



货币供给、通货膨胀与货币流通速度



近期,无论金融数据表现还是未来货币政策均出现宽松趋向。一方面,刚公布的 3 月份金融数据全面超出市场预期。一季度社会融资规模增量累计 12.06 万亿,创下单季历史新高;一季度人民币贷款增加 8.34 万亿元,为有记录以来新高; M2 同比增速加快至 9.7%。与此同时, 3 月份 CPI 同比增长 1.5%, 中断了去年 11 月份以来的下降趋势, 开始回升, 超出预期。另一方面, 在货币供给量与通胀均超预期情况下, 宽货币预期再起。受疫情冲击影响, 经济下行压力加大, 货币政策将加码宽松。4 月 6 日国常会指出“货币政策要发挥总量和结构双重功能, 加大对实体经济的支持”; 4 月 13 日国常会决定, 适时运用降准等货币政策工具, 推动银行增强信贷投放能力, 进一步加大金融对实体经济的支持力度。

因此, 有人担心, 若中国进一步实施货币宽松, 会不会也引发新的通货膨胀呢? 毕竟美国 2020 年执行宽松货币政策引起的大通胀还没消停呢。

本文将基于货币政策、通货膨胀与货币流通速度之间的关系研究来回答这一问题。

1885 年, 数学家、天文学家和经济学家西蒙·纽科姆出版了《政治经济学原理》一书。这本书非常清晰的介绍了流量和存量之间的区别, 更重要的是它还叙述了一个更为简明的关系, 纽科姆称之为交易方程。后来, 美国经济学家费雪把它作为货币数量论重新加以介绍, 也就是今天我们所知道的这个方程:

$$MV=PQ$$

其中：

M = 货币数量

V = 货币流通速度

P = 物价水平

Q = 商品与服务数量。

即货币数量（ M ）与货币流通速度（ V ）的乘积始终恒等于物价水平（ P ）与商品服务数量（ Q ）的乘积。

数量方程式的左边是货币供给与货币流通速度的乘积，右边是商品服务价格和数量的乘积。方程式的两边都有内在的不稳定因素，比如右边的不稳定因素包括梅茨勒的存货效应、克拉克的加速度效应、穆勒的过度投资等。在任何方程式中，如果稳定了一边，那么就可以稳定整个方程式。显然，通常情况下，稳定数量方程式左边的货币供给比稳定右边容易很多。事实上，弗里德曼基于控制货币存量的固定增长就可以管理经济周期问题的思想把纽科姆的数量方程式重新挖掘出来。

我们将采用数量方程式讨论物价水平（ P ）与货币供给量（ M ）及货币流通速度（ V ）的关系，特别是物价水平（ P ）与货币流通速度（ V ）的关系，它常常被忽视。在社会生产生活节奏猛烈变化的时期，比如当前新冠疫情加剧的时候，忽视货币流通速度（ V ）的变化就无法准确理解货币政策的后果，比方新冠疫情暴发后中美两国都实行了货币宽松政策，为什么在

中国没有看到大通胀而在美国出现了大通胀。

测度货币流通速度是个复杂的问题。在一些分析中，通常根据恒等式倒算出来货币流通速度： $V=PQ/M$ 。但是这样推算出来的货币流通速度经常受到质疑，因为在应用数量方程式分析货币数量与物价关系时用到的货币流通速度又由货币数量和物价来衡量，所以就出现了小猫追着自己尾巴转圈圈的怪象。

