



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2019年第62总第732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：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

2019年08月27日 星期二

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



宏观经济	2
发改委：保障不同所有制企业公平参与市场竞争	2
央行：10月8日起房贷利率定价基准换为LPR	2
刘鹤：坚决反对贸易战升级 反对技术封锁和保护主义 ...	2
多国制造业PMI跌至荣枯线下	2
美联储主席：将采取适当货币政策维持增长	2
货币市场	3
人民币汇率预期稳定	3
监管动态	3
银保监会：佣金统一转账、保障型及长期型险种占比不低于20%	3
证监会：正制订提高上市公司质量行动计划	3
金融行业	3
央行清算：手机号码支付客户突破百万	3
8月40家私募遭处罚 违规行为涉及至少五大类型	4
银保新规：聚焦销售误导、手续费“小账”等顽疾	4
国企改革	4
财政部：1-7月国企利润总额同比增长7.3%	4
热门企业	4
三大运营商4G网速最新对比：都有提高	4
支付宝官方澄清：未使用华为方舟编译器	4
迪士尼：不接受调解说法不符合事实表歉意	5
小米将在印度开展消费贷款业务	5
地方创新	5
国务院印发《关于6个新设自由贸易试验区总体方案的通知》	5
深圳综改实验：未来四年市属企业总资产规模增逾45% ...	5
北京：新能源指标新申请者或将轮候9年	6
合肥产业紧缺人才每月最高可领3000元补助	6
深度分析	6
负利率——金融之殇、财政之机	6

宏观经济

发改委：保障不同所有制企业公平参与市场竞争

8 月 26 日，发改委印发《工程项目招标投标领域营商环境专项整治工作方案》。通过深入开展工程项目招标投标领域营商环境专项整治，消除招标投标过程中对不同所有制企业特别是民营企业、外资企业设置的各类不合理限制和壁垒，促进招标人依法履行招标采购主体责任，依法规范招标代理机构和评标专家行为，督促各级招标投标行政监督部门依法履行监管职责，切实有效解决招标投标活动中市场主体反映强烈的突出问题，保障不同所有制企业公平参与市场竞争。

央行：10 月 8 日起房贷利率定价基准换为 LPR

8 月 25 日，央行发布公告称，为坚决贯彻落实“房子是用来住的，不是用来炒的”定位和房地产市场长效管理机制，在改革完善贷款市场报价利率(LPR)形成机制过程中，确保区域差异化住房信贷政策有效实施，保持个人住房贷款利率水平基本稳定，自 2019 年 10 月 8 日起，新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准加点形成；在此之前，已发放的商业性个人住房贷款和已签订合同但未发放的商业性个人住房贷款，仍按原合同约定执行。

刘鹤：坚决反对贸易战升级 反对技术封锁和保护主义

刘鹤副总理在 2019 中国国际智能产业博览会上发表重要讲话时表示，我们欢迎世界各国包括美国在内的企业在中国投资和经营，将继续创造良好的投资环境，保护产权，坚持在开放条件下推动智能产业发展，坚决反对技术封锁和保护主义，努力保护产业链的完整性。我们愿意以冷静的态度通过磋商合作解决问题，坚决反对贸易战升级，我们认为贸易战的升级不利于中国、不利于美国，也不利于全世界人民的利益。

多国制造业 PMI 跌至荣枯线

受全球经济增长放缓影响，美国、日本、德国等多国 8 月制造业 PMI 数据位于荣枯线以下。市场担忧部分发达国家经济或有陷入衰退风险，目前正静待全球央行货币政策信号。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值降至 49.9，为 2009 年 9 月以来首次跌至 50 荣枯线下方；服务业 PMI 初值为 50.9，远不及预期的 52.9。

美联储主席：将采取适当货币政策维持增长

美联储主席鲍威尔近日发表演讲时表示，美联储将采取适当政策维持经济扩张，以达到充分就业和通胀率 2% 左右的目标。鲍威尔认为，贸易摩擦对全球经济增长预期和美国制造业及企业投资正造成负面冲击。

货币市场

人民币汇率预期稳定

8 月 26 日，美元对在岸人民币以 7.1319 开盘，较前一交易日 7.0825 的收盘价跌近 500 点，随后进一步走低，触及 7.1500 后小幅回升；离岸市场，美元对人民币以 7.1751 低位开盘，较前一交易日 7.1355 收盘价跌近 400 点，截至 12:33，美元对人民币报 7.1430，美元对离岸人民币报 7.1660。业内专家认为，人民币出现下跌，首先是美元有所走强，另一方面，汇率有涨有跌是非常正常的。

