



王永利：通胀与通缩，仍需 仔细探析（二）



相关阅读：

王永利：通胀与通缩，仍需仔细探析

文/新浪财经专栏作家 王永利

全文主要涉及以下问题，其中提出了很多颠覆传统经典和一般认知的新观点新看法，特别值得仔细琢磨：

1. 何为通货膨胀或通货紧缩？

2. 实物货币体系下最重要的挑战为什么是通货紧缩？

3. 实物货币为什么必然转化为信用货币？信用货币的“信用”到底是谁的信用，为何也被叫做主权货币或法定货币，这一转化带来哪些重大变化？

4. 信用货币是如何投放出来的？货币信贷投放对货币供应、表现形态、支付方式、总量构成等带来哪些深刻影响？为控制货币超发、维护货币质量需要遵守哪些基本要求？

5. 信用货币使货币总量与财富总值相互对应，形成紧密联系却又相互分离的运行体系，形成实体经济与虚拟经济并存的格局，在投资需求与消费需求之外又催生出“保值（升值）需求”，金融交易的发展将货币大量从实体经济分流到虚拟经济领域，加之社会融资方式的不同等，会对货币需求与投放产生哪些深刻影响？银行投资权益证券化金融产品或对其提供

融资为什么会造成货币超发？

6. 信用货币体系下，通货膨胀或通货紧缩主要依据 CPI 的变化进行判断，难以对全社会物价总指数进行准确监测，这会对货币投放与总量控制产生什么样的深刻影响？为什么货币需求与货币投放存在明显的顺周期性，很容易造成越来越严重的货币超发，并在通货膨胀发展到一定阶段，就会转化为“滞胀”，进而发展到严重威胁货币信誉，引发社会主体大量抛售货币，造成物价飞涨情况下实质上的货币需求严重萎缩、表面恶性通货膨胀下真实的通货紧缩现象？

7. 为什么会出现越来越广泛、越来越强化的“货币政策财政化”现象？

由于篇幅较长，全文分两部分发布。其中，前 4 个方面在第一部分论述；后三方面主要在第二部分论述。



金融市场发展及其深刻影响

信用货币的产生，形成一国货币总量与可交易财富价值规模相互对应的格局：财富是价值的载体、货币的基础，货币则是财富价值的映像或表征物，脱离财富的货币将失去价值；货币又能很好地保存与转移价值，一种财富灭失，其价值可能转移到新的财富上，体现在货币总量里；一种财富的单位价值，根本上取决于其满足人们需求的程度，会随着供需变化而变化，并成为影响货币需求和总量变化的重要因素。

其中，货币的流动性大大高于财富的流动性。比如，有人用货币买房子，直观看货币就流到房产上了，但实际上房款又会转为卖房者的存款（货币），货币总量并没有减少，卖方还可以继续使用货币购买其他财富或进行

投资。所以，即使房子的流通停下来了，但货币的流通并没有停止。因此，说“房地产成为货币超发的蓄水池”并不准确。

货币既可以伴随财富交易而逆向运行，也可以脱离财富交易独立运行并引导财富的配置和流动。货币可以通过借贷、投融资行为以及股权、债权、期权等权益证券化产品的交易直接转换权益，并由此催生出独立的金融活动。通过货币所有权或权益证券化产品交易替代财富实物的直接交换，可以大大降低财富交换的成本，并使得权益证券化产品投资人可以提前分享实体财富增长的价值，或者更好地规避财富价值变化的风险。

这就在投资（生产）需求与消费需求之外，产生了日趋重要的“保值（增值）需求”；在“实物资产”之外，产生了日趋重要的“金融资产”；形成了以货币金融运行为代表的“虚拟经济”与以实体财富运行为代表的“实体经济”相对分离、相互影响，金融越来越活跃、对经济发展和财富分配影响越来越大的格局。

随着金融交易的发展，越来越多的货币被分流到金融交易市场，表现为交易保证金、公募和私募基金、融资融券资金等，进入虚拟经济领域。在货币总量一定的情况下，分流到金融交易市场的货币越多，保留在实体经济领域的货币就会越少，就可能造成实体经济的通货紧缩与增速下行，进而迫使央行采取措施推动货币扩大投放以维持实体经济稳定。这就会使货币总量超出可交易财富的真实规模形成超发，并推动货币更多地流向金融市场，催生和扩大金融资产泡沫，引发货币金融危机。最终金融市场风

