

可持续经济复苏：从金融到财政

◎ 彭文生

摘要：过去一年，中国广义货币增长速度加快，但对总需求和资产价格的促进作用似乎有限，近期数据尤其通胀和失业指标显示经济增速低于潜在水平。中国处于金融周期下行阶段，叠加疫情的疤痕效应和地缘政治等非经济因素的影响，表现出内生货币（信贷）动能不足态势，只有外生货币（财政）投放才能快速有效促进总需求，宏观政策逆周期调节载体需要从金融转向财政。当下，财政扩张还有利于稳定汇率。缓解对政府支出增加的潜在挤出效应和政府债务可持续性的担忧，需要市场友好型财政扩张，体现为从投资转向消费，核心是让居民消费来引导资源配置。以改善民生为导向的财政扩张政策在短期稳增长的同时，也促进人力资本积累和创新动力，从而有利于长期的经济增长，所形成的债务更具可持续性。

关键词：货币需求；流动性偏好；外生货币；财政扩张；可持续性

中图分类号：F832

文献标识码：A

虽然 2023 年第一季度中国经济有明显反弹，但进入第二季度后，经济动能弱于市场预期。就业和物价等其他宏观经济指标显示经济增速低于潜在增速，2023 年 5 月 CPI 同比上升 0.2%。

此外，过去一年广义货币增长速度加快，但货币扩张对需求的促进作用似乎有限。2023 年，中国的 M_2 同比增速上升至近年来新高，但 CPI 反而处于近年来的低位（见图 1）。针对这一现象，一种解释是从货币扩张到需求的传导存在时滞，投放的信贷会在未来几个季度内逐步花出去，贷款对经济的影响时滞大概在 12~24 个月。按此解释，2023 年下半年至 2024 年上半年，货币扩张对需求的促进作用才会更充分显现出来。

但货币扩张对资产价格的支持作用似乎也有限。上述解释的一个缺乏说服力之处在于资本市场相对偏弱的表现并未反映出对经济恢复的预期。例如，沪深总市值与 M_2 的比例代表了风险资产与安全资产的比例，其在 2021 年达到一个相对较高水

作者简介：彭文生，中金公司首席经济学家、研究部负责人、中金研究院院长。

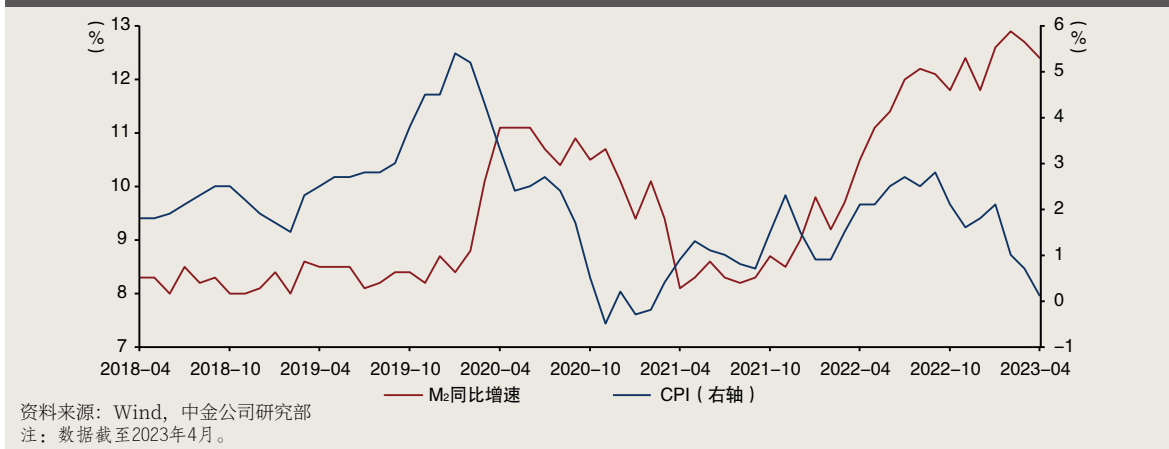
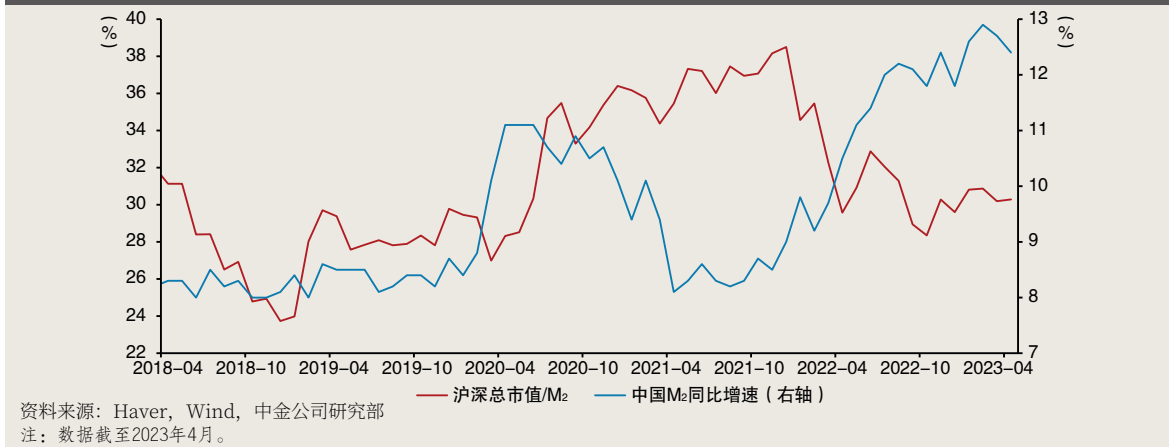
图1 中国M₂与CPI走势

