

如果印鈔如此廉價，那面對經濟衰退和金融市場崩潰，面對任期內的政治壓力，政府如何管住這個終極誘惑？而肆無忌憚的印鈔，按照MMT（現代貨幣理論）的觀點，只有嚴重的通脹才能管住貨幣的水龍頭，那麼通脹將是必然的終局。如果大通脹是必然的終局，那麼貨幣的價值貯藏功能就會越來越不可靠，持有可靠的實物資產、金融資產和數字資產，雖然短期內會有階段性的「債務—緊縮」壓力，但長期來看，仍然會遠遠好於可以「無限供給」的信用貨幣。

# 大通脹會成為終局嗎？



▲疫情造成供給中斷，大寬鬆刺激的需求擴張之間形成了供需缺口，通脹由此而產生。

澤被萬物



趙建

西澤研究院院長

一年多以前，筆者堅定的認為全球會發生大通脹。當時的邏輯很簡單：大疫

情造成的供給中斷與大寬鬆刺激的需求擴張之間形成的供需缺口。再具體一點的話就是，疫情雖然也造成了內生需求收縮，但貨幣寬鬆通過外生手段可迅速修復，但供給修復起來卻很難。

真正嚴重持續的通脹本質上都是供給出了問題，即發行紀律崩潰的貨幣無法喚起供給的積極性。通脹尤其是惡性通脹的原因都是深層次的，比如計劃管制帶來的經濟失衡、生產體系的破壞、發展中國家市場化和貨幣深化能力不足等。總而言之，通脹的深層次原因是供給體系的破壞導致的貨幣深化能力不足。

## 強美元徵收鑄幣稅

因為這個觀點，筆者還與幾個「著名」經濟學家發生了分歧。直到今年初，還有許多知名經濟學家認為不會發生通脹，只會發生通縮。經濟學是實踐的科學，不食人間煙火、不懂人情世故的經濟學和經濟學家，就算現實生活中的物價漲到了天上，也只相信數學模型和統計指標。

當然筆者當時的預判邏輯也存在瑕疵，就是沒有注意到金融交易資本在大宗市場上的炒作向商品市場的傳導。這進一步加劇了通脹的嚴重程度，因為金融市場是基於預期的、超調的、趨勢強化的。這一點總理座談會等重要場合，高層都做出了強調。

為什麼同樣實行MMT政策，發達國家可能會通縮，委內瑞拉等發展中國家必然是惡性通脹？MMT是檢驗一個國家貨幣強弱地位的試金石，也是強勢貨幣對弱勢貨幣徵收「鑄幣稅」的一種手段。鑄幣稅不是什麼陰謀論，是一個國家單純的依靠「鑄幣權」，用「毫無價值」的信用紙幣來購買其他國家實打實物品的一種權力。然而，不要簡單的認為那些可以徵收國際鑄幣稅的國家就只是坐享其成，這跟在國內依靠國家權力徵收鑄幣稅是一樣的道理：鑄幣稅的背後是一系列軟硬件基礎設施，以及多年歷史積累強化形成的共識網絡。

拿美元來說，美元作為國際通貨、世界貨幣，是一個近一百年積累和培育的過程。美元並不是一開始就可以作為世界貨幣被各國接納，一開始只不過是黃金的「憑證」或者說是黃金券，即布雷頓森林體系。這樣，美元是藉着黃金「上位」的。布雷頓森林體系進行了近三十年的時間，促進了二戰後的國際貿易和經濟往來。在期間最重要的是，美元依靠黃金用三十年的時間培養了全球用戶的使用

習慣：支付、結算、儲備、投資、避險等等。其中最重要的一個貨幣功能就是：定價。

此外，全球以美元為核心建立了一個強大的美元帝國集團。美元集團的成員國跟歐元區一樣，對美元有極大的依賴，或者是緊密的盯住美元，或者乾脆放棄自己的主權貨幣用美元來擔負國家貨幣的角色。中國改革開放的四十年，尤其是加入WTO後的二十年，大部分時間也是盯住美元的。次貸危機之後，雖然人民幣匯率放鬆了波動幅度，但是仍然在很大程度上是盯住美元的。香港採用的也是美元聯繫匯率制。

