

编者按：2020年5月18日，中国社会科学院世界经济与政治研究所《国际经济评论》编辑部主办了关于财政赤字货币化的线上研讨会。与会学者就财政赤字货币化的定义、是否必要、路径，以及货币政策与财政政策如何配合等问题展开了深入研讨。

财政赤字货币化的必要性讨论

刘尚希 盛松成 伍戈 余永定 张明 张斌

刘尚希（中国财政科学研究院院长）

赤字货币化：风险权衡的一种合理选择

关于财政赤字货币化，我认为在当前的严峻形势下没必要再遮遮掩掩。最典型的隐性财政赤字货币化实例就是棚改，资金规模在3万亿元左右，这说明财政赤字货币化在中国已经存在。在《中国人民银行法》颁布以后，它一直以隐性的方式存在。与其采取隐性的赤字货币化，还不如摆在明面上，更有利于维护政府财政纪律和控制风险，而且还能受到全国人民代表大会（以下简称“全国人大”）的监督。

（一）中国面临前所未有的挑战，需要非常规的政策和改革措施

4月17日中共中央政治局会议上提到了两个“前所未有”，国外疫情扩散导致全球经济受到“前所未有”的冲击，中国面临的挑战“前所未有”。这意味着形势非常严峻，而且不是以前经历过的经济金融危机状态，是一种新的危机，需要推行非常规的政策和改革举措。

国内疫情表面上给人一种错觉，好像现在形势不错，规模以上企业的复工复产率达到了90%以上。所以不少人认为我们的经济形势还不错，没必要采取非常规的举措。我对此不太认可，因为现在企业面临的困难可能超出我们的想象，尤其是几千万小微企业和个体经营者的日子非常难过。海外疫情的冲击对外向型企

业、行业的影响非常大，并会通过供给和需求链条，传递到其他企业和行业。如果没有特别措施，中小微企业可能会大量倒闭。现在农民工隐性失业至少有1000万人，但不会在指标上体现，也不会马上出现社会不稳定现象，因为农民工回老家了，有地、有房，还有口饭吃，但这个庞大群体的收入已经大大减少。消费萎缩导致内需不足，经济增长后劲也越来越弱。这种状态持续下去，势必就是经济体系的自我收缩，疫情的外生冲击就会演变为经济循环的负反馈。不像大企业因“大而不能倒”那样引人关注和警惕从而获得救援，小微企业的倒闭是一个渐进过程，但是作为一个经济生态，一旦小微企业这个生态大面积枯萎死亡，很难再复苏，后果十分严重。

新冠病毒不是短期内能被消灭的，中国的发展环境已经处于高度不确定的状态。疫情防控常态化，说明国内经济运行的宏观环境已经根本改变了；国外疫情还在扩散，说明国际环境也根本改变了。这两个“根本改变”意味着中国未来的发展进入了高风险轨道，现在就是一个转折点，在这个转折点上采取什么样的政策措施，怎样推动改革，将决定未来。需要推出与这种“大变局”“大冲击”相匹配的大规模政策和全面深化改革，才能在这种高度不确定性的环境下构建起中国发展的确定性。

（二）货币政策的空间越来越小

从人民银行资产负债表的情况看，从2018年到2020年4月，人民银行资产在收缩，对商业银行的债权在2020年4月下降了8%，这说明商业银行不再向人民银行借钱了，甚至在减少对人民银行的负债。人民银行安排的专项再贷款，即使有贴息政策的支持，也出现了因风险评估过高导致商业银行不敢放贷的情况。这实际上是通缩苗头。虽然2020年4月M₂增加了11.1%，但这是靠扩大货币乘数来实现的，而基础货币在收缩。

从准备金率来看，中国的法定准备金率和超额准备金率加起来大约14%，现在全球平均数大概是13%。但国内外准备金率的结构不一样，国外超额准备金部分高，国内法定准备金部分高（超额准备金率在中国相当低，只有2%~3%）。在这种情况下，中国如果再进一步降低法定准备金率，那么超额准备金率就要提高。否则，总准备金率就会降低，从而可能引发系统性金融风险。中国法定准备金率还有再降一两个百分点的空间，但若继续再下降，整个金融风险就大了。当前的货币乘数已接近于理论的极限值，这说明货币政策空间正在日益收窄。

中国2020年一季度GDP下降6.8%，除了金融业和信息通信业外，其他行业

都在萎缩，这说明实体行业在整体萎缩。金融业增加值增长6%，说明货币供应的增加可能扩大的只是金融交易。在这种情况下，货币传导机制也许对大企业来说畅通，但对几千万中小微企业来说并不畅通。面对高风险、高成本、低收益的中小微企业贷款和融资需求，商业银行一般不愿意满足。

从4月份的价格指数来看，生产价格指数（PPI）下降了3.1%，扣除食品价格影响，消费价格指数（CPI）实际上只有1.1%，显示出较为明显的通缩迹象。越是通缩，货币就越是放不出去，这意味着货币政策的空间可能越来越小。除非有一天人民银行直接进场，或者直接增加持有政府的债权，也就是赤字货币化。

（三）二级市场上发行国债会产生挤出效应

在疫情的冲击下，财政收入大幅减少。一方面，2020年1月到4月，全国财政收入下降14.5%，一些县的财政收入降幅达到50%。另一方面，财政的刚性支出却越来越多，收支缺口越来越大。

表面上看，中国的政府债务并不高，可以以常规方式发行债券。但很多隐性债务问题并没有反映出来，实际债务的规模并不小。地方政府债务的规模、比重都比中央政府大。现在地方政府处于多重压力之下，一方面要减税降费，另一方面疫情冲击下税基收缩、财政收入减少，还要面临2020年的偿本付息（规模达到千亿元）问题。

