货币政策：主角还是配角

要调动市场的创造力和积极性，货币政策作用有限，革新市场机制更为重要。

文 | 胡研宏

雷·达里奥（Ray Dalio），世界上最大的对冲基金创始人，他正努力让投资者们认清一个现实：债券处境很危险。

9 月中旬，雷在 CNBC 的实现绝对投资回报大会上表示："全球负收益债券数量已超过 11 万亿美元，受投资者购买避险资产的影响，全球主权债券收益率下滑。"

其实近一年来，主要发达国家政策利率多处于极低水平，已有多国实施负利率。除日本外，欧元区、瑞士、瑞典与丹麦央行均于此前实施负利率来遏制通缩，然而并没有达到预期效果。

负利率政策的原意，在于刺激经济增长，但现实却是，其进一步抑制了经济增长，市场对其货币政策效力的质疑声明显增加。不久前，中国财政部副部长朱光耀也表示，传统的货币政策无效，中国财政政策应更加积极。而全球最大对冲基金桥水基金也称，央行目前的政策包括降息和 QE 并未能起到足够的刺激作用，各大央行下一步需要推行更加彻底的政策，即直升机撒钱。

但不久前，美联储主席耶伦的一番话，似乎让市场重拾对货币政策的敬畏——"虽然财政政策和结构性改革可以在提振美国经济中扮演重要角色，但是我相信，在大部分情况下，货币政策能更有效的响应经济提振之需。"

在各方矛盾的态度中，货币政策的效力能否继续发挥，能够发挥多大？

第几个包子是"饥饿中性"？

传统的货币数量论认为，货币量的增减只会导致一般物价水平同方向、同比例的变化，而不会带动实际收入水平的变化，因此货币是中性的。

笔者认为，应该称其为货币政策对于经济修复乃至增长的无能感。

货币或许并非一直中性或者非中性，货币对于经济起作用是非中性，货币对经济不起作用是中性。如果打一个比喻，就是我们不能因为第一个包子能去除饥饿，就说包子对饥饿是非中性良性的，即包子有益于抵抗饥饿；第二

个吃了没有感觉，就说它是饥饿中性的，包子对饥饿抵抗无所谓有、无所谓无的；第三个包子吃撑了，直言道包子是饥饿非中性恶的，即对饥饿抵抗是副作用的。包子的本身作用并不因为你吃几个而发生变化，问题在于使用的人对包子作用边界和限制的认识。

此外，对于货币政策或者说货币在经济中的作用应该并非一成不变，货币不存在普遍的中性或者非中性，而且这种特性也非贯穿时间和地域的。

当下在欧洲，货币政策可能是中性的，但在日本同样的政策则可能是非中性的；时下在美国货币加息可能是中性的，在中国或是不利经济环境的非中性政策。货币的中性和非中性需要结合经济的潜在增长空间来看待。

宽松已到极限

美国政府是民主型小政府，政府在市场经济中的影响力和深度广度不如中国庞大的国有企业。不同于美国的大货币、小财政的宏观政策特征，中国货币政策的效力，在一定程度上上受政府参与的经济活动影响。

美国的货币政策锚是市场失业率、通胀水平，而中国的货币锚并不明显地集中于某一特定经济参考对象，有的时候是流动性锚，有的时候是通胀，也有的时候服务于去产能，或者服务于政治改革。

但因其便利性，使得作为主角的改革或者转型政策显得被货币过分甜蜜地“僭越”，其中一个表象，就是影响市场大类资产的价格秩序。

譬如 2016 年以来商品、房地产价格的剧烈波动，货币无锚的扩张会进一步减弱市场自身的修复能力，就当前来讲，无论外围经济体采取何种货币政策，在没有经济金融危机压力下，中国的货币政策可以说是已经非常宽松。

货币政策本身对于经济活动有加速功能，但并非能够无中生有，同时，货币政策也正是利用了人类的“动物精神”，造成资产价格的波动，从而激发市场内生的激励机制，而如今大部分资产价格波动率出现了不断衰竭的特征，陷入低幅波动陷阱，变相激励了“不动”最优的经济行为选择。

显然经济增长并不能依靠“静止”来实现，从这个角度出发，货币政策不仅仅要维护金融系统的稳定，减小波动性；同时还需要在经济金融系统波动性极低的情形下，引入波动性熵变，活化金融经济系统的弹性，抵抗钝化的经济造成的破坏。

