

张明：为什么当前中国货币政策不宜发力过猛？

Original 张明 财经杂志 1 week ago

财经
CAIJING

独立 独家 独到

虽然中国股市近期总体也在下跌，但国内金融市场目前依然较为稳定，银行间市场流动性依然充沛，国内金融机构融资成本并未显著上升。在这种情况下，货币政策过快放松似乎没有必要



文 | 张明

随着新冠肺炎疫情在国际范围内的快速扩散，全球经济增长前景日益低迷。目前有不少国际投行都认为，在2020年，全球经济、美国经济、欧洲经济均会陷入负增长。尤其是在2020年二季度，美国经济季度环比增速折年率甚至可能出现20%-50%的负增长。

因此市场上出现了一种越来越强的声音，认为今年外需萎缩将会导致中国出口出现严重的负增长，因而引发严重的失业，甚至可能引发社会动荡。为避免这一现象的出现，中国政府必须跟随欧美国家一起，实施宏观经济强刺激政策。

一方面，中国央行应该迅速且大幅调低法定存款准备金率、MLF与LPR利率，甚至存贷款基准利率；另一方面，中国政府应该果断实施大规模财政刺激政策，包括对受损企业、受损家庭提供较大力度的转移支付，以及实施大规模基础设施建设。否则，2020年中国宏观经济将会遭遇极大困难。不少海外投行已经将2020年中国GDP增速调低至1%-2%，并以此为由建议中国政府实施宏观经济强刺激政策。

不可否认的是，2020年全球经济与中国经济增长的确会遭遇巨大困难。肺炎疫情对中国经济与全球经济的冲击都是不容低估的。笔者在此前的多篇文章中也指出，2020年中国消费、投资与出口三驾马车的表现均不容乐观，经济增速将会显著下降，潜在失业压力也不容低估。因此，中国政府的确应该实施较大力度的逆周期宏观经济政策。

不过，笔者与上述观点的不同之处在于，当前中国政府更应该依赖大规模财政宽松政策来应对经济下行与失业压力，货币政策应该适度宽松以维持货币市场稳定并配合宽松财政政策的实施。但是，考虑到中外经济金融形势的不同以及中国经济的潜在风险，当前中国货币政策不宜发力过猛。对潜在大规模信用扩张的负面作用，我们也应该重视相关历史教训。

首先，我们必须看到，目前美国政府之所以实施史无前例、极其宽松的货币政策，是因为美国国内同时发生了金融动荡与经济衰退。大量机构投资者在同一时间大规模抛售风险资产，导致金融市场上出现了严重的流动性危机。因此，无论是大幅降息、无上限量化宽松，以及一系列新的流动性供给举措，直接原因都是通过缓解市场流动性不足而可能导致的潜在金融机构倒闭，避免金融动荡升级为金融危机。相比之下，虽然中国股市近期总体也在下跌，但国内金融市场目前依然较为稳定，银行间市场流动性依然充沛，国内金融机构融资成本并未显著上升。在这种情况下，货币政策过快放松似乎没有必要。

其次，众所周知，这次新冠肺炎疫情的暴发的确对中国经济造成了很大的负面冲击。例如，在消费领域，交通、旅游、餐饮、娱乐等行业遭受重创；在生产领域，目前工业与建筑业开工依然不足；在进出口领域，出口企业从今年二季度起将会遭遇外需大幅收缩的挑战。尤其值得担忧的是上述行业中的中小企业。但问题在于，仅凭货币信贷政策的大放松，这些中小企业的境况能否得到根本改善？商业银行体系天生就是歧视中小企业的。在经济放缓、市场动荡、风险偏好上升的情况下，商业银行即使把钱囤积在自己手中，也未必愿意向中小企业新增贷款。因此，在应对疫情造成的结构性冲击时，具有转移支付的财政政策才能发挥更加直接的效果。例如，针对受损企业进行更大力度的减税降费、提供更多的补贴，甚至通过财政贴息直接降低中小企业融资成本等。

再次，我们也不应该忽视新冠肺炎疫情可能导致通货膨胀率持续保持较高水平的风险。新冠肺炎疫情既是需求侧冲击，也是供给侧冲击。相对于需求变动，供给侧冲击的效应可能更加持久。迄今为止中国CPI增速仍高于5%，主要原因是猪肉价格高居不下。不过，在未来，农产品价格上升的风险正在抬头。例如，新冠肺炎疫情是否会影响今年的全球春耕，造成未来供给显著下降？又如，近期豆粕、玉米、水产饲料等价格上涨明显。再如，近期受疫情影响，市场传闻越南已经宣布禁止大米出口。考虑到食品价格占中国CPI篮子比重较高，未来食品价格的上升可能会抵消原油价格的下跌，使得中国CPI增速继续保持在较高水平。虽然央行通常关注剔除食品与能源价格的核心CPI走势，但粮食价格上涨叠加疫情冲击与失业率增加，其负面效果也不容低估。换言之，如果CPI增速持续保持在高位，那么中国央行在放松货币政策方面就会面临一些掣肘因素。

