



彭文生：非典型复苏的货币经济学



意见领袖 | 彭文生

摘要

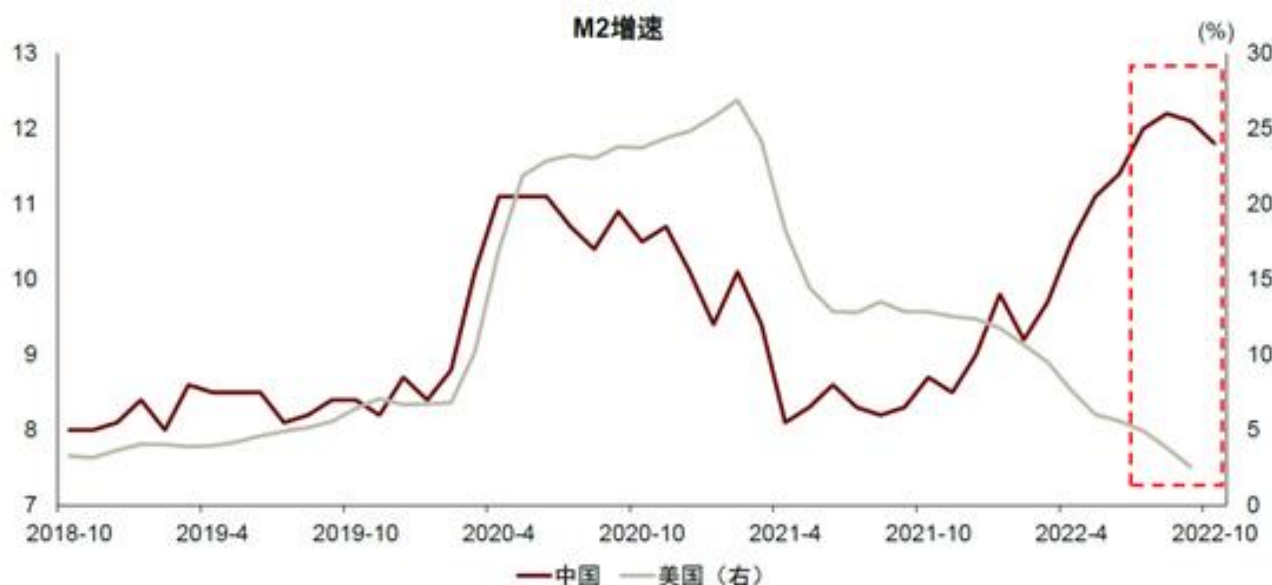
疫情冲击下，货币影响经济有三个方面值得关注。第一，货币需求增加，即凯恩斯所说的信心下降带来的流动性偏好，体现在支付需求和安全资产需求上升。给定货币供给，这将导致实体商品和风险资产需求下降，放大经济下行压力。第二，货币供给的内生动能下降，因为银行信贷具有顺周期性。第三，政府货币（外生）带有鲜明的结构性特征，可以更好地对冲疫情对不同人群和不同行业产生的非对称影响。疫情以来，美国的货币扩张大幅超过中国，两国经济内生的信贷增长都出现放缓势头，美国靠财政赤字大幅增加、中国靠政策性金融（准财政）弥补。展望 2023 年，中国的疫情防控措施优化将促进实体经济复苏，同时降低安全资产需求、增加内生（信贷）货币供给。基于疫情的影响存在不确定性，宏观政策中财政扩张是关键，尤其是财政直达消费，在促进增长的同时增加政府货币的供给。安全资产供给上升、需求下降将促使投资者增配风险资产。



正文

2020 年疫情爆发后,美国广义货币 M2 的增速在相当长的一段时间,持续维持在 25%左右的高位。而上一次美国出现如此高的 M2 增速,还是在第二次世界大战时期。不过到了 2022 年,在政策紧缩的引导下,美国 M2 增速又降到了接近于 0%的水平(图表 1)。剧烈的货币紧缩,不仅造成金融市场股债双杀,也使得美国经济降温。近期,美国通胀略有放缓,投资者预期美联储将会放慢加息节奏,美国股市随之反弹。

