

基于经典经济理论与国内货币政策效果差异的研究

周京

(南开大学经济学院,天津 300071)

摘要:根据经典经济理论费雪公式,去年货币宽松政策理应导致通胀,而实际通胀没有发生的原因主要在于货币政策向实体经济的传导路径,有商业银行收缩信贷供给、资本市场吸收流动性、社会总需求不足、货币流通速度减慢和数字经济拉低价格五个因素,本文逐一展开分析。

关键词:宏观;货币政策;通胀

[DOI]10.12231/j.issn.1000-8772.2020.32.035

在宏观经济学中有一个费雪公式^[1]

$$MV=PT$$

这个公式里,等式左侧 M 是一定时期内流通货币的平均数量, V 为货币流通速度;等式右侧 P 为各类商品价格的加权平均数; T 为各类商品的交易数量。在 M 增大时,也就是央行采取积极货币政策,大幅增加基础货币投放量的时候,理论上,因为社会生产率没有马上提高, T 不会发生明显改变,那么在 V 不发生明显改变的前提下, P 就必然大幅增长,表现为通货膨胀。

去年我国央行采取了超宽松的货币政策,然而,担心的高通胀却并没有到来,是费雪公式失效了么?

1 2020 年货币政策回顾

去年我们经历了货币政策全面超宽松到边际收紧,宽货币转为宽信用,实现定向宽松的过程。在 3 月社情稳定后, M2 同比增长率较前期明显抬高了一个台阶。^[2]经过了危机时期的货币超宽松阶段, 5 月后,货币增长开始边际收紧,剔除 9 月财政大月的因素外,逆转了 M2 增长率逐步抬高的过程,进入经济恢复的“总量适度”常态模式,转向宽信用,向实体经济定向输送资金。

观察我们的货币政策有没有宽松,有多宽松,市场利率比名义利率更加敏感有效,央行向商业银行投放流动性,商业银行不缺钱了,将直接反映在同业间利率也就是钱的价格上。去年 2 到 4 月,为了控制经济下滑,央行货币政策超常宽松,通过降准、扩大再贷款再贴现规模等总量工具和下调公开市场操作利率、中期借贷便利利率、超储利率等价格工具,降低资金成本。上海银行间同业拆放 7 天回购利率跌至 1.5% 左右。5 月,社情基本稳定,为了保持宏观审慎,监管部门开始对资金空转套利进行打击。6 月,央行释放信号,非常规货币政策工具只是阶段性的,将考虑适时退出,由宽货币转为宽信用。市场淤积的流动性逐渐消耗,市场利率与政策利率差弥合, 7 天回购利率回升到 2.2% 左右。^[3]在此期间,央行公布了两个新定向宽松工具,提高了金融支持政策向实体经济尤其是中小微企业的精准性和直达性。7 月上旬以后,央行流动性投放保持小幅宽松,以稳定信用风险下的流动性冲击,缓解银行负债端压力,货币政策回归常态,短期资金利率也保持了稳定。

2 我们通胀了没有

去年初开始实行超宽松货币政策的时候,正值 CPI 高企,很多人认为需要警惕货币宽松和进口原材料涨价引起的通胀,^[4-5]现在回过头看,去年国内到底通胀了没有?答案显然是否定的。

2.1 CPI 实际增长偏低

去年上半年物价上涨,很大一部分原因是猪肉价格上涨导致的。基于我国居民饮食习惯,猪肉价格对 CPI 影响较大,占权重 2% 多一点。^[6]去年猪肉价格同比涨幅最高超一倍,拉动物价上涨达 3.2%,去掉猪价,物价涨幅则要温和的多。^[7]另外,上半年物价翘尾因素均值为 3.3%,处于八年来较高水平,下半年翘尾因素逐月下行, CPI 也降到了 2% 以下。^[8]

相比之下,去年核心 CPI 一直稳定地运行于 2% 以下(见图示),因为剔除了波动较大的食品、能源价格,更能够真实准确地反映价

格长期趋势和宏观经济运行情况。

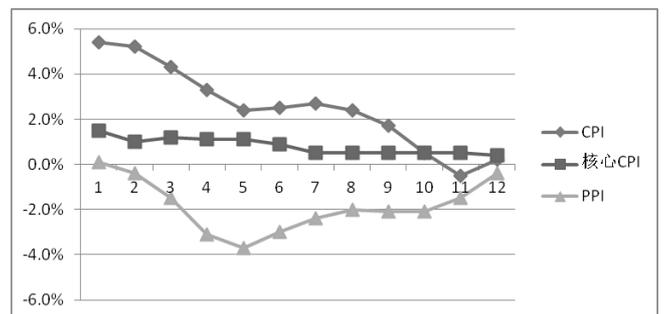


图 1 2020 年 CPI、核心 CPI 与 PPI 走势^[9]

2.2 PPI 处于负值,环比上升

去年全年,猪下行周期与经济上行周期相叠加,猪周期下行抑制了消费品价格,经济周期上行推动了生产价格。出口和投资的恢复带动了金属、原油、化工等生产资料价格环比上涨,国内工业品价格也在全球趋势带动下趋于上行。如图所示,全年 PPI 一直处于负值,年初快速下跌, 5 月跌幅边际趋缓,此后开始环比正增长。这说明社情稳定后,在积极的货币政策和财政政策支持下,制造业明显恢复, 4 月以后采购经理人指数基本处于稳步上涨态势^[10]。PPI 的恢复好于核心 CPI,反映了制造业生产的恢复优于终端需求,部分产量向国外输出,出口数据超预期好转。

