



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2019 年第 06 总第 676 期

## 合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206 室

2019 年 01 月 22 日 星期二

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



<b>宏观经济</b> .....	2
2018 年 GDP 同比增长 6.6% 经济总量首次突破 90 万亿.....	2
财政部实施小微企业普惠性税收减免政策.....	2
2018 年全国居民人均可支配收入 28228 元 同比增长 6.5%...2	2
出生率创历史最低值 中国劳动人口首次下降.....	2
欧盟对中国电单车征收最高 79.3%关税.....	3
<b>货币市场</b> .....	3
外汇局：今年外汇市场仍具备平稳运行的内部基础.....	3
<b>监管动态</b> .....	3
银保监会推动农商行回归“支农支小”定位.....	3
<b>金融行业</b> .....	4
“沪德通”提上日程 资本市场互联互通将再扩容.....	4
2018 年消费金融 ABS 发行规模 3000 亿.....	4
银行核销万亿不良 轻装上阵支持实体经济.....	4
债券质押式回购交易时间延长 促进资金融通撮合.....	4
<b>国企改革</b> .....	5
2018 年央企负债率降至 65.7%.....	5
<b>热门企业</b> .....	5
拼多多现系统漏洞 遭“黑灰团伙不正当牟利”.....	5
旷视科技发布中国首个智能机器人网络协作大脑.....	5
<b>投资关注</b> .....	6
沪指时隔逾一个月再次站上 2600 点.....	6
互联网宝宝收益率“破 3” 春节前可能进一步下降.....	6
<b>地方创新</b> .....	6
告别“无证”时代 上海颁发首批个人网店营业执照.....	7
杭州启动中国首个 5G 全覆盖产研一体化创新园.....	7
2018 年安徽省直接融资位居中部第一.....	7
<b>深度分析</b> .....	7
央行为何左右为难.....	7

## 宏观经济

### 2018年GDP同比增长6.6% 经济总量首次突破90万亿

国家统计局21日发布,初步核算,去年我国国内生产总值90.0309万亿元,中国经济总量首次突破90万亿。按可比价格计算,同比增长6.6%,完成年度计划。分季度看,一季度同比增长6.8%,二季度增长6.7%,三季度增长6.5%,四季度增长6.4%。分产业看,第一产业增加值64734亿元,比上年增长3.5%;第二产业增加值366001亿元,增长5.8%;第三产业增加值469575亿元,增长7.6%。

### 财政部实施小微企业普惠性税收减免政策

财政部18日公布了今年1月1日至2021年12月31日实施的小微企业普惠性税收减免政策。对月销售额10万元(人民币,下同)以下的增值税小规模纳税人,免征增值税。对小型微利企业年应纳税所得额不超过100万元的部分,减按25%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税;对年应纳税所得额超过100万元但不超过300万元的部分,减按50%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税。

### 2018年全国居民人均可支配收入28228元 同比增长6.5%

国家统计局数据显示,2018年,全国居民人均可支配收入28228元,比上年名义增长8.7%,扣除价格因素,实际增长6.5%。其中,城镇居民人均可支配收入39251元,名义增长7.8%,实际增长5.6%;农村居民人均可支配收入14617元,名义增长8.8%,实际增长6.6%。按收入来源分,全年全国居民人均工资性收入15829元,比上年增长8.3%,占可支配收入的比重为56.1%;人均经营净收入4852元,增长7.8%,占可支配收入的比重为17.2%;人均财产净收入2379元,增长12.9%,占可支配收入的比重为8.4%;人均转移净收入5168元,增长8.9%,占可支配收入的比重为18.3%。

### 出生率创历史最低值 中国劳动人口首次下降

国家统计局数据显示,2018年中国新增人口数量较上年减少,人口出生规模连续第二年出现萎缩,出生率10.94%创历史最低,60周岁及以上人口占比创新高,劳动人口数量也出现首次下降。截至2018年末,中国大陆总人口139538万人,比上年末增加530万人。比2017年新增人口737万减少200多万。国家统计局局长宁吉喆表示,