监管动态

银保监会：佣金统一转账、保障型及长期型险种占比不低于 20%

银保监会日前发布《商业银行代理保险业务管理办法》明确，商业银行代理销售意外险、健康险、定期寿险、终身寿险，以及保险期间不短于 10 年的年金保险、两全保险，和财产险（不包括投资型财险）的保费收入之和，不得低于保险代理业务总保费收入的 20%。

证监会：正制订提高上市公司质量行动计划

证监会上市公司监管部副主任郭永昊日前表示，上市公司监管部正在从完善公司治理、营造做优做强上市公司的政策环境、加强监管、优化生态这四个方面制订提高上市公司质量的行动计划。

金融行业

央行清算：手机号码支付客户突破百万

从央行清算获悉，据统计，8 月 25 日“手机号码支付”注册个人客户数量突破 100 万。手机号码支付业务是清算总中心为进一步提升跨行支付服务水平，便利客户支付

体验, 依托网上支付跨行清算系统 (IBPS) 推出的一项新业务。该业务开通后, 可实现通过手机号进行跨行支付转账。目前大部分参加 IBPS 的商业银行开放了个人客户办理渠道, 更多商业银行办理渠道正在陆续开放中。

8 月 40 家私募遭处罚 违规行为涉及至少五大类型

8 月以来, 不到一个月的时间里已有 10 家证监局对辖区内的总计 40 家私募基金采取了监管措施。其中, 厦门证监局发出了 9 份针对私募机构的监管函, 主要对这些私募机构采取责令改正, 为 8 月对私募下发监管函数量最多的证监局。这些私募存在的违规行为涉及至少五大类型, 包括未落实投资者适当性管理要求、工作人员不具备从业资格、未对私募基金进行风险评级、信息披露违规、私募基金未备案。

银保新规: 聚焦销售误导、手续费“小账”等顽疾

银保销售再戴“紧箍圈”, 销售误导、手续费支付不规范等顽疾有望得到缓解。8 月 24 日, 从有关渠道获悉, 中国银保监会已于近日正式向各大银行和保险公司下发了《商业银行代理保险业务管理办法》, 力图实现对商业银行代理保险业务的全流程监管。

国企改革

财政部: 1-7 月国企利润总额同比增长 7.3%

财政部公布数据显示, 1-7 月, 国有企业营业总收入 344700 亿元, 同比增长 7.7%; 1-7 月, 国有企业利润总额 21366.2 亿元, 同比增长 7.3%; 1-7 月, 电力生产、建筑、建材等行业利润增长较快。

热门企业

三大运营商 4G 网速最新对比: 都有提高

工信部旗下的宽带发展联盟最新发布了 2019 年第二季度我国网速的报告, 其中我国固定宽带网络平均下载速率达到 35.46Mbit/s (4.43MB/s), 环比上季度提升了 13.2%, 而 4G 网络访问互联网时的平均下载速率达到 23.58Mbit/s (2.95MB/s), 同比去年同期提升幅度也达到了 16.6%。

支付宝官方澄清: 未使用华为方舟编译器

针对近期知乎提问“如何看待‘支付宝采用华为方舟编译器几乎秒开’”的消息，支付宝官方知乎账号在该问题下进行了回答，目前支付宝并未使用华为方舟编译器。支付宝表示：“近几年，我们悄悄启动了一个“秒开”的大项目。一直没有官宣，是因为我们觉得，虽然现在比以前快了不少，但还没有达到我们的预期。”

迪士尼：不接受调解说法不符合事实表歉意

对于安检翻包事件，上海迪士尼团队在微博上发布公开信回应称：不希望就未决诉讼进行公开评论和回应，但上海迪士尼度假区充分尊重并积极配合，包括调解在内的各项法律程序。关于“上海迪士尼不接受调解”的说法不符合事实。

小米将在印度开展消费贷款业务

据路透社消息，小米准备在未来几周内在印度开展消费贷款业务，但数据隐私问题和激烈的市场竞争是巨大挑战。小米认为，它可以利用其在印度智能手机市场的头号位置，进军该国利润丰厚但拥挤的金融服务业。文件显示，小米使用手机活动的用户数据，例如身份、生活阶段、生活方式、社会关系和品牌忠诚度来创建信用档案。

