



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2019 年第 09 总第 679 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 02 月 01 日 星期五

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



宏观经济	2
1 月份制造业和非制造业 PMI 双双回升.....	2
2018 年 PPP 投资逾 13 万亿元 清退 3 万亿元项目.....	2
国内贸易增加值达 11.7 万亿 带动就业人数首破 2 亿大关...2	
欧元区 GDP 增速创四年来新低.....	2
货币市场	3
央行多管齐下 货币政策开年“精准滴灌”.....	3
美联储按兵不动 取消进一步渐进加息措辞.....	3
监管动态	3
证监会拟将 QFII、RQFII 制度合二为一.....	3
上海证券交易所设立科创板、试点注册制的实施意见发布...3	
完善融资融券交易机制 证监会拟取消“平仓线”限制.....4	
金融行业	4
券商资管最新规模排名出炉 3 大公司少了 1000 多亿.....4	
中国债券首次纳入国际主流指数.....	4
网贷行业进入良性退出期.....	5
国企改革	5
全国政府部门、大型国企已清偿账款 1600 多亿.....	5
热门企业	5
蚂蚁金服估值过万亿 稳坐全球最大独角兽企业.....	5
阿里巴巴成首家单季营收超千亿元的中国互联网公司.....	5
苹果 FaceTime 现重大漏洞 纽约政府已介入调查.....	6
投资关注	6
“业绩雷”滚滚而至 机构冷看“业绩洗澡”.....	6
地方创新	6
青岛港完成全球首例 5G 智慧码头方案验证.....	6
安徽退税平均时间不超过 10 个工作日.....	7
合肥 2019 年招商引资“开门红”.....	7
深度分析	7
量化宽松可以有，财政主导不能有.....	7

宏观经济

1 月份制造业和非制造业 PMI 双双回升

1 月份, PMI 指数结束自去年 9 月份以来的持续回落, 首次出现微升, 表明经济运行有企稳迹象, 但基础仍需着力巩固。1 月份非制造业商务活动指数为 54.7%, 比上月上升 0.9 个百分点, 且高于 2018 年均值 0.3 个百分点, 表明非制造业活动整体继续保持稳健发展, 总体扩张步伐有所加快, 开局良好。

2018 年 PPP 投资逾 13 万亿元 清退 3 万亿元项目

1 月 31 日, 财政部政府和社会资本合作(PPP)中心公布全国 PPP 综合信息平台项目管理库 2018 年报。截至 2018 年 12 月末, 管理库项目累计 8654 个、投资额 13.2 万亿元。落地项目累计 4691 个、投资额 7.2 万亿元。开工项目累计 2237 个、投资额 3.2 万亿元。有关负责人表示, 2018 年各地继续对项目进一步加强入库审核, 并持续清理不合规项目。2018 年管理库共清退项目 2557 个、涉及投资额 3 万亿元; 新入管理库发布项目 4074 个、投资额 5.8 万亿元。总体趋势是新项目入库趋于平稳, 更加理性, 由重数量和速度向重质量转变。

国内贸易增加值达 11.7 万亿 带动就业人数首破 2 亿大关

商务部 1 月 31 日发布数据显示, 2018 年, 国内贸易主要行业(包括批发零售业, 住宿餐饮业, 居民服务、修理和其他服务业)实现增加值 11.7 万亿元, 占国内生产总值约 13%, 占比仅次于制造业, 占第三产业增加值约 25%。其中, 批发零售业增加值 8.4 万亿元, 增长 6.2%; 住宿餐饮业增加值 1.6 万亿元, 增长 6.5%。2018 年末国内贸易就业人数达 2.08 亿人, 比上年增长 8.5%, 首次突破 2 亿人大关; 占全国就业人员比重超过四分之一, 占第三产业就业人员比重超过一半。

欧元区 GDP 增速创四年来新低

据欧洲统计局 31 日公布的数据显示, 欧元区四季度 GDP 季环比初值为 0.2%, 符合预期和前值, 续创 2014 年以来最低增速; 同比初值为 1.2%, 符合预期, 但低于前值的 1.6%。意大利陷入技术性衰退季环比初值-0.2%, 低于预期, 成为 G7 成员国中, 自 2015 年以来第一个经济陷入衰退的国家, 也是自 2013 年以来欧盟第一个进入经济衰退的经济体。

