

安全资产荒与利率之锚

◎彭文生

摘要：本文从资产配置视角解释利率，认为无风险利率趋势性下降是因为安全资产供不应求，存在安全资产荒。发达国家是安全资产的主要生产者，而新兴市场国家是安全资产的主要需求者。由于发达国家经济增长低于新兴市场国家，在安全资产需求相对经济规模比例稳定的前提下，增长差必然导致全球安全资产供不应求。其背后的原因是主要经济体人口老龄化、技术进步和公共部门占用安全资产，此外还受到短期不确定性的冲击。安全资产荒不仅会导致无风险利率下降，还会导致风险溢价上升，影响全球经济。应对安全资产荒，遏制低利率，避免陷入负利率陷阱，需做好三点：一是财政扩张，同时增加国债供给以缓解安全资产荒；二是在全球范围内开始探讨财政政策新机制，建议设立类似货币政策的政策咨询和决策机制，财政和央行协调政策操作；三是反思央行扩表方式，央行应增持风险资产而不是国债等安全资产。

关键词：安全资产荒 低利率 货币政策 财政政策

作者彭文生系光大集团研究院副院长、光大证券首席经济学家。

一、引言

近期全球利率问题再次成为市场关注焦点。2019年9月欧洲央行议息会议宣布下调隔夜存款利率10个基点至-0.5%，2019年10月初美联储在隔夜回购利率飙升后，宣布启动短期国债购买计划以增加银行体系准备金。在这样的全球背景下，中国人民银行行长易纲在接受媒体采访时表示，要珍惜中国正常的货币政策空间。是什么因素导致全球的低利率环境，未来会如何演变？中国应该怎样维护正常的货币政策空间？

首先，两个问题值得进一步思考。第一，过去40年美国10年期国债收益率呈趋势性下行，但与股票盈利收益率的关系在前20年与后20年明显不同。如图1所示，20世纪80年代至90年代长期利率和标普500盈利收益率都持续下降，前者略高。近20年利率继续下行而股票收益率稳中缓升，国际金融危机后分化显著加大，股票收益率明显高于利率。按照历史关系，当前利率水平对应的股价应该更高。应该怎样解释这种分化所隐含的资产配置逻辑，这背后又折射出怎样的宏观经济关系？第二，发达国家经济体实行负利率范围扩大、程度增加，甚至有观点认为美国会成为下一个负利率国家。但如图2所示，近期美国的回购利率波动不降反升。美联储购买短期国债意味着央行扩表，官方表示这是正常的货币政策操作，但部分市场人士认为这是量化宽松。应该如何理解央行扩表和量化宽松之间的关系，其对利率和经济有什么影响，对中国维护正常货币政策空间有什么参考意义？

本文即围绕上述两个方面讨论利率以及相关政策的问题，借鉴国际金融危机后研究文献有关“安全资产荒”的概念，以说明21世纪近20年，尤其是国际金融危机以来全球出现安全资产供不应求的现象，以及由此带来的无风险利率下行、风险溢价上升，经济增长面临下行压力的问题。同时，全球经济面临百年未有之大变局，预期的不确定性将加剧安全资产荒。应对安全资产荒，在财政政策上，需要财政扩张以增加安全资产供给；在货币政策上，央行的操作对安全资产供求有重大影响，需要建立新的有效机制，加强财政

