

## Ch-08 认识货币

货币是一种记忆的符号

M0: 现金

M1: M0 + 活期存款

M2: M1 + 定期存款

克强指数: 信贷、发电量、铁路货运量三者平均数

法定货币 (fiat money): 法律规定的可以流通的价值符号

- 没有内在价值 (Intrinsic value)

基础货币: 中央银行的负债

货币供应总量: 商业银行的负债

### 法定存款准备金率

存款准备金 = 法定存款准备金 + 超额存款准备金 (超储)

- 法定存款准备金不能直接用
- 超额存款准备金可以自由支配

法定存款准备金率 (Required Reserve Ratio): 存准率 RRR

- 商业银行拥有的法定存款准备金/吸收的存款

贷款创造存款：商业银行向实体企业（居民）的放贷创造了实体企业（居民）在商业银行的存款

- 商业银行必须要用自己的超额准备金发放贷款
- 商业银行放贷创造了贷款，自己的一部分存款准备金被锁定

商业银行资产负债表变化	
资产	负债
-1亿 ① (超额准备金)	
+1亿 ② (对企业贷款)	+1亿 ③ (企业存款)
+0.5亿 ④ (法定准备金)	
+0.5亿 ⑤ (超额准备金)	

## 货币乘数

### 货币乘数 (Monetary Multiplier)

- 一单位基础货币产生的广义货币数量
- 货币乘数 = 广义货币 / 基础货币
- 货币乘数 =  $1/RRR$

广义货币数量 = 基础货币数量  $\times$  货币乘数

央行给商业银行放钱：基础货币的创造

央行从商业银行收钱：基础货币的回笼

超额存款准备金是商业银行间的支付工具（银行间清算的工具）

- 若银行超储不足，从央行借入超储，并接受惩罚性罚息
- 银行间的超储支付是通过央行的清算系统完成的

货币就是记忆的符号

- 货币就是记忆工具

货币超发是谬论

M2/GDP 是真实变量，中国 M2/GDP 上升不意味着中国央行在“超发货币”

- 货币流通速度下降

真实利率总是正的，最优货币数量应该让通胀为负

## Ch-09 财政政策及财政与货币政策配合

分税制改革

- 地方财权上收
- 地方事权不动
- 地方财权事权不平衡，地方政府要向中央借钱

财政的经济稳定器作用

- 中国公共财政盈余顺周期变化
- 中国公共财政赤字逆周期变化

财政乘数 (fiscal multiplier): 全社会总需求变化与财政支出变化的比例

- 大于 1

税收乘数 (tax multiplier): 全社会总需求变化与税收变化的比例

政府通过财政政策调节总需求, 对宏观经济进行需求管理

凯恩斯挖坑理论: 政府挖坑填坑也比什么都不做好

李嘉图等价 (Ricardian Equivalence):

- 政府的预算约束
  - 单期预算约束:  $\text{政府当期支出} = \text{政府当期收入} + \text{政府发债}$
  - 多期预算约束:  $\text{政府支出贴现和} = \text{政府收入贴现和}$
- 政府减税时
  - 当期的减税必然导致未来的增税
  - 居民会把减税所增加的收入储蓄起来以支付未来税收的增加
- 减税对总需求的带动作用为 0

破窗理论

- 经济处于产能过剩的状态, 财政支出具有乘数效应 (财政乘数大于 0)
- 经济处于产能充分运用的状态, 财政支出挤出民间支出 (财政乘数为 0)

中国不满足“李嘉图等价”的状态

财政政策与货币政策的配合

财政主导

- $\text{财政支出贴现和} = \text{财政收入贴现和} + \text{铸币税贴现和}$

货币主导

- $\text{财政支出贴现和} = \text{财政收入贴现和}$

拉弗曲线对铸币税同样适用

恶性通货膨胀来自财政政策的失败

终结恶性通货膨胀，需要先修复财政问题

## Ch-10 货币与实体经济

垂直的总供给曲线：价格如果灵活变化，货币数量的变化被价格完全吸收，对真实经济无影响

倾斜的总供给曲线：如果存在名义刚性，价格不能灵活变化来完全吸收货币的冲击，货币将对真实经济产生影响

- 粘性价格
- 粘性工资

只有**超预期**的货币供给才对真实经济有影响

- 存在**价格粘性**，因此基于对未来价格的**预期**设定当前的价格
- 被预期到的货币冲击会被价格完全吸收，不会影响真实经济
- 货币政策若想持续刺激真实经济增长，货币增长要持续超过预期，必然导致货币发行和通胀的上升

通胀预期上升让菲利普斯曲线消失

- 奥肯法则：经济增长与失业率之间负相关
- 通胀与失业率之间的正相关关系建立在低通胀预期上
- 通胀预期上升后，菲利普斯曲线消失

奥肯法则不受卢卡斯批判

本金 (principal): 初始的资金借贷数额

利息 (interest): 资金借入方为借入资金而在未来支付的报酬

利率 (interest rate): 利息与本金之比

- 名义利率 (nominal interest rate): 货币借贷时的利率
- 真实利率 (real interest rate): 实物借贷时的利率

利率是资金的价格

费雪方程 (Fisher Equation): 名义利率 = 真实利率 + 通货膨胀

货币传导顺畅时，费雪效应起主导作用，货币投放推升名义利率

货币传导不畅时，流动性效应起主导作用，货币投放压低名义利率

真实利率最终由实体经济决定，央行的利率政策受制于实体经济

- 货币政策内生于实体经济

金融的本质是储蓄的转移

## Ch-11 货币政策

隔夜利率

## 动态不一致

货币政策双重目标会带来动态不一致问题

- 双重目标：促进经济增长、实现较低通胀
- 在通胀预期形成之前，政府有动力让民众形成低通胀预期
- 在通胀预期形成之前，政府有动力偏离之前的承诺，制造超预期的通胀促进经济增长
- 民众预期政府会偏离自己承诺，因此一开始形成高通胀
- 因此，经济增长并未被刺激，通胀却处于高位