货币市场

央行多管齐下 货币政策开年“精准滴灌”

在整个 1 月，央行通过公开市场逆回购、降准以及 TMLF 等操作保证了春节前市场流动性合理充裕。业内人士表示，2019 年货币政策着力点将通过精准投放流动性、推进银行补充资本以及推进利率市场化等方式来打破银行信贷投放束缚，引导银行主动加大对实体经济的支持力度，疏通货币政策传导机制，而货币政策“大水漫灌”、近期 QE(量化宽松)的可能性不大。

美联储按兵不动 取消进一步渐进加息措辞

当地时间周三美联储公布了 2019 年首次利率决议。美联储维持联邦基金利率在 2.25%-2.50% 不变，符合预期。决议声明称，撤销进一步加息的指引；承诺在未来行动上保持耐心；准备好调整资产负债表的正常化。声明表示，就业市场走强，经济活动稳固；准备在必要情况下改变资产负债表的规模和构成；在利率政策上继续采取目前下限管理办法；通胀依然处于 2% 附近；维持每月 500 亿美元的缩表规模。美联储声明主要措辞变化：取消了进一步渐进加息的措辞；删除了对风险平衡的明确说法；经济活动的措辞从“强劲”调整成了“稳固”。

监管动态

证监会拟将 QFII、RQFII 制度合二为一

证监会 31 日就修订整合《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》及相关配套规则向社会公开征求意见。拟将 QFII、RQFII 两项制度合二为一，整合有关配套监管规定，形成统一的《管理办法》和《实施规定》。境外机构投资者只需申请一次资格，尚未获得 RQFII 额度的国家和地区机构，仍以外币募集资金投资。取消数量型指标要求，保留机构类别和合规性条件。同时简化申请文件，缩短审批时限。

上海证券交易所设立科创板、试点注册制的实施意见发布

证监会于 1 月 30 日发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。中国证监会和上海证券交易所正在按照《实施意见》要求,有序推进设立科创板并试点注册制各项工作。设立科创板并试点注册制,是中国证监会按照党中央、国务院决策部署,进一步落实创新驱动发展战略,增强资本市场对提高我国关键核心技术创新能力的服务水平,支持上海国际金融中心和科技创新中心建设,完善资本市场基础制度,坚持稳中求进工作总基调,贯彻新发展理念,深化供给侧结构性改革的重要举措。

完善融资融券交易机制 证监会拟取消“平仓线”限制

证监会 31 日发文称,为进一步优化融资融券业务机制,提升证券公司自主管理能力,沪深交易所正在抓紧修订《融资融券交易实施细则》,拟取消“平仓线”不得低于 130%的统一限制,交由证券公司根据客户资信、担保品质量和公司风险承受能力,与客户自主约定最低维持担保比例;同时,扩大担保物范围,进一步提高客户补充担保的灵活性。此外,为满足投资者对标的证券的多样化需求,沪深交易所正在研究扩大标的证券范围。

金融行业

券商资管最新规模排名出炉 3 大公司少了 1000 多亿

基金业协会 31 日发布了 2018 年证券公司资产管理月均规模前 20 名和主动管理资产月均规模前 20 名名单,据统计,前 20 家券商资管月均总规模达 9.35 万亿元,占证券公司资管业务管理资产总规模的 72.4%。券商资管头部效应显现,10 家券商月均规模同比出现下滑,其中,3 家下降超过 1000 亿元,分别是海通资管、华福证券和广发资管。

中国债券首次纳入国际主流指数

1 月 31 日,彭博公司正式确认将于今年 4 月起将中国债券纳入彭博巴克莱债券指数,并将在 20 个月内分步完成。央行有关负责人表示,中国债券纳入国际主要指数是中国债券市场开放的又一重大成果,体现了中国在全球金融市场上的地位不断提升,也反映了国际投资者对中国市场的信心,有利于增强指数的代表性和吸引力,有利于全球投资者更合理地配置债券资产。被完全纳入全球综合指数后,人民币计价的中国



