



中国社会科学院金融研究所支付清算研究中心  
Research Center of Payment & Settlement, IFB

# 支付清算评论

2020 年第 2 期(总第 68 期)

2020 年 2 月

---

## 目 录

“条码支付互联互通”对支付产业影响浅析 .....	2
银行卡清算市场对外开放进展及影响浅析 .....	8
废除纸币能更好地执行负利率政策吗? .....	14
货币政策能否调控长期利率? .....	20

# “条码支付互联互通”对支付产业影响浅析

2019年9月份，央行公布《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021年)》明确提出，要加大科技赋能支付服务力度，“推动条码支付互联互通，研究制定条码支付互联互通技术标准，统一条码支付编码规则、构建条码支付互联互通技术体系，打通条码支付服务壁垒，实现不同APP和商户条码标识互认互扫。”条码支付互联互通，旨在提高金融科技对支付产业的支持力度，打破不同支付平台的条码支付障碍，加强移动支付基础设施建设，建立统一、安全、高效、规范的条码支付标准及业务发展模式。

## 一、“互联互通”背景及其进展

随着国内移动支付产业的快速发展，银行支付、第三方支付等众多支付平台不断涌现，但均采用了独立开发的支付条码技术，长期以来难以实现统一。目前，国内市场上支持二维码的手机APP超过400个，背后对应的是已经和即将上线的近10种二维码支付标准，部分市场参与主体借此建立竞争壁垒，导致用户手机APP和商户的码标之间通常无法互认，用户需要切换手机APP，影响了消费者的支付体验；另外，支付条码缺乏标准规范，支付安全存在较大风险隐患，也容易滋生伪冒诈骗的条码交易风险。中国民生银行行长郑万春此前表示，作为金融业的重要基础设施，支付清算行业要实现高质量发展，需建立一个统一标准体系，打破行业壁垒，释放更大的价值增长空间。

在互联互通进展方面，大型商业银行及第三方支付机构积极响应央行提出的支付目标，已有多个城市开展了试点业务。2019年12月30日，网联首笔互联互通交易在宁波落地，交易双方为账户方平安付壹钱包与收单方乐刷。网联条码互联互通业务在杭州银行的成功验证，标志着央行标准条码互联互通验证范围已经进一步扩展到银行与支付机构之间。

2020年1月13日，中国银行与中国银联、财付通合作，率先实现手机银行扫描微信“面对面二维码”收款码的支付功能，成为首家与微信实现互认互扫的银行；同时，交通银行也在福州、宁波、济南等城市开展试点，推进条码支付互联互通工作。在试点地区使用手机银行扫描微信的收款二维码即可完成支付。

2020年1月15日，杭州银行与通联钱包、壹钱包在杭州某商户现场通过网联互联互通网络，完成了多账户消费结算。此前，网联首笔互联互通交易于2019年12月30日在宁波落地，交易双方为平安付壹钱包与乐刷。

## **二、互联互通对支付产业影响**

推进互联互通，对支付产业的影响如下：

一是支付行业面临重新洗牌，可能使聚合支付规模显著下降。条码支付互联互通，对于C端用户来说，意味着用户可以用不同支付APP扫同一个商户的收款码来进行支付。移动支付发展初期，支付宝、微信支付为提高市场占有率，积极推广支付条码，逐渐形成了市场寡

头竞争的局面。对于占据移动支付市场份额九成以上的支付宝和微信两大巨头而言，此番条码支付互联互通可能会进一步提高市场竞争程度。对于位居中游位置的第三方支付机构，则可能会面临市场份额的重新洗牌，并冲击长期形成的线下支付格局。

对聚合支付平台而言，其主要目标是解决了不同支付平台之间，支付条码无法互相识别的问题。用户使用不同的支付平台进行支付时，统一将资金汇入聚合支付机构，再由聚合支付机构对资金进行后台划转。在支付产业中，聚合支付主要提供商户拓展、支付渠道整合、集合对账、系统运维、技术对接等服务。

而条码支付互联互通让聚合支付码失去存在的意义，预期将对聚合支付商形成重大打击。在商户拓展、支付渠道整合方面，由于支付条码的统一，商户可以避开聚合支付机构，直接对接各类支付平台的粘性客户；在集合对账与资金划转方面，则可以由各平台直接获得现金流。因此，聚合支付的支付规模可能会出现显著下降。

二是移动支付产业科技水平与业务效率出现显著改善。实现条码支付互联互通是支付体系基础设施建设的重要组成部分，对机构而言，能够进一步实现支付机构间的公平竞争，促进支付行业健康发展。

