度。这就有点吓人了。

我国现在的货币存量达到208万亿元，是2008年的4倍多。这期间通货膨胀并没有出现。可见现在的通货膨胀机理发生了很大的变化。通过央行扩表的方式，适度地购买国债，形成新的政策组合，不会有什么不良的后果，但需要破除传统观念。

有的人说违反财政纪律，但是纪律不能更改的教条，形势比人强。眼下还有哪个主要发达国家是按照赤字率低于3%、公共债务占GDP比率低于60%的纪律去行事？这不就是有点迂腐了吗？

建议大家把刘所长的原文找出来，反复多读几遍，自己去品。

央行系和财政系的争论，简单地说，就是央行要不要收购政府（尤其是地方政府）的债券。

央行的态度是你可以发债，谁愿意买谁买。

财政的态度是我发债，你不买，还有谁买？我真搞高息发债，我还不上是轻的，市场利率上涨，你负责吗？

央行的态度是，你发债，我买，就是发钞，我成了你的附属机构，你发多少，我买多少，那不出恶性通货膨胀？

财政的态度是，你不让我拥有发钞权，你自己垄断，从2008年到现在，这些年货币总量翻了两番，是2008年的4倍多，你用恶性通货膨胀压我，地方马上就揭不开锅，后面一系列恶果，你承担得起吗？

我在《纸牌大厦》中分析过，货币是单向流动的，当极少数人聚敛太多的货币的时候，自然就会出现经济危机。如果流动的是信用货币，也就是贷款，那么会出现一部分人聚敛货币，一部分人背负债务的情况。一旦债务人无力继续借新还旧，就会出现大规模的债务违约，金融危机由此爆发。

为了避免经济危机，必然不断增加货币供应总量。货币供应总量不断上涨，刺激效果不断下降。政府的经济政策如同走钢丝，金融危机和恶性通胀之间的临界选择越来越窄，最终非此即彼，没有过渡地带。

央行以恶性通胀怼财政，财政以金融危机怼央行。双方说的都是实话，两种风险都存在。

大量的金融信贷建立在财政信用，尤其是地方财政信用的基础上，如果地方财政连利息都还不上，会出现什么结果？

金融机构不关心宏观，只关心自己的贷款别收不回来、产品别违约。所以，大多数金融机构力挺那边，是不言而喻的。

刘所长明显比央行理直气壮，一方面央行垄断宏观货币供应这么多年，经济增长乏力，出现流动性陷阱，央行明显底气不足；一方面形势比人强，现在这种情况，地方财政困境怎么解决，央行说不出个子丑寅卯；一方面众多金融机构利益涉及其中，屁股决定脑袋，支持谁很明显，人多势众。

就事论事，我不涉及立场，只是试图把宏观背景给大家说清楚，大家自己对未来做判断。

从2008年开始，宏观就一直不断增加信贷货币供应，不断加杠杆。居民掏光六个钱包，存款变成贷款。中小企业、地方财政也一样。居民和中小企业都已经负债累累没法再借了，只剩下地方政府还有一定的权威性的信用。

银行系统的官员转任地方大员，层出不穷。因为他们能通过自己的人脉给地方弄到钱。至少他们能教给地方政府怎么借钱。

但是，只要不是负利率，债务就会越滚越多。

还不上本金没关系，还上利息也行；还不上利息没关系，处理一部分国有资产，变现一部分资金也行。

终有一天，会既没有拿得出手的国有资产，也还不上利息。

我曾经反复谈过这个问题，许多金融界从业者都认为杞人忧天，认为国家不能不管，国家有的是办法解决，小车不倒只管推。他们有这种观点很正常，一方面利益涉及其中，利令智昏；一方面现在金融系统的入门门槛太低，根本没有辩证思维能力；一方面有些人明白其中的危害，但是明哲保身，不愿深入分析；一方面好日子不长久，金融人先捞够了再说。

这种情况下，怎么办？现在就是这个问题。

允许政府尤其是地方政府用债券去央行变现，换取现金，还是要地方政府勒紧裤腰带，去资本市场上借高利贷，连本带利偿还债务？

不仅如此，大量的货币进入堰塞湖，持币观望。一旦确定方案，就会决定投机方向，那时或是继续流入堰塞湖，或是冲入紧缺物品。

人民币的信用是不没有的，不然社会化大生产会被彻底大乱，遑论人民币国际化。

地方财政是不能枯竭的，不然基本的教育、医疗、民生、就业，甚至治安都不能保障。现在出手地方三甲医院，为什么？说到底是有钱了。一叶知秋，见微知著。

现在的问题不是简单的部门利益的问题，而是刘所长不可能公开谈的问题。

央行和财政都站在自己的立场上提出了解决方案，但都不是根本性的解决方案。两种解决方案都是临时性和局部性的方案。事实上，这两个部门也都无法拿出根本性的解决方案。根本性的解决方案牵扯的利益太多，不可能获得通过。

两种解决方案，无论哪种，对人民币的信用都是打击，差别是多少而已。央行的方案对币值的保护略多一些，仅此而已。其实，《滞涨沫崩》中分析过，滞涨沫崩四种选择，只要坚决不选某一种，最终必然殊途同归。

某温姓经济学家的方案是用农村土地作资金池。他说得比唱得好听，但是代价是什么，他不说。

按照他的方案，农民进城降低劳动力成本；农业土地归种粮大户；宅基地归开发商；农民接盘县城房产；农村地票流转，开发商继续盖房；超发货币进入农村土地资产池。

这个方案表面上看，能暂时缓解央行和财政的冲突，既增加货币供应，也不引起恶性通胀。

某些地区现在正在按照他的方案操作。不论怎么说，农产品种植期间操作这件事都不太妥当，因为难免影响农业生产。

实际如何，不展开讲。

需要主要的是，市场经济，没有稳定的资金池子。资金所有者，按照自己的需要买入商品。只要他能出得起钱，没有别的限制。张三买了李四的房产，货币由张三让渡到李四，李四未必还会去买王五的土地。

表面上看是增加了一个货币池子，实际上的风险依然存在。

我当初预期9条应对方案，其中人民币有加息的选择，因为加息是货币溢出时，力挽狂澜的最后一招。会不会用这一招，走着看。

要彻底改变困境，就要彻底改变货币的走向，这不是央行、财政或温姓经济学家能做的。顺便说一句，那位经济学家2014年提出过《“正在进行中的”资产阶级革命》，他的立场如何，大家自己品。

这个话题对Stupink来说，超出他们的智力水平。当初他们总挑衅，问危机什么时候来。我现在希望他们平安，也希望他们别变Americent，如果他们不能平安，至少别变Americent。

马上就要开两会，估计很快就会有结果，大家拭目以待。

精选留言

暂无...