

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 134 期

134

2020 上海货币论坛——疫情冲击下的货币理论和货币政策



上海发展研究基金会
Shanghai Development Research Foundation

地址：上海市黄浦区龙华东路868号办公A楼802室 Address: Rm 802, Office Building A, 868 Longhua East Road, Shanghai, China
邮编：200023 ZipCode: 200023
电话：86-21-62188752 Tel: 86-21-62188752
传真：86-21-62188714 Fax: 86-21-62188714
网址：www.sdrf.org.cn WebSite: www.sdrf.org.cn



上海发展研究基金会编
二〇二〇年十一月

序 言

上海发展研究基金会于 1993 年成立，以积极推进经济、社会、城市发展决策咨询事业为宗旨；以募集、运作资金，研究、交流、资助、奖励有关经济、社会、城市发展决策咨询项目为业务范围。

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经成为了基金会的一个品牌。

从 2007 年开始，基金会在每年的年中举办“世界和中国经济论坛”，重点分析全球经济对中国的影响；在每年的年末举办“中国经济论坛”，着重分析当年的经济形势，展望来年的经济走势。

2009 年和 2010 年，基金会又分别召开了“中国经济：未来三十年”、“中国的城市化：目标、路径和政策”国际研讨会，邀请了海内外著名学者、经济学家、投资者、金融和商界人士，围绕相关问

题进行了研讨。

基金会从 2009 年开始至今，与上海财经大学高等研究院合作，每年连续合办“户籍制度、土地制度和城市化”专题圆桌讨论会，针对城市化相关问题进行了深入研讨。

基金会也将知名专家和基金会自身的部分研究成果编撰成书，“上海发展研究基金会丛书”已出版了《中国经济：未来三十年》、《中国的城市化：目标、路径和政策》、《新型城市化：抉择和路径》、《国际货币体系改革》、《国际货币体系再思考》、《名家谈中国经济未来》。

我们希望能够将有价值的见解与朋友们分享，因此把沙龙和研讨会的一些精彩内容陆续编辑成册，称为“研讨实录”，不定期的发行，旨在将这些活动的互动过程尽量原汁原味地呈现出来。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

胡旭照

编者的话

最近，当代经济学基金会、上海发展研究基金会、复旦发展研究院、复旦大学经济思想与经济史研究所共同举办了“2020 上海货币论坛——疫情冲击下的货币理论和货币政策”。与会的专家学者讨论了三个主题：1、债务 / 赤字货币化；2、MMT（现代货币理论）；3、数字货币。专家学者们在发言后，还在讨论中回答了到场嘉宾们提出的问题，进行了热烈的讨论。

在主旨演讲中：

中国人民银行原副行长、人大财经原副主任吴晓灵论述了“从传统货币理论与现代货币理论的分歧看财政政策与货币政策的协调”，她指出央行可在结构性调整中发挥作用，关注预算的质量比关注预算赤字更重要。

中国社会科学院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席余永定先生论述了“货币主义与美联储的量化宽松”，他指出美国 QE 的目的之一是配合扩张性财政政策。中国要坚持扩张性的财政

政策，辅之以扩张性的货币政策，并可能需要加大公开市场操作。

在第一节“债务 / 赤字货币化”的讨论中：

中国财政科学研究院研究员贾康论述了“对财政政策与货币政策加强配合有关问题的思考”，他认为赤字货币化的概念可以成立，但是相关的一系列问题必须经过讨论，努力优化。

中国人民银行金融所所长周诚君先生论述了“财政赤字货币化还是结构性宏观政策？——新冠疫情以来中美经济复苏的经验教训”，他认为央行可以跟财政一道对其他领域财政的投入产出进行一个适当的评估。央行在这方面积累了很多能力，国库实际上是设在央行的，央行可以帮助财政。

清华大学五道口金融学院副院长周皓先生论述了“对新发展格局下财政货币政策的思考”，他指出从历史经验来看，所有实行财政赤字货币化的国家基本都崩溃了，而且主要是发展中国家。新冠疫情之后，中国的政策没有走巨额财政赤字之路，也没有走数量宽松的货币政策之路，走的是一种比较结构性的宏观经济政策。

兴业证券首席经济学家王涵先生论述了“对新发展格局下财政货币政策的思考”，他认为在财政资金和货币资金使用的过程中必须更多依赖于市场化的结构，否则就会出现大量资金投进去，很多人都去骗补贴的问题。

在第二节“MMT（现代货币理论）”的讨论中：

国务院经济研究中心金融研究所副所长陈道富先生论述了“现代货币理论的争议与借鉴”，他认为我们不能把现在很多在特殊时期的工具制度化，这些工具应该是在一个特殊时期使用，为了使中国更好地熬过这段结构成长期，为中国未来的经济增长提供更好的空间。

中国人民大学经济学副教授李黎力先生论述了“破除对现代货币理论的常见误解”，他认为很多人不喜欢 MMT 是因为 MMT 没法解决每一个问题，MMT 更多是一个研究的视角，在这个框架里可以把相关的问题结合起来一起来讨论。

中金首席经济学家彭文生先生论述了“现代货币理论与经济周期”，他认为美国更多的是通胀风险，中国更多的是非政府部门尤其企业部门的债务

风险，其调整和后续的政策应对在美国更多的可能是对股市更不利，在中国更多的可能是对房地产不利，中国金融周期的调整任重道远。

中银证券全球首席经济学家管涛先生论述了“跨周期调节下的财政货币政策协调”，他指出央行用国债工具作为公开市场操作手段方面，由于规模比较小，期限和品种也不够丰富，可能影响了调节效果，要用制度创新的办法来解决目前面临的问题。

在第三节“数字货币”的讨论中：

中国人民银行数字货币研究所所长穆长春论述了“数字人民币的设计政策含义解读”，他指出：数字人民币是由人民银行发行的数字形式的法定货币。由指定运营机构参与运营并向公众兑换，以广义账户体系为基础，支持银行账户松耦合功能，与纸钞和硬币等价，具有价值特征和法偿性，支持可控匿名。数字人民币主要定位于 M0。

清华大学金融与发展研究中心主任马骏先生论述了“民间稳定币对货币政策和资本管制的影响”，他举出民间稳定币影响货币政策的三种场景。他们量化研究的结论是：民间稳定币的冲击其实并不大，

并提出了如何规避对目前外汇管制冲击的建议。

上海发展基金会副会长兼秘书长乔依德论述了“Libra 退够了没有？——信用货币时代的数字货币和央行数字货币”，他认为 Libra 还没有退够，关键是它损害了其他国家作为主权国发行法定货币的主权，没有主权国家会允许主权货币在 Libra 上运行。

中国社科院国家金融与发展实验室副主任杨涛先生论述了“如何认识数字货币的理想与现实”，他认为数字化时代必然带来数字金融模式的转变，进而需要数字化的金融基础设施变革。数字货币发展的大趋势不可逆转，但当前却不应过于“狂热”，尤其不能为发展而发展。

更为详细的精彩内容，请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇二〇年十一月二十日

目 录

会议概述	1
参会重要嘉宾	3
会议议程	5
开幕式主办方致辞	9
屠光绍致辞.....	9
夏 斌致辞.....	12
陈志敏致辞.....	14
翟京丽致辞.....	17
主旨演讲	20
吴晓灵：从传统货币理论与现代货币理论的分歧看财政政策与货币政策的协调	21

余永定：货币主义与美联储的量化宽松.... 28

专题讨论一：债务/赤字货币化 40

贾 康：关于“赤字货币化”的基本认识 42

周诚君：财政政策与货币政策加强配合有关
问题的思考..... 48

周 皓：财政赤字货币化还是结构性宏观政
策？ 53

王 涵：对新发展格局下财政、货币政策的
思考..... 61

讨 论..... 69

专题讨论二：MMT（现代货币理论） 80

陈道富：现代货币理论的争议与借鉴..... 80

彭文生：跨周期调节下的财政货币政策协调
..... 86

李黎力：破除对现代货币理论的常见误解	95
管 涛：跨周期调节下的财政货币政策协调	103
讨 论	110

专题讨论三：数字货币..... 123

穆长春：数字人民币的设计政策含义解读....	124
马 骏：民间稳定币对货币政策和资本管制的影响.....	136
乔依德：Libra退够了没有？	142
杨 涛：如何认识数字货币的理想与现实....	152
讨 论	163

会议概述

正在全球蔓延的新冠疫情已经、必将继续对全球经济和人类生活带来巨大的冲击。各个国家采取各种政策措施来减缓、减少这种负面的影响，其中，发达国家再次迅速地采用了全球金融危机时采取的 QE, 即量化宽松政策，导致了宏观杠杆或者微观债务都在急剧上升，对金融体系造成了巨大的风险。采用债务 / 赤字货币化是不是一种无可奈何的选择？是不是“两害相权取其轻”的某种选择？这在国内外都引起了大家的争议。

前几年，在国际经济学界出现了名为“MMT”——“现代货币理论”的思潮。但其核心内容并不是新出现的，实际上它模糊了金融和财政的界限，这刚好与量化宽松政策、债务货币化是互相呼应。如何评价现代货币理论？它的问题是什么？是否存在值得借鉴的地方？

全球金融危机以后，由于对滥发货币的不满，出现了以比特币为代表的私人的货币，接着又出现

了全球稳定货币——Libra 的设想。但这种私人货币是无法替代主权法定货币的。疫情以后，各个国家更加重视央行的数字货币——CBDC，特别是中国较早地开展了这方面的研究，中国人民银行的法定数字货币封闭试点已经顺利启动，将积极稳妥推进法定数字货币研发。数字货币会带来什么影响？会对整个金融体系带来哪些改变和挑战？这些都有待于进一步地讨论的问题。

为此，我们召开“2020 年上海货币论坛”，邀请各方面的专家学者对上述问题进行的深入、全面的讨论，以期对上述有关问题有一个基本的认识。

参会重要嘉宾

- 周小川 中国金融学会会长
- 吴晓灵 中国人民银行原副行长，人大财经委原副主任
- 屠光绍 上海市原常务副市长、上海发展研究基金会理事
- 夏 斌 国务院参事、当代经济学基金会理事长
- 陈志敏 复旦大学副校长
- 翟京丽 金光集团（APP）中国 副总裁
- 余永定 中国社会科学院学部委员，上海发展研究基金会学术委员会主席

※ 以下按照姓氏首字母排列

- 陈道富 国务院经济研究中心金融所副所长
- 贾 康 中国财政科学研究院研究员
- 管 涛 中银证券全球首席经济学家
- 李黎力 中国人民大学经济学院副教授
- 马 骏 清华大学金融与发展研究中心主任



- 穆长春 中国人民银行数字货币研究所所长
- 彭文生 中金首席经济学家
- 钱 军 复旦大学泛海国际金融学院执行院长
- 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
- 王 涵 兴业证券首席经济学家
- 韦 森 复旦发展研究院研究员、复旦大学经济学院教授，复旦大学经济思想与经济史研究所所长
- 杨 涛 中国社科院国家金融与发展实验室副主任
- 张 春 上海交通大学上海高级金融学院执行院长
- 周诚君 中国人民银行金融研究所所长
- 周 皓 清华大学五道口金融学院副院长

会议议程

时间	内容
2020 年 9 月 27 日	
09:00-10:00	开幕式 主持人: 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
	开幕式致辞 屠光绍 上海市原常务副市长 上海发展研究基金会理事 夏 斌 国务院参事、当代经济学基金会理事长 陈志敏 复旦大学副校长 翟京丽 金光集团 APP (中国) 副总裁 主旨演讲 演讲嘉宾: 周小川 中国金融学会会长 (视频) 演讲题目: “从传统货币理论与现代货币理论的分歧看财政政策与货币政策的协调” 演讲嘉宾: 吴晓灵 中国人民银行原副行长 人大财经原副主任 演讲题目: “从传统货币理论与现代货币理论的分歧看财政政策与货币政策的协调” 演讲嘉宾: 余永定 中国社会科学院学部委员 上海发展研究基金会学术委员会主席 演讲题目: “从传统货币理论与现代货币理论的分歧看财政政策与货币政策的协调”
10:00-10:15	茶歇

时间	内容
10:15-12:00	专题讨论一：债务 / 赤字货币化 1. 货币政策与财政政策如何融合 2. 赤字货币化的危害是什么？ 是否是“两害相权取其轻”的一种选择？ 主持人：钱军 复旦大学泛海国际金融学院执行院长
	演讲嘉宾：贾康 中国财政科学研究院研究员 演讲题目：“关于‘赤字货币化’的基本认识”
	演讲嘉宾：周诚君 中国人民银行金融所所长 演讲题目：“对财政政策与货币政策加强配合有关问题的思考”
	演讲嘉宾：周皓 清华大学五道口金融学院副院长 演讲题目：“财政赤字货币化还是结构性宏观政策？——新冠疫情以来中美经济复苏的经验教训”
	演讲嘉宾：王涵 兴业证券首席经济学家 演讲题目：“对新发展格局下财政货币政策的思考”
	演讲嘉宾：马国南 百域资本（香港）高级顾问 原国际清算银行高级经济学家 演讲题目：“守住法律红线”情况下的财赤货币化 案例分析——关于有‘遮羞布’财赤货币化案例的探讨（仅提供文章，不参会）
13:30-15:15	专题讨论二：MMT（现代货币理论） 1. 如何评价现代货币理论？ 2. 现代货币理论是否有值得我们借鉴的地方？ 主持人：张春 上海交通大学上海高级金融学院执行院长
	演讲嘉宾：陈道富 国务院经济研究中心金融研究所副所长 演讲题目：“现代货币理论的争议与借鉴”

时间	内容
13:30-15:15	演讲嘉宾: 李黎力 中国人民大学经济学副教授 演讲题目: “ 破除对现代货币理论的常见误解 ”
	演讲嘉宾: 彭文生 中金首席经济学家 演讲题目: “ 现代货币理论与经济周期 ”
	演讲嘉宾: 管涛 中银证券全球首席经济学家 演讲题目: “ 跨周期调节下的财政货币政策协调 ”
	演讲嘉宾: 孙国峰 中国人民银行货币政策司司长 演讲题目: “ 现代货币理论的缺陷—— 基于财政视角（仅提供文章，不参会） ”
15:15-15:30	茶歇
15:30-17:15	专题讨论三: 数字货币 1. 数字货币会带来什么影响? 2. 数字货币会对整个金融体系带来哪些挑战? 主持人: 韦森 复旦发展研究院研究员 复旦大学经济学院教授 复旦大学经济思想与经济史研究所所长
	演讲嘉宾: 穆长春 中国人民银行数字货币研究所所长 演讲题目: “ 数字人民币的设计政策含义解读 ”
	演讲嘉宾: 马骏 清华大学金融与发展研究中心主任 演讲题目: “ 民间稳定币对货币政策和资本管制的影响 ”
	演讲嘉宾: 乔依德 上海发展基金会副会长兼秘书长 演讲题目: “ Libra 退够了没有? ——信用货币时代的数字货币和央行数字货币 ”

时间	内容
15:30-17:15	演讲嘉宾： 杨涛 中国社科院国家金融与发展 实验室副主任 演讲题目：“ 如何认识数字货币的理想与现实 ”
17:30	会议结束

开幕式主办方致辞

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位领导、发言嘉宾、参会嘉宾，上午好！2020 上海货币论坛现在开始。今年货币论坛的主题是“疫情冲击下的货币理论和货币政策”，在这个大的题目下面有三个主题，分别为“财政赤字的货币化”、“现代货币理论”、“数字货币”。这三个主题都是当前学术界和实务界比较关注的问题。下面首先邀请上海市原常务副市长、上海发展研究基金会理事屠光绍先生致辞。

屠光绍致辞

屠光绍（上海市原常务副市长、上海发展研究基金会理事）：大家上午好，我们都是老朋友了。其实应该是四家主办方之一的老夏先致辞，但我现

在有一个新头衔就是上海发展研究基金会理事，所以老乔同志就让我先致辞。我首先代表上海发展研究基金会对大家的到来表示欢迎。

今天致辞完毕后，真正的主题演讲围绕三个方面专题展开，我想这一定是一次思想盛宴。我想讲四句话。

第一句话，我们关注一个突出现象。突如其来的疫情席卷全球，这场疫情改变了我们的生活方式以及国际关系。当中引发我们广泛关注的是货币政策问题，疫情下货币政策的极端化不光影响我们个人，更影响整个经济，包括金融市场，所以大家非常关注。

第二句话，面临这种货币政策现象，我们展开两个方面的研究。一方面，这个货币政策对整个金融经济社会造成了什么样的影响？做这方面研究的人有很多，特别是金融市场界的朋友，还有做投资的朋友，都在不断研究这种货币政策对金融市场会产生什么影响以及资产怎么适应。另一方面，货币政策背后的动因是什么？如何更好地理解货币政策的原则？货币政策的功能是什么？货币政策的目标

是什么？货币理论怎么解释目前的货币政策？所以就有了这方面的研究。这两个方面的研究应该说还在进行中。

第三句话，今天我们聚焦的三个专题应该是大家特别关注又是特别热的热点。今天不仅对这三个专题进行讨论，更重要的是对这三个专题的深入研究会使我们深化对货币政策、货币理论的认识。

第四句话，我们要为四家主办方一起合作办这场会议点赞。我知道我们几家确实是有共识，一起做了很多工作，为他们点赞。老乔煞费苦心提前几个月就开始准备，从会议的筹备到会议的安排都做了很多。

我今天特别高兴，不仅是因为这个会议重要，还因为今天那么多的老朋友又可以相聚。虽然疫情期间有很多的会议也在举办，但是即使有视频也是近在咫尺远隔千里，基本上见不到人，今天终于有机会能让大家真的聚在一起。

最后衷心地祝愿今天的会议取得圆满成功，谢谢大家！

乔依德：下面我们有请国务院参事、当代经济

基金会理事长夏斌先生为我们致辞。

夏斌致辞

夏斌（国务院参事、当代经济基金会理事长）：
大家好。首先祝贺上海货币论坛能够成功举办。从当代经济学基金会的角度来看，更希望不仅是在政策，而是在学术层面、理论层面有所争鸣，互相启发得到创新。

顺便推荐一下，当代经济学基金会是 2015 年注册成立的学术公益组织，成立的背景是中国几十年发展中存在很多用现代主流经济学理论解释不了的现象，特别是美国危机之后。2008 年以后，不管是主流还是非主流的经济学家基本形成共识，要反思经济学，要创新，如何解释世界格局的变化和很多历史性的重大事件，英国女皇被讽刺经济学家没有预计到经济危机的到来。在这样国内国外背景下，我们认为中国的崛起既为二十一世纪的理论经济学深化提供了土壤，也为中国经济学人理论创新创造了千载良机，鼓励中国的经济学人潜心思考是当代

经济学人的历史使命，又是时代的要求。在这样的背景之下，2014 年我和复旦大学的韦森教授作为推动者和鼓励者，公开筹划成立当代经济学基金会。我们的宗旨是什么？就是鼓励理论创新，繁荣经济科学。目标很简单，通过推动中国经济学中的理论创新，鼓励中国经济学人更多去探索。我们的梦想是在人类经济思想史上多留下点中国人的声音，在以后诺贝尔经济学颁奖台上出现华人的声音。

我们每年召开思想中国论坛，更主要的是颁奖。第一个奖是“中国经济学奖”，现在改成“当代经济学奖”。第一届得奖的是钱颖一、许成钢，第二届得奖的是邹至庄、陈晓红，第三届得奖的是王江、熊伟，第四届得奖的是林毅夫、魏尚进。通过几届颁奖，确实海内外国经济学家圈里得到了比较好的反映，是标杆性的影响。与此同时，我们在两岸四地，台湾、香港、澳门、大陆的博士生里选 10 篇优秀博士论文进行颁奖。每个奖的金额是 10 万，本来想再高一点，但就怕社会舆论不好，以后可以慢慢涨。中国经济学优秀博士论文奖也办了四届，学校反响很好。这次因为疫情原因，11 月请全

国各大经济学院的博士生代表到上财来颁奖，颁奖放在大学里是为了吸引更多的博士生，鼓励他们创新。坦率的说，这件事做得还可以，林毅夫老师说这个基金会给中国经济学界做了一件积德的事。我们确实是在做公益的事，诺贝尔得主埃里克·马斯金说，这是面向华人经济学理论研究的学术思想交流舞台。每次颁奖我们都请海外的诺贝尔得主来进行互动。

希望大家关注中国的学术理论，同时也希望更多的人共同参与，推动中国经济学人的理论创新。企业家有钱出钱，大家来干。谢谢大家！

乔依德：非常感谢夏斌的广告和推荐。下面有请复旦大学副校长陈志敏先生给我们致辞，大家欢迎。

陈志敏致辞

陈志敏（复旦大学副校长）：尊敬的吴晓灵行长、屠光绍市长、夏斌参事、各位领导和专家学者们，大家早上好！

非常高兴复旦大学可以和当代经济学基金会、上海发展研究基金会一起，在金光集团的支持下，共同举办本届 2020 上海货币论坛。我在这里代表学校向各位参会的领导，各位专家，以及其他主办方表示衷心的感谢。

我自己是做国际关系研究的。我们知道经济非常的重要。面对新冠疫情的冲击，我们主要经济体都采取了比较宽松的货币政策和扩张性的财政政策来应对，一定程度上缓解了经济收缩的程度。这个季度都有一个恢复性的增长，但还是有很多问题。为什么中国只需要相对稳健的宽松政策就能达到一个比较好的效果？西方国家相对激进的宽松政策对后续经济发展跟金融稳定会带来什么样的负面影响？在未来几个季度的疫情焦灼期里，我们应该采取怎么样的货币和财政政策？

第三个主题是谈数字货币。主权数字货币与私人数字货币的出现对国民经济增长有怎样的意义？对全球货币体系又会产生怎样重塑效应？疫情之后，中国的金融和货币政策能否具有更大的全球引领作用？基于中国实践的货币和金融理论能否引领

世界研究的潮流？怎么做到总书记说的“在危机中育新机，于变局中开新局”？这些都需要在座的专家学者的远见卓识，为我们指点迷津。

复旦大学的智库建设拥有比较悠久的历史。1993 年，上海市政府与复旦大学共建了“复旦发展研究院”，产生了“基金会 + 思想库”的形式，产出了“中国发展报告”、“上海发展报告”等一系列具有前瞻性、战略性的思想性成果，构建了汇聚复旦学养、服务国家战略的坚实基础，也为国家输送了一批政策研究的优秀的人士。十八大以来，国家把建设高校智库当作一个很重要的高校工作任务，复旦也在努力转型升级，迎来一次新的发展机会。相信在大家的支持之下，复旦智库在中国高校智库的第一阵营里可以继续发挥更大的作用。

去年在金光集团董事长黄志源先生的倡导和支持下，复旦发展研究院与金光集团共建了“复旦金光思想库”项目，希望聚焦“新兴经济体、一带一路”等国家重点战略方向，合作推动高质量的研究成果。韦森教授牵头的经济思想与经济史研究所长期思考货币政策跟理论问题，也对今天这个会议的

召开起了很大的贡献，我们也非常期待韦森老师有很好的思想成果跟各位专家切磋。

预祝本次会议圆满成功。马上会迎来国庆跟中秋双节合一难得的节日，祝各位在上海生活愉快，节日快乐，谢谢大家！

乔依德：下面有请金光集团中国副总裁翟京丽女士为我们大家致辞，大家欢迎。

翟京丽致辞

翟京丽（金光集团 APP（中国）副总裁）：尊敬的吴行长、屠市长、夏参事、陈校长，各级领导，各位专家学者，大家上午好。

非常感谢大家莅临 2020 年上海货币论坛。作为本次论坛的支持单位，我代表金光集团热烈欢迎各位的到来。众所周知，北外滩是百年文化和当代文化发展融合之大成，今天这片热土已经成为前沿的数字经济和智能经济孵化地，更是未来上海、中国乃至世界的金融资产管理和金融科技中心。我们很荣幸与各位领导和专家相聚于此，共同探讨疫

情下货币理论和货币政策，探寻新时代发展的新思路。

当今世界正面临着百年未有之大变局，突如其来的新冠疫情对各国经济都是一个严峻的考验。2020 年全球金融市场风云变幻，美国股市熔断，原油价格暴跌，黄金大幅度的波动。为应对疫情，美国推出了 2 万亿美元的经济刺激法案，并启动了 7000 亿美元的宽松政策。欧盟实行了 5000 亿欧元的经济纾困计划，日本也通过了总额达 108 万亿日元的刺激计划。货币理论指导下的货币政策，越发成为刺激经济稳定增长的重要手段。

面对新疫情的挑战，我国央行在稳定货币政策的框架下，以多元化的手段提升市场整体的流动性，解决了实体经济局部的失衡，取得了良好的效果。同时，数字经济越发成为经济增长的新驱动力，数字货币研发既推动货币经济的发展，也助力人民币国际化，已经成为大家关注的热点。然而当今国际上经济形势复杂多变，逆全球化、贸易保护主义不断抬头，全球经济发展有众多不确定因素。中国的货币政策如何助力，形成以国内大循环为

主，国内国际双循环和相互促进的新发展格局？我们相信各位领导、专家和学者将会提出自己的真知卓见，贡献出自己的智慧。我们也期待着与各位专家交流和学习。

金光集团是由爱国华侨黄志源老先生于 1938 年在印尼建立的，投资和业务已遍及全球 160 个国家，旗下的江纸集团 APP 已成为全球规模最大的纸业集团公司。在集团发展过程中，我们紧跟国家的政策步伐，充分把握时代机遇，董事长黄志源先生正是“一带一路”的坚定的拥护者和积极的实践者。为促进“一带一路”沿线国家的资源互补，我们也发行过国内首单“一带一路”资产证券化项目，而且以双币种计价发行，弥补了 ABS 在境外供应链的空白。我们也获得了国家开发银行支持建设印尼苏门答腊的项目，这是“一带一路”倡议在海外第一个落地的投资项目。当时正在印尼访问的习近平主席和时任印尼总统苏西洛共同见证了项目的签字。这一资源类的项目不仅有力地推动了东南亚国家的发展，而且通过原料进口和成品出口推动了我国的产业升级。随着集团化进程的提升，我们