这几个方面都在挤压地方财政，中央给地方转移支付缓解压力，但资金从何而来？肯定需要扩大赤字债务。问题是现在的赤字以什么方式弥补？这就涉及债务发行方式的问题。

在二级市场上发国债从表面上看还有空间，但这个空间也不是太大。如果是大规模地向二级市场发债，会带来两个方面的挤出效应。一是数量上的此多彼少，财政占用的资金多了，市场可用的资金就少了，银行信贷资金也少了，除非人民银行配合，释放基础货币或降准。二是除了数量挤出效应，价格也可能会抬高，从而抬高基准利率。如果国债利率低了，除非靠行政命令让大家买，否则没人会要。在高度不确定性的情况下，贷款的风险越来越大，银行为了改变其资产结构也许愿意购买国债，但银行信贷资金会相对减少。而且还会带来一个问题，即大规模的债券发行，加重了财政负担，意味着未来的税收负担也会加重。按照理性预期和李嘉图等价理论来分析，人们预期未来税负加重，会改变现在的经济行为，对减税降费的政策效果打折扣。当然这有待进一步验证。

（四）财政赤字适度的货币化是当前条件下风险最小的一种选择

权衡当前与未来各方面风险，我认为赤字货币化的方式，即通过人民银行以零利率直接购买国债，是风险最小的。这在某种意义上就是铸币税，货币发行收入一部分给国家财政，来解决现在地方财政遇到的困难、贫困人口、失业人员等问题，因为救助中小微企业这些事情通过银行的途径是无法做到的。这样做的效果，通胀预期不会扩大，降低了未来税负加重的预期，也避免了当前挤出效应，部分解决货币政策传导不畅通的问题。至于财经纪律，它本身就是一个约束，而且还有全国人大的监督。更重要的是不搞隐性的赤字货币化，避免了财经纪律被隐性破坏。所以，财政赤字适度的货币化是一个风险最小的选择。

讨论赤字货币化时，还有一个相关联的问题，即货币与资产价格孰因孰果的问题。按照货币数量论的逻辑，货币多了，物价上涨，或表现为资产价格上涨。但若按照“货币状态”来考虑，则并非只有货币数量而是有多元因素影响资产价格。比如货币持有结构，决定了实体的需求，实体需求才会导致物价和资产价格的变化。货币结构与货币总量相关联，但不是同一个问题。其实从中国房地产的价格来观察，到底是因为货币发多了导致房价上涨，还是因大家炒房导致价格上涨，然后引发货币需求扩大，进而导致货币多了？这好像是一个鸡生蛋还是蛋生鸡的问题，其实，这与货币状态有更直接的关联，尤其是货币持有结构的问题。货币存量分布会左右货币增量的分布，大企业容易融资，富人也容易获得资金，他们会拿着钱去寻求增值，拿去购买资产，很多企业放弃了实体的主营业务，通过购买资产来增值，导致金融跟实体经济越来越脱钩。

货币数量论在过去的条件下可能是成立的，比如在短缺的、供不应求的、整体收入水平比较低、贫富差距也不大的条件下，货币多了会直接导致物价上涨和通货膨胀。但在整体收入水平达到一定程度以后，供过于求，贫富差距比较大的情况下，最重要的问题已经不是通胀，而是通缩。因为富人不花钱，而想花钱的却没有钱。越是通缩的情况下，货币政策的作用空间就越小，此时的货币政策像根绳子，拉一拉是可以的，但要推动很难。货币放水的结果，不是进入实体经济，而是自我循环，变成金融交易。

在这种情况下，需要财政政策发挥更大作用。在通缩的条件下，在经济下行的状态下，或是遇到重大冲击（如疫情发生）时，社会不平等会急剧扩大。这时受到冲击的中小微企业会大量破产，大量的人因此失业，严重伤害低收入阶层。越在这种社会不平等急剧扩大的时候，越需要财政去发挥作用。而财政的资金是

不足的，于是需要适度的赤字货币化。要把经济放到整个社会中，而不仅仅是就经济本身来观察，实行适度赤字货币化，权衡各种各样的风险，是在当前条件下风险最小的一种选择。零风险的政策是没有的，任何政策都有利有弊。

至于有人提出适度赤字货币化违反了《中国人民银行法》，这个先例一旦打破以后会收不住，我觉得带有一些想象成分。因为既有市场的约束，也有法治的约束。全国人大要审议预算，并不是由政府独断。

需要再强调一下，我提出赤字货币化，是特殊条件下的一种特殊操作，不是一个常态。当然，如果现在前所未有的冲击和挑战都不算特殊，还可以以常规的操作手段来应对的话，那就是另一码事。中央说两个“前所未有”，表明现在的形势非常严峻，必须要有特殊措施。这种特殊措施也是在特殊条件下推行，并不意味着要一直进行下去。

（五）从未来风险的前景来判断问题

在判断赤字货币化这个问题的时候，有的人倾向于从历史的角度来判断问题，而我更倾向于从未来风险的前景来判断问题。历史的经验教训当然要吸取，但是此一时彼一时。如果历史发展是线性过程，未来就是在现在的延长线上，那就好办了，也就没有大变局、不确定性这些概念了。正是因为未来是不确定的，未来不在现在的延长线上，所以历史的经验教训要吸取，但更多的是要基于未来的前景来考虑问题，这就是风险思维。