2018 年中国人口保持正增长，全年出生人口 1523 万人，其中相当比例是二胎，这个数字是很可观的，而且劳动年龄人口仍有约 9 亿人，中国的人口红利仍然存在。

## 欧盟对中国电单车征收最高 79.3% 关税

欧盟于 1 月 19 日开始，对从中国进口的电动自行车征收 18.8% 至 79.3% 的关税。理由是，欧洲生产商认为，这些中国产的电动自行车从不公平补贴中获益，以低廉的价格涌入欧洲市场。有业内人士认为，欧盟此举是对消费者选择的限制。2017 年 10 月，商务部贸易救济调查局局长王贺军表示，中方敦促欧盟遵守世贸规则，尽早终止对华电动自行车反倾销措施。

## 货币市场

### 外汇局：今年外汇市场仍具备平稳运行的内部基础

国家外汇管理局日前公布的 2018 年银行结售汇和银行代客涉外收付款数据显示，2018 年全年银行累计结汇 125160 亿元，累计售汇 129060 亿元，累计结售汇逆差 3900 亿元。新闻发言人表示，去年银行结售汇和代客涉外收付款小幅逆差，较 2017 年明显收窄。外汇资金流动保持双向小幅波动。同时，售汇率与 2017 年持平，企业跨境融资相对平稳，结汇率总体上升，市场主体持汇意愿有所减弱。近几个月银行远期结售汇转为顺差，市场预期更加稳定。2018 年，我国跨境资金流动总体平稳，外汇供求基本平衡。2019 年，我国外汇市场平稳运行仍具备坚实的内部基础。

## 监管动态

### 银保监会推动农商行回归“支农支小”定位

银保监会于近日发布了《关于推进农村商业银行坚守定位强化治理提升金融服务能力的意见》，旨在推进农村商业银行更好地回归县域法人机构本源、专注支农支小信贷主业，不断增强金融服务能力，支持农业农村优先发展，促进解决小微企业融资

难融资贵问题。分析师表示,《意见》的出台意味着此前针对农村金融机构“贷款不能出县、资金不能出省”的窗口指导政策进一步明确。《意见》加强对农商行支农支小的管控,既有利于强化农商行支持县域经济发展,也是降低金融风险的重要举措。

## 金融行业

### “沪德通”提上日程 资本市场互联互通将再扩容

我国资本市场与境外市场的互联互通将有新的突破。日前公布的第二次中德高级别财经对话联合声明提出,双方欢迎德意志交易所和上海证券交易所就各自的上市公司在对方市场挂牌存托凭证(DR)产品开展可行性研究。这意味着,“沪德通”也被提上了日程。我国资本市场的互联互通有望再扩容。

### 2018 年消费金融 ABS 发行规模 3000 亿

由于监管环境趋严,一度在 2017 年底发行趋缓的个人消费 ABS(资产证券化),在 2018 年 3 月之后重新活跃,第三方机构“中国资产证券化分析网(CNABS)”数据显示,2018 年度个人消费 ABS(含企业个人消费 ABS、信贷个人消费 ABS 和信用卡分期 ABS)发行规模 3303 亿元,尤其在去年末出现小高峰。百度金融、携程金融、小米小贷等,以及持牌消费金融机构兴业消费金融都在 2018 年发行产品,丰富了 ABS 参与主体。不过从发行规模看,阿里系、京东金融的 ABS 产品在市场上仍处于近乎垄断地位。

### 银行核销万亿不良 轻装上阵支持实体经济

银保监会最新公布的数据显示,2018 年商业银行贷款核销金额增速超过 30%,总额接近万亿元。甩掉万亿元不良包袱的背后,一方面是银行核销额度增加,另一方面是核销标准放宽。前者受益于监管的鼓励态度以及去年整个银行业良好的盈利状态;后者则是在参考 2017 年财政部颁布的核销认定标准上,各行具体执行时灵活拿捏尺度弹性。加大甩包袱的力度,目的之一在于保证将不良率控制在目标以内,确保信贷资产质量稳定;另一个目的则是要“腾”出更多信贷额度支持小微企业、民营企业。

### 债券质押式回购交易时间延长 促进资金融通撮合



沪深交易所近日发布通知，将质押式回购交易时间延长半小时，收盘时间由原来的下午 15:00 分钟延长至下午 15:30，该调整于 1 月 21 日起实施。有关负责人表示，此举有利于扩大和稳定回购资金供给、提升市场机构资金管理效能、平抑回购利率大幅波动。在保持现有交易、结算机制不变的基础上，延长债券质押式回购交易时间将为市场参与者提供更多的资金融通撮合机会，提升投资者参与回购市场的积极性，稳定交易所债券回购市场资金供给。