MMT實施的一個條件就是徵收鑄幣稅和管理通貨膨脹的能力。如果說中國可以依靠國家能力在國內徵收鑄幣稅，那麼美元不僅可以在國內，還可以在全球徵收。大疫情期間一個具體的表現就是用美聯儲發給個人和家庭的鈔票，在全球購買實打實的日用商品。這就是發達國家尤其是美國可以任意量化寬鬆貨幣大放水的根本原因。無論印多少紙幣，在全球都可以找到過剩的產能來消化。美國只負責維護好自己的基礎設施就行了。另外，發達國家還有發達的金融市場，尤其是發達的資本市場，可以成為貨幣放水的蓄水池，或者說是貨幣向資本轉化的管道。而資本的形成能力，代表了一個經濟體可持續發展的能力。

因此可見，相對脆弱的飽受通脹肆虐的南美國家來說，美國等發達國家雖然大肆印鈔但仍然沒有發生嚴重通脹的原因，主要是因為其開放的現代化經濟體系及現代化的社會治理體系。而這些，那些貨幣紀律崩潰、政府治理混亂的南美國家並不具備。

## 量寬如同飲鴆止渴

如果大通脹是貨幣大放水的唯一約束，那麼也就意味着大通脹是必然的終局——政府會用盡所有的貨幣寬鬆空間，直到無路可走，這是人的本性。經典經濟學中政府與市場博弈的動態不一致性，其實就暗含着這個結論。

動態不一致性意味着央行貨幣政策的獨立性承諾在市場的理性預期看來是無效的。一個拓展的含義就是，人們不相信當經濟衰退和金融危機發生的時候，政府和貨幣政策會坐視不管。這意味着，長期做多貨幣寬鬆和通脹是個風險極低的策略。而相反，與央行做交易對手則是性價比不高的策略。在這樣的博弈結構下，等於央行給市場免費發了看跌期權，激勵金融機構與央行一起做多，直到大通脹發生。這是從交易的角度認識大通脹的發生機理。

但如果投資者開始對央行的寬鬆政策形成一致性預期的時候，情況開始變得不一樣。也就是央行貨幣政策

的有效性必須要有異質性預期，否則會因為被市場的理性預期消解掉而變得無效。但是當異質性預期消失的時候，過去在央行看跌期權的保護下產生的極低波動率階段開始發生變化。這意味着風險並未消失，而是在央行的管理下進行了轉化，集聚成更大的風險。

一旦大通脹的預期發生，貨幣寬鬆政策預期的拐點也就隨之產生，投資者就開始減少風險資產的配置並增加與通脹掛鉤的資產。預期開始自我實現，從金融交易層面就是「通脹預期——增配大宗——大宗上漲——通脹加劇——預期強化——增配大宗」，這是一個正反饋過程。繼而在實體層面，大宗上漲引發的原材料上漲開始向下游傳遞，直到所有的CPI籃子裏的商品（消費品）普遍提價，這是典型的成本推動型通脹過程。

歷史經驗表明，只要供給體系沒有被嚴重破壞，惡性通脹並不容易發生。市場經濟，資本主義生產和積累體系，是具有過剩傾向的。計劃經濟則是短缺，因為計劃經濟對供給是結構性抑制的。但需要清醒認識到的一點是，天然具有寬鬆和印鈔傾向的貨幣政策，並不一定意味着通脹一直持續，中間還可能會發生一段時間的通縮。這是因為現代貨幣是信用體系，廣義貨幣是商業銀行通過向實體經濟投放信貸，即實體部門和部分非銀金融機構產生債務而創造的。也就是，如果不是央行直接投放基礎貨幣（如美國直接給個人和家庭發貨幣補貼），大部分貨幣都是廣義貨幣，而廣義貨幣的背後是債務。