地方创新

国务院印发《关于 6 个新设自由贸易试验区总体方案的通知》

日前，国务院印发《中国（山东）、（江苏）、（广西）、（河北）、（云南）、（黑龙江）自由贸易试验区总体方案》。《总体方案》指出，在山东、江苏、广西、河北、云南、黑龙江等 6 省区设立自由贸易试验区，是党中央、国务院作出的重大决策，是新时代推进改革开放的战略举措。要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持新发展理念，坚持高质量发展，主动服务和融入国家重大战略，更好服务对外开放总体战略布局，把自贸试验区建设成为新时代改革开放的新高地。

深圳综改实验：未来四年市属企业总资产规模增逾 45%

日前，有媒体曝光了《深圳市区域性国资国企综合改革试验实施方案》的主要内容。据上证报报道，根据方案，深圳市综合改革试验的主要目标是，到 2022 年，在国资国企改革重要领域和关键环节率先突破，深圳市属企业总资产达到 4.5 万亿元，资产负债率保持在 65% 以下，全年实现营业收入 6000 亿元，利润总额达到 1000 亿元，净资产收益率位居全国领先地位。

北京：新能源指标新申请者或将轮候 9 年

北京小客车指标办发布今年第四期指标配置数据：经审核，截至 8 月 8 日 24 时，普通小客车指标申请个人共有 331.74 万个有效编码、单位共有 6.68 万家；新能源小客车指标申请个人共有 44.24 万个有效编码、单位共有 9575 家。统计发现，如果现行配置规则不变，本期新能源指标新申请者或将轮候 9 年才能获得指标。

合肥产业紧缺人才每月最高可领 3000 元补助

从合肥市经济和信息化局获悉，该局日前印发通知正式启动 2019 年合肥市产业紧缺人才引进资助申报工作。符合条件并通过申报审核认定后，申报人持续在申报企业工作 3 年以上，可按《合肥市产业紧缺人才引进资助暂行办法》规定的标准享受 3 年生活补助，最高每月可享受 3000 元生活补助，兑现方式采取一年一拨付。

深度分析

负利率——金融之殇、财政之机

文/ 曾刚（国家金融与发展实验室副主任，中国社会科学院金融研究所银行研究室主任）

文章来源：新浪财经 2019 年 08 月 22 日

从 2018 年的紧缩到 2019 年的放松，以美联储为代表的货币政策转向超出大部分人的预期，全球低利率甚至负利率再次成为金融市场的焦点。美国 30 年期国债收益率在 2019 年 8 月降到 2% 以下，是有记录以来第一次。全球负利率债券余额总量达到 16 万亿美元，全球约三分之一的主权债务存量的收益率为负。丹麦的第三大银行提供利率为 -0.5% 的 10 年期房贷，另一家银行则提供零利率 20 年期房贷。本文就全球低利率环境的源头和宏观政策含义提出一些思考。

负利率挑战什么？

一年一度的中央银行政策制定者聚会上周在杰克逊霍尔举行，今年的研讨主题是货币政策的挑战。在短期利率已经很低甚至负值的环境下货币宽松的空间有多大、能走多远？这涉及如何理解货币政策框架面临的挑战。

过去 40 年主流货币政策框架有三个特征。

第一、以控制通胀（CPI 上涨率）为主要目标，不少央行实行通胀目标盯住制（inflation targeting），政府给央行一个明确目标，把通胀控制在低水平，同时给予央行货币政策操作的独立性。

第二、货币与金融联系在一起，但与财政分开。金融自由化使得银行信贷成为货币增长的主要来源，财政则注重审慎和收支平衡，主流思维强调区分财政与货币（包括央行与金融），而不是货币（包括央行与财政）与金融。



第三、从数量型(货币信贷总量)调控转变为价格(利率)型调控。央行调控短期利率,通过市场套利传导到中长期利率、资产价格、银行信贷等,进而影响总需求和物价。典型的例子是泰勒规则(Taylor rule),政策利率(联邦基金目标利率)和通胀预期以及产出缺口(短期取决于经济增长)直接挂钩。浮动汇率制逐渐成为主流,主流思维认为由市场供求决定的汇率可以避免国际收支持续的失衡。

新兴市场在很多方面借鉴了发达国家的模式和经验。在中国,虽然货币政策有多重目标,但在实际操作中控制通胀是一个硬约束,在利率市场化的过程中,利率在政策操作和传导中的作用逐渐增加。新兴市场汇率灵活性增加,但大部分仍是有管理的浮动汇率制。

