



④ 周皓

中国货币政策的短期最优选择、中期有效评估以及长期非中性探讨

短期看，以结构性政策为主的央行货币政策历史使命已经完成，要尽快开始实施总量货币政策，引导信心触底反弹。中期看，总量型货币政策对房地产以及股市恢复相对有效，进而对未来经济复苏和中高速增长产生潜在的积极影响。长期看，偏积极的货币政策取向将会最适配中国当前和未来30年经济增长的要求。

所谓货币政策，通常是指中央银行通过调整诸如流动性状况或政策利率等工具，以期达成经济总量或通货膨胀目标的一系列政策行为。当前的货币政策体系是在大萧条之后逐步发展形成的，这个政策体系有两个重要特征：一是总量政策，二是逆周期。不过，在最近十多年间，各国央行开始采取一些结构性货币政策措施，结构性货币政策的共同的特征是定向配置资金。

中国货币政策的短期最优选择——结构转向总量

结构性货币政策意在发挥部分财政功能，针对中国经济结构实际存在的问题对症下药，在新冠肺炎疫情暴发之初这类工具相对有效，既精准滴灌了薄弱环节又补充了基础货币。但当前已是疫情发生的第三年，生活秩序逐步恢复，经济存在弱复苏态势，市场主体信心亟待恢复。假定短期内疫情带来的结构性扭曲仍然存在，此时再过度依赖结构性货币政策将会弊大于利。具体体现在以下几个方面：

一是时间滞后较长。央行的结构性政策传达到国有大行、分行、支行再到小微企业过程非常长。结构性货币政策在疫情防控时期，特别是过去一年来，导致消费投资严重滞后的情况是非常普遍的。

二是结构性政策有很大替代性。给小微企业的支持政策和双碳节能政策存在互相抵消现象，如：拉闸限电对小微企业带来了一定冲击。因为政策制定分属不同行政部门，这过程中不断有其他的政策出台，也有各自的侧重点，很难说结构性政策实惠能够真正被疫情冲击最严重的小微企业和低收入群体享受到。

三是结构性政策在当前时间点的问题是套利摩擦损耗相对严重。结构性政策在具体执行落地过程中违规的操作时有发生，被滥用套利的问题也曾出现过。这种现象较少在总量政策上发生，原因在于没有太多人预先知道政策实施细节。

四是结构性货币政策长期过度使用模糊了财政和货币的

界限。这导致市场机制配置资源功能弱化，财政调结构，货币重总量这个特征不能改变。在当前经济触底回弹期，结构性货币政策带来的信号作用远不及总量型政策，此时范式转换对提升市场主体信心极其重要。

回顾过去，中国的结构性货币政策在2014年以后的特殊时期发挥过重要的积极性作用，如棚户区改造等。可以说当稳经济压力较小或财政政策不太给力时，结构性货币政策在经济结构性调整过程中是相对有效的。但在当前疫情导致重大结构性扭曲、经济增速或跌入3%以下的情形下，应该适时转向总量型货币政策。当前的外部条件也相对成熟，美国通胀出现了拐点，其经济也即将步入技术性衰退。美联储大幅加息将使其通胀压力降下来，此时美元指数不再强势，人民币汇率稳定压力也会显著降低，这是国外条件。回望疫情发生这三年，消费一直没有得到有效恢复。2020年是依靠出口和房地产投资发力，2021年和2022年则是依靠出口、基建投资和制造业投资。进入四季度，出口下行趋势得到确认，基建投资在财政收入减缓，特别是土地出让收入减少的情况下也很难一直维持这个力度。明年消费若仍然一直弱势，不尽快恢复到常态化水平，将对居民预期和信心是极大的打击。10月数据显示，生产者价格指数（PPI）同比下滑，为2020年12月以来首次，工业产出和工业生产者购进价格指数已经发生且正在发生衰退。

由此可见，通胀的外部环境和内部现状都支持总量降息降准政策，此时中美利率剪刀差并非强约束。疫情发生以来，整个信贷和社会融资里，可能只有和国企有关的债券类有所增长，民营类发债都在继续下降，房地产行业的国企与民企在融资方面更是存在天壤之别。结构性政策并不能改变银行等金融机构嫌贫爱富的偏好，也无法使其真正平等地对待国企和民企、大中型企业和小微企业，因此，竞争中性原则得不到很好的落实，这也是总量政策呼之欲出的重要背景。

从操作空间看，降准较5%的短期区间底还有一定的空



间，降息特别是贷款市场报价利率（Loan Prime Rate，简称LPR）和加点差都有较大的降低空间。短期内，结构性政策已经完成了历史使命，在面对经济深度收缩与疫情带来的消费、投资、房地产结构性扭曲和压缩的情况下，最有效的政策是总量货币政策，就是降息降准，提高货币增长。