不是看过去，而是要看未来，从未来看今天，以此来判断今天应当采取什么行动，怎么做这个事情才更好。无论怎么做，都是一种风险权衡之下的选择，因为没有无风险的操作，两害相权取其轻。对风险当然有不同的判断，讨论是没有止境的，最终要靠实践去检验。

实践会不会走到赤字货币化这一步？作为学者我提出建议，决策层不一定非得采纳。毫无疑问，现在没有修改《中国人民银行法》，我估计立即开展货币融资或财政赤字货币化的可能性不大。可能会采取其他方式，但实际上可能跟货币融资差不多，也就是财政赤字的货币化。

（六）财政赤字货币化有利于货币政策和财政政策的配合

中国的金融市场化程度是不足的，利率、金融市场主体都存在市场化不足的问题，所以政府可以通过金融机构发挥一些政策性的功能。其实这样还不如摆在明处，让财政发挥财政的作用。尤其在促进社会公平方面，目前是在让金融发挥这种作用，其实应让财政更多地发挥作用。比如向贫困地区贷款倾斜，这明显是

跟市场规则有冲突的。1.7万亿元的扶贫产业贷款中，将来会有多少不良贷款？还有对建档贫困户的贷款，其实这里面有很多最终可能要由财政兜底。

与其以这种方式来做，不如市场的归市场，政府的归政府，这样可能更好一些。把现实中已经存在的变相货币化（货币融资）摆在面上，加以法律约束，这样大家也能看得更清楚。其实现在有很多变相的做法看不清楚，反而使两个部门之间，使财政政策、货币政策的配合出现问题。货币融资，或者说财政赤字货币化，其实反过来有利于货币政策和财政政策的配合，或者说能支持货币政策更好地发挥作用。

盛松成（中欧国际工商学院教授）

财政赤字货币化的要害是缺乏市场约束

现在讨论财政政策和货币政策的问题，往往会给人家一种误解，好像是从部门的立场去说话，似乎人民银行总是说对货币有利的话，财政部总是说对财政有利的话。这个现象不利于问题的讨论，应该实事求是地、客观地去讨论财政政策与货币政策如何配合的问题。

（一）什么是财政赤字货币化

现在学术界含糊的定义是，只要通过发行货币支持财政赤字，不管用什么方法，都可以算作财政赤字货币化。比如，人民银行降低商业银行法定存款准备金率，商业银行用由此释放的流动性来购买国债，还有人民银行在二级市场上大量购买政府债券、支持国债发行。我认为这个定义不是很准确，甚至于有人把量化宽松（QE）都混同于财政赤字货币化了。

多篇文章认为我们不应该向西方学习，中国有中国的国情。言下之意就是西方大搞财政赤字货币化，尤其是美国。我觉得这是误解了美国的量化宽松政策，美国是严禁财政赤字货币化的，尽管现在其QE已经超过2008年，但还是不允许进行财政赤字货币化。我专门找了英文原版的美联储有关法律，里面解释了为什么不允许这样做。这一点在中国的学术界是有误解的。如果像部分学者所说，只要是人民银行支持财政赤字，不管以哪种方法大量支持，都叫财政赤字货币化，那讨论就没有大的意义，因为很多国家早就在使用这些方法了，中国以前实际上也做过。

无论在理论上还是实践中，财政赤字货币化只有一种情况，这就是中央银行在一级市场直接购买政府债券，也就是所谓的“直升机撒钱”，其他都不能算财政赤字货币化。

目前对财政赤字货币化的讨论存在两种偏离：一种偏离是聚焦于货币超发会不会引发通货膨胀。换句话说，在特殊的情况下，是否应该无限量地增加货币供应，增加货币供应会不会产生通货膨胀，也就是大家讨论的现代货币理论（MMT）。因为根据 MMT 理论，只要在一定条件下，无论货币供应量如何增加，都不至于引起物价的上涨。现在大家很多都讨论到那个地方去了。实际上无限增加货币供应量与财政赤字货币化并没有直接联系。美国 2008 年国际金融危机时期实行的 QE 和目前美联储的无限量扩表，都不是通过财政赤字货币化来进行的。甚至于美联储联邦储备法里明确规定，只能通过公开市场上操作，只能在二级市场上购买国债，这是为了保持美联储的独立性。到现在为止，美联储已经购买过各种类型的资产，2008 年的时候买过抵押支持债券（MBS）、国债，但还是在二级市场上买的，它绝对不能在一级市场上由财政部直接向它融资，哪怕财政部的国债再优良都不行。

另一种偏离认为人民银行通过哪一种渠道购买并不重要，重要的是如何确保财政资金的有效使用。也就是说只要财政资金使用得当，用什么办法去筹集它，一级市场筹集还是二级市场筹集都无所谓。我认为这个观点也不是很恰当，这其实是在讨论政府拿到钱以后如何使用，和财政赤字货币化并没有直接联系。

（二）赤字货币化的沉痛历史教训

不到万不得已，不要进行财政赤字货币化，不要在一级市场直接购买国债。

为什么《中国人民银行法》和美联储都有这样一个规定？很多人说法律是可以修改的，疫情这么严重，改法律是很正常的。但首先应该弄清楚这个法律是怎么产生的，修改以后的后果是什么。《中国人民银行法》是 1995 年通过的。在中国的历史上，无论是计划体制下还是市场经济初期，都有过财政向人民银行直接透支的情况，有过很沉痛的教训。所以在 20 世纪 90 年代中期后，就坚决不许财政直接向人民银行透支，才有了《中国人民银行法》这个规定。