随着互联网的发展以及智能移动终端的普及，客户行为由线下逐渐转移到线上，从数字化渠道获取金融服务已成主流。中国支付清算协会日前发布的《2019年移动支付用户问卷调查报告》显示，2019年移动支付用户以中、青年群体为主，40岁以下用户占比约为六成；

在用户使用行为方面，按使用特征要素来看，绝大多数用户每周都使用移动支付，占比高达 96.2%；大部分用户每天使用移动支付，占比近七成，达 69.6%。因此，如何高效支持庞大的业务规模，同时保证不同支付机构之间的公平竞争，避免垄断妨碍市场进一步发展，是未来移动支付行业面临的重要问题。

互联互通的实现，对移动支付的收单机构而言，一次对接，所属商户不换码，极小改造，即可通过网联互联互通受理市场包括银行与机构在内的所有钱包，同时业务规则、技术标准与商户管控等由清算机构统一制定使其能够专注于收单业务的商户拓展、运营维护；

对账户机构而言，网联互联互通或将一举突破商业银行及中小支付机构无商户受理环境的无奈现状，一次接入即可在互联互通收单网络里实现扫码支付，同时可使自身营销直接面向用户或直接触达商户。以银行账户为例，互联互通能够让银行露出自有品牌，精准化营销体验，真正触达目标用户，促活自有 APP，从而巩固银行用户，增强账户影响力与市场占有率。因此，支付条码的统一，有助于进一步提高行业的技术支持力度，加强行业的竞争，从而为移动支付行业不断增长的支付规模，提供更高的效率保证，并改善用户体验。

三是条码支付安全性进一步提高。第三方支付平台作为新生事物，在支付安全、系统稳定性等方面，与银行系的手机银行客户端相比，存在一定的劣势。除财付通、支付宝等支付巨头外，业务发展时间短、经验少、风险防控能力偏弱等是其普遍存在的问题。手机银行天然具

备安全性“背书”，而且“安全”始终被银行视为展业之“底线”，随着金融科技快速发展，银行紧跟安全技术前沿，将诸多“黑科技”融入 APP 产品。扫码支付的互认互通，用户在支付渠道的选择方面更加多元，通过银行 APP 进行移动支付，可以减轻用户对安全问题的顾虑；同时能够利用手机银行的风控功能，对用户支付进行更强的安全保障，降低各类支付及结算风险的发生概率。

四是有利于条码支付监管的统一。移动支付行业的快速发展，对现有监管政策及框架带来一定程度的冲击。如何监管庞大的市场、处理零散化、碎片化的支付信息、同时高效公平服务众多微小商户，是监管机构亟需处理的难题。

网联互联互通，能够在支付入口端建立统一的规范，对后台数据形成、数据处理、数据报送，确定良好的基础，从而为后续监管政策的统一提供保证。目前已试点的互联互通，严格按照央行标准，统一业务规则、统一业务处理流程，充分利用现有市场基础设施，减少机构变动成本；从账户侧、收单侧双向为银行和支付机构赋能，构建一个标准统一、公平公正的四方模式互扫互认网络，也有利于让收单方、账户方、清算方回归自身业务本质。

五是降低移动支付行业门槛，有助于移动支付的进一步推广。经过多年发展，以人民银行为主导推动的农村支付体系得到了极大改善。尤其是近几年移动支付在农村的应用越来越普及，支付效率提升，成本大幅下降，以支付为入口的多样化金融服务正在惠及广大农村地区

人群。

同时,由于地区经济发展水平的差异,支付呈现多样化需求特征,并且,仍然存在一些欠发达或偏远落后地区的支付需求呈现出更全面、更深入地被满足的情形。由于偏远地区业务推广成本高、市场规模有限,因此市场化的支付机构普遍参与意愿较低、投资较少,这些地区的用户无法享受移动支付的最新红利,仍然依赖于广大农村地区的银行、信用社等支付平台。条码支付的互联互通,降低了条码支付的行业门槛,有助于在欠发达地区快速普及移动支付业务、而不改变用户原有的支付平台,显著降低了移动支付业务推广的门槛,未来将对农村地区经济发展提供重要的技术支持。

# 银行卡清算市场对外开放进展及影响浅析

央行 2 月 11 日宣布，中国人民银行会同中国银行保险监督管理委员会审查通过“万事网联信息技术(北京)有限公司”(以下简称万事网联公司)提交的银行卡清算机构筹备申请。

万事网联科技信息(北京)有限公司由万事达卡与网联科技有限公司共同合资成立，作为市场主体申请筹备银行卡清算机构、运营万事达卡品牌。万事网联公司是继 2018 年 11 月“连通(杭州)技术服务有限公司”(以下简称连通公司)筹备申请获批之后，银行卡清算领域第二家获批筹建的合资公司，也意味着银行卡清算市场的对外开放程度正在不断加深、进展不断加速。

