



李扬：不要轻蔑地评论美国 货币当局及其货币政策



意见领袖 | 李扬（中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长）



一、美国通胀不是因为货币政策宽松

首先要和大家分享的是美国经济形势的变化问题。现在，全球最关注的问题是美国的物价上涨，大家注意，对于这一现象，如果问 10 个人，至少有 9 个人会说是通货膨胀，但是，我作为一个研究货币金融的学者，不愿意用“通货膨胀”来概括当下的物价形势，因为，如果将当下的物价上涨说成是通货膨胀，就意味着我们认定了物价上涨的根源在于货币政策方面。然而，仔细分析美国、欧洲乃至我国的情况，大家就会发现，这一次物价上涨恰恰不是因为货币多了（虽然货币确实多），而是因为供给侧的冲

击，主要归因于能源危机以及疫情冲击。这个认定很重要。如果认定是货币因素，处理的办法很简单，那就是货币收缩、利率提高。但如果认定不能归因于货币因素，那就会得出货币政策解决不了问题的结论，于是，就需要从供给侧寻找原因，从疫情冲击方面展开深入探讨。应该说，如果物价上涨的原因主要在供给侧，那么，解决的难度要大得多。

如果这样认识，我们就能冷静、科学地看待美联储对于物价上涨的判断及应对之策。我以为，大家最好不要轻易否定，特别不要轻蔑地评论美国的货币当局及其货币政策。应当清醒地认识到，作为身处第一线的全球最大的专业货币当局，美联储对美国的情况比我们要熟悉得多，其经验也丰富的多，其理论也成熟得多。简言之，美国政策转型可能的方式不能按照传统的逻辑去推。同样的道理，我们也不要轻易否定我国货币当局的决策。

讲到美国，当然要论及美国的货币政策对全球经济金融运行的影响。美国 2021 年 12 月宣布减少购债，表明其缩表进程已经开始，大致的步调是，先减少购债，再减少债务的余额，同时还会适时调整利率。这后面几步何时采行，目前还说不出准确的时间和步调，但是，鉴于时间紧迫、问题严重，现在我们就应当做出准备了。

需要评估美联储变更货币政策的外溢效应。我们最近的研究显示，美联储扩表和缩表对于全球经济金融的影响是不相同的。

总的看来，如果联储施行货币扩张（扩表），其对世界的负面影响不算

太大，大致上说，美国的货币政策扩张，其他国家特别是广大发展中国家将在五个方面受到影响，一是资本流入增加，二是国内利率下降，三是本国货币升值，同时美元贬值，四是本国及全球的资产价格上升，五是感受到从美国传导过来的“输入性通货膨胀”。总起来看，这些影响并非负面。

反过来，如果美国施行货币紧缩（缩表），相反的过程就会发生，一是资金外流，二是利率上升，三是本币贬值，四是资产价格下降，五是面临通货紧缩压力，总的结果是：发展成本上升，发展动力下降。这意味着，美联储缩表，对于世界其他国家的负面影响要大些。

中国作为世界上最大的发展中国家，必须做好准备应对美联储缩表的冲击。

说到美联储的货币政策转型，我们还须注意：美联储的货币政策操作机制已经发生了变化，这使得政府债务、货币供给、利率等等的相互关系，都同教科书和我们过去的经验产生了差别。我们必须清楚地认识这些变化。这种变化很多，我想强调其中的两个变化。

一是政府债券市场已成为美国等发达经济体国内货币政策和财政政策协调配合的主要渠道，而且，金融体系的流动性来源，主要得自政府债券市场。这是一个新的变化，它意味着美国的财政政策和货币政策相互融合渗透，日益一体化。所以，今后我们不能仅就货币说货币，也不能仅就财政论财政。

二是美国政府债务运行的逻辑发生了变化。2021 年初，前任美联储主席耶伦被提名为新一任财长。在向国会银行委员会作证时，耶伦财长指出：对于政府债务问题，议员们不应仅仅关注新借债规模和国债余额，而应将注意力集中在发债的经济效应和政府支付的债券利息上。前者是债务政策的收益，后者构成美国债务的真正上限。只要支付的国债利息占 GDP 的比重并不比 2008 年金融危机之前高，债务就是可持续的。其结论是，大约 27.75 万亿美元的债务并不可怕。美国政府现在每年支付的国债利息接近 6000 亿美元，但由于利率持续走低，国债利息占 GDP 的比例已经创至少三十年来的新低。这充分说明，目前美国采取的“超低利率/负利率”政策与债务的泛滥是内洽的。这不仅使得全球金融运行增加了不确定性，而且对我们奉为圭臬的金融理论提出了挑战。

二、中国经济增速的下行压力

我们沿着中央经济工作会议的概括，一个领域一个领域分析。

先说经济增长，现在出了点问题，有了新的下行压力。第二，在中国，我们不仅存在一个因供求长期失衡产生的产出缺口，还有一个值得高度警惕的长期趋势，那就是潜在增长速度的中枢可能下行。我们觉得，这一趋势，值得高度警惕。