在美国也有历史经验和沉痛教训。19 世纪 60 年代美国内战的时候，林肯政府为了筹措战争经费，由财政部直接发行纸币，叫“绿背纸币”，因为它的背面是绿色。绿背纸币总量发了 5 亿多美元，到现在为止这个绿背纸币还在美联储的资产负债表上，大概有 3 亿美元，当然它已经不是流通货币了。为什么美国的

《联邦储备法》有这么严格的规定，不允许美联储直接在一级市场上“直升机撒钱”或是财政赤字货币化，就是因为有这个沉痛教训。南北战争以后，绿背纸币使得美国的通货膨胀率非常高，三年中高达70%多。

（三）中央银行在一级市场与二级市场购买政府债券的根本区别

中央银行在一级市场直接认购国债的“直升机撒钱”，与通常的通过二级市场购买政府债券，两者的根本区别和不同影响，可以从货币供应量和利率两个方面予以考察，主要有以下几个区别。

第一，中央银行在一级市场直接认购国债会被动等量扩大中央银行的资产负债表，等量增加基础货币供应。比如2020年4月份中国广义货币乘数是6.72，也就是说发1元的基础货币最后可以形成的广义货币供应量是6元以上。如果人民银行认购1万亿元的政府债券，整个货币供应量（指的是 M_2 ）就会增加6.72万亿元，根据2019年的基数测算，这会导致 M_2 增速同比提高3.5个百分点。如果只允许人民银行通过二级市场购买政府债券，它可以根据货币发行需要，分批、分期购买，可以购买长期债券，也可以购买短期债券，这样就能保证人民银行货币政策的独立性。

第二，政府公开招标发行债券，需要参考二级市场交易价格。当前中国国债二级市场有众多专业投资者参与、交易活跃透明，具备良好的“价格发现”功能，也能有效约束政府的发债行为。刘尚希院长说用零利率来购买，我不是很赞同。现在十年期国债利率大概是2.7%左右，为什么人民银行购买就可以零利率？政府公开招标发行债券需要参考二级市场的交易价格，二级市场利率如果是2.6%或者2.7%，就应该接近这个价格。这个价格对政府发债是有约束作用的。政府发债能发多少规模，利率是多少，财政融资成本是多少，只有市场才最有发言权，这是第一个层次的约束。第二个层次的约束是，政府债券利率上升也会一定程度上与金融市场利率相互影响，比如债券吸引力的问题、金融市场定价的问题等。第三个约束是金融市场利率上升会导致实体经济利率上升，比如银行贷款利率上升，从而影响企业融资。

所以通过二级市场发行，国债的价格和发行量都受约束，想发过多就无法发出去。如果供大于求，国债价格下降，利率上升，对实体经济的影响就很大，同时受到利率的约束。不到万不得已人民银行不要在一级市场认购，而是在二级市场认购，因为能接受市场机制各方面的制约。若人民银行在一级市场直接认购政府债券，这一机制就难以发挥作用了。

第三，人民银行直接通过一级市场认购政府债券，还将制约货币政策的操作。美国在2008年曾经搞过“扭曲操作”，通过抛售短期国债购买长期国债，这样长期国债价格上升，长期利率下降，从而可以促进长期投资。如果人民银行直接从一级市场认购国债，那么就没法进行“扭曲操作”了，人民银行货币政策的工具实际上会受到很大限制。

还要考虑国债收益率曲线。如果由人民银行直接认购，那么根本形不成国债收益率曲线。“十八大”的报告中特别提到要形成国债收益率曲线，这也是货币政策调控的工具。

（四）中国离财政赤字货币化还很远

在什么条件下才能或需要进行财政赤字货币化？只有在市场完全失灵或者传统工具完全失效的情况下，在反复权衡成本、收益、风险之后，它是决策者最后的工具。也就是说国债发不出去了，财政部融不到钱了，或是融到钱非常困难，金融市场被极大地扰乱，这种情况下才可以进行财政赤字货币化。

当前中国的货币政策总体来讲保持稳健，很多传统的货币政策工具是可以运用的，比如中小金融机构存款准备金率现在至少有6%，相比其他国家（比如美国）高得多。美国五年期以上定期存款不收法定准备金，只有活期存款才收，而且低至3%。中国高的时候超过20%，现在降准空间还比较大。现在发国债并不困难：1）中国的赤字率在世界主要国家当中是比较低的；2）市场对国债的需求比较旺盛，国债发行是比较顺利的，所以没必要实行财政赤字货币化；3）中国的货币政策调控正在由数量型向价格型的方向转变，也就是利率调控，如果贸然实行财政赤字货币化，整个市场的价格信号混乱了，容易造成货币超发、财政失衡，埋下风险隐患。

因此，我认为中国目前还没有到需要实行财政赤字货币化的极限程度，处于能够运用正常的货币政策来支持配合财政政策的时候，没有必要进行财政赤字货币化。这次的讨论形成以下三点共识：一是目前需要实行扩张性的财政政策；二是财政政策与货币政策应该协调配合，目前条件下需要比以往更好、更有效的协调配合；三是无论财政政策还是货币政策都应受到约束。

伍戈（长江证券首席经济学家）

最近财政赤字货币化这个议题讨论得很热烈，有很多投资者也在问，中国国内现在为什么讨论这个问题？这个问题不是市场先挖掘出来的，而是由于有了官

方言论之后才反射到市场上。华尔街的投资者也在问中国为什么讨论这个问题。因为在他们看来，中国离这个问题还很遥远，法定存款准备金在10%以上。虽然中国有很多财政隐性负债，但经过几次审计，对于中国的隐性负债大体是有数的。