## 一、银行卡清算市场开放背景

银行卡业务运作流程主要包括发卡、收单和转接清算 3 个环节，涉及持卡人、发卡机构、转接清算机构、收单机构和受理商户 5 个主体。银行卡清算机构在银行卡业务中发挥着核心枢纽作用，其通过制定银行卡清算标准和规则、运营银行卡清算业务系统、授权发行和受理其品牌的银行卡，为发卡机构和收单机构提供其品牌银行卡的机构间交易处理服务，并协助完成资金清算。

2018 年，李克强总理在政府工作报告中提出，将“有序开放银行卡清算等市场”，正式开启了银行卡清算市场对外开放的序幕；2019 年 3 月 28 日，国务院总理李克强在博鳌亚洲论坛表示，我国



将持续扩大金融业对外开放,大幅放松银行卡清算和非银行支付的准入限制;随后在2019年7月,中国人民银行发布了《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》,推出11条金融业对外开放措施。尽管在在11条金融业对外开放措施中,并未就包括开放国内银行卡清算市场提出相应规划,但在2019年6月,中国人民银行已发布公告称,根据《关于实施银行卡清算机构准入管理的决定》《银行卡清算机构管理办法》等有关规定,中国人民银行会同中国银保监会审查通过了中国银联的申请,特向其颁发《银行卡清算业务许可证》。这也意味着,自2015年国务院发布《关于实施银行卡清算机构准入管理的决定》明确银行卡市场全面实施准入管理以来,行政业务许可步入了实际执行阶段,为对外开放奠定了制度基础。

2019年12月30日,中国人民银行官网发布对《关于修改〈银行卡清算机构管理办法〉的决定(征求意见稿)》公开征求意见的通知。在意见稿中,删去旧版第四条中的“且其核心业务系统不得外包”等条款,并放松了对参股、持股条件的要求,为外资机构参与银行卡清算市场,扫清了障碍。

## **二、银行卡清算市场开放的历史**

随着我国银行卡产业不断发展,银行卡清算市场逐步成熟,开放稳步推进,大体分为三个阶段。

第一阶段:1985~2001年。1979年10月,中国银行在广东开始代理东亚银行发行的东美信用卡的取现业务,银行卡业务开始进入

我国内地市场。1985年3月，中国银行珠海分行发行了国内第一张银行卡“中银卡”，开启了我国银行卡产业发展之门。此后，国内各大银行相继发卡，分支机构纷纷独立发展银行卡业务。这一阶段，随着银行卡产业发展起步，相关银行自建银行卡系统进行交易处理。但这些系统不仅在不同银行之间不能连接，甚至同一家银行不同地区之间也不能联网通用，极大影响了银行卡互联通用。为解决这一突出问题，1993年6月，国务院启动以发展电子货币为目的、以电子货币应用为重点的各类卡基应用系统工程——“金卡工程”，银行卡产业以联网通用为主线的发展方向得以确立。相应的，为加快银行卡的跨行、异地联网通用步伐，中国人民银行成立了“全国银行卡工作领导小组”，在全国开展银行卡联网通用“314工程”，并建成异地跨行信息交换系统。随着联网互通推进，我国银行卡产业发展迅速。

第二阶段：2002~2014年。2002年3月，人民银行批准成立中国银联。中国银联的成立，标志着我国银行卡产业开始向集约化、规模化发展。中国银联成立后，大力推动银行卡受理环境建设，实现银行卡的跨银行、跨地区和跨境使用。自此，中国银联专门负责建设和运营全国统一的银行卡交易处理和资金清算系统，并成为境内唯一的银行卡清算机构。2004年开始，中国银联创新性地提出创建民族银行卡品牌，推出具有银联自主BIN号的银联标准卡，同时构建了较为完善的业务标准体系，自主建设新一代跨行交易系统，推动境内银行卡产业真正进入快速扩张时期。

第三阶段是 2015 年至今，进入全面开放新阶段。2014 年 10 月，国务院常务会议决定放开和规范银行卡清算市场。2015 年 4 月，国务院颁布《关于实施银行卡清算机构准入管理的决定》(以下简称《决定》)提出了 3 个核心准入条件：不低于 10 亿元人民币的注册资本；连续从事银行、支付或者清算等业务 5 年以上；在境内具备独立完成清算业务的基础设施和异地灾备系统。2016 年 6 月，央行和银监会发布《银行卡清算机构管理办法》，作为《决定》的配套文件；2017 年 6 月，央行发布《银行卡清算机构准入服务指南》，对相关工作程序和要求进行进一步细化。2018 年 11 月，“连通(杭州)技术服务有限公司”(以下简称“连通公司”)提交的银行卡清算机构筹备申请，获得了央行、银保监会的审查通过。这是我国银行卡清算市场开放进程中具有里程碑意义的大事，标志着我国银行卡产业及银行卡清算组织朝着市场化和国际化方向迈出了坚实的一步。