与货币政策协调。同时也需要反思央行扩表的方式，应通过购买风险资产而不是购买国债的方式来实现准财政行为。

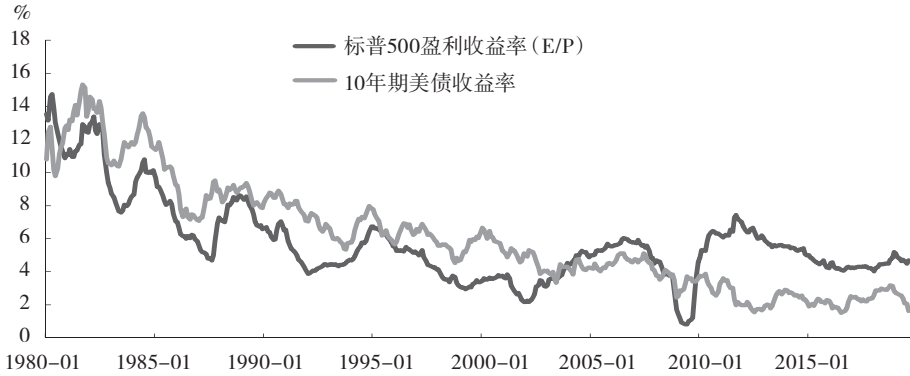


图1 金融危机后美国股票盈利收益率显著高于无风险利率

资料来源：WIND，光大证券研究所。

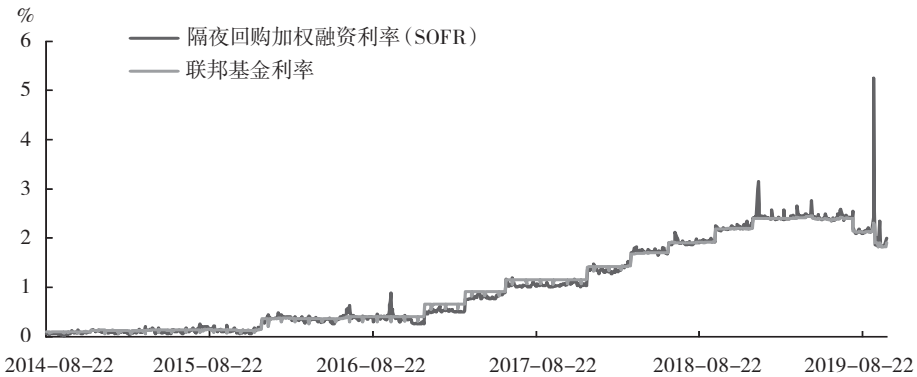


图2 近期美国隔夜回购利率波动增加

资料来源：纽约联储，光大证券研究所。

二、理解低利率的三个视角

(一) 古典经济学视角

从古典经济学角度来看，自然利率是经济供求达到平衡时的实际利率，取决于人口、技术进步等基本面因素。货币政策的作用是引导市场利率趋向自然利率，以促进经济供需平衡。但自然利率是一个理论概念，实际操作时应该如何判断市场利率是否处在自然利率水平呢？经济供求平衡最重要的体现是物价情况：通缩代表需求不足，通胀代表需求太强。由此来看，经济体温和通胀的利率水平可能就是合适的。因此，央行对短期利率的操作就是由市场通胀预期和当时经济增长状况所决定的，而这也是过去40年的主流政策思维和框架。

对于过去40年，尤其是过去20年利率持续低迷的问题，美国前财政部长劳伦·萨默斯提出的“长期停滞论”（Secular Stagnation）认为，经济里某些因素使得需求长期不足、供给过剩，利率必须下行才能引导投资和消费，消化过剩储蓄。现在的问题是“停滞”的压力如此之大，使得自然利率下降为负的实际利率，通胀低迷使得只能通过降低名义利率来降低实际利率，而名义利率面临零下限，又限制了货币政策的调控空间，经济陷入长期停滞，同时利率也持续在低水平。

对于导致停滞的基本面因素，一种解释是，因为主要经济体人口老龄化。年轻人越来越少，资本回报率下降，从而导致投资需求下降，利率下行（见图3）。另外，人口红利拐点已经发生，储蓄率下降，对利率有抬升作用（见图4）。有观点认为利率会随着老龄化加剧继续下行，但这值得商榷，我们要关注老龄化对利率两个相反方向的影响，老龄化不应该是未来导致低利率的主要因素。另一种解释是，因为技术进步。未来最需要关注的是数字经济，数字经济有助于提高效率、增加供给，但供给分配是不平衡的，赢者通吃会加大贫富差距，由此导致需求相对供给不足，自然利率下降。

