

我国通货膨胀的风险究竟有多大

■ 刘尚希

自从金银等“商品货币”退出历史舞台以来，通货膨胀作为一种公共风险就像一团迷雾，总是让人难以看清其真面目。现代货币主义创始人米尔顿·弗里德曼对控制通货膨胀风险开出的处方是“关闭货币水龙头，就可以制止在浴室中流溢满地的通货膨胀。”但他主张的“单一规则”货币政策在实践中却难以实行。面对国际金融危机的冲击，世界各国都在拧开货币水龙头大肆放水，美国的表现最为突出。我国2008年11月推出了为期两年的4万亿经济刺激计划，并辅之以适度宽松的货币政策和信贷政策。除了2008年9月以来连续多次降低基准利率和存款准备金率之外，信贷投放被形容为“天量”，2009年1—7月份各项人民币贷款累计达到7.73万亿元，同比多增4.89万亿元，远远超出了原定的2009年5万亿元信贷计划规模。基于此，当前关于通货膨胀预期的看法已经弥漫社会，并对当前适度宽松的货币政策表示担忧，有的认为当前货币政策已经处于进退两难的境地，再按照上半年那样的力度继续扩张下去，通货膨胀将为期不远；如果调整政策，收缩信贷，又势必

对刚刚企稳回升的国民经济产生不利影响。何去何从，似乎左右为难。尽管高层决策者一再表明要保持宏观经济政策的连续性和稳定性，但对通货膨胀的担忧并未减轻。央行在今年二季度的《中国货币政策执行报告》中也提出了一方面要继续落实适度宽松的货币政策，另一方面要进行“动态微调”。这从7月的信贷投放量骤减到3559亿元也可见一斑，货币政策和信贷政策事实上已经在着手调整。

在这个关口，如何判断通货膨胀风险就成为决定当前宏观经济政策，尤其是货币政策和信贷政策走势的前提。而其中的关键在于对通货膨胀的认识。不同的判断背后都有不同的理论支撑。但问题是，依据过去的理论来判断未来通货膨胀风险是否依然可靠？在前所未有的复杂形势下，没有认识的更新和理论的创新，是无法看清通货膨胀风险这团迷雾的。

货币不仅仅表现为一种“数量”，同时也具有不同的“状态”

货币投放多了，就会导致通货膨

胀。一般地说，这种认识是正确的，但是对政策制定或调整没有任何意义。因为“多”与“少”总是相对的，要么是跟过去经验数据比，要么是与制定的计划数据比，或者是与理论数据比，在各种不同的情况下，到底投放多少货币合适，没有一个绝对的标准。我国今年上半年货币信贷投放规模被形容为“天量”，实际上就是与过去历史数据以及计划数进行比较得出的。半年的投放量就超出全年计划，给人的感觉无疑是在打开货币闸门大肆放水。但原定的计划一定就是合乎实际的吗？站在不同的角度将会有不同的判断。

通货膨胀的经典定义是，货币的投放量超过了流通中实际需要的货币量。但问题是“实际需要量”到底是多少，至今仍无法准确测量，只能依据一般物价水平的状况来大体估测。在当前抗击国际金融危机冲击的新形势下，投放多少货币才既可以保增长，而又不会引发通货膨胀呢？在众说纷纭的议论中，说这样投放货币信贷“不行”的多，说怎样“才行”的少。看得出来，这没有答案。从现实来看，货币信贷快速增长，

而物价却依然是负增长。2009年7月末,广义货币余额57.3万亿元,同比增长28.42%,增幅比2008年末高出10.6个百分点;狭义货币余额19.59万亿元,同比增长26.37%。从信贷来看,金融机构各项人民币贷款同比增长33.9%,增幅比2008年末高出15.17个百分点。相比之下,物价一直低位运行,7月消费者物价指数和生产者物价指数都为负数,分别是-1.8%和-8.2%。这组数据表明,快速的货币信贷投放对物价几乎没有产生任何影响。按照货币数量论的观点,在其他条件不变时(货币流通速度、产出不变),货币供应量扩大,就会相应表现为一般物价水平的上升。从去年9月就开始放松基础货币,至今年7月份已经有10个月的时间,仅仅认为是由于时候未到(时滞的影响)是难以解释的。由此应当反思传统的理论和认识是否存在偏差,不可死抱着老皇历来看今天的日子。