货币政策的中期相对有效性——脱离流动性陷阱

美国2008年金融危机与日本1990年经济危机之后，从国内生产总值（GDP）增长标准来看两个国家货币政策的效果都相对无效，五年内都没什么经济增长。但两者有一个区别，美国的数量宽松政策刺激了房地产价格恢复和房地产利率的下降。日本房地产泡沫破灭之后补救不及时，没有采取量化宽松，而是1991年开始缓慢降息，日本房地产、股市继续下跌，风险溢价继续上涨，进而陷入资产负债表衰退。同样经济没有增长的情况下，日本居民的偏好是负债最小化，很少有买房计划，但在美国就会有，因为利率下降、股市上升、房价上升。因此，仅看GDP增长，两国的货币政策都没有效果，但迅速救助经济脱离流动性陷阱的是美国式的数量宽松政策，日本的早期应对政策是无效的。2012年以后，安倍晋三的政策出现了根本性转折，但是错失了二十多年时间。尽管围绕量化宽松的争议也很多，但尽快摆脱流动性陷阱提振市场主体信心的目标已实现。日本房价在1990年崩溃后持续下降了近20年，如果维持这个时间维度，消费者、投资者对未来预期就是永久性的消极。日本1990年危机之后，城市土地价格指数一直下降，股市也一直低迷。在这个大环境下，投资会被推迟，企业扩张计划也不会被制定。对比美国，2008年至2009年3月，股市、房市开始下降，这个过程持续一年多不到两年，而不是10年或20年。2009年美国股市探底，美国的利率政策反应迅速，不到一年时间政策利率就降到0，短期利率下降之后，长期利率也一起下降，一直到2012年都维持在极低水平。中国若避免进入货币政策的流动性陷阱（如日本），在一年之内结构性政策向总量政策转变是关键，可以参看美国2008年后的货币政策转型。

中国货币政策长期非中性探讨——产业升级和技术进步

长期而言，中国经济发展在未来30至50年，处在由偏低中等收入经济到偏高中等收入经济转型的过程中，存不存在货币中性问题，或者说这个问题是否可以证伪？这是本节我们想要探讨的问题。卢卡斯讲的货币中性，在一个部门的增长率

稳定或零增长的情况下是中性的，长期来说货币政策没有实际效果。中国经济过去40年增速高达8%~10%，未来可能达到4%~6%的增长潜力，而在中高速增长过程中没有产业升级是不可能的，在这种情况下，货币是不是中性的值得思考。以美国为例，20世纪七八十年代存在“消失的货币之谜”，一个原因是产业结构迅速变化，另外一个原因是货币金融交易技术的革命。后者使得原来只能有货币存款，现在有好多新式账户，基础货币周转倍数可能从原来的2倍上升到10倍。经济发展快，交易技术迅速转变，但是没有通胀，所以称之为“消失的货币之谜”，这也是中国未来可能出现的现象。在产业结构升级转型的过程中，货币增长是要超过名义GDP增长一定百分比的，这是未来中国经济中高速增长必需的一个政策条件。如果没有货币总量较为适度的增长，就会抑制产业创新，抑制企业家的投资计划，抑制居民长期购房计划，这是他山之石的历史经验。2012年以后国内货币政策最常见的关键词为稳健中性，偶尔表述为松紧适度。如果从现在到2035年或到2050年，中国经济保持中高速度增长（4%~6%），为了支持产业结构的快速升级和适应技术创新的变迁，包括金融科技的创新，货币政策不应该是中性稳健的，而应该是适度积极的，比名义GDP增速要高出一定百分比，这个阈值可以商榷，这种适度积极的取向也是中国未来经济发展远景目标实现的内在要求，而总量型偏积极的货币政策最终也会体现在消费、投资或购房的实际增长上。

此外，在林毅夫等学者的研究中，经济中存在多个部门，产业结构升级若得以顺利推进，中国也不存在货币中性的可能性。

总结

短期来看，以结构性政策为主的央行货币政策历史使命已经完成，要尽快开始实施总量货币政策，引导信心触底反弹，防止中国经济永久跌入中等收入陷阱。中期来看，总量型货币政策对房地产以及股市恢复相对有效，进而对未来经济复苏和中高速增长产生潜在的积极影响，包括居民购房、民企投资和长期消费。长期来看，中国经济正处于中高速增长阶段，未来30年左右中性货币政策的理论基础是不存在的，偏积极的货币政策取向将会最适配中国当前和未来30年经济增长的要求。为此，最优应对政策为重视货币政策非中性的特征，降低政策利率和长期基准利率，鼓励技术创新方面的投资以增加全要素生产率和经济潜在增长水平。①

（周皓为清华大学五道口金融学院讲席教授、南方科技大学商学院讲席教授，沙楠为清华大学国家金融研究院新结构金融学研究中心副主任、南方科技大学商学院访问学者。本文编辑/王芳）