



王胜：货币政策可以多一点定力



【财新网】（作者 王胜）我用两个词来分享：互动性、结构性。

第一个“互动性”，任何货币政策和金融市场之间都是有互动的，这是反身性的一种体现。这次当看到降准之后，有部分市场投资者开始预期 MLF 利率下调，甚至有一部分预期 LPR 利率要下调，不少投资者问我：经济到底出了什么问题，有这么差吗？需要又降准又降息的？投资者如此，一部分实体公司经营者可能也有类似问题（当然，最后证明无论是 MLF 还是 LPR 都没有下调，证伪了这些微观主体的悲观预期）。我们要密切关注微观主体预期与货币政策信号形成的互动性与反身性，这些预期在极端情况下可能反过来影响实体经济中一些微观主体的行为。

第二个“互动性”，中美货币和财政政策之间的互动。在 2008 年，全球应对金融危机进行了一次财政货币政策的扩张，中国提供了额外的产能，帮助美国消化额外美元流动性带来的通胀压力，更不说美债的问题了，某种意义上中美进行了合作。这次中国似乎有点不太一样的想法，我们在碳中和上很积极，但是短期似乎又要应对大宗商品带来的通胀压力，一些人觉得不太理解。但是我们觉得，如果将互动性理解为合作，更进一步理解为博弈，就可以理解为什么这么做，在可见的未来，我们在碳中和方面大概率会坚持，不太会轻易做让步，本来这也代表人类社会更为先进的发展方向。

第一个“结构性”，评估经济方法有很多种，大多数人用的方法是同比增速的环比变化，这可能就会有一些缺陷，去年基数的原因导致这种方

法会失真，我们到现在为止的办法是以 2019 年为基数，用两年复合增长看问题，这可以平滑掉一些波动，但是也真的平滑掉了 2021 年年内上半年、2020 年、2019 年年内的经济的一些结构性变化。

而我们恰恰认为在这两年内可能有一些变化，比如光伏的平价上网就是在这段时间发生的。所以，要解决这个问题怎么办呢？还是要用产出缺口的办法看。

产出缺口这个东西非常学术派，潜在增长率测不清楚。但是从行业层面上、从中微观层面上、结构上看到很多亮点。中国经济有可能在酝酿一些新的增长点，没有像我们想象中那么糟糕，还是要结构性观点看待这个问题。

首先，我们承认传统经济增长点下半年有一些压力，不管是有意无意，我们在压制非可贸易品部门在整个经济中的比重以及活跃度，比如房地产是典型非可贸易品，是不能卖给外国人增加中国人未来潜在福利的；又比如一部分社会服务业从商业属性转回原来的社会公共服务属性，比如学龄校外培训，同样，这些服务业是不可贸易品，所以传统动能可能确实面临一些挑战。

但是，我们同时还在努力地发展可贸易品，主要是以先进制造业为基础，用数字改造传统产业，在发改委“十四五”规划中称之为产业数字化。这块结构上已经呈现出很大的亮点，我认为这个东西某种意义上是数字经济的革命，是信息技术上的巨大突破。比如，现在可以很方便地与全球投

资者通过视频方式交流，这种全要素生产率的提高背后就是数字经济的发展，而且这种发展如何计入到 GDP 当中，其实是有趣的问题。我们都看过电影《头号玩家》，也观察过 Roblox 元宇宙这样有趣的公司，这种虚拟世界中的数字经济如何体现在总需求的变化中，如何计入到新经济中，其实是值得思考的。

人类历史上的科技革命无非两种，一种是信息技术革命，比如上面提到的数字经济、产业数字化；还有一种就是能源技术革命。这里不得不提光伏的平价上网。到现在所有人把这件事情当成是一个行业性的、产业性的变化，当成是一部分股票表现好的原因，但很少去思考它的宏观意义。任何一次全要素生产率的变化，要素价格的下降是非常重要的，尤其是能源这项生产要素价格的下降。最近光伏平价上网，按照中国制造业的能力，明年、后年、大后年继续降成本，提高转化率，对全世界经济发展是什么意义？这样的结构性意义要思考。经济有可能真的没有我们想象那么糟糕，或许正在酝酿新的变化，而且其体量和 2018 年相比已经大幅上升，初具规模。这种新的变化对应在货币政策上，我们的想法和建议是，没有必要有过度的宽松，我们觉得还是可以多一点定力。当然，目前的货币政策稳中求进，值得点赞。

当然，我们在去年年底整个团队也是明确建议应该要降准，而且要降两次，我们不认为货币政策要宽松，而是认为表外融资受到资管新规加强执行的影响，需要回到银行表内，而银行资本金充足率不足，但是实际现

在银行股价在净资产以下，没办法补充资本金。所以，最后只有一种办法，就是降准，来释放货币创造信用的能力，也就是货币乘数。我们理解这个降准实际上是防风险，比如一些信用风险是需要解决的，而不代表货币政策的宽松。

第二个“结构性”。全球流动性宽松导致的结果是什么？很简单，就是所谓的“资产荒”。不是流动性多了资产价格就会涨，也不是放流动性就能维持住资产价格不跌，不是这样的。如果释放流动性，股票就可以上涨，那某些南美、非洲恶性通胀国家的股票市场应该是全球第一，日本股票市场可能早就已经创新高了，显然不是这样的。所以，股票市场从来不会因为释放流动性而上涨。但是如果你的流动性确实非常充裕，最后只有一个结果，让最优质的资产呈现出显著的估值溢价。在过去 20 年，在美股体现为那些稳定增长、确定性增长的股票（FAANG，即脸书、苹果、亚马逊、网飞、谷歌）被给了很高的估值，大家就会感觉结构性的泡沫风险非常大。而在 A 股就体现在 2020 年“茅台们”的上涨，而最近我们看到新能源、新能源汽车估值非常贵，贵到不少投资者已经不能理解。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34153