图2 货币扩张对资产价格的支持作用



平之后下降至目前的相对低位(见图2)。

M₂扩张对资产价格的支持作用有限也许意味着市场过于悲观,但还有没有其他可能性?近期,市场讨论的一个热点问题就是钱去哪儿了,为什么所发大量货币对经济的刺激作用有限?

一、钱去哪儿了

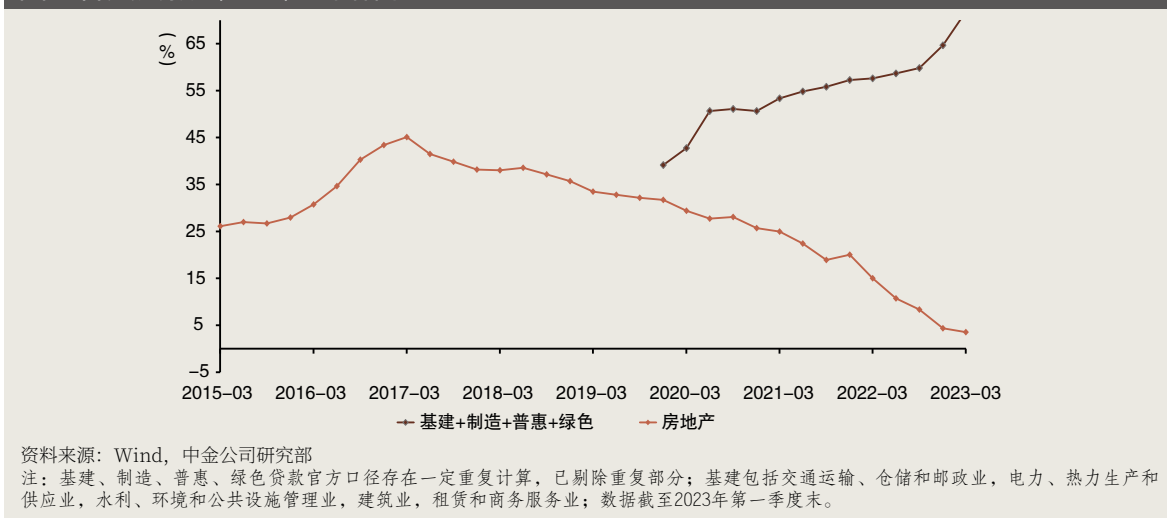
关于“钱去哪儿了”一个最流行的解释是货币流通速度下降。货币流通速度源于古典货币数量论,通过 $MV=PY$ 表示,即货币总量乘以货币流通速度等于商品价格乘以商品数量。这是一个恒等式,本文计算的货币流通速度是经济运行的结果,但不能解答货币在经济运行中的作用机制,对背后深层次逻辑的揭示意义有限。