若政府可信地执行低通胀，经济增长虽未被刺激，通胀处于低位，好于动态不一致的情形

货币政策具有非对称性

央行投放货币的意图是否能实现，取决于货币政策传导路径是否畅通

## 非常规货币政策

增加总需求：“伯南克路线图”

- 第一步，央行把短端利率降到 0
- 第二步，央行买入长期国债，压低长端利率
- 第三步，央行买入风险资产，压缩风险溢价
- 第四步，央行货币化财政赤字，直升机撒钱
  - SEFF，财政赤字货币化

伯南克路线图的实质：不断跳过阻塞的货币政策传导路径，将货币政策操作更为直接作用于实体经济

## 汇率

汇率 (exchange rate)：不同货币间相互兑换的比率

- 升值 (appreciation)

- 贬值 (depreciation)

## Ch-12 中国的基建、地产和债务

中国固定资产投资：基建、房地产、制造业投资

地方政府通过地方政府融资平台融资，基建投资的投资回报率低于成本

- 看起来是庞氏骗局
- 但是政府会买单
- 相当于准国债

分税制改革之后，地方政府的财权事权不平衡

- 地方将税务交给国家，国家转移支付给地方发钱
- 地方政府设立地方政府融资平台借钱

预算软约束 (soft budget constraint): 国企和地方政府融资平台有政府的补贴，有预算软约束

- 地方政府融资平台有政策性负担，需要进行基建投资

城投公司是“高利率，低风险”的债券，回报率比产业公司低，但利率高，拿到更多融资

通过预算软约束看中国金融市场

- 预算软约束不消除，利率市场化难以成功
- 预算软约束助长了“融资贵”
- “打破刚兑”并未真正消除预算软约束，反而给民营企业带来困难



## 房地产市场

人均居住面积还很小，只有40

中国房屋完工面积没跑过GDP，由于政府垄断卖地收入

- 土地供应的推高了地价房价
- 房价上涨的根本原因是政府垄断土地供应

## 具有中国特色的商业模式：地方政府融资平台 + 土地财政

单独看，地方政府融资平台和土地财政都有问题

- 地方政府融资平台回报率覆盖不了融资成本，有债务风险
- 土地财政导向下，地方政府垄断土地供应，推高地价房价

合起来看，地方政府融资平台加土地财政是一个成立、可持续的商业模式

- 地方政府利用融资平台借债做基础设施投资
- 基建投资回报率低，但创造了正外部性，带动房价地价上升
- 地方政府卖地变现基建投资的正外部性，从而偿还债务

近年该模式受到越来越紧的行政约束

中国债务问题是不存在的

- 中国拥有庞大的对外净资产，保证不会出现债务危机

## 对中国债务问题的正解

- 传统债务风险框架对中国不适用
  - 国内存在不在乎储蓄汇报率的刚性储蓄者
- 中国的债务累积不是庞氏骗局
  - 地方政府融资平台的模式是合理可持续的
- 金融体系的扭曲是实体经济结构失衡在金融层面的表象

债务高的本质是储蓄过高

## Ch-13 次贷危机后中国货币政策的实践

2009年“四万亿”：大量贷款给投资

- 导致房价高涨，通胀飙升，
- 引发信贷收缩

2010年，大量未贴现票据攀升

- 央行清查农信社倒票

2012年，理财产品、影子银行快速发展

- 社融快速增长

2013年：央行遏制社融过快增长，发动“钱荒”

- 收紧流动性总闸门：紧缩

2014年，“43号文”令城投公司大幅萎缩

- 地产、基建融资急剧收缩
- 实体经济融资需求明显萎缩
- 货币政策传导路径阻塞，形成金融资产价格泡沫，发生“股灾”
- 股市大牛市是个“杠杆大泡沫”
- 股灾之后资金流入债券市场，债市杠杆大幅攀升

2016年，央行结束“利率走廊”的尝试，推行债市去杠杆

2017、2018年，三去一降一补

- 去库存、去产能、去杠杆、降成本、补短板

2018年，强力去杠杆打压了社会融资，收紧基建投资

2019年，央行LPR改革打通货币政策传导路径

## Ch-14 决定中国经济运行的思想脉络

市场派：处在生产可能性边界上

- 市场是有效的
- 经济增长的约束在供给面

政府派：处在生产可能性边界内

- 市场是无效的
- 经济增长的约束在需求面

“新-新古典综合”

- 市场在长期是有效的

中国经济在次贷危机后的长期增长减速

- 潜在产出水平下降带来的
- 长期增长的瓶颈在供给面
- 采取“调结构”、“供给侧”改革

马尔萨斯—有效需求不足

# 理解中国经济的六层思维

## 第一层：唯 GDP 论

- 发展是硬道理

## 第二层：天真的市场派

- 认为当前问题缘于市场化程度不够

## 第三层：现实主义（次优理论视角）

- 市场经济的最优需要一系列前提条件来保证
- 在前提条件不能同时具备时，并非实现的前提条件数目越多，结果越好
- 寻找次优需要具体情况具体分析
- 休克理论
- 渐进改革

## 第四层：现实主义的市场派

- 实事求是分析问题，踏踏实实放松约束，不断推进市场化
- 将改革阵痛视为发现关键约束的信号

## 第五层：总设计师思维

- 发展是硬道理
- 摸着石头过河

## 第六层：道路自信