也深刻体会到了主权货币对一个国家核心竞争力的重要性。作为印尼爱国华侨企业，我们期待着人民币国际化对跨国公司经营条件的利好，也期待着中国金融市场的深化对企业营商环境的不断改善。在数字经济的新时代，我们相信金融创新将赋予金光集团和中国产业界新的发展动力，让我们继续乘风破浪，为实现中国伟大的复兴梦想而不懈的努力。

黄浦江畔，万国建筑共同点亮着外滩的盛景，与历史交相呼应。我相信，在今天货币论坛的平台上，各种思想将在这里撞击，各种流派将在这里汇合，将汇成闪亮的智慧之光。最后我预祝 2020 年上海货币论坛圆满成功，谢谢大家！

主旨演讲

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：下面我们进行主旨演讲环节。我们非常高兴，也非常荣幸地请到了中国人民银行原副行长、人大

常委会原财经副主任吴晓灵女士为我们作主旨演讲，题目是“从传统货币理论与现代货币理论的分歧看财政政策与货币政策的协调”。

吴晓灵：从传统货币理论与现代货币理论的分歧看财政政策与货币政策的协调

吴晓灵（中国人民银行原副行长，人大常委会原财经副主任）：我主要讲两个观点，这两个观点可能有点敏感。

现代货币理论本来是一个很边缘的理论，但是近年来由于许多国家实施量化宽松的货币政策并没有导致通货膨胀，又由于金融危机和新冠疫情导致许多国家的财政日益拮据，财政债务上限屡受冲击，财政债务问题倍受争议，于是财政赤字货币化问题引起了较大关注，财政政策与货币政策的关系也提出了新的视角。世界经济复苏的不确定性日益增加，地缘政治日益复杂，各国经济均面临着国际产业链重构和结构性调整的困难，传统经济和以信息技术为代表的新经济交融发展。

我们有必要关注现代货币理论和数字货币对传统货币理论和经济实践的影响，注重货币政策与财政政策的协调及路线。现代货币理论认为货币是一种政府债务凭证，政府的税收权决定了法定货币的地位。公众由于交税的需求而接受货币，税收推动货币的发行、流通。政府债务是调节利率的手段。在独立的主权货币制度下，只要政府没有承诺以固定汇率兑换外币或黄金，政府财政赤字可以是无限的，政府不可能破产。因为政府可以通过货币发行偿还债务，同时可以通过提高税收或举债收回多余的货币。这里和传统货币最大的分歧就在于，传统货币认为货币的产生是交易的需求，因而有多种货币，但是最终能够成为法定货币的一定是靠政府的权利和政府的税收权。在这一点上其实是有传统货币理论和现代货币理论是有共同点的。但是在货币的本源上，传统货币认为是媒介，还有更多的其他货币。现代货币理论特别注重财政，认为货币起源于财政的税收和法权，因而不太注重货币政策，只注重财政政策，提出来了功能财政的概念。

所谓功能财政是说，如果国内收入水平过低、

税收占比过低，政府就要增加支出，失业就是最充分的例证。出现失业就意味着政府支出过低。如果本国的利率水平过高的话，政府就需要多花钱、多提供基础货币来降低利率。功能财政的创始人勒纳拒绝稳健财政的概念。勒纳认为正确的赤字比例是充分就业的比例，正确的债务比例是与实现利率目标相一致的比例，利用市场利率水平和就业率水平确定整个的财政政策。

前一段时间大家在讨论财政赤字化是什么意思？只有央行在一级市场上购买财政债券才叫财政赤字货币化，如果在二级市场买好像就不是。实际上不论是在一级市场还是二级市场，购入财政债券其实都是赤字货币化。在信用货币制度下，法定货币是永远不需要偿还的债务。在这点上传统货币银行学和现代货币理论是有共识的。而且现代货币理论也不否认中央银行体制，也觉得即使是财政直接创造货币，用支付来创造货币，也要走中央银行的支付体系。所以从这点上来说，财政赤字货币化和信用货币的创造、法定货币的创造是同一个问题。

问题演变成谁来主导央行资产方的运用，因为

支出都是通过央行的资产负债表。现代货币理论也不认为政府要直接发钞票买东西，也是政府通过央行支出，支付命令下达取决于财政的主动启动，或者是财政跟央行借 1000 亿，借了之后财政就有 1000 亿可以花了，或者是发 1000 亿国债由央行买进，通过债务凭证的方式用出去。这个时候，如果央行的资产负债主要是黄金和财政的债券，那货币创造的使用主动权在谁手里？在财政手里。尽管央行在二级市场上买的时候，在数量上和利率上央行有一定的调控权，但是主动权都在财政手里，因为是财政把这些钱花了。如果是央行的资产负债结构里有再贷款，再贷款就是中央银行直接给商业银行贷款，商业银行有了基础货币就可以去创造其他货币了。在这里，中央银行是有自主权的。中央银行自主扩张资产，货币发行主动权在央行手里。

西方国家原来都是通过财政，但是这次金融危机之后，通过一些量化宽松的货币政策，央行直接买入非金融机构的资产，其实是做了结构性的调整。中国央行一直有结构性调整的做法，我们的教科书上都是说货币政策管总量，财政政策管结构。

但是如果从货币创造的本质来说，央行对资产负债表的结构有调整的余地，或者是有很大的主动权。其实是央行可以通过对自己资产的运用来引导市场结构的一些调整。过去人民银行经常说这是阶段性的任务，现在看来不一定是阶段性的任务，而是在比较是财政直接支配钱的效率高，还是通过央行渠道支配钱的效率高、约束力更强。我觉得在中国，财政预算制度不是特别完善，而且必要的经济支出与最基本的公共支出界限不是很清楚，有一些涉及到经济建设方面的内容，通过央行基础货币去引导可能是比较好的选择。

在信用货币制度下，一个主权国家的货币发行，从技术上是无限的，但是从经济上看是有限的，有通货膨胀率的限制。通货膨胀要是高了，确实会对老百姓的生活产生很大影响。但是，现代货币理论认为浮动汇率下的主权货币政府赤字是可以无限的，前提是要有有效的公共目标预算和保障充分就业的预算，其中特别强调预算问题。因为预算是财政创造货币，所以就要有有效的公共目标预算和保障充分就业的预算。约束政府支出的原因并不

是政府偿付能力，而是其产生的意外影响，比如资源从效率更高的部门流出、过度保障带来的道德风险等。预算案将会提供一种有效的项目管理和评估机制，确保预算用于公共目的。我们一直想建立财政绩效评估，但是到现在为止，中国并没有建立比较好的财政绩效评估。

对于财政赤字，各国政府都是非常担心的。欧盟成立时定出了 3% 的赤字率和 60% 的债务率，但现在来看欧盟的货币政策和财政政策是不搭配的，出现了债务的国家问题就比较严重。2008 年时，欧盟没有发欧盟债来帮助南欧四国解决债务问题，今年疫情期间就发行了 7500 亿的复苏基金，其中有 3900 亿是无偿的纾困基金，剩下的是低息贷款。领导人还达成了未来 7 年 1.074 万亿欧元的财政预算案，欧盟不得不用财政预算的方式来解决现在面临的经济问题。日本没有外债，都是本地债，所以赤字率和债务率很高的，赤字率基本上 6% 左右，债务率都已经 200% 多了，但是没有对金融市场产生大的冲击。

对于中国来说，现在财政预算对于赤字是有控

制的，政府用 3% 和 60% 来约束。我认为这其实是对社会公众的一种约束，3% 和 60% 并不是非要守的自然限制。如果我们非要守这个限制，而不顾科学财政预算对经济积极推动的作用，带来的是行为扭曲。我们现在公布的债务率是 3.6%，但是地方专项债和中央发的特种国债都已经违背了特种国债和专项债的本意。特种国债和专项债要有本金的回收能力和利息的偿付能力，但是地方政府缺的是经常项目的支出，并不是缺建设的钱。发这样债的后果，或者是钱根本用不出去，或者是变相地用。变相的用就是替代了商业银行的一些贷款，这些专项债的利率确实低于政策性贷款和商业银行贷款，所以起到了一个挤出效应。我们死守 3% 的赤字率，额外发 2 万多亿特别债和地方债，最后就形成了一种扭曲的结果。还不如我们就承认 6.1% 的赤字率，赤字债该解决什么问题就解决什么问题。现在要“六保”，其实钱是不够的。地方政府现在不缺建设的钱，缺的是日常支出的钱。信用货币制度下的赤字率、债务率对于一个国家来说都不是固定的，要真正的不忘初心，为老百姓把钱花好、把钱用好、

把经济搞好。

乔依德：感谢晓灵行长作了非常精彩的演讲。从她的发言中可以看出她对现代货币理论做了很深的研究，她的核心观点我们下面也会讨论到，可能会有一些争议。第一个观点是，央行发行货币是以直接的支付金额流通，还是通过资产负债表、基础货币、商业银行发，以往这两种观点是泾渭分明的。晓灵行长提出这两种在本质上是一样的，在结构和功能上有不同。第二个观点是预算的质量比预算的总量更重要。

下面我们以热烈的掌声欢迎中国社科院学部委员，也是上海发展研究基金会的学术委员会主任余永定先生。

余永定：货币主义与美联储的量化宽松

余永定（中国社科院学部委员，上海发展研究基金会的学术委员会主任）：由于时间关系，我仅仅给吴晓灵行长的演讲作一些技术性的补充。我们过去所理解的货币主义理论，简单来讲就是通货膨

胀无论何时何地都是货币现象。所以我们认为如果货币供应量增长速度超过了 GDP 的增长速度，一定会引起通货膨胀。

过去我非常相信货币主义理论，尤其中国出现很多由于货币发行太多导致通货膨胀的例子。但是最近一段时间，我发现老师教的并不太对，拿实际情况来对照一下。很长一段时间，发达国家货币增长速度，特别是近 10 年来，美国的 M2、M3 都保持着 6% 以上的增长。在疫情爆发之后，美国已经不顾一切地增发货币了。日本的 M2 增长速度也是远高于 GDP 的增长速度，日本 GDP 增长速度是 1% 以下，相当一段时间是 0 增长，但 M2 增长速度高于 2%-3%，最近这段时间甚至是 7%-8%。这些发达国家不是在短期，而是在相当长的一段时间内，在执行具有扩张性的货币政策，货币增长速度都远远高于 GDP 的增长速度，但是基本上看不见通货膨胀。日本最为明显，定了通胀 2% 的目标，但无论如何也达不到 2% 的目标，这种低通货膨胀的情况持续了近 30 年。

问题出在哪了？我认为货币理论本身就有很多

问题，我只简单说一个问题。我认为货币的功能在货币理论中简化成交易手段，交易手段确实确实是货币的主要功能，但是还有其他的功能，比如说是价值贮存功能。在货币理论里，价值贮存功能并没有反应出来。还有我自己的想法，货币本身是生产要素。根据我的经验，上世纪 70 年代后期和 80 年代初期我还在工厂，工资突然增长，这个时候理论界就很害怕通货膨胀。可是在工厂，我作为一个工人会感觉到什么？增发了钱之后大家都非常高兴，本来不愿意干活，现在钱多了我就愿意干活。所以钱多了在前，愿意干活在后。无论如何，钱多就刺激了干活的积极性，也有助于资源的合理配置。在这个意义上，货币可以作为生产函数中的一个自变量，货币理论完全忽视了这点。还有其他的一些东西由于时间关系不多说。

货币理论不能解释货币供应增长速度和通货膨胀之间的关系。任何一个学者学了一种理论之后，总是希望用学过的理论来解释新现象，如果不能解释就要想办法拯救，直接到觉得拯救不了，于是就有了新的理论。我们怎么拯救货币理论？常见的两

种拯救方式，一个是认为货币流通速度是可变的，我认为这是逻辑上的错误，是一个假解释，解释不了货币供应增长速度和通货膨胀的关系。事实上，在货币主义理论中流通速度是给定的，如果流通速度不给定是无法做出任何预测的。一个很熟悉的公式，通货膨胀等于货币增长速度减去 GDP 的增长速度，这里面已经假设了流通速度是一个常数，一微分就没了。

还有一种拯救方式是资产价格，特别是房地产价格的上升，使得货币供应量的增长速度和通货膨胀脱节了。我认为这在部分上可以解释，但还是不太能解释。

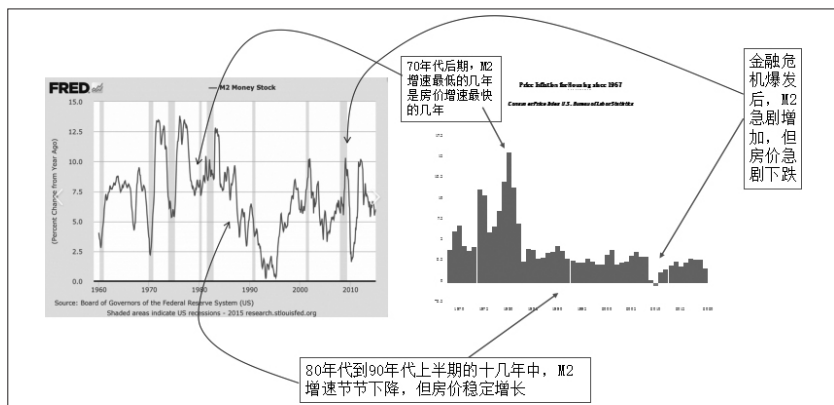


图 1: M2 的存量的增长速度和美国房价的变动

图 1 中，左侧是 M2 存量的增长速度，右侧是美国房价的变动。可以看出，70 年代后期，M2 的增速是很低的，但是房价的增速是最快的，正好相反。80 年代到 90 年代上半期的十几年中，M2 增速节节下降，但是房价是稳定的。金融危机爆发之后，M2 急剧增加，房价急剧下降。

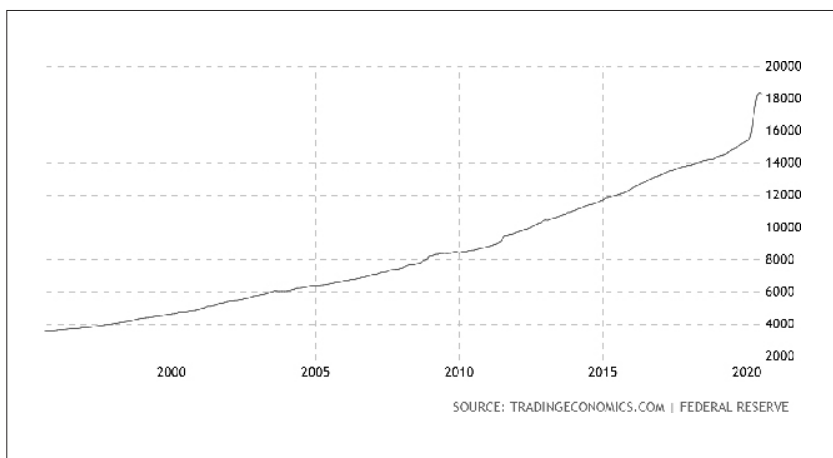


图 2：美国 M2 存量的历史数据：
持续上升，最近急剧上升

图 2 是美国 M2 的情况，增长是相当稳定的，金融危机之后增长速度加速。图 3 中，美国房价指数可以看到是有起落的。所以你并不能够用货币供应量增速来解释，只能部分解释房价的变动。

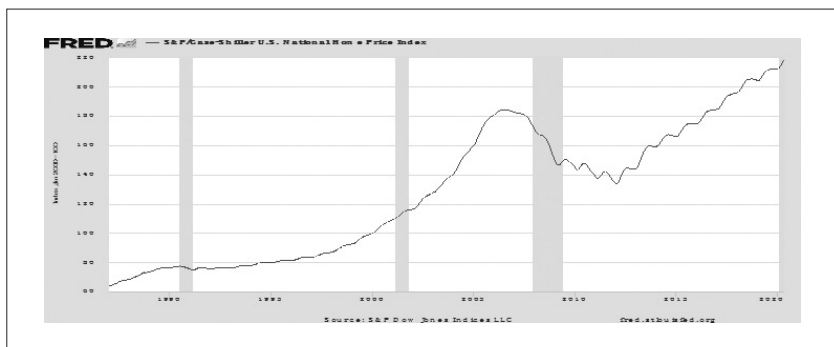


图 3：美国房价指数大起大落

日本的情况更明显，M2 从 50 年代开始一直到最近，虽然有一些波动，增速是稳定的。1989 年资产泡沫暴跌，房价砍了一半，现在略有回升，但是还远远达不到在房地产泡沫崩溃时的最高峰。

我想强调的是，房价的变动，资产价格的变动，可以部分解释为什么货币供应量的增长速度和通货膨胀脱节，但是更大程度上不能够完全解释，我们还需要发明创造一种新的货币理论。刚刚吴晓灵行长引用了其他国家的所谓创新理论，可能有很多东西是有道理，遗憾的是我没有仔细研究这个理论。

我想说的就是不要盲信货币主义，不要盲信过去的老师。通货膨胀并非都是货币现象。自 2008

年金融危机以来，西方国家货币政策的实践完全违背货币主义理论，并未导致通货膨胀。以美国的量宽政策为例，我自己概括有四个目的。第一，抑制资产（MBS- 长期资产）价格下跌，防止金融机构破产。第二，降低利息率，刺激经济增长。第三，把资金从国债市场赶到股票市场，通过股价上升创造的财富效应刺激经济增长。第四，配合扩张性财政政策，间接实行赤字货币化。这是 QE 不说出来的，但是我觉得可能是最重要的目标。

我想借这个机会给吴行长刚刚说的观点作一些技术性的补充。我引用伯南克的话：如果财政部发行国债购买私人资产，而联储用新创造的货币买进这些国债，这整个操作过程同公开市场操作购买私人资产是等价的。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的公开市场操作。简单来说就是货币融资，“货币融资 = 国债融资 + 公开市场操作”。

图 4 是财政部、商业银行的资产负债表。财政部发了 100 个单位的国债，商业银行购买了国债，商业银行少了 100 个单位的现金，同时增加了 100

个单位的国债，在整个过程中货币供应不会增加。但是资产增加了 100 个单位的国债，这是政府发债融资。发债融资的好处就是不会形成通货膨胀的压力，但会产生挤出效应，让利息率上升抑制经济的增长。

财政部		商业银行		商业银行用于购买国债的资金应该是现金、超额准备金等。在资金来源给定条件下，商业银行在央行的准备金应该是给定的。 • 货币供应不会增加 • 但资产（国债）会增加
资产	负债	资产	负债	
$2' + 100$ 现金 (存入央行 财政部账户)	$1 + 100$ 国债	$1' + 100$ 国债 $2. -100$ 现金		

图 4：财政部、商业银行的资产负债表

财政部		中央银行		新创造出的货币 • 央行“印钱”从财政部购买国债 • 央行直接从财政部购国债，同央行的OMO无关。
资产	负债	资产	负债	
$2' + 100$ 财政部存款	$1 + 100$ 国债	$1' + 100$ 国债 新资产	$2 + 100$ 财政部存款	

图 5：财政部、商业银行的货币融资

图 5 是财政部、商业银行的货币融资。财政部发了 100 个单位的国债，中央银行买了 100 个单位的国债，财政部在中央银行存款有一个账户，增加了 100 个单位。中央银行在债务方增加了 100 个单位的存款，所以是货币融资。货币融资的问题就在于虽然不会产生挤出效应，但是有可能造成通货膨胀，对经济未来的发展产生不利的影响。

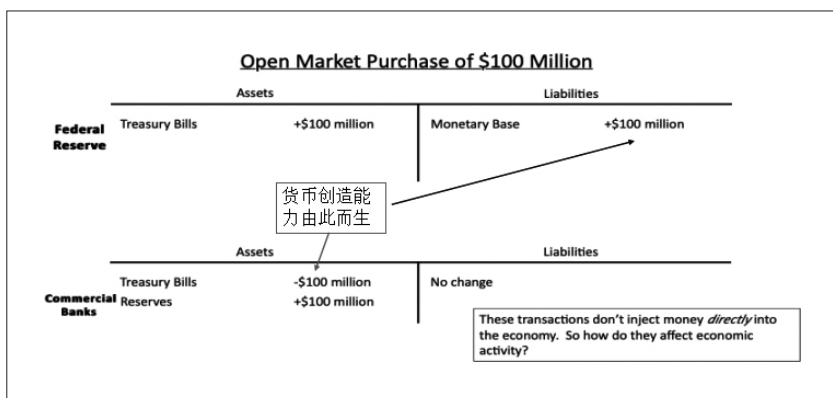


图 6：公开市场操作

图 6 是公开市场操作是美联储从商业银行买走 100 个单位的国债，与此同时商业银行在美联储的准备金增加了 100 个单位，有更多的准备金可以从事货币创造的过程，这就是公开市场操作。

小结一下。发债融资不增加货币供应量，但增

加资产；货币融资是增加货币供应量，同时也增加资产；公开市场操作是增加货币供应链，但不增加资产。

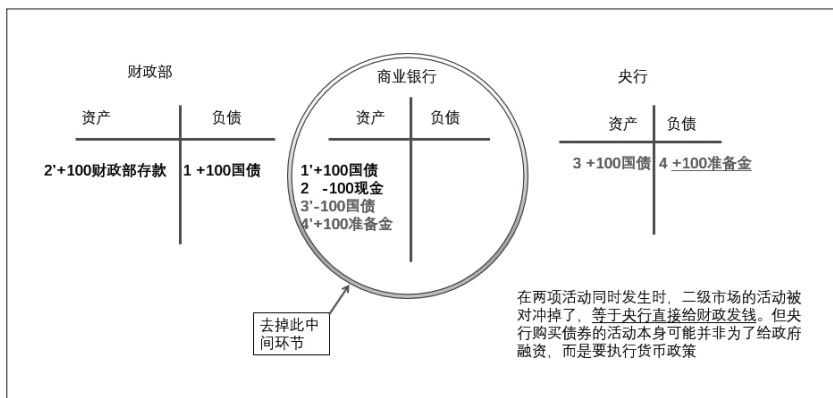


图 7：发债融资、货币融资、公开市场操作三表合一

如果政府在进行国债融资的同时，央行同步进行 OMO，最终结果同货币融资相似。图 7，中间的商业银行一开始买了 100 个单位的国债，花掉了 100 个单位的现金，现金跑到财政部，公开市场操作美联储把这 100 个单位的国债从商业银行那买走了，商业银行在美联储又有了 100 个单位的准备金。资产结构发生了变化，但是总量并没有发生变化。央行变成了什么？资产增加了 100 个单位的国债，同时增加了 100 个单位的准备金。

伯南克说货币融资等于国债融资加公开市场操作，这两者没有区别。但是我觉得这两者是有区别的。区别在什么地方？

货币融资				国债融资+OMO			
财政部		中央银行		财政部		央行	
资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
2' 100 财政部存款	1 +100 国债	1' +100 国债	2 + <u>财政部存款</u>	2' +100 财政部存款	1 +100 国债	3 +100 国债	4 +100 <u>准备金</u>

两者的最终结果都是：央行新增100国债和100货币。不同在于货币融资增加的是M0或M1；而在国债融资+OMO增加的是基础货币。前者会增通胀压力，后者则不一定。

图 8：“货币融资”与“国债融资 +OMO”的区别

图 8 中把中间商业银行的去掉了，中央银行资产负债表中增加的是 100 个单位的准备金，如果不是经过国债融资加公开市场操作，货币融资增加的是存款，存款可以花。但准备金没办法买东西，准备金是商业银行放在中央银行的，必须通过贷款方式创造货币，才造成通货膨胀的压力，这是问题的关键。中央银行增加的是商业银行在中央银行的准备金，而不是普通的货币，所以对通货膨胀的影响是不一样的。如果经济在繁荣期，有了准备金当然要增加贷款；如果经济在收缩期，都不愿意借钱、

也没有人愿意跟人借钱，这 100 个单位的准备金就放在中央银行的债务上。

美国国债持有者如果按国内和国外来划分，国内的持有者占大部分；如果按类别来划分，美联储拥有的国债第二大、仅次于其他所有外国中央银行所持有的国债。商业银行持有的美国国债比较少。各个国家通过 QE 等方式实现的财政赤字货币化的程度，美国是 20% 多，日本是 40% 多，德国是 40% 多，德国这么高有些出人意料。前几天新西兰中央银行定一个限额，财政赤字货币化的程度不能超过 60%。你可以看到西方这些中央银行是他们自己国家国债的最大持有者或第二大持有者，这些都是通过公开市场的操作，或通过财政部发债暗中配合。西方国家财政赤字货币化的程度越来越高，以后西方国家会不会爆发大规模的通货膨胀和资产泡沫？谁也不能排除这种可能性，我们必须要保持警惕，以便把未来可能遭受的损失降到最低限度。

借鉴国际经验，就中国而言，担心未来通货膨胀的威胁是正确的。但保住 2.5% 以上的经济增长是中国的第一要务，其他问题可以以后再处理。因

而，中国还是要坚持扩张性的财政政策，并辅之以扩张性的货币政策。未来中国可能面临的两难是：一方面，经济增速低于预期，财政赤字增加、财政状况恶化；另一方面，为满足最低限度的经济增长，需要进一步加大财政政策的扩张力度，而这又会导致财政状况的进一步恶化。但是，除进一步加强财政政策的扩张力度之外，中国可能没有更好的选择。在这种情况下，为了支持抑制扩张性财政政策导致的挤出效应，为了使国债能够顺利发行，中国可能需要加大公开市场操作。实际上我们有可能不得不考虑在中国实行中国式的 QE。谢谢大家！