全球金融危机带来对上述框架的反思与冲击,体现在几个方面。首先,低通胀不一定意味着宏观经济稳定,金融自由化带来信贷过度扩张和金融危机,加强金融监管成为新趋势,货币政策与宏观审慎监管成为宏观调控双支柱。其次,财政政策作为逆周期调节的工具在应对金融危机的冲击中发挥了重要作用。再次,利率零下限成为货币政策执行的掣肘,导致非常规货币宽松包括央行的负利率和量化宽松(购买长期国债)政策。

新的政策框架在金融危机后稳定经济方面取得了不错的成效,但长效机制的形成仍在摸索中。近期的发展显示“非常规”可能正在变为“常规”货币政策,全球范围内低利率和负利率再次成为突出问题。在正常情况下,利率下降有利于降低融资成本,促进投资与消费需求,但负利率的蔓延带来争议,给货币政策带来挑战。

一个直接的问题是利率零下限是否存在。最近美联储前任主席格林斯潘认为零利率只是一个符号,不存在零下限的约束。负利率引导短期利率下行,其影响经济活动的传导机制和正利率环境下的机制没有什么差别。但一个担心是随着负利率的增加,银行的利差下降,可能导致信贷供给减少,与稳增长的本衷相违背。同时,现金零利率所隐含的套利机会是否随着负利率的增加而变成现实,有待观察,即使监管机构和银行设置大规模提现的障碍,由此增加的交易成本也是负面因素。

更重要的问题是,即使技术上不存在利率零下限,货币政策能不能有效稳定经济?货币政策工作的机制是央行引导市场利率趋近其认为合适的水平,如何判断这个合适度呢?经济学有一个自然利率的概念,即经济供给与需求达到平衡时的利率,自然利率可以说是引导货币政策操作的一个锚。这个锚由什么因素决定?过去40年主流经济学认为中长期来讲货币是中性的,不影响实体资源配置的效率,自然利率由基本面因素比如人口、技术进步等决定,货币扩张带来的唯一危害是通胀,只要通胀不是问题,央行引导利率下行以促进经济增长就是合理的。

全球金融危机后人们反思货币中性假设,货币在中长期也不是中性的,货币和金融的波动影响实体资源配置,自然利率不仅受实体基本面驱动,也受货币金融的影响。按照这个逻辑,自然利率对货币政策来讲不是外生变量,可能存在一个情形,央行引导市场利率下行导致自然利率本身下降,由此形成一个恶性循环,政策缺少自我稳定的机制。

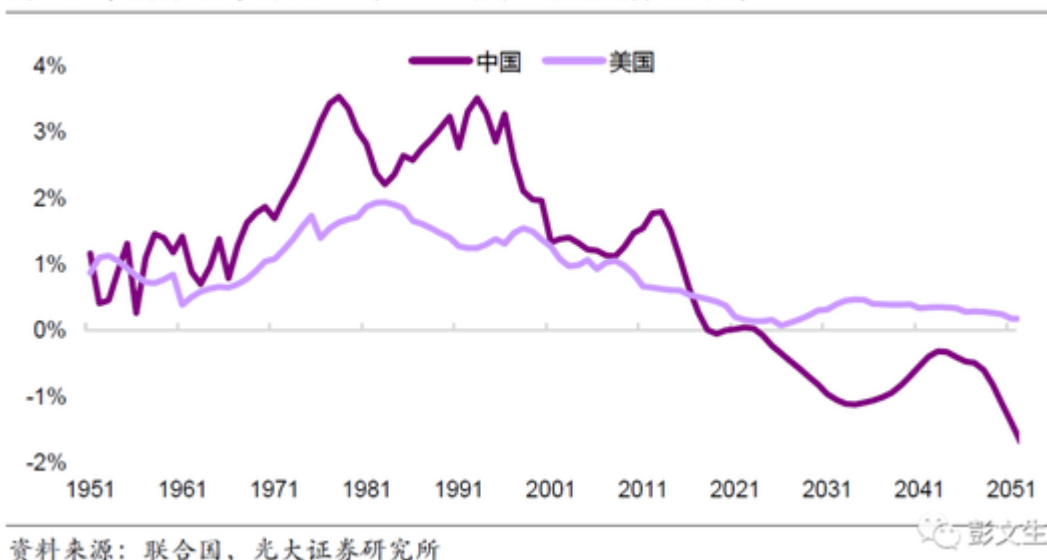
当前形势下,如何理解影响自然利率的实体和金融层面因素,对我们认识全球低利率环境有帮助。