另一个流行的解释是货币空转,但同样缺乏说

服力。例如,前几年在解释为何货币扩张没有带来通胀时,曾有说法认为大量货币被房地产部门吸收了。若上述逻辑是对的,则随着房地产市场下行,货币会流回实体经济,推动通胀率上升。但现实情况是,在房地产市场不景气时,通胀率往往也处于低位。

本文认为,上述解释没有抓住问题的本质。有两种理论更具参考意义。一是奥地利学派的理论,主张从货币供给的结构角度看货币流向,先得到货币的行业受益,后得到货币的行业受损(因为物价可能已经上升,导致购买力下降),经济周期波动往往是信贷驱动某些行业的过度扩张和随后的紧缩。2001年中国加入世界贸易组织后,制造业出口带来大量的贸易顺差,加上当时汇率灵活性不够,中国人民银行在外汇市场购买美元投放人民币,当时的货币投放机制使得制造业和出口行业最为受

图3 各类贷款 (TTM) 新增占比



益。2008 年全球金融危机后, 随着外汇储备增速放缓, 房地产行业成为信贷投放的重要领域, 最受益于货币扩张。2017 年金融工作会议之前, 房地产贷款占新增贷款比重一度超过 40%。2017 年金融工作会议之后, 随着金融监管加强, 房地产贷款占新增贷款比重快速下降, 目前已经不到 5%。

近年来中国整体信贷保持增长, 主要归功于信贷结构的变化。过去几年, 基建、制造、普惠和绿色等相关贷款大幅增长, 占新增贷款比重已从疫情前的 30% 多上升至 2023 年 3 月的 71.8% (见图 3)。政策性金融发力维持了信贷合理增长。进一步地, 政策性金融的利率低于银行商业贷款, 在作用机制上有财政补贴的元素, 新增信贷由房地产向政策性金融领域的转变实际上代表了信贷结构的改善, 缓解了房地产贷款下滑对经济的影响, 并非导致经济相对较弱的原因。

第二个有解释力的理论是凯恩斯的货币理论, 主要从货币需求角度论述了居民的流动性偏好, 包括交易、防御和投机需求。在凯恩斯看来, 货币需求波动是决定经济波动的最主要因素。在 1936 年出版的《就业、利息与货币通论》中, 他指出居民信心的波动, 即流动性偏好 (货币需求) 的变动, 决定了经济的周期波动。当负面冲击导致民众信心偏弱时, 流动性偏好导致居民的货币需求上升, 因此更愿意持有现金、国债等安全资产, 造成普遍的消费和投资意愿不足, 进而带动经济下行。

当前, 股市的风险溢价反映了居民部门对未来的信心。对比来看, A 股的风险溢价处于 10 年来的较高水平, 而美股风险溢价处于 10 年来的较低水平 (见图 4), 这都显示了中国的货币投放更多流向了安全和流动性资产。

相应地, 为应对民众信心缺乏带来的流动性偏好 (货币需求增加), 凯恩斯主张增加货币供给。当全社会的货币需求增加时, 如果货币供给不变, 将会导致民众抛售风险资产或不消费, 进而制约整体经济表现。相反, 如果央行增加货币供给以满足民众的流动性偏好, 则有助于减轻民众抛售资产和不消费的压力。2020 年, 各国政府为应对新冠疫情冲击普遍增发货币, 正是遵循了凯恩斯的建议。

货币需求的一个特殊领域是债务偿还带来的交易性和流动性资金需求。从存量债务有序滚动的角度来说, 存量债务偿还的资金部分来自新增贷款。因此, 如果债务还本付息负担占新增贷款的比重上升, 意味着更少的新增资金被用于促进实体经济增长。过去几个季度, 虽然企业和家庭部门还本付息占新增信贷比例有所下降, 但与 2008 年全球金融危机和 2020 年疫情期间相比仍处于高位 (见图 5)。这意味着债务偿还带来的资金需求处于高位, 制约了货币投放向实体经济传导的效率。