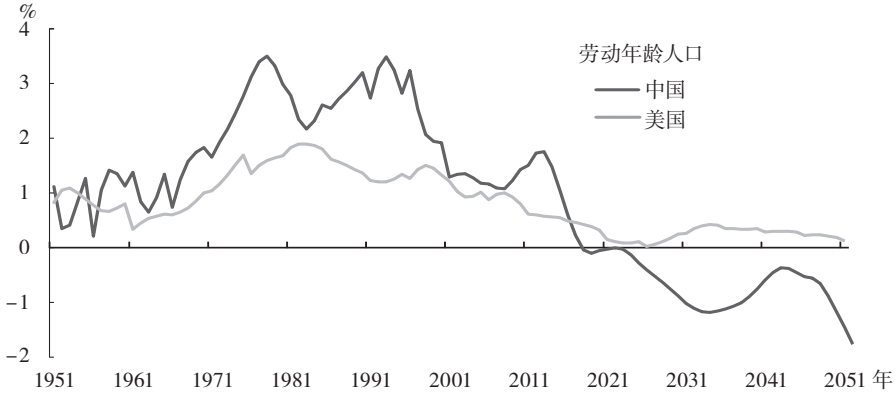


图3 人口老龄化：劳动年龄人口减少、资本回报率下降、投资需求下降

资料来源：联合国，光大证券研究所。劳动年龄人口定义为25~64岁。

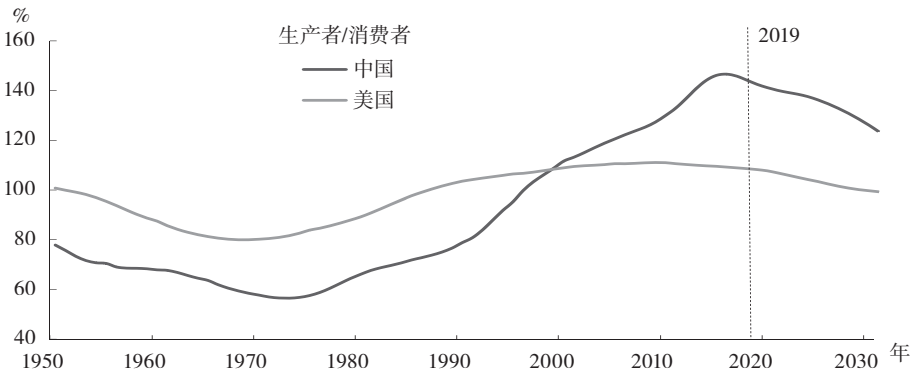


图4 人口老龄化：生产者/消费者比例下降，储蓄率下降

资料来源：联合国，光大证券研究所。生产者指25~64岁人口，消费者指0~24岁和65岁以上人口。

(二) 金融周期视角

解释低利率的第二个视角是金融周期。自然利率不仅受实体经济基本面的影响，也受金融和货币政策本身的影响（货币非中性）。按照金融周期视角，利率下降在一段时间内可能并不能够引导经济供求平衡，反而会导致经济供求更大的失衡。也就是说货币政策失去了自我稳定的机制，即央行降低市场利率，导致自然利率也越低。这是因为金融周期成为驱动经济波动（中

周期)的主要力量,传统的经济周期(短周期)波动的特征下降,通胀和增长不温不火,因为利率下降刺激效果主要在资产价格和信用扩张上。

过去四十年,美国有三次金融周期的上升阶段,每一次上升阶段的利率中位水平都比前一次更低(见图5)。因为货币政策追求的供求平衡以温和通胀为导向,而通胀都不是大问题,所以货币政策偏松、利率偏低。而到了金融周期下半场,去杠杆、资产泡沫破裂,利率下行压力更大,这导致利率呈现跨周期的趋势下行。大家普遍担心美国可能会进入负利率,本文认为关键不是看传统经济周期,而是要看美国多快进入金融周期下半场。中国已经进入金融周期下半场调整,未来几年去杠杆和房地产调整将带来利率下行压力(见图6)。

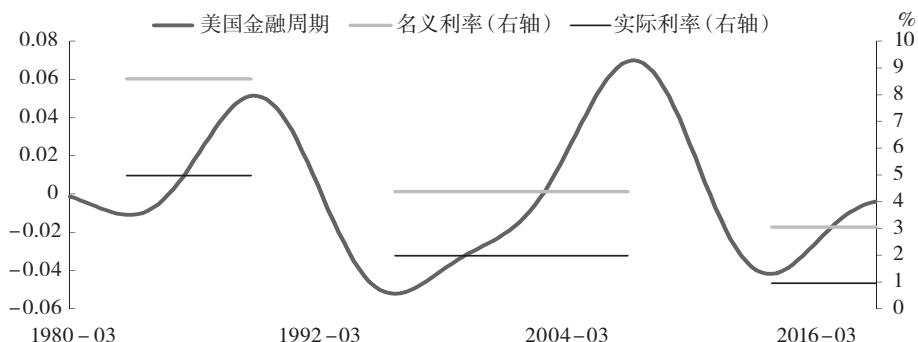


图5 美国：金融周期伴随利率趋势性下行压力

注：利率是指10年期国债收益率。

资料来源：WIND，BIS，光大证券研究所计算。

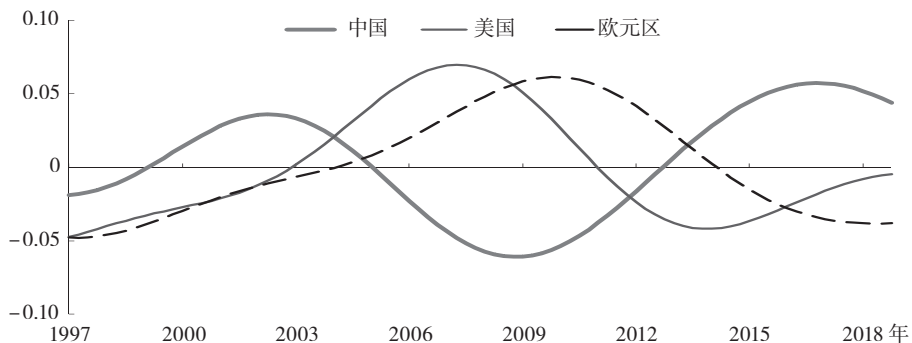


图6 中国：金融周期下半场将带来利率下行压力

资料来源：BIS，CEIC，WIND，光大证券研究所。数据截至2018年第四季度。

（三）资产配置视角

低利率的第三个解释是安全资产荒，即从资产配置视角来看利率。前两种视角的利率都是一般利率的概念，同时包含无风险利率和风险溢价。而安全资产视角聚焦无风险利率，但其背后是资产配置的逻辑。本文认为，无风险利率趋势性下降，是因为安全资产供不应求，存在安全资产荒。区分资产荒和安全资产荒十分重要：资产荒指一般性的资产供不应求，体现为资产价格普遍性上涨。而安全资产荒则体现为安全资产的价格上涨（无风险利率下降），同时风险资产价格下跌，或者说安全资产价格上升幅度超过风险资产。