货币中性：自然利率下行的传统解释

全球范围内利率自 1980 年代开始逐步下降，今天的低利率/负利率是这个趋势的延续。利率有周期波动，也受一些超预期的冲击的影响，比如贸易战带来的不确定性，但几十年的下降趋势应该有超越短周期的因素在起作用。

对趋势性低利率的一个解释是美国前财长萨默斯提出的长期停滞论 (secular stagnation)，经济中的一些超越短周期的力量导致总需求疲弱，带来过剩储蓄，体现为低通胀和低利率。那什么力量抑制总需求呢？一个流行的观点是劳动力供给增速下降，抑制经济的潜在增长率，资本回报率下降，导致投资需求疲弱，需要更低的利率促进投资以消化过剩储蓄。美国的劳动年龄人口增速自 1980 年代开始趋势性下降，中国的劳动年龄人口增速下降自 1990 年开始。按照这个解释，由于未来相当长的时间主要经济体的劳动年龄人口增速进一步下降甚至出现负增长，全球自然利率将继续面临下行压力。

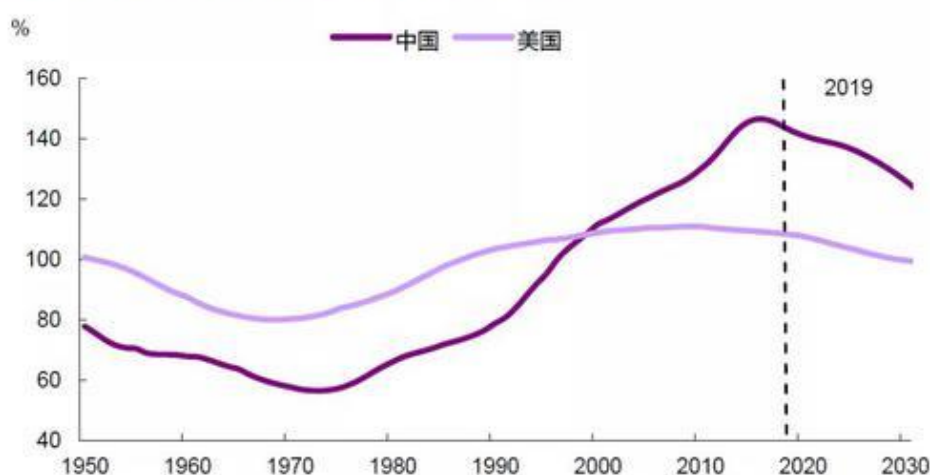
图 1：中美劳动年龄人口 (25-64 岁) 增速趋势性下降



人口对利率的影响还有另一个渠道，就是人口年龄结构对储蓄供给的作用。当一个经济体的青壮年 (生产者) 人数超过老人和小孩 (消费者)，就带来所谓的人口红利，导致供给过剩和低通胀，也需要利率下行来促进投资以消化过剩储蓄。生产者超过消费者发生的时间在日本是在 1970 年代中，美国和欧洲 1980 年代中，中国 1990 年代中，都是驱动过去 40 年利率下行的力量。

但是生产者/消费者比例在主要经济体已经达到高峰并开始下行，美国和欧洲的拐点在本世纪头 10 年，日本更早些，中国在本世纪第二个 10 年。也就是说，人口红利增加储蓄的高点已经过去，红利的消退在边际上应该对利率有提升作用，这显然和过去 10 年利率继续下行甚至出现负利率的现象不符。一个可能是老年人口的增加，老年人和小孩比不是单纯的消费者，使得整体储蓄率下降没有那么快。这个因素可以解释人口老龄化没有导致利率上升，但难以解释利率继续下降。

图 2: 中美生产者/消费者比例拐点已经发生



资料来源: 联合国, 光大证券研究所。生产者指 25-64 岁人口, 消费者指 0-24 岁和 65 岁以上人口。

上述的源自人口的两个似乎相反的力量, 哪一个对利率的影响更大呢? 经济学文献并没有共识, 需要时间验证。但我们可以做一个逻辑推演, 过去 40 年的大部分时间, 这两个力量的方向是一致的, 都是促使利率下行, 但过去 10 年开始出现分化, 影响投资需求的劳动力增速继续下降, 而影响储蓄供给的人口年龄结构的拐点已经发生, 所以人口因素难以解释近几年的超低利率甚至负利率, 更不大可能是导致利率未来进一步下行的力量。