地方政府债务负担较重且融资条件错配。作为目前债务问题重点部门的地方政府, 债务负担较

图4 A股与美股风险溢价

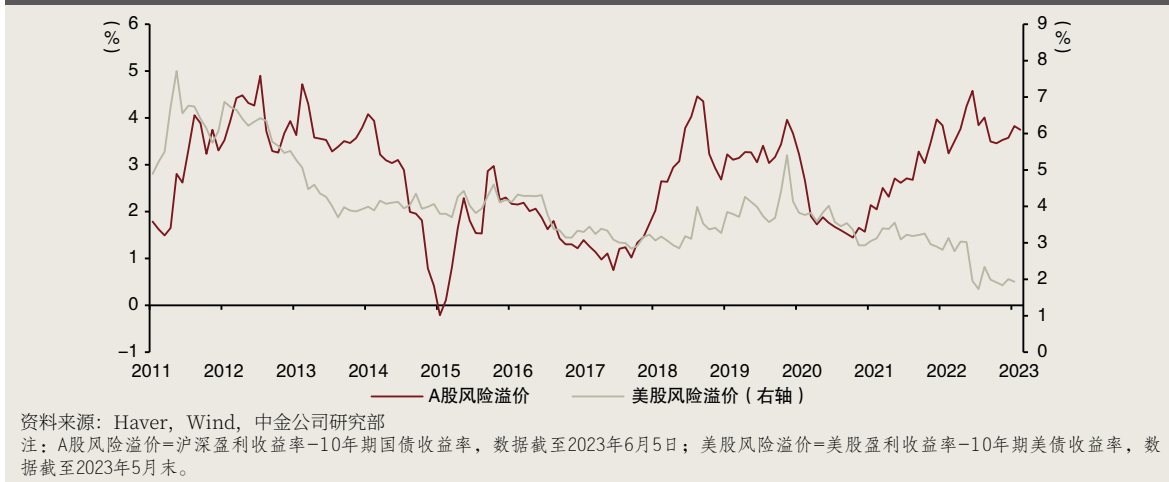
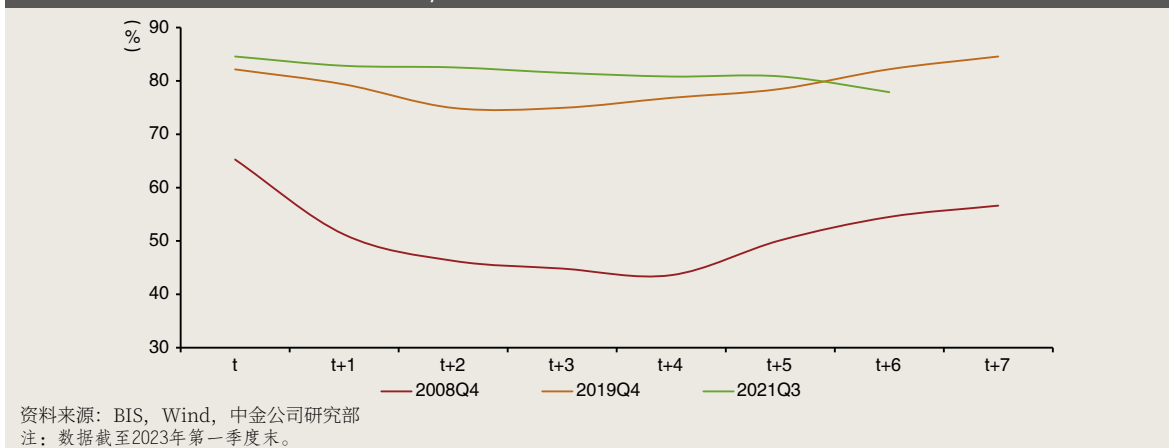


图5 非金融私人部门: 还本付息/新增信贷



重, 更关键的是, 地方政府债务融资条件存在错配。一方面, 很多地方政府债务投向了公共服务、基础设施、公共事业等领域, 资产回报率较低; 另一方面, 地方政府融资条件却是商业性的, 期限短、利率高, 债务与资产之间存在错配。这就导致了当前债务偿还负担较重, 这对经济的一个重要影响就是投资和消费的紧缩, 从而给总需求带来下行压力。