三、安全资产荒的逻辑

（一）安全资产的定义

首先，安全资产是债权资产。因为债权的名义价值是稳定的，而权益资产价格波动大，例如股票。按照这个定义，黄金并不是安全资产，因为其名义价格波动大。在现代金融体系里，安全资产是一种债务工具，比如存款、债券，但不同种类的债务工具安全程度不同，例如企业债的违约风险就比政府债券大。

其次，安全资产可以是流动性工具，流动性越高，变现成本越低，资产就越安全。安全资产也可以是长期保值工具。消费者持有安全资产既有流动性需求，又有长期储值的需要。企业持有安全资产则主要是为了应对可能的流动性风险。在金融市场发达的经济里，长期保值工具也可以成为抵押品，使投资者获得流动性。

最后，因为对“安全”的认知反映了投资者预期，所以简单来说对信息不敏感的就是安全资产。经济学文献对此有表述叫“No Question Asked”（NQA），即不需要问任何问题，投资者没有动力去发掘对自己有价值的私人信息。一般来说，普遍相信国债持有到期的名义价值是确定的，因此国债是安全资产。前几年理财产品也可以算作安全资产，因为大家相信银行理财是刚性兑付的，因此研究其底层资产价值不带来有用的私人信息。但股票情况

不同，因为研究上市公司的财务和发展潜力会产生对投资者有用的私人信息，所以股票不是安全资产。

（二）安全资产的分类

从安全资产的供给来看，可以将其分为两类。一类是公共部门生产的安全资产。包括政府信用支持的债券，例如国债、地方政府债和地方政府专项债等；也包括中央银行发行的现钞，银行在中央银行的存款准备金，即央行的负债。另一类是私人部门（金融机构）生产的安全资产，例如银行存款，因为一般情况下没有人担心存款的安全。影子银行负债在某些时期也可以成为安全资产，例如零售层面的美国货币市场基金、中国理财产品，批发层面的美国次贷危机前的高等级资产支持债券等。

比较来看，金融机构生产的安全资产较国债安全等级低，正常情况下它对信息不敏感，但是在波动情况下，可能对信息变得非常敏感，发生挤兑甚至导致金融危机。例如，美国次贷危机触发点就是典型的批发市场债务工具挤兑；在包商银行事件中，对5000万元以上大额存款不保本，也导致了批发市场参与者变得特别敏感，所以5000万元以上存单就不再是安全资产了。因此，私人部门生产的安全资产实际上是准安全资产（Quasi Safe Assets）。

（三）安全资产荒的原因

大家之所以还愿意持有金融机构生产的安全资产，是因为国债的供给是有限的，如果所有人都选择持有国债，那么国债价格会变得特别高，国债的收益率就会变成零。投资者要在安全性和收益性之间做一个平衡，所以有些投资者会选择持有私人部门生产的安全资产，虽然安全性没有国债高，但它能提供一定的收益。

为什么金融机构还愿意生产安全资产？是因为安全资产提供的“便利收益”（Convenience Yield）对其持有者来说是非货币收益，持有者为了获得便利收益而放弃了部分货币收益，这部分货币收益由安全资产的提供者获得，体现为金融机构较低的融资成本。

为什么会存在安全资产荒？发达国家，尤其美国，是安全资产的主要生产者，而新兴市场国家由于宏观经济不稳定、金融市场不发达、产权保护不足等问题，难以生产安全资产，是安全资产的主要需求者。而发达国家经济增长低于新兴市场，假设对安全资产的需求相对于经济规模是稳定的，这种增长差必然导致全球安全资产供不应求。

三个因素导致过去20年安全资产供不应求的情况越来越严重，带来所谓的安全资产荒。一是主要经济体人口老龄化，老年人对安全资产的需求自然增加。二是技术进步，过去20年互联网移动通信发展，大家交流越来越有效，对安全资产的认知越来越趋同，比如对美国国债作为安全资产的认知日益趋同。三是公共部门占用安全资产。亚洲金融危机后，新兴市场国家增加外汇储备；过去10年间，发达国家央行购买国债，这些都减少了对私人部门的安全资产供给。

除趋势性和结构性因素外，安全资产供求平衡还受短期因素或者难以把握的不确定性的冲击。例如，国际金融危机以后，人们的风险偏好下降，对安全资产的需求增加，同时由于准安全资产遭到挤兑导致安全资产的供给减少。美国的货币市场基金、南欧国家的政府债券，在危机前被认为是安全资产，但危机后就转换为了风险资产。近期贸易战、英国脱欧带来的不确定性，也都增加了全球投资者对安全资产的需求。

有什么证据支持安全资产荒的逻辑？图7描述了美国政府债务率与企业债信用利差之间的关系。从1920年到2000年之前，两者的关系显示，随着政府负债率增加，企业信用利差降低，这是因为国债供给增加满足了人们对安全资产的需求，使得人们更愿意持有风险资产，导致企业债信用利差下降。Krishnamurthy等（2012）提出的解释，也符合安全资产供求平衡影响信用风险溢价的逻辑。但Krishnamurthy等（2012）原图数据只到金融危机之前，我们更新数据到包括金融危机后的10年，结果显示，过去近20年，政府负债率与企业债信用利差的曲线似乎整体向外移动，说明同一政府债务率水平对应的信用利差增加了。本文认为是过去20年，尤其是金融危机后全球对安全资产的需求超过供给而造成的安全资产荒导致曲线外移，信用利差上升。