“全民发钱”不是良策

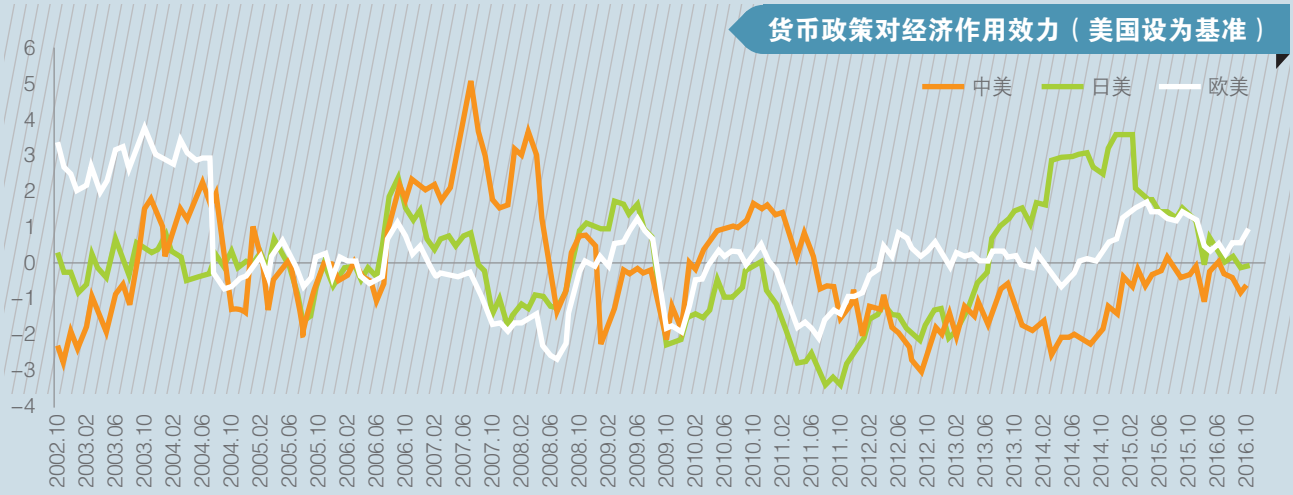
CPI−5 年期国债收益率，这一指标可以作为中国企业的基本利润空间的可能性度量，但以美国为基准我们发现，中国的国别优势在 2011 年后就荡然无存了。

货币政策通胀会刺激生产，降息则会提高企业的盈利弹性。观察 CPI 对 5 年期国债利率的反应，以美国为基本背景看，中国在经济高速发展的年份反应强于日本和欧洲同期，但自从 2011 年中国的 CPI 对货币政策的反应减去美国的基准值之后，已经接近 6 年处于 0 以下。也就是说，假设美国的通胀目标政策下的货币政策所能激发的物价复苏效应为 0，那么中国的货币政策可以说是负值。

如果扩展去分析，原因并非如此线性简单，但至少作为一个端口，2012 年后期一段时间，日本经济数据回升表现呼应，未来中国的物价水平如果继续对货币政策刺激毫无反应，那可能对经济造成严重的困难，这意味着货币政策的两难困境进一步加深。

有人认为，中国可以继续印钞票来解决经济问题，但货币说到底并不能自动驱动生产或

货币政策本身对于经济活动有加速功能，但并非能够无中生有。



数据来源：英大证券研究所

者进步，存在阶段性的经济刺激有效和阶段性的经济刺激低效甚至是负效应。

当前，中国资金一方面现金化严重，另一方面资产荒严重，这都是在过剩的流动性下，各种资产因为官方的或者非官方的干扰导致定价不合理，形成的回报率扰动。

极端的设想是，央行按比例印刷货币给每一个人，使得大家的财富同样增加。但这对于基本消费品的价格冲击将是一样的。

2016 年 6 月，瑞士就“全民发钱计划”进行公投，结果有超过 76 % 的投票者对这项夺人眼球的提案说“不”。很显然，大家能够分辨这种性质的发钱对于整个社会来说意味着什么。

对于投资或者研究经济行为的人来说，货币政策本身的局限性不应该被忽视，也不能被忽视，更多的改革如果不能深化，那么货币会畸形化社会的资产定价，进而恶化财富分配，延缓经济真正的出清，在于投资则会出现诸多不再符合经济常识的波动或者趋势出现，而这种特征最终只能在经济动物性中放大直至溃散，而产生的经济秩序扰动贻害无穷。

当前，中国的经济增长进入了新阶段，在难赚钱的时期，民间投资积极性大幅下滑。经济高增长时期，因为所有收入都在提升，蛋糕多分一些少分一些并不会被太在意。当蛋糕不能继续做大，如何调动市场的创造力和积极性？显然，公平分配显得尤为重要。整体收入增长下滑时，市场参与主体毫无疑问会把焦点放在分配机制上，如果这一机制能够得到有效的革新，市场的活力激发将不会太远，而在这个领域，货币政策的戏份已经不多。

（作者供职于英大证券有限责任公司）