综合来看, 信心不足导致居民追求安全资产, 同时还本付息负担上升, 这都对货币投放的主要流向有重要影响。因此, 尽管当前 M_2 增速较快, 但相对于货币需求而言似乎仍显不够。面对这一局面, 政策层面是否应该进一步大幅扩张信贷使得货币供给满足货币需求? 这个问题的答案取决于“钱从哪里来”, 因为货币的来源不同, 对经济产生的影响也存在区别。

二、钱从哪里来

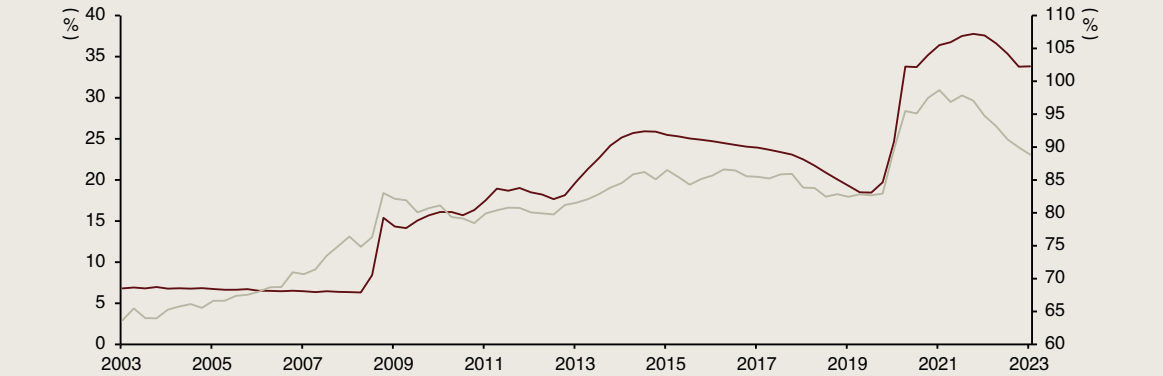
现代货币理论 (MMT) 背后关键的逻辑就是区分了外生货币和内生货币。信贷投放产生的货币是内生货币。私人部门信贷要求不仅仅取决于利率高低, 且具有很强的顺周期性。在周期向上阶段, 即便利率很高, 贷款需求也很旺盛。相反, 如果对未来经济缺乏信心, 即使利率很低, 私人部门借款意愿也不强。一个完整的金融周期一般会持续 15~20 年, 比一般的经济周期更长。但财政投放货币不一样, 一方面, 逆周期性很强, 政府投放货币的方式通常是减税、转移支付或政府采购等, 没有人会拒绝; 另一方面, 财政投放货币增加私人部门的净资产和收入, 对消费和投资的促进作用更强。相反地, 信贷投放货币不增加私人部门净资产, 而是增加了

表1 区分外生与内生货币 (MMT)

	投放	回笼	净投放如何消化	最终约束
政府货币 (外生货币)	财政支出	税收、卖出国债 (财政货币政策)	流动性增加、私人资产增加 利率下降、资产价格上升 刺激总需求效率高	通胀 经济周期
银行货币 (内生信用)	银行贷款	贷款偿还 (内置)	流动性增加、私人债务增加 房地产顺周期性 刺激总需求效率低	债务 金融周期

资料来源：中金公司研究部

图6 外生货币：美国财政赤字货币化



资料来源：Wind，中金公司研究部
注：数据截至2023年第一季度末。

未来的债务偿还负担。总体来讲，财政比金融的逆周期调节效率高（见表1）。

但是，两种货币投放方式也不应走极端。财政投放货币过多会带来通胀，例如，疫情以来美国财政货币政策大幅扩张带来了目前的高通胀。中国以往更多依靠信贷投放货币，这引发了当下的债务问题。因此，一国的货币投放需要依据当时经济面临的主要矛盾，在两种方式中找到平衡。

