



高善文：我国货币政策当前 应关注哪些基本问题？



意见领袖 | 中国财富管理 50 人论坛（本文作者：高善文）

安信证券首席经济学家高善文博士近日参加由中国财富管理 50 人青年学术论坛举办的“数量型与价格型货币政策：政策空间与传导效果”专题研讨会，就如何统筹权衡数量型货币政策和价格型货币政策进行了点评发言。高善文博士认为，当前中国的货币政策框架，需要认真思考两个基本问题：第一个基本问题是当前的中性利率处于什么水平？正在经历什么样的变化？第二个基本问题是中国的货币政策传导渠道是否正在发生范式改变？他强调，由于中国的宏观经济环境正在经历深刻变化，货币政策也应与时俱进，前瞻性地做好应对经济结构变化的理论准备和政策储备。



以下是发言整理。

我想重点讲两方面的问题，对今天的讨论做一个补充，同时也就货币政策工具的基础性问题及其对当下和未来的影响进行梳理。

第一个问题，对我国价格型工具的分析。价格型工具主要用于确定某个金融市场的资金价格。在这一过程中被忽略、但又异常关键的问题是：

在给定的金融市场上，中国的中性利率处于什么水平？中性利率是否正在明显下降？中性利率及其变化为价格型货币政策工具提供了参照系。只有基于该参照系，我们才知道货币政策是松是紧。但目前所有讨论中似乎隐含这样一种假设：中国的中性利率水平总体稳定，所以可以忽略中性利率，直接判断货币政策的松紧。

这一假设存在很大问题。中国的中性利率在过去十年是否稳定？在未来十年会变化到什么水平？这一问题的答案并不是那么确定。实际上，我倾向于认为，中国的中性利率水平正在下降，特别是 2018 年以来，预计到 2030 年，中国的中性利率水平都将经历大幅度下降。

如果这一判断正确，那么以三年前的眼光看当前的利率水平，也许是略宽松或基本合适的；但在中性利率下降后，可能当前的利率水平就是明显紧缩的。所以，研究中性利率水平的变化，对指导货币政策操作，具有基础性的意义。目前，这方面的研究似乎很不充分。

为什么说中性利率在下降？有学者指出，当前的加权利率水平是改革开放以来的最低水平，言下之意是货币政策很宽松。但值得注意的是，当前的经济增速也是改革开放以来的最低水平。即使扣除疫情影响，近两年增速也依旧是改革开放以来的历史低点。通过对各种口径的企业资产回报率的研究（包括工业企业、上市公司、国有企业），以及增量资本产出比、经济总体的资本回报率等的估算，都清晰地显示出当前实体经济端的资本回报率正处于历史低点，特别是在过去十多年经历了连续的大幅度下降。

所以从历史平均水平看，当前利率水平也许是宽松的；但如果考虑到同期中性利率水平加速下降，那么当前的利率水平也可能就是紧缩性的，至少远没有简单对比所暗示的那样宽松。

从另一个角度看，2008年之前，中国经济总体面临易热难冷的问题。信贷扩张、经济扩张的支撑力主要来自私人部门的投资需求。但2010年以来，经济总体是易冷难热，经历了巨大的结构性变化，私人部门的投资需求始终处于疲软状态。由于私人部门信贷需求不足，过去十来年支撑经济最重要的驱动力就是基建和房地产，大量新增信贷都流向这两个领域。

但这类融资需求存在两个突出特点：一是政府基建类融资一般被认为存在政府隐性担保，从而对价格形成严重扭曲；二是出于对土地财政和金融稳定等因素的考量，房地产融资也被认为存在某种形式的隐性担保，认为其与经济整体稳定密切相关。

在过去十几年的实践中，房地产每次走弱，政府都会积极救市，这也在一定程度上造成了房价的通货膨胀预期以及对房地产市场刚性兑付和软预算约束的预期。这些预期导致基建和房地产部门以异常高的利率进行融资，并形成对私人部门的挤出。也正因为这种扭曲作用，这段时期的中性利率可能被系统性地扭曲和抬升到较高水平。

2018年以后发生了两件很重要的事情：一是对政府融资平台进行限制，地方政府变相加杠杆、隐性债务等问题被基本控制；二是去年下半年以来的“三条红线”加速了房地产市场的去杠杆过程，造成大量房地产企业违

约，房地产市场在供给侧进行了相对广泛的出清。

其直接影响是，基建和房地产对资金的需求大幅度地萎缩。在此背景下，整个经济中的增量资金需求在快速萎缩，之前所产生的市场扭曲也在很大程度上被修正。再叠加疫情等各种层面的问题，相比 2020 年以前，当前的中性利率必然会明显下降。

因此，从这一思路看问题，当前信贷需求不足的关键解释，就是当前政策利率太高，甚至可能高于中性利率水平，形成一定程度的紧缩效应。

在研究利率问题时，一定要把中性利率纳入研究框架。特别要看到中性利率在过去十年至未来十年，将发生剧烈变化。

以美联储为例，2010 年以来，美国剔除通货膨胀后的中性利率水平约在 0~0.5%；但 2000 年之前可能在 3%左右。也就是说，2000~2008 年，美国中性利率水平出现了一定程度的下降，但当时美联储对它的认知比较模糊。那一时期美联储无论如何加息，远期利率都始终下降，令人十分迷惑。在此条件下，美国货币政策操作出现了一些问题，这与后来金融海啸的爆发密切相关。2010 年以后，美国中性利率继续下降，基本接近 0% 的

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42783

