

# 通胀不只有物价上涨这一种形态

韩和元

央行前行长周小川在“2020 中国金融学会学术年会暨中国金融论坛年会”上做了一个题为“拓展通货膨胀的概念与度量”主旨演讲。他说:“传统货币经济学教科书和中央银行政策实践的理念是,如货币供应量过多,会通过传导机制反映到物价上,价格上升形成通货膨胀,反过来又要求调整货币政策。现在这个规律受到挑战。”

传统货币经济学理念确实到了该反思的时候了。如果金融决策者、经济学家仍只盯物价(CPI)这个指标,那么这种观察,很可能导致无法精准度量通胀,进

而造成对经济运行的误判,影响货币政策的有效决策。原因在于,通胀确实不止于物价上涨这一种形态,还有另一种形态——资产价格通货膨胀,或存量通货膨胀。

早于1992年,前大藏省官员、日本著名经济学家野口悠纪雄在回顾日本泡沫年代时,注意到一个非常有趣的现象,他说,20世纪80年代后期至90年代,日本经济呈现出前所未有的特异现象,这就是资产价格的异常暴涨与暴跌。这里所说的“资产”,是指股票土地等可以实现经济价值增值的手段。20世纪80年代后期,资产的价格,即股价与地价迅速上涨,出现了所

谓的“资产价格通货膨胀”、“存量通货膨胀”现象,其基本特征是在一般产品与服务的价格基本稳定的情况下,只有资产价格暴涨。

事实上,这种现象不独发生于日本,也发生于美国,譬如2001年至2004年的美国。该时期,美国的物价指数CPI也异常稳定,只有股价、地价在非正常上涨。日美两国间,除这点趋于一致外,还有一点也趋于一致,那就是当时的货币政策,都趋于宽松状态。由此可见,所谓的资产价格通货膨胀,仍关乎的是一个货币现象。

日本方面,为摆脱广场协议后日元升值造成的经济困境,补贴因日元升值而受打击的出口产业,以此刺激经济发展,当时的日本政府,采取了积极的财政政策和宽松的货币政策,以此来作为反萧条的对策。1987年5月,日本政府决定减税1万亿日元,同时追加5万亿日元的公共事业投资,同年7月又补增2万亿日元财政开支。与此同时,从1986年1月起,日本银行连续5次降低利率,将中央银行贴现率从5%降到1987年的2.5%。结果正如野口教授所描述的,日本经济呈现出前所未有的特异现象:在一般产品与服务的价格基本稳定的情况下,包括股票和房地产在内的资产价格却在暴涨。从1986年开始,无论是日本的股价还是地价都迅速上涨。以日经指数衡量的股价,从1986年的约13000日元,上涨至1989年末的约39000日元,上涨了约3倍。同期的地价也上涨了约3倍。反观同期日本的年均CPI增速,却基本维持在1%以下,具体数值(1985-1990年)分别为:2.0%、0.7%、0.0%、0.8%、2.2%,直到1990年才3.1%。

美国方面,当互联网泡沫破灭,格林斯潘立即意识到美国的总需求正迅速下降。基于对经济全面衰退的担忧,作为回应,格林斯潘再次祭出他的杀手锏:从2001年9月起,美联储连续11次降息,创下了1981年以来“最为猛烈的降息轮回”。直到2003年6月,联邦基准利率降低到韩战以后50年来的最低点:1%,并一直维持在历史低位近一年时间,直至2004年6月再次升息。伴随着货币宽松

而来的是,美国的住房价格开始异动。1999年美国房屋价格的增速为5.2%,2000年为7.6%,2001年为7.5%,2002年为7.6%,到2004年时该数值已上窜至13%,到2005年时更是迅猛地拉升至18%。与1985-1990年的日本一样,该时期的美国,除住房价格暴涨外,一般产品与服务的价格也基本稳定。2001-2005年的美国,其物价CPI的年均增速,也均在3%以内,分别为:2.8%、1.6%、2.3%、2.7%,直到2005年才突破3.4%。

当时,日美两国货币当局观察的仍是物价CPI这一指标。但是,由于传统通胀理论及度量方法的局限,等到金融决策者反应过来时,情况已为时晚矣。最后,两国的货币当局,都不得不选择猛踩急刹车,结果是资本市场乃至经济大翻车,引发日本“失去三十年”的日本泡沫经济的破灭是如此,引发2008年全球金融大海啸的美国次贷危机亦是如此。