专题讨论一：债务 / 赤字货币化

钱军（主持人，复旦大学泛海国际金融学院执行院长）：下面我们进入专题讨论一，题目叫做“债务 / 赤字的货币化”。刚才几位嘉宾给我们带来了干货满满的主题演讲。吴晓灵行长的关键词是结

构、质量和数量；余老师讨论能不能拯救传统的货币理论，以及最近发生了很多挑战传统货币理论的现象。我个人要再增加一点，不管是货币理论，还是赤字化，全球的货币政策还是以美元体系为核心的，这个体系有很多问题。9月初，美国国会的预算委员会公布数据，美国联邦政府的债务是 20.8 万亿美元，大概占美国去年年底 GDP 的 100%。这个数字以及比例是美国二战以来最高水平的政府债。一方面，政府债已经很高了。另外一方面，从 2008 年金融危机以来，每当有危机的时候，全球对以美元为核心的安全资产的需求比较大，所以美国已经在做债务的货币化。这是说美元的通胀压力不是由美国来承担的，而是全世界来买单，货币理论体系确实需要非常多的更新。

我们这个专题的讨论有四位嘉宾。作为主持人，我讲一下规则，每位演讲嘉宾 15 分钟，每一位嘉宾结束以后最多有 5 分钟的研讨。我们第一位演讲嘉宾是中国财政科学研究院研究员，财政方面的大专家贾康老师，题目是“关于赤字货币化的基本认识”。

贾康：关于“赤字货币化”的基本认识

贾康（中国财政科学研究院研究员）：在赤字货币化热度稍微凉下来之后，我们可以更理性的来讨论这个问题。首先，学界已经摆脱了把赤字当作贬义词的阶段，赤字是作为政策工具来看待的。按照对赤字的前沿性学理认识，人类社会已经走过了贵金属时代，现在的法定货币就是货币符号，持币者是基于货币符号的“合法性”和“便捷性”形成了“信任”。

赤字是可以货币化的，但决不可以无限制无约束地货币化。比较早的时候，吴行长就专门说到，“央行通过公开市场购买国债，是对财政的支持，也借此突出基础货币实现信用扩张”。有的学者说，央行直接购买“一手国债”（等于是财政为了弥补赤字直接向央行借款），将缺失政府财政“举债的市场约束”，挤压央行必要的独立性，还会带来“道德风险”形成的货币超发不良效应，甚至是灾难性后果。有论者将赤字货币化的定义收窄到只针对后一种情况，但这不利于讨论的开阔与包容。

我国上世纪 50 年代以来就意识到财政银行两个部门是“穿连裆裤”的，在财政有结余的情况下发放贷款，后来发现“一女二嫁”造成了物价上涨，出现了问题之后要综合平衡。到了改革开放以后，财政困难向银行透支，透支太无约束改成借款，但是借款迟迟不还，跟透支的实际效果没有区别，所以在朱镕基同志主持之下制定了法律，以央行法禁止实施财政赤字对央行的直接货币化。

在理论上，我觉得可以做几个必要的总结。从货币理论来说，货币供应是有“合理数量规模”客观规律约束的，流通中货币量和价格成正比，和货币流通速度成反比。在一个时间段内，社会商品总价格除以货币单位的平均流通次数，等于所需要的货币总量。这个货币数量论我认为不存在“过时”的问题，进一步展开分析却非常有挑战性。我在直观上不赞成货币流通速度是常数，一定是在不断变化的，而且在经济发生阶段性变化的某个临界点，可以变得大起大落。我们过去在这方面做过一些数据方面的分析。

实际生活中，货币流通速度是非常重要的一个

变量，但是对它的研究我们往往力所不逮。学术界面临的一个挑战性的任务是怎么把货币数量论与实际对应，从而服务于现实。赤字的货币化会占据一定的货币供应量，所以关联于货币的“合理安全空间”问题，过多则引起通胀。通胀过了一定限制以后就有副作用。赤字货币化关联财政、央行两大宏观调控政策管理当局的配合协调问题，所以也是相关调控机制合理化问题，内在的实质问题是资源配置中各主体“发钱”、“用钱”的绩效高低的比较权衡及其“一揽子解决方案”的制度安排系统性优化问题。

结合当前现实作几点点评。扩大内需的必要选择，是以货币供应支持“流动性合理充裕”与“财政更加积极”，提高赤字率可以伴随“赤字货币化”在显性、规范性的常规操作方面力度提升，也与“非常时期之策”的出台形成组合，如今年的“抗疫特别国债”。这是合乎逻辑也是需要服务于现实的。中国当前虽然有严峻复杂的局面，我作为研究者看不到有任何合理的理由来修改央行法，突破其所规定的“防火墙”而走财政直接透支、借款的

老路。

公债的“滚雪球”效应会带来其“不是债”的直观感受，但始终存在合理规模“安全区”的现实问题，也必然伴生赤字规模安全区与相关风险防范的现实问题。

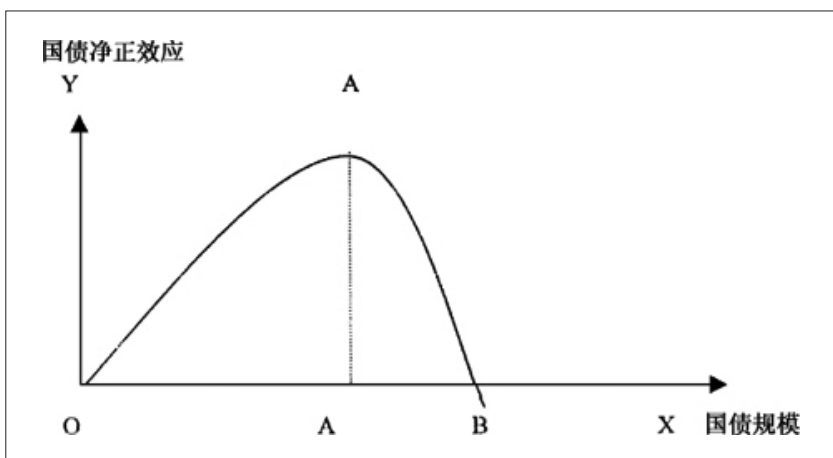


图 1：国债适度规模曲线

我们在研究中提出了一个很简洁的国债数量规模的曲线图，可以表明国债适度规模概念。图 1 中，过了正效应的高端以后，往下转为负面效应的曲线非常陡峭。在现实生活中，过了某一个临界点以后会很快越过安全区，带来剧烈的不安定甚至是灾难性的后果。

央行与财政作为调控当局，有一致性，也有差异性，不存在“孰大孰小”问题，只存在如何合理协调配合的问题，所谓的“互怼”后面，更深刻的是关联全局制度安排合理性的地方、企业“软预算约束”倒逼问题，逼迫之下往往“银行不像银行，财政不像财政”的毛病毕显。

关于现代货币理论（MMT）及其所对应的实践案例，做一个初步的点评。MMT 理论上的探讨，使我们更多考虑政府发债和央行发债的相通之处，现代法币的调控潜力空间可以进一步发掘。这些年来美欧日的实践，到底是经验还是教训，还是未定之数。我个人认为，现在货币理论有明显不成熟、不扎实、逻辑不顺、表述不清、研讨不到位之处。“税收驱动货币”省略了过多的重要关联因素；政府“最终雇主”身份未讨论其局限与限制；政府可无限创造货币的意涵太简化和粗糙，漠视央行独立性与货币总量安全区问题，很容易误导实践，消解应有的深谋和远虑。美欧日的货币宽松有各自的特殊配套因素。美国具有全球货币霸权，增发的货币风险让全球买单，已经在销蚀其信誉根基；日、欧已有

“饮鸩止渴”之忧，决非可以无边界地走下去。中国的金融和影响力完全不可同日而语，如果过度学习美欧日，就是东施效颦、邯郸学步。

我的看法可以归结为赤字货币化的概念可以成立，但是相关的一系列问题必须经过讨论，努力优化，至少有三个重要的真问题。第一，货币供应和相关的债务赤字规模有安全区；第二，相关的机制优化和央行财政部门间协调至关重要；第三，经济社会综合绩效追求要在一系列的相关权衡中努力提升，最后落到服务于解放生产力、健康协调发展、人民的福祉、整个中国的现代化事业和中国和世界互动的全人类进步。这里把一个具体的理论上升到很宏大的命题，但是我认为问题是确实存在的。实质是以高水平的制度创造和创新服务于现代化和人类的可持续发展。请各位批评指正，谢谢大家！

钱军：贾老师把赤字货币化的重要观点给我们作了整饬。第二位演讲嘉宾是中国人民银行金融所的所长周诚君老师，题目是“对财政政策与货币政策加强配合有关问题的思考”。

周诚君：财政政策与货币政策 加强配合有关问题的思考

周诚君（中国人民银行金融所所长）：各位领导，各位来宾，非常高兴参加本次会议。在讲货币和财政政策配合之前，我先对现代货币理论做一个非常简单的评述。我是不太赞同现代货币理论的，因为我觉得它的假设有问题，它认为货币是政府开出来的借据，央行是政府的一个部门。货币实际上是所有社会经济运行部门（包括私人部门）开出来的借据，是信用的表示。物物交换时代没有货币，但是当交换滞后时需要借据代表某种信用，政府、私人部门都可以开借据。央行只是在央行层面上把所有借据综合起来，所以是社会信用的综和，既包含政府部门，也包含私人部门的信用。法定货币虽然已经不是贵金属或其他储备货币，但仍然是央行的负债，具有无限法偿性。最典型的是人民币国际化，只要到境外的人民币，人民银行就对它有无限法偿义务。境外任何居民拿到这张人民币就可以到中国境内换东西，也可以换其它货币，其实国内货

币也一样，开放成熟的经济体货币最后一定是具有无限法偿性的。

下面我重点讲关于财政和货币政策的配合问题。总得来说，现在财政比较困难，前面余老师也讲了比较具体的数据。财政没钱，而且财政的几本账还不平衡，所以从这个意义上说我们得解决眼前的问题，想办法帮助财政扩大篮子。其次，我觉得财政政策确实就像吴晓灵行长所说的，目标不太清晰，预算的编制、资金的投放确实存在很多问题。比如疫情之后，最需要救助的是家庭部门、中小微企业，因为他们的资产负债表和现金流量表的恶化速度最快，程度最严重。当然可以搞新基建、一些基础设施项目，但是在疫情情况之下可能没那么紧急。第三，我认为财政的投入产出效率确实是一个大问题。如果说过去财政投入可以换来一些就业和GDP增长，但随着市场化程度越来越高，单位财政投入产生的回报都在大幅度降低。第四，财政融资的成本也是一个很现实的问题。今年4月份，十年期国债收益率是2.5%左右，但是从六七月到现在十年期国债收益率基本上在3.1%或以上。财政融

资负担得起这么高的成本吗？总的来说，我觉得要对财政存在的问题进行评估，然后想出解决办法。我觉得吴行长讲的大框架非常清晰。我现在想说几个方面，从货币政策和财政政策配合的角度提供一些思路供参考。

第一，我们帮助财政扩大它的篮子，增加它的实力。因为这个时候财政政策可能更注重结构，更具有救助的意义。帮助财政扩大篮子有很多的办法，如特别国债、专项债等等。但是中央银行能做什么？国际经验和历史经验告诉我们，中央银行也是可以做事的，比方 2007 年国有商业银行改革，发了中央银行持有的特别国债；比如 1998 年就开始在公开市场上购买国债。美联储在金融危机以后成立一个特殊目的载体 (SPV) 应对危机。央行要介入，无非就是要明确机制，权利责任边界和怎么退出。

我有一个跟吴晓灵行长不太一样的观点，我认为央行可以在二级市场购买国债。刚刚余永定老师讲解的各个部门的资产负债表非常清楚了，这也不违反人民银行法，任何一个成熟市场的中央银行都

在市场上购买国债。余永定老师已经说了，国债占美联储资产负债表的 60%。日本是占中央银行资产负债表的 80%，央行持有的国债占整个日本所有国债余额的大概 50% 左右，德国也差不多。成熟市场的中央银行都在国债市场上购买国债，并且不违反法律。

还有一个非常大的好处是有利于中央银行对货币市场的调控能力。我们有公开市场操作吗？我觉得我们在这方面很欠缺。第一，中央银行资产负债表规模 37 万亿，但大多数是外汇储备，外汇储备的任何变动会影响基础货币和汇率。第二，账上国债有 1.5 万亿，占人民银行资产负债表的 4.15%，占整个国债余额的 9.13%，这个比例很低，而且大部分国债都是历史上形成的，几乎没有流动性。央行对市场利率的调控缺乏手段。每当市场稍微紧张或放松一点时，央行的政策利率和市场利率就会出现比较大的背离。政策利率想盯住某一个目标，但是市场变化不确定，因为央行资产负债表可以用来操作的东西太少了，尤其是短期国债对市场流动性的影响太小。我认为从这个道理上说，央行在支持

财政扩大篮子增强能力的方面，可以设计好关键机制，明确好权利责任的边界。

第二，要想办法帮助财政降低融资的成本。专项债和特别国债利率当然可以另外考虑，总的来说如果财政在一级市场上发行，还是希望利率相对低一点。如果央行具有较好流动性的资产负债表，资产端就可以通过公开市场操作把政策利率确定得更加符合自己的目标，帮助财政降低利率。另外一个帮助财政降低融资成本的设计是可以讨论的，比如说商业银行买的国债能不能作为一种工具来缴纳人民银行的存款准备金？我是一个央行的经济学家，但是不代表业务部门。

第三，帮助财政明确财政政策的目标和投向。现在市场经济成熟，财政的钱都要精打细算，一定要考虑哪些投向是有回报的，哪些投向产生的单位就业增长和 GDP 贡献比过去高一些，精准地投到这些领域。央行有覆盖全国的国库，有现代化的支付系统，有可延伸到每一个人手机终端上的支付网络。央行应该跟财政一道想办法，在疫情下把这些钱投到中小微企业等最需要的那些部门和市场主体

的手里。

最后，我觉得针对刚才提出来，央行还是可以跟财政一道对其他领域财政的投入产出进行一个适当的评估。我觉得央行在这方面积累了很多能力，国库实际上是设在央行的，央行可以帮助财政。

刚才我对现代货币理论作了一个小小的批判性评述。我觉得中央银行发行的借据实际上包含政府和私人部门的，可以有更宽广的角度研究这个问题，而不是像过去那样把央行纳入政府或者把央行跟政府对立起来。

钱军：感谢周所长的精彩阐述。我们下面一位演讲嘉宾之前是美联储的经济学家和官员，现在是清华大学五道口金融学院副院长周皓教授。他的题目是“财政赤字货币化还是结构性宏观政策？”

周皓：财政赤字货币化还是结构性宏观政策？

周皓（清华大学五道口金融学院副院长）：其实在四五月份，财政赤字货币化有激烈的一轮讨论，背景是新冠疫情带来中国经济的迅速下降。所

以我稍微和新冠疫情紧密的结合来谈自己的看法。

我总的观点是，中国经济在疫情之后，主要是依赖以偏结构性的政策，包括财政和货币政策，但在总量上是比较谨慎的，没有走数量宽松和巨额刺激的道路，更没有做财政赤字货币化，这是我的基本的观点。中国是第一个受到新冠疫情打击的国家。如果只看第一季度中国经济的表现，是季度负增长 6.8 或对年化 10，在全球经济体中应该是最糟糕的。中国是不是应该搞 QE？在一季度 4 月份数字出来之后，很容易让大家产生这种思路或想法。

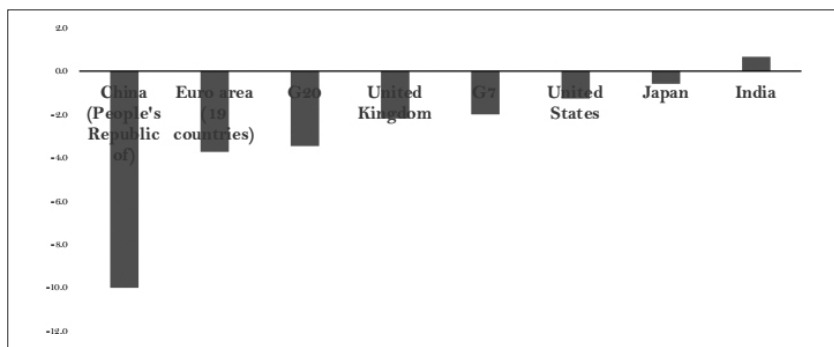


图 1：2020 年第一季度实际
国内生产总值季度增长率

其实财政赤字货币化并不是最近兴起的。现代货币理论思潮产生的背景，第一是 2009 年危机之

后，央行对于实现通胀 2% 和就业 4% 的目标一直不成功。第二个是贸易全球化的背景下，收入分配不平等持续恶化，财政部门起到一个结构性调整。

与余老师或业界同仁的观点不太一样，我不认为可以把 QE 或日本央行的利率、控制欧洲的负利率与财政赤字货币化等同起来，将直升机撒钱表述成为已经发生的操作。我一会会解释为什么是这么一种看法。几位演讲者都提过现代货币理论，一个就是国家税收创造货币，央行就没有用了，是比较极端的更像中世纪欧洲王朝的情况。我觉得尽管现在发达国家没有这种情况，但是通胀风险是必然的结果。政府是最后的雇佣人，这有点像央行是最后的拯救者或者是对金融危机的拯救者。如果大家读这些文献的话，可以发现这是凯恩斯主义极端化的表示。所以国外评论现代货币理论是另一支比较极端的凯恩斯主义。这与 50 年代或者说到 70 年代前苏联和中国的计划经济思潮是相似的，但不完全等同，政府要负责最后就业。

从历史经验来看，所有实行财政赤字货币化的国家基本都崩溃了，而且主要是发展中国家。古罗

马铸币的时候也掺假，那个时候没有央行，是政府决定的。

QE 不是财政赤字货币化。无数的学术文章都是在研究利率下降的作用，从 QE1 到 QE5，压低多少利率就能够给贷款？它的根本作用是降低利率，刺激消费和投资。现代意义上的财政赤字货币化，基本上没有实施财政部控制央行，但是很像伯南克提的财政部开一架飞机到处撒钱。但仔细去看，美国给每一个人 1200 美元的 2 万亿美元刺激法案有一个预算条款，说要用发 15 年、20 年、30 年的国债来进行，所有的支出法案都有一个预算条款，所以现在没有真的实施直升机撒钱，是要通过发几次债来完成这个事。

有两个澳大利亚经济学家是现代货币理论著作的主要文献来源，支持者包括业界的经济学家、国会议员、参议院。中国不会，也不需要实施现代货币理论。我先讲为什么不会实施财政赤字化？第一，在直接意义上，法律禁止一级市场购买政府债券，二级市场有一些争议先不谈。第二个特别重要，欧、美、日是零通胀或负通胀，中国现在是

3%-4% 不小的通胀。虽然我不同意欧美日采取赤字货币化，但是即使采取了，通胀风险也很低。中国是一个发展中国家，人均收入 1 万美元以下，现在统计局公布的物价上涨率是 3%-4%，一旦有个风吹草动，物价飞上天都是有可能的，所以是要慎重考虑。第三，关于资源分配。我们希望财政刺激经济，刺激中小企业、个人。但是我自己到地方调研，发现财政的钱到了地方，地方政府基本上都是给国有企业，不会给民营企业。我觉得中国发展到现在这个阶段上，央行结构性的货币政策虽然不是最理想的，却是现实有效的，虽然不是最优的方法，也是一个次优的方法。如果所有的钱都给了财政，财政都分配给地方政府，以前跑过项目的人可能都知道，这些项目的效率可能是非常差的，除了一些必须的铁路、公路，预算给企业分配投资的效率是很低的。财政赤字化对民营企业的挤出效没有被算进去，在发达国家这种情况是不存在的，发达国家的财政是直接给老百姓分钱。在中国，财政赤字化的同时，财政还要批项目，会对民营企业有很大的挤出效应，这个问题学者们没有谈也没有研

究，但我觉得是存在的。

新冠疫情之后，中国的政策没有走巨额财政赤字之路，也没有走数量宽松的货币政策之路，走的是一种比较结构性的宏观经济政策。其实公共卫生政策更重要的是把疫情控制住了，只要适度的刺激就管用；要是疫情控制不住，可能真的会走到无限量的刺激。财政的结构政策有一些是针对中小企业的。我觉得地方政府债务就是专项债。中国在这种特殊的情况下，如果国债特别高，项目都会给财政部，而财政部分配项目的效率未必会很高。如果发一些地方政府债，除了吃饭之外，有一些是地方政府分配的话，地方政府的项目分配或许会和生产性资本的形成更接近，这是从财政角度来考虑的。当然，在现在这种情况下，第一货币政策没必要采取 QE，第二实际上需要帮助财政做好结构的工作。现阶段在各种信贷的利率，各种信贷的 PSL（抵押补充贷款）上进行定向降准不是最优的，但是可能是一个次优的政策。所以结构性的宏观政策，一个国家直接的财政赤字加上信贷的延缓，再加上政府保障的一些隐性债务，发达国家是在 10%-60% 左

右。中国是比较低的，甚至比韩国和巴西都要低，我不知道他们是怎么算的，但是不算地方政府债务应该还是比较低的。

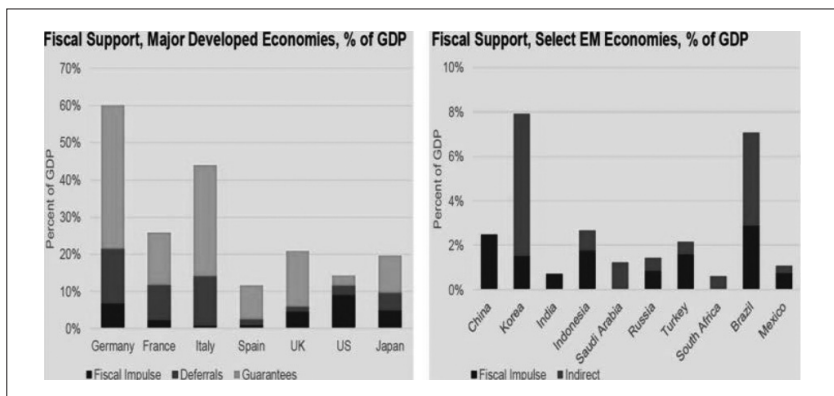


图 2：当前中国财政刺激力度小于美英德日

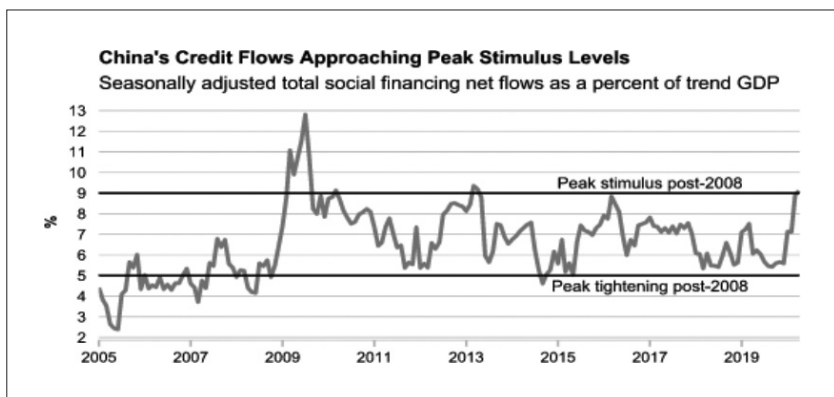


图 3：当前中国货币刺激力度小于四万亿时期
前段时间，社科院有一个报告说中国现在的货

币刺激已经超过了 4 万亿，我看了吓了一跳，就拿别人的数据来仔细看了看，其实不是，你不能用绝对额算现在刺激有多大，要把趋势去掉以后算增长率。算增长率的话，现在远远没有到达 4 万亿，现在就 和 2013、2015、2016 年达到的高点相似。

总的来讲，事后评估这次疫情之后的财政货币信贷的刺激力度是适中的，偏向于结构性。西方国家是第一季度才进入疫情的，第一季度负增长，第二季度更是负增长。中国第二季度是 3.2% 的正增长，我估计第三季度一定是 4%-5%，要比第二季度高很多。所以我觉得没有必要搞财政赤字货币化，也不一定要搞 QE，中国在这种适度宽松的情况下，结构性的刺激加大一点力度是可以的。对于中国这种有 3%-4% 通货膨胀率的发展中国家，搞财政赤字货币化是很危险的。

钱军：谢谢周院长，对财政货币化给出了很清晰的定义，也给我们展示了历史上做过财政货币化的国家及其后果，最后也分析了疫情下中国目前的一些措施和效果。第四位演讲嘉宾是兴业证券的首席经济学家王涵先生，他的题目是“对新发展格局

下财政、货币政策的思考”。

王涵：对新发展格局下财政、货币政策的思考

王涵（兴业证券的首席经济学家）：我谈更加具体一点的问题，最近的新发展格局是疫情之后提出来的。我们现在讨论的财政扩张或货币扩张，或财政和货币的融合，有一个大的前提是这两年货币和财政政策的约束条件都在发生变化。这个约束条件可能意味着，我们在讨论财政或货币政策时，可能都需要更多去考虑这种约束所带来的政策边际的收缩。

第一个约束条件是中国人口结构问题。无论是按照 OECD（经济合作发展组织）还是联合国的数据来讲，我们在未来的 5-10 年有一个持续快速老龄化的过程。我们今天在这里谈论财政扩张，财政扩张的本质是什么？如果剔除掉劳动生产率的提升，单纯从代际之间的关系去考量，是当代这一代人在向未来那一代人借钱，因为你的财政借款支出是在当期的，而你的还款是用未来的税收。核心的