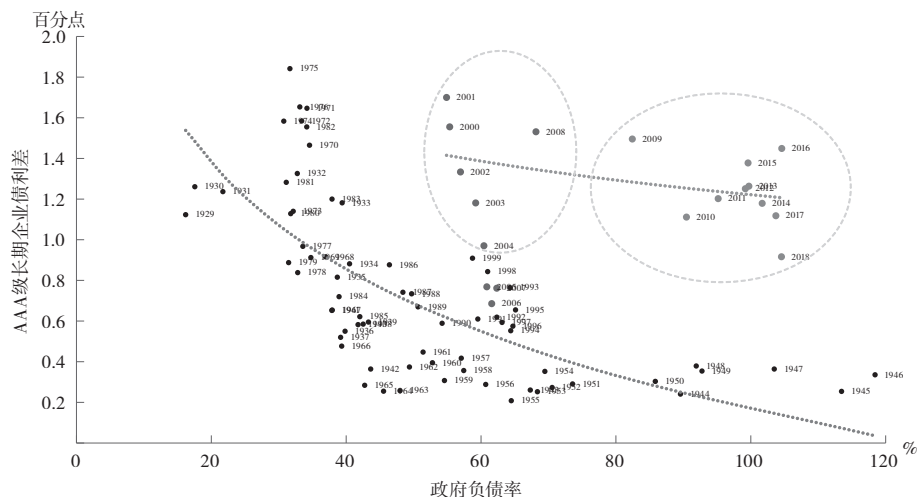


图7 美国：近20年安全资产荒提升信用风险溢价

注：2000年至2018年趋势线不包括2005—2007年三年资产泡沫期数据。

资料来源：Krishnamurthy, Arvind, and Annette Vissing-Jorgensen. The Aggregate Demand for Treasury Debt. *Journal of Political Economy* 120, 2, 2012: 233-267；光大证券研究所。

四、安全资产荒的宏观后果

(一) 总量视角下安全资产荒的宏观影响

安全资产荒有着重要的宏观含义，最直接的就是针对利率的走势。如前文所述，分析低利率有三个视角，长期停滞、金融周期和安全资产荒。实际上，安全资产荒和前两个视角并不矛盾。安全资产荒会加大金融的顺周期性、加剧经济长期停滞的困境。

在金融周期扩张时，安全资产荒导致私人部门生产安全资产的动力增加，准安全资产扩容，会促进私人部门信用扩张。而在金融周期收缩时，因为准安全资产出现挤兑，导致信用紧缩，会加大经济和利率下行压力。

依据长期停滞论，引导市场利率趋近自然利率是货币政策稳定经济的机

制。但利率有零下限，利率到零后货币放松的空间就会受到限制，货币政策引导经济平衡的能力削弱，经济增长陷入长期低迷的状态。长期停滞的关键问题在于利率有零下限，而安全资产荒会加快无风险利率到零下限的速度。

安全资产荒不仅带来无风险利率下行，而且会导致风险溢价上升，这也是和一般的资产荒的差别。回到本文第一部分提出的疑问，按照历史关系，目前的10年期国债收益率对应的股价应该更高，那是什么因素导致当前的分化呢？答案是安全资产荒，无风险利率下降的同时股票风险溢价上升（见图8）。安全资产荒的宏观含义是，无风险利率下降对经济的帮助可能没有历史关系隐含的那么大，还需要看风险溢价的变化。

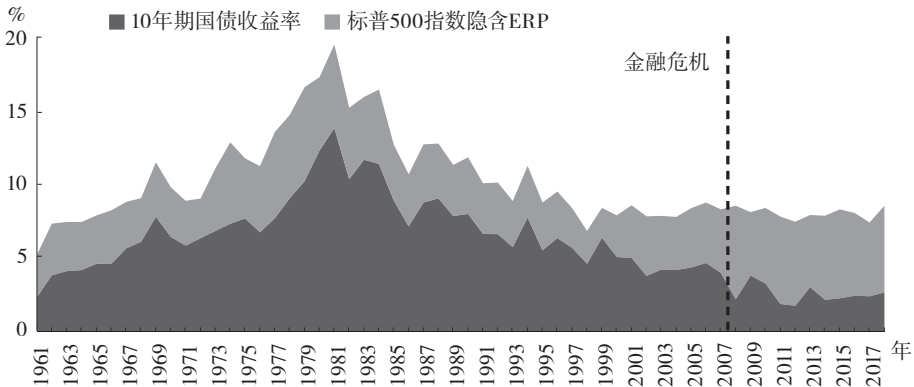


图8 美国：过去10年无风险利率下行、股票风险溢价上升

资料来源：Damodaran, Aswath, Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications — The 2019 Edition, April 14, 2019；光大证券研究所。