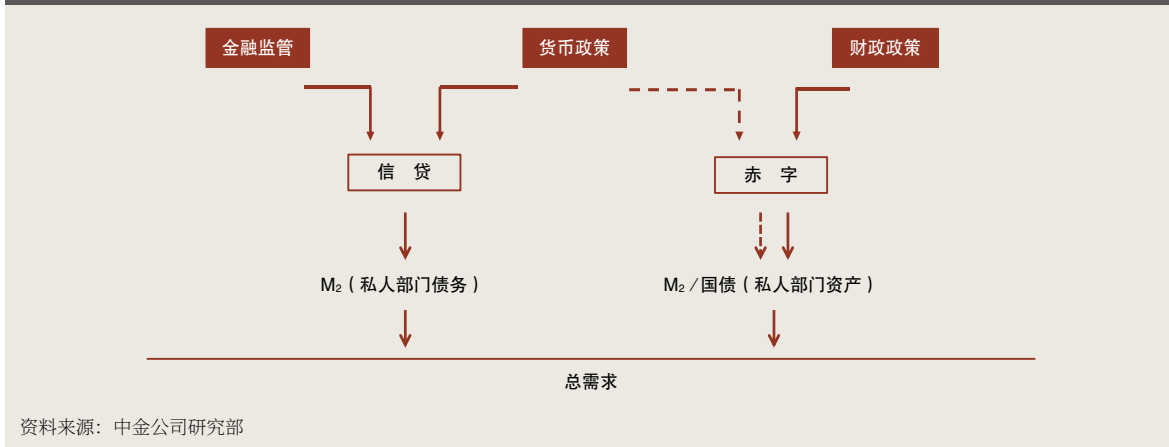
财政投放货币也有助于促进中长期经济增长。政府债务的债权人是私人部门，政府债务上升是增加了私人部门的净资产。而政府作为代理人，债务实际上是由下一代人承担。因此，财政赤字增加可看作花下一代人的钱增加当代人的净资产。若扩大的财政赤字被用于提升下一代的人力资本，提振中长期经济增速，则更符合动态效率。例如，当前青年人失业率较高，而青年人在进入劳动力市场时如果遭遇挫折，对其终身人力资本积累都将产生负面影响，不利于中长期经济增长。若财政扩张可以针对性发力降低青年人失业率，实际有利于促进中长期经济增长。

美国本轮货币投放方式主要是外生货币。2020

年新冠疫情发生后，美国政府推动财政赤字大幅扩张，美联储财政赤字货币化带来外生货币投放。随着2022年以来美国通胀上行，美联储启动缩表，带动了商业银行总资产的同向变动（见图6）。因此，此次硅谷银行事件本质上是美联储驱动商业银行缩表，导致商业银行存款收缩，进而引发利率风险错配严重的中小银行（如硅谷银行）风险暴露。

在中国金融周期下行之际需要财政扩张。从金融周期的角度来看，美国经历了2008年的次贷危机后，金融周期下行直到2013年触底，过去10年处在上升阶段，内生货币增长动能较强。虽然近期部分中小银行风险暴露，但是美国政府救市后市场表现仍然较强，目前为止还没有发生严重的信用紧缩。与欧美各国存在显著区别的是，中国当前处于金融周期的下行阶段，内生信贷需求偏弱。2017年全国金融工作会议后，金融监管加强，金融周期出现拐点，表现为房地产行业面临下行压力以及信贷投放节奏放缓。因此，中国处在金融周期的下行阶段，财政和准财政驱动的货币投放，即所谓外生货币的重要性上升，更需要财政扩张来进行宏观逆周

图7 理想的货币环境：紧信用、松货币、宽财政



期调节。

但疫情以来，中国广义财政扩张力度相对有限。为衡量广义财政扩张力度，本文将卖地收入作为融资项计算广义财政赤字率。2020年新冠疫情发生后，中国的广义财政仅在2020年有显著扩张，其余年份的财政扩张力度都相对有限，意味着当前财政存在进一步发力的空间。