险暴露，又可能推动货币大量从金融市场流向实体经济。这使金融市场成为调节货币在实体经济与虚拟经济之间流动的调节器、加速器。

当一国货币成为国际中心货币（如美元）时，就意味着其货币还将大量地为境外所拥有，就需要该国保持大规模国际收支逆差。在以现金清算为主的情况下，这很容易催生“特里芬难题”（美元作为国际储备货币，一方面必然需要大量流出，保持国际收支逆差，容易造成美国境内美元短缺，导致美元汇率贬值；另一方面又需要美元汇率具有吸引力，需要美国保持国际收支顺差。这二者难以协调）。但在记账清算体系下，所谓货币流出、流入，实际上是货币所有权的流出、流入，而不是货币本身的流出流入，货币仍然会存放在流出国的清算机构中，是货币所有权的流动取代了货币本身的流动、收付款双方债权债务的调整替代了现金的直接收付，一国货币所有权流出的越多，其外债就会相应增大，外汇流入国的海外资产就会越多。这就在很大程度上解决了“特里芬难题”，促进了经济金融全球化发展，大规模国际收支逆差并不会造成美国境内美元短缺。当然，这就会使境外拥有的大量美元投放美国金融市场，在推动美国成为国际金融中心，增强其国际金融影响力的同时，也会使美国央行面临调控国际金融市场流动性的巨大压力，给美国货币政策的制定和实施带来更大挑战。这是一国货币国际化延伸到国际金融市场给货币管理带来的新变化。

这其中需要特别注意的问题是，在信用货币体系下，货币总量原本就是与全社会可交易财富规模相对应的，但在出现股票、债券、期权等权益

证券化金融产品后，由于它们只是其对应财富的衍生品、表征物，其所对应的财富原本就已经存在对应的货币了，如果不能限定人们只能用自有资金或直接融资投资这些金融产品，还允许人们通过向银行融资进行投资，或者再以这些金融产品作为抵押向银行融资获得新的货币，势必就会造成货币相应的超发。但这一问题一直没有引起足够重视，实践中以这种权益证券化金融产品进行再融资的规模越来越大，由此引发的货币超发越来越严重，成为货币理论研究和金融实践非常需要准确把握的重要课题。

这里就涉及到直接融资与间接融资的问题。

直接融资是指拥有货币的社会主体通过投资或借贷等方式直接将货币转让给货币需求（融资）方的融资方式。直接融资不会增加货币投放和货币总量。

间接融资是指拥有货币的社会主体将货币存放银行（存款性机构），由银行在保证支付流动性基础上，将多余的货币投资或借贷给货币需求（融资）方的融资方式。间接融资会增加货币投放与货币总量，这是间接融资与直接融资最根本的区别。存款性银行购买股票、债券及其他权益类金融产品，都属于间接融资，不能简单地将股票融资、债券融资等全部视为直接融资。同样，通过银行办理的委托贷款，仍属于直接融资，而不是间接融资。

由于间接融资会增加货币投放与货币总量，所以必须严格控制银行进行权益证券化金融产品的投资或抵押贷款投放，避免因此引发严重的货币

超发。

信用货币体系下的通胀与通缩

信用货币的产生，其本源和宗旨就是要保持一国货币总量与该国可交易财富价值规模的变化相对应，从而保持社会物价总水平与货币币值的基本稳定。

但是，由于社会财富种类繁多、分布极广，又存在相互交换、上下游转换，以及金融资产的影响等，要准确监测所有社会财富的价格总水平极其困难，所以，实践中只能选择一些与人们生活和生存密切相关的终端消费品作为样本，根据其重要程度赋予适当的份额系数，由此形成消费者物价指数 CPI，并将 CPI 的涨落作为判断通货膨胀或通货紧缩以及币值变化的依据，采取相应措施（其中，央行基准利率高低调整成为越来越重要的手段）进行货币投放和货币总量的反向调节，努力将通货膨胀率控制在设定的目标范围内，注重于维持社会稳定。这成为各国货币政策调控的基本做法，为信用货币体系的发展发挥了重要重要。

但由于 CPI 仅仅是社会物价总指数中的一小部分，所以必然存在 CPI

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_33407