问题是，如果你人口结构没有发生大的变化，意味着我们这一代比较多的人口数量在向未来比较少的人口人数在借钱。所以财政如果快速扩张，后面的问题其实会更大，包括养老金的缺口，测算下来 2035 年城镇养老基本保险可支付的结余基本就归零了。

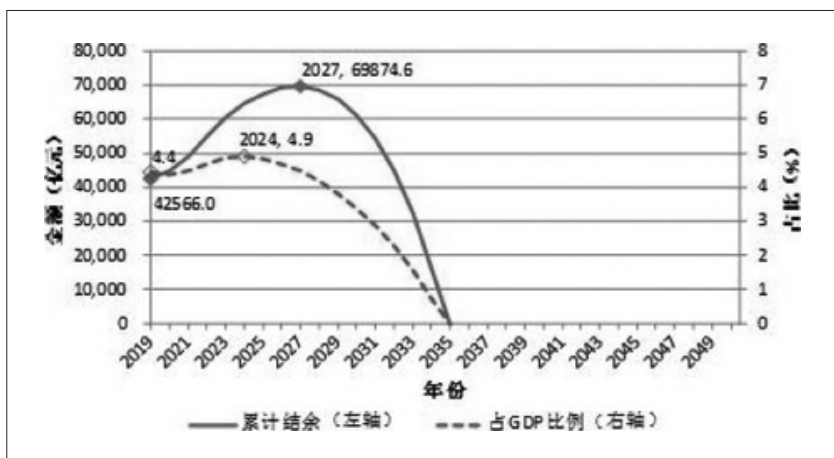


图 1：全国城镇企业职工基本养老保险基金累计结余预测

第二个约束条件是就业压力的结构性变化。在 2009 年的时候，我们碰到了全球性的金融危机，我们的选择是 4 万亿财政赤字和货币赤字。但是现在跟 2009 年相比有一个巨大的不同，经济发展所

要解决的就业人群的结构在发生变化。2009 年的时候，农民工里大概 70% 左右的人是 40 岁以下的人，现在我们有大概五分之一是 50 岁以上的，换句话说就是，2009 年要解决的就业问题是那一批农民工从工厂下岗后如何给他找工作，所以那时候需要大量的财政刺激辅以基建和房地产投资，找一个工地让他们去搬砖。而现在的问题是，农民工本身在变老，现在急剧需要解决的是高校毕业生怎么找工作的问题。同样财政刺激的支出，但是投向发生重大的变化，即使在今年的情况之下，如果搞一堆工地让大学生搬砖这些人是不愿意的，并没有解决就业的问题。大学生喜欢干服务业，而服务业恰恰是财政政策需要做到非常细节的层面才能解决的，不是搞一个大工地就能解决的。今年还有个很特殊的问题，因为疫情冲击的几乎都是线下，疫情之后服务业受到了很大的影响，大学生就业问题进一步暴露出来。我们在讨论财政和货币政策刺激的时候，这个大的约束条件也是需要纳入到考量中的。

第三个约束条件是低利率的环境。财政现在压力很大，我们要把利率降下来，把融资成本降低，

从财政的角度来讲这当然是一件好事情。我是金融机构的，我谈谈金融机构的感受。简单来讲，货币扩张导致利率下行对整个社会意味着什么？GDP 是一个总的增加值，是利润流量的概念，货币存量的增加如果不能有效推升经济，形成的结果是投资回报率的下降。我们可以想象一下欧洲、美国、日本那样的低利率、负利率环境发生在中国会意味着什么？利率是钱的价格，人要投资所以才会形成钱的价格，利率到零到负意味着没有人想要投资，投资回报率是零为什么要投资？反过来说金融机构为什么要存在？如果利率是负的，意味着钱的价格是负的，意味着你要让一个人持有钱那你得给他钱。中央银行为什么要存在？因为中央银行是负责印钱的，低利率和负利率在能够对外转嫁矛盾的环境下是可以通过的，还能解决内部问题。但是如果在一个封闭体系里，低利率环境最后的结果实际上是动摇整个金融体系的根本。更不用说这两年海外在低利率环境下发生的事情，所有的养老金机构都大量降低对债券投资的比例，大幅增加对股票投资的比例，以至于今年 3 月份美国股票市场出现大动

荡时，很多北欧和加拿大的养老金都出现了大幅亏损，这也是我们需要关注的问题。

第四个约束条件是在疫情冲击之后出现的微观、宏观个体行为的变化。我们如何来看待中长期疫情对于经济增长中枢的影响？我们看到经济增速的下滑，一个自然的反应是觉得我们要去解决这个问题，但是有一些东西不是一定要去解决的，比如说疫情之后每一个个体在资源配置上采取了跟疫情之前不同的策略。举一个很简单的例子，我相信今天在座的几十个人在疫情之后都干了一件从资源配置效率来讲低率的事情，每个人家里都多了一堆口罩。你如果把自己想象成一家企业，那你在家里囤口罩是一个效率很低的事情，市场经济之下的过剩库存是低效的代名词。为什么我们囤口罩？因为疫情告诉你有些事情是黑天鹅事件，你必须未雨绸缪。

当个体考虑安全性而不是考虑单纯追求效率的时候，经济增长的速度中枢一定是下移的，这种增速下移通过政策能不能解决？或者政策如果要解决，那么到底该解决什么？是短期的吃饭问题，还

是长期的制度建设问题？我觉得这些可能都是在考虑财政、货币政策时需要考虑的约束条件。

现在我们提出来的方向叫做新发展格局，我在财政和货币政策层面上有几点自己的理解。按照我们刚才的讨论，可以得到一个结论是财政和货币政策的边际扩张空间实际上都在被压缩，在这种情况下总量政策的大开大合，我觉得是不太合适的。不仅仅是财政政策没有空间，如果按照刚才对于利率的讨论和外部环境的讨论，实际上货币政策的空间也非常有限，这个时候进行总量政策的大开大合不是一个很好的时间点。

第二，财政政策在这个点上要不要扩张？扩张的方向是什么？你如何能够让中长期增长的中枢上移，或者如何降低一些制度上对于经济增长的约束？这是财政政策现在需要考虑的问题。疫情之后大家考虑的是什么是保障的问题。如果你不把保障的问题解决，不把预防性储蓄的心态解决，扩大消费这件事情实际上是没有办法去谈的。

这个保障的问题对于财政来讲，实际上就是你直接去投还是动用杠杆的问题。这就涉及到养老保

险的问题。2018 年 5 月以来已经在试点了，但是实际上效果比较差，我们需要回过头来看为什么。养老的问题单纯让政府投，按照刚刚讲的原因，一定越投越少。在这种情况下财政如何发挥杠杆作用，让老百姓自己愿意把养老金这部分的窟窿补上，这件事情已经很迫在眉睫了，但是过去几年的推进实际上是偏慢的。

第三，对于货币政策我们也要重结构性。首先是从大的方向上来看，需要一个相对宽松的货币环境解决经济增长的问题，同时还有泡沫的问题，以及整个社会的资源如果流向低效行业意味着为中长期埋下了更多的雷。货币政策从大方向上来看不应该解决结构的问题。但是我觉得在当前的环境下，货币政策也要重结构性，我们要清楚资金流出来后到底流向了哪里。今年以来对于房地产金融政策和对于中小微企业的金融政策的结构性问题也需要考虑。

第四，资本市场的问题。按照刚才的角度来讲，如果没有一个中长期效率的提升，在当前的约束条件下要解决货币、财政增长的问题几乎是不可

能的。在这个过程中，你必须提升效率。在这个过程中，我们的资金投下去无非是两种属性，债性或股性的资金。股性的资金的好处就是它的投资期限相对来讲是最长的。实际上货币作为一种要素在一定程度上是能够解决增长问题的。波士顿动力公司在利率 5%-10% 的环境下，我相信它是做不下去的。但是因为美国的利率是零，所以有大量风投资金愿意投它，也就有了砸钱把效率提升出来的机会，资本市场实际上也是有同样的效果。

在这个过程中财政能做什么？财政一定程度上可能也要有一些金融的想法。我前段时间到东部的一个市县里调研，他们说每年的资金下来补贴给很多人。我提了一个建议，这些资金如果去补贴每一家，其实都没拿到多少钱，他也没觉得你有多好，为何不找几个当地还不错的科技公司，你作为股东入股，做相关的基金入股。如果这个企业未来的创新能够出来，其实就解决了当地的长期税源的问题。这就是说在财政的使用层面上，也要追求一些效率。这里面我们也需要避免过渡的泡沫化，在财政资金和货币资金使用的过程中必须更多依赖于市

场化的结构，否则就会出现大量资金投进去，很多人都去骗补贴，泡沫破掉后出现阶级矛盾的问题。这是我对于财政和货币政策的思考，不足的地方请各位领导批评指正。

讨论

钱军：王涵首席从不同的角度看到了人口结构、就业的状况，分析了一些财政投入的需求。他是跟前面几位一样，说了需求投入的方向、投入的效率、资本市场的作用都非常重要。四位演讲嘉宾的演讲环节都结束了，我们现在是提问和交流的环节。

王红林：前天恒大的事刷屏了，有人编了一个笑话，说买房的人欠了一屁股债，地方政府也欠了一屁股债，房地产商现在也欠了一屁股债，那到底现在谁是债主？我一直没想明白。按说金融机构是债主，但金融机构只是一个中介，钱到底是在谁那里？你要这么仔细一想，可能中国有钱人才是债主，通过金融机构他们把这个钱放给了地方政府，

放给了买房的人，放给了恒大这样的房地产商。我觉得咱们应该考虑一下在中国到底谁有钱，这些人的钱为什么不花？咱们讲双循环，最主要的是得有人花钱，得有总需求才行，要不然循环不起来。大家都讲了财政吃紧，中央银行现在也有困难，到底怎么能让这些人把钱花出来？我自己做过一个测算，中国净资产在 100 万美元以上的人比美国多，虽然我们的 GDP 只是美国的 40% 还是 60%。到底怎么能让这些钱花出来？

钱军：他的问题是总需求来自于哪里？

周皓：这个问题很刁钻，没法回答，我们疫情以来一直是负的增长，上个月开始转正，你可能觉得不够，还是太慢。你要想这个问题，美国消费可以推动 GDP70% 以上，对美国来讲，个人消费增长是最快的。中国的这种发展阶段消费百分之三四十，还是企业投资、基建、出口，出口在上个月增长 10%。根据中国的发展阶段，消费能转正已经是一个不错的结果。

钱军：刚刚都说到一个核心的问题，所谓的货币化至少在某些情况下是有必要的，尤其是今年这

种特殊的情况。第二，又不能没有约束。所以我的问题就是，至少从理论上讲，或者从政策的制定来讲，这个约束怎么定？比如说今年上半年以前有一些指标，今年这个情况可以宽松一点。到后面如果可以定量，怎么把这个约束回归正常，这个您能说两句吗？

吴晓灵：我们得回到最基本的概念，什么叫财政赤字货币化？肯定是有了赤字才发债，所以现代货币理论不离开中央银行货币体系，这是大前提。所有在中央银行资产方的运用，都是基础货币，它本身就货币化了。你们一定要记住这条，不管中央银行资产方的财政债券是从一级市场上买的，或者是财政直接透支买的，就是花的，或者是中央银行从二级市场上买的，都成了货币，这就叫财政赤字货币化。如果不把基础概念弄清楚，没法讨论。现在大家大家说一级市场中央银行直接买财政债券这叫赤字货币化，从二级市场买不叫赤字货币化，这不对。因为你只要从二级市场买进了财政债券，基础货币就吐出去了，货币创造的过程就开始了。正因为这样，财政赤字货币化就变成了中央银行资产

的调整。如果是中央银行 100% 持有财政债券，货币化的主动权全部都在财政手里。不管是从一级、二级市场借钱，我们还是要去看他怎么花。如果中央银行资产负债表有 10% 或 20% 是中央银行主动吐出去的，这块的主动权就在中央银行手里。从 2003 年开始一直到 2011 年，中央银行没有任何主动权，既不能买国债也不能吐基础货币，只能够对冲外汇帐款。

2011 年之后，每一年要增加的基础货币量大于外汇帐款的量，这时候中央银行有了资产负债表运用的主动权。这个主动权有两种运用方式，一个是买财政的债券，从二级市场买，这其实也是赤字化的问题，或者是中央银行主动吐出基础货币引导商业银行，它是一个结构性政策。今天我讲话的两个关键，一个是说中央银行货币政策有没有结构功能，第二个就是财政赤字要有约束，这个约束是在什么地方？就是质量。

我的建议是三条。第一条，财政现在必须通过人民银行的国库来监督每一笔资金。5 月 6 日我写了一篇文章，其实我不否定财政赤字货币化，关键

就是你的钱有没有跑冒滴漏。我们现在财政的钱跑冒滴漏非常厉害，为这件事人民银行和财政打到现在，都不能真正实行国库集中支付。2000 年国库集中支付的制度规定，财政 10 万元以上的支出全部通过中央银行国库点对点直接支出去，只有 10 万元以下的钱才可以授权支付，每天晚上还要清零，跟国库结算。这个规定到现在还是没有落实，很多的财政专户都成了腐败的根源。从技术上来说，我们完全能够做到点对点监督每一笔财政预算，如果没有预算就不许支出。

第二条，预算分成两部分，一部分叫刚性预算，还有一部分是弹性预算，就是跟公共服务、卫生、教育、社保等有关系，国家有明确的开支项目的。这个预算如果因为各种临时情况超出了预算范围，可以提出预算调整。预算通过以后，就是约束。

第三条，现在财政既做收入预算，又做支出预算。收入预算就是税收，支出预算定了以后，赤字率也定了。财政最后如果收不来这么多税怎么办？就欺负企业。你定出了刚性预算和弹性预算之后，

如果税收上不来，收多少税是多少税，产生的赤字我们要承认它，不要为了保证不出赤字强行征收企业的钱，这样对经济是一个损害。我说的约束是不要被数字所约束，要被制度和绩效所约束。对于财政赤字货币化的问题，我认为最终落实于央行资产负债表的主动调控权在谁手里，财政赤字大小的问题不是关键的问题，关键的问题是财政预算的范围和绩效怎么考核、怎么监督。

余永定：我补充一点，假设国家现在没有财政赤字，支出和税收是平衡的，同时假设中央银行认为国家经济增速不够高，就通过公开市场业务要买进国债，在这个时候，公开市场操作就不是赤字融资，因为根本没有赤字。但是如果有赤字，财政部发国债了，与此同时央行也想刺激经济的增长，不管他俩商量过没有，又把国债从二级市场买来了，这当然是财政赤字的货币化，这个理解应该是没问题的。吴行长同意不同意？

吴晓灵：同意。

余永定：公开市场操作的主要是已经有的存量。不说已有的资产，发新国债后，央行从二级市场把

国债买走了，不管商量没商量，这就是财政赤字的货币化。

周皓：这个是错的，美国每年都有巨额赤字，但央行买不买，买多少是根据每年的利率目标来定的，这种独立操作的情况下不算。伯南克的很多观点是错误的，尤其是下了台之后。

余永定：我觉得这种没有必要再辩论了。咱们央行的国债太少了，这是一个非常重要的问题。我觉得现在恰恰是一个时机，这个时候赤字多了，买进国债又把利率降了，现在正好是采取比较大胆的扩张性财政和货币政策的时机。

夏斌：我同意吴行长讲的，真正的中央银行要保持独立性，根据经济增长目标决定到底供应多少。因此根据市场情况，国债市场也好，利率也好，搭配我的结构，从这个意义上说赤字货币化也行。

余永定：实际上我觉得咱们可以先把概念放一放，现在的问题就是我们有比较大量的赤字，在这个时候央行应不应该加大公开市场操作的力度，你的答案如果是“yes”，就没有更多可以争论的。

周皓: 我回答你的问题, 赤字很大, 央行最先看经济增长是不是下季度到 4%、5%, 是不是超过 6%, 还有通货膨胀从 3% 往 6%、7% 蹦这个是不是优先的目标, 如果根据独立的目标还是要买债券这也不叫财政赤字货币化。

余永定: 我觉得你这个是对的, 我同意你这个观点没问题。现在正好是这些东西都凑到一起了。我完全同意货币政策要有独立目标, 第一是经济增长, 第二是通货膨胀。我写的所有文章中, 从来都没有说中国应该搞财政赤字的货币化。我说的是可以考虑在中国实行中国式的 QE, 这就是我的观点。

周皓: 我对财政赤字货币化的定义是标准定义。如果独立的央行目标是买债券, 他可以不买国债, 买企业债可以起到同样的效果, 所以它不是财政赤字货币化, 这种买债券可以是广义的债券。

屠光绍: 今天财政系统的人少了一点, 贾康的观点又有点模棱两可。我虽然不是财政部的, 但是我在上海工作的时候分管财政。我不是说我的观点, 但是我把财政系统的观点说一下。如果按照有些人的观点, 这个赤字货币化根本不是一个新问

题，但是为什么会在疫情期间炒得这么热？我想一个最根本的问题，就是在疫情期间首先是需要钱。因为没有钱的话，整个的经济的稳定，包括企业的稳定，包括抗疫所需要的投入都会是无源之水。为什么叫做赤字的货币化？核心问题不在于赤字本身，而在于赤字了以后，这个钱谁来花，谁来控制这个钱的用途。最核心的观点是为什么有货币化，货币化说白了简单一句话，就是财政花钱央行买单，就是这个核心的问题。为什么要财政花钱央行买单，是因为财政认为或者说有相当一部分人认为，财政用钱的效率在这种非常时期会更高，这也是为什么大家一直都认为央行的货币政策是一个总量政策。第二，央行的货币政策是需要传递的。第三，央行的货币政策是要有付出成本的，因为央行通过商业银行下去当然就会有利率，所以当前不解实体经济之需。财政没钱，一方面经济不好财政本来收入就降低，税也不可能再多收，就只能通过央行买单，但是央行买单之后这个钱财政来花，因为财政花比央行更有效率。从财政这个角度来看，是要回应钱从哪里来，第二是这个钱是不是花得更有

效。当然现在也会关注另外一个问题，央行一部分观点认为，央行也可以做结构性的设计，所以才有了央行贷款直达。为什么疫情的时候这个问题才爆发出来，炒的这么热，核心的问题就是谁来主导。如果上升到货币政策理论，就是要回答这是常态还是非常态，是不是要把非常态变成常态，这个问题就大了。我就补充一下。

吴晓灵：你对财政赤字化的定义是什么？

周皓：我的定义就是直接印钞，央行是财政的印钞厂。

吴晓灵：直接下单，就等于说是财政给一个支付命令。

周皓：几位老师隐约提到但是没仔细说，有个别情况是四大行注资。美国 AIG（美国国际集团）的救助是特别法案，但这种情况不是严格意义上的财政赤字，一定是一次性的特别法案。绝不是下次可以重复的。

吴晓灵：大家现在所说的都是财政是不是可以直接向央行发出支付命令，等于过去的透支，财政直接通过央行的资产负债表往外支钱这就叫赤字货

币化。我是从信用货币创造的角度来讲，央行资产负债表的资产方是所有货币创造的基础，在央行资产方的所有债券，本身就是货币。在这个基础上，我引出了央行资产负债表资产方的结构调整的主动权在谁手里。

乔依德：现在直接跟间接的界限不是像以前那么清晰，最近的 Q1、信用货币就产生了这个歧异。再广泛的说，除了赤字货币化，实际上还有一个债务货币化，再扩大一点是融资货币化，包括处理几大银行的时候。我推荐马国南先生的一篇文章《“守住法律红线”情况下的财赤货币化案例分析》，他分析得仔细。说到底现在是信用时代，这个央行发行货币，用我的话来讲有一点像橡皮筋，可以有一点拉的余地，不像在金属本位马上断裂，信用时代的央行货币像橡皮筋一样不容易被拉断。

钱军：我们的讨论非常好，最后再次感谢我们所有的演讲嘉宾。

专题讨论二：MMT（现代货币理论）

张春（主持人，上海交通大学上海高级金融学院执行院长）：我们开始下午的专题讨论了。我们这个议题是现代货币理论，这是一个非常重要也非常有争议的议题，不仅在国内，尤其是在国外，在理论界和政策界都有非常大的争议。

下面有请第一位发言人，国务院经济研究中心金融研究所副所长陈道富先生。

陈道富：现代货币理论的争议与借鉴

陈道富（国务院经济研究中心金融研究所副所长）：各位领导，各位嘉宾，对现代货币理论的内容介绍我不再重复了，我将直接进入到我对现代货币理论的认知或者一些思考。我认为，现代货币理论有几个隐含的前提，这些前提会对现代货币理论的适用范围和适用的经济发展阶段有一个非常严格的限制。

首先，现代货币理论是用三部门会计核算均衡

所描述的世界，所以这个世界就被局限在会计核算和三部门均衡的水平。这里面存在三个在预设上的理论假设，第一就是，在三部门的会计均衡里是不存在超额利润的一个世界，是一个绝对均衡的世界。政府部门、私人部门、国外部门的结余最后为零，可以通过几个部门实现这种调控。

事实上，现实世界绝大部分时间都不处在超额利润为零的阶段，更多的是像一个 S 曲线来描述的现实世界。在刚开始经济腾飞的时候，或者某个产业在快速发展的时候，可能更多的是一个规模递增的状态，通过迭代来实现快速发展。只有到了后期，出现了边际递减，才会落入到 MMT（现代货币理论）所涉及到的超额利润为零，是两条 S 曲线迭代替换的中间阶段，这个阶段更是 MMT 所适合的世界。在这个世界里，整个经济缺乏增长空间，缺乏新技术带动，缺乏新的经济增长点，整个社会处在一个相对停滞的阶段，处在新增长的前期。所以是这样的一个的世界，如果处在经济正常的 S 曲线里，可能 MMT 很多假设的条件就不太容易满足。

第二个假设前提是“共同体”天然存在的世

界。如果说在一个国家用本币来结算，这时候财政空间通过货币的赤字化可以无限支撑赤字。但有一个假设前提，就是必须处在这个货币区内，就是整个经济体要接受这个货币。假设人们不得不接受这个货币，不能用脚投票。但是现实的世界里，除了几个大国，其实有很多国家在经济出现问题或大家对货币不信任时，用脚投票或外币化的情况是会更多出现的，这个共同体的边界是动态的。在这里有一个条件，必须要先保证大家接受这个货币，然后这个货币才可以支持赤字化，这个过程的循环就会影响到最后财政跟货币共同发挥作用的空間。

第三个假设是忽视“自我实现”特征的“事实”世界。既然用会计来核算，会计是一个事后的结果，在事后会出现一个均衡，而经济学更多研究的是事前的关系。事后一旦放到事前，会出现一个自我实现的机制。事前的机制有一个特点，它会有一个自我强化和自我锁定的过程。上午的很多讨论也涉及到，在中央资产负债表里，如果政府在资产方占据主导的话，意味着这个社会被政府行为特征所主导，政府的行为特征跟一般的市场行为不太一样。如果

是整个社会以政府的行为为主导，可能会更多把资金引导到公共基础设施，引导到一些维护社会稳定的领域，整个的激励机制会是自我锁定的一个实现。

讲到把财政和货币部门两个合起来看，我觉得这是一个洞见。理论上来说，是提出了一个非常理想化的、未来可以超越人为限制的约束。但是在现实世界中，是通过部门之间的分立来实现各自的功能，通过相互制衡、相互支持产生特定的功能。由于财政跟央行、整个金融体系出现一定的分离，使得财政、央行和金融体系可以实现各自特定的功能，如果合起来，功能的实现会不如分开来好。

当前的这个时代的特征是低利率、低通胀、低经济增长。但是这个低利率和低通胀的特征，我认为是整个的全量和流量之间的矛盾，和总量下的结构性矛盾的一种金融表现。或者是说今天经济到了大的结构性突变的阶段，金融对这个结构的回应还没有完成转化的呈现。整个循环从总量上来平衡，从投资、生产、分配、消费、储蓄总量上的平衡，可以通过 MMT 理论做一个很好的分析。但一旦把增量和全量放在一起，会发现如今处在一个很有

意思的阶段。从边际的技术进步来看，传统的视角来衡量，整个边际技术进步在下降；但是由于历史积累，技术又处在一个比较高的水平。人口老龄化也是我们面临的一个问题，就是人口老龄化后边际储蓄率在下降，但是人口长期积累下来的储蓄又达到一个高点。这些导致总量上达到一个非常高的水平，边际上又存在效率下降的问题。

在 MMT 理论里，因为引入了会计恒等式来分析这个世界，用事后的观点，用总量把几个部门合在一起分析，带来了很多前提条件的局限性。当前的经济环境，我认为比较好的满足了 MMT 的假设环境，因为刚好处一个百年未有之大变局的结构，整个超额利润接近于零，整个社会缺乏一个结构性突破的动能，可以通过财政和货币需求方面的管理，来维持现在这种结构不变。但也带来一个问题，就是会把我们长期锁在这个困局里。

当前货币政策的各种操作，其实不是严格意义上的财政赤字货币化，不支持 MMT，也不是它的直接运用。对中国来说，应该加强财政货币政策协调，而无需突破财政赤字化的界限。

我把中国金融和财政有可能的结合点放在资产方，通过国债二级市场实现两者的结合，当然更激进的可以通过国债一级市场，我们还要通过地方债，包括显性的和隐性的专项债。我们还通过各种财政政策性的金融业务，通过结构性的货币政策。我们实际上还在金融救助、金融稳定的过程中，出现了财政和货币很多的合作。在这个合作过程中，金融资金的来源方既可以通过发行基础货币，通过央行直接实现支持，也可以通过存款货币就是广义上的货币实现两者的结合。从现实来看，我们在过去很长的历史里用了大量的存款货币，通过存款机构的信用创造来提供大量具有财政性的支持。这几年我们广义的 M2 货币发行，越来越多是依靠地方政府的土地和基础设施来推动的。在这个过程中，事实上广义上的很多财政行为是通过金融化，通过存款货币来支撑的，我们现在的约束是尽可能不用基础货币这种高能货币支撑财政赤字。

