

中国宏观策略研究

“Helicopter Money” ——实施货币财政“双宽”的新选择

2016年5月6日

- **转向货币和财政政策协调配合：**全球央行从08年美国次贷危机爆发之后，渐次采取货币政策刺激方式来应对需求疲软。随着宽松政策力度的不断加码，与之伴随的是政策边际效应不断降低，甚至在诉至负利率之后，经济增长依然乏力。4月份全球三大央行议息会议“按兵不动”的结果令市场对未来全球央行继续放水的预期转弱，特别是日本央行维持目前利率和资产购买规模水平让市场开始反思货币刺激的有效性和可持续性。我们认为除美国之外的全球主要经济体（主要是欧元区和日本）在实施大规模货币宽松之后，经济复苏依然乏力的主要原因是缺乏财政政策的配合。私营部门在下行经济周期过程中持续去杠杆，从而导致需求不足和通缩压力上升，而单纯的货币宽松并不能有效解决这样的问题。例如日本就是一个非常典型的例子：日本从2013年就开始推以货币宽松为特征的“安倍经济学”，并成功的推高了通胀水平并使得实际利率转负，但之后需求持续疲软。这是因为在此过程中，日本财政政策非但没有跟进，而且有收紧的迹象：通过提高消费税和降低支出，日本财政赤字水平从2013年的9.4%跌至2015年的5.6%。今年初以来，IMF就建议全球各国要在维持目前货币宽松力度的同时要增加财政支出来防止经济复苏“脱轨”的风险。因此我们不难得出这样的结论，即货币和财政政策需要互相配合才能在更大程度上发挥稳定经济增长，推动经济复苏的作用。

- **兼具货币和财政“双宽”属性的“Helicopter Money”：**目前市场和投资者也开始日益关注全球政策制定者的工具箱里除了货币政策之外是否还有其他可用的工具。摩根士丹利全球宏观研究团队最近一期的全球经济分析中回顾了“Helicopter Money 直升机撒钱”概念的演变和以及政策效应。Milton Friedman 首先提出的“Helicopter Money”也就是所谓的“直升机撒钱”概念，指的是通过永久性地增加基础货币量来融资，并直接转移给私人部门。之后对“直升机撒钱”的解释又引入了财政政策，从而使其可以通过政府的批准增加公共支出或减税，同时由央行额外创造的货币进行融资。在此过程中，央行可以通过直接

章俊

首席经济学家

联系方式：

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

把“新印的钞票”存在政府的账户上，也可以购买新发行的政府债券，并将所得的利息返还给财政部。相对于目前主流央行通过 QE（量化宽松）来影响中长期利率而实现刺激需求的传导机制而言，“直升机撒钱”普遍被认为更加直接和有效。理论上额外的财政支出会增加总需求，并对就业和收入带来二次影响。但如果额外的财政支出是由央行直接融资的话，在很大程度上可以防止挤出效应和财政支出的李嘉图等价，从而并增加财政支出对总需求影响的有效性。使用“直升机撒钱”的争议很大，最主要的争议在于中央银行的独立性。目前已经有批评指出中央银行通过 QE 扩大资产负债表和间接地为政府债务融资（或直升机撒钱）已经在某种程度上放弃了部分的独立性。对于更为大多数中央银行，尤其在发达国家，有法律明确规定不能对政府赤字直接融资。

- **中国货币宽松见顶，传统财政空间有限：**中国经济在 1 季度末企稳回升，除了自去年下半年以来宽松政策效应累积的滞后效应显现，以及叠加年初鼓励房地产政策去库存的一系列政策之外，1 季度宽松货币政策的加码也功不可没。从数据层面看，1 季度新增贷款 4.6 万亿，同比多增加了 1 万亿的规模。而 M2 增速从去年下半年以来一直维持在 13% 以上，始终高于政府设定的年度广义货币供应量增速目标，而 M1 增速在 3 月底更是跳升至 22.1%。在经济企稳的同时，我们也看到在由猪肉和蔬菜价格为主食品价格的推动下，通胀回升的苗头开始显现。虽然目前核心通胀水平相对平稳，但投资者对未来出现“滞胀”的担心依然不减。更为重要的是，在流动性宽松的背景下，资产价格泡沫化风险上升：去年股市暴涨暴跌，年初以来一线城市房价出现暴涨，以及最近以螺纹钢为代表的商品期货交易火爆，很大程度上都是流动性在大类资产中泛滥的结果。这些都令监管层对货币政策表态的开始转向谨慎。据媒体报道 4 月底央行通过窗口指导要求金融机构控制信贷投放规模和节奏，反映在目前经济背景下，市场已经开始预期央行可能开始微调货币政策立场。同时，相对于此前周小川行长“稳健偏宽松”的表述，以及中央经济工作会议上“稳健的货币政策要灵活适度”的表述，在 4 月底召开的政治局会议上，对货币政策立场的表述重新回归“稳健的货币政策”。因此中国目前也面临这样一个政策转换，政策重心从偏宽松的货币政策转向更为积极的财政政策，由财政政策接棒来维持政策刺激的力度，从而进一步稳固目前经济复苏的态势。

但面临的另一个现实问题是积极财政政策在实际实施中空间有限：在今年的政府报告中，虽然把今年的赤字目标率提高到了 3%，而且我们预测实际执行后可能会达到 4% 左右，但所能提供的增量资金极为有限；而规模巨大地方政府债务置更多的是缓解地方政府到期债务换本付息压力，同时在收入端由于经济下滑导致相关税收减少以及土地财政萎缩，地方财政状况也不乐观，对于增加基建投资可谓有心无力。因此，在目前背景下，中国想要在传统路径下推行“货币和财政双宽”来进一步巩固并扩大稳增长成果有很大的难度。

- **另辟蹊径，中国式的 Helicopter Money：**前面谈到的 helicopter money 形式在中国也是不具有操作性，因为原则上央行是不能直接购买财政部发行的国债。但最近央行的一项新举措似乎让我们看到一丝曙光：央行前日宣布，从 5 月起，央行每月月初对三家政策性银行发放上月特定投向贷款对应的抵押补充贷款（PSL）。这类贷款主要用于支持三家银行发放棚改贷款、重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等。（央行于 2014 年 4 月创设抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL），贷款的对象为开发性金融机构，支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源。抵押补充贷款采取质押方式发放，合格抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产）。在中国，政策性银行传统上部分承担了财政支出的功能，其贷款主要投向支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展，而且相关项目一般融资额较大且投资周期较长。但由于政策性银行不能在负债端吸收存款，所以导致资产端很难做大。去年下半年以来，随着政策重心转向稳增长，政策性银行放贷规模不断攀升，对 1 季度基建投资企稳起到了至关重要的作用。但问题是虽然政策性银行同期加大了金融债的发行，甚至通过央行和财政部注资来提升放贷能力，但依然不能从根本性上解决问题。此次央行决定通过 PSL 向政策性银行定期提供流动性，并把主要投向从棚改贷款，扩大至基建相关的“重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等”。这在一定程度上规避了央行直接向财政提供流动性的法律障碍，而同时在实际层面部分实现了在货币宽松的同时通过政策性银行放贷变相增加财政支出的功能。如果未来央行针对政策性银行的 PSL 规模持续扩大的话，在很大程度上能成为稳增长政策组合中可以扩大使用的新路径。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86（0）21 2033-6000

传真：+86（0）21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件与与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸质版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。