

当前宏观政策应注意的几个问题

中华保险研究所 郝联峰

制定当前宏观经济政策，要澄清理论、弄清目标、抓住重点，最后才能对症下药。

一、宏观政策理论

目前主流的一些宏观调控理论基础，如供求理论、价格理论、货币理论、通胀理论、增长理论、利率理论、汇率理论等等，都是有失偏颇或不完全正确的。如供求理论认为，供求决定价格，实际上价格并不是供求决定的，价格是经济系统决定的，供求只是在短期、局部对价格有一个冲击，准确地说是供求冲击价格。再如通胀理论认为，货币过多就通胀，货币过少就通缩，其实货币分债务货币（货币发行对应增加非金融部门的债务，目前中国发行的货币基本都是债务货币）和权益货币（货币发行不增加非金融部门的债务，如财政向央行透支无期无息货币、直升机撒钞票等），债务货币对物价的上拉作用是短期的（平均为 28 个月），下拉作用是长期的，债务货币过多终致通缩而不是通胀，只有权益货币过多才导致通胀。

CPI 指数中不应包括资产价格，原因有四：一是国际惯例。你的 CPI 口径包括资产价格，别人都不包括，你的指标就没有横向可比性。二是消费品和投资品，物价和资产价格，性质不同，揉在一起，使

CPI 指数的内容更为费解。就像编一个股债指数，将股票、债券价格揉在一起，这个指数涨了或跌了，想反映什么呢？三是 CPI 是宏观调控主要盯的指标之一，而宏观调控就应盯实体经济，不应盯资产价格，实体经济好了，资产价格涨一点跌一点都不是大问题，但如果实体经济没搞好，通过宏观调控让资产价格稳定，这便是本末倒置。举个极端的例子，资产价格大跌，而实体经济通胀严重，这时包括了资产价格的 CPI 涨幅为 0，宏观调控是要紧缩抑制通胀呢？还是可以按兵不动（因为 CPI 没涨）？四是结构性宏观调控政策可以关注资产价格，资产价格本身有自己的指数，宏观调控部门可以参考各类资产价格指数，但没有必要将资产价格揉进 CPI 中。

这些基础理论弄清楚，才能进行正确的宏观调控，否则可能南辕北辙。以日本为例，其债务货币过多，所以宏观负债率（大致以 M2/GDP 来衡量）过高，结果便是通缩。在通缩的环境下，要抗通缩就得发行权益货币，而不是常规的债务货币。而日本在错误的货币、通胀理论指导下，发行货币（主要是债务货币）抗通缩，结果就会在通缩泥潭里越陷越深。

二、宏观政策目标

经济发展的不同阶段，宏观政策目标是不一样的，政策目标不能一成不变。吃撑的时候，目标就是温和运动、帮助消化，埋在坑里饿了三天，就得少运动、保存能量，等待救援。通胀的时候，就想着控

制货币发行（债务货币在 28 个月时间内是刺激通胀的），希望物价涨幅能降下来。通缩的时候，就盼着物价涨幅能回到 3%。

中国货币政策长期以来是稳定物价导向的（“稳定物价以此促进经济增长”），而这个稳定物价，主要侧重防通胀，在防通缩方面经验和关注度都不够。而在当前，宏观负债率畸高的环境下，中国货币政策的重点应从防通胀转到防通缩上来。当宏观负债率畸高的时候（如日本），想通胀都通胀不了，就像老年人，你想让他激情燃烧，他也燃烧不了。恶性通胀和通缩都是经济发展的大敌，而当前中国，主要应防通缩，有点通胀、温和通胀是好事，有利于促进经济增长、改善营商环境、降低宏观负债率。最近几轮基钦周期对应的 CPI 涨幅高点，2008 年 2 月是 8.7%，2011 年 7 月是 6.45%，2013 年 10 月是 3.21%，2018 年 2 月是 2.9%，下一轮基钦周期高点对应的通胀高点还能有 8%、6%吗？很难！当前宏观经济形势下，我希望看到 3%、5% 的通胀，而不是 0%、2% 的通胀。

宏观负债率低的时候，一定不要对通胀掉以轻心，因为一不小心，通胀就起来了。宏观负债率高的时候，一定不要怕有点通胀，因为这时通胀可遇而不可求。

三、宏观政策重点

当前宏观经济面临的最突出问题是宏观负债率过高、融资成本过高、实体经济困难。这一问题多年货币大放水、影子银行、高非庞泛滥、金融创新脱离实体经济需要等累积导致的，靠企业自身化解脱

困是比较困难的，政府必须有所作为。宏观的问题，就必须有宏观当局介入解决，例如高利贷、影子银行，政府不出手，企业有什么办法？再如货币，对地方政府、企业、个人，都是硬约束，但对中央政府来说，就是一个数字，只要有利于实体经济发展，这个数字是可以调节变动的。

当前宏观政策的重点就是降低宏观负债率，降低降融资成本。降低宏观负债率主要不是减负债，而是要增权益，通过增加所有者权益，降低资产负债率，这样阵痛小、负作用小。

四、宏观政策手段

第一，要发行权益货币。如中央财政向商业银行发行极低息（或无息）、无期特别国债，商业银行购买该国债的资金由央行提供。第一期可发行 5 万亿，可视情况持续发行，直到地方政府、企业、居民负债率降至合理水平。特别国债筹集资金用于向全国社会保障基金注资（规定全国社会保障基金权益类投资比例不得低于 29%）、置换地方政府利率较高的债券、四大资产管理公司注册（所注资金必须用于处置不良资产主业）、救助系统重要性企业等。

第二，政府牵头处置金融机构不良资产。强化不良资产的责任，严肃查处不良资产责任人，政府买单的前提是相关责任人得到严惩，以防政府牵头处置不良资产的道德风险。政府要牵头要让一些有内在价值、有技术含量、有系统重要性的企业从高负债、高利率成本的枷

锁中解脱出来。货币只是一个数字，搞好企业、搞好实体经济才是根本。

第三，严禁高利承揽资金。金融机构资金来源成本高，资金运用利率必然高，名义利率不高，也会通过各种变相方式抬高利率。要降低企业融资成本，就得压低金融机构资金来源成本。老百姓一年多三五百元利息不重要，重要的是企业好、经济好、就业好、收入增长快。庞大的影子银行、信托贷款，这些高利率融资渠道必须大大压缩，让企业承担百分之十、百分之十五的利率，作为个别现象可以，作为普遍现象、规模达数十万亿元，是不可持续的，对经济健康发展非常有害。

第四，要提高通胀和资产价格上涨的容忍度。要允许房地产价格随着名义 GDP 上涨而上涨，要欢迎通胀率达到百分之三、百分之五，要支持股票市场活跃起来，我们的目的就是要通过一定水平的通胀和资产价格上涨来降低宏观负债率，促进实体经济发展。

第五，大力发展股权融资，尤其是 IPO 融资。通过繁荣股票市场，打通储蓄转化为投资的高效通道。目前，一年 IPO 融资三四千亿元，对中国这么大体量的经济体、这么大规模的社会融资总额，是远远不够的。

夯实理论基础，政策事半功倍。