对总需求长期疲弱的另一个解释是贫富分化, 高收入群体边际消费倾向低, 低收入群体消费倾向高, 财富向少数人集中使得平均的消费率下降, 储蓄率上升, 自然利率下降。贫富差距是经济运行的一个结果, 受多方面因素的影响, 其中技术进步尤其数字经济的发展值得关注。随着互联网和移动通信的发展, 数字技术被广泛应用从而对商业模式和经济环境产生根本性的影响。

从宏观含义来讲, 数字经济提升资源使用效率, 增加经济的有效供给, 比如机器替代人、人工智能等, 有助于抵消人口老龄化带来的劳动力供给减少问题。降低信息不对称所带来的共享经济可以提升存量资本的产出, 降低对新增投资的需求, 有利于对冲人口老龄化带来的储蓄下降。总之, 数字经济增加有效供给, 意味着增加储蓄, 降低通胀、降低自然利率。

但是, 从微观层面看, 大数据降低信息不对称, 降低交易成本, 而数字资产具有非竞争性特征 (non-rivalry), 边际成本很低甚至是零, 使得数字经济的规模效应大大超过传统经济, 提升资本的回报率, 意味利率上升。怎么解释这种微观和宏观视角的不一致? 数字经济加剧贫富分化。

数字经济环境下“无形资产”带来的先发优势、品牌、知识产权、网络效应 (平台模式、双边市场) 等更具有规模经济和垄断性, 往往形成“赢者通吃”的局面, 有效供给提升带来的收益主要由少数人获得。相关的投资者获得的资本回报率高、关键技术人员和管理者获得的收入高, 一般资本回报 (平均利率) 和普通劳动者的工资则因为竞争增加受到抑制。

贫富分化还受其他因素的影响，尤其是货币金融层面。一旦货币中性的假设被抛弃，货币就不仅仅影响物价，货币金融的扩张影响经济结构包括收入分配。

货币非中性：金融周期带来利率下行压力

金融具有顺周期性，反映房地产作为信贷抵押品的角色，房地产价格和银行信贷相辅相成、相互促进，加上政府对银行的显性和隐性担保（央行最后贷款人、存款保险机制、政府接管等），市场纪律约束短期内难以发挥作用，直到资产泡沫和债务难以继出现剧烈的调整。一个金融周期持续 15-20 年时间，而一般的经济周期时长几年时间。自 1980 年代金融自由化以来，传统经济周期波动特征越来越弱，比如 2009 年开始的这一轮经济复苏是美国有记录以来持续时间最长的，金融周期成为驱动经济波动的主要力量。

有三个因素使得在金融周期的机制下，利率呈现跨越周期的下降态势，或者说以稳定短期经济增长为导向的自然利率趋势下行。

首先，货币政策注重短期的通胀与增长，而在金融周期上半场的扩张过程中通胀不是问题，导致利率被维持在较低水平。通胀对货币增长的弹性下降，既有实体层面的因素，比如人口和数字经济带来的供给过剩，也有货币金融的影响。过去 40 年信贷成为广义货币增长的主要来源，信贷不仅支持实体需求，也可购买二手资产尤其房地产，信贷驱动的货币扩张可能不带来通胀，而是体现为资产泡沫。

其次，贷款是要偿还的，信贷投放货币对应的是非金融私人部门（企业与家庭）的债务增长，债务不可持续导致利率下行。在金融周期下半场的去杠杆过程中，如果发生金融危机比如美国的次贷危机，市场利率大幅下降，即使不发生或者说为了避免金融危机，央行也需要引导利率下行，以避免大规模违约和对冲去杠杆对私人部门消费和投资需求的冲击。

再次，金融总体来讲是锦上添花而不是雪中送炭，信贷往往需要抵押品，信贷扩张让既有的财富占有者受益更多，加大贫富分化，进而增加平均的储蓄率，降低自然利率。在金融周期下半场的调整中，虽然信贷放缓，但稳定经济过度依赖货币政策，利率下行增加了既有资产的估值，加剧财富的集中。

过去 40 年，美国经历 3 个金融周期，第一个金融周期顶部的标志是 1989-90 年的储贷危机，第二个金融周期顶部的标志是 2007-08 年的次贷危机，第三个金融周期的上行自 2013 年开始，何时是顶部还有待观察，但到目前为止数据显示，这三轮金融周期的扩张期的利率中枢水平逐次下降。