第四，我们应该重视2008年全球金融危机爆发后政策应对的经验教训。在2008年全球金融危机爆发后，由于中国对金融危机的潜在负面冲击非常重视，采取了非常宽松的财政货币政策进行应对。中国经济的确在2010年出现了V型反弹。然而好景不长，从2011年起，中国经济增速开始持续下行。而为了消化“四万亿”财政刺激与巨额银行信贷产生的副作用（过剩产能、房价高企与地方债务），我们花了很长时间。尤其是从2016年底至今，中国政府进行的“去杠杆、控风险、强监管”举措才将中国金融体系的潜在风险上升大致控制住，但系统性金融风险的消化远未完成。如果现在再来一次货币与信贷的强刺激，我们防范化解系统性金融风险的努力是否会面临功亏一篑的危险？换言之，在当前进行决策之时，中国政府尤其是注意把握好短期稳增长与中期控风险的平衡。

第五，笔者想指出的是，当前经济学家做各类预测，面临很多不确定性，也存在不少偏误。例如，经济学家往往根据自己调研形成的有限数据进行推测；又如，经济学家通常对宏观经济正在发生的结构性变动关注不够；再如，国际投行对宏观经济的预测通常波动性很强，有时甚至出现超调，其目的是为了对政策与市场产生影响。而作为宏观政策决策者，能够接触到的数据更加全面、掌握的证据更加充分，因此更应该根据各方面资料进行独立、审慎研判。既要充分参考有关各方面的意见，又要具备独立思考与批判性思维的能力。例如，对于市场热议的2020年失业压力，究竟会高到什么程度？应该说还是存在很多的不确定性。这就要求政府有关部门、智库相关人员进行持续、细致、紧密的跟踪监测。手里掌握的数据越细致越及时，制定决策的时候也就会更加自信更具定力。

最后，笔者想强调的是，我并不是在反对逆周期宏观经济政策。当前中国经济面临很大的下行压力，中国宏观政策，尤其是财政政策，应该尽快发力。笔者期望，今年中央财政赤字占GDP比率能够上调至少5%以上，中央政府可以发行较大规模的抗疫特别国债，地方专项债发债规模可以提高至3万亿-4万亿元，中国政府应该进行更大规模的减税降费与转移支付。“补短板”式的基建与新基建也应该发力，但更应考虑在建项目尽快复工与已审批项目尽快投产，而非短期内仓促上马大量新项目（2008年危机后的教训仍历历在目）。毕竟，中国经济底部已经出现在一季度，而全球经济的底部还未到来。这意味着我们面临的不确定性要低于全球，在这种情况下，没有必要对发达国家的经济政策亦步亦趋。

综上所述，下一阶段中国的货币政策应根据国内经济形势发展需要，有节奏、有针对性的放松，而非按照某些观点所建议的那样大放水与强刺激。我们不能把对冲疫情冲击、稳定宏观经济、促进金融市场平稳发展的重担全部压在中国央行身上。财政政策应该更加积极，结构性改革政策应该加速推动。肺炎疫情是一场重大灾难，我们在应对灾难时应该格外清醒、积极与审慎。

作者为中国社科院世经政所国际投资室主任、研究员；编辑：王延春

华夏黄金交易型开放式证券投资基金

场内简称: **黄金9999**

扩位简称: **黄金ETF9999**

认购代码: 518853

证券代码: 518850

避险价值提升 一键投资黄金

3月27日起 重磅发售

风险提示: 本产品由华夏基金发行与管理, 代销机构不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。

本基金为商品基金, 90%以上的基金资产投资于国内黄金现货合约, 黄金现货合约不同于股票、债券等, 其预期风险和预期收益水平均高于股票基金、混合基金、债券基金和货币市场基金, 属于**中高风险**品种, 具体风险评级结果以基金管理人和销售机构提供的评级结果为准。投资于本基金存在黄金市场波动的风险、基金资产价格波动导致基金份额净值波动和价格回撤的风险、上海黄金交易所黄金现货市场投资风险等主要风险, 投资者在投资本基金之前, 请仔细阅读本基金的《基金合同》、《招募说明书》等基金法律文件, 全面认识本基金的风险收益特征和产品特性, 充分考虑自身的风险承受能力。市场有风险, 投资需谨慎。



财经
CAIJING

一起
战疫



真实、科学、建设性

携手战疫
共度时艰



扫码了解更多疫情报道

责编 | 阮璐阳 luyangruan@caijing.com.cn

本文为《财经》杂志原创文章, 未经授权不得转载或建立镜像。如需转载, 请在文末留言申请并获取授权。