债券将成为继美元、欧元、日元之后的第四大计价货币债券。初步估算,若中国债券市场加入该指数,预计将有 1000 亿美元流入中国债券市场。

网贷行业进入良性退出期

数据显示,2019 年 1 月份,全国 P2P 网贷成交额 877.61 亿元,环比下降 3.78%,同比下降 68.08%;贷款余额 10346.77 亿元,环比减少 527.62 亿元,降幅 4.85%。专家指出,长期以来,网贷行业偏离信息中介定位,又匮乏信用中介品质、能力和监管,导致发展模式不可持续,雷潮不断。在痛定思痛后,网贷行业进入良性退出期。从严、从重、从快打击网贷老赖,压实网贷机构及其股东责任,加强网贷出借人教育,切实维护金融安全和社会稳定大局,实现良性退出,是目前网贷行业不二选择。

国企改革

全国政府部门、大型国企已清偿账款 1600 多亿

国务院总理李克强 1 月 30 日主持召开国务院常务会议。会议指出,按照党中央、国务院部署,去年 11 月以来,各地区、各有关部门和大型国有企业积极清理被拖欠的民营企业中小企业账款。目前全国政府部门、大型国有企业已清偿账款 1600 多亿元,拖欠的农民工工资和民生工程款项等得到了优先清偿。下一步,一要加大清欠力度,建立台账,抓紧制定清偿计划,春节前农民工工资拖欠要力争“清零”。

热门企业

蚂蚁金服估值过万亿 稳坐全球最大独角兽企业

2018 年蚂蚁金服估值同比增长高达 150%,企业估值超过 1 万亿人民币,再次蝉联独角兽指数榜首。去年,蚂蚁金服旗下支付宝、余额宝、网商银行等业务板块相继发力。依靠移动互联、大数据、云计算为基础,为小微企业和个人消费者提供普惠金融服务。通过海外市场技术人才培养体系,截止 2018 年年末,支付宝全球用户已经超过 9 亿。蚂蚁金服在互联网金融领域的布局,使其已经成为全球估值最高的独角兽企业。

阿里巴巴成首家单季营收超千亿元的中国互联网公司

阿里巴巴集团 1 月 30 日公布 2019 财年第三季度业绩。截至 2018 年 12 月 31 日, 该公司收入同比(较上年同期)增长 41%, 达到 1172.78 亿元, 略低于分析师预期; 净利润增长 37% 至 330.5 亿元, 高于分析师预期。横向对比, 在中国互联网公司中, 阿里首个实现单季营收超千亿元。纵向对比, 阿里本季度收入增速创下自 2016 年初以来的最低速度。2018 财年第三财季, 阿里收入达到 830.28 亿元, 同比增长 56%。2017 财年第三财季, 阿里收入达到 532.48 亿元人民币, 收入同比增长 54%。

苹果 FaceTime 现重大漏洞 纽约政府已介入调查

纽约政府机构近日正对苹果最近发生的隐私泄露事件发起调查。苹果的 FaceTime 视频电话服务出现严重漏洞。用户发起 FaceTime 群组通话后, 输入一个电话号码, 然后再添加另一个电话号码, FaceTime 将立即判定通话已成功, 随后呼叫方可以在对方未接听电话之前, 通过麦克风偷听到对方的谈话。如果对方按下电源键或音量控制键, 该漏洞甚至会传送视频信息。苹果公司周一已经通过远程禁用多人 FaceTime 的办法, 并表示将在本周晚些时候发布软件更新, 解决漏洞。

投资关注

“业绩雷”滚滚而至 机构冷看“业绩洗澡”

随着上市公司年报业绩预披露截止日的到来, 不少上市公司业绩突然变脸, 其中不乏机构重仓股, 更有大股东“先知先觉”提前减持。数据显示, 截至 1 月 30 日晚 18 时, 有 485 只个股 2018 年净利润减幅大于 50%, 其股价表现整体不佳。业内人士认为, 1 月底商誉风险集中释放过后, 有望带来部分公司的业绩底, A 股能够轻装上阵, 但投资者仍要警惕商誉占比高的个股, 同时更多地将投研精力花在专注经营、有持续成长潜力的公司上。

地方创新

青岛港完成全球首例 5G 智慧码头方案验证

青岛港自动化集装箱码头近日成功完成了基于 5G 连接的自动岸桥吊车的控制操作, 实现了通过无线网络抓取和运输集装箱。这是全球首例在实际生产环境下的 5G 远

程吊车操作, 将推动青岛港自动化码头再度实现技术升级。本次试验成功实现了毫秒级延时的工业控制信号和高于三十路高清摄像头视频数据在 5G 网络的混合承载, 支持实际生产中对自动岸桥吊车的无线控制和视频回传, 性能表现稳定。实地验证了 5G 网络在智慧港口场景中的应用及多项关键技术, 对 5G 网络在智慧码头的部署可行性进行了全面评估。