安全资产荒的另一个宏观含义是汇率波动和相关风险溢价，全球安全资产供不应求带来美元升值压力。理论上，安全资产供需可以通过价格变化来达到自我平衡，封闭经济体通过无风险利率下降和信用风险溢价上升来实现。在开放经济环境下，美国是安全资产的主要提供者，全球追求美国国债等安全资产，导致美元升值和其他国家尤其新兴市场风险溢价上升，对全球经济不利。

(二) 结构视角下安全资产荒的宏观影响

从结构视角来看，可以有以下三个维度。

第一，要区分政府和私人部门。私人部门在一段时间可能会生产准安全资产，但是准安全资产不稳定，会加大经济波动甚至带来金融不稳定。

第二，政府部门内部要区分央行和财政。央行和财政生产的安全资产种类不同，央行生产的安全资产是现金，也就是现钞和银行在央行的准备金，而财政提供的安全资产是国债。这两类安全资产在现代金融体系里面起的作用有重要差异，国债是抵押品，而现金不是。美国回购市场中的抵押品就主要是国债。国债作为抵押品的角色，意味着长期国债也具有很强的流动性，投资者可以在收益性与流动性之间取得平衡，同时投资者还可以利用其加杠杆。央行与财政作为安全资产提供者还有一个差别：央行提供的准备金是封闭的，因为只有银行在美联储开有账户，所以美联储投放的安全资产集中在少数银行手中，但是国债是任何人都可以持有的，其覆盖范围更广。

第三，要区分安全资产和风险资产（见图9）。这个维度涉及央行扩表的影响。央行购买的国债或风险资产可能来自银行或者非银行部门，但都

央行购买国债：加剧非银行安全资产荒、增加银行稳定

| 央行 | | 银行 | | 非银行 | |
|------|-------|----------|------|--------------|--|
| + 国债 | + 准备金 | + 准备金 | + 存款 | + 存款 | |
| | | - a × 国债 | | - (1-a) × 国债 | |

央行购买风险资产：降低非银行安全资产荒、增加银行稳定

| 央行 | | 银行 | | 非银行 | |
|--------|-------|------------|------|----------------|--|
| + 风险资产 | + 准备金 | + 准备金 | + 存款 | + 存款 | |
| | | - b × 风险资产 | | - (1-b) × 风险资产 | |

图9 央行扩表：区分安全资产 vs 风险资产

资料来源：作者绘制。

是通过银行进行，因为只有银行在央行有交易账户。源自非银部门通过银行卖出的国债，会导致银行在央行的准备金增加，也就是说银行的安全资产增加，银行稳定性改善。但对非银行部门来说，央行购买国债，导致非银行部门持有的国债减少，其银行存款增加，但银行存款相对于国债来说安全性较低，尤其是对于持有数量大的机构而言，因此会加剧非银行部门的安全资产荒。如果央行购买风险资产，则会导致非银行部门的风险资产减少、银行存款增加，而银行存款较风险资产安全度更高，因此会减缓非银行部门的安全资产荒。

（三）安全资产荒的事实证据

基于以上分析，怎么理解最近美国回购市场利率的波动和美联储的政策反应呢？一种观点认为是钱荒，即银行在美联储的准备金不够。有多方面原因，包括美联储缩表，财政部、外国银行已经存储在商业银行的资金转存到美联储而导致准备金减少，以及加强金融监管增加了银行的流动性需求等。这也是目前市场上最普遍的解释。但事实是，目前准备金有1.3万亿美元，与最高点的2.6万亿美元相比大幅减少，但是与危机前的250亿美元相比却多出不少。另一种观点认为是安全资产荒，即不是因为钱不够而是因为回购市场抵押品不够。准备金集中在少数大银行手中，其他机构，尤其非银行机构通过回购市场借钱需要足够的国债。而当市场波动时，抵押品不够会加剧利率的波动。

现在来看，与市场流行的看法一致，美联储认可第一种观点，所以要购买短期国债以增加银行的准备金。但近年来诸多市场参与者和美联储工作人员也讨论了批发市场抵押品不足问题及其对市场的影响。需要关注美联储政策应对可能带来的负面效果，购买短期国债增加准备金，有利于稳定短期回购利率，但将加大非银行部门的安全资产荒，减少回购市场的抵押品。非银行部门安全资产荒又可能会提升风险溢价，削弱甚至抵消无风险利率下降对需求的刺激效果，同时抵押品减少也可能削弱银行准备金增加对回购利率的稳定作用。

五、政策含义：如何应对安全资产荒

展望未来，全球经济如何遏制低利率、避免陷入负利率陷阱？如何应对安全资产荒？

第一，遏制利率下降需要财政扩张，这也是大势所趋。无论是长期停滞论下的利率零下限约束，还是降低金融顺周期性需要减少对信贷的依赖，或是减缓安全资产荒，都需要财政扩张。财政扩张增加总需求，减少过剩储蓄，提升自然利率，同时增加国债供给有助于缓解安全资产荒，降低无风险利率下行以及风险溢价上升压力。尤其在无风险利率已经非常低的环境下，一方面政府的融资成本低，另一方面安全资产供求缺口稍微扩大就可能导致利率降到零，财政扩张既有必要性也不会影响政府债务的可持续性。