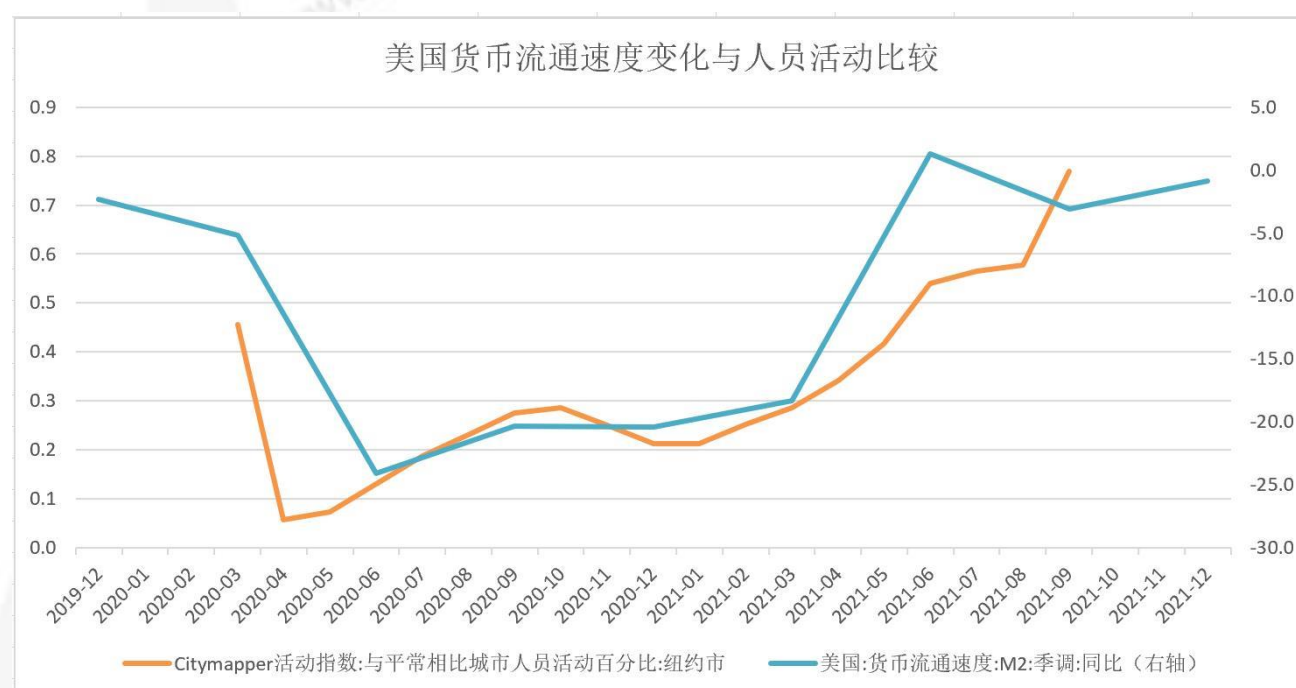
好在通常情况下经济社会的运转是平稳有序的，可以不失一般的假设：货币流通速度是相对稳定的，或者说货币流通速度的变化率几乎等于 0。在这种情况下，货币需求增速几乎完全取决于 PQ 的增速，一旦货币超发，即货币供给增速远高于 PQ 增速，则会引发通货膨胀。

但是，世界总在常与无常中流转变换。新冠疫情就是一桩世间无常之事，它打破了社会的经济活动秩序，也改变我们观察经济的常用视角。作为经济社会运行的基础，物流及人员流动等发生了异常的变动，货币流通速度基本稳定的前提假设发生了颠覆性的变化。

类似新冠这样的大流行病毒对经济的影响，以前只在历史书中见过对它的描述。加之货币流通速度本身的难以测度，新冠疫情对货币流通速度会造成什么样的冲击，我们很难知道。因此，在评估货币政策效果时容易陷入盲人摸象的境地，甚至在出台货币政策时就根本是盲目的，不知道货币供给增加到底是够量还是不够量。

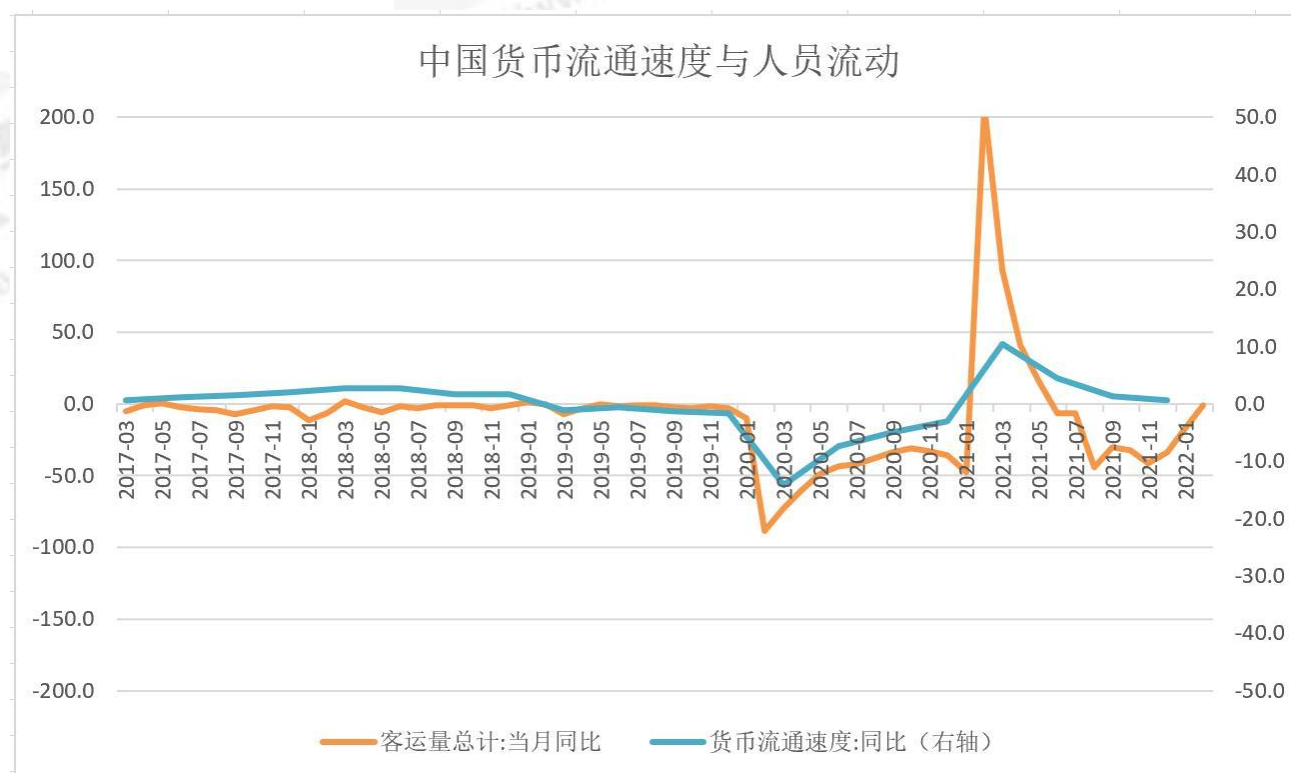
理论上，新冠疫情期间，由于保持社交距离的原因，人流、物流等放缓节奏，与资金流通相关的货币流通速度(V)也将受到严重阻滞。因此，人流、物流的速度与货币流通速度的变化会存在密切的数量关系。