安徽退税平均时间不超过 10 个工作日

安徽省发布《安徽省聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的实施方案》, 为推动实体经济降成本, 支持外贸稳定增长, 将进一步缩短退税时间, 按要求将办理退税平均时间缩短至 10 个工作日内。

合肥 2019 年招商引资“开门红”

今年 1 月, 合肥市新开工大项目 54 个, 总投资 684.9 亿元。其中 5 亿元以上项目 15 个, 总投资 630.2 亿元; 10 亿元以上项目 9 个, 总投资 594.2 亿元。逾五成项目、近八成投资额为战略性新兴产业。今年以来, 合肥围绕集成电路、平板显示、生物医药等战略性新兴产业, 拓展招商引资渠道, 面向全球构建招商网络、丰富招商手段。建立“五个一”招商政策服务体系, 即出台一个加强招商引资工作意见、编发一个重点产业招商指南、形成一张构建“五大渠道”的招商网、制定一个招商引资考核办法、完善一项招商引资大项目政策导则, 全市上下联动形成招商大合唱。

深度分析

量化宽松可以有, 财政主导不能有

文/徐高 (光大证券资产管理有限公司首席经济学家)

文章来源: 首席经济学家论坛 2019 年 1 月 27 日

摘要: 人民银行在近期持续处于政策讨论的中心。在这些讨论中, 量化宽松是一条明线; 财政部官员“国债准货币”提议所暗指的“财政主导”是一条暗线。财政与货币的协调有财政主导与货币主导两种方式。在财政主导中, 货币政策从属于财政政策, 中央银行需要被动发行货币来为财政赤字买单。而在货币主导中, 中央银行有独立性, 可以自由调节货币增长。我国从财政主导向货币主导的转变过程表明, 货币主导更容易实现货币增长和通胀的稳定, 是对中国经济更有利的方式。但随着经济增长下行压力的加大, 以及货币政策传导路径的阻塞, 财政主导的话题在近期重新浮出水面, 给人民银行带来压力。为了不再回到财政主导的状态, 人民银行将在货币宽松的路上越

走越远，甚至有可能采取量化宽松这样非常规的货币宽松手段。

在狗年行将结束的时候，人民银行持续处在政策讨论的中心。不久之前，刚有人民银行是否应该买股票的争论，接下来就有财政部官员表示说准备让国债达到准货币效果。再后来，人民银行又用新创设的央行票据互换工具引发了市场对量化宽松的热烈讨论。

在这些讨论中，量化宽松是一条明的主线。沿着这条主线，各方在讨论和猜测人民银行会在非常规货币宽松的路上走多远。而与量化宽松同样重要，却没有吸引太多注意力的一条暗线则是财政与货币政策的配合问题。具体来说，是在财政政策和货币政策的协调中谁占主导权的问题。梳理清楚这条隐藏的主线，可以有助于对明线的分析。

让我们先回顾一下近期相关事态的发展。2019年1月16日，《证券时报》记者报道，财政部国库支付中心副主任郭方明在中央结算公司主办的“2019年债券市场投资论坛”上表示：“准备研究将国债与央行货币政策操作衔接起来，同时扩大国债在货币政策操作中的运用。推动实施国债作为公开市场操作主要工具的货币政策机制，健全国债收益率曲线的利率传导机制，强化国债作为基准金融资产的作用，使国债达到准货币的效果。”

对财政部官员透露的这一信息，人民银行并未直接表态。但有记者从接近央行人士处获悉，人民银行认为国债并不是清偿手段和支付工具，更不是所谓的“准货币”；且人民银行已经采取了一系列逆周期调节措施来为实体经济提供了足够的金融支持，没有必要通过量化宽松（QE）的手段大规模投放流动性。

我们姑且将这位“接近央行人士”的表态视为人民银行对财政部的间接回应。在这个回应中其实有两层意思。一层是国债并非“准货币”，另一层是央行现在没有必要进行量化宽松。这两层讲的其实是两个东西。下面我们先来分析“国债准货币”的问题。把这个问题弄清了，量化宽松的问题也就容易解决了。但在那之前，有必要驳斥一下混淆视听的货币“换锚”之说法。