另外，在特殊时期，特别是在当前结构性转型的时期，世界所有国家都在采取一定程度的财政赤字货币化或者货币一定程度的财政化，来延长自己

应对结构坍塌过程中的财力，使得自己能够实现未来经济的进一步增长，熬过这个结构坍塌时期。所以在特殊的时期，应该适当回到 MMT 里面，MMT 实际上提供了一个视角，我们在多大程度上可以把一些自我设计的约束适当放松一些，使得自己在这种特殊阶段能熬过去。当然，后遗症就是有一个自我锁定，这是很难退出的一个过程，所以需要特事特办，需要给这个过程增加很多摩擦成本。我们不能把现在很多在特殊时期的工具制度化，这些工具应该是在一个特殊时期使用的，是特殊协调以后的特殊政策，为了使自己在特殊时期能够有更大的回旋余地，使中国更好的熬过这段结构成长期，为中国未来的经济增长提供更好的空间。

张春：第二位主讲嘉宾是彭文生先生，他是中金首席经济学家。

彭文生：跨周期调节下的财政货币政策协调

彭文生（中金首席经济学家）：现代货币理论现在是非常受争议的，作为一个市场研究人士，前年 4

月份的一个年会上我提出了现代货币理论在中国的问题。我的理解比较简单，我认为我们现在处在一个动态无效的状态，就是有过剩的储蓄，利率比经济增长率低。这个时候政府的干预，财政支出的增加，会降低过剩储蓄，实际上是动态有效的，有利于长远的经济发展，也不需要担心长远的政府债务问题，这是现代货币理论和当前现实结合的一个重要的视角。但是在现实操作中，宏观政策实际上是和逆周期调控紧密结合起来的。今天我想讲讲怎么理解现代货币理论和经济周期的关系，为什么在现在这个时间点，现代货币理论的一些洞见对我们是有启发的，对我们思考当前的宏观政策是有帮助的。

首先，讲一下现代货币理论的源头，我认为现代货币理论最起码可以追溯到凯恩斯的国家货币学说，国家货币学说和商品货币学说有两个重要的差异，对我们理解 MMT 是很有帮助的。商品货币学说强调货币中性，货币发多了只影响物价，不影响经济增长与世界经济。另外一个重要的含义就是政府实际上和私人部门一样是面临财务约束的，因为它的货币是一个商品货币，是面临竞争的。政府的

货币发多了，这个货币可能就被淘汰了，所以要强调平衡财政。国家货币学说则强调货币非中性，实际上就是通过金融的逆周期性，金融的不稳定性来影响世界经济。同时，因为国家货币没有竞争的问题，最起码在自己的境内没有竞争的问题，所以就没有财务约束。在没有财务约束的情况之下，财政实际上是一个功能财政，财政的目标是为了宏观经济平衡，不是为了自身的平衡。

凯恩斯在《就业、利息与货币通论》中说，大萧条解决的就是货币非中性，引申到功能财政。明斯基的观点是凯恩斯货币理论的延伸，进一步强调对于金融不稳定性，财政能够发挥的作用。到了 MMT 可以说是推向极致，财政是可以将赤字货币化的，没有任何我们一般理解的约束。这是一个理论的渊源。这里面最重要的是货币中性和非中性的问题，一个非常重要的差别和货币的投放方式有关，货币非中性和信贷投放货币是一个重要的联接。国家货币学说认为，现实世界中货币有两个投放方式，一个是财政，一个是金融，这两个投放方式对经济的影响非常大。

信贷投放货币，第一会产生资产泡沫，很少人去消费，大部分人是为了投资，可能体现的不是一般理解的CPI通胀，而是资产泡沫。第二，贷款投放货币容易产生金融危机，现金流多了，债务多了，以后就麻烦了。第三，信贷投放货币加大贫富差异，银行都是锦上添花，而不是雪中送炭。

财政投放货币就不一样了，财政支出是货币投放，税收是货币回笼，赤字是货币净投放。财政支出给公务人员发工资，转移支出，拉动消费。它带来的问题是通胀，一般不会带来所谓的资产泡沫，也不会带来金融危机。它会增加私人部门的净资产，改善私人部门的财务状况，也会降低贫富差距，因为财政有天然的调节收入分配的作用。但是这并不代表财政投放货币就是完美的，它的问题一个是通胀，一个是挤压私人部门，就是所谓的挤出效应。

两个极端都不好，我们现在在一个信贷投放货币的极端，现在的问题是资产泡沫、金融危机和贫富分化，所以没有绝对的对和错，只是在现在的时间点适当增加对财政的依赖，是符合针对当前社会主要矛盾的。我们要对应经济的周期波动，我理解

经济周期的波动有两个内生的驱动机制。一个是通胀，通胀和财政投放货币这个渠道是紧密相连的。另外，金融周期中银行和房地产作为抵押角色的顺周期性就很强，一个周期达到 15-20 年，这里面的一个重要驱动机制就是信贷投放货币。

我们看过去上百年的历史，战后 30 年主要是财政投放货币。战后几十年经济周期的波动很明显是一个短周期的波动，每几年都来一次波动，很明显是通胀驱动，是因为货币政策紧缩发生的波动。过去 40 年越来越体现金融周期的波动，美国过去的 40 年其实就是两个大幅周期（今年是特殊情况），一个是 1989 年的危机，经济衰退，后来复苏，一直到 2007-2008 年的房地产和次贷危机。今年的疫情之前，大家都在想美国的复苏似乎是没有结尾的，是战后或者美国历史上最长的一次复苏，为什么？这就是金融的顺周期性，一个周期不是以前几年的问题，是十几年二十年的问题。疫情冲击之前，金融周期是主要经济体波动的驱动力。美国过去十多年经济是在温和复苏，中国从 2017 年以后金融周期往下，整个经济的动能是往下的。

下面讲一下疫情冲击之后，对现在政策环境的理解。我认为美国是一个典型的现代货币理论的应用，关键就是看后面的结果会怎么样，我们要进一步观察。下图比较的是中国和美国的居民可支配收入的走势，如果简单看居民可支配收入，美国今年没有任何危机，没有任何经济衰退。因为美国今年的居民可支配收入的增长率是过去二十年最高的，哪有危机和1衰退？中国反而是符合经济衰退或者经济下行的影响，中国居民可支配收入增长速度明显的下降。



图 1: 疫情冲击后，中美居民可支配收入走势分化

为什么会这样？这体现在美国 M2 广义货币的增长超过 20%，这是二战后的最高水平，上一次这么高的增长发生在 1941-1942 年。这带来一个问题，美国这么高的货币增长，而且这个货币增长来自于财政，是肯定会带来通胀的。我们把美联储的资产负债表和商业银行的资产负债表变成整个银行体系的资产负债表，M2 资产端对政府的债权，对私人部门的债权，对外债权，这次是典型的财政赤字货币化，我们都在讨论现代货币理论，其实美国现在就在做现代货币理论实验。

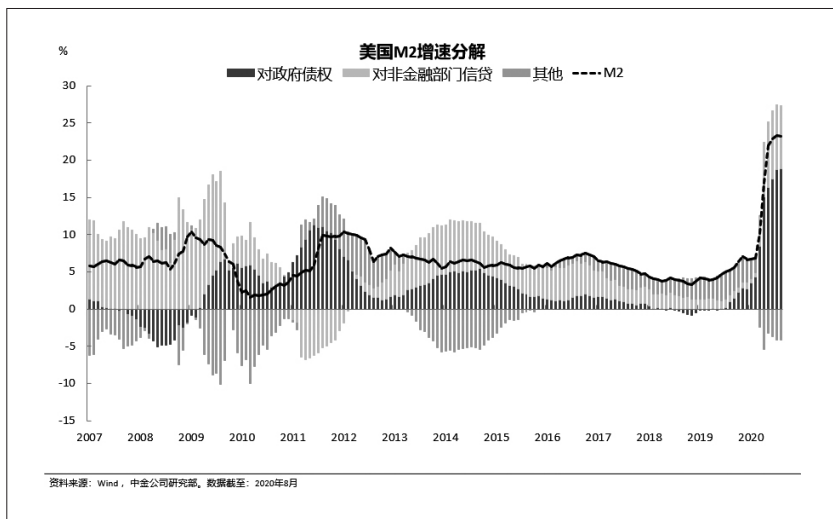


图 2：美国 M2 主要源自财政赤字增加

中国今年 M2 的增长和美国相比也是温和的，我们主要是信贷扩张。这导致我们今年私人部门的债务大幅上升，美国二季度也是大幅上升，这和美国 GDP 下滑有关。

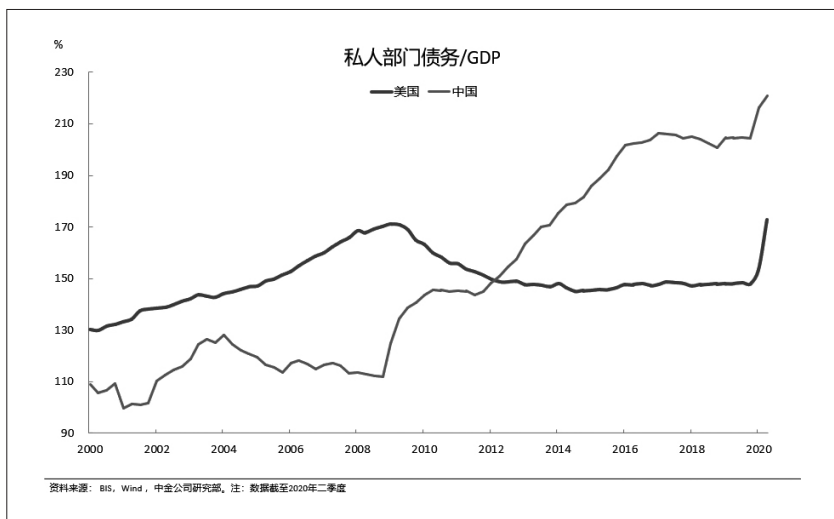


图 3：私人部门债务率大幅上升

按照过去历史的经验，这种信贷的扩张会延长金融周期，所以我国经济下行可能会导致金融周期进一步延伸，但是调整的压力可能在明年下半年开始显现。照过去历史的经验，每一次信贷扩张在 4-6 个季度前对世界经济是支持的，4-6 个季度后因为还本付息的负担增加了，资金就从实体经济流回

银行。有人说可能更早，现在贷款展期按照政策明年一季度就结束了，那不良资产怎么办？债务问题怎么办？

这就回到了 MMT 体系，MMT 对我的启示有以下几点。第一，政府的债务就是私人部门的资产。国债是谁持有的？我们的投资机构、企业持有的。政府发的债越多，我们的净资产就越多。你说未来怎么办？三四十年以后下一代人的债务怎么办？但是对于当代人来讲，这个就是我们的资产。第二，财政赤字对应私人部门的盈余。如果封闭的经济是平衡的，政府的赤字必然对应政府和私人部门的盈余，所以每年都盈余的政府肯定不是好的政府，盈余代表着私人部门是赤字。第三，财政和央行是一家的，不存在违约问题。我们现在的的问题是，是央行扩表还是商业银行扩表？央行一直在缩表，整个经济需要金融体系提供流动性、提供货币，只好由商业银行来提供货币，所以商业银行资产负债表不断扩张，2017 年有所调整今年又回来了，这是我们现在面临的问题。所以，未来要做的事情是央行要扩表，通过买国债也好，通过央行自

已发政策性贷款也好，我认为不能再依靠商业银行的扩表，也就是说我们应该向美联储学习，数字货币可能是一个新的工具。

美国到底有没有通胀？美国发了那么多货币，而且财政完全符合 50、60、70 年代财政赤字货币化的机制。所以我认为现在市场对美国的通胀压力和通胀风险都严重低估。现在是可支配收入大幅增加，美国的消费也比较强，但是还不够强，为什么？因为疫情的限制，人们被迫储蓄。如果我们恢复正常，美国的消费会有一波强劲的反弹，通胀也会起来。但现代货币理论还是可以工作的，财政赤字货币化会带来通胀的上升，美国不会像现在一样仍然都是在低通胀的状态。

张春：下面有请中国人民大学经济学副教授李黎力。

李黎力：破除对现代货币理论的常见误解

李黎力（中国人民大学经济学副教授）：2008 年全球金融危机之后，因为主流经济学的失败，很

多异端的经济思想就被发现了，其中包括明斯基以及现代货币理论。

今天我主要想讲三个问题：第一，我个人对于现代货币理论（MMT）到底是什么的一个理解；第二，我对常见误解的一个澄清；第三，我个人对 MMT 的一个评价。

我认为 MMT 是一个不同于主流宏观经济的理论框架，同时还是一个政策框架。我个人认为它包含三大部分，第一个部分是所谓的新货币国定论，第二个部分是部门收支分析，第三个部分是功能财政。前两个部分是是对现在货币体系运行的一种解释和描述，用我们现在经济学流行的话来讲，是一种实证性的探讨。第三个部分是基于对现实理论的理解所得出的一个政策性框架，以及具体的政策建议。你会发现很多所谓的误解就产生自把这种实然和应然混为一谈。

新货币国定论从与主流不同的研究传统出发，把货币作为一个债务，将现代的货币体系运行当中的所谓国家货币与银行的信用货币统一和综合起来。所以在 MMT 的理论当中，认识到所谓的国家

货币与银行货币之间存在一些共性，同时强调国家货币的特殊性。这里面有两部分，一个是对主权货币的货币国定观，另外一个货币的层级观。从图 1 可以看出，在这个金字塔结构中，国家货币与银行货币属于本质上不同的等级，国家货币因为税收驱动这个机制而处于金字塔顶端。

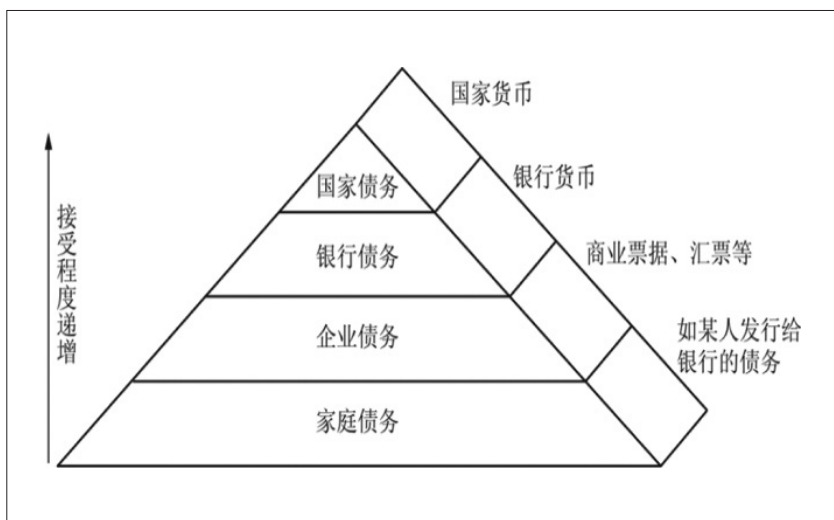


图 1：债务与货币的层级结构体系

这个理论最重要的一个逻辑推动就是政府支出并不是依靠征税或借款，由此引出了一个令人吃惊的结论，从技术上来讲，政府部门作为一个货币的发行者是不存在像私人部门面临的那种预算约束。

第二个部分就是所谓的部门收支分析，部门收支分析不是一个均衡的框架，**balance** 的准确翻译是部门收支的余额。从整个宏观经济的角度来讲，总收入必然等于总支出，分部门来看也必然符合会计核算的恒等式，虽然是事后的，但是这个事后确保了整个宏观经济必须满足这么一个约束。如果背离这个约束来探讨各个部门之间的关系，可能犯了一个流量上不一致的错误。换句话来讲，这个框架想讨论的是政府部门与非政府部门之间的关系，为了保证逻辑上没有问题，它想确保各个部门之间在存量和流量上必须要有对应，以及必须有一种循环流转的过程。

最重要的结论是三个部门收支余额总和必须为零。另外 MMT 还进一步对财政部与央行的资产负债表的操作进行了一个技术分析，然后进一步支持了刚刚讲的逻辑结论，即政府开支不是依靠税收，不是先有税收然后通过税收收入来开支的，而是通过资产负债表的操作。

第三个部分是功能财政。财政本身是货币发行者，跟私人部门不一样，不应该着眼于这个部门本

身收支余额的大小，而应该以财政收支状况来为整个宏观经济部门服务。财政最重要的目标是充分就业和价格稳定，所以提出了一个他们认为可以同时实现这两个目标的政策主张，叫“最后雇佣者计划”。

- MMT认为财政赤字无关紧要？
- MMT主张增加赤字的政策？
- MMT主张“赤字货币化”或政府开支的货币融资？
- MMT主张加大印钞力度？直升机撒钱？量化宽松？
- MMT主张或忽视通货膨胀？
- MMT仅仅适用于美国，不适用于发展中国家？
- MMT没有意识到稀缺性和权衡，忽视了其他重要约束？
- MMT忽视了金融不稳定性？
- MMT忽视了资本管制？
- MMT认为仅仅通过政府可以解决一切经济问题？

图 2：现代货币理论十大常见误解

下面回到主体部分，关于 MMT 的十个常见的误解，主要可以归纳为六个问题。第一个问题是关于 MMT 与财政赤字，很多人认为 MMT 主张财政

赤字本身不重要，甚至主张无节制的财政开支，我认为这是不对的。MMT 之所以讲财政赤字不重要，是因为政府部门的收支与私人部门的收支本质上是不一样的，所以这个大小本身不重要，但是其部门收支分析已经能够说明财政赤字对整个宏观经济是有非常重要影响的。另外，因为政府部门与非政府部门是相互作用的关系，所以财政赤字本身不一定是一个主动的呈现，也有可能取决于整个宏观经济最后的表现，以及其他部门的行为。例如一个非政府部门想要获得盈余，如果政府不是赤字，那整个经济可能就会随之发生紧缩性的反应。最后，虽然 MMT 认为从技术上来讲一个政府不会面临像私人部门那样的预算约束，但是 MMT 并不是说赤字越高越好，重要的应该是这个预算的结构和质量。

第二个问题，许多学者认为 MMT 与新出现的许多非常规性货币政策操作是一样的，包括最近比较火的财政赤字货币化和量化宽松。根据我的研究，MMT 的任何一位代表都没有说应当实施财政赤字货币化，这里讲的财政赤字货币化指的是狭义上的，即央行直接在一级市场购买国债。他们只是

根据资产负债表操作发现，尽管央行没有在一级市场上为财政部提供融资，但在二级市场买本质上可能没有区别，虽然在细节上有差别。另外对于量化宽松他们其实是反对的，他们认为就业是解决这个问题的根本之策。

第三个问题是通货膨胀，很多人认为 MMT 没有关注这个问题。事实上 MMT 认为最重要的一个目标就是充分就业和通货膨胀，只是他们不承认货币数量论。换句话来讲，MMT 并不认为货币多了通货膨胀必然会产生。MMT 意识到不论是政府传统货币还是银行传统货币，都有产生通胀的可能。

第四个问题是 MMT 与稀缺性。从宏观经济学的理解来讲，一个未充分就业的经济还是存在“免费的午餐”，但是一旦这个经济实现了充分就业，一些资源已经达到了紧缺的状态，MMT 认为是有可能会出现通胀的。所以必须估计政府开支可能对资源所产生的影响，以及对通货膨胀所产生的影响。

第五个问题，有些人认为 MMT 仅适用于美国，不适用于发展中国家。这个也不对，MMT 适用于具有所有货币主权的国家，只是对于发展中国

家而言还存在很多限制，包括汇率制度的选择。

第六个问题，很多人不喜欢 MMT，是因为 MMT 没法解决每一个问题。很明显 MMT 不是一个能把所有问题都解决的理论，我个人觉得是它更多是一个研究的视角，在这个框架里可以把相关的问题结合起来一起来讨论。但现在很多学着对 MMT 承载了太多期望，所以很多人从这个角度批评它。

最后是我个人对 MMT 的思考。第一是非常有争议性的部分，他们对财政部和央行资产负债表操作的研究，合并的假说到底适不适用于所有国家，包括中国？第二，我们一般认为很古老的经济学隐喻，认为我们应该像家庭一样面临预算约束，从而来决定我们的决策，如果一个政府不满足这个隐喻，但是目前也没有一个很好的隐喻来思考这个问题，所以我们就开始担心各种各样的问题。第三，目前来看，主流以及非主流都没有一个很好的通货膨胀理论，包括对 MMT 的批评。第四，如果按照 MMT 的看法，税收已经不是一个取之于民，用之于民的东西，那怎样更新税收理论，包括用税收

调节通胀，这个它有很多局限性。MMT 最重要的贡献，就是让我们从实证性的角度讨论政府的行为对宏观经济市场部门的影响，而不是有一个赤字率和债务率红线的偏见。最后一点，MMT 为什么引发这么多的热议和争论，本质上还是一个永恒的话题，就是政府与市场之争。

张春：谢谢李教授对于 MMT 理论一个比较好的总结，下面有请中银证券全球首席经济学家管涛。

管涛：跨周期调节下的财政货币政策协调

管涛（中银证券全球首席经济学家）：大家从不同的角度对当下现代货币理论进行了深刻的探讨，我想从政策方面谈谈自己的看法。虽然今天上午也谈到了政策的配合问题，但是大家谈的角度是不一样的，我谈的是跨周期调节下的财政货币政策协调。

7 月 30 日的中央政治局会议提出“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期

均衡”，主要的解读就是后半句话。我认为，跨周期除了从中长期来看要处理好稳增长和防风险的关系，还有一个更加现实的问题，由于疫情的冲击今年经济会有一个深度的下挫。如果经济如预期的复苏，明年经济会有一个比较高的增长。有一个专家提出来，到明年年初我们经济复苏的任务基本就完成了，货币政策就回归常态。按照央行说法，我们从来就没有搞非常规货币政策，所以就没有什么退不退出问题。如果说回归常态就是把这次应对疫情的所有支持对冲措施全部取消，我个人认为也是要非常慎重的。

余老师对 2008 年的危机有深入的研究，我学习了很多。2008 年危机应对有两个方面的教训，当然不是说两年 4 万亿全错了，而是事后来看可以做的更好。一个教训是，当时刺激时用力过猛，退出时收手过快，这是“三期叠加”影响持续深化的一个重要原因。美国经济扩张是从 2009 年开始的，货币政策一直到 2013 年才退出，到 2014 年减少购债，加息缩表，后来货币政策正常化。美联储有美联储的问题，因为低利率维持的时间太长造成了资

产泡沫。我们肯定有我们的问题，我们 2009 年反弹以后，2010 年财政货币政策就退出。中国一般经济不好的时候，传统上是政府先出手，通过公共投资把经济稳住，市场信心然后跟进，跟进的时候调控来了，政策就变了。投资都是要用长期的资金，大家的利率都是浮动利率，如果货币金融条件一紧缩，前期的投资计划肯定要有很大的变化，是跟不上政策变化的。政策是根据形势发展变化随时调整的，但是投资要基于一个比较长期的市场前景做安排，这种变化太大对于民间投资，包括对营商环境都会有一些影响。

到目前为止，我们是很好地吸取了上半场的教训，这次不论是财政政策，还是货币政策，都保持了足够的定力，特别是货币政策可圈可点。我们以间接融资为主，央行在缩表的情况下，商业银行扩表 22 万亿，前 8 个月央行缩表 6000 亿，银行的准备金是下降的。美联储扩表 2.8 万亿，但是商业银行扩表 2.27 万亿，里面有 40% 多都是现金资产，明显存在流动性陷阱，银行的钱放不出去。从间接融资渠道银行信贷来看，我们央行货币政策的效益

明显高于美联储。当然，我们没有面临美联储当时的困境，就是资本市场出现了剧烈的动荡，必须用超预期的手段来逆转市场的预期。

无论如何到现在为止，上半场我们的应对都是非常得体有效的。但是下半场，领导已经开始谈要关注政策的后遗症，要总量上适度，要研究激励相融的措施，要提前设计退出的路径。这个道理上都没有错，但是什么时候变成政策，哪怕对市场释放政策信号，都是要非常小心的。我国二季度经济增长确实明显好于预期。但是我们经济复苏的动能主要是来自于供给端，需求端在三季度有改善，可以看到新的消费需求。实际上，消费这块到三季度都没有完全正常化。2018-2019 年的增长今年肯定达不到，不要指望三、四季度出现报复性补偿性消费，因为我们还在疫情防控常态化的阶段。欧洲虽然防控比较有效，但是最近有懈怠，疫情出现了新的反弹，会不会到了秋冬季流感加新冠，中国会不会再出现本土疫情的反弹，包括海外疫情的扩散对中国经济的复苏都会带来影响。而且，二季度经济的复苏主要是靠投资拉动，投资肯定也是靠政府花

钱。虽然现在坚持房住不炒，但是房地产投资依然对投资起到了重要的托底作用，这些都是要用长线资金的。民间投资到八月份仍然是同比的负增长，在这样的情况下，财政政策、货币政策短期内发生大的变化对市场信心都会带来一些影响，可能会影响我们的复苏进程。

最近一段时间，国际货币基金总裁和首席经济学家，还有世界银行总裁都发表文章，主要判断是说这次疫情肯定会超过 2008 年那次，影响会持续很长时间，强烈呼吁不要过早撤销对经济复苏的支持。美联储、欧央行、英格兰银行等都说了，如有需要货币政策可以继续宽松，而且强调财政政策和货币政策要加强配合。但是我们现在已经在说，马上我们要基本完成复苏，我们所有的经济都要恢复常态。我不知道是不是马上做，但至少释放这样的政策信号对市场预期会带来不必要的干扰。当然市场本身一方面在观察你是怎么说的，另一方面也看你是怎么做的。现在货币市场的利率虽然有反弹，但仍在央行调控的 7 天逆回购率附近，这体现了流动性合理充裕。但是在债券市场，国债收益率已经