对比美国货币流通速度变化和与平常相比的城市人员活动百分比 Citymapper 活动指数，确实可以惊奇的发现：疫情期间美国货币流通速度的变动走势和人员活动放缓走势基本是一致的。新冠疫情给无论社会经济活动还是货币金融活动都带来了巨大的冲击，货币流通速度确实受到显著的改变。数量方程式提醒我们：在通货膨胀管理、货币供给方面，政策制定者不能对货币流通速度的变化视而不见；否则，政策制定者将自食其果。



中国相关职能部门没有公布货币流通速度的统计数据，我们尝试根据数量方程式倒推计算出货币流通速度即 $V=PQ/M$ 的变化情况，这里采用名

义 GDP 来代替 PQ。同样可以发现：中国的货币流通速度变化与人员活动变化两者的走势几乎是一致的。



尽管如前述这个货币流通速度计算方法存在小猫追着自己尾巴转圈圈的怪象以及用名义 GDP 代理 PQ 的适用问题，鉴于美国货币流通速度变化与经济社会活动变化之间显示出来的密切关系模式（pattern），在一定程度上我们认为这样的推算也算合理的，可以用来分析与评估中国货币供给政策的合理性及通货膨胀管理水平。退一步讲，客运、物流、人员活动的变动情况也可以作为观察货币流通速度变化的半定性参照指标。

弗里德曼说：通货膨胀归根结底是个货币现象。这句话常被理解为：过多的货币追逐过少的产量，就会产生通胀。

是的，多数时候这样理解没有问题。但是当遇到新冠疫情这种世纪冲

击的时候还这样理解就可能出现认知偏差。

弗里德曼也是个货币数量论者。根据数量方程式 $MV=PQ$ ，影响物价（P）变化的因素显然除了货币供给量（M）发生变化还有货币流通速度的变化（V）。只有在正常的情况下，货币流通速度（V）的变化很小，几乎可以忽略，这时货币供给是通货膨胀的主因。但在像发生新冠疫情这样的非常时期，货币宽松并不必然就引发通货膨胀，因为货币流通速度的变化很大，大到不能被忽视。

比如，中国在2020年疫情初期启动了宽松的货币周期，采取了降准、降息等一系列宽货币政策，M2增速远高于GDP增速。按照通常的理解，中国应该发生显著的通货膨胀才对。但事实上并未发生人们所担忧的通胀。



这背后的原因就在于发生疫情后，保持社交距离的系列措施令整个经

济社会人流、物流等的节奏放缓，相应的也让货币流通速度变缓。货币流通速度的下降抵消了货币超发的通胀拉升作用，使得通货膨胀不曾发生。



随着疫情缓解，货币流通速度回升，若依旧保持宽松货币供给，由于数量方程式 $MV=PQ$ 是个会计恒等式，它一定会让物价 (P) 上升，引起通货膨胀。在这一点上，中国央行理解上还是很到位的。自 2020 年 5 月左右起，中国货币政策逐步正常化，M2 增速开始收缩，保证了中国通货

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_40445