现在经济形势严峻，这是大家的共识。关于财政货币的空间，市场上也有共识，认为中国的财政政策是有空间的，货币政策也是有空间的。难道要真金白银地进行财政赤字货币化？是不是到了那个程度？我的粗浅想法如下。

第一，毫无疑问，中央已经提出应该加大财政赤字，加大逆周期的调节，但是不应该货币化。货币与价格的关联是非常清楚的，不管是做格兰杰因果检验还是各种图像的检验，以及考察滞后关系，货币对于价格的影响都是显而易见的。价格当然不仅仅局限于物价，也包括资产价格。货币是预测未来CPI、房价、股价最重要的因素之一。当然，影响这些价格的不仅仅是货币的数量和资金的价格，还有很多其他的因素，包括成本冲击等。许多严肃的学术研究文章在强调货币重要性，当然这不一定叫货币数量论，但货币确实会产生很多影响，比如最近的商品房市场，只要货币有所变动，商品房市场的反应就非常敏感。

第二，如何判断现实是常态还是非常态？这不是判断疫情属于常态还是非常态，而是政策到底是处于常态还是非常态。当前中国的财政和货币都处于常态化，并不能因为现在疫情是非常态，所以要动用的工具就都要完全非常态。如果政策还有正常空间，那为什么一定要用“杀手锏”呢？

第三，即使处于非常态的情况，过去西方的政策未必是完美的。研究发现，过去五到十年中每次GDP增速下降一点，就能看到西方利率明显下降很多。同样是经济下行，西方对于货币和利率的运用是高频和猛烈的。这也导致了目前面临的窘境：信用货币才几十年就到了零利率和负利率阶段。有很多实证研究发现，零利率、负利率以及所谓财政货币化有关的操作对于全球的贫富悬殊产生影响。

第四，要强调政策纪律。财政和货币都需要纪律。货币的纪律就是《中国人民银行法》这个最根本最重要的大法，人民银行行为是受限制的。如果打破了法律规范，将严重助长道德风险。实行财政赤字货币化其实是某种形式的向计划经济时代的退步，也是对人民银行独立性的严重损害。因此，我旗帜鲜明地反对财政赤字货币化，不管是理论上还是实践上。

刘尚希院长提到，现在很多财政赤字货币化本来是隐性的，本来就有财政赤

字货币化的苗头，现在只是把它显性化而已。但是显性可以通过数字公开化，为什么一定要通过赤字货币化呢？许多国家长期把禁止财政赤字货币化写到法律中，是经过历史沿革和经验教训选择的。

财政发债的确有二级市场的成本。但发债完全可以在二级市场发，大家若有意愿买债，债券利率就会上升。不过，历次债券供给增加的时候，人民银行在银行间市场包括利率上都是有配合的，所以成本不是最大的问题。

值得一提的是，目前经济正在自发性修复，当然离回到正常还有很长的路要走，应该加大逆周期调整。但是加大逆周期调整，和所谓的“由于现在处于非常规状态，所以政策上要财政赤字货币化”，完全不能同日而语。

余永定（中国社会科学院学部委员）

我谈两个问题。一是，“货币融资”是否在理论上完全错误，在实践中完全不可行？二是，在中国目前的情况下是否已经走到这一步，也就是需要马上进行货币融资？

讨论这两个问题之前，希望大家仔细读一下伯南克在2002年讲的一段话：“If the Treasury issued debt to purchase private assets and the Fed then purchased an equal amount of Treasury debt with newly created money, the whole operation would be the economic equivalent of direct open-market operations in private assets。”^[1]根据我的理解，他的意思是，如果在财政部发债购买私人资产的同时，美联储通过货币创造购买了等量的私人资产，在经济上就等价于直接的公开市场操作。如果这段话的含义还不够清楚的话，他在这个讲话的注脚中说得就再清楚不过了：“A tax cut financed by money creation is the equivalent of a bond-financed tax cut plus an open-market operation in bonds by the Fed, and so arguably no explicit coordination is needed。”换句话说，通过货币创造为减税融资，等价于国债融资加上美联储在债券市场上的公开市场操作。

简言之“货币融资=国债融资+公开市场操作”。这是一个非常重要的命题。我们很多人都被美联储“欺骗了”。我们一直相信美联储是绝不会进行“货币融资”或“财政赤字货币化”，但伯南克明明白白告诉我们：如果财政部在一级市

[1] “Remarks by Governor Ben S. Bernanke, Before the National Economists Club”, Washington, D.C., November 21, 2002, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>[2020-05-20].

场发国债的同时，美联储通过公开市场操作在二级市场上买进等量的国债，财政部实际上就是在进行货币融资。

如果财政部直接把国债卖给美联储，就是货币融资，就是财政赤字货币化。这点毫无疑义。但如果财政部先把国债卖给一级交易商^[1]，然后再由美联储从一级交易商手中把国债买走，这种操作同财政部直接把国债卖给美联储有什么本质区别呢？从伯南克的讲话中可以看出，至少他认为两者没什么本质区别，是等价的。总之，“国债融资+公开市场操作”的实际结果就是货币融资。但在形式上，由于财政部没有把国债直接卖给美联储，所以可以说美国并没有进行货币融资。

在2008年以前，在正常情况下，美国财政部发债和美联储公开市场操作是互不相干的两件事。美联储在从事公开市场操作的时候，并不需要过多考虑财政部是否在发债，发了多少债。美联储从事公开市场操作是在执行货币政策：根据经济形势的需要，改变联邦基金利息率，改变商业银行的贷款能力。