反弹到超过了年初的水平，这让市场出现了一些理解上的困惑。

7月30日中央政治局会议有说法，确保宏观政策落地见效，财政政策更加积极有为、注重时效，货币政策更加灵活适度、精准导向。最近货币政策的提法又有新的变化，把“更加”去掉了。这个市场也有一些解读，一个是怎么和市场沟通，另外政策上怎么操作。我们明年还会遇到一个问题，今年由于疫情的影响，哪怕下半年达到潜在产值水平的附近，全年仍然是一个负产值，只有2%-3%的增长。明年的话，经济增速可能会非常亮丽，因为今年一季度是-6.8%，明年可能是10%以上的增长。按照过去传统的逆周期调节思路，就应该是退出。由于前景的不确定性，恐怕不能简单地用过去逆周期的调节思路来应对目前这样一个跨周期的情况。

前面谈到过美联储引入了平均通胀目标制，且不说能不能实现，至少美联储在给市场一个信号，即由于前期的产出不充分，所以给市场吃了一颗定心丸，会把低利率环境维持更长的时间。我们现在的选择是比较激进的。我个人认为跨周期调节，一

个要对经济景气做出判断，不能仅仅基于增长，还要看更加广泛的目标，比如就业情况、通胀情况。经济复苏的动力到底是来自于民间投资，还是来自于消费或其他，我们要分析这个动力，分析经济自发修复的速度怎么样。

我们要加强政策的协调配合，比如说要打击资金空转、资产泡沫。金融调控有双支柱，即货币政策和宏观审慎政策。按照国内外的做法，货币政策一般管增长、管就业，宏观审慎管资金空转、资产泡沫。当然还有财政政策和货币政策的协调。事实上有三个方面可以协调，一是财政政策和货币政策的协调，财政政策更多发挥结构性的作用，货币政策发挥总量政策的作用，更加精准发力。还有，这次疫情带来的冲击非常特殊，这样的情况下有人也多次呼吁建立激励相融、风险分担的机制，这方面的财政和货币是有协调空间的。财政部门也采取了一些措施，比如说政府的融资信贷保护大担保范围将降低担保费率，实际上还有一些其他的做法。如果这次疫情对企业带来的损失完全由企业和家庭来承担，那么资产负债表会修复得非常慢，也会影响

经济复苏的进程。所以我同意我们不要受限于理论之争、主义之争，特殊情况下必须要有特殊政策。

我们要发展直接融资，发展资本市场，最近社融的结构里的债券占比越来越高，占到将近一半。但是央行肯定存在着很大的问题，由于操作工具不足，没办法调节债券市场的利率走势，可能就影响了货币政策传导的效果。用国债工具作为公开市场操作手段方面，由于规模比较小，期限和品种也不够丰富，可能影响了调节效果。在这个情况下，我们要用制度创新的办法来解决目前面临的问题，不要简单讨论到底要不要现代货币理论，财政赤字怎么解决。更重要的是根据目前的情形，看哪些是短期的情况，我们推一些一次性的特殊政策；哪些是制度方面的缺陷，我们要通过改革的办法来解决。

讨论

张春：接下来我们进入讨论环节，上午的讨论很激烈，下面希望大家能够踊跃讨论。刚刚各位嘉宾提出的思路还是有相当不同的地方，也希望大家

能够争辩一下。MMT 在一定程度上有点像会计学，有几个存量、流量的关系，数字加起来必须是满足恒等式的，但是缺了一些结构，包括缺了动态的描述，决策的优化，不同部门之间的博弈等。但不是说它不重要，因为有时候过度强调了其他方面，反而会把最基本的一些数字关系给忽视了。但是你也无法光看这几个数字关系，很多重要的决策，包括博弈的东西、优化的东西、动态的东西，是没有办法在里面呈现的。所以传统的经济理论在这些方面还是有价值的。就像很多学生只看了公司的一些会计报表，但是他对会计报表数字背后反应的一些东西，比如公司金融或资本运作等不是特别理解，这可能是需要经济学家教给他们的。

提问者一：我听了一天的 MMT 还有货币政策的协调，学到了很多。想请问彭首席和管司长，刚刚彭首席讲美国的通胀被低估了，现在从金融市场的角度来说，特别是美联储讲未来五年可能都是低利率，如果大家认为通胀有可能起来，那出发点大概是什么？这种可能性有多大？

彭文生：这个问题很有争议，美联储也不认为

自己有问题。我们要回顾一下通胀目标制是什么时候引入的。通胀目标制是在 80 年代末 90 年代初开始的。我们回过头来看美国、英国 CPI 通胀率，会看到他们的 CPI 通胀高点在 80 年代中期就发生了，引入通胀目标实际上已经滞后了，政策协调共识还要时间。这次美联储改变货币政策框架会不会又是滞后的？一个是现在就是通胀的低点，但是可能没那么乐观。美国通胀起来，应该说是一次性的、阶段性的。今年很明显的通过财政投放货币，美国中低收入者的收入大幅增加，收入差距明显缩小，这就是一个五六十年代的，七十年代的做法。但是现在看不是长久的，两党已经开始争了。下一轮的财政扩张是怎样的？我们要回顾整个资本主义市场经济的历史，其实在和平年代，在正常的状态，只有 60 年代和 70 年代有持续的通胀，在那之前和在那之后都是马克思讲的生产过剩。为什么会这样？就是贫富差距大了，穷人没钱消费的是多数，富人有钱消费的是少数，整个消费率不够，自然就没有通胀。所以现在美国通胀可能被低估了，未来的风险被低估了。但是我也不是说美国从此进入了高通胀

的时代，还要看从贫富差距这个问题上会不会有一些根本性的呈现。

管涛：我理解央行货币投放以后流动性多了，有三个渠道，一个渠道是去了实体经济，去了实体经济就有通胀的风险；还有一个渠道进了金融市场，有资产泡沫的风险；还有一个渠道进了僵尸企业，变成资产负债表的衰退，你看到投放了很多流动性但是没有增长，大家一直不断修复资产负债表。欧洲、日本就是资产负债表的衰退，经济长期停滞。美国上一次通过资产价格的上涨，消化了大量的流动性。当然有大的环境，也有整个潜在经济增长速度的下行，人口结构的变化，技术进步等，还有包括全球化越来越多的人参与到商品贸易里来，但是从货币的角度看可能是这个原因。

美国到底会出现什么情形，现在确实很难讲，不一定是必然性。刚刚彭首席讲了一种可能性，就是通胀起来，由于流动性大量增加，需求涨的较快，财政赤字虽然会增加私人部门的净资产，同时也会造成通胀压力对私人部门的挤出效应。不排除像上一次一样，资产价格继续上涨。这有两个问

题，一个是贫富差距的问题，另一个是资产价格和实体经济的背离。这种资产价格的上涨是否能复制上一次美股十多年的长牛？还有，全世界都在逐渐得上日本病，美国会不会跟欧洲、日本一样陷入资产负债表的衰退，经济没有增长了。这些可能性都有，我们现在不知道是哪种。从美联储新的货币政策框架来看，一种可能性是，你宣布了可以容忍 CPI 阶段性超过 2%，但也许永远达不到，欧洲日本宣布 2% 但基本上没达成过，显然会一直低利率。比较理想的情况是，通胀起来了，是温和的通胀，有美联储的理事说温和的通胀是 2.5%，但是没有明确过温和的通胀到底是什么水平。还有一种情况，一旦通胀起来，3% 都打不住，按照现在的状况还得加息。现在资产价格这么高，一旦加息会带来市场意想不到的情况。现在市场确实没有像预期一样有很大的通胀风险，所以价格里面没有反应通胀起来的风险。

张春：彭总讲的通胀有可能起来，我完全同意，货币发的多了肯定通胀，但问题是怎么通胀？通胀的定义是什么？CPI 是一种定义，管司长讲，因

为货币发多了不一定是商品的价格上来，可能是资产价格上来。这就牵涉到一个定义的问题，包括是不是要重新定义什么是通胀。传统经济学有一定的道理不把资产价格放进来，但是如果商品价格不起来，但是资产价格就上来了，很有可能通胀可能要有一个新的定义，这个大家是怎么看的，彭总请先回答一下。

彭文生：根本上来讲还是现在政策框架的问题，现在的整个宏观政策不是以降低贫富差距为目标的。美联储的美标就是两个，一个是充分就业，一个是维持利率水平。美联储做得对不对？按照美国国会给他的任务是对的，因为他没有降低贫富差距这个职责。现在的不仅仅是美国，中国也有类似的问题。整个社会的公平可能是另外一个更广义的问题，我讲的是美国的通胀的问题。

张春：你的意见是，更好的货币政策框架应该把这个东西考虑进来？

彭文生：为什么美国有通胀的问题，因为这次是财政投放货币，这跟信贷不一样。

张春：这个问题对货币政策框架反思是非常重

要的。日本也是一直盯着 CPI，但 CPI 就是不起来。现在商品生产的效率越来越高，以后机器人来制造，量是非常大的，商品价格可能上不起来。货币发了，在某一个地方可能就起来了，尤其是资产、股票，美国和中国都有这个问题，牵涉到分配的问题。

彭文生：这是整个经济学面临的挑战。经济学是说怎么配置有限的资源以满足人们无限的需求，经济学的假设是供给不足。现实告诉我们，整个市场经济的历史，在大部分时间我们是供给过剩的。所以这个实际上是一个悖论。

张生举：张教授你刚才提的问题非常好。我有一个简单的评论，我觉得现代货币理论之所以现在这么热，其实是因为社会经济生活发生了或正在发生大的变化。从传统的理论中东一块西一块拼凑出来一个所谓现代货币理论，所以现代货币理论还在进行时不是完成时，这个还处在动态变化当中。刚刚讲说货币理论不注重结构，实际上我觉得跟传统货币理论相比。它倒是强调了结构。中国现在也有结构性的货币政策，国外也一样。所以我觉得不用

太焦虑，咱们且行且看。

李峰：疫情发生后全球发生了很大的一个变化，特别是对全球的资本市场发生了很大的一个冲击。二三月份的时候，美国股票市场的确发生了黑天鹅、灰犀牛，一个星期发生了几次熔断，股票市场断崖式下降，关键时候美联储出手采取了一系列的政策，所谓的政策完全符合 MMT 理论。资本市场一下子企稳，通过这个发展还创了新高，不论是纳斯达克还是道琼斯，都创了新高。我的问题就来了，因为资本市场是实体经济的晴雨表，现在疫情这么大，基本面没有发生更多的改变，技术面还是这个样子，那为什么资本市场会有这么大的反弹？而且这个反弹也不是说短期的问题，好像变成了一个常态。MMT 是不是对资本市场特别是股票市场的估值理论也发生了影响？如果真的是发生了影响，两者之间是什么样的关系？是不是彭首席讲到的对传统西方经济学理论一个重大的挑战？

张春：MMT 真正站得住脚的就是恒等式，后面说的调控就是借那个名义来说的。我个人觉得这个理论其实是很薄弱的，其实是比较难站得住

脚的。李老师刚刚不是说有很多误解吗，是不是这样？

李黎力：我根据我自身的理解，简单回答一下。首先，刚刚那位老师的问题其实挺大的，美国股市的动荡以及背后的回调是不是估值理论发生了变化，我本身不是研究股市的，我真的没办法回答。

回到张老师的这个问题，很多人认为现代货币理论取理论两个字到底是不是名副其实？大部分人认为本质上其实不是理论。我是这么看的：事实上它包含了两个部分，第一个部分是新货币国定论，第二个是部门收支分析。事实上，由现代货币理论引申出来一个框架。主流的框架是动态随机一般均衡模型 DSGE，现代货币理论有一个框架即存量流量一致性框架。我粗浅的认识是，在流量一致性框架中，在恒等式中也用一些行为假设刻画各个部门的行为，也有所谓的函数，每个部门也有行为模式，只是把不同的部门联系起来的方式跟主流不一样。主流的等式是一个均衡的等式，而这个存量流量一致性的模型不是均衡的。存量流量的一致性只是资产负债表必须满足的对应，以及不同部门之

间存量和流量之间会形成某种等式，这个等式是一个约束，也可以用仿真模拟来改变某一个部门的参数，来模拟某个结果。比如说，某个家庭或某个企业某个参数，某个模式发生了变化，通过整个模型能够出来一个结论，然后与现实进行一个对比。现代货币理论的主要贡献是对于现代货币的理解。现代货币其实包含两个部分，一个是所谓的政府货币或者基础货币，另一个是现在的货币总量，统计口径中的大头，银行贷款创造存款的货币。关于货币是怎么出来的，现在我们好多人都没有共识，而现代货币理论最重要的贡献是在这个方面，这个方面我认为讨论是不够的。

张春：李老师说，现代货币理论有恒等式，但是不大有均衡市场出清的东西。我们回到刚刚的问题，可能没有人能够回答，估值体系和 MMT 是不是有关系？我个人觉得跟 MMT 没有关系。

提问者二：我在关注思考一个问题，就是疫情之后美国股市又创了新高，我关注到国内股市跟货币政策有密切的关系。第一波行情我们知道是被配资拉上去的，实际上不看估值。资金太多了没地方

跑，前面跑到房地产，结果房地产那边全堵了，都采取了严格的措施，国家划了三道防线不让跑房地产。股市算是一个出口，实体经济很差，大家躲都躲不及，只能说钱很热就把估值拉上去了，但是这是不可持久的。很早我在微博上就讲了，说中国 A 股是全球避风港都是扯，后来也没有避风港，就是资金冲动拉上去的结果，没有深刻的逻辑。而且中国股市从来没有理性过。最近证监会抓了很多市场操纵，为什么中国股市小盘股估值很高，中小板涨得很多？

彭文生：商品货币理论认为，我们持有货币是支付手段，拿了货币只能是去买东西，所以必然带来通胀，似乎和资产配置没什么关系。但是如果看凯恩斯的货币理论，流动性偏好是资产配置的概念。今年上半年危机时，美联储发了很多货币，但是资产价格还是低，因为那时候人们没有信心，流动性需求大幅上升，这时央行就算发了很多货币可能也赶不上流动性的需求，这时投资者就要抛售风险资产，追求有限的流动性资产，也就是货币。所以这个时候我们会看到货币多了，但是资产价格是

跌的。但是后来疫情基本上受到控制或者大家没那么担心了，流动性需求就下降了，大家就配置风险资产，估值就上升了。我认为还是凯恩斯的货币理论更接近现实。

张春：我个人觉得在美国的确是有分化的，因为美国的上涨大多数是新经济这块，疫情中新经济的收入大幅度增加，在一定程度上也是有泡沫的因素。现在涨起来最多的都是新经济这块。

彭文生：科技股是最需要耐心的，因为我们不知道科技股能不能成功，成功了可能二十年以后才能产生收益。低利率就是我们必须要有耐心，低利率对科技股有利，还有这个视角。

提问者三：我是在一线做美元债的。本来我是想补充一下李老师，今年3月份我们看到离岸美元流动性快速枯竭，不单是美国本土的问题，主要是离岸美元的问题。过去十年海外的美元资产大幅增长，以中资美元债为代表，发行人和投资人都是中资背景，我们只是用美元来结算。问题在于美联储没有很好的流动性支持和把控美元资产。今年3月很多外资投行都没有钱，为什么后来恢复这么快？

3 月份美联储给了 2 万多亿，其中 5000 亿是给欧洲央行和日本央行做了流动性支持，给完这 4000 多亿整个美元回购市场的流动性有一个非常快速的恢复。我很认同彭首席提到的通胀问题，我观察美国在通胀预期债券的资金流入已经很强了，虽然美国通胀数据没有很强，其实通胀预期已经上升了很多。我很想请教在座的专家，过去来说通胀预期跟实际通胀的离散可能比较明显，这次会不会看到一个更好的数据？我们是不是可以针对通胀预期做一些事情。另外我不是特别认同美联储的货币政策，因为如果只看充分就业，很可能就让渡了整个货币的主导权，导致通胀可能进一步的失控，接下来长段利率波动性会大幅增加。是不是我们接下来应该是看着通胀预期去制定货币政策？

张春：通胀预期在美国可以看得到的，预期也还是很低。我个人觉得他们做决策的时候肯定是看这个预期的。谢谢大家，我们休息 15 分钟。

专题讨论三：数字货币

韦森（复旦大学经济思想与经济史研究所所长）：从中央到地方还有学界大家比较一致了，央行目前没必要从一级市场买政府债券，这个大家已经得出结论了。央行的数字货币刚开始试行，但是我感觉这将是一个划时代的事情。尽管比特币出了这么久，Libra 也在推，但是央行来推数字货币，开启了一个时代，这是特别重要的。今天我们邀请到几位专家讨论，我觉得这一场是最重要的一场。我想讲一个观点，既然央行的数字货币是划时代的东西，我觉得是不是应该推动人大立一个数字货币法，而不是人民币管理条例上的法律。我们面临着央行发货币的可控匿名性，可以匿名可以不匿名，我对可控匿名性是有所怀疑的。假设以后没有纸币了，我们这个社会将是一个什么样的社会？

首先有请穆长春所长来为我们进行演讲。

穆长春：数字人民币的设计政策含义解读

穆长春（中国人民银行数字货币研究所所长）：谢谢韦教授，非常荣幸能到这儿给大家分享一下有关于数字人民币的一些想法，也非常荣幸能和马首席，杨主任以及乔会长一起来做这个讨论。刚刚韦教授讲这有划时代的意义。虽然我觉得数字人民币的发行，或者说法定数字货币的发行，确实是一个划时代的行动，但是大家也没有必要把它神化，没有必要把这个事情冲击力看得过大。我在这儿给大家分享一下我们从2014年到现在的一些研究成果，以及对政策做一些解读。可能有些人觉得或者有些学者觉得，这个事情对整个宏观经济、整个世界的国际货币体系都会产生翻天覆地的变化，我个人认为没有那么严重。

首先，数字人民币的定义。数字人民币是由人民银行发行的数字形式的法定货币。由指定运营机构参与运营并向公众兑换，以广义账户体系为基础，支持银行账户松耦合功能，与纸钞和硬币等价，具有价值特征和法偿性，支持可控匿名。这个

定义我原来在其他场合讲的时候，定义这一章就会讲 2 个小时。因为今天我的时间只有 15 分钟，我大概用 5 分钟的时间把这个定义过一遍。为什么我们没有用央行数字货币这个名字，反而是用的“数字人民币”？这就说明一个问题，即数字人民币是由人民银行发行的数字形式的法定货币。依然是法定货币，只不过材质从纸钞转换成了数字形式；依然是人民币，只不过是人民币的另外一种数字形式，所以本质上和法定货币并没有什么不同。从货币产生以来，原来的一般等价物，开始是贝壳或石头，再后来是铜、铁、金、银，近代的纸钞，金属的硬币，有一些国家的塑料钞，到现在我们在试点的数字形式的法定货币。实际上从本质上来讲都只是一种法定货币，只不过采取了不同的形式，从法律上来讲本质上没有任何变化。

刚刚韦森教授也讲，是不是要进行数字人民币的立法？从人民银行法来说，已经涵盖了这个范畴，其中有一条是说人民币是由人民银行印制和发行的。有法学家说，可以修改一下把印制去掉。但是以我个人的见解，实际上印和制本身就包含了印

刷和制造，数字人民币也是一种制造形式。所以如果人民银行法不改的话，其实也涵盖了数字人民币，并没有大的变化。从这个角度来说，法律体系上对于数字形式的人民币是涵盖的，当然这个是个人的见解。第一句话说明的是数字人民币依然是法定货币。

第二句话是“由指定运营机构参与运营并向公众兑换”。这句话指的就是现在我们所说的双层运营体系，即人民银行向指定运营机构兑换发行，再由指定运营机构向公众兑换，这是一个双层的兑换体系。

第三句话是“以广义账户体系为基础”。狭义的账户体系指的是银行账户体系。如果说在数字时代把账户体系扩展为能够证明你唯一身份的任何一种东西都可以作为一个账户而存在，这种标识就成为一个广义的账户体系。比如说你个人的生物特征，比如说指纹可以作为一个账户而存在。你的掌纹或你的 DNA，你的虹膜，刷脸的所有的面部识别的特征，都可以作为一种账户体系存在。再简单来讲，你的车牌是你的唯一身份标识，可以作为一

个账户体系存在。用这些标识都可以开立一个数字钱包。从这个角度来讲，实际上我们是以广义账户体系为基础的，既包含了原来狭义的银行账户体系，也包含了在数字时代以所有标识的体系为基础，是一种广义的账户体系。

第四句话是“支持银行账户松耦合功能”。以前你要做任何一个支付工具的创立必须和你的支付账号是紧耦合连接的，数字人民币是可以脱离开，既可以绑定，也可以不绑定。你可以脱离开传统的银行账户，开立一个数字人民币钱包。这个好处在什么地方？两个好处，一个是普惠金融。现在咱们国家没有一个特别准确的关于银行账户覆盖率的统计数字。我们有一个数据，每个中国大陆居民，每个人差不多平均 4.2 个账户，但是这并不能说明你的账户覆盖率，因为不是一个统计口径。从普惠金融这个角度来讲，账户的覆盖率就是大概多少人开立了银行账户，这是一个重要的普惠金融的指标。我最近看到国外的一个文献，全国大概有两三亿人是没有开立任何银行账户的，当然这个数字不一定准确。这就说明在边远山区，很多老百姓一辈子都

没有开过银行账户。在没有开的情况下依然能以很简便的方式开立一个数字人民币的钱包，对于财政资金的直达，或是对于普惠金融，很容易能够直达这些原来不被传统银行或金融体系所重视的群体。另外一个方面，尤其是去年疫情之前有很大的一个痛点，国外尤其是日韩的旅游者，或是在中国生活的外籍人员，或是一些外交人员，他们面临一个很大的问题，在中国没法做任何支付。他们经常来投诉，说打车也打不了，饭馆吃完饭付不了账，想刷卡没有人接受，即使带现金也没人要，只能刷微信、支付宝确实造成很大的困扰。用数字人民币就有好处，你不需要有中国大陆的银行账户，就可以开立一个数字人民币钱包，从你的银行卡里面，不管是 VISA、MASTER 还是什么取现的形式，取的数字形式的现钞存到数字钱包里，很容易享受中国大陆所提供的移动支付的好处。

“与纸钞和硬币等价”很容易解释，因为是法定货币，当然和现行的纸钞和硬币是等价的。前两天有谣言说，深圳有卖房子的，人家强行给他数字货币又不允许兑换到他的银行账户，这是一个谣

言。第一，我们没有扩展到这个场景，另外即使扩展到这个场景也不可能出现这个情况，因为纸钞和硬币是等价 1:1 兑换的，不可能不兑换。

“具有价值特征和法偿性”。具有价值特征可以理解为 **valuable**，意思不再是一个债权关系，是可以脱离账户体系而存在。债权关系一定是依托于账户体系而存在的，如果具有价值特征也就是和纸钞实物是一样的，就是说可以通过一张钞票直接交给另外一个人实现了物权的转移，这个对于数字人民币也是一样的，直接实现价值特征的转移。另外，大家会问为什么法偿性不是无限的？意思是说，如果你具有接收电子支付的能力，不接收是不行的。但是如果没有手机，任何电子设备都没有，强迫我接受数字人民币是不现实的，所以把“无限”两个字去掉了。

“支持可控匿名”，刚刚韦森讲为什么是可控匿名。我们有不同类别的钱包。对于低等级的接近于匿名的钱包，额度会比较低，享受的权利会比较低，这是为了打击犯罪、打击洗钱行为或恐怖融资行为。对于低等级的钱包，采取了低额度，或者说

有支付额度和余额的限制。对于高等级实名制的，就没有额度的限制。所以分不同的等级，现在一共分了五类钱包，这里就不细说了。

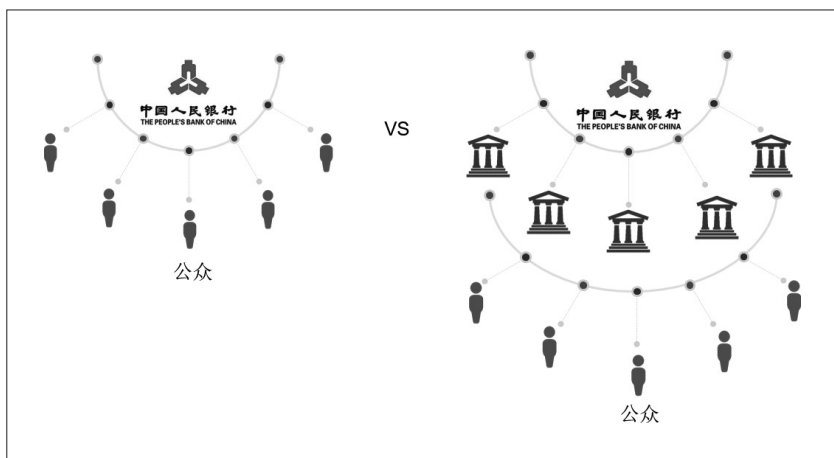


图 1：双层运营体系

双层运营体系大家很容易看出来。很多人有误解，把数字人民币理解成单层运营体系：人民银行直接向公众发行，公众直接在人民银行开立钱包，直接从人民银行兑换数字人民币。单层运营体系会导致金融脱媒，甚至可能会引起倒退到 1984 年之前大一统时代的人民银行体系。从人民银行的角度来讲，我们是不能使用单层运营体系来发行数字人民币的。我们采取的是双层运营体系，也就是人民