3 为什么货币宽松却没有导致高通胀

那为什么 M2 和同业利率都反映货币超宽松,却没有导致通胀呢?原因就在于货币政策向实体经济传导的逻辑。央行的货币宽松政策要通过三个步骤才能到达实体经济:首先,央行向商业银行投放基础货币,然后,商业银行将流动性放给实体经济和其他金融机构,最后,实体经济部门得到贷款,可能用于投资消费,也可能只是存起来或还债,后者则不能对经济增长产生效用,而实体部门把多大比例贷款用于投资和消费,决定了货币政策向经济指标转换的效率。在这个传导路径中,央行只能决定第一个步骤,货币超发最终不会导致通胀还要看后两步的传导效果。另外,实体经济通胀还会受到实体经济周期、经济结构和供给需求曲线的相对变化等多方面因素影响。去年没有发生高通胀的原因就是新增流动性虽多,但其中大量并没有真正进入到实体经济,主要由以下五个方面因素影响:

(1) 商业银行收缩信贷供给。因为经济持续低迷,加之对经济前景的不确定,商业银行出于风险谨慎而惜贷,从央行获得的基础货币沉积在金融系统内部,没能贷给经济实体,货币乘数下滑,基础货币向货币供给的转化率减弱。^[11]

(2) 资本市场吸收了大量流动性。因为对经济形势的悲观预期,去年全年制造业投资持续低迷,相当一部分流动性进入资产市场,推高了资产价格,对实体经济价格即通胀水平影响有限。去年股债市场都有不错的行情,尤其消费业和行业龙头企业的股价涨幅可观,体现了资本追求确定性的倾向。部分地区出现了用消费贷、信用

卡甚至国家定向发放的小微贷支付购房款首付,扩大杠杆炒作房价,热点地区房价大幅反弹。资本趋利,在经济未来不明朗而资本市场火热的情况下,肯定有不少资金由投资和消费转向资本市场。

(3)最关键的是总需求不足。我国 2010 年迎来人口拐点,劳动力规模开始下降,劳动力短缺,工资快速上涨,这对劳动者是好事,但企业成本提高,制造业比较优势降低,经济增速逐年下行,中长期不利于消费。近几年,因为房地产价格上涨,个人住房贷款迅速增长,居民储蓄增速大幅下降,严重挤占了消费支出。计量分析表明,控制人均可支配收入、社会融资规模等因素后,居民杠杆率每上升 1 个百分点,社会零售品消费总额增速会下降 0.3 个百分点左右。^[12]

去年,大中专毕业生人数创历史新高,而失业率和新增就业人数指标却一直低迷,前年 1-11 月城镇新增就业人数 1279 万人,去年同期仅 1099 万人,下跌 14.4%。^[13]居民对未来收入增长预期下降,失业担忧提升,预防性储蓄增加,捂紧钱包不敢消费。另外,随着技术进步,商品生产效率提升,商品价格走低。需求曲线左移,供给曲线右移,两方面共同导致价格下降,抑制了通胀水平的抬升。

(4)货币流通速度减慢。货币流通速度是实际收入与实际货币余额的比率,去年因为失业率和新增就业人数的低迷,以及居民下调收入增长预期,货币流通速度降低。此外,货币需求的利率弹性是负数,去年实际利率下降,也降低了货币流通速度。^[14]

(5)数字经济拉低价格。数字经济普及,边际生产流通成本降低,供给曲线斜率放缓,价格对需求的敏感度降低。互联网减少了信息不对称,简化了产品生产流通过程,降低了成本。典型例子就是最近正火的网上买菜,通过集中定制和流量推送拉低价格,抢占了传

统商贩市场份额。

综合以上因素,我国通胀虽有上行压力但整体温和。国内货币政策主要是阶段性对冲,执行中强调精准直达实体,总体影响和外溢效应有限。也有专家指出目前通胀指标度量忽视了投资品价格和资产价格,低通胀对央行货币政策操作和理论框架提出了挑战,也动摇了通胀目标制的理论基础。^[15]这关乎对通胀衡量指标的设定,调整设定将部分解决上述第二个因素的影响。如果以(M2-名义 GDP 增速)表示货币超发程度,中国货币超发程度明显弱于同期其他国家。预计今年货币政策将保持稳健基调,考虑到信用违约事件的负面影响,预计宽信用的市场环境将发生转变。

参考文献

- [1]高鸿业.西方经济学(宏观部分).中国人民大学出版社.
- [2][7][9][10][13]国家统计局官网.
- [3]孟轲.市场基础不断巩固,互换利率见底回升.中国货币市场,总第 231 期.
- [4]国家外汇管理局.2020 年上半年中国国际收支报告.
- [5]Erin Browne.Global asset allocation report.
- [6]毛盛勇.国民经济运行情况发布会.
- [8]潘向东.全球通胀的弱回归.
- [11]伍超明.新一轮货币宽松会带来通胀吗-肺炎疫情影响评估.
- [12]中国区域金融运行报告.
- [14]任则平.拿掉猪以后不再通胀.
- [15]周小川.拓展通货膨胀的概念和度量.人民银行政策研究.