1. 贻笑大方的货币“换锚”说

1971年8月15日，美国总统尼克松宣布美元与黄金脱钩（美国停止用黄金来兑换美元）。这宣告了布雷顿森林体系的崩溃，使得全球所有货币都与各种实物商品脱钩，全球彻底进入了信用货币体系。在这样的体系中，中央银行可以无中生有地凭空创造任意数量的货币。货币价值也没有任何外在于货币体系的锚定物。

人民币也属于信用货币。作为中国的中央银行，人民银行发行货币不需要借助任何外在工具。人民银行直接向商业银行发放信用贷款（叫做再贷款）就足以投放人民银行任何想要数量的基础货币。除了这条常规途径之外，还有许多其他投放基础货币的方式可选。人民银行会根据环境的变化，以及自己想要达成的目标之不同，来选择使用这些方式。

人民银行在前些年通过外汇占款发放的基础货币比较多，是因为当时我国有大量外汇流入。在强制结售汇制度下，居民和企业必须要将手中多余的外汇换成人民币。

这带来了人民银行基础货币的被动投放——居民和企业手里有多少外汇要换成人民币，人民银行就得发行多少基础货币。但别搞错了，不是没有了外汇占款人民银行就没法发行基础货币了，更不是说人民币的价值要以外汇为锚。事实上，在外汇占款大量发行的时候，人民银行需要不断用发行央行票据、提高存款准备金率等方式来冲销外汇占款，以免这些外汇占款带来金融市场的流动性过量堆积。

在美国，中央银行经常会通过买卖国债来投放或回笼基础货币。在这种以国债为工具所进行的公开市场操作中，国债只是货币政策操作的工具，只不过因为其风险低、流动性好而用起来方便而已。但这并不意味着不依靠国债，基础货币就发行不了，更不意味着货币的价值锚是国债。

事实上，在现代的信用货币体系中，货币价值没有外在的锚定基础，其价值完全决定于人们对货币的信心。而这个信心是建立在人们对未来稳健货币政策的预期之上的。如果人们预期未来的货币增长会非常快，当前货币价值一定会大幅下跌，从而带来以货币计价的各种商品价格的飞涨，最终形成高通货膨胀，甚至恶性通货膨胀。

所以，将财政部官员有关国债“准货币”的提议理解为人民币“换锚”是缺乏货币金融学常识的说法，没有必要把它当真。不过，换锚的说法倒折射出了市场对人民币价值的关注。一些人希望能够为人民币找到一个外在的价值锚定基础，从而为自己的信心找到支点。尽管这种外在的锚是不存在的，但为货币价值找信心基础的想法却是合理的。而这种信心基础只能来自于对未来稳健货币政策的预期。在这里，财政部官员“国债准货币”提议的重要性（或者更明确地说，其风险性）就显露出来了。

2. 财政主导与货币主导

财政政策和货币政策是政府调控宏观经济的两个主要手段，财政部和中央银行也是隶属于政府的两个部门，所以财政政策和货币政策之间必须要协调。

用政府预算约束可以比较容易地看清财政政策与货币政策协调的逻辑。在每一期，政府的财政支出都可以靠财政收入或发行政府债券（国债）来支持。但除了这两个来源之外，中央银行的货币发行其实也是一种税收——学名叫做铸币税——也能用来支撑财政支出。由于财政支出减去财政收入就是财政赤字，所以政府每期的预算约束可以写成下面这个式子

$$\text{财政赤字} = \text{国债发行} + \text{铸币税}$$

上面这个等式的含义应该是容易理解的。财政如果有了亏空（出现了赤字），那就要么得发行国债来弥补，要么得增发货币收铸币税来填平。在上面这个等式中，财政赤字规模和国债发行数额是财政政策的范畴，而铸币税数量（或者说货币发行数量）则决定于货币政策。由于财政政策和货币政策被上面这个等式联系在了一起，二者之间就只能有一个自由度——决定了一个，另一个就被动地被决定了。

如果自由度在财政政策那里，就叫做“财政主导”（fiscaldominance）。此时，货币政策从属于财政政策，变成了财政赤字的填补器。财政赤字如果多了，而国债发行得又比较少，中央银行就得多发点货币来补财政的窟窿。在这样的情况下，中央银行无法自由调整货币政策（货币发行量），货币政策和中央银行的独立性根本无从谈起。在这种状况下，民众也很难形成对未来货币政策的稳定预期——如果大家都知道