## 国企改革

### 2018 年央企负债率降至 65.7%

2018 年，中央企业降杠杆减负债成效明显，截至去年底，中央企业平均资产负债率降至 65.7%，同比下降 0.6 个百分点，中船重工、中钢集团、中国铁建、新兴际华集团、中广核、中国铁物等 50 家企业降幅超过 1 个百分点。中央企业累计债转股落地金额超过 2800 亿元，其中 2018 年落地 873 亿元。

## 热门企业

### 拼多多现系统漏洞 遭“黑灰团伙不正当牟利”

拼多多从 1 月 20 日凌晨起出现重大平台漏洞：用户可以领取 100 元无门槛代金券，许多“羊毛党”连夜薅羊毛，将优惠券用来充话费、q 币等。据悉，拼多多方面将本次事件定性为黑灰产团伙的不正当牟利行为，称实际资损低于千万元，并称已向公安机关报案。目前，上海警方已接到拼多多方面关于此次优惠券漏洞事件的报案，并介入调查。

### 旷视科技发布中国首个智能机器人网络协作大脑

中国人工智能“独角兽”旷视科技近日推出机器人战略，重磅发布首个智能机器人网络协作大脑——河图(Hetu)，未来 5 年将连接超 10 亿个机器人以期创造更大价值。

河图可看作是物流仓储场景中机器人网络的大脑，是多种类型的机器人操作系统，致力于机器人与物流、制造、业务系统快速集成，并且可以一站式解决从规划、仿真、实施到运营的全流程体系所产生的问题。此次机器人战略包含智能制造、智能物流、智能零售的供应链大脑场景。目前该河图已在包括天猫仓库在内的众多合作方仓库中进行了实际使用。

## 投资关注

### 沪指时隔逾一个月再次站上 2600 点

沪指时隔逾一个月再次站上 2600 点。截止 21 日发稿，沪指涨 0.27%，报 2603.09 点。展望后市，分析师表示，当前 A 股估值已经处于极低的水平，大部分公司的估值已经接近历史底部，但受制于经济运行的压力，预计盈利还有下调的风险，不过继续下跌空间有限。宏观经济下行周期中，消费、周期相对较弱，成长估值相对于蓝筹价值来说处于相对底部。随着政策底的逐步探明，整体的市场风格将相对更加有利于中小盘成长，未来 2 至 3 年有望重新迎来较好投资时期。长期来看，改革创新是保持经济增长的根本动力。

### 互联网宝宝收益率“破 3” 春节前可能进一步下降

在流动宽裕的背景下，银行理财、货币基金、互联网宝宝等理财产品的收益率均走在下跌的通道上。上周（1 月 11 日-17 日）78 只互联网宝宝产品的平均七日年化收益率为 2.87%，较前一周大幅下跌了 0.15 个百分点，创近两个月新低。货币基金平均预期收益率为 2.77%，较前一周下跌 24BP。短期理财债基的 7 日年化收益率为 3.21%，较前一周下跌 18BP。银行系宝宝平均七日年化收益率为 3%，位居榜首；第三方支付系宝宝平均七日年化收益率为 2.9%，位列第二，基金系宝宝和代销系宝宝收益率一直处于后两位。

## 地方创新

## 告别“无证”时代 上海颁发首批个人网店营业执照

1月18日,上海市场监管部门向首批个人网店店主颁发了个体工商户营业执照,创新性地将网络经营场所,即网店网址作为个体工商户经营场所进行登记,上海电子商务经营者登记正式启动。这意味着,电子商务法实施后,个人网店将正式告别“无证”时代。

## 杭州启动中国首个5G全覆盖产研一体化创新园

1月20日,中国首个5G全覆盖、提供完整5G产研条件的创新园——中国(杭州)5G创新园在杭州余杭正式启动。该创新园旨在推动智慧城市、智慧网联汽车、工业互联网和社会服务等多领域5G的融合应用和创新发展,打造5G创新高地。中国(杭州)5G创新园所在的杭州未来科技城是国内四大未来科技城之一,目前在人工智能、AR/VR、无人机、智慧社区、智能物流等产业领域已具备一定优势。