中央经济工作会在二十几处提到了“稳”。我的理解，这个稳，是要把经济增速稳下来，有效遏制下滑趋势，绝不是固步自封，无所作为。大家要知道，如今全世界之所以关注中国，美国之所以将中国列为主要竞争

对手，是因为中国的经济总量有一天肯定会超过美国。要想超过美国，从现在起到未来的一个长时期内，我们的经济增长就必须比美国经济增长高出一个显著的速度，没有这个速度的超越，我们就赶不上美国。而且，说到根本上，社会主义制度的优越性，主要就体现在我们可以创造出比资本主义经济更高的速度，可以创造出比它们更高的生产率。没有一定的速度，我们就很难有现在的底气。

第三，投资增速在下降，包括固定资产投资、房地产投资、制造业投资和基建投资，所有的投资增速都急剧下降。这种趋势需要扭转。我们必须清楚：中国的经济增长，过去、现在，以及未来相当长时期，都是投资驱动型的，因此，投资增速低迷，成为经济增速下降的主因。即便是进出口，中国的进出口结构与别国不同，我们的出口产品种类繁多，但是我们的进口品却主要是投资品，这意味着，我们的进口也是服务于我国投资主导型经济运行模式的。投资下降，成为各界担心的主要问题，所以，在经济工作会上，关于投资的阐述有好几处。

第四，消费增长不理想。在投资增速下降的背景下，大家都希望消费能够担当经济增长的重任，但是，消费增长也不太理想，虽然消费对 GDP 增长的贡献率有所上升，但那不是因为消费自身有较大的增长，而是因为投资的贡献率下降过多、过快。消费增长乏力，有各种原因，其中最基础的原因是居民的收入增长乏力。因为，消费主要是居民的行为，居民要想消费有所增长，首先必须有收入的增长，而居民收入增长的状况并不理想。

第五，物价走势分化。以 2012 年为界，中国 CPI 和 PPI 之间的关系发生了趋势性变化——在 2012 年之前，基本上是同步震荡，说明 CPI 和 PPI 之间关系很密切，受同样的规律支配。据此，大家得出了 PPI 或 CPI 的变化总会较快地变为另一种物价指数的变化的结论。2012 年之后，我们看到了不同的走势。可以看到，从那年之后，中国的 CPI 的走势比较平稳，但 PPI 则一仍旧贯，还在剧烈波动。我们分析，主要原因在于：CPI 和 PPI 所覆盖的市场开始相对隔离。CPI 所覆盖的是消费品市场，这个市场，由于金融科技、电商、互联网支付、物流等等飞速发展，已经形成了充分竞争，成为经济学中所说的“有效市场”，大家知道，在有效市场上，一切可能改变产量和价格的信息都会被市场参与者及时获得并充分利用，致使该市场的价格波动比较平稳。相比而言，PPI 所覆盖的市场依然是不完备的市场，它们是垄断的或者是寡头垄断的，至少是不充分竞争的，而且，国内外市场的结构基本相仿。当然，导致 PPI 剧烈波动还有一个原因，就是这个市场已经高度金融化了。

第六，2020 年至 2021 年，我国对外部门独撑大局，在一定程度上有效弥补了内需不足。但是，这种状况主要是由海外对我中间品的需求增大、“量跌价涨”以及美国港口补充库存和港口拥堵形成的“长鞭效应”造成的，这些因素不可长期持续。研究显示，上述三类因素，大致上在 2022 年上半年均可望纾解，因此，虽然 2022 年的出口仍可以成为我国经济增长的正能量，但是，2022 年同样可能是出口景气转换的年份，上半年和下半年的趋势及其表现形式有可能存在极大的差别。

第七，宏观经济运行中，就业也出现了新的情况。根据官方公布的常规数据，我国前三季度就业的情况良好。然而，在平均数下，我们更需要分析其中的结构性问题。主要的表现就是年青人就业状况恶化了。首先，虽然我国总就业人口亦即 16-60 岁人口的失业率不到 5%，但分年龄段来看的失业率并不理想。统计显示，16-24 岁群组的失业率为 15%，而 20-24 岁群组的失业率更高达 20%。这说明，中国存在严重的结构性失业问题，青年人找不到工作，是我国就业市场上的一个突出问题，而且，这个问题又与每年数以千万计的大学生毕业相关，使得问题高度复杂。

需要指出的是，失业的概念及其经济含义，与过去比，显然已经有了很大的变化。如今，年青人不工作，可能与他们就业观点改变有关，可能与农民工离开职场有关，也可能与生育政策改变有关，总之比较复杂，但绝不意味着饿肚皮，其社会意义也有很大变化。

其次，创业对就业的边际带动能力趋弱。跟踪分析显示，平均每新增一个市场主体对应的城镇新增就业数量，从 2015 年的 0.9 个持续下降到 2020 年的不足 0.5 个。有市场主体增加，却不见有太多的新增就业，或者

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_36861