货币随时需要填财政的窟窿，自然会怀疑未来货币增长是否能稳定。相应地，货币币值也就很难稳定下来，容易形成通胀失控的局面。历史上有数的恶性通货膨胀都发生在这样的状况下。

相反，如果自由度在货币政策那里，就叫做“货币主导”（monetary dominance）。此时，财政部不能把中央银行当成自己随意可用的钱袋子，而只能通过国债发行来弥补财政赤字。国债如果发不出去，财政支出就得下降来减少赤字规模。相应地，中央银行无需考虑财政政策的状况，可以独立而自由地调控货币政策，设定货币增长率。这使得货币政策可以采取稳健基调，根据币值的变化来做调整——通胀高了就减少货币供给，通胀低了就增加货币供给。这样一来，民众容易形成对货币政策的稳定预期，从而让币值稳定下来。

不过这里还必须要说明一下，即使在货币主导的框架下，铸币税还是会收的。因为随着经济规模的自然扩张，市场对货币的需求会自然增加。为满足这些自然增加的货币需求而增发的货币不会影响币值稳定，同时又能给中央银行带来铸币税收入。在我国，这些自然产生的铸币税收入每年都会有。人民银行虽然不披露其数量，但毛估一下，近些年的水平也应该在每年数千亿元的量级上。

《中国人民银行财务制度》的第 44 条明文规定：“人民银行全行利润等于各项收入减去各项支出。全行利润按财政部批准的比例提取总准备金后，净利润由总行全部上缴中央财政。净亏损首先由历年提取的总准备金弥补，不足弥补的部分由中央财政拨补。”也就是说，人民银行的铸币税收入在提取了总准备金之后是需要转交到财政部的。

不过，这种铸币税向财政的转移与财政主导下的货币填财政窟窿是两个概念。关键的差异在于在货币主导下，铸币税是央行在币值稳定的前提下，独立进行货币政策操作而自然产生的，其数量不受财政决策的影响。财政部只是铸币税的一个被动接受者——铸币税多了您可以偷着乐，铸币税少了您也别不高兴。

3. 中国的财政主导到货币主导之路

新中国成立之后，我国一开始处在财政主导的状态下——在计划经济体制下，整个货币金融部门甚至只是财政的出纳。在改革开放之后，财政主导的弊端愈发明显地暴露出来，带来了高通胀和“抢购风”。有鉴于此，我国开始了从财政主导向货币主导的转型之路，并最终于 1995 年《中华人民共和国中国人民银行法》的颁布为标志，确立了货币主导的体制，并一直延续至今。

尽管财政主导的历史已经离我们远去，我们仍然可以从留下的文献中体察当时的状态。下面这段话引自财政部在 1985 年向人民代表大会提交的《关于 1984 年国家预算执行情况和 1985 年国家预算草案的报告》：

“根据现在预计的数字，1984 年国家财政总收入为 1465 亿元，国家财政总支出为 1515 亿元。收入和支出相抵，财政赤字为 50 亿元。这一年的财政赤字，待决算编成后，准备向中国人民银行透支来弥补。”

这里所说的“向中国人民银行透支”，是让人民银行填补财政赤字的文雅说法。50 亿元财政赤字大致占 1984 年我国 GDP 的 0.7%。人民银行透支这块财政赤字，意味着基础货币要多增加 50 亿元。

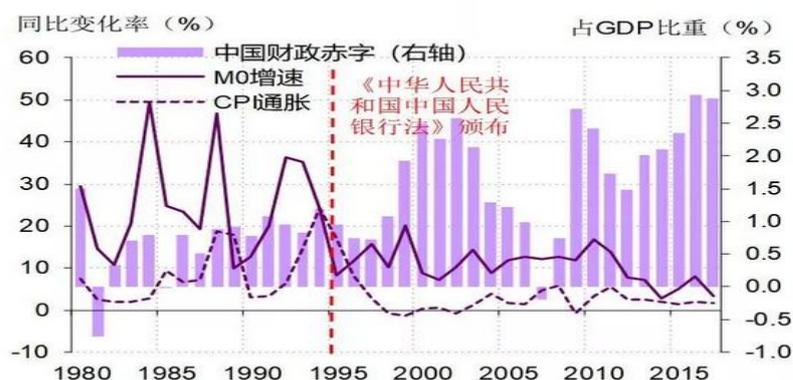
尽管当时的政府官员未必知道经济学中财政主导货币主导的理论，但他们对货币透支财政赤字的危害还是心知肚明的。在 1987 年总理向全国人民代表大会所做的《1987 年政府工作报告》中有这么一段话：