但在2008年之后，美联储的公开市场操作已经不是单纯的公开市场操作，而是QE。QE同单纯的公开市场操作的主要不同在于：美联储开始大量买入长期国债（而不仅仅是短期国债），不仅买入国债而且买入各种私人资产如MBS等等。由于在财政部大量发行国债弥补财政赤字的同时，美联储大量买进国债，美联储持有的联邦债务在2017年底为28581亿美元，是2008年4759亿美元的600%。同期美国国债存量则由10万亿美元增加到20万亿美元。换言之，美联储买走了近24%的新增美国国债。同美联储相比，包括一级市场交易商在内的整个银行系统所持有的美国国债和新增国债则微乎其微（不到1000亿美元）。这种情况也容易解释：作为一级市场交易商的银行只不过是承销商（underwriter），它们自己并不愿持有更多美国国债（可能因为收益率太低）。在一级市场上买到国债后，它们就把国债转卖给中国、日本等海外投资者以及养老金、互助基金等国内投资者，其余百分之二十几的国债则卖给了美联储。美联储用来购买美国国债的资金从哪里来呢？只能是美联储“凭空气创造的货币”（out of thin air）。

按通常的理解，美联储实行QE的目的是：遏制有毒资产价格的暴跌，使持

[1] 美国有24家可以同美联储直接打交道的一级交易商。这些交易商包括摩根斯坦利、巴克莱资本公司、美国富国银行（WELLS FARGO）、高盛、JP.摩根证券有限责任公司等合格的银行和证券公司。这些一级交易商参加美国财政部新发行国债拍卖活动（荷兰式拍卖）。其实拍卖活动是由纽约联储代表财政部组织进行的。

有大量有毒资产的金融机构免于破产；压低长期利息率，以鼓励投资；抬高股票价格，通过财富效应刺激消费。我认为还应加上一条：迂回实现财政赤字的货币融资。所以，我们可以把伯南克的等式改为：债务融资（发债）+QE=货币融资。

我们进一步说明公开市场操作、货币融资和债务融资导致的财政部、商业银行和中央银行三者资产负债表的变化。首先看公开市场操作，操作步骤的先后用阿拉伯数字表示，公开市场操作导致商业银行和中央银行资产负债表的变化是大家所熟悉的，无需赘述（见图1）。

商业银行		中央银行	
资产	负债	资产	负债
2. -100 国债		1. +100 国债	3. +100 准备金
4. +100 准备金			

图1 中央银行公开市场操作（OMO）

数据来源：作者自制。

财政部		中央银行	
资产	负债	资产	负债
4. +100 财政部存款	1. +100 国债	2. +100 国债	3. +100 财政部存款

图2 货币融资

数据来源：作者自制。

财政部的货币融资导致的财政部和中央银行资产负债表的变化见图2和图3。在货币融资的情况下，财政部发行100单位国债，中央银行直接从财政部（一级市场）购买100单位国债。其结果是：在资产方，财政部得到100单位存款（存放在中央银行的财政部账户上，可以随时使用）；在负债方增加了100单位国债。中央银行则在资产方增加了100单位国债，在负债方增加了100单位财政部（政府）存款。这就是所谓的货币融资，中央银行“印钱”（或在财政部账户上记上100单位存款）给政府花。货币融资或“财政赤字货币化”，在世界上不是什么新问题，在中国也不是什么新问题。

财政部		商业银行	
资产	负债	资产	负债
4. +100 财政部存款	1. +100 国债	2. +100 国债	3. -100 现金

图3 财政部国债融资

数据来源：作者自制。

在此例中，财政部发售的国债被商业银行在一级市场买走，商业银行的资产增加了100单位国债，减少了100单位现金。财政部负债则增加了100单位国债，资产增加了100单位存款（或现金）。在国债融资过程中，商业银行的资产结构发生了变化但净资产并未发生变化。财政部获得的存款或现金最终是来自于公众的，财政多花的钱恰恰等于公众少花的钱，因而对经济不会产生通货膨胀压力。无论财政部通过发债筹集的资金最初存放在哪里，国债融资不涉及货币创造，因而不会影响中央银行的资产负债表。需要指出的是，在现实中，美国国债的持有者主要是外国投资者，其次是养老金，再次是美联储。作为承销商，商业银行本身持有的国债数量很少。

总之，根据前面三张资产负债表的变化，可以得出结论：“国债融资”不增加货币供应量但增加资产；“货币融资”增加货币供应量也增加资产；“公开市场操作”增加货币供应量但不增加资产。

财政部		商业银行		中央银行	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
3. +100 现金	1. +100 国债	2. -100 现金		5. +100 国债	7. +100 准备金
		4. +100 国债			
		6. -100 国债			
		8. +100 准备金			

图4 国债融资+公开市场操作≈货币融资

数据来源：作者自制。

把前面三张资产负债表合并后我们会进一步发现，财政部、商业银行和中央银行资产负债表的变化表明“国债融资+公开市场操作≈货币融资”。从图4可以

看出：步骤1、2、3、4是财政部和银行之间进行的国债融资过程；步骤5、6、7、8是公开市场操作过程。在经过上述操作过程之后，商业银行（实际是公众）的资产负债总量并未发生变化，仅结构发生了变化。交易的最终结果是财政部多出了100单位现金，而这些现金则是中央银行通过创造货币——100单位准备金——从财政部购买100单位国债的结果。漏掉图4中商业银行的资产负债表，可以看出，图4同图2描述的货币融资的结果基本相同。这也就是说美联储同财政部配合通过商业银行（一级市场交易商）转道手实现了货币融资。美联储也许严格遵守了只能从二级市场购买国债的法律规定，但却几乎没有底线地违背了这一规定的精神与实质。