在流行的现代货币理论中,货币在任何条件下都是“同质”的。货币数量论者认为,货币供应增长,从长期来看,只会引起通货膨胀。弗里德曼也认为只对短期名义收入和产出有影响,以他的经验数据,货币供应增长时延平均一年和一年半,就会引发通货膨胀。当前的许多关于通货膨胀为期不远的观点实际上就是来自这种理论。而从现实来看,货币的“同质”假设是难以成立的,货币实际上具有不同的“状态”,这使得不同时期的货币供应所产生的影响是不同的。这从货币结构所反映的货币需求可以看出。货币供应最终通过货币需求起作用,而货币需求不是独立稳定的,随着经济环境的变化,其规模和结构都会改变,从而形成不同的“货币状态”。也就是说,不同时期的



货币流量和货币存量不是“同质”的,但统计数据掩盖了这种差异。打一个比方,货币像水,但在不同的条件下会产生不同的相态:仅仅拿温度这个条件来看,超过100摄氏度,水就会变成气态,由下向上挥发;低于零摄氏度,水会变成冰,不会流动;只有0—100摄氏度之间,水才会保持液态,具有从高处往低处流动的特性。货币与此是类似的。在危机状态下,经济变冷,投放出来的货币相当一部分就会被“冰冻”起来,“现金为王”的理念更是加剧了这种状态,沉淀的货币增多,流动性从泛滥变异为紧张。我国2008年初还在讨论流动性过剩,如何抑制通货膨胀,到2008年四季度却出现了戏剧性的相反状态,许多流动性突然消失不见了,货币政策由从紧变为宽松。如果仅仅从“货币数量”来看,流通中的货币量并没有减少,相反,相对于经济滑坡,实际产出对于货币的需求减少来说,货币应当是“过剩”,顺着这个逻辑,2008年底调整货币政策就是多此一举了。然而现实并没有遵循货币数量论的逻辑,

而是依据“货币状态”的变化调整了货币政策。

那么,现在的“货币状态”是否已经改变,进而要求调整货币政策再次由松到紧呢?这就要与国民经济状况联系起来进行分析。

眼前的经济复苏是强力刺激的结果,宽松货币政策是实现内生性复苏的基本条件

从2009年上半年的经济增长以及相关指标来分析,GDP增长达到7.1%,投资、消费都很旺盛,各种信心指数都在上升,似乎经济复苏已成定局。但从内在的经济运行状况来看,随时都有可能再次下滑。

这是由我国两个“二元结构”所决定的。一个二元结构是城乡二元结构,另一个是内外二元结构。城乡二元结构形成了经济上的“断层”,收入水平、消费水平以及投资创业能力都处于不同的层次,城乡之间生产要素的流动是不对称的。在市场的推动下,资金、

劳动力都是单向地从农村流向城市。非农产业的生产能力过剩和劳动力过剩(以大学生和农民工为主)都很难通过农村需求来消化。而内外二元结构是指经济体形成两个部门:为内需而生产的部门和为外需而生产的部门。这两个部门是相对独立的,短期内难以相互转化。为外需而生产的部门多年来形成了相当大的规模,其生产能力巨大,内需无法替代外需来带动它发展;而且,外向型生产部门缺乏内销的营销体系和市场网络,为外需而生产的产品难以在短期内变成内销产品。当外需急剧下滑且一两年之内全球经济难有改善的情况下,内需短期内无法替代外需来消化其过剩产能。这只能靠政府的强力刺激来缓解产能过剩和劳动力过剩的状况。政府的4万亿刺激方案为期两年,如果两年之后上述两个二元结构没有明显改善,内需动力依然不足,而外需仍然萎靡不振,政府若无能力再行强力刺激,经济增长将会再次滑坡。从现有的情况来看,财政状况已经相当紧张,这样的扩张力度两年后是否还能持续令人怀疑。显然,当前的经济状况还离不开货币政策。

