

# 流动性增长是否可以 不设限？

■ 韩国央行董事会成员 II Houng Lee



## 货币总量概念可以放弃吗？

首先，我想提个问题：流动性的增长没有任何限制吗？我给大家做个背景性的介绍。大家应该知道，当世界各国的货币当局开始放弃货币总量政策，转向以通胀目标来指导利率政策的时候，货币总量的政策就会大幅度减少，大家对于一些衡量指标的注重度就下降了。正是由于盯准通胀率这样一个目标设定，让央行要求整个经济达到一定水平的通胀。但如果实际通胀水平低于目标水平，央行将不管整个经济当中有多少流动性，或者信贷水平。

在过去二三十年里，我们看到流动性在世界上所有国家都有大幅度增长。在发达经济体当中，流动性稳定了一段时间以后，过去两年又在扩张。在新兴经济体当中，流动性迎头赶上的效应是非常明显的。

我们再来看一下通胀，实际上大部分国家的通胀水平是低于3%的。我们统计了在经合组织数据库当中的33个国家，如果看一下那些更加发达的经济体，会发现他们的通胀率一直是接近或低于1%的。考虑到通胀率是如此之低，各国央行对于信贷增长就不需要担心了，或者忽略了信贷增长这样的事实。

我给我自己提了一个问题，是不是可以放弃货币总量这样的管理概念？对于一个国家的经济体来说，信贷存量是不是可以占到相当于GDP的300%、400%？我们有一个著名的费雪公式： $MV=PT$ （注：M表示一定时期流通中货币的平均

数量；V表示一定时期单位货币的平均周转次数即货币流通速度；P表示商品和劳务价格的加权平均数；T表示商品和劳务的交易数量）。如果MV增加的话，无论是把它转变成实际的增长还是转变成成为通胀的增长，速度都会下降。最后，这是一个零和游戏的概念。

我们看到，如果把通胀作为管理目标的话，MV和PT之间就再也不是相等的关系了。所以，我提的问题是，我们能不能容忍信贷无止境的增长？

实际上我们希望找到一个新的公式，或者新的方法，来找到货币政策当中的常态化所在的水平。我想指出的是，当流动性的增长超过一定上限的时候，会给整个经济带来一些预期之外的影响。

有一些经济学家特别是国际清算银行经济学家已经研究过这个问题，他们的观点是如果货币持续增长，将会带来金融稳定性方面的问题。他们计算了金融周期当中的信贷缺口，来衡量信贷增长在多大程度上偏离了长期的趋势或者是高于长期的趋势。他们也根据这样的理论调整了央行应当遵循的中性利率水平。因为央行是根据中性利率水平来进行货币政策调节的。

他们提出，即使通货膨胀率有可能低于目标，但只要信贷的扩张速度过快，同时又保持低利率水平，那么央行还是有必要适度提高利率来遏制信贷过快增长。虽然这样一个思路从长期趋势来说，对于金融稳定仍然是有挑战性的，但是按照

现在的公式，如果出现我刚才讲的情况，暂时就不用考虑金融稳定了。

一个经济体从今天一直到资本存量存在的所有时间来说，其所有产出净现值必须等于资本存量的价值。如果资本存量的价值远远超过了资本存量生命周期总产出的净现值，这就是失衡，必须要纠正。或者增加产出的价格，提高产出的价值；或者减少资本的价格或者是价值来降低资本存量的价值。

简而言之，资本存量的价格必须要等于整个产能的价值。但是整个经济体的产能是很难去衡量其价值的。美国的情况，每一次出现大杠杆率的时候，都会出现去杠杆化。在进行去杠杆化的时候，总是会出现经济增长的崩溃。第一次去杠杆，是在90年代末；第二次去杠杆化，也是出现了巨大的危机。有了其他不同的变量，就会发现实际上杠杆率最后导致了90年代末的危机，以及全球金融危机地产的泡沫破裂。

## 要推动亚洲内部各个经济体之间的互动

下面我想说一下这些和中国以及中国的“一

带一路”有什么影响和关系。我要说两点：第一，外部的投资。第二，全球化。在全球经济当中有巨大的流动性，但这并不代表可以进行投资的资金。投资资金实际上是一个需要进行银行操作的项目性投资，实际上是未来的需要。也就是说如果你要在两个村庄之间修路的话，确定这条路肯定会带来经济方面的利益，你才能获得融资。如果你没有这样的自信，不敢说这个项目有钱可赚，那就不会有钱给你。这也就是我担心的，因为现在全球就处于这样的环境。

可以起到一定帮助的，除了“一带一路”以外，我们可以更多地推动亚洲内部各个经济体之间的互动。这样亚洲就会成为我们这种需求的主要推动力。中国是GDP以及生产方面巨大的经济体，但是主要是给世界其他地方进行生产，而现在消费者没有太多了。所以必须要找到这种互联互通，不然就找不到一些有利可图的项目来进行操作。另外，由于美国货币政策回归正常，会出现一种趋紧。大家就希望能够使用人民币作为国际的货币，特别是在亚洲，来推动人民币的国际化使用，从而推动亚洲内部的互联互通。■



推动人民币的国际化作用，从而推动亚洲内部的互联互通。