总体来看，思考疫后经济复苏可从三个维度切入。第一，自主动能，疫情防控政策优化后，供给能力恢复和积压需求的释放促进了经济恢复，但是这种自主动能的恢复偏弱，主要原因在于服务业主导的经济修复的乘数效应较弱。第二，宏观政策方面，整体财政扩张力度相对有限，政策性金融成为政策主力，但毕竟仍属于贷款，增加非金融部门的债务，和财政有着本质区别。宏观政策的效果也存在一定时滞，在私人部门避险情绪较高的背景下乘数效应也有所下降。第三，私人部门信心不足，风险溢价上升，导致其对安全资产的需求增加，货币利率下行。综合来看，这表现为实体层面的投资需求下降、金融层面的风险资产价格下跌。

三、从金融到财政

在金融周期下行阶段，理想的货币环境是“紧信用、松货币、宽财政”。从金融到财政，从内生货币到外生货币，具体的政策手段有三个：货币政策、监管政策和财政政策。从货币政策角度来看，2023年6月13日，中国人民银行下调7天逆回购

利率10个基点。但如果中国人民银行降息没有配合财政扩张，在私人部门信心不足的情况下，货币政策通过信贷传导的效果可能有限。从监管政策角度来看，如果私人部门信心不足，即使取消限购限贷并降低首付比例，效率可能也不会提高（见图7）。总体来说，在信用紧缩的顺周期压力下，靠信贷和房地产进行逆周期调节的效率低，或者从结果反推来看，要达到理想的政策效果，则可能需要异乎寻常力度的货币放松和信贷扩张，可能会带来长期的负面影响。

现阶段，最优的政策选择是财政扩张。经过过去十几年的信贷扩张，中国债务积累已较高，目前采用扩张信贷的方式即使短期有助于促进经济增长，也会进一步增加后续的债务风险。货币放松既可以支持财政扩张，也可以支持信贷扩张，但这两种方式对于经济增长、居民部门信心、汇率、通胀、债务和经济可持续性有不同的影响（见表2）。现阶段，基于中国经济的情况权衡利弊，财政扩张是较优选择。

财政扩张需要中国人民银行扩表予以配合，否则财政扩张带来的资金需求将造成市场利率上升，对私人部门投资有挤出效应。这一操作具有可行性，中国人民银行总资产与GDP之比目前处于相对低位（见图8），有着较大的扩表空间。

四、市场友好型财政扩张：从投资到消费

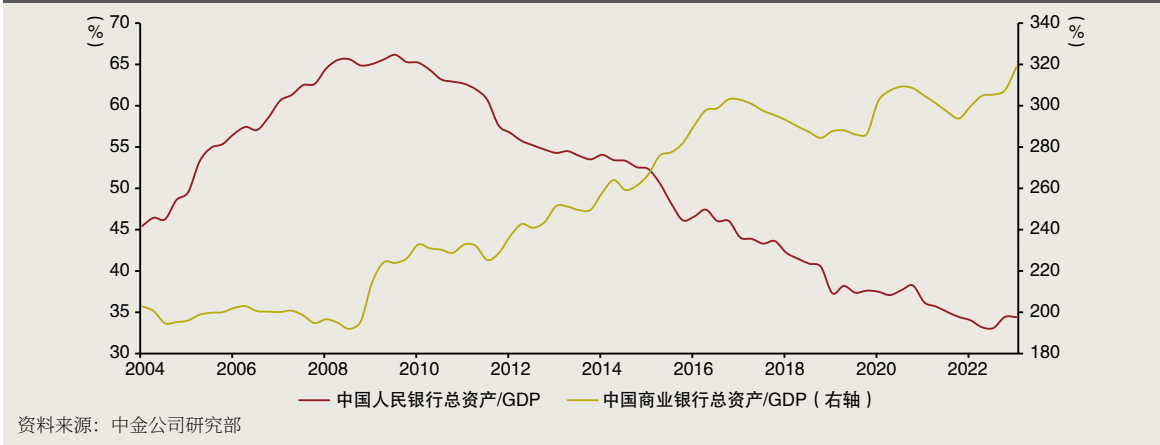
如何看待财政扩张的前景？本文认为，可以从

表2 财政扩张是当前的较优选择

	增长	信心	汇率	通胀	债务	可持续性
松货币支持财政扩张	直达消费 事半功倍	有效提振	稳定汇率	商品通胀回升	资产增加	取决于是否市场友好
松货币支持信用扩张	依赖地产 事倍功半	改善有限	贬值压力	地产泡沫扩大	债务增加	恶化长期增长潜力