那么,为何会出现资产价格通货膨胀这种现象呢?遗憾的是,野口教授只是提到了这种现象,但却并没有给出解释。我个人则倾向于认为,可能的解释在于,股市和房地产等资产市场,起到了超发货币的蓄水池的作用。要想理解该问题,来看段周其仁教授的论述:

“货币者,流通之中的钱是也。钱在 market 里不停地打转,协助专业化分工的社会生产体系实现商品、服务和资产的不断换手。……当货币不断在天下无数买家卖家之间转来转去之际,是不是存在某种可能性,那就是处于某个流通环节的卖方,收入的货币很多,再花出来的钱却很少?这一多一少货币购买力之间的差额,是不是可能暂时地、甚至永久性地退出货币流通,以达到让货币‘变瘦’,从而根本降低市场的通胀压力?”

于1985-1990年的日本、2001-2004年的美国而言,宽松的货币政策下,释放出来的大量资金都流入了股市、楼市。高企的股价和房价吸收了大量流动性,缓冲了货币超发对物价的冲击。由此就出现了野口教授所提及的“在一般产品与服务的价格基本稳定的情况下,只有资产价格暴涨”的现象。

(作者系经济学者)

# 倡导“就地过年”要化被动为主动

然玉

“有钱没钱,回家过年”,但今年春节注定不一般,因为国家鼓励就地过年。为了引导更多人就地过年,让更多人就地过一个好年,各地政府和企业也是拼了:发红包,给补贴,发消费券,还有免费流量和门票、免费乘坐公交车等福利,甚至还有流动人口积分奖励、子女积分制入学加分……真金白银的诱惑下,很多人会选择留下。

为了引导“就地过年”,近来各地频频出招。动之以情,晓之以理。一声声深情款款的“倡议”中,打工人员、务工人员,化身“新市民”,简直比亲人还亲。而除了情感攻势之外,新年红包、春节补助等,也成了“留人”的标配。俨然,凡是用钱能解决的问题,便都不是问题。“今年过节不回家,待在公司挣钱花”“与其返乡隔离十四天,不如留下多赚四五千”,真真是活理不糙,防疫形势吃紧,大局利益为重。各个城市花式留人过年,也算是费尽心思,周到贴心了。

一个显而易见的道理是,春节期间人群跨地域大规模流动,必会大大增加疫情扩散的风险。基于切断病毒传播链条的考量,号召“在工作地过年”“减少出行”,是合情合理的。各个省市纷纷出台举措“留人过年”,这也是落实属地责任、凝聚抗疫合力的体现。都知道“要留人”,但具体“怎么留”,终究是个技术活,简

单粗暴的“强留”“硬留”,必定不得人心。伪诚意留人,伪本事留人,才可留人又留心。

应该说,当下多方“合力留人”的局面,已初步形成。首先是“政府留人”,其最核心的出发点就是疫情防控,当然也有其他考量;然后就是“企业留人”,现阶段订单积压的情况很普遍,为了生产不停摆、避免节后“用工荒”,不少工厂都不惜代价“留住工人”;除此之外,还有“市场留人”的效应存在。以往春节,人口大量回乡、出游,城市“商超零售”等多行业都会进入淡季。而今年情况特殊,市场敏锐发现了“转危为机”的可能性,让人留下来、让消费留下来。

“就地过年”,虽然也有一丝无可奈何的成分,但若是能精心准备、用心经营,那么这个年也完全可以过好、过精彩。留人过年,“经济杠杆”绝不是全部。更重要的,还是要全方位做好春节期间城市的物资供给、服务保障,营造浓厚的节庆氛围,提供多元的娱乐。“就地过年”,并不是简单重复2020年初“宅家抗疫”的故事,而是要在防疫常态化的环境下,创造条件、尽一切可能,满足公众对于“年”的想象与期许。

能让多少人自愿“留下来过年”?让人们留下来后“过个怎样的年”?这其实是对各个城市公共治理能力的一次突击考试。能不能交出一份让人满意的答卷,我们拭目以待。

(作者系媒体从业者)