全球金融危机后加强金融监管，金融的顺周期性有所下降，美国这一轮金融周期上行期的信贷扩张比上一轮温和，欧洲的金融周期还在底部徘徊，信贷增长疲弱。由此导致的一个结果是稳定经济对货币政策的依赖更大了，体现为货币利率趋近零甚至负值。在信贷创造货币受限的情况下，对安全性资产需求的增加（比如人口老龄化或者贸易战带来的不确定性）可能导致无风险利率（自然利率）下行和风险资产价格下跌（风险溢价上升）同时发生。

现代货币理论：功能财政

总结以上分析，实体和金融层面都存在驱动自然利率下行的力量，甚至可能达到零下限的水平。在这样的宏观环境下，维持经济增长有两个选项，一是继续放松货币

政策，引导市场利率下行（向自然利率靠齐），进而促进信贷需求和投资，以消化过剩储蓄；另一个是放松财政政策，财政扩张提升总需求，绕过信贷体系，实际上是提升自然利率。两者都可以起到稳增长的作用，一个是接受自然利率下行、引导市场利率趋向自然利率，另一个是提升自然利率本身。

两个政策选项哪个更有效呢？1950-70 年代是财政投放货币的时代，财政扩张支持消费和实体投资需求，主要问题是 CPI 通胀，但财政赤字增加私人部门的净资产从而降低金融风险，而且财政调节收入分配，降低贫富差距。过去 40 年全球范围内主要依靠信贷投放货币，通胀不是主要矛盾了，但产生了资产泡沫尤其房地产泡沫、金融危机、和贫富分化。没有绝对的对或错，而是一个平衡问题，现在需要财政发挥更大作用。

财政扩张的空间有多大？过去 40 年的主流思维是财政与货币是分开的，后者包括央行和金融体系，在那之前，在战后的头 30 年财政也是投放货币的一个渠道，财政扩张和央行紧密相关。近期引起热议的现代货币理论（MMT）就是强调财政和央行同属政府的特征，认为在央行印钞能力的支持下，货币主权国家的本币债务不会违约，在通胀可控的前提下，财政就有扩张的空间。

MMT 源自国家货币学说，是凯恩斯和明斯基货币理论的延伸，其倡导者之所以称其为“现代”货币理论，是相对于传统的商品货币理论。按照商品货币论，货币最重要的功能是支付手段，通用的支付手段（货币）是在市场竞争中形成的。按照这个逻辑，任何货币（包括政府发行的本位币）超发，最终都会在竞争中被淘汰，所以政府也面临财务约束，政府财政类似私人部门，有违约的风险，财政要追求平衡。MMT 对过去 40 年这样的主流思维提出了挑战。

对 MMT 的一个常见的批评是财政赤字货币化带来高通胀，但 MMT 强调的是政府没有财务约束，并不是没有资源约束，资源供不应求带来的通胀就是约束，财政扩张的前提是没有通胀。财政扩张在实体层面提升总需求，降低过剩储蓄，提升自然利率。在金融层面，增加安全性资产比如国债的供给，提升市场利率。经济增长提升收入，而市场利率上升降低存量资产估值，两者共同作用降低贫富差距。

对 MMT 的另一个批评是不符合现代金融的现实，广义货币不仅有政府（财政和央行）发行的基础货币，更多是银行信用货币。与此相关的一个批评是财政扩张挤压私人部门，尤其是挤压信贷起到的市场配置资源的作用。但 MMT 并不否认银行信用货币的存在，明斯基把现代货币体系描述为一个金字塔，在顶层是国家货币（基础货币），在中间层的是银行信用货币，在底层的是私人部门之间的负债，其货币性最小。政府担保使得银行信贷容易过度扩张，说信贷带来市场配置资源，这恐怕是对自由市场最大的误解，或者说今天导致发达国家经济偏离古典经济学描述的自由市场的最重要因素是现代银行体系，由于享受政府担保，接受政府监管，银行实际上是公私合营机构。

MMT 的政策含义就是财政不应该追求自身的收支平衡，应该服务整个经济的宏观平衡，这就是所谓的功能财政。但现实中，即使通胀不是问题，财政扩张也可能面临政治约束。欧元区国家面临统一的财政赤字和政府债务约束，美国共和党 and 民主党在赤字的用途上则有分歧，前者偏向减税、后者偏向扩支。但总体来讲，美国的政治约束相对小些，未来财政扩张空间比欧元区大，一个直接的含义就是美欧之间的利差上