## 2018年安徽省直接融资位居中部第一

2018年,安徽省实现直接融资5771.6亿元,位居全国第12位,中部第1位,连续3年在全国排名前移1位。初步统计,全年安徽省新增贷款和直接融资累计突破1万亿(10050.4亿元),与去年基本持平,在全国金融去杠杆、强监管、防风险深入推进的大环境下,有力支撑了全省经济社会发展。近年来,安徽省通过“五大体系”建设,推进科技金融深度融合,促进资金链与创新链、产业链匹配融合,不断加大对科技创新型企业金融支持,取得积极成效。

## 深度分析

### 央行为何左右为难

文/徐高 (CF40青年论坛会员、光证资管首席经济学家)

文章来源:中国金融40人论坛 2019年01月21日

我国正面对一个“人造”的流动性陷阱——过于严厉的金融监管政策对影子银行业务的一刀切式打压,以及地方政府去杠杆和地产调控政策,让货币政策传导路径阻

塞。于是，人民银行的传统宽松措施只能传导到银行间市场，而无法带动社会融资的增长。

按照美联储前主席伯南克2002年给出的央行应对通缩的宽松路线图，人民银行现在在理由采取非常规的货币宽松手段，直接向实体经济注入融资，这是近期人民银行买国债、买股票等非常规话题浮出水面的原因。但不管是否采取非常规的宽松措施，人民银行都需要付出不小的代价，这让人民银行陷入了左右为难的局面。

为了化解实体经济融资难，并最终实现经济的平稳运行，需要调整政策来疏通货币政策传导路径，消除当前这个人造流动性陷阱。

### 流动性陷阱

流动性陷阱是著名经济学家凯恩斯提出来的概念。在流动性陷阱中，央行增发的货币被经济主体储存起来，而不被花出去，货币扩张因而对经济总需求和物价失去刺激作用。

对流动性陷阱的更细致分析需要深入货币政策传导路径。从中央发行货币，到实体经济中的微观企业和个人拿到增量货币，有一个过程。这个过程就是货币的创造过程，也是货币政策的传导路径。在这条路径上有两个环节：第一个环节是央行向商业银行体系投放基础货币；第二个环节是商业银行体系在实体经济中派生广义货币。

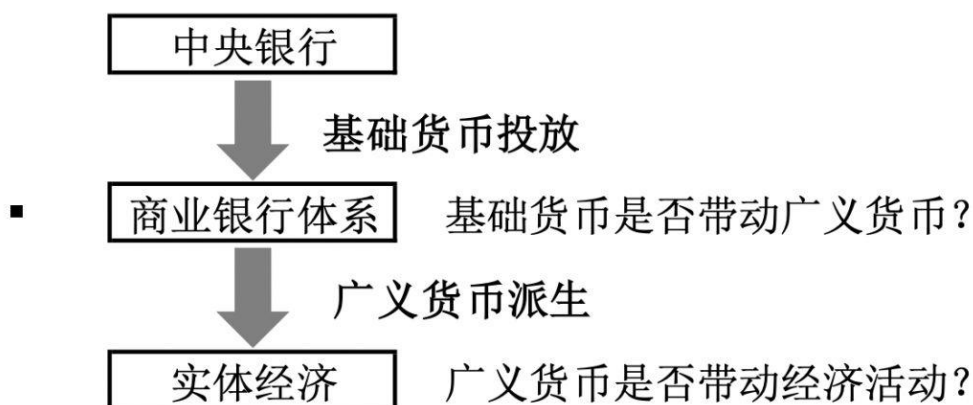
在我国，人民银行作为中央银行，通过公开市场操作（逆回购、SLF、MLF、PSL等工具）和其他手段在银行间市场投放基础货币。由于是自己直接在银行间市场操作，人民银行对银行间市场的流动性有完全的掌控力。第二个环节的商业银行广义货币派生则主要通过发放银行信贷来完成。此外，商业银行买非金融企业债券等其他一些银行业务也会创造广义货币。在我国，广义货币的增量可以大致通过社会融资规模这个统计指标来跟踪。由于广义货币的派生主要由商业银行来完成，所以人民银行一般只能间接影响社会融资的增速。

因为货币政策传导路径有两个环节，所以央行的货币扩张是否能带动实体经济中经济活动的活跃，就要看在两个节点上传导是否顺畅：其一，是央行的基础货币投放是否能带来商业银行体系广义货币的派生；其二，是商业银行广义货币的派生是否能够带来实体经济的活跃。如果在第一个节点衔接不顺畅，就可以认为基础货币投放碰到了流动性陷阱——更多的基础货币不能带来广义货币的相应扩张。而如果在第二个