而且,依靠财政政策来刺激经济,尤其是主要靠公共投资手段的情况下,会扩大政府配置资源的份额,相应地减少市场配置资源的份额,这与市场化进程是相悖的。尽管为了应对危机不得不强化政府干预,但对于正处于市场化改革进程中的经济体而言,政府强力干预时间过长很容易导致体制复归。而货币信贷政策却不存在这个副作用,同时可以发挥市场配置资源的基础性作用,更加有助于形成内生性的经济复苏。

在总体过剩,也就是在需求不足的情况下,依然需要宽松的货币政策,不能孤立地从货币数量来判断通货膨胀的风险。即使从费雪的交易方程式 $MV=PQ$ 来分析, MV 是现实购买力,也就是总需求,当产量 Q 没有达到潜在水平时,扩大货币供应 M 是应当采取的政策措施,而且不会产生通货膨胀。主张现行货币政策应当转向的观点是单纯的货币观点,忽略了经济过剩、存在大量失业的情势。潜在增长率低于现实增长率的情况下,按照以货币“同质”为基础的货币数量论观点,也不会导致通货膨胀。

再从货币状态来分析,随着经济回暖,“冰冻”的货币即使在减少,但也不会变成气化状态,更多地会成为像蜂蜜一样的液态,具有黏性。也就是说,投放的货币信贷不会均匀地流到各个地区、各个行业和各个主体。这与我国的国情有关,例如,我国不存在凯恩斯所说的那种货币工资刚性,工会力量薄弱,工人的集体谈判力量弱小,就是产生了通胀预期也难以转化为工资上涨。尽管连续几个月信贷放量增长,但名义货币收入并未因此而相应地有更快的增长。这从流通中的现金的增长远远慢于广义货币和狭义货币可以间接地得到佐证。2009年1—7月份净投放现金25亿元,同比少投放541亿元。联想到大量使用现金的农民工,就不难想见其原因了。2亿多农民工的现金收入减少了,再从不少地方竞相降低最低工资标准的情势来看,工人工资并没有因货币信贷政策扩张而上涨。尽管今年上半年信贷增长很快,但农民融资、中小企业融资依然相当困难。这说明大量投放的货币信贷不少滞留在金融体系内部和

政府的投融资机构手中。至于股市、楼市等资产价格快速上涨,恰恰说明流动性滞留相当严重,除了政府的大项目和大企业之外,实体经济依然缺乏流动性。对未来收入预期不乐观、储蓄快速增长、货币流通速度下降,如此等等,这说明,当前整个“货币状态”依然处于“冰点”,流动性滞存短期内难有改善。从这个角度来分析,通货膨胀是一种幻象,是仅仅依据货币数量论的逻辑主观推导出来的。在这样的情况下,收紧货币信贷政策,将会导致实体经济中流动性紧缺雪上加霜。

总体来看,货币信贷政策总量上宜保持稳定。为防止因流动性滞存引起的资产泡沫转化为银行体系风险,应主要在信贷结构上做文章,创新金融机制,激活实体经济。在宽松的货币政策下,可贷资金大大增加,银行贷款能力大为提升,而且银行也有积极性(这与美国形成鲜明对比),但机制陈旧、管道不足使信贷资金供应与信贷资金需求之间错位,这也客观上加重了流动性滞存,加剧了货币状态的黏性,从而出现了一边是海水,一边是火焰的奇观:实体经济领域资金紧张,而虚拟经济领域资金充裕;商品价格负增长,而资产价格快速上涨。由此看来,借此机会,加快金融改革倒是正题,一方面,使防范金融风险变被动为主动,于改革之中形成金融风险控制机制;另一方面,使货币信贷政策更为有效,走出政策操作上左右为难的窘境。□

(作者为财政部财政科学研究所副所长)

责任编辑 刘慧娟