



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

金融专报

2021 年第 17 期 总第 106 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2021 年 4 月 29 日

仍需对货币政策范式转换持谨慎态度

张明

- 自 2008 年全球金融危机爆发以来，世界经济中出现了持续且不断深化的“三低两高”现象，即低增长、低通胀、低利率、高债务与高收入分配失衡。从更深层次来看，该现象内部还存在着复杂的因果关系与相互强化机制，使其变得越来越难以摆脱。
- 全球金融危机爆发后，世界各经济体并没有经过真正深度的、痛苦的调整，仅靠扩张性宏观刺激政策度过困局。但很可能正是由于缺乏真正深层次的调整，才导致了目前长期性停滞的格局，并对传统货币政策理论造成冲击。

- 由于我国的财政政策在一定程度上相对比较保守，导致货币政策不得不承担部分结构性职能，因此要准确评估中国货币政策的实施效果，需要将结构性因素发挥的作用仔细梳理清楚。

一、世界经济中的“三低两高”现象

自 2008 年全球金融危机爆发以来，世界经济中出现了持续且不断深化的“三低两高”现象，即低增长、低通胀、低利率、高债务与高收入分配失衡。这一现象在历史上前所未见，而全球何时能够走出“三低两高”，目前也很难作出判断。

低增长是指世界经济陷入的“长期性停滞”格局。按照常理，在全球性经济金融危机爆发后，世界经济增速应该持续快速反弹。然而，在 2008 年全球金融危机爆发后，世界经济增速在 2009 年降至-0.1%。虽然该指标在 2010 年显著反弹至 5.4%，但好景不长，从 2010 年至 2019 年，世界经济增速从 5.4% 逐渐下降至 2.9%。在 2020 年，受新冠疫情冲击，该指标进一步下降至-3.5%。造成“长期性停滞”格局的主要原因，一是技术进步速度放缓，或者现有的技术进步未能充分地反映到 GDP 这一传统指标中；二是经济全球化速度有所放缓。此外，长期性停滞格局也是全球范围内民粹主义、保护主义与单边主义崛起的根源之一。

低通胀是指全球通货膨胀水平持续走低。造成低通胀的主要原因来自供给侧而非需求侧。一方面，过去十余年来，全球范围内并未出现大规模的自然灾害或者人为供给侧冲击，因此大宗商品价格总体上保持稳定。另一方面，更高水平的全球化以及数字经济的到来，也使得局部对商品的需求能够通过及时、远程的供给加以满足。

低利率是指主要发达经济体短长期利率水平处于历史较低甚至最低水平。例如，当前欧元区、日本短期市场基准利率为负，而美国联邦基金利率也仅为 0-0.25%。又如，当前欧元区与日本 10 年期国债收益率在零左右波动，英国 10 年期国债收益率不到 1%，美国 10 年期国债收益率也仅为 1.5%-1.6%。全球低利率，在一定程度上也是全球风险资产价格持续高企的重要原因。

高债务是指当前全球发达国家政府债务已经逼近二战爆发前的历史最高水平。尽管在二战之后，全球政府债务水平的确持续下降，但那是通过战争、灾后重建以及战后迅速的经济增长实现的。而新冠疫情爆发后，G20 国家用于救市的财政支出占 GDP 之比平均达到 8%。2020 年，美国联邦债务占 GDP 的比重已经达到 132.5%，上升了 24 个百分点。在未来一段时间内，发达国家能否找到平稳的方式实现集体去杠杆，面临很大的难度与挑战。

高收入分配失衡是指全球范围内的收入与财产分配失

衡不断加剧。这一现象背后的根本原因，是全球流动性过剩推升了全球风险资产价格，从而拉大了资产所有者与无资产阶层之间的财富差距。例如，截至 2019 年，美国前千分之一家庭的财富规模与后 90%家庭的总财富规模几乎相等，这一收入差距可谓令人瞠目结舌，与大萧条之后二战之前的史上收入分配失衡的峰值几乎相等。

从更深层次来看，在“三低两高”现象内部，存在着复杂的因果关系与相互强化机制，这会使得该现象变得越来越难以摆脱。

首先，低增长会导致低通胀。而一旦通胀持续走低，实施法定或者事实上通胀目标制的各国央行，自然就会降低基准利率的水平；为了刺激增长，央行也有必要实施扩张性货币政策，从而使利率保持在较低水平上。

其次，低增长与低利率会导致高债务，而高债务反过来也会导致低增长与低利率。一方面，为了刺激经济增长，各国会实施扩张性财政政策，这会导致政府债务的上升。此外，低利率也使得政府有更强的激励或者更大的空间去举借债务。另一方面，高政府债务也可能导致低增长与低利率。例如，经济学家罗高夫与莱因哈特的研究发现，当政府债务占 GDP 比率超过 90%这一阈值，各国经济增长的中位数水平将会下降超过 1 个百分点。随着政府债务的不断攀升，为了避免还本付息这一刚性财政支出压力的上升，各国政府有很强

的动力维持较低的收入水平。

再次，在低利率、高收入分配失衡与高债务之间，也存在着明显的因果关系。其一，低利率环境会强化投资者的风险偏好情绪，也方便投资者通过加杠杆的方式进行投资，这会导致全球风险资产价格持续上涨，从而加剧资产所有者与无资产阶层之间的收入分配失衡。其二，为了缓解收入分配失衡加剧导致的各种负面影响，各国政府倾向于通过加大财政转移支付力度的方式对中低收入阶层进行补贴，而这又会再度加剧政府债务水平。