### **三、银行卡清算市场开放的影响**

一是有利于加强银行卡清算市场竞争，提升我国银行卡清算服务水平。银行卡市场开放是我国金融业开放的重要组成部分，多年来，国际银行卡组织对国内银行卡市场密切关注，以各种方式进入国内市场，此次银行卡清算市场实质开放，对国内金融市场总体发展壮大、更好地保护好商户和消费者的权益和信息安全，都具有很大的意义；同时，进一步的开放有利于推动我国支付清算服务更加开放化、国际化发展，为产业各方提供多元化和差异化的服务。批准万事网联公司

银行卡清算机构筹备申请，是我国扩大金融业对外开放、深化金融供给侧改革的又一具体反映。培育有竞争力的支付产业需要扩大对外开放，利于优化资源配置，给国内支付产业带来更为先进的服务产品、管理经验、风险控制和经营管理。此外，也有利于降低支付风险，平衡国内支付市场结构，有望使市场集中度趋于相对均衡。

二是有利于银行卡清算机构优势互补，进一步完善金融基础设施建设。我国支付清算市场规模庞大，是金融体系建设和发展的重要基础设施之一。加强对外开放、引入先进的国际清算主体参与市场，形成竞争激烈、创新活跃、集中度高的市场氛围，引入先进技术、理念和经验，能够促进更高质量竞争，规范市场行为，提升发展水平，从而打造更加完善、先进的基础设施环境，为金融体系发展奠定基础。同时，银行清算市场开放将在客观上推动我国境内支付清算市场更好地遵从国际规则、提高服务水平、防控金融风险，对于推进金融供给侧结构性改革、提升金融服务实体经济能力具有重要的理论和现实意义。

三是有利于推动我国金融治理能力的提升。我国对外开放银行卡清算市场，有利于吸引境外主体深度参与我国金融业对外开放，营造更加公平竞争的市场环境，从而反向逐步推动形成高效、有序、对接国际一流水平的治理体系；另一方面，银行卡清算市场的开放可能给国家金融信息安全带来威胁和挑战，通过优先引入国际领先的清算机构，加强监管部门、立法部门与国际先进企业的沟通和交流，并在国

内业务的摸索中不断总结，实现有序地扩大对外开放，并在实践中不断完善现有监管规制，从而实现治理综合能力的全面提升。因此，尽快建立起全面风险监管体系，提升审慎监管水平和风险管理能力，才能为未来对跨境交付模式下金融服务的开放，奠定坚实的基础。

四是银行卡清算市场逐渐分层，将形成差异化竞争及服务模式。从行业整体来看，对外开放对银联不会产生太大的影响。除却国情因素，银联网联在央行的领导下，已经发展成为国际上领先的清算机构，客户基础庞大、合作关系牢固、合作历史悠久，外卡品牌不会产生重大的冲击。但同时，引入的国际卡组织可能会依托于自身运营经验，重点发展国内的高端用户、海外用户、跨境用户，并对行业整体发展产生很大的推动作用。这也有助于提升我国银行卡服务能力和水平，为我国金融机构和消费者提供更多差异化、多元化的服务选择。

## 废除纸币能更好地执行负利率政策吗？

当前,新冠肺炎肆虐全球,非常规货币政策一波未平,一波又起,全球部分国家持续数年的名义负利率政策必将持续。在经济学理论中,零利率的窖藏现金是规避零利率、负利率政策的利器,由此形成货币政策的零利率下限。当前,负利率政策叠加非现金支付工具的高度发达、央行数字货币呼之欲出等特殊背景下,负利率政策与现金是何种关系?废除纸币能更好地执行负利率政策吗?这些问题极具理论探讨价值。

### 一、负利率政策的思想起源

负利率政策的思想由德国思想家格塞尔 ( Silvio Gesell,1862-1930 ) 最早提出。其最初的研究出发点是解决普鲁东提出的问题——“货币比劳动力和商品更具竞争优势,如何让货币、劳动力和商品成为完全的等价物?”。格塞尔主张改变货币的本性,让货币承担应有的“损失”。具体的思路是,货币的本质是交换媒介,承担公共流通社会服务,必须对它征收少量的使用费,降低货币的收益率即利率。具体做法是设计一种“邮章货币”,由本币按 1 : 1 的比例担保,需定期加盖邮章 ( 贴印花 ) 才能继续有效。邮章印花在邮局出售,有一定的成本,同时需要付出时间成本,这些成本也成为了人们贮藏货币的显性成本。由此,贮藏货币、储蓄不再是纯粹的收益,还需付出类似印花税的成本。因此,邮章货币可以降低货币自身的收益率,同时在