按伯南克的说法，国债融资+公开市场操作=货币融资。他认为“国债融资+公开市场操作”同货币融资没什么区别，我比他还保守点，我认为两者还是有区别的，所以我用的是约等号“ $\approx$ ”。区别在于什么地方？如果是纯粹的货币融资，中央银行增加的负债不是准备金，而是存款（财政部存放在中央银行、可以随时提取的存款）。在“国债融资+公开市场操作”的融资方式下，财政部的存款直接来自商业银行的自有现金。而美联储创造的货币不是财政部在中央银行的存款，而是商业银行存放在美联储的等量准备金。然而，准备金不是一般货币而是基础货币，基础货币本身不代表购买力，基础货币的增加不一定代表通货膨胀压力的增加，除非商业银行以准备金为基础扩大商业贷款。2008年以后美国经济形势的特点恰恰在于：由于存在严重通缩压力，居民和企业不希望从商业银行借钱，商业银行也不愿意给居民和企业提供贷款。其结果是银行在中央银行囤积了数以万亿美元计的超额准备金，而信贷和广义货币增速以及通货膨胀率始终维持在低水平。由于2008年以后公开市场操作的特殊性，我把伯南克的“国债融资+公开市场操作=货币融资”改成“国债融资+QE=货币融资”。

我以为，两个等式的区别具有重要意义。在通货紧缩期间，通过QE，中央银行可以不断从商业银行购买国债、增加商业银行在美联储的准备金，而不必过于担心发生通胀。从美联储的资产负债表上可以看得很清楚：美联储持有的美国国债从2008年底的4759亿美元上升到2009年的2.3万亿美元；超额准备金则从2008年初的1640亿美元上升到2009年的1.5万亿美元。超额准备金的增加应该能够大致反映美国货币融资的数量。当然，实事求是地讲，美国新增国债的绝大部分是由投资者用“真金白银”购买的，但由于美国国债规模巨大，货币融资的数量也是惊人的。从美国、日本等国的经验来看，在经济疲软、低通货膨胀甚至通

货收缩时期有限度地进行一些货币融资，在理论上和实践上似乎并无不可。

长期以来，大家强调中央银行的独立性无疑是正确的。但中央银行和财政部的配合和协调也是十分重要的。事实上在2002年的演讲中，伯南克自己建议美国财政部在美联储设立一个特殊账户。在平时，财政部在这个账户中的存款为零。但必要时美联储可以向这个账户打钱，美国财政部则可以从这个账户支出。当然，这就是明目张胆的货币融资了。这种做法在现行法律框架下是行不通的。因而，伯南克又强调，账户中资金如何使用要经过国会的批准。总而言之，他是想找到一个折中办法。我之所以提出这个问题是想提醒大家：不要太相信美联储的独立性。今后美联储将受到越来越大的压力和美国政府配合。干什么呢？很可能就是要让美联储多进行一点货币融资。

尽管有限的货币融资从理论上并无不可，而且在相当长的时期内，不少国家在不同程度上都在进行直接或变相的货币融资。中国是否可以进行货币融资呢？一些学者所说的中国实际上已经在一定程度和范围内进行货币融资的说法并非全无道理。二十年前我是货币融资的坚决反对者。在1999年的一篇文章中，我写道：“就中国目前的情况而言，政府使财政赤字货币化似乎不会导致物价的上升。因而，从理论上说，中国政府可以增加财政赤字，并通过使财政赤字货币化的方式，最大限度地征收铸币税（从短期来看，这是一种最方便、成本最低的赤字融资方式）。然而，正如我们已经指出的，财政赤字货币化的政策是一种非常危险的游戏。在历史上，这种政策几乎无一例外地给实行这种政策的国家最终造成了经济灾难。如果想进一步加大财政政策对经济的刺激力度，我们的财政状况还远未糟糕到要使财政赤字货币化的地步。”^[1]

二十年以后，基于对日本、美国和中国经验的观察，我对自己的观点做了些调整。我不再认为货币融资是绝对不可做的事情，非常时期可用非常之策。但同时我认为中国现在进行国债融资的余地还很大：中国的财政赤字对GDP比例、国债余额对GDP比例同其他国家相比还是很低的。发行国债应该不会导致国债收益率的明显上升。中国也可能存在实行中国式QE的必要性：人民银行配合财政部，从二级市场购入财政部在一级市场上发行的国债。我认为可以按次序先试国债融资，这是常规方法。如果发不出去，利率上去了，那就进行QE。与此同

[1] 余永定：“中国不能走财政赤字货币化的道路”，《金融研究》，1999年第7期。此文后收入《一个学者的思想轨迹》，中信出版社，2005年，第327~334页。

时，是否也可以实行一些直接的货币融资呢？现在许多学者主张按人头发钱。这难道不是一种货币融资的主张吗？

总而言之，一切要从中国的实际出发，不要被种种传统观念束缚，要敢于创新，大胆试验。最关键的还不是融资的问题，而是要打破“3%”这个禁忌。现在中国经济处于这种状况，需要大幅增加财政支出，大大提高财政的扩张力度。我认为中国现在没有其他的选择，在目前的条件下应该强调货币政策与财政政策的配合。希望这次财政部下决心，把财政赤字对GDP比例提高到5%或者6%，甚至更高。一旦采取了强度足够大的扩张性财政政策，实行中国式QE，可能是货币政策支持财政政策的最重要方式。