第二，全球范围内探讨财政政策新机制。发达国家经验表明，之所以会出现利率持续下降甚至出现负利率的情况，是因为稳定经济过度依赖货币政策。而过度依赖货币政策，既有理念的问题（20世纪60年代至70年代财政赤字带来高通胀），也有机制及技术层面的惰性和制约。当前理念层面的分歧在减少，对财政扩张的共识在增加，下一步值得关注的是如何建立有效机制让财政政策发挥作用。近期Stanley Fischer等发表的一篇文章在国际金融市场和政策讨论中引起较大关注^①。文章建议财政设立类似货币政策操作常备机制，在一定政治授权内，让财政政策起到自动稳定经济的作用。过去几十年货币政策已经建立了一个常态的自动稳定机制，比如货币政策委员会定期开会针对经济状况调整货币政策操作。财政政策方面应该建立类似的政策咨询和决策机制，同时财政和央行应该就经济增长和稳定物价的共同目标协调政策操作。

第三，反思央行扩表方式。央行增持风险资产而不是国债等安全资产，

^① Bartsch, E., Boivin, J., Fischer, S., Hildebrand, P., and Wang, S. Dealing with the Next Downturn: From Unconventional Monetary Policy to Unprecedented Policy Coordination. Macro and Market Perspectives, 2019.

更具有财政属性，稳定经济的效率更高。美联储等央行的量化宽松操作是利率政策的延伸，美联储购买长期国债是为了降低长期利率，现在购买国库券是为了降低短期利率。其负面影响是减少了私人部门持有的国债，增加了私人部门的安全资产荒，提高了风险溢价，削弱了无风险利率下降对需求的刺激作用。这一问题的根本在于量化宽松还是利率政策、货币政策，其不具有财政属性，不是准财政行为。央行购买国债会通过利率间接地影响私人部门的消费和投资行为，而财政行为是直接作用于私人部门，例如减税、增加财政支出等直接的资源转移。央行购买风险资产是准财政行为，直接作用于私人部门，降低私人部门安全资产荒。因此，就稳定经济的效果而言，央行应选择通过增持风险资产的方式扩表，例如美联储购买MBS、欧洲央行再贷款和中国央行发放PSL等，都是准财政行为。

如图10所示，比较美国、欧元区、日本央行过去10年扩表的情况，日本扩表力度最大，美联储力度最小，但从对经济的影响来看，美国的效果是最显著的。这可能有多方面的原因，其中一个解释是美联储购买风险资产最激进，美联储购买的风险资产占GDP的比例是最高的。欧洲央行、日本央行信贷资产增加不少，也是风险资产，但其中相当大部分是为了促进商业银行信贷，不是直接作用于非银行私人部门。

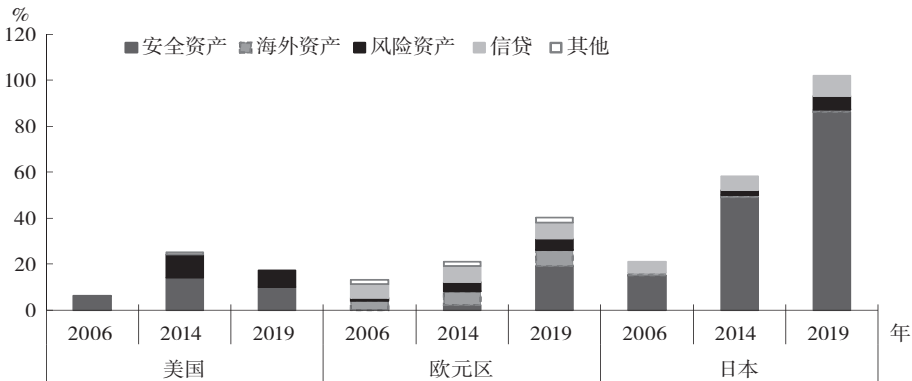


图10 美联储扩表力度最小，但购买风险资产力度最大

资料来源：WIND，美联储，日本央行，光大证券研究所，2019年为2019年第二季度数据。

换一个角度看，央行购买国债是货币行为，对经济的影响首先是无风险利率下降，进而促进投资与消费需求。央行增加风险资产是（准）财政行为，直接提升需求或者降低私人部门面临风险溢价，起到提升无风险利率的作用。

第四，需要从全球视角关注安全资产荒及其政策含义。全球安全资产荒带来美元升值和新兴市场国家风险溢价上升压力。而这在实体层面的体现是美国贸易逆差，其他国家贸易顺差。如果美国财政扩张，增加安全资产供给，有利于缓解全球的安全资产荒，但财政扩张拉动的国内需求将增加美国的贸易赤字。这是安全资产荒环境下的新型“特里芬难题”。总体来讲，未来如果财政扩张成为全球的大趋势，国际收支和汇率问题将成为国际货币和金融政策的争议点。过去40年货币政策主导，浮动汇率制成为主流，但未来财政政策作用加大。从稳定国内经济的角度看，汇率波动起到抵消财政扩张的作用，所以贸易摩擦、汇率协调将成为关注点。