有債務就會有債務周期。債務初始產生的時候，貨幣大擴張，需求膨脹拉動供給，或者進入金融市場製造資產泡沫。一旦進入償還周期，就會進入一種緊縮狀態。原因很簡單，錢不能再用來消費或者投資，而是用來還本付息。這種狀態往往伴隨着一種通縮的過程。如果債務無法還本付息，而且還不能破產清算核銷，那麼實際上就意味着壞賬貨幣化。這個時候，央行需要用基礎貨幣來購買那些本不創造價值的有毒資產（比如美國的量化寬鬆），這等於換作央行向經濟系統「直升機撒錢」。這個時候穩住了總需求，防止了通縮危機的產生。

但與此同時，央行也從此走上了一條不歸路。如果印鈔和擴大政府赤字如此簡單易行，又如此強大有效，又何必採取其他政策手段呢？只要不發生通脹，這條路就可以繼續走下去。甚至可以說，這是現代宏觀經濟管理手段發達的表現，是經濟文明進步的表現。然而，當通脹再起的時候，一切也就終結了，一個新的時代也將開始。回顧上世紀70年代的「大滯脹」時期，或許會給我們意味深長的啟示。

# 如何在股市貨比三家

廟堂江湖



沈凌

德國波恩大學  
經濟學博士

老奶奶去菜場買菜，都知道一個簡單的道理：貨比三家。因為消費者都是非專家購買，如果你想知道的比賣菜的還多還懂

行，幾乎是不可能的。那麼消費者如何才能不上當受騙呢？只能多看看，比較比較。股民朋友去股市裏面買股票，也要學老奶奶的本事，貨比三股。當然，比較是有講究的。

股票的好壞無非就是一個收益率。你別管它是生產什麼的，能帶來收益才是好股票。茅台酒再香，你一個股民，對着電腦屏幕也聞不到茅台酒的香味，所以是醬香還是濃香，其實和你半毛錢關係都沒有。有關係的，只有收益。

那麼茅台的收益如何呢？2020年整年盈利467億元（人民幣，下同），聽上去真不少。畢竟一年才365天，每天都要賺一個小目標還不止。不過，這個盈利水平是高是低還是要比較一下才知道。

首先和自己比，十年前的情況如何？2009年盈利43億元，十一年增長了9.8倍，差不多十倍。這個盈利的增長率的確不差了。至少遠遠高於大盤指數。所以它作為A股第一貴的股票是有道理的。其次和其他股票比。這個橫向對比包含了全部投資思維的精華，一下子說不清楚。為了簡單起見，筆者找兩個代表了中國工業化和城市化進程的股票，做一個對比。需要說明的是，我沒有股評資格，下面的討論並非推薦任何股票。

比如三一重工，它算是中國製造業的翹楚，雖也算不上什麼新科技，但它的產品是工業化的一個重要標誌。它2009年的收益26.5億元，2020年是154億元，增長了差不多五倍。而海螺水泥，作為中國城市化進程的重要建築材料供應商，在同一時間段內，盈利也增長了九倍。看起來，這些股票的確不如茅台酒，但差距也並不是那麼驚人。

但是如果你現在需要買股票的話，是不是應該就下手貴州茅台了呢？這好比老奶奶菜場裏看到了一堆新鮮的青菜，是不是就應該馬上付錢買進了呢？

# 新盤為樓市再添動力

主樓布陣



布少明

美聯物業住宅部  
行政總裁

在過去一個月，新盤市場未見大舉推盤，令二手市場搶盡焦點並突圍而出，除了成交量大增外，造價亦同

步回勇，一線屋苑盤源漸見「乾枯」，購買力漸漸擴散至各區的二、三線屋苑，刺激二手交投表現標青。雖則早前一手市場略為「回氣」，但最近又屆「風再起時」，多個焦點新盤項目蓄勢待發，而且在本月內落實開售的成數頗高。個人估計，首批單位往往貼市價，料有助帶動新盤市場交投。不過，一手交投量要視乎發展商推盤速度，假如九龍及港島大型新盤未能趕及月內應市，本月一手料錄近1100宗水平。至於二手方面，由於早前不少苟價盤陸續消化，而且或有部分買家回流一手，交投速度或略見放緩。