“财政赤字和信贷差额是同货币发行紧密相联的。在经济增长过程中某些年份出现一些财政赤字和信贷差额并不可怕，但如果数量过大，持续的时间过长，就会导致货币过量发行，造成通货严重膨胀，引起物价急剧上涨，使经济生活发生混乱。”

在 20 世纪 80 年代和 90 年代初这段时间里，一旦财政支出较多（往往因为政府做的投资项目较多），货币增长就会失控，从而让物价飞涨。我国在改革开放之后经历的两次高通胀都发生在这段时间，给一代中国人留下了“抢购风”的深刻记忆。

随着我国国债市场的发展，通过国债发行来弥补财政赤字的条件逐步成熟。同时有鉴于财政赤字向央行透支所带来的恶劣后果，我国政府终于在 20 世纪 90 年代中期下决心结束了财政主导的状况。1995 年《中华人民共和国中国人民银行法》的颁布从法律上禁止了财政对人民银行的透支，确立了货币主导的财政货币配合框架。这部法律的第 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。[7]”从此之后，财政赤字扩张导致货币超发的情况在我国得到了有效遏制。其结果是，尽管我国财政赤字占 GDP 的比重在 1995 年之后更高，货币增速和通胀率反而平稳了下来。（图表 1）

图表 1. 1995 年前后中国货币通胀运行态势迥异



资料来源：CEIC

徐高经济研究

4. 财政主导不能再有

有了前面的铺垫，现在我们可以来分析财政部官员表态中的关键点，以及随之而来的风险。在财政部国库支付中心副主任郭方明的表态中，有两个要点：第一是“将国债与央行货币政策操作衔接起来”，第二是“使国债达到准货币的效果”。这两点的潜台词都是财政主导。

在 1995 年至今的货币主导框架中，国债发行一直是与货币政策无关的财政政策决

策。国债发多发少，发不发得出去，是财政自己的事情，不存在与货币政策衔接的问题。事实上，央行无需顾忌财政而独立调控货币政策，是货币主导的基本特性。但是，如果国债发行要与货币政策操作衔接起来，货币政策就或多或少会受制于财政政策。“国债准货币”的说法则更加直白——如果国债真是准货币，那财政部不就分享了货币发行权，侵入到了货币政策的核心领域了吗？所以如果按照财政部官员的意思发展下去，我国或多或少地会重回财政主导的模式。

财政部想重回财政主导的原因是可以理解的。2018年下半年以来，我国经济增长明显放缓，给税收增长带来了不小的下行压力。而应对经济减速所推出的大规模减税，以及其他财政支出方的刺激性政策，更令财政压力紧绷。此外，在清查地方政府非正规融资的政策导向下，纳入财政口径的地方政府正规融资必然会大幅扩张，给财政带来进一步的压力——地方政府专项债虽然还没有计入财政赤字和国债口径，但严格意义上也应该算成国债。总而言之，当前财政的收入增长在放缓，支出增长在加快，所以财政的钱袋子有些瘪了。此时财政部把视线投向人民银行的钱袋子是很自然的事情。

但尽管如此，重回财政主导也是不可取的。从前面的分析可以看出，在财政主导的框架下，中央银行难以保证货币增长的稳定，市场也不容易形成对稳健货币政策的预期和信心，其结果是币值的失稳以及货币金融体系的较大幅度波动。这反过来也不利于财政的平稳可持续运行。我国的历史已经证明了这一点：在财政主导下的1978年到1994年，我国财政赤字占GDP比重的平均值仅为0.8%，而同期CPI通胀率的均值却高达7.7%；而在货币主导下的1995年到2018年，我国财政赤字占GDP比重的均值上升到1.7%，同期CPI平均通胀率却下降至2.8%。

