

西大经济评论 经济新常态研究

任保平 主编



西北大学出版社

西大经济评论

第二辑

经济新常态研究

Northwest University
Economic Review

主编 任保平



图书在版编目 (CIP) 数据

西大经济评论: 经济新常态研究/任保平主编. —西安: 西北大学出版社, 2015. 8

ISBN 978-7-5604-3710-4

I. ①西… II. ①任… III. ①中国经济—经济发展—研究 IV. ①F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 204449 号

西大经济评论: 经济新常态研究

作 者: 任保平

出版发行: 西北大学出版社

地 址: 西安市太白北路 229 号

邮 编: 710069

电 话: 029-88303059

经 销: 全国新华书店

印 装: 西安华新彩印有限责任公司

开 本: 787 毫米 × 1092 毫米 1/16

印 张: 12.75

字 数: 264 千字

版 次: 2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5604-3710-4

定 价: 52.00 元

目 录

CONTENTS

1	后危机时代的货币政策争议与共识 ——基于文献分析的视角	卜振兴
15	新实证产业组织视角下市场势力 测度方法的研究进展	刘玉海 梁 丹
41	中国城乡社会一体化： 评价指标体系构建及应用	吴丰华 白永秀 周江燕
57	论西方经济学发展中的四次“比较—综合”	宋 宇 黄鹏博
70	马克思主义垄断资本理论： 经典与当代的比较研究	李灵燕 石高宏
90	政府支出对居民消费非线性效应的实证检验： 基于门限回归的方法	王明成
101	政府财政支出对居民消费的影响： 挤入还是挤出	付雅梅
112	跨域大气污染府际合作治理的演化博弈分析	郭施宏 高 明
125	高等教育为何吸引力不足？ ——基于父母生活满意度视角的研究	王樱洁

141	家庭经济状况、社会阶层与城乡居民幸福感 ——基于 CGSS2010 的实证分析	刘同山 孔祥智
154	地区差异、人口密度与财险市场集中度 ——基于面板分位数模型	贾立文
169	非利息收入改善城商行经营绩效了吗？ ——基于 23 家大型城商行 2008—2013 年面板数据分析	陈一洪
183	机票超售市场中的法律责任设置 ——一个法经济学的分析	陈大林

后危机时代的货币政策争议与共识^{*}

——基于文献分析的视角

卜振兴^{**}

摘要 经济危机后,全球经济进入了新常态。新常态下,货币政策也出现了新的调整 and 变化。例如新的政策目标和政策工具不断涌现,机构设计和政策协调也出现了新的变化。在这种新常态经济下,对于货币政策的这些变化和调整,学术界存在哪些争议与共识?通过文献分析,本文梳理和总结了关于新常态下货币政策的主要观点。研究表明:在传统货币政策目标外,金融稳定、外部稳定等目标越来越受到关注;非常规货币政策在应对经济危机时发挥了重要作用,但是在经济危机过后,是否需要保留非常规货币工具存在很多争议;为应对货币政策目标和工具的新变化,重新对机构进行设计和加强政策协调至关重要。

关键词 经济危机;新常态;非常规货币政策;文献分析

一、引言

由美国次贷危机引发的全球性经济危机不但重创了各国经济,同时也对各国的宏观经济政策模式产生了重大影响。当前,美国经济正逐步从危机中复苏,欧债危机也基本得到缓解。虽然世界经济复苏乏力,但是出现大的经济波动和严重衰退的可能性较低,世界经济已经进入后危机时代的“新常态(New Normal)”。经济危机对政策模式的影响在货币政策方面的突出表现是:政策目标、政策工具等的调整 and 变化,学术界围绕这些货币政策的调整 and 变化展开了广泛的讨论。关于这些讨论,学术界出现了哪些争论,又形成了哪些共识?这是本文需要回答的问题。

本文余下的结构安排为:第二部分为货币政策目标;第三部分为货币政策工具;第四部分为全文总结。

* 本文受到国家社科重大项目“三次产业动态协同发展机制研究(批准号:10ZD&027)”和教育部一般项目“金融危机后的国际货币体系与人民币国际化战略(批准号:2009JYJR031)”的资助,在此表示感谢。

** 卜振兴(1986-),男,江苏徐州人,南开大学经济学院国际经济研究所/国家经济战略研究院博士生,天津市南开区卫津路94号南开大学,邮政编码300071, E-mail: benpao8686@163.com,研究方向:宏观经济、货币政策。

二、货币政策目标

金融危机之前的 20 年间, 货币政策有一个压倒性的目标, 即保持物价稳定。这种观点, 不仅在世界发达经济体达成了共识, 在很多新兴市场经济国家也得到了普遍的认同。但是经济危机的爆发, 却使得这种观点受到了极大的冲击。保持物价和利率稳定, 并不能必然带来整个实体经济和金融市场的稳定, 在一些低通货膨胀率的国家, 仍然爆发了比较严重的经济危机。作为货币政策监管和宏观经济运行状况重要指标的物价指数“失灵”了, Matheson et al. (2013)^[1] 用“狗不叫了”这一形象的比喻, 描述了这种状况。那么在追求物价稳定之外, 货币政策是否还需要关注其他目标, 如产出稳定、金融稳定和外部稳定等, 以下是当前的争议与共识。

(一) 价格稳定

中央银行的货币政策目标就是维持物价稳定进而实现产出稳定。价格稳定目标的重要性是显而易见的, 即使是经济危机的出现, 也没有动摇价格稳定作为货币政策主要目标的地位。在维持价格稳定目标这点上, 学术界是基本保持一致的立场。