资料来源：中金公司研究部

图8 从金融到财政：需要中国人民银行扩表



资料来源：中金公司研究部

三个层面来理解约束，一是通胀，二是挤出效应，三是可持续性。

第一，通胀不是当下的约束条件。财政政策扩张可能带来通胀，但目前来看通胀处在低位，甚至有观点担心通缩。

第二，限制挤出效应需要市场友好型的财政扩张，从导向来看应该体现为从投资转向消费。挤出效应是指政府直接参与经济活动，包括投资可能会给资源配置带来的扭曲。什么样的财政政策能够降低其对市场的干扰？首选是扩大消费的财政政策。此类政策，一方面有利于刺激短期增长；另一方面，可在长期促进科技创新水平提升。从各国消费市场规模与创新之间的关系来看，一国的消费规模越大，人均创新水平越高。这背后的逻辑，一是规模经济效应，即需求规模扩大带动产品规模增加，单位研发成本下降；二是范围经济效应，多样化消费需求提供了更多的技术应用场景，反过来促进了研发投入。

市场友好型的财政扩张着重促进消费。2023年6月2日，国务院常务会议的精神就较好地兼顾了生产与消费、短期与长期^①。在具体政策措施上，

一方面，延续和优化了新能源汽车车辆购置税减免政策，更大力度地释放新能源汽车的消费潜力；另一方面，加强财政投入保障，提高对学前教育投入比重，促进学前教育事业的普及、普惠。从结果来看，市场友好型财政扩张的核心是让居民消费来引导资源配置，既有利于短期逆周期调节，又有利于长期经济可持续增长。就促进消费而言，财政政策还可在许多方面发力。一是调整支出结构。例如，增加面向农村老年人等弱势群体的转移支付，增加教育和医疗等公共服务保障支出，将失业年轻人纳入社会保障体系，降低固定资产投资支出占比等。此外，财政还可提升旨在鼓励生育的补助力度，例如，完善育儿津贴、生育奖励、税收抵免等直接补助制度，以及大力提升普惠托育等间接补助力度。这有助于鼓励生育、促进生育率回升。二是调整收入结构。税收的公平原则要求税负与公民的收入成比例甚至累进税率，而间接税却具有累退性质，既不能帮助调节人群之间收入分配差距，也不能平滑个人在经济周期不同阶段的可支配收入变化。就未来的优化方向而言，十八届三中全会已经指明方

^① https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202306/content_6884318.htm.



向^①，降低间接税增加直接税，需要降低增值税等流转税税负，引入新的直接税税种，扩大直接税税基或提高直接税税率。具体到直接税层面，财政可着手降低社保缴费负担，从而增加居民部门的支配收入。因此，提高直接税的主要方式需要落在财产类相关税收上。

第三，就政府债务的可持续性而言，更应该用功能财政理念看待财政政策的作用。要发挥财政扩张的积极作用，不可避免地要求公共部门增加借贷，与之相伴随的一个问题是如何保证财政以及公共部门债务的可持续性。从其奉行的借贷原则来看，私人部门应是“量入为出”，这是因为私人是花自己挣的钱；而政府部门则是“量出为入”，只要政府部门花出去的钱有利于促进长远的经济增长，未来的税基就会增加。具体而言，这涉及政府的融资成本和经济增长的平衡，如果国债收益率低于GDP增速($r < g$)，政府通过举债来增加需求就具有可持续性。这意味着政府部门增加借贷带来的偿付压力较轻，

且政府债务水平随着经济增长被稀释，长期的债务可持续性有保障。

更进一步，国债的表现天然具有逆周期的特征，在经济衰退期间，投资者对国债的需求反而上升，是逆周期的。从资产配置的角度看，国债扮演安全资产的角色，在经济面临下行压力，市场风险偏好下降时，增加国债等安全资产的供给，有类似增加货币供给的作用，从而降低信心不足对实体经济和风险资产的冲击。

(责任编辑：冯天真)

^① https://www.gov.cn/hudong/2015-06/09/content_2875841.htm。