失效之前一部分人必定会尽快将之消费掉，消费则可以刺激总需求。20 世纪 30 年代大萧条时期，奥地利的 Worgl 市曾经实践过邮章货币的方案，目的是消除失业，刺激经济复苏。邮章货币、加印货币的思想有其独特的理论价值，从交易媒介视角透视了货币和利息的本质。

凯恩斯在《就业、利息和货币通论》第二十三章中对于格塞尔的这一关于“名义负利率”的思想有过专门的讨论，对其给予了肯定。他认为格塞尔及其《自然经济秩序》对货币和利息理论有重要的贡献，理由有二：一是他明确区分了利率和资本边际效率，认为利率限制了资本的扩张速度，应该把利率降低至零才能促进真实资本的迅速扩张、避免经济危机，而降低利率的方法是发行邮章货币；二是他提出利率完全是个货币现象，货币之所以重要是因为贮藏货币成本过低，收益大致稳定，导致人们追逐货币和利息。但凯恩斯也明确指出，格塞尔没有对货币利率为什么一定是正数而不是负数做出说明，为什么决定货币利率水平的不是生产资本的收益，他只是建立了半个利率理论。

格塞尔并没有意识到邮章货币是负利率政策的重要实践方案，没有沿着这一线索提出完整的利率理论。但事实上，格塞尔关于邮章货币的思想是其自由货币的一部分，是其对当时社会如何摆脱经济危机的思考结果。其本人在自由经济思想方面走得更远，他在专著《自然经济秩序》中主张实行自由货币、自由土地制度，从根源上避免经济危机。

## 二、负利率政策与纸币现金的关系

格塞尔的邮章货币、负利率政策启蒙思想确实看到了人们贮藏现金货币不付出成本、甚至在银行获得纯粹收益——利息的事实。诚然，通过推行邮章货币执行事实上的负利率政策，只能在一个只使用现金的场景中实现，在 20 世纪大萧条时代可以实现，但在当前非现金支付工具高度发达的情形下已不可行。因此，当前有学者提出废除纸币现金可以使中央银行更便利地执行负利率政策。Rogoff ( 2016 ) 在其著作《现金的诅咒( The Curse of Cash )》中提出要废除现金纸币，因为其社会成本已经超过了其社会收益，也提出废除纸币可以使央行更顺畅地执行负利率政策。反对的理由也很多，现金对于一国经济金融政策和地缘政治的重要性依然存在，显然废除现金并不现实。如何看待纸币现金与负利率政策的关系？

事实上，理论上负利率政策与现金的直接联系，通常发生在金融产品市场，通过收益率比较、零售市场负利率金融产品与现金的替代关系实现。只有当负利率政策覆盖活期存款等资金零售市场时，其与现金才能建立理论意义上的替代关系。但现实情况是，当前欧央行、瑞典央行、日本央行等目前的负利率政策大多限于货币市场，主要针对商业银行的超额存款准备金、部分国债，尚未涉及商业银行的普通活期存款利率。负利率政策是全球货币宽松的结果之一，也是全球经济持续低迷的外在表现之一，部分国家和地区用负利率政策为企业债务减压、刺激实体经济复苏的试验性工具。目前来看，负利率政策虽然利弊均有，但在欧洲部分国家和日本，负利率政策已经由其央行直



接执行了，且没有遭到市场的集体抵制，最多用脚投票，废除现金以顺畅负利率政策执行没有实践的必要性和迫切性。

因此，零利率的现金虽然在理论上好于负利率的银行存款、债券，但在通货膨胀的情形下，市场绝不会仅仅满足于持有零利率的现金，而是追求其他高收益率资产。除非出现了金融危机、经济危机等极端事件，未来的预期收益率极低的情况，抽象意义上的“现金为王”才会成为市场最佳策略。

### **三、现金支付与非现金支付：应把选择权留给市场**

事实上，废除纸币的呼声在很大程度上是在顺应非现金支付技术日益提升、非现金支付工具越来越盛行的市场发展，停留在支付意义上。但政府是否有必要先市场一步废除纸币？

从支付清算角度来看，纸币与数字货币或将长期共存，二者并非完全替代关系，也存在互补关系。央行通过废除纸币、推行央行数字货币的迫切性并不强。第一，数字货币的应用价值体现在数字经济的广泛应用、以及数字经济反过来对数字货币的高度需求。但数字经济当前在全球的发展并不均衡，数字经济能在一定程度上解决时间、空间的信息不对称问题，但不能解决实体经济面临的所有问题，如金融危机、公共卫生冲击等问题。所以，发展数字经济、发展数字货币不是“包治百病的必须良方”。第二，服务于纸币及非现金支付的混合型支付结构的金融基础设施在国内外都比较完善。相反，服务于纯粹数字货币的金融基础设施远非完善。非现金支付、央行数字货币的稳