六、中国如何维护正常的货币政策空间

首先，财政应该发挥更大作用。我们需要吸取发达经济体的经验教训，不能过度依赖货币政策和金融，特别是在金融周期下半场，逆周期调节应该主要靠财政扩张，降低对信贷的依赖，帮助非政府部门去杠杆。财政要发挥更大作用，需要探索建立财政政策常备机制，比如财政政策委员会，让财政政策对宏观经济的变化有及时反应，降低逆周期调节对货币政策的依赖。同时应加强财政与货币政策的协调，两者成为逆周期调节双支柱，共同的目标是控制通胀，稳定经济。

其次，关注央行扩表的必要性和方式。央行作为公共政策部门，其行为本身就可以带有财政属性。而财政不仅有总量更有结构，新形势下货币政策需要结合总量和结构考虑，一个值得关注的问题就是央行扩表的必要性和方式。过去10年央行在缩表，安全资产供给减少，但这被商业银行和影子扩表提供的准安全资产抵消，而后者会带来金融风险，是难以持续

的。2017年以来央行和商业银行都在缩表，安全资产（央行提供）和准安全资产（银行提供）相对于经济规模都在下降，这是中国经济面临的一个重要问题（见图11）。

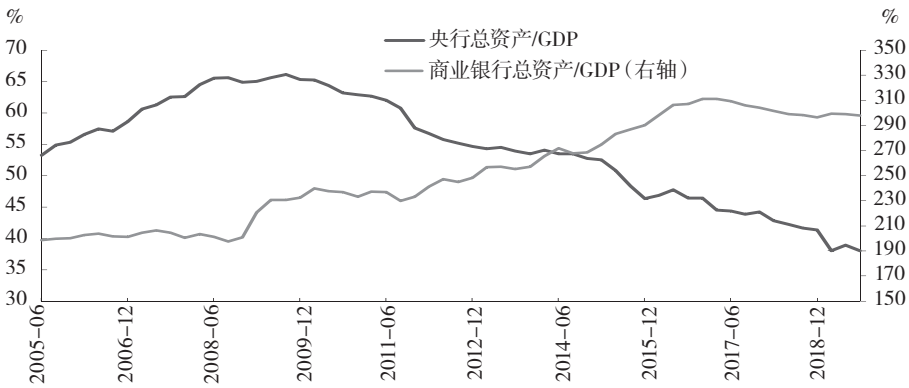


图11 中国面临央行和商业银行同时缩表的问题

资料来源：WIND，光大证券研究所，数据截至2019年第三季度。

如何缓解安全资产供给不足？比较财政扩张、央行扩表和银行扩表的三条路径，银行扩表不符合金融周期下半场去杠杆的大趋势，而在国债发行规模不够大的情况下，央行扩表具有重要意义。一个疑问是中国的利率离零还比较远，为什么要像美欧日那样央行扩表？美欧日的问题就是过度依赖利率政策，利率空间耗尽后才采取数量工具操作。更重要的是，中国央行在缩表，美欧日央行在扩表之前没有缩表，中国央行起码应该停止缩表，采取对冲措施抵消国际收支带来的缩表压力。另一个疑问可能是央行扩表的结果是增加基础货币，有降低利率的作用。关键是区分央行扩表的方式，购买国债是货币行为，降低无风险利率，而央行增持风险资产是准财政行为，直接增加需求或者降低私人部门的风险溢价，起到提升无风险利率的作用。因此，央行扩表应该增持风险资产，而不是购买国债。

央行增持风险资产是准财政行为，直接作用于私人部门，同时减缓非银行私人部门的安全资产荒（见图12）。央行增持风险资产有两种方式，一是在

二级市场购买股票或者企业债券，但这种方式争议较大，可能只适合在出现系统性风险时使用。二是增持信贷资产，近几年实际上已经在采用这种方式，比如支农、支小、扶贫再贷款，扶持小微企业的再贴现，支持棚改的PSL等。未来要实现央行扩表或者说至少停止缩表，需加大增持信贷资产总量力度，同时结合结构调整政策，比如不应该支持房地产。

上一轮扩表：国际收支顺差，增加银行稳定，增加非银安全资产与净资产

| 央行 | | 银行 | | 非银行 | |
|--------|---------------|---------------|------|------|----------------------|
| + 对外资产 | + 准备金 + 央票 | + 准备金 + 央票 | + 存款 | + 存款 | + 对外债务 + 权益(贸易顺差) |

未来：再贷款，增加银行稳定，增加非银安全资产

| 央行 | | 银行 | | 非银行 | |
|-------|-------|-------|------|------|------|
| + 再贷款 | + 准备金 | + 准备金 | + 存款 | + 存款 | + 负债 |

图 12 中国央行应该如何扩表

资料来源：作者绘制。