因此，尽管财政在当前确实面临比较大的减收和增支压力，我国也不应重走财政主导的老路。国债不是什么准货币，国债发行是国债发行，基础货币投放是基础货币投放，二者不可混为一谈。在发国债来为财政赤字融资的时候，财政应以市场化的方式来吸引市场中的买家，而不应指望由人民银行来买单。货币政策还是应该保持其独立性，而非在“衔接”的口号下从属于财政政策。因为无论是理论还是实践都已经给出了清晰的答案：货币主导的方式更有利于中国经济的长期健康平稳发展。

5. 量化宽松可以有

财政部官员暗指的财政主导虽然不可取，但仅仅是这个话题的出现就能给货币政策带来不可忽视的影响，促使人民银行在货币宽松的路上越走越远，甚至采取量化宽松这样非常规货币政策工具。因为与重回财政主导相比，量化宽松至少还是央行保有掌控力的货币政策手段。

财政与货币的政策博弈之所以发展到这般田地，还是如我在一周前发表的文章《人造的流动性陷阱与两难的人民银行》里所说的那样，是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，使实体经济陷入融资难境地，令经济增长明显减速。

面对货币政策传导路径不通畅的局面，常规的降准降息式货币宽松手段已经不足以刺激社会融资扩张，难以带动经济增长复苏。此时，财政政策因为可以直达实体经

济的总需求,因而显得比货币政策更有效。这是现在各方对积极财政呼声越来越高的主要原因。但同时,经济减速给财政带来的减收压力与积极财政取向之间的矛盾也变得更加突出,从而让财政有借力央行钱袋子的动力。于是,早已有定论的财政货币协调机制就以“国债准货币”的形式重新浮出水面。

很显然,人民银行不会愿意让货币政策重新从属于财政政策。但在当下的僵局下,就算不可能重回财政主导的格局,财政部相对话语权的上升也是必然的。这会让人民银行在部委间的政策博弈中处于更加不利的地位。在这样的外部压力下,人民银行必须要在宽松方向上越走越远,力争在货币政策的领域内解决实体经济融资难的问题。为此,量化宽松这样的非常规货币政策手段也在考虑范围之内。

2019 年 1 月 24 日,人民银行宣布创设央行票据互换工具(简称为央票互换)。利用这一政策工具,公开市场业务一级交易商(包括 46 家商业银行和两家证券公司)可以用持有的合格银行发行的永续债来向人民银行交换央行票据。此外,金融机构还可以用评级不低于 AA 的银行发行的永续债作为抵押物,从人民银行那里获得流动性。按照会计准则,商业银行发行永续债募集的资金可以用作商业银行的资本金。因此,央票互换工具的创设将会增加市场对商业银行永续债的需求——因为可以将永续债换成流动性更好的央行票据,所以机构购买永续债的动力会更强——从而帮助商业银行放松资本金约束。

央票互换并非量化宽松,因为金融机构用永续债换来的只是央行票据,而非基础货币。所以央票互换并不会带来基础货币的投放。但央票互换基本上已经触到了常规货币宽松的边界,带有了一丝量化宽松的色彩。常规的货币政策只涉及人民银行在银行间市场基础货币的无风险吞吐。但现在我国碰到的问题是银行间市场向实体经济的融资传导不畅。为了疏通这一阻塞的环节,人民银行希望通过央票互换来补充商业银行资本金,从而增强商业银行的放贷能力。为此,人民银行大概率会暴露在商业银行永续债带来的信用风险中。就操作的风险属性来说,央票互换与无风险的传统货币政策操作是不同的,而更类似于量化宽松。

如果央票互换还不见效,人民银行直接购买国债,信用债乃至股票的量化宽松手段就很可能会上场。因为在量化宽松中,买什么和买多少至少还是央行说了算。而如果货币政策宽松度不够,让财政部的声音占了上风,最终重回财政主导的格局,人民银行恐怕就得听财政部的了。这是任何一个央行行长都不愿意看到的局面。

其实,正如我一周前在《人造的流动性陷阱与两难的人民银行》一文中所说的那样,当前中国经济有一条最好的出路,就是通过优化去杠杆和金融监管政策来疏通货币政策传导路径,从而把金融市场淤积的资金导入实体经济。如果决策者不愿采取这条上策,那么我们会看见人民银行在各方压力(尤其是来自财政部的压力)下在货币宽松之路上越走越远,甚至从常规货币政策领域逐步进入非常规货币政策领域。从这个意义上来说,为了不再有财政主导,量化宽松可以有,而且很可能会有。

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。