健运行依托高度发达的金融基础设施，当前国内金融基础设施仍有巨大的发展空间。央行迫切需要做的是完善金融基础设施，提高支付清算体系整体的安全、高效性能，提高金融包容性，让交易媒介不再成为阻碍普惠金融发展的因素。

在向数字经济转型的现代社会过程中，货币的交易媒介角色越来越重要。此时的非现金支付工具导致的沉淀资金如电子钱包同样没有收益率，但在支付效率和便捷性上有数倍的提升，节约了交易成本，这一成本对于支付者而言就是间接的收益。从这个角度而言，所有的支付工具都是市场应对负利率政策的利器。因此，“废除纸币有利于负利率政策执行”的简单观点并不成立。这一观点事实上综合了零利率的窖藏货币与收益率为正的金融资产之间的替代关系、现金和非现金支付工具的替代关系等两个层面的问题。

因此，废除纸币并不一定有利于央行更好地执行负利率政策，但绝对可以直接助推非现金支付工具、数字货币的发展。从金融包容性、普惠金融的角度而言，在当前的经济社会发展水平下，现金与非现金支付的选择权应该留给市场，留给支付者自己。市场调研发现，除了非法经济、黑市交易之外，普通居民对现金仍有一定程度的偏好，无论在银行卡高度发达的欧美国家，还是移动支付高度发达的部分亚洲国家，对现金支付有粘性偏好的群体多为老人、青少年、对个人隐私高度关注的个体、经济欠发达地区（特殊情况除外）居民等，这些群体使用现金支付的诉求源于个体自身的特殊原因：个人习惯、个人偏

好、个人硬件条件约束、个人隐私等，这些因素不是外部环境能在短期之内所改变的。因此，现金支付仍有市场需求，在金融基础设施并非高度发达的条件下，没有必要也不应该完全废除纸币现金，尤其是常规经济中需求量较大的小面额纸币现金。事实上，非法交易、洗钱等多为大额现金交易，大面额纸币可以降低其交易成本，但归根结底其属于大额现金管理问题，根源不在于大面额纸币现金。因此，我们认同 Rogoff ( 2016 ) 的部分观点。为保持经济金融体系稳定，个别国家和地区应逐步废除超大面额如 500 的纸币现金，但保留中、小面额纸币现金。如此，既可以为地下经济、非法交易设置障碍、提高其交易成本，又可以保证普通交易对纸币现金的需求，在支付工具结构与经济社会发展之间找到平衡。

## 货币政策能否调控长期利率？

在传统货币政策中，全球大部分中央银行都用银行间拆借等超短期货币市场利率作为基准利率，影响金融市场利率进而实体经济。官方基准利率是资金基本面和央行调控意图的全面反映。尽管有学者一直认为相较于利率，货币对稳定价格的作用更强、央行控制短期利率和长期利率的能力有限。但次贷危机以来的官方基准利率走势表明，央行对短期利率的调控意图在增强而非减弱，且创造了货币政策前瞻指引等手段加强对长期利率的调控。

自 2008 年国际金融危机以来，全球主要央行开启了非传统货币政策，核心内容是央行利用传统货币政策工具如公开市场操作和前瞻指导等非传统货币政策工具，直接强化对长期利率如 10 年期国债收益率的调控。相较于短期利率，长期利率与实体经济的联系更为密切，央行货币政策刺激经济的意图非常迫切。在此过程中，短期利率和长期利率也经历了不同的变化，深入分析二者关系，货币政策调控手段有效与否便可窥斑见豹。全球央行的名义政策利率继续保持分化，全球金融市场中利率也呈现与政策性利率越来越松散的关系，尤其是，长期利率与央行主导的短期基准利率的松散关系由来已久。因此，一个重要的理论问题是，中央银行能否调控长期利率？

### 一、理解长期利率理论

古典经济学家认为长期利率由实体经济变量（储蓄、投资等）决定，独立于货币政策，货币政策没有能力影响长期利率。自凯恩斯宏

观经济学诞生以来，经济学家们通常认为货币政策能直接作用于短期市场利率，通过货币政策传导机制，间接影响长期利率和实体经济。货币政策通常无法直接调控长期利率，长期利率很难被作为一种货币政策工具灵活使用。次贷危机之后，多国通过量化宽松货币政策来调控长期国债收益率。