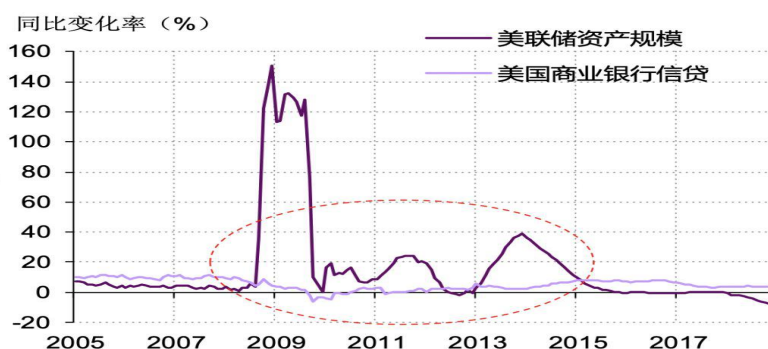
节点衔接不畅，就可以认为广义货币投放碰到了流动性陷阱——更多的广义货币无法刺激经济活动。（图表 1）

### ■ 图表 1. 货币政策传导路径示意图



在凯恩斯时代，对货币政策的研究还远不如现在那么精细，货币政策传导路径也并不为人所重视。所以在凯恩斯的论述中并未区分前述的两个节点。在其《通论》中，凯恩斯更多是从利率下降到较低水平后，人们的流动性偏好变得极大来论述流动性陷阱的，对应的是前面所说的广义货币到经济活动的阻塞。而在当前的现实世界中，从基础货币到广义货币的传导更容易受阻。次贷危机爆发后的几年，美联储在基础货币到广义货币的传导上碰到了阻塞——商业银行的信贷增速却长期大幅低于美联储资产规模的增长，表明美联储的基础货币投放（伴随美联储资产的扩张）并未带动银行信贷的相应增长。可以说，这段时间的美联储碰到了流动性陷阱。（图表 2）

### ■ 图表 2. 次贷危机时期和随后的几年，美国商业银行信贷的增速远远赶不上美联储资产规模的增速，表明美国基础货币到广义货币的传导受阻



■ 资料来源：Wind

### 我国当前的人造流动性陷阱

我国当前已经陷入了流动性陷阱。这个流动性陷阱是由近两年的宏观政策而人为行成的。

社会融资规模这个统计指标刻画了我国广义货币派生的情况。而银行间市场日均成交量则是跟踪银行间市场流动性状况的一个不错指标。自 2018 年初以来,我国社会融资持续处在同比少增的格局——增量少于上一年同月增长。2018 年全年,我国社会融资规模增加了 19.2 万亿元,增量比 2017 年少 3.1 万亿元。由于社会融资规模这个指标涵盖了实体经济从各个渠道获得的金融体系的融资,社会融资的少增便直接带来了实体经济的融资难。

但在社会融资明显少增的 2018 年,我国银行间市场的流动性却大幅改善。银行间市场日均成交量相比上一年同期大幅增加。在这背后,是人民银行不断放松的货币政策。在 2018 年,人民银行总共下调了 3 次存款准备金率,累计释放的基础货币大概为 4 万亿元。而作为反映银行间市场流动性多寡的价格指标,隔夜利率也在人民银行的引导下在 2018 年明显下行。

很显然,人民银行在 2018 年投放的基础货币并未带来广义货币的相应扩张。在从基础货币到广义货币的传导上,货币政策出现了阻塞。换言之,我国在这个节点上碰上了流动性陷阱。(图表 3)