图表 1: 美国 M2 增速接近 0, 中国 M2 增速高位放缓



资料来源：Wind，中金研究院

中国方面，2020 年的 M2 增长同样提速，但高点只有 11%，显著低于美国同期的水平。进入 2022 年，与美国不同，中国 M2 增速却再次加快，最高达到 12% 左右。最新发布的 10 月份金融数据显示，信贷增长低于预期，M2 增速出现放缓。需要指出的是，信贷是内生货币形成的一种方式，在较大程度上依赖经济主体的信心和借贷意愿。

展望 2023 年，货币政策对中国稳增长将发挥什么作用，在内生货币受限的情况下，财政能否投放外生货币，将如何影响经济，对中国的资本市场又有什么含义？对于美国而言，在货币紧缩的作用下，经济会不会陷入衰退，今年股债双杀的局面未来如何演变？要回答这些问题，都需要理解货币在经济波动中所起的作用。

一、从货币角度看经济的周期波动

对于货币在经济波动中所起的作用，一个重要的切入点是对货币是否是中性的认知，也就是货币的变动能否影响实体经济活动。货币与实体经济的关系，可以从货币需求和货币供给（包括外生货币和内生货币）两个维度来分析。

（一）货币中性之争

对于经济周期和货币之间的关系，过去几十年比较受关注的有三个流派的思想。

一是真实商业周期理论的货币中性论，认为经济周期波动与货币无关。1970 年代末、80 年代初，西方国家通胀水平处于高位，社会各界普遍持有反通胀、反政府干预的观点。在这一背景下，真实商业周期理论较好回应了当时的主要矛盾。该理论认为货币是中性的，不影响实体部门的资源配置，经济周期波动是由实体因素导致的，包括技术进步、人口结构变化、自然灾害等；逆周期的货币政策调控是无效的，货币扩张只会带来通胀[1]。过去三年的经验也表明，真实商业周期理论对于思考新冠疫情带来的经济波动不无借鉴意义。但是，这一理论将经济波动完全归结于实体因素，并认为货币政策对调节经济活动无能为力。这种观点过于极端，因此很少被政策部门重视。

二是新凯恩斯理论的货币短期非中性论。这是过去几十年与经济周期相关的主流经济与政策分析框架。新凯恩斯理论所关注的，一般是持续 1 到 8 年、期限相对较短的经济周期。该理论认为价格短期存在粘性，所以

货币增发能够提高居民部门的实际收入，从而促进消费和投资，扩张总需求；但经过一段时间后，企业面对强需求会选择提价，通胀上升造成实际收入下降，总需求也随之下降[2]。在政策含义上，价格粘性意味着经济下行时期的货币扩张，对于促进短期经济增长、平抑经济周期波动是有作用的，但在经济回暖后，增发的货币难免带来通胀。新凯恩斯理论实际上与新古典的理念接近，体现为货币政策的调节主要通过央行的公开市场操作进行，而政策落地效果还需依托市场的传导机制。2020 年新冠疫情爆发后，各国政府采取货币宽松的政策，对稳定经济起到了重要作用。

三是全球金融危机后备受关注的金融周期理论，认为货币对于经济周期波动有关键影响[3]。相比新凯恩斯理论关注的经济周期，金融周期的期限更长，从繁荣顶点到衰退可能长达 15 到 20 年，带来的波幅更大，甚至与金融危机联系在一起。与新凯恩斯理论将货币非中性局限在短期不同，金融周期理论认为货币在中期也是非中性的，这一点与凯恩斯本人的思想更接近。

在凯恩斯看来，货币需求的波动是决定经济波动的最主要因素。在 1936 年出版的《就业、利息与货币通论》[4]中，就业指的是实体经济，利息是联系实体经济和货币的中介，而货币通论则表明凯恩斯试图用货币解释就业和实体经济部门的波动。他认为该理论不仅解释了 1930 年代的经济大萧条，还可用于解释所有周期波动。当一个冲击导致民众信心下降时，流动性偏好意味着民众更愿意持有现金、国债等安全资产，造成普遍