货币当局缘何要控制长期利率？一个重要原因是与长期利率紧密相关的期限利差（term spread）对金融市场预期具有重要影响，次贷危机之后的政策凸显了这方面的调控意愿。通俗而言，期限利差是收益率曲线的陡峭程度。通常，当短期利率和长期利率倒挂，即短期利率高于长期利率时，市场通常认为这是经济衰退的标志。具体市场实践中，有多个长期-短期期限利差预测衰退的功能相差无几。其中，较为常用的是美国十年期国债收益率和3个月国库券收益率之间的利差因其无需重新估算期限溢价，被证明是预测经济衰退与否的重要工具。如果利差不断缩小，甚至出现负数即收益率曲线倒挂、反转，通常表明未来经济衰退概率较高，此时，收益率曲线平坦化，甚至向下。毫无疑问，长期利率和经济衰退之间确实有一定的相关性。从投资的角度来看，债券作为安全资产，通常是人们规避长期风险的主要投资选择。因此，当人们预期未来经济衰退的概率较大时，通常会增加安全资产如长期国债投资，由此拉低长期国债的收益率和长期利率。

货币政策能否控制长期利率？长期利率通常被分解为短期利率远

期水平(expected future short-term interest rates)和期限溢价 ( term premium ),理论上而言,央行可以通过控制这两个因素或其中之一来控制长期利率。比如,在无套利均衡条件下,中央银行只要调控短期利率,市场不存在套利机会,短期利率向长期利率的传导机制顺畅,最终,中央银行就可以调控长期利率,美联储有很多学者支持该观点。

相反的观点认为,长期利率只有一部分来自远期短期利率,另一部分来自均衡实际利率,或者自然利率。因此,影响长期利率的因素有很多,比如生产率、人口结构、消费者偏好、市场对未来风险的预期等等,其次才是总需求政策,包括财政政策和货币政策。这些因素央行并不能直接调控。

如何看待这两种对立观点的核心分歧?我们认为,短期利率是否能顺畅传导至长期利率、无套利均衡是否存在的关键在于债券市场是否完全竞争,是否完善。如果债券市场自身发展充分,央行货币政策公告的预期效应,加上数次调控长期利率的手段保持一致,债券市场投资者将会对此形成较为完善的预期,将长期利率调控手段加入预期,从而在债券交易中体现出来。藉此,央行调控长期国债收益率的宣示效应叠加其买入长期国债的操作,将实质性拉动长期利率走低,市场预期也得以实现。

次贷危机之后,美联储、日本央行和英格兰银行均购买了长期国债,来影响长期利率。与此同时,美国、日本的10年期国债收益率

也确实步入地位。但这是否是非常规货币政策作用的结果？从全球范围来看，近 20 年以来，全球长期利率一直在走低。实体经济自身的因素还是非常规货币政策拉低了长期利率？需要进一步的分析。如果货币政策能够影响和调控长期利率，长期利率作为一种货币政策工具就具备可行性，当下调控长期利率的非传统货币政策就可能成为未来的货币政策常态。

## 二、美联储、日本央行等政策实践分析

2008 年至 2018 年 10 月，美联储共计买入 10 年期长期国债 1225.8 亿美元。其中，危机爆发初期最高，2008 年为 261.2 亿美元。QE 政策准备退出的年份最少，其中，2013 年为零，2014 年为 0.3 亿美元。但 2016 年至今保持平稳，最近三年分别为 158.4 亿美元、217 亿美元和 148.6 亿美元。

与此同时，美国 10 年期国债收益率保持平稳下降，但显然滞后于美联储购买 10 年期国债的时点，见图 15。QE 政策对长期利率的拉低效应并不明显。从美联储的政策初衷来看，降低长期利率是其 QE 政策的基本目标之一。学者们也实证分析了 QE 政策对长期利率具有一定的拉低作用，但限于 QE 的实际实施年限短，其是否降低了长期利率不能得到证实。

从历史上看，美国的 10 年期国债收益率变动与联邦基金利率的变动在 1980 年之前有紧密的联系，此后背道而驰，关系松散，1980 年代是明显的分界点。

在格林斯潘执政的 2005 年，美联储曾发表声明，认为 10 年期国债收益率的变动与联邦基金利率的变动关系松散，表明货币政策传导存在“阻塞”。而 1980 年代正是美联储货币政策转型，将联邦基金利率作为基准利率干预金融市场的开始，因此，学者们推断，美国的货币政策在彼时出现了“古德哈特定律（Goodhart Law）”，即任何被预计到的、有监管意图的货币政策都会失效，不会对实际经济变量产生任何影响。因此，由美联储政策调控的联邦基金利率无法正常传导至由经济因素决定的 10 年期国债收益率。古德哈特定律在英格兰银行和新西兰银行的货币政策转型过程中都曾出现过，中央银行干预力度较大的政策性基准利率往往无法影响由市场自身决定的长期利率，如 10 年期国债收益率。而影响长期收益率，是目前很多央行的重要政策目标，例如，日本央行近年来直接干预长期债券市场，进而直接影响长期国债收益率以刺激经济发展。