银行向第二层，就是现在所谓的指定运营机构，来兑换或者发行数字人民币，由第二层的指定运营机构向公众兑换数字人民币，这就是双层运营体系。这有很多好处，一是可以减少金融脱媒的风险，同时可以充分利用社会各界共同贡献，能够让大众一起贡献力量，共同建设和维护数字人民币体系生态环境，也不会把所有的风险集中于一家。风险不可能集中于人民银行一家，也不会集中某一个商业银行一家，这样可以大大分散操作风险、收益风险、流动性风险、信用风险。



图 2：数字人民币主要定位于 M0

关于数字人民币 M0 政策含义，我简要说一下。首先，M0 的定位是只应用于小额零售的业务场景，其实就是来替代现钞和硬币的。为什么不去做 M1 和 M2 的范畴，有一个最显性的理由，M1、M2 已经有现在的支付系统，包括超级网银，还有银联、网联，还有微信、支付宝，都属于整个国家 M1、M2 支付体系的建设，已经非常高效地解决了 M1、M2 数字化的问题，没有必要再去重复把 M1、M2 再数字化一遍，没有必要再浪费社会资源重新构建一个数字化的进程。恰恰是现钞，也就是纸钞和硬币没有被数字化，老百姓又存在使用现钞和硬币的痛点，所以我们定位于小额零售的业务场景，当然这也是最难的场景。为什么世界上很多央行开头都没有做 M0 的替代？就是因为那个提出很容易，经过一段时间的试验以后，发现根本就不会提高效率，顶多就是做到原有的集中式的效率，何必再去浪费资源，所以大家到了第三阶段就退回来了。

第二，必须由商业银行向公众兑换数字人民币。原有的现钞和硬币都是由商业银行向公众进行

兑换的，这是有内在含义和好处的。如果现在是指定的几家运营机构向公众兑换，其他的商业银行怎么办？还有一些支付机构或金融机构怎么办，他们就不能提供类似的服务了吗？不是，兑换环节是由指定的运营机构来承担，但是流通环节是可以由其他的商业银行、支付机构和商业机构去处理的。

第三，要遵守现行的所有关于现钞的管理和发行前、发行后融资的规定。既然是现钞，既然是M0定位，也就要遵守原来所有关于现钞和硬币的法律法规，比如大额及现金交易都要登记，都要向有关机关汇报，当然也要遵循所有的这些规则，这些规则都已经覆盖了数字人民币的范畴。从法律体系上来说，确实有需要修改和补充的地方，但并不是说要完全建立，我个人觉得不需要建立一个全新的法律体系。

第四，因为是定位于M0，也就意味着是一个公共产品，具有非排他性的特点。央行向公众提供这种公共产品的时候，应该是不收费的，当然对于公众的流通和兑换也不应该收费。商业机构提供数字人民币服务的时候要不要收费，这就留下了一个

空间，由市场机制来决定是否进行收费以及收多少费。当然因为央行这段已经不收费了，所以对于商业机构来讲，有相当大的空间来为公众提供成本更低、更便捷的服务。最后，不计付利息因为是 M0，所以和现钞硬币一样不计付利息。

也会有人问，数字人民币和电子支付的关系到底是什么？数字人民币的出现会不会导致对电子支付的挤出？其实在数字人民币出台之前会有各种各样的猜测，我这里说一下，对于第三方支付来讲，数字人民币的出现或发行是一个中性的关系，并不会产生太大的影响。支付宝、微信实际上是金融基础设施，是私人机构为公众提供的一种基础设施，就相当于提供了一个钱包，在纸钞时代钱包是由江南皮革厂给大家制的，皮制的实物的钱包。微信、支付宝出现以后提供了电子钱包，皮革时代装的央行货币；到了微信、支付宝时代，钱包内容换成了商业银行的存款货币，钱包是换成了微信、支付宝。在出现数字人民币以后，它的内容可以增添一个新品种，就是央行的数字形式的货币，使得公众有机会获得央行货币支付的服务，但是并不排斥原

来的商业银行存款货币的服务。从微信、支付宝来说，角色并没有发生变化，依然是基础设施，依然是那个钱包，路还是那条路，只不过路上跑的车发生了变化。所以从这个角度来说，对于微信、支付宝实际上是一个中性的关系。当然微信、支付宝同时也是指定运营机构之一，所以从这个角度来说，对它更加不会产生多大的影响。

说一下我们最近的进展，我刚才会前跟各位交流的时候，发现有些还不知道最新的进展，我们现在在 4+1 个场景下进行试点，指的是深圳、成都、雄安、苏州加上北京的冬奥场景，机构是包括几大行在内的几个机构。这个是确实的，我们发过新闻证实。

韦森：谢谢穆长春所长，虽然时间很短但是讲的很清楚。范行长的文章把电子货币定位于 M0，单从央行还有范行长还有穆所长讲的来看，还是非常谨慎的。从德国央行行长刚发的文章来看，德国央行对电子货币也是比较谨慎的。我比较偏市场，这些年我一直担心未来社会里的个人权利，整个社会的微信、邮件，我们是没有别人不知道的，我们

每个人都在“裸奔”，这个社会将走哪里我们不知道。下面有请马骏主任讲一下，他的题目是“民间稳定币对货币政策和资本管制的影响”。

马骏：民间稳定币对货币政策和资本管制的影响

马骏（清华大学金融与发展研究中心主任）：谢谢韦教授，也特别感谢乔依德秘书长的邀请，来参与这次很有意思的讨论。我想讲的这个题目叫“民间稳定币对货币政策和资本管制的影响”，为什么要研究这个？我不想讲得太清楚，大家自己去思考，有很多原因。有一个很重要的原因，是希望做到民间来发起，不只一个，说不定可以有很多个数字货币，可以用来做跨境的一些支付。到底应该做哪些支付，咱们慢慢琢磨，要干这件事情就会遇到很多的挑战和困难，有一些挑战和困难我们现在不想谈，让别人研究，比如说民间稳定货币有没有足够的场景，有没有这么多用户相信你，这些问题咱们今天不谈。我们谈一个问题，一般来讲，央行的

官员第一次听到民间的数字币，民间的稳定币都会比较紧张，就像 Libra 来的时候世界的央行都比较紧张，都说有可能让洗钱活动找到了新的渠道。中国目前还有一定的资本管制，会不会成为逃避资本管制的渠道等等。

民间稳定币对货币政策的冲击是什么？有人就这么一说，但这里面的内容会非常丰富，普遍是这么几个。一个是对货币数量会不会有冲击？假设有了一个类似 Libra 而且在中国可以用的这么一个东西，对人民币的基础货币、广义货币会不会有冲击，对我们的价格会不会有冲击，对人民币汇率会不会有冲击，对货币的可测性、可控性、统计等会不会有冲击？还有对货币政策传导机制有没有冲击，也要做研究。这个传导机制本身就是很复杂的事情，到底怎么定义，从一个利率传导到另外一个利率，传导的过程会不会受到一种新的民间稳定币的影响，这些似乎都要研究。还有对金融稳定会不会有影响，是不是冲击或者替代了银行非常重要的一些业务，最后银行赚不到钱不行了等等。除了这个以外，还有一大堆关于资本管制方面的。昨天我

也问管涛说，你如果还在外汇局你会什么反应？他反应还挺激烈的。过去还没有民间币的时候，就有这么多虚假贸易，管起来也挺困难。怎么对付洗钱、恐怖融资，这个分析起来还是挺麻烦的。怎么梳理一个框架，最后能不能提一些有用的建议，我们也都没有想好，我给大家抛砖引玉讲讲一些基本初步的观点。

首先来讲对货币政策的影响。民间的币在不同的场景下对货币政策有非常不同的影响，一定要分清楚你到底是讲什么场景。我想分成四种场景，一种场景是这种民间稳定币只能用来做跨境贸易支付，只干这个事，别的事全都不能干。在境内不能做支付，也不能做在境内创造货币的存款、贷款等业务。在这种情况下，我们做了一个很简单的测算，由于这种民间数字币只被用作跨境的贸易支付，这种数字币所能产生的对 M2 的冲击小于 0.1%。到底怎么弄出来的，这里面稍微有点过程。比如说，去看人民币从 2009 年到现在这段时间，原来不用做跨境支付，现在用了，最多的时候占到 20% 多的跨境贸易支付，在高点的时候由于人民币

跨境支付所产生的资金池是有一个数量的，这个数量相当于 M2 的多少。我们拿这个作为一个对比。最后发现，假设新的民间数字币有这么大的能量，就像人民币国际化过程中替代了很多美元和其他币种的跨境支付所产生的对资金池的需求，假设外币性质的币替代了人民币，对 M2 的冲击有多大，小于 0.1%。

第二种场景是既可以做跨境贸易支付也可以在境内做支付，成为第三方支付工具，有这么大的能量能够并驾齐驱，占领这么大的第三方支付市场，对 M2 的冲击有多大。当然这个概念有点不清楚，到底是 M2 的冲击还是别的东西的冲击，我所讲的资金池相当于 M2 的多少。第三方支付发展所产生的备付金的余额有多少，假设能够占领第三方支付的一半市场，这一种新的民间的稳定比他产生的资金池的规模只有 M2 的 0.4%，也不大。

第三种是既可以做跨境贸易支付也可以做境内的支付，又可以在境内做存贷款，那就可以创造货币了，而且在假设没有存款准备金率，创造货币的能力还很强。我们也做了一些比较复杂的假设，这

种新的币的资金池假设可以替代人民币法定货币，最后算出来所产生的资金池最多相当于 M2 的 3%。

这个给大家一个量化的感觉，对货币政策有多大的影响，不是一个比较抽象的恐惧。对量的影响这么小，对价的影响也不会太多。对利率的影响，对汇率的影响，对金融稳定的影响，或者对商业银行利润的影响，都是非常有限的。只有一种情况下对金融体系货币政策冲击会很大，就是类似于美元化的一种状态，比如说柬埔寨美元化了，拉丁美洲的很多小国美元化了。在非常极端的情况下，资本账户完全开放，而且这个国家宏观管理一塌糊涂，恶性通货膨胀，本地币值不断大幅度贬值，这个情况下另外一种货币大规模替代本国法币，当然对本地货币有很大的冲击。这个原因不是在于有新的币种，而是在于本国的货币政策搞的一塌糊涂，我们自己很有信心，这种情况出现的概率是零。

第二个大问题，民间数字币对资本管制到底有会不会有影响？怎么来应对？这有点像一个新的外币，如果让它自由流动，让它可以自由跨境支付，而其他的都不让，自然会产生很大的冲击。我们现

在所有的资本管制的做法都会被冲击掉，所以我们还是集中精力怎么样规避对目前的外汇管制的冲击。我们设计了几个想法：

第一，这个民间币的机构可以在内地、香港、澳门都设一些分公司。冲击澳门、冲击香港其实也大不到哪里去。对境内来讲，境内设在什么地方，能不能设在一个自贸区里，甚至是以自贸区账户的类似形式加以监管，可以在某一个自贸区里设立一个区块链为基础的跨境支付，让他们在小范围中进行试验，来看对资本管制到底有多大的冲击。

第二，选择一些试点企业试试看。比如说中石油或者中石化，从中国境内向香港先支付一下，选几个非常靠谱从监管角度来讲不会干坏事的大企业，先选择一个白名单，试点企业进入这个体系。

第三，要求这个系统做跨境支付的时候只能做进口的付汇或者出口的收汇，按照现行规定接受外汇管理的检查。也就是外管局干的所有事情，都严格按照现在的做法进行，只是监管的对象可能有所变化，也可能是银行干这件事情，也可能是一个数字货币的发行机构。

第四，参与试点的境外机构也可以是境外的金融机构，也可以是境外的数字货币的发行机构，与参与试点的进出口企业按照当前跨境贸易的流程来办理业务。在这个基础上如果做成了一些交易，总结了一些经验，再发现潜在的漏洞，然后逐步扩大试点。我们基本是这么一个思路，供大家参考。

韦森：我和马骏最后一次见面是 25 国银行行长见面那一次，现在他竟然研究起来民间的数字货币，我感觉比较惊诧。这些年我是一直关注奥地利学派，没想到马骏主任做了这么多思考。下面我们有请乔依德秘书长，他是研究 Libra，我们交谈了很多次，他的思考我还是满同意的。

乔依德：Libra 退够了没有？

乔依德（上海发展基金会副会长兼秘书长）：谢谢韦森老师的介绍，我们在筹备这个会议的时候，他很早就说要主持数字货币这一节，从他刚开始提出问题我就知道他非常关心。今天发言的题目大家一看就知道，我是想用 Libra 这一年来白皮书

推出后风风雨雨的变化作为一个案例，来描述信用货币制度跟数字货币之间的关系，进而推导货币的物理形态跟货币的制度之间有什么关系。

Facebook 白皮书 1.0 于 2019 年 6 月 18 日发布，主要有以下几条特点：其一，它的目的是“建立一套简单的无国界的货币和为数十亿人民服务的金融基础设施”；其二，它是一个私人全球稳定币，以区块链为基础，一篮子储备货币为支持，由一个独立的 Libra 协会管理。全球有 27 亿人适用 Facebook，发展前景充满了想象空间，引起了全球关注。白皮书发布后，我们开了一个讨论会进行讨论，对其持否定态度，虽然当时国内外叫好声很多。

2020 年 4 月 16 日，Facebook 推出了白皮书 2.0，对其目标的表述是“建立一个简单的全球支付系统和金融基础设施，旨在数十亿人受益”。这里去掉了货币，这是白皮书 2.0 跟 1.0 表面上的一个最大区别。具体的变化有四条。其一，以前完全是锚定一篮子货币，现在是锚定一个货币，当然没有放弃锚定一篮子货币。其二，对合规性进行了加

强。其三，放弃未来向无许可系统的过渡，用区块链的话说以前是公链，以后不朝公链发展，朝联盟链发展。最后，储备系统当中加强了很多保护性的措施，100%的储备金，而且都是短期现金。

我觉得 Libra 没有退够。所谓退够是指 Libra 设定的目标要能够得到大部分政府的同意并能得以实施，我觉得 2.0 还做不到这点，因为 Libra 有两个痛点。第一是数据隐私保护权不够，资金运作存在风险，特别是去年 1.0 出来之后美国国会多次听证，主要抨击其数据跟隐私保护不够。此前，Facebook 被罚了 50 亿美金。2.0 的白皮书对这个问题有很大的改进。关键是第二个痛点，它损害了其他国家作为主权国发行法定货币的这样一个主权。虽然白皮书 2.0 表面上没有提货币，实际上内容还是包含了货币的内容。2.0 当中也举例，如果美国有一个居民要向其他国家汇一笔美元，可以先换成 Libra，再通过 Libra 汇到其他国家，在该国再换成当地的货币。实际上这个已经起了货币媒介的作用，所以这个痛点还是没有解决。

周小川行长去年 7 月 1 日的讲话中提到，当前

央行的使命和组织构成是“现代文明一个重要的产物，至少目前来说，这与商业机构的目的和使命相距甚远，尚难相信冲击这一文明能有好结果。”周小川行长讲话比较委婉但是意思还是很明确的，私人稳定币跟现代文明是有冲突的。法国经济部长认为“无论是政治主权或者是货币主权都不能与私人利益相分享。”这个可能代表了大部分主权国家的一个想法。在白皮书 2.0 当中，他们也提出不会影响法定货币的发行，甚至 CBDC 发行数字货币可以在 Libra 上面运行。我觉得这点不现实，没有主权国家会允许主权货币在 Libra 上运行。疫情期间我参加了一个跟菲律宾央行行长的视频会议，最后有人问他一个问题，假定 Libra 到菲律宾来，以 peso 作为唯一的货币在菲律宾运行你允不允许？他回答不允许，说所有通行的货币一定要由我们中央银行来发行的，我觉得这个态度是比较明确的。

另外 Libra 的信用程度不足。货币的本质是信用，但是各种货币的信用程度未必是相同的。信用有几种，一种叫普适性信用，即你用了这个交易媒介或者货币可以预期将来别人是不会拒绝的，这种

心态叫普适性信用。第二种是中间人信用，我愿意把我的财产或者商品让渡出去，我相信的是中间人，最明显的就是支付宝作为第三方。最后一个强权者信用。我愿意做这个交易，因为我相信这个是强权，最主要是现代政府。Libra 依赖的是中间人信用，利用 Facebook 强大的网络推广，但是达不到强权者信用。

G7 有一个工作组分析了包括 Libra 在内的稳定币所面临的问题，最后的结论是很清楚的，在没有解决全球稳定币所可能产生的挑战和风险之前，任何全球稳定币项目都不应该实施。

我们现在讲数字货币，要关注其是在一个什么状况下运行的，这个就涉及到信用货币的意义和缺陷。提到货币，很多教科书以及文章基本上讲货币的物理形态变化，如货币从原始的贝壳、毛皮、贵金属发展到纸币。但马克思说货币是一种社会关系，不是一个物质。因此我们看货币要去看其背后的社会关系，而不仅是物理形态的变化。我们应该据此对其进行分类。

第一类，货币本身具有价值。第二类是在货币

本位下的各种形式的货币，如金本位下面有各种各样的货币，可以有纸币也可以是铜钱，但是是依附于一个货币本位。第三是当前纯粹的信用货币制度。达里奥提到了三种货币，在他更早的一篇文章中讲述了货币信贷和债务是怎么改变世界的，他画了一个图，跟我的想法不谋而合。第一个是金属货币，第二个是依附于金属货币上面的权益，第三个是法币。我不同意他最后一个说法，认为法币还要回到金属货币，我觉得是回不去的，马车时代过去了，汽车再不好也不会回到马车时代。

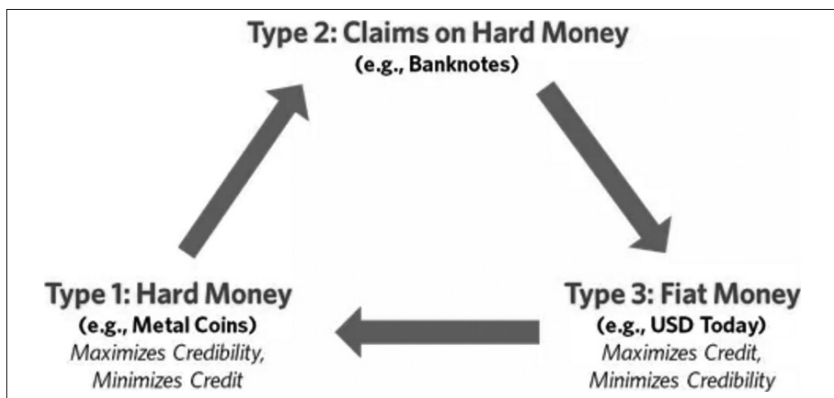


图 1：货币制度的演变

来源：桥水达里奥，“货币、信贷和债务是怎么改变世界的？”

货币制度	信用类别	信用风险	交易成本
货币本身具有价值	普适性信用	最低	最高
货币本位下的各种货币	中间人信用	中间	中间
信用货币制度	强权者信用	最高	最低

**图 2：货币制度与信用类别、
信用风险、交易成本的关系**

来源：上海发展研究基金会

总结一下，之前提到的货币制度与信用类别，它们之间到底有什么关系？第一类货币本身有价值，是普适性信用，所以它的信用风险最低，但是成本最高，达里奥认为这种货币可靠性最强，信用的额度最少。第二类即货币本位下的货币，属于中间人信用，信用风险及成本都属于中间。最后一类，信用货币制度，靠的是强权者，即政府，信用风险其实是最高的，成本是最低。信用货币制度的特点是以国家信用为支撑，不需要任何物质作为支撑，应该非常强调这点，因为前一阶段自媒体上很

多文章都讲人民币发行是以什么外汇储备、美元储备作为支撑的，这个都是不对的。驳斥的理由很简单：以前没有外汇储备时人民币照样可以发行。

现代中央银行的建立与完善和信用制度的出现是相关或者同步的。现代央行的特点是对法币的发行具有垄断地位。央行发行货币的权利不受任何有形条件的限制，但是受经济规律内涵的限制。货币发行的数量没有一个公式。简单的一句话，水多了加面粉，面粉多了加水。这很不理想，但是这是现实，因此有很多缺陷，缺少了强制性制约。全球范围内，一个国家的主权货币充当了全球信用货币。国际储备货币体系最好的选择是超主权的 SDR，但是现在不现实，没有一个全球的中央银行就不可能有全球的储备货币，没有全球的中央政府也不可能有全球中央银行。次优的选择是多元储备货币体系。2011 年世界银行有一个报告，当时估计 2025 年时的国际储备货币体系有三个场景，第一个，美元还是独霸天下，第二个是多元储备货币体系，第三个是 SDR。当时该报告认为第二个场景最有可能，当时包括本人在内的许多人倾向同意这个估

计，现在回过来看还是太乐观了，到 2025 年可能美元还是占统治地位。但是从长远来说这个局面是不能持久的，美元不可能永远称霸。虽然美元现在提供了安全资产，但是随着美国经济在全球经济当中的比例不断下降，其提供的安全资产不足以满足全球的需要，所以其垄断地位迟早是要失去的，人民币、欧元会起来。至于各个国家内部，目前主要依靠双协调来克服信用货币制度的缺陷，也就是靠货币政策与财政政策协调，货币政策与宏观审慎协调。

数字货币不能根本上改变当前的全球货币体系。局部改善可以，在跨境支付方面能改善目前令人不满意的状况。各国 CBDC 可以协调建立统一的技术标准，以便于今后互通。也出现了一些设想，比如英格兰银行前行长卡尼提出的 HDC，就是霸权数字货币，但是他从来没有给过任何具体的解释，eSDR 也还只是一个设想。私人部门可以起一定的作用。BIS 将 CBDC 分了四类，第一类直接由央行完全创建和管控；第二类 and 第三类是混合型、中介型，私人部门能起一定的作用，BIS 把中国的

数字货币定义为混合性的；最后一类是综合型，央行完全不管，完全委托给私人，但是现在还没有一个中央银行采取这个办法。

DCEP 可以为人民币国际化提供某种方便，但人民币国际化主要取决于制度安排，并不取决于货币形态，所以数字货币的作用不要夸大，还是要实事求是。

考察和理解货币仅仅关注其物理形态是不够的，必须要放到货币制度的框架下进行分析。物理形态的演进不等于货币制度的突破。当前信用货币制度是各种货币制度演变的结果，跟当前的货币理论、货币政策密切相关。我觉得对信用货币制度的特点我们研究的还是不够。最后要警惕和克服“科技至上”主义，其表现是认为科学可以解决一切问题，用描述自然界的方法套用于人类社会，忽视科学可能会引起社会规范和伦理道德问题。反对“科学至上”和鼓励科学创新并不矛盾。“科学至上”跟现在世界上流行的“反智主义”是两个极端，一个是认为科学解决一切问题，一个是完全不相信科学，这两个极端都是错的。

韦森：去年我们开货币论坛，是因为拿到国家的一个重大项目“国际货币制度史的研究”。尽管这些年我研究哈耶克，我们一直不同意哈耶克的货币非国家化。无论是苏格兰，还是中华民国或晚清的情况，货币非国家化的成本太大。即使按照哈耶克的说法，充分竞争下的市场货币是最优的，但是如果竞争产生垄断，最后还是一样。下面有请杨涛副主任演讲。

杨涛：如何认识数字货币的理想与现实

杨涛（中国社科院国家金融与发展实验室副主任）：我简单分享一点粗浅的观点。很多人从不同的视角对数字货币都谈了非常深刻的理解，有一些我觉得也是能够形成共识的地方。我主要想谈两个层面的内容，第一是谈一下数字货币的理论与实践起点。在座的可能很多都是货币领域的专家。我看到新货币经济学有一批人的研究思路里提出了非常有意思的观点，比如说谈到货币并非自然演进而是法律和政府管制的必然结果，而且也提出了随着数

数字货币的变化未来有可能消失，达到一个所谓极致的物物交换。这是一个理论假设，但理论假设的背后其实有很多值得我们进一步思考的。

我们讨论货币的问题，归根结底离不开对现实经济社会一些要素的把握。现在大家都在谈数字化。现在有很多对新经济、数字经济的统计，前段时间引用比较多的说数字经济对 GDP 贡献度是三分之一，我们认为这个数据还是需要商榷的。社科院前段时间也做了一个估计，数字经济对 GDP 的贡献度大约是 17% 左右。我们想说的是，随着数字化对整个经济社会带来深刻的影响，金融也要发生一些与之相应重大的变化。金融的变化不仅体现在业务层面，更重要的是体现在金融基础设施层面。金融基础设施层面有狭义跟广义之说，近期中央不断在提的，包括习总书记讲话，更多谈的是狭义的支付清算基础设施，列了货币体系、支付清算、信用体系、技术标准化、关键信息、数据治理、金融软硬件、制度监管与合规、会计、信息统计、金融文化等等。我觉得在这些里面货币是最基础最重要的，如果把基础设施等同于经济社会发

展的基础设施，支付工具有点像里面的交通工具，货币有点像人流客流，这是谈这个问题的起点和逻辑。

我们聚焦到数字货币，一方面要高度重视数字货币带来的深刻影响，另一方面也需要理性看待。我想从基础方面谈几个我认为需要讨论的概念。第一，法定货币是依靠政府法律成为合法流通的货币。但是法定货币究竟怎么来界定边界？实际上边界是在不断变化的，一个国家可以以本国的主权货币作为法定货币，但是极端情况下当年拉美出现了过度的美元化，美元在某种程度上在这个国家特定时期起到了法定货币的作用。当我们谈人民币的时候，大家觉得是法定货币，但是究竟内涵是什么？有些人把人民币等同于纸币跟硬币，有些人觉得里面有更丰富的内涵。信用人民币总体上是一个相对模糊的概念，其具体边界也在不断变化。

就法定货币的具体表现形式来看，按照 IMF 的统计方式和思路，通常有三种模式。一是统计那些执行货币职能的各种金融工具，如通货、存款、外汇、票据、短期债务工具等。通常我们所说的货币