的投资意愿不足，进而带动经济下行。

为应对民众信心缺乏引发的流动性偏好（货币需求增加），凯恩斯主张增加货币供给。当全社会的货币需求增加时，如果货币供给不变，将会导致民众抛售风险资产或不消费，进而制约整体经济表现。相反的，如果政府（央行）增加货币供给以满足民众的流动性偏好，则有助于减轻经济下行压力。2020年，各国政府为应对新冠疫情普遍增发了货币，对满足信心下降导致的流动性偏好上升有帮助。

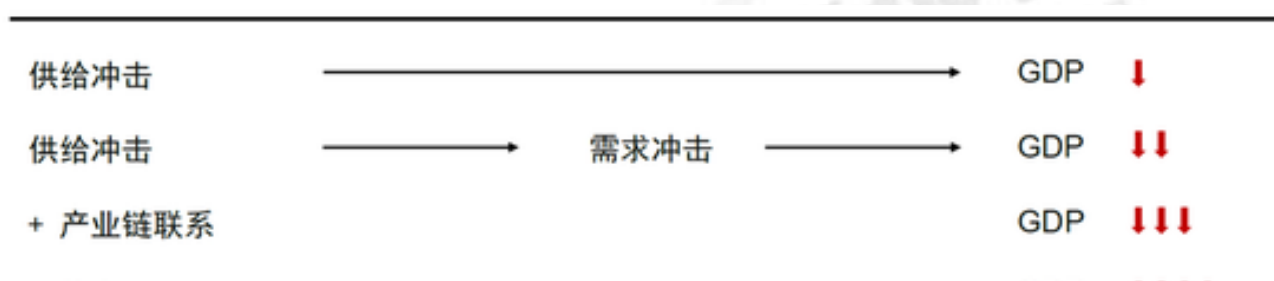
综合来看，凯恩斯的货币经济理论在解释现实世界方面拥有着更强的生命力，其他理论则难以超越所处的特定时代。例如，1970年代末的高通胀催生了真实商业周期理论，但理性人假设却导致该理论局限在那个时代背景。而凯恩斯的理论则关注到了人的非理性和动物精神，其在行为金融学和行为经济学上的讨论也更符合现实情况，因而得以在过去一百年时间里穿越经济的繁荣与萧条，展现出真正的通用性[5]。因此，本文将主要遵循凯恩斯货币经济理论的框架，分析货币对经济的周期波动的影响及其政策含义。

（二）货币需求：应重视百年不遇的疫情冲击对全社会流动性偏好的影响

百年不遇的疫情首先是一个供给冲击，停工停产和交通物流受阻等原因导致供给减少。而后，供给冲击经需求、产业链和信心三个途径放大了经济下行压力，而流动性偏好（货币需求）上升起到了加速的作用。首先，

停工停产或小型商业活动的景气等供给减少，意味着这些部门的从业人员收入下降，导致其对其它部门生产的商品的需求下降，不同部门之间的联系放大了需求的下行压力；其次，全球产业链也放大了供给冲击对经济的影响。全球经济已形成了一个分工高度细化、复杂的产业链、供应链，不同国家、地区和企业遍布于链条的不同节点，相互联系。当疫情导致某一个环节中断时，整体链条的供给能力都受影响。供应链的不稳定增加了不同环节对备付金（支付手段）的需求，以维持生产的稳定运行。最后，居民的信心对经济波动具有关键影响。从疫情早期的恐慌到疫情何时结束的不确定性，都会让居民的投资决策变得谨慎，降低实体投资和消费，增加对安全资产的需求。上述三个途径可以相互促进，叠加影响，放大疫情对供给的初始冲击，从而对各国经济产生很大的下行压力（图表 2）。

图表 2：百年不遇的疫情冲击供给、需求、产业链以及信心



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_48978