# 深圳发展银行那些事(之三) 市场化弄潮儿

谢龙

“你熟悉一下南头、蛇口的工业区和写字楼区域,这些都是我们的目标客户。”行长指着信贷部墙上的地图,这样对我们说。

一辆单车、一盒名片、一个笔记本,就是当年我们信贷员外出拓展业务的全部行头。

深圳发展银行(以下简称深发展)突破了计划经济体制下的常规,在组建形式上实现股份制,在业务经营方面,主动服务企业,不分行业,主动跨行业交叉拓展客户,可谓在全国银行业开了市场化改革的先河。

当年内地的专业银行不仅是坐等客户上门,甚至遵循行业分工原则:外贸企业在中国银行开户办理业务,工商企业归属工商银行,农牧业属于农业银行,基建业则是建设银行的领地。当年深圳的四大专业银行虽然相对弹性灵活,但是在经营服务上仍然沿袭计划体制下的风格。

最初也有客户对我们主动上门好奇,甚至不适应,把我们当成了推销员,婉言相拒说:已经在其他银行开户办理业务了。

有一次在南油工业区的外资印染公司,财务部女经理拿着我的名片看了一会,疑惑地问:深圳发展银行是哪里的,怎么从来没听说过?

在我一番解释后,女经理语气又抛

出第二个问题:你们网点少,办业务很不方便啊!进出口业务汇兑怎么办?存贷款利率和其它银行一样,优势在哪里?

我立即补充说明:可以上门服务,至于进出业务,我们有代理行。

其实,这位财务经理句句刺中深发展当年的软肋:网点少,汇路不畅,办业务不便,存贷款利率没区别,看不出任何优势。既然如此,凭什么去一家新兴的银行办业务呢?

我进一步解释道:深发展有服务和效率的优势,开户、取转账支票、送回单都可上门服务,贷款审批时间短,效率高。

这位女经理听完我的介绍,一脸不可置信的神色。我给她留下银行开户申请书和印鉴卡、产品说明书,表示可以随时听候差遣,上门服务。

这一幕是当年我们信贷员遇到的普遍现象。若想在已被专业银行瓜分的市场中取得一杯羹,我们必须有更加独特的优势,这一优势要体现在对外灵活服务,对内加强改革。

在建设初期,虽然深发展的运营相对较粗放,但是关注效益和成本,向股东负责的意识,已经在我们心目中建立起来。

尤其是从1994年起推出利润导向的绩效考核,实行支行企业化管理,把存款、信贷质量、利润、成本费用、坏账损失等指标下达给各支行,支行再将考核细化,与员工的奖金挂钩。

奖惩分明的激励方式,极大提高了全员的工作热情,绩效考核拉开了员工之间的收入差距。业绩优秀的员工收入,甚至可以超出专业银行平均工资的10倍以上,在全行前所未有的激发起发了积极性,掀起竞赛比拼的热潮。

笔者当年所在的支行,在行长的率领下,提前半年完成全年的利润考核任务,总行立即兑现承诺,奖励支行一辆皇冠牌办公用车,支行奖励信贷部全员带家属赴北京旅游,那也是我第一次去北京。

这一波变革,在九十年代中期得以进一步深化,深发展在公司业务产品上显著加大开发力度,推出一系列在市场上受到客户欢迎的业务模式和产品,有效激活了与合作,在公司业务拓展上收获显著。

笔者当年在支行从事信贷管理,作为亲历者,见证了深发展的公司业务在客户规模和层次上的显著转变。过去,深发展的客户以传统中小型贸易和制造业为主,提供的也是简单传统的存贷服务。自从更新的业务模式和产品推出后,加强了一线拓展客户的纵深,有效推进了与同业竞争的能力,既加强了对客户的服务,也提升了议价能力。

以利润为导向的绩效考核,与深发展作为第一家上市银行有着密切的关系。因为必须每年公开业绩,向股东交代。这有效促进了深发展向现代金融企业管理机制的转型。

## 联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发邮箱至ppl18@126.com。

# 发展供应链金融,助力产业链供应链现代化水平提升

娄飞鹏

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出,提升产业链供应链现代化水平,锻造产业链供应链长板,补齐产业链供应链短板,推动产业链上下游、大中小企业融通创新,优化产业链供应链发展环境。中央经济工作会议也指出,产业链供应链安全稳定是构建新发展格局的基础。构建新发展格局,需要打通经济循环堵点,现代化的产业链供应链在供给侧短板,畅通经济循环中的作用不可替代。尤其是在全球贸易保护主义抬头、更需要按照保产业链供应链稳定的要求,优化产业链供应链发展环境。在这其中,发展好供应链金融,为产业链供应链提供优质的金融服务是一个重要方面。