供应量 M0、M1、M2 等，就是基于此思路，而且各国的统计边界都有所不同。二是从货币发行的主体来看，包括央行、存款货币机构、部分非金融机构等，其中央行发行的是基础货币。三是从货币需求方来看，则关注非货币发行企业和居民部门等的货币持有结构。每个角度是不一样的，各方用得比较多的还是从供给层面来讨论这个工具。讨论工具的时候其实具有三个视角，一个是最狭义的视角，认为只有央行发行的通货（直接债务）才是法定货币，也就是大家通常谈的流通中的现金。更广义一点，其实可以理解为央行基础货币，也就是储备货币，包括货币发行，非金融机构公司存款等等，这里面央行的掌控力，信用承担的最终性，稍微比通货弱了一点。再往后就到了所谓广义的银行存款货币。所以大家可以看到现代法定货币体系是一个综合体系，央行存款性金融机构，非金融性公司都可以发行。但是不同主体发行的不同的法定货币，货币属性、信用等级、央行信用结算的最终性是有差异的。大家在讨论数字货币和法定货币的时候，可能有不同角度的一些讨论与界定。

第二个概念是与法定货币相应的私人货币，是指私人之间达成共识的一种交易媒介，只要交易双方认可，但不能通过任何渠道向公众发行。在很多国家，发行私人货币是被法律禁止的。也有一些国家中，相关的法律规定比较模糊。现代央行制度建立之后，法币虽然获得垄断地位，但私人货币仍然有其存在空间。法币的垄断地位并不意味着私人货币完全退出历史舞台，历史上发生法币体系崩溃、恶性通货膨胀之时，或者某些特定的群体、特定的场景对私人交易的中介有需求，比如 20 世纪 20 年代德国货币崩溃，出现了煤矿主发行的瓦拉 (Wara) 系统，这是一个很重要的案例。当前世界各地还有一些基于互助的时间货币，用于与老年人相关的服务提供。私人货币过去一直就有，这是众所周知的，各个国家的法律对它的界定有时候不是特别清楚。现在到了所谓加密数字货币时代，过去大家认为影响有限的私人货币，现在变成了打开的潘多拉匣子，大家都要关注。

第三是明确数字货币的概念逻辑。通常很多人谈的数字货币其实是加密数字货币，但是现实中的

概念五花八门。谈数字货币之前，当然首先要把数字二字搞清楚，然后才加上法定，加上私人。这个数字二字背后表达什么样的技术？有些人说不一定跟区块链技术相关。这些虚拟数字货币或者虚拟资产的思路，民间的基本上都是建立在分布式账户基础上的。央行直接做的一套东西，可能是基于分布式账户，也可能是基于其他非传统技术。首先面临的问题数字二字，大家谈的不一定是一个东西，表面上看是一段代码，归根结底是背后的信息储存跟交换机制是用什么技术来解决的。国际清算银行把央行数字货币划分为通用型和批发型，前者相对是零售型，通用型又可以分为基于账户型和基于 token，基于 token 带来的颠覆效应更加突出，短期内不是那么容易能够实现的。进一步来看目前的研究进展，多数央行主要是开展零售型 CBDC 的研究和试点，虽然有不同的动因，设计结构也不相同，但是通常分为直接型和间接型。直接型是单层运行机制，上个月我让学生统计了一下，有 5 个央行项目明确是直接型单层型的运行机制，当然并不表明最后一定会推这个类型的 CBDC。第二类是间接型

双层机制，但采用的机制并不完全一致，还有一些央行的运行机制不太明确。

除了零售类还有批发类，早期大家关注批发，但到后来主要国家还是聚焦于零售型的 CBDC。少数国家关注批发，主要应用于银行间大额结算及跨境跨币种的支付。零售型的本质是数字现金，批发型的本质是创新支付清算方式，二者的着眼点是不太一样的。私人数字货币现在更多了，除了一些在现有的数字货币交易所交易的，还有大量的山寨币，是非常复杂的。

由此衍生出各种各样的数字货币的融资行为。现在币圈最主要的行为有 ICO、IFO 等等，各种行为归根结底都是规避现有的各国和证券有关的监管模式。很多国家对比特币、以太坊的界定往往不是金融资产，有可能是商品，有可能规避现有的监管责任。现实中各国都对这方面加强了监管和关注。

过去对这些加密数字货币，美国和财政部有关的机构相对来说比较积极一些。比如说 OCC，MSB，财政部下面反金融犯罪的一个局，这些是相对比较积极一点的。SEC 和其他一些金融监管部

门相对比较保守一点。不管积极还是保守，他们现在逐渐开始直面这种挑战。比如说，今年 SEC 首次对于 Telegram 类疑似 ICO 行为发起诉讼，这次诉讼在纽约南区的联邦法院得到了支持，过去到不了这一步。这说明大家对于一些民间加密数字资产可能带来对金融安全与稳定的冲击和影响越来越关注，海外的监管部门也逐渐在介入。

明确了三个概念之后，第四个问题是认识全球数字货币进展及我国的地位。这里面要除去各种挂羊头卖狗肉的所谓数字货币。分几类讨论，第一类是央行法定数字货币，各国央行都非常关注这类。我们国家确实处于前沿地位，因为我们比较重视。大家在这个领域里形成一个不断的互动。

第二类是超主权数字货币。2015 年我跟人民银行的姚余栋写过一篇文章，虽然比较粗略，但是也考虑了一下未来的 SDR，这在现实中涉及到国际政治问题，很难往前推。但是我觉得这个领域还是需要进一步关注，进一步研究。

第三类是民间稳定币，是价格相对稳定的，都希望具有一定的准公共性，作为混乱的数字货币体

系的中间锚。但是现实中很难，在这个领域由于法律的限制，我们国家没有太大的进展。

最后是一般加密数字货币，更像是虚拟资产或加密数字资产。去年底 BIS 专门出了一个针对虚拟资产的审慎监管指导意见，对于虚拟资产做了更细致的描述。这类里面我觉得又可以分两类，一类是有监管的，一类是没有监管的，民间那些是没有监管的，还有一类是金融机构做的。政府关注的是投资者保护、交易合规性、反洗钱。当然这些领域因为我们国家的严监管，呈现准地下经济的模式，但是华人资本在全球数字货币算力中占有较大的地位。

数字货币对世界金融格局的影响是什么？第一，几位专家都谈到了，从货币体系来讲，我觉得短期内解决美元主导体制和国际货币体系的内在矛盾不太可能。但是我自己在思考，现在这样的全球货币体系下，没有新的国际信用基准供给机制，怎么办？说不定过几年真正有货币属性的加密数字货币有可能成为选项之一，这个可以考虑，但短期内到不了。第二，现有的这些数字货币，尤其是资

产属性特别强的，对于全球金融市场的影响更加深远。

如何认识我们国家发展数字货币的未来路径？需要分开来看几个方面。第一，央行数字货币 DCEP 或者数字人民币都讲了很多，除了对零售支付做一定的替代，更重要的是可以切入支付信息流量入口，强化交易信息的把控能力和反洗钱能力。但是短期内人民币国际化可能还到不了那么大。刚才也谈到了怎么让外国人来用，但是我觉得外国人思考的方式不一样，他们对于信息保护很看重，很多东西他不愿意，这里面有一个过程。短期内我们要避免把人民币国际化和货币政策精准实施的一些要求放在一起，要一步一步地推动。

第二，积极推动国际化的、央行间的“数字货币替代物”建设。过去老觉得这是一个梦想，现在看起来多多少少也是一个未来可以考虑的方向，这个过程本质上还是一个国际利益协调的问题，参与更多意味着责任与付出，不是像很多人想象的通过数字货币抢先占便宜。

第三，适当支持私人部门参与国际性的稳定币

探索。虽然稳定币也是鱼龙混杂，我对 Libra 一开始也不看好，虽然承诺做 1:1 的储备，但是事实上遭遇了大量诟病。但是要看到，未来在国际层面，私人部门稳定币是很重要的组成部分。我们是否能够允许合格的国内机构参与这种尝试？因为未来是一个彼此难以互信的状况，政府信用走出去有时候还是很难的，更多的还要靠民间信用来互信，结合加密数字技术也许能找到一点新的出路。

第四，对于众多的加密数字货币、加密数字资产，重点是金融消费者保护，引导市场健康发展，良币驱逐劣币。无论是从大额支付清算、证券清算结算等领域所考虑的问题，还是关注对于货币政策、金融稳定的影响，似乎仍可以回到原来的货币电子化、数字化研究轨道上，跟新型数字货币的关系并没有想象中那么大。

总之，数字化时代必然带来数字金融模式的转变，进而需要数字化的金融基

础设施变革，货币自然是最重要的基础设施要素之一。数字货币发展的大趋势不可逆转，但当前却不应过于“狂热”，尤其不能为发展而发展，更

不应在其中嵌入所谓国家金融权力的兴衰更迭，这些观点都贻害无穷。事实上，一国货币不管是否数字化，其国内价值都是更好地承担货币功能、稳定价格信号、优化资源配置、服务实体经济等；而能否成为国际货币，则关键并不在于其是否进行数字化改造，而是取决于背后的国家信用、市场接受程度与安全性预期、国际政治规则与一国涉外法律约束能力等。

讨论

韦森：四位发言人一个比一个精彩，听了以后受益很大。

钱军：我想用马骏老师讲的内容去问穆长春所长，你刚才讲的非常清楚。我的理解是，现在央行数字货币的定位是替代 M0，马老师刚刚说的也很清楚，我特别同意他的观点，是说在特定场景下我们让一些特别大的没有任何的信息不对称或者资产有问题的金融机构来发 token。我想问的问题是，我们央行有没有数字货币第二阶段的打算？请问马

老师，你最后是说整个体系内的资金池占 3% 吗？

穆长春：关于这个事肯定是仁者见仁，智者见智，各个方面都有自己的立场。我就给各位汇报一下目前的国际组织或国际标准设定组织的一些工作进展。我参加了 CPMI 关于跨境支付工作组的工作，这个工作组目前已经进展到第三个阶段报告的撰写，一共分了 18 个模块。我参加了其中第 17、18 模块的撰写工作，第 17 模块是用 Globe stable currency 来解决跨境支付风险分析的问题，第 18 模块是通过 CBDC 来解决跨境支付的问题，当然这个定义还有商榷的空间。大家面临一个不可能三角，效率、成本、透明度，不可能完全在同一个时间或空间维度内解决。所以 CPMI 作为一个国际标准设定组织试图对目前的一些商业模式或支付模式进行改造，看能不能解决所谓的不可能三角问题。因为我参加了最后两个模块的撰写工作，所以从我个人的角度来看，我觉得通过央行或法定数字货币这个形式，是可以解决这个不可能三角的。对于 Globe stable currency 来说，实际上在不可能三角里成本和效率的问题可能能够解决，但是对于透明度的问

题依然没法解决。国际标准设定组织以及相关各国央行的态度到目前为止还是比较清晰的，是不是能够得到各国监管机构以及国际标准设定组织的认可要看以后的发展。

马骏：钱院长问我们讲的那个比例 3% 到底是个什么意思。其实我给了三种场景下对法币替代的强度。第一个场景，对于只做跨境贸易支付，我们用了一个什么参照系？就是香港离岸人民币的存量，是历史上曾经发生过的一种货币对其他货币的替代。替代的存量有多大，我们就假设高峰时香港的人民币有多大，离岸的存量在 1 万亿左右，当时离岸人民币所承担的跨境支付的总量、贸易量做一个比较。解决了多少跨境支付的量，需要多少存量之间有一个比例。假设民间稳定币也干同样的事情发挥同样的功能，能够承担百分之多少的中国对外跨境贸易支付，我们就能够推导出来会产生多大的存量。再假设可以替代人民币的法币，理论上讲就是对于人民币的冲击的程度或替代的程度，当然里面还有很多细节的小假设，这是一个定义。

第二个场景，如果在境内可以做支付。我们就

选了第三方支付机构这么大的支付量，沉淀下来的备付金有多少，这是我们选择存量的概念。这个备付金其实也不大，最后跟整个 M2 做比较有一定的比例。假设一个新的民间稳定币也承担同样的境内支付的功能，从量上来讲可能对我们法币的存量有多大的冲击。

第三个场景，如果这种新的民间稳定币也可以用来做存贷款，不管是银行体系还是非银行体系，假设能干这个事的可能是第三方借贷机构用这种币进行借贷款，这种情况下可能会对法币的存量有多大的冲击。在目前中国外汇管制的情况下，也允许外币进行存贷款业务，总量加起来只有 3% 左右的存贷款。再假设在目前的政策体系之下，新的民间数字货币也可以来做类似于外币的存贷款，大不了是 3% 的 M2。

乔依德：首先谢谢穆长春所长做了一个虽然很简短但是很严谨的演讲，我从老百姓的角度提两个问题。第一个问题，你讲到钱包数字货币因为是 M0，不给利息但是实际问题是什么？现在放在支付宝里的钱是有利息的，余额宝有 2% 的利息。从

老百姓的角度来说，我的钱放在支付宝有 2% 的利息，为什么要把钱放到数字货币的钱包里？老百姓常常会这样想。现在支付宝、微信用得很好，为什么要用数字货币钱包？第二个问题，刚刚讲到国外来的人，可以不要银行账户，可以用他的信用卡冲到数字货币钱包，这里面就有两个问题。第一个，刚刚杨涛讲的非常重要，你们要充分估计国外对这个事情的看法。我也参加了一个视频会议，非常有名的美国经济学家 BarryEichgreen 讲了一个民调，国外的就问他们愿不愿意用支付宝、微信？大部分人愿意。问他愿不愿意用人民币、法定货币、数字货币，大部分人不愿意，他害怕他的个人信息被中国政府拿去。第二个，从非常实际的角度来说，我信用卡的钱冲到钱包里等于是换现钱，这个利息是很高的。

穆长春：回答乔依德秘书长这个问题之前我先讲一下，发行数字人民币的初衷并不是为了替代微信和支付宝，也不是替代流通中的纸钞和硬币。我觉得包括刚才韦教授提的问题里，其实都含有一个假设，就是说法定数字人民币是一个强制性的货币

发行，出来以后纸钞和硬币都不许发了，公众也不许持有，微信和支付宝也不许用了。其实这个假设是不存在的，它不是一个排他性的东西。

在我们研发数字人民币过程中，有一个最初的初衷，不是为什么要做数字人民币的全部理由。其中有一个很重要的想法，就是为了提供国家支付手段的一个备份或者是冗余。大家已经逐渐感觉到这个趋势越来越明显，就是中国老百姓上街已经不再带钱包了，甚至连信用卡或者任何一家银行卡也可以不带了，只带手机上街。这个时候就出现一个问题，微信和支付宝作为一个私人机构，已经在为整个中国大众，或者整个零售支付体系提供基础设施的服务，已经成为一个具有系统性重要性的基础设施，这种情况下已经成为了一个公共产品。再好的一个私人机构也有生命周期，也会出现问题，如果出现了一个大的危机，当然这个概率很小，到现在为止大家都觉得不可能，微信和支付宝不会倒。但是这个不能以 100% 的概率说绝对不会倒的，私人机构一定会有它的生命周期。这种情况下，如果为了避免任何可能的冲击，财务的冲击也好，IT 系统

的冲击也好，自然灾害也好，国家都有义务提供一种备份或者一种系统的冗余，在基础设施出现问题的时候，国家有能力为大众提供这种基础设施的冗余和备份。

从这个角度来说，数字人民币，微信、支付宝依然是基础设施，依然是个钱包，我们只是在钱包里面增加了一个支付工具而已，就是在商业银行存款货币的基础上加了一个央行存款货币。刚刚乔依德秘书长说微信、支付宝能够提供利息。我澄清一下，并不是支付宝为大众提供的利息，而是支付宝把备付金转移到了货币市场基金里，是通过余额宝获取的利息，并不是支付宝本身提供的利息。支付宝本身按照央行 2 号令《非金融机构支付服务管理办法》，是不允许提供利息的，这是有法律规定的。从这一点来说，不是支付宝而是余额宝提供利息。我们不寻求对支付宝的替代，这并不是我们做数字人民币的初衷，但是指定的相关运营机构也可以提供相应的便利条件。

我刚刚讲了数字人民币是以管理账户为基础的，银行账户松耦合，同时具有价值竞争。运营机

构有这三个特性，在数字人民币的运营上有更多的优势，可能为老百姓提供这种生息的选择。虽然数字人民币放在数字钱包里面本身不生息，但是相关的金融机构可以提供相关的金融产品实现类似于余额宝生息的功能，这个需要运营机构自己根据公众的需求做设定。我们不付息有一个很重要的点，就是为了避免对于商业银行存款的挤出，避免金融脱媒。同时，可以增加商业银行存款吸引力，它可以在数字钱包上设定一个门槛或者上限。因为它只是用于小额零售支付的，日常一天三五百就够了，我没有把所有的存款转成数字人民币放在钱包里。在这样的情况下，设定一个门槛，以后哪怕只要多一分钱都可以自动以合约的形式转移到银行账户里去生息，去买一些理财产品。这就需要运营机构去做相关产品的设计和安排了，并不是我们做数字人民币的初衷。我们只是为了满足零售支付的需要，我们目前不去碰 M1 和 M2 的范畴。虽然对于老百姓来讲，当然不希望把自己所有的存款都转成数字人民币放到数字钱包里，但是我们也不去阻拦运营机构提供类似于余额宝的这种产品来满足老百姓理财

的需求。

第二个关于外国游客隐私权的问题，韦森老师一直很担心的。对于老百姓隐私保护的问题，我们在这里确实有一个两难，在现钞时代很容易保护老百姓的隐私，同时也会保护可能的非法地下经济行为。利用纸钞和硬币完全匿名，但是成本相应也就比较高。如果在数字人民币时代提供同样的匿名保护，那么对于非法或者地下经济的行为，甚至说犯罪行为包括洗钱行为、恐怖融资行为，可能导致的风险会数倍于纸钞时代的风险。这种情况下，我们做顶层设计时就要实现一个平衡，既保护老百姓的隐私需求，同时也要保持能够打击地下经济或犯罪行为的能力，这中间是要有一个平衡的，这种平衡我们也做了相关的设计。对于外国游客来讲，用央行数字人民币会不会对隐私造成侵犯？我们也设计了相关的产品。比如说完全匿名的可视 IC 卡，直接在机场买一个手机的可视 IC 卡，照样可以在中国大陆实现所有移动支付的好处，同时不会担心隐私泄露的风险。

当然也有成本的问题，刚刚乔秘书长也说了，

使用信用卡兑换现金成本不高吗？一般的信用卡消费即使提现也是有免息期的，这里的成本在于提现的手续费，对于 VISA、MASTER 来说和银联一样，提现的手续费是 1%。这种高是相对于国内消费者而言，国内消费者现在移动支付的成本大不了就是千六，有时候到千三，所以对国内消费者已经适应低价的支付环境，这是由交叉补贴和倾销的行为导致的，并不是健康的可持续发展的支付市场环境。对于国外游客来讲，1% 的手续费并不是很高，他们已经习惯了 2% 甚至 3% 费用的环境了。我们认为他了解了这个情况以后，并不会对使用数字人民币有多大的障碍。我们提供给他各种选择，可以选择用 APP，也可以选择用卡式或者各种穿戴式硬件，我们都有相关的设计。

韦森：我澄清一下，我不是说央行想要取代纸币。我知道你们的设计是非常低调非常谨慎的。人类社会和网络的发展趋势，再过十年二十年之后，到时候都不再需要印钞票，全部的 M0 都变成数字货币是一个自然发展，各国都这样，那是不是要考虑长期的立法？我不是说你们现在的设计，现在的

设计已经很好了。

你刚刚讲到洗钱，钱出去了数字货币马上就反应出来了。这种交易过程，除了央行之外其他机构找不到违法的证据，我怕如果保护了个人权利，其他政府机构就不能任意查你。人类逐渐都使用电子货币，是一个必然趋势。那是不是这些东西我们都要预先考虑，而不是短期的现象。

提问者一：问穆所长一个简单的问题，将来有没有可能让支付宝或微信到一带一路国家发行以外币为基础的类似于 **Libra** 的稳定币？

穆长春：国外居民对我们有一个怀疑，连用数字人民币都会考虑很多。如果用中国的两个大企业去发稳定币，而且是在别的国家变成替代当地主权货币的形式来发行稳定币，能不能实现这个，我觉得你可以去问问两位马总。

韦森：你问这个问题我补充两句话。最近我查到马云在东南亚的投资，他投资了 50 亿美元，就是想铺开支付宝。2018 年在复旦开一个会，我当时一听到蚂蚁金服想把支付宝弄到非洲、东南亚，我想这是一个超级央行。可惜现在他不是首席官了。

乔依德：我问过蚂蚁金服他们这些东西。我前面讲了，如果对信用货币制度了解得很透彻，你就知道这几乎是完全不可能的。现在支付宝、微信在南亚、东南亚是怎么做的？基本上是跟当地合资，用当地的货币支付，赚了钱以后也许可以汇过来，就是这样。你仔细想想，如果其他国家来一个人到你这里贴二维码，央行会同意吗？不会同意的。现在任何法定货币的跨境，一定要有制度安排，一定要得到对方的同意，这是没有办法的。美元可以在中国用吗？也不可以，尽管美元是全球储备货币。一些很小的国家用美元。大的国家都不允许其他国家的法币在本国使用，这涉及到国家主权的内涵。你不要以为拿了钱，你说什么人家就听什么。

提问者二：我的问题是，央行和这些机构怎样吸引大家来用数字人民币，换过来有什么好处？未来在支付宝和微信上是不是也可以开一个数字人民币的账户？

穆长春：我们做数字人民币的初衷并不是寻求去替代现有的电子支付体系，也不是说去完全地替代现有的现钞体系。在可预见的将来，微信、支付

宝电子支付和现钞将在很长一段时期内，和数字人民币同时并存，这是肯定的一个场景。所以我们提供数字人民币的服务，是为整个国家零售支付体系提供一种冗余和备份或补充。并不是说我寻求在几年之内，把现有的 8 万亿现钞全都替换掉，没有这种强制性的指标，应该是一个市场化的行为。老百姓愿意兑换多少就兑换多少，我们按照 1:1 完全满足，既不会饥饿营销也不会强制推行。从这个角度来说，不是非得要吸引老百姓都用数字人民币。当然做这个事情总是想做好，我们目前能做到的是希望至少能够提供和微信、支付宝同样体验的支付手段或支付工具。

当然我刚才也讲了，根据数字人民币的定义，如果我要展开来讲可以讲两个小时，里面有很多不同于现有电子支付的新功能，这些新功能自然会吸引老百姓来使用。毕竟这是一个公共产品，是不以盈利为目的的，当然在成本上也会相对比较低。既然成本比较低，如果我能提供基本支付功能，能够提供和微信、支付宝同样的体验，同时又可以提供数字人民币所独有的多种支付服务，我相信还是会

对一部分消费者产生吸引力的。但是究竟会有多少人因为迁移成本比较高，或是有路径依赖，就习惯用微信了，究竟多少人会吸引过来，现在也很难说。确实会是一个市场化的进程。

张生举：你们讲的都是业务，请问区块链技术还用不用？

穆长春：这个回答一下。第一，我们是双层架构。我们把选取技术路线的自由完全放给了第二层，就是指定的运营机构。它们可以根据自己的产品设计，自由选择任何一种适用于数字人民币发行的技术，我们不排除任何一种技术。我们是实用主义的，只要这种技术适应数字人民币的发展就可以。任何一个新技术，只要适应数字人民币的研发就可以用，不迷信某种技术，也不摒弃某种技术。

大家经常有一个先入为主的假设，一提到数字货币就会认为说这个就是区块链，或者这个就是比特币，这实际上是一种误解。能够以数字形式来实现价值转移的工具，都可以成为数字货币，不只有用区块链才叫数字货币。区块链的缺点很多，导致它在很多情况下不适用于零售数字货币的应用。当

然也有优点，比如说一本账不容易篡改，能够抗 51% 的算力攻击等。所以我们在整个设计过程中，吸取了比特币精华的部分，我们把它适用于数字人民币的部分抽取出来了，比如说在对账方面能够实现一本账。在传统支付领域里有一个很难解决的问题，就是差错处理和对账，应用区块链技术在一定程度上可以实现自动对账，这是它的优势。实际上，我们在发行层抽取了比特币所有的优点，能够实现自动对账和便捷的差错处理，在交易层用的是中心化的技术。

马骏：现在有兴趣考虑以民间机构方式来发行稳定币的机构还不少。大部分考虑的还是要作为一个支持跨境贸易的新的支付方式。在这种目的之下，他们考虑的当然有各种选项，但是主要的选项还是以区块链为基础的新的支付手段。

提问者三：其实我是不太担心推出了数字货币以后没人用的问题，我接着乔老师的问题，支付宝和微信其实通过资管的部分提供了一定的回报。我想问的问题是，如果这些商业银行有了发行数字货币的资格以后，我相信它们一定会对接相应的资

管服务，会不会对其他资管机构形成很严重的冲击？如果考虑到这个问题，是否也会对它们做一些限制？

穆长春：我不认为大众会把自己所有的存款都换成数字货币，数字人民币所引发的理财行为也不会变成一个非常大的需求。从这个点来说，我觉得对于整个金融市场来说，或者对于整个第二层的金融机构来讲，冲击是属于比较中性的一个影响，影响不会特别大。到目前为止我们在“4+1”的试点城市观察到的数字，基本上和我们的预测差不多。

韦森：今天讨论的很深入，我个人也学到了很多。我自己对于数字人民币也看了一些文章，确实收获很大。也谢谢各地、各路来的专家能支持乔老师和我们一起开这个会。中国社会甚至人类社会在这个新冠疫情下都在发生变化，现在最大的确定性就是不知道未来是什么。在这个情况下，我还希望我们的理论界能够从现实中关注未来的发展，希望我们在不确定性的情况下能够真正推动我们国家的改革。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）