■ **图表 3. 进入 2018 年,我国银行间市场流动性明显增加,但社会融资却持续同比少增**

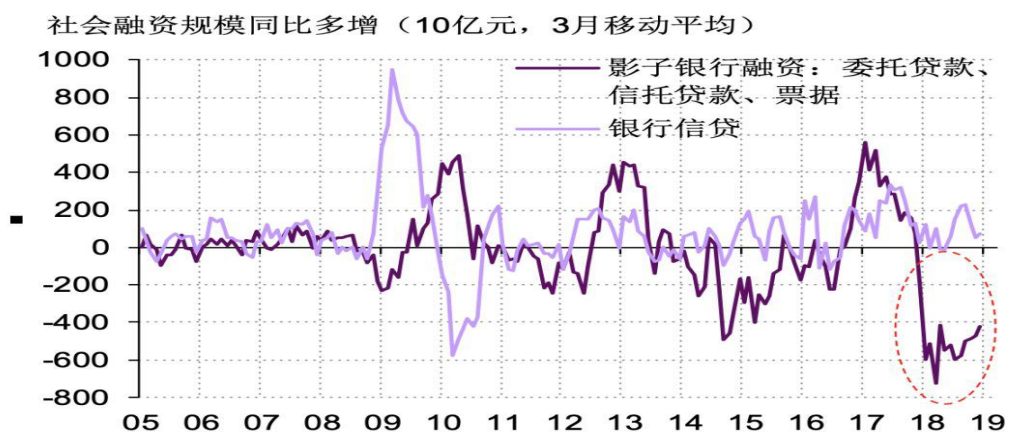


■ **资料来源: Wind**

当前我国之所以会碰到流动性陷阱,并不是因为利率已经触及了零下限而降无可降,而是因为国内宏观政策人为抑制了社会融资的合理增长。

一方面,过于严厉的金融监管政策阻塞了融资流向实体经济的渠道。始于 2017 年的金融监管风暴在试图防控金融风险的同时,其负面效应也在逐步体现。金融强监管措施的持续出台,尤其是“资管新规”的颁布,给了之前曾相当活跃的影子银行业务当头一棒。影子银行业务虽然带来了一定的潜在金融风险,但也要一分为二地看到其积极的一面——它们的确为实体经济提供了不少创新型的融资渠道。对于那些在传统信贷业务中不占优势的民营企业来说,这些新型融资渠道具有更大价值。不过,在强监管“一刀切”式的打压下,影子银行融资在 2018 年大幅收缩,从而明显拉低了社会融资规模的增长。在这个过程中,民营企业受伤尤其深。(图表 4)

■ **图表 4. 始于 2017 年的金融监管风暴压缩了影子银行融资,一定程度上截断了融资流向实体经济的“血管”**



■ 资料来源: Wind

另一方面,是地方政府去杠杆政策和地产调控政策对实体经济融资需求的打压。基础设施投资和地产投资各占我国总投资的约 1/4,合起来占据了投资的半壁江山。从 2017 年开始,在控制地方政府债务扩张的导向下,地方政府(通过地方政府融资平台进行)的融资在政策压力下明显走低。同时,地产开发商获得的融资支持也因为地产调控政策收紧而明显走弱。由于这二者是实体经济中最重要的两类融资需求主体,对其融资需求的政策性抑制使得金融机构向实体经济的融资投放变得困难。在这样的背景下,基础设施投资和地产投资的增速在 2018 年明显走低,成为我国经济增长下行压力的重要来源。(图表 5)

■ **图表 5. 基建和地产投资增长在 2018 年明显放缓**■ **资料来源：Wind**

在融资投放渠道受阻，实体经济投资大户的融资需求受抑制的情况下，社会融资增长会呈现出 2018 年这样的低迷状况并不令人意外。就金融机构和实体经济企业来说，融资的投放和获取非不愿也，实不能也。而面对这种行政性政策带来的货币政策传导阻塞，货币政策无力突破。就算人民银行用天量的基础货币“淹没”掉银行间市场，货币之水也无法越过“政策之墙”而流入实体经济。一个“人造”的流动性陷阱就此在我国的银行间市场中形成。

### 伯南克路线图与当前有关货币政策的争论

面对流动性陷阱，中央银行并非束手无策。早在 2002 年，美联储前主席伯南克就在一次讲话中给出了应对流动性陷阱、疏通货币政策传导路径的路线图。这个路线图后来成为了美欧日央行在次贷危机之后的货币政策宽松指南。借助这个路线图，我们很容易理解市场中近期要求人民银行买国债、买股票的呼声之由来。

2002 年 11 月，伯南克在全美经济学家俱乐部发表了一场题为《通缩：确保它不会在这发生》的演讲。在其中，伯南克给出了运用货币政策来帮助经济走出通缩的四个步骤。这四个步骤也是央行在面对流动性陷阱时的货币宽松路线图。

第一步、不断降低短期基准利率，直至短期利率降到零，降无可降。

第二步、如果第一步还不够，那么中央银行直接买入长期国债来压低长期无风险利率。相比短期基准利率，长期无风险利率与实体经济融资成本的联系更密切些。这样做可以降低实体经济融资成本。