## 金融服务小微企业是保产业链供应链的重要内容

从长期角度看,第三次全球化浪潮已基本结束,全球产业链供应链进入深度调整期。虽然新一轮科技革命和产业变革深入发展,但是对经济增长带来的技术溢出红利尚未有效体现,美国等发达国家面对债务问题、人口老龄化问题、收入差距扩大问题,为转移国内矛盾,实施逆全球化。新冠肺炎疫情发生,世界经济严重衰退,产业链供应链循环受阻,西方国家更是借机炒作“产业链供应链多元化”,加速推进制造业回流,重塑本国产业体系,背后是推进产业链供应链“去中国化”。这不仅对我国发挥比较优势融入全球经济造成冲击,还凸显了我国产业链供应链发展的短板和不足,对我国产业链供应链安全带来直接挑战。全球产业链供应链重组并非短期情况,我国积极推进产业链供应链补短板,保持产业链供应链韧性和连续性任务艰巨。

小微企业是产业链供应链发展的重要组成部分。在维护产业链供应链安全,维持产业链供应链稳定方面,其中一个重要内容是保小微企业等市场主体。一方面,小微企业对国民经济发展发挥了巨大作用,本身是产业链供应链的重要组成部分。轻资本、劳动密集型等行业本身更适合小微企业发展,行业内主要是小微企业。如纺织服装行业80%以上是中小企业。即使是重资本、技术密集型行业,在产业链供应链上也需要大量的小微企业为核心企业提供配套服务。另一方面,小微企业发展对外部环境有较大依赖,高质量发展需要政策支持。这其中,由于小微企业自身积累较少,资金来源更需要外部支持,通过金融机构提供金融服务,实现产业资本和金融资本的有效结合。因此,保小微企业等市场主体

小微企业是产业链供应链发展的重要组成部分。在维护产业链供应链安全,维持产业链供应链稳定方面,其中一个重要内容是保小微企业等市场主体。一方面,小微企业对国民经济发展发挥了巨大作用,本身是产业链供应链的重要组成部分。轻资本、劳动密集型等行业本身更适合小微企业发展,行业内主要是小微企业。如纺织服装行业80%以上是中小企业。即使是重资本、技术密集型行业,在产业链供应链上也需要大量的小微企业为核心企业提供配套服务。另一方面,小微企业发展对外部环境有较大依赖,高质量发展需要政策支持。这其中,由于小微企业自身积累较少,资金来源更需要外部支持,通过金融机构提供金融服务,实现产业资本和金融资本的有效结合。因此,保小微企业等市场主体

小微企业是产业链供应链发展的重要组成部分。在维护产业链供应链安全,维持产业链供应链稳定方面,其中一个重要内容是保小微企业等市场主体。一方面,小微企业对国民经济发展发挥了巨大作用,本身是产业链供应链的重要组成部分。轻资本、劳动密集型等行业本身更适合小微企业发展,行业内主要是小微企业。如纺织服装行业80%以上是中小企业。即使是重资本、技术密集型行业,在产业链供应链上也需要大量的小微企业为核心企业提供配套服务。另一方面,小微企业发展对外部环境有较大依赖,高质量发展需要政策支持。这其中,由于小微企业自身积累较少,资金来源更需要外部支持,通过金融机构提供金融服务,实现产业资本和金融资本的有效结合。因此,保小微企业等市场主体

## 供应链金融服务产业链供应链安全发展的优势突出

供应链金融服务产业链供应链尤其是服务产业链供应链上小微企业的优势突出。供应链金融从产业链供应链整体出发,针对主导地位的核心企业与上下游企业提供系统性的金融解决方案,有助于提高产业链供应链运行效率。供应链金融产品与小微企业的资产构成中,房产土地等不动产较少,而预付账款、存货、应收账款占比较高。供应链金融在中小微企业提供融资服务时,更注重贸易背景真实性,对不动产抵押的依赖较低甚至没有,部分产品如保理、保兑仓、应收账款质押、动产质押等又有效激活了小微企业的动产,可以让小微企业充分利用其既有资产获得融资支持。