最后，收入分配差距的拉大将会进一步压低经济增长水平，从而强化低增长格局。低收入阶层的边际消费倾向高于高收入阶层，因此，收入分配差距的拉大总体上会导致消费增速的下降，进而导致经济增速的放缓。此外，收入分配差距的拉大会导致民粹主义的上升以及民粹主义领袖的上台，而这些领袖更倾向于将收入分配差距的拉大归咎于其他国家的竞争，也更倾向于实施反全球化的经贸政策。这会导致全球化速度的放缓，从而继续压低全球经济增速。

二、后金融危机时期传统货币政策理论面临的冲击

导致全球经济陷入“三低两高”格局的直接原因就是美国次贷危机的爆发，而在次贷危机引致全球金融危机爆发后，世界各经济体并没有经过真正深度的、痛苦的调整，仅靠扩张性宏观刺激政策就度过了当时的困局。但很可能正是由于缺

乏真正深层次的调整，才导致了目前长期性停滞的格局。

（一）全球经济停滞是周期性还是持久性的

当前全球经济面临的低增长，究竟是周期消失了还是周期拉长了，这是非常重要的判断。关于全球经济潜在增速，目前有不同的看法。有人认为潜在增速在不断下降，也有人认为是 GDP 计算方法存在问题，没有充分地捕捉到信息技术革命导致的福利增进（即当前的 GDP 增速可能显著低估了真实福利增速）。而潜在增速的确定有助于界定产出缺口，并进一步判断当前的宏观经济政策究竟是逆周期的还是顺周期的。换言之，潜在增速才是当前诸多政策争论的最核心指标，但是目前的确没有能够被业界公认的、有说服力的确定方法。

（二）货币政策框架需要修补调整还是范式转换

如果从盯住 CPI 变为盯住名义 GDP 增速，或者变为盯住 CPI+资产价格，抑或是变为盯住平均通货膨胀率，都仅仅是货币政策框架的修补调整；如果 MMT（现代货币理论）成为未来的货币政策框架，就一定是范式转换。现在还是要审慎地讨论货币政策的范式转换，更大可能还是在传统货币政策框架下进行修补和调整。而传统货币政策框架究竟如何调整，又与潜在增速的界定存在密切关联。有可能此前的货币政策并未真正失效，而是我们对产出缺口和顺逆周期的判断存在问题。

（三）对货币政策的理论研究离不开对财政政策的探讨

货币政策目前遇到的问题，可能也受到财政政策空间被透支的影响。美国次贷危机之后，世界各国并没有让金融市场进行深度调整，而是选择使用极度扩张的财政政策，导致全球发达国家政府负债率高企。在这一前提下，宽松的货币政策似乎是一个必然结果。过高的政府债务负担使得未来长期利率上升需要非常审慎，因为长期利率显著上升很可能意味着刚性财政支出将迅速超过 GDP 增量，这也从侧面限制了货币政策正常化的速度。因此，对货币政策的讨论离不开对财政政策的讨论。在财政政策空间不同的时候，未来的货币政策调整路径也存在显著差异。

（四）重点关注非常规货币政策的分配效应

2009 年以来，发达国家宽松货币政策与国内收入财富分配失衡加剧有着非常密切的联系，其中，美国的财富分配失衡已达到大萧条以来的峰值。此外，全球金融危机之后，美国非常规货币政策的实施与调整导致全球流动性出现相应的过剩和紧缩，也对新兴市场造成诸多不利冲击。换言之，发达国家非常规货币政策的外溢效应很可能加剧全球金融的不稳定性、加重新兴市场经济体的福利损失。

综上所述，我们对当前世界经济格局的本质还需要更深刻的认识。在此之前，对货币政策的范式转换还应持谨慎态度，需要在范式转换之前评估传统货币政策框架是否真正失

效了。除了 CPI、经济波动等传统货币政策关注的因素之外，也要更加关注资产价格与收入分配等因素。

三、政策选择

发达国家通常有两个利率比较重要：一是隔夜利率，这是政策性干预和引导的结果；二是长期国债利率，这既与市场博弈有关，也与公开市场操作有关。中国货币政策框架尚在转型过程中，目前存在诸多期限不同的政策性利率，至少意味着利率传导机制存在一些问题，也可能是货币政策被赋予了更多非常规功能。

事实上，财政政策、货币政策都是需求管理政策。相比之下，货币政策更像总量性政策，一般而言，央行只能控制流动性闸门的“松”和“紧”，不能控制流动性的具体流向；财政政策更多具有结构性的功能，如针对性的税收政策与转移支付。由于我国的财政政策在一定程度上相对比较保守，导致货币政策不得不承担部分结构性职能。换言之，虽然货币政策本身仅仅是管控总量，但是我国独特的体制安排最终使得货币信贷政策显著影响了结构。

总体上，中国的货币政策可能被赋予了较多责任或意义，因此要准确评估中国货币政策的实施效果，需要将结构性因素发挥的作用仔细梳理清楚。

那么对于全球各国政府而言，如何才能最终走出“三低两高”的怪圈呢？其一，各国货币政策应该在稳增长与防风

险之间进行更好的权衡，抑制资产价格的过快上涨；其二，各国政府应该把握好扩张性财政政策的力度，避免在经济已经复苏的过程中实施过大规模的财政刺激政策；其三，各国政府应该加强彼此之间宏观经济政策的协调，抑制上述政策的负面溢出效应。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 梁永臻

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）