第三步、如果到第二步还不足以刺激实体经济信贷的扩张，那么央行可以直接购买风险资产——比如抵押贷款支持证券（MBS）。这样，央行可以直接压低长期风险利率水平，从而进一步降低实体经济的融资成本。

第四步、如果到第三步还不见效，那么央行还有终极“大招”——大规模地减税和扩张财政支出（做什么都行，哪怕像凯恩斯所说的那样政府出钱雇人挖坑再填上），然后由央行发货币来弥补财政赤字。在这样财政赤字货币化的过程中，政府自己印钞票自己花，必然能够把资金导入实体经济，从而扩张总需求，最终战胜流动性陷阱和通缩。伯南克说，这第四步实际上等价于货币经济学家弗里德曼提出的“直升机撒钱”（直接开直升机在天上向民众撒钞票），没有理由搞不出通胀。由此，伯南克得到了“直升机本”（Helicopter Ben）的绰号。

在货币政策传导路径中，起点是中央银行，终点是实体经济中的经济活动。在伯南克路线图的四步中，可以看见央行的操作范围由近到远，一直到最终第四步直接在实体经济中创造经济活动。这便是疏通货币政策传导路径的基本思路——货币宽松手段离实体经济越来越近，从而让央行能够绕过货币政策传导路径上的堵塞之处，将自己的宽松意图传导到实体经济的活动上去。

在次贷危机过去十年多的现在，我们必须称赞伯南克的预见性。次贷危机之后的美联储、欧央行和日本央行精确地按照伯南克预先开出的方子放松了货币：短期利率降到零；然后通过量化宽松（QE）买入长期国债；再通过 QE 买入 MBS 等风险资产。不过由于政治方面的原因，终极的“直升机撒钱”一步并未在这些国家面世（除了日本有点撒钱的影子）。

以伯南克的路线图为参照，我们可以理解为什么现在会出现一些有关中国人民银行的非常规讨论话题。应该说，在面对近期的经济下行时，人民银行在我国诸多部委中是反应最灵敏，行动最积极的。但正如前文所分析的，当前货币政策传导路径的阻塞是货币政策之外的因素造成的，很大程度上是人民银行所无力解决的。因此，尽管货币政策已经大幅放松，实体经济融资难的状况依旧。

按照伯南克路线图的精神，既然货币政策传导路径阻塞了，央行的政策工具就应该绕过堵点，向实体经济的方向延伸。人民银行直接买入非金融企业的债券和股票，其实就是美联储干过的 QE 的翻版——只不过买股票这个提议会让很多人感到冲击罢了。而让人民银行买入国债，政府再辅以大规模减税，也不过就是伯南克的“直升机

撒钱”而已。在货币政策传导路径受阻，尤其是行政性阻塞让利率传导失效的时候，人民银行有理由采取非常规的货币宽松手段。这是近期有关人民银行的非常规讨论话题浮出水面的主要原因。

### 人民银行陷入两难

正如伯南克路线图所表明的那样，在当前的人造流动性陷阱中，人民银行并非无计可施。但不管是继续采用常规性的宽松政策（继续加大基础货币的投放），还是采取非常规的货币宽松手段（在实体经济资产中买买买），人民银行都得付出不小得代价。这让人民银行陷入了两难。

在货币政策传导路径受阻的时候，进一步加大基础货币投放不是个好主意。现在的银行间市场就像个堰塞湖，流向实体经济的渠道已经被一些行政性政策给堵塞。此时进一步向这个湖中注水并不能解决实体经济的缺水问题，反而会让金融市场中的流动性水位上升，吹大金融资产价格的泡沫。这样的情况在 2015 年也发生过。当时，社会融资同比少增与银行间市场交易量陡增的状况并存，与现在如出一辙。其结果是 A 股市场在实体经济持续走弱的背景下吹出了一个大气泡，并最终演变成为“股灾”，冲击了金融体系的稳定。有了这个前车之鉴，人民银行有必要对进一步投放基础货币保持谨慎。

人民银行当然可以采取非常规宽松手段，直接出手买实体经济中的债券和股票等资产。这固然可以绕过货币政策传导路径中的堵点，却也必然会带来代价。这个代价就是将人民银行的资产负债表暴露在了实体经济的信用风险中。说得更通俗一些，这样做可能会让人民银行亏钱。