一是供应链金融对不动产抵押要求较少,解决了小微企业不动产抵押物较少的问题。小微企业的资产构成中,房产土地等不动产较少,而预付账款、存货、应收账款占比较高。供应链金融在中小微企业提供融资服务时,更注重贸易背景真实性,对不动产抵押的依赖较低甚至没有,部分产品如保理、保兑仓、应收账款质押、动产质押等又有效激活了小微企业的动产,可以让小微企业充分利用其既有资产获得融资支持。

二是供应链金融关注主体评级但更依赖债项评级,缓解了小微企业资信信息不足的问题。小

微企业经营年限较短,公司治理不规范,企业规模小,内部分工相对较粗,信息透明度相对较低,不利于金融机构准确把握其资信水平。银企之间存在较大信息不对称,影响金融机构融资支持小微企业的积极性和有效性。供应链金融在真实交易背景下,整合物流、资金流、信息流等信息,对产业链供应链中的核心企业和上下游小微企业进行主体资信评级,有效解决了小微企业资信信息不足的问题。

三是供应链金融业务模式灵活多样,更有利于小微企业结合自身特点选择金融服务。小微企业融资具有融资期限短、融资金额小、资金支用频、资金使用急的特点,传统不动产抵押贷款办理流程相对较长,业务模式单一,与小微企业融资特点的契合度较低。供应链金融产品模式灵活、金融工具多样,可以有效根据小微企业的融资特点设计方案,更好满足小微企业融资需求,如保兑仓在服务小微企业过程中,可根据小微企业的资金使用情况及及时调整融资数量和质押物数量,既满足小微企业的融资需求也有效降低小微企业的融资成本。

四是供应链金融可以提供综合服务方案,满足小微企业的综合金融服务需求。如保理在为小微企业提供融资支持的同时,也同步为小微企业提供资金归集、应收账款管理等服务。保兑仓在为小微企业提供融资服务的同时,也同步为小微企业提供库存管理等服务,可有效降低小微企业的库存成本。

## 依托科技发展数字化供应链金融服务产业链供应链

首先,通过金融科技手段直接推动供应链金融发展。供应链金融要求金融机构全面掌握融资主体的物流、资金流、信息流信息,对信息收集处理要求较高,信息不对称的存在对传统金融机构发展该项业务形成较大制约。依托金融科技可以低成本、高频次的获取客户信息。在这方面,最直接的就是在信息系统方面实现银企直连,通过实时交互企业仓储物流、资金往来等经营信息,将沉淀的交易、经营信息利用起来以更好的推进合作。同时,金融机构也可以应用大数据、区块链、人工智能技术对产业链供应链进行更清晰的画像,提高资源配置的科学性,为小微企业高效动态提供个性化的金融服务方案。

其次,通过金融科技手段打造场景,间接推动供应链金融发展。供应链金融发展的一个理念是推动产业链供应链运作效率和资金利用率提高,既要服务小微企业生产经营,又不得干扰小微企业正常生产经营。在金融科技快速发展的情况下,金融机构通过搭建场景生态,将金融产品和产业链供应链运营有机融合,金融成为场景生态的有机组成部分,让小微企业在“无感”的情况下获得供应链金融服务。在场景搭建过程中,要充分利用供应链金融产品种类较多的优势,围绕预付类、存货类、应收类三类产品进行模块化的创新设计,以标准化产品拼装组合的方式快速形成不同的服务方案,及时满足小微企业的金融服务需求。与此同时,金融机构也可以积极探索与非金融机构合作,将应用场景不断落实到现实交易中,以场景方式整合金融和非金融服务,为小微企业提供一站式服务。

再次,通过金融科技手段强化供应链金融风险管理,实现供应链金融安全发展。供应链金融业务模式、风险管理等都不同于不动产抵押贷款,不能采用不动产抵押贷款的思路,而需要同时关注经营主体信用评级和债项评级。一方面,从产业链供应链自身看,打造基于多维数据支持的风险防控体系,及时关注企业经营发展、贸易背景的真实性、产业链供应链的稳定性,完善供应链金融的信用评估体系。另一方面,从外部环境看,需要运用大数据、区块链、云计算等科技手段,强化对非结构化信息、外部信息的整合应用。通过多方面的信息交叉验证,增强对信用风险的研判。

(作者系武汉大学经济学博士,财政部中国财政科学研究所博士后)