話鋒一轉談談近期的環球資產市場。最近香港股市日升日跌，令人難以看透，現階段入市亦難掌控風險；另一方面，有媒體引述海外報道指，部分環球投資者眼見環球投資市場轉趨樂觀，

不會。老奶奶大概率會先問問菜價。比較一下是不是合算。如果菜很新鮮，但是價格太貴，節省度日的老奶奶搞不好還會捨棄新鮮青菜，退而求其次去買不那麼新鮮但是價格便宜很多的青菜。

貴州茅台現在2055元一股，2009年底的收盤價是53元，十一年增長了差不多40倍。所以，雖然不能簡單判定它是不是值得買，但是至少我知道它比十一年前，不值得多了。因為它的盈利僅僅增加了10倍，而價格卻增加了40倍。那麼上面提到的另外兩個公司呢？三一重工在同時間段內價格增加了4.2倍，和其盈利增長狀況基本合拍。海螺水泥的股價增長了4.7倍，遠低於其盈利的增長幅度。所以從歷史角度看，海螺水泥合算多了。

當然，買股票是買未來，不是買過去。如果你看完了歷史分析就決定買入海螺而不是茅台或者三一，意味着你假設未來的趨勢會和歷史完全一致。如果你假設未來茅台盈利的增長幅度遠遠大於其他兩家，那麼可能還是值得現在買入茅台而不是別的兩家公司的。那麼，我們要假設茅台的盈利增長率遠高於其他兩家公司到什麼程度，才值得買入茅台呢？當前的茅台市盈率55倍，三一重工18倍，海螺水泥6倍左右，剛剛好互相間隔三倍。

這意味着這樣一個對賭協議：如果你假設三一重工的盈利增長率在未來十年每年都高於海螺水泥十二個百分點的話，那麼你應該棄海螺水泥而買三一重工。這是一個相當大膽的預測，至少和過去十年的趨勢完全不同。因為過去十年是海螺水泥的盈利增長率高於三一重工，而不是相反。而只有你假設貴州茅台的盈利增長率高於海螺二十四個百分點的話，棄海螺而買茅台才是理性的選擇。實際上，這同樣也是相當大膽的假設，因為這意味着如果海螺繼續保持過去十年增加9倍的增長率的話，你應該假設茅台的未來十年將會增長81倍；或者茅台還是和以前一樣增長的話，海螺水泥未來突然陷入零增長的陷阱。

假設我們都看好中國未來十年的宏觀經濟，我們有什麼理由相信：未來中國人會在茅台為代表的高消費上增長差不多十倍，而在城市化上面躊躇不前，毫無進展呢？

故有意減持「安全系數」高的債券，轉買「實物」資產。不得不再次說說，香港的「磚頭」是眾多資產類別中最值得持有的。並非本人「賣花讚花香」，我們若簡單作比較即可知一二。

先說最為人熟悉的股市。雖然投資股票或許能帶來不俗回報，但缺點是投資風險大，例如近期的香港股市相當波動，假如「買錯板塊入錯市」、「損手」是少不免。假如要在股市中獲利，要花費時間精力研究不在話下，而且眼光時機運氣亦缺一不可，因此能在股市中致富者僅屬小眾。

另外上文談及的債券雖然風險低，是穩陣保值的資產，但只能抗通脹，升值潛力渺渺，所以假如對投資市場前景樂觀，加上目前環球資金氾濫的經濟大環境，持有債券的「機會成本」頗高，其回報亦未必能追上因各國「印銀紙」而導致的購買力損失。

因此，若說「實物」資產，個人首選當然是集眾多優點於一身的香港「物業」。港樓在疫情期間展現極強抗跌力，投資風險相對不高，買家可安心持有；能抗通脹之餘，亦有投資升值空間；具備收租功能，同時還可自住，因此絕對是最多功能的資產首選。