## 2、日本央行控制长期利率的政策分析

日本央行调控长期国债收益率同样走在了全球前列。由于长期通货紧缩，日本长期维持低利率、负利率政策，在 2016 年负利率政策之后，相继退出量化宽松货币政策，核心内容是买入长期国债、卖出短期国债，压低整个收益率曲线，实现对长期利率、远期利率的控制。为了拉动陷入长期通缩的经济体达到 2% 的通胀目标，日本央行的“量化质化货币政策+负利率政策”成为现代中央银行货币政策工具体系的一种创新。



2008 年以来，日本大藏省向日本银行定向发行的 10 年期国债共计 105 万亿日元，平均每年 9 万亿日元左右，年份最高的是 2013 年，为 14.7 万亿日元，2018 年为 5408 亿日元。与此同时，日本的 10 年期国债收益率直线下降，在 2016 年负利率政策宣布之后，跌入负利率区域。负利率政策作用明显。

日本央行行长黑田东彦曾公开表示，央行只有实现对长期国债收益率的控制，才能对真实利率产生实际影响，才能对企业和居民产生正面作用，真正带动日本经济走出通缩。2018 年 7 月 31 日，日本央行在货币政策会议上决定修改大规模货币宽松政策，并允许长期利率一定幅度上升，将国债收益率的有效上限从 0.1% 上调至 0.2%。原因是美债收益率异动，带动日本国债收益率上升。对长期国债收益率控制权的争夺上，市场与央行的激烈博弈可见一斑。

### **三、结论**

谁决定了长期利率，货币政策，实体经济还是金融市场自身？从理论和实践来看，在债券市场发展充分、完善的情况下，中央银行可以通过预期管理和负利率政策、质化宽松货币政策等手段共同实现对长期利率的调控。日本央行对长期利率的调控效果非常明显，但市场博弈也表明，在考虑国际资本流动的情况下，央行调控国内长期利率的难度增加。

## 研究团队主要成员

杨涛 支付清算研究中心 主任 研究员

程炼 支付清算研究中心 副主任 研究员

周莉萍 支付清算研究中心 秘书长 副研究员

董昀 支付清算研究中心 副秘书长 副研究员

李鑫 支付清算研究中心 特约研究员

经邦 支付清算研究中心 特约研究员

宗涛 支付清算研究中心 特约研究员

赵鹞 支付清算研究中心 特约研究员

---

主 办： 中国社会科学院金融研究所支付清算研究中心

主 编： 杨 涛 （ytifb@cass.org.cn）

副主编：程 炼 （clifb@cass.org.cn）

周莉萍（zlpifb@cass.org.cn）

## 声 明

《支付清算评论》为内部交流刊物，其中的文章除非经特别注明，均由中国社科院金融所支付清算研究中心（以下简称“研究中心”）的研究团队完成，研究报告中的观点、内容、结论仅供参考，研究中心不承担任何单位或个人因使用本信息材料而产生的任何责任。本刊物的文字内容归研究中心所有，任何单位及个人未经许可，不得擅自转载使用。

研究中心是由中国社会科学院批准设立的所级非实体性研究单位，由中国社会科学院金融研究所作为主管单位，专门从事支付清算理论、政策、行业、技术等方面的重大问题研究。2015年5月27日，“国家金融与发展实验室”经中国社会科学院院务会批准设立。同年11月10日，中共中央全面深化改革领导小组第十八次会议批准国家金融与发展实验室为国家首批高端智库。根据中央与中国社会科学院的安排，研究中心同时被整合成为实验室的下属研究机构

研究中心的名誉理事长、学术委员会主席为中国社科院原副院长、国家金融与发展实验室理事长李扬研究员，理事长为中国社科院金融所原所长王国刚研究员，主任为中国社科院金融所所长助理杨涛研究员。

地址：北京市朝阳区曙光西里 28 号中冶大厦 11 层中国社会科学院金融研究所

邮编：100028

网址：[www.rcps.org.cn](http://www.rcps.org.cn)

联系人：齐孟华

电话: 010-59868209

手机：13466582048

E-mail: [qmhifb@cass.org.cn](mailto:qmhifb@cass.org.cn)