张明（中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）

对刘尚希院长的发言，我有一些看法，可以归纳为以下六点。

第一，无论宽松财政政策未来怎么融资，想办法提高财政政策的效率是非常重要的。尚希院长提到，目前中国货币政策有很多问题，例如微观传导机制不畅通，信贷扩张支持不了中小企业和中低收入家庭。但问题在于，财政政策就一定能够发挥精准滴灌的作用吗？我认为也不好说。从过去财政政策的实施效果来看，很多时候也存在资源错配与资源浪费的情况。发行2020年的抗疫特别国债之后，一定要想方设法来保证发债募集的资金能够用到实处，能够真正作用到中小企业与中低收入家庭那里去。

第二，我一直比较担心财政赤字货币化这个口子一旦打开，能不能做到适度？尚希院长认为，全国人大可以通过法律形式来制约财政赤字货币化的规模。以过去十年地方政府债务快速上升为例，全国人大肯定也不愿意看到地方债上升得这么快，但事实上是显性加隐性的地方政府债务上升非常快。在当前中国的体制下，认为仅仅通过全国人大的立法就能避免财政赤字货币化由适度变成过度，恐怕有些过于理想化。

第三，尚希院长之前的文章指出，不要害怕财政赤字货币化的副作用，这是因为通胀一旦起来之后，人民银行可以采取一些方式抽出流动性，从而不让通胀形势失控。但是魔鬼在现实中、也在细节中。在真实世界中，一旦通货膨胀率或者资产价格高涨之后，人民银行要想通过抽出流动性来抑制通胀是非常困难的，这会面临各种各样的阻力（例如地方政府、金融市场、其他既得利益集团的反对等）。

第四，有一种观点认为，货币政策可以只关注通胀，而资产价格泡沫可以由宏观审慎政策去调节。但有大量研究表明，如果货币政策非常宽松，光靠宏观审慎政策无法控制资产价格泡沫。如果缺乏适当的货币政策进行配合，过于严厉的宏观审慎政策可能会导致更大的扭曲。

第五，传统的货币数量论非常简单，只讨论货币数量跟通胀的关系。这是因为在货币数量论产生的时候，金融市场还不发达，全球化程度也没那么深。现在要评估货币超发的后果，除了看通胀外，至少还要考虑另外两个维度，一个就是金融不稳定，过去十多年以来，全球的货币超发与全球宏观杠杆率的上升（负债方）以及全球资产价格膨胀（资产方）的关系非常密切。另一个维度则是，核心国家货币超发可能导致全球流动性泛滥和全球金融不稳定，尤其是美联储的货币超发。换言之，现在要考虑货币数量论，就必须从简单的国内商品市场拓展到金融市场和全球市场。

第六，在开放经济条件下，要进行财政赤字货币化还要格外关注汇率稳定。如果财政赤字货币化的规模很大，那么人民币汇率如何保持稳定？中国当前能够控制住系统性金融风险的原因，在于有一个比较严格的资本管制。用个形象的比喻，这好比让肉烂在锅里，在国内慢慢消化金融风险。但如果财政赤字货币化相关操作使得人民币汇率贬值预期加剧，它再与短期资本流出相互加强，就可能成为加剧中国系统性金融风险的扳机性因素。

张斌（中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）

大家的共识是，必须要财政扩张，需要财政发债。在发债的规模上，我认为宜大不宜小。为什么呢？反思2008年4万亿元的刺激计划，两个教训是最突出的。

第一个教训是，当时是政府要做很多项目，但政府给的资金太少，加在一起4万亿元，但事实上投资基建规模远远大于这个数字，很多资金包括做准公益项目的资金其实是商业金融机构支出的。后来决策者觉得不合适了开始收，但项目既不能停下来，又不能从银行借钱，只好从影子银行借利率非常高的资金。之所以现在有高额的地方融资债务，有系统性金融风险，很大程度上是因为原应由政府出资做的事，政府却没有出资，反而从商业金融机构借短期的、高利率的资金去做，导致债务快速积累。这是“4万亿”刺激计划里特别需要记住的教训，社会上经常批评“4万亿”，要搞清楚应该批评的地方究竟在哪里。不是错在“4万

亿”本身，不是说当时遇到那么大的经济困难不应该刺激，而是没有用对正确的融资方式。说到底还是背后政府与市场之间的边界不清楚，政府要做事，就应该由政府出资，不然对整个金融体系的负面影响很大。

第二个教训是，“4万亿”在做基建项目时，有一部分资金（特别是做基建）没有跟着人流走，没有跟着产业的发展方向走。在一些人口大量流出、产业发展潜力低的地方还做很多基建，这样造成很多浪费，也带来了坏账。

现在财政最应注意两点：一是要办多少事就筹备多少钱，不要说想干10万亿元、20万亿元的事，但只拿出来2万亿元、3万亿元，不足的还找金融机构想办法；二是要把资金用好，基建应该服务于人，服务于产业，要跟着人和产业走，不能主观臆断，不能逆着方向走。政府举债之后，资金用途直接决定了以后债务偿还能力，这是最重要的。

至于政府发债是一级市场上直接找人民银行买，抑或在二级市场发行之人民银行再去买，本质上差别不大。如果发债量小的话没太大关系，但如果量大的话，节奏怎么把握？这个过程中如果一下子多出来好几万亿元放到人民银行的资产负债表上，人民银行的压力也很大，可能存在要从别的渠道回笼货币的问题。所以我比较倾向于，根据实际需要发债，但不要一下子都发出来，可以有步骤地来。这个过程需要人民银行配合好，不光是市场短期利率，包括中长期利率，把利率曲线的陡峭程度调节好。

（责任编辑：周颖昕）