别搞错了，人民银行就算亏再多钱也不会倒闭，毕竟人民银行可以无中生有地创造货币——印钞厂就是他们家开的（中国印钞造币总公司是中国人民银行直属的国有独资企业）。真正的问题是，人民银行亏钱意味着货币的净投放。举个例子，假设人民银行花 100 亿元买入了股票。未来如果股价下跌，这 100 亿股票的市值缩水到了 50 亿，人民银行卖出这些股票就只能拿回 50 亿元来。于是，之前买股票时发放的 100 亿元只有 50 亿回到了人民银行的手里，还有 50 亿元留在了实体经济中。对于商业银行，人民银行还可以通过提高存款准备金率等办法把他们手里的钱（基础货币）锁定起来。但对实体经济中的企业和个人，人民银行可没有什么好的办法去干预其行为。其结果

就是，人民银行亏掉的50亿元，变成了实体经济中不受人民银行控制的50亿元增量货币。这样的事情如果干得多了，货币供应和通胀失控是早晚的事情。

至于让人民银行买国债来货币化财政赤字这件事，简单来说就是违法的。《中华人民共和国中国人民银行法》第29条规定：“中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券。”当然，也不是没有变通的做法来绕开这条规定——2007年人民银行就曾通过农业银行间接购买了财政部发行的1.55万亿元的特别国债，以向中投注资。但更重要的是29条规定存在的原因。在1995年《中华人民共和国中国人民银行法》颁布之前，人民银行发行货币来弥补财政赤字是常有的事。其后果就是货币增长极不稳定，几次出现了物价飞涨引发的抢购风潮。如果现在让人民银行重新开始货币化财政赤字，必将伤及人民银行多年以来建立起来的独立性，最终危及货币体系的稳定。

所以，在面对当前的流动性陷阱的时候，人民银行可说是左右为难，处在相当尴尬的境地。尽管如此，不作为也不是人民银行的选项。实体经济融资难虽然是其他政策造成的，最终承担骂名的多半还是人民银行。

### 人造流动性陷阱当被终结

目前，人造流动性陷阱给我国经济带来的危害已经清晰地表现了出来。在实体经济融资难的重压下，经济增长已经明显放缓，下行趋势令人担忧。融资难更是严重挤压了民营企业，恶化了经济结构。这些结果显然不是决策者想要的，更不是高层领导在2019年我国建国70周年时想看到的。因此，现在已经到了终结这场人造流动性陷阱的时候。

解铃还须系铃人，这场流动性陷阱是因宏观金融政策而生，自然就需要通过政策的调整来消除。目前，有必要优化过于严厉的金融监管政策，给市场留出空间，给创新提供机会，从而重建资金流向实体经济的“血管”。对地方政府也需要全面分析，既看到地方政府债务扩张所蕴含的风险，更看到这些债务对应着优质基础设施资产。有必要在地方政府融资方面“开正门，松后门”——一方面通过国债、地方债等正规融资途径加大对地方政府的支持力度，另一方面则需适当放松地方政府的其他融资方式，满足其合理融资需求。地产政策则需要正确解读房价上涨释放出来的信号，把政策发力点放到增加土地和房屋供给上面去，而不是一味紧缩地产融资。通过这样的政



策调整, 货币政策传导路径能够得以疏通, 从而缓解实体经济融资难, 实现经济增长的稳定。这样还能将人民银行从现在的两难困局中解救出来。

当然, 解救人民银行不是最终目的, 解救人民银行的最终目的是对现在扭曲的金融和货币体系加以纠偏。在当前的状况下, 一方面在人为抑制信用的扩张, 一方面又要让央行赤膊上阵, 不惜以失去货币政策稳健性为代价来刺激信用扩张。这种矛盾的局面显然不是一个市场经济应该处在此的常态。

更大而化之地说, 当前的政策倾向正在让金融货币改革走回头路。在 1984 年之前, 新中国只有一家银行, 就是中国人民银行。当时的人民银行既是中央银行, 也是商业银行。现在让人民银行包办代替商业银行体系的职能, 直接冲杀到向实体经济投放融资的第一线也不是不可以。如果是在不可控的约束之下, 我们需要暂时回到那样的状态也无可厚非。但现实情况却是明明有其他更好的政策选择, 却人为将局面引向了这种仔细分析起来甚至有些荒唐的局面。这显然不是改革开放 40 年之后, 中国经济应该走向的方向。



# 免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。