升、美元强势，其对全球金融市场尤其新兴市场的冲击是一个值得关注的风险。

MMT 不是什么新思想，在美国成为热门话题，不是偶然的现象，是有其经济社会发展的时代背景，任何理论和政策框架都反映了当时社会的主要矛盾。过去 40 年金融过度扩张导致资产泡沫、金融风险、贫富分化成为经济失衡的主要矛盾，而战后头 30 年财政过度扩张带来通胀问题，两个极端都不好。对现代货币理论的评判是一个理念问题。

理念的轮回

总结以上分析，无论从实体层面还是金融层面看自然利率，一个共同点是经济结构变化尤其是贫富分化的影响。历史虽然不会简单重演，但总是押着相同的韵脚。一百年前的差不多同一时期，全球面临贫富分化的突出矛盾，当时也发生了贸易战，在经济陷入大萧条之后美国短期国债利率降到零附近，其引发的理论和政策争议也是和金融、财政联系在一起。

欧文费雪尔 (Irving Fisher) 是 20 世纪最杰出的经济学家之一，也是坚定的自由市场学派，相信市场有效配置资源，他在 1929 年美国股市趋近高峰时宣布股市达到了一个“永久的高原”。股市崩盘和随后的大萧条使得他的个人声誉和财富受到重大打击，余下的人生在贫困和债务中度过。有意思的是费雪尔的反思是加强银行监管，提出 100% 存款准备金建议，类似芝加哥学派提出的狭义银行 (narrow banking)，对 1933-35 年美国银行法推动分业经营和存款保险机制起到了促进作用。

在更广层面上，凯恩斯与哈耶克有一个著名的争论，两者都认为金融出了问题，但诊断和给出的药方则有天壤之别。哈耶克认为政府对银行业的干预起了坏作用，尤其是 1914 年成立美联储为银行业提供了最后贷款人，导致信贷过度扩张，带来结构扭曲，最终是经济危机，所以他主张废除央行，重回金本位制的约束，让银行在市场竞争中优胜劣汰。凯恩斯则认为金本位制已经不适用现代资本主义信用市场经济，是“野蛮时代的遗迹”，主张“大政府、大银行”，大政府是指财政，大银行是指中央银行，加强金融监管。历史选择了凯恩斯。

1980 年代全球重回金融自由化，理论上讲是让市场在信贷配置中发挥更大作用，但现实环境离哈耶克主张的市场纪律约束更遥远了，银行追逐利润的空间增加了，但享受了更多的政府担保，由此带来的问题可想而知。全球金融危机后，加强金融监管再次成为政策的选择，在美国甚至有人主张狭义银行或回到分业经营。

上一轮的政策框架改革的一个重要特征是财政扩张和加强金融监管配套。因为监管带来私人部门信用紧缩，财政扩张起到对冲作用，这个变化超越经济的逆周期调节，有更深层次的内在要求。这一次财政扩张在应对金融危机的逆周期调节中发挥了重要作用，近期的发展显示财政扩张常态化的压力也在增加，现代货币理论成为热门话题是一个体现。

其实，当前环境下财政扩张的逻辑不需要高深的理论，是基本常识问题，当国债利率显著低于名义经济增长时，任何政府债务规模都是可持续的，因为债务/GDP 的比例是收敛的。当德国可以发行零利率的 30 年国债时，为什么政府不增加赤字，通过减税和扩支增加私人部门的资源？当国债利率接近零时，财政的负债和央行的负债（基础货币）还有什么区别？关键是理念的变化。

经济学家往往被诟病只能解释过去而不能预见未来，历史显示，经济学家可能既正确解释过去又错误认知当今（所以不能预见未来），只是对当今的错误认知在多少年后才看出来。最著名的例子可能是马尔萨斯 1798 出版的《人口原理》，从人口过剩解释人类几千年在生存边缘挣扎，但今天看，这本书出版前后恰恰是劳动生产率开始超过人口增长，开启生活水平不断提高的新时代。看近一点，1980 年代主流经济学的共识是通胀是最大的宏观经济危害，现在看通胀在那时恰恰是高点，之后持续下降。

现在的问题是货币政策框架是建立在对战后 30 年财政投放货币的反思的基础上，以控制通胀为导向，而现实是信贷投放货币的时代，主要问题是资产泡沫和贫富分化。全球金融危机后我们已经看到金融监管的加强，这在短期内加大了货币政策稳增长的压力，导致利率下行，未来几年最值得关注的必然是主要经济体的财政扩张。我们拭目以待。

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。