



徐远：从五个方面分析当前货币政策



意见领袖 | 中国财富管理 50 人论坛

北京大学国家发展研究院副教授徐远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发言。徐远分别从对中性利率的讨论、当前债务成本及其走势、货币政策的信号作用、结构性货币政策的内在矛盾以及不可持续的商业银行存贷差等五个方面，对我国货币政策的制定与执行进行了深入分析。徐远建议，在讨论具体政策的技术细节前，首先应将货币政策的整体框架与逻辑梳理清晰，否则很难界定讨论的范畴，进而无法做出合理的政策建议，所制定出的货币政策也难以发挥预期效果。



第一，中性利率是讨论货币政策的基准。中性利率是研究货币政策有效性、传导机制、量价问题的锚。但在经济快速转型中，如果中性利率发生变化，其实是很难测算的。理论研究通常需要基于历史数据进行计算与推测，但若突然发生较大变化，比如经济潜在增速下行、资本回报率下行等，研究者是缺乏足够的数据来支撑判断的，只能基于对当前情况的各自理解来判断，导致很难界定讨论的范围。

在无法判断中性利率是否下降以及下降幅度多少的情况下，如何判断货币政策的松紧程度？我认为，若当前经济正在超预期地下行，那么必然需要降低利率，采取更加积极的货币政策来对经济进行刺激。也就是说，即使不能准确地判断出中性利率下降了多少，但将政策利率下调到低于中性利率的水平，应该是一个合理的选择。

为什么这样说？目前经济形势确实偏冷。去年四季度，将出口贸易及政府基建因素剔除，内在经济增速其实很低，实际增速只有 3%，消费增速也差不多 3%。今年一季度统计增速是 4.8%，但剔除政府基建和出口，增速也只有 3% 左右。难道当前的潜在增速只有 3% 的水平么？如果我们将潜在增速的目标定在 4%~5% 甚至更高，那毫无疑问现在经济是偏冷的，并且这种偏冷并没有考虑到疫情等外生冲击因素。实际上，疫情对经济的影响是 3 月底才开始显现的，上海封城政策是 3 月 28 日才正式施行。我们需要思考的是，既然当前经济增速低于均衡状态，那么无论是财政还是货币政策，都应该是刺激性的，而非中性政策。在这个逻辑下，如果我们承

认中性利率正在下行，那么降息就具备其合理性。

第二，债务成本问题。当前我国宏观杠杆率很高，而且未来仍将较长时间地保持较高债务增速。从逻辑上看，这就必然要求未来平均债务成本要下降，否则债务将难以为继。也就是说，市场均衡利率水平一定要降低，至于如何分配是另外一回事。

这方面可以从国际上找到很多经验。上世纪八十年代以来，美国平均债务成本（中性利率加市场通货膨胀率）从百分之十几降至百分之几的水平。剔除通货膨胀，美国实际利率大约从 5%~6%，下降到零甚至是负利率水平。即使如此，也尚未达到市场均衡状态。欧洲目前也基本是零利率水平。因此，从发达国家的经验来看，债务平均成本降低是一个必然趋势，过去半个世纪以来的数据都可以比较精准地反映这一点。这也可以说明，目前的中性利率应处于很低的水平。

第三，关于货币政策信号作用的问题。黄益平老师提到，小幅降息会让市场解读为央行不愿刺激、不愿宽信用。事实上，这种小幅降息所释放的信号甚至是紧缩性的，因为要考虑到市场中的很多结构性问题，比如小

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_42917