但是正如 Bernanke 和 Mishkin (1997)^[2]、Blinder 和 Jordan (2013)^[3] 等人指出的, 虽然他们赞成价格稳定目标的重要性, 但是同时也认为价格稳定目标不应凌驾于其他一切货币政策目标 (如产出稳定、失业率等) 之上。

(二) 产出稳定

根据菲利普斯曲线模型, 通货膨胀率与失业率是负相关的, 即当失业率上升或产出急剧收缩时, 通货膨胀率会显著地下降。但是在危机中和危机后, 虽然失业率大幅上升, 但是通货膨胀率仍然表现得比较稳定, 通货膨胀率与失业率之间的相关性好像减弱了 (Ball 和 Mazumder, 2011^[4]), 这种情况在发达国家尤为显著。菲利普斯曲线变得更加平坦了, 对于这个现象, 学者给出了以下几种解释。第一, 对于失业率的计算没有考虑到周期性因素。在不考虑通货膨胀预期情况下的菲利普斯曲线数学表达式如下:

$$\pi = -\beta (u - u^n) + v \quad (1)$$

其中 π 表示通货膨胀率, β 表示变动系数, u 表示实际失业率, u^n 表示自然失业率。经济危机会导致长期失业异常的上升, 会使得自然失业率上升, 由于没有考虑到自然失业率上升的因素, 我们通过危机前菲利普斯曲线计算出的实际失业率就会偏高 (Kocherlakota, 2010^[5])。第二, 全球化会使得通货膨胀对国内经济条件的变化不敏感, 而对国际经济条件的变化相对敏感 (Bean, 2007^[6])。第三, 价格刚性。价格调整成本的存在 (Ball et al., 1988^[7])、工人对降低名义工资的抵制 (Yellen, 2012^[8]) 等使得价格出现向下调整的价格刚性, 导致经济危机中的通货膨胀保持在相对较高的水平。

第四,通货膨胀预期。央行的可信性使得通货膨胀预期对实际通货膨胀的变动不再敏感,通胀预期没有放大实际通胀水平的波动,由此就会避免物价水平出现螺旋式的上升或下降。

由于菲利普斯曲线变得平坦,并且失业率与产出缺口密切相关,维持物价稳定意味着需要产出或者失业更大程度的变动才能实现(Wren-Lewis, 2013^[9])。此时,货币政策应该关注产出稳定,而非仅仅关注物价稳定。

(三) 金融稳定

金融稳定与金融市场的均衡是密切相关的,当金融市场的非均衡状态达到一定程度,导致实体经济与虚拟经济严重背离,以致形成严重泡沫时(如信贷泡沫或资产价格泡沫),金融市场的稳定性就会受到影响。信贷泡沫和资产价格泡沫与利率密切相关,自然与货币政策有很紧密的联系。但是经济危机前,几乎所有的中央银行都认为货币政策与金融稳定是毫不相干的。在很多国家比较盛行的观点是,金融市场稳定是金融监管部门的职责,货币政策应该专注于物价和产出稳定。但是经济危机表明物价和产出稳定不能必然保证金融稳定,这是因为经济危机期间为了刺激经济增长采取的低利率水平政策会导致金融市场的过度风险投资,这种风险投资一旦超过必要限度,必定会对金融市场产生消极影响。这说明为调节经济增长而实行的货币政策应该包括金融稳定的目标(Carlstrom et al., 2010^[10]; Woodford, 2012^[11])。

在应对金融稳定问题时,很多研究者提出了审慎监管政策。但是 Mishkin (2010)^[12]和 Bernanke (2011)^[13]等人的研究表明,由于存在政治经济、机构设计等方面因素的影响,审慎监管政策难以充分发挥应有的作用,需要货币政策的配合来维持金融稳定。首先,审慎监管政策属于一个崭新的监管工具,对于发达国家更是如此,由于没有经过市场的检验,其监管的效力和影响无法评估(Federico et al., 2012^[14])。其次,审慎监管会受到比货币政策更多的政治压力。因为审慎监管直接影响了金融机构的运营,因此金融机构有很大的动力去游说政府放弃不利于他们的监管政策。最后,审慎监管政策会降低信贷扩张,降低总需求的增长。在这种情况下,货币政策的配合,例如实施较为宽松的货币政策,能够抵销对于总需求的不利影响,使得监管机构在维持金融市场稳定的同时降低对于金融市场的不良影响。

将金融稳定列为货币政策目标也存在很多的反对声音,他们的观点主要认为:一是,产生所谓的金融市场“道德风险”问题。如果央行以金融稳定作为政策目标,会给金融市场的投资者传递这样一种信号,即央行是金融市场的最后贷款人。那么,投资人的投资行为会变得更加激进,审慎投资的理念就会被抛弃,这最终反而会加剧金融市场的不稳定性(Caballero 和 Krishnamurthy, 2003^[15]; Farhi 和 Tirole, 2012^[16])。二是,这违反了一个工具解决一个政策目标的丁伯根法则(Tinbergen, 1939^[17])。当

央行采取政策维持金融市场稳定时,也许会与实现价格和产出稳定的目标相冲突,当两者出现冲突时,央行不得不在两者之间进行取舍。三是,货币政策(调整利率等)不是解决金融市场稳定的最佳工具,尤其是当金融市场的投资者对利率变动不敏感时,这时候,央行需要采取很大的努力才能使利率调节发挥作用,政策代价是非常昂贵的,这时候采取一些宏观审慎政策(比如动态资金要求、储备金要求、存贷资金比限制等)可能是更好的选择。四是,不同于价格稳定较为单一的监测指标,金融稳定性的评价指标是多维的(例如,杠杆率、信贷扩张、资产价格等),因此,我们无法准确衡量金融市场的不稳定性(即泡沫的大小)。正如1929年由于金融市场崩溃引发的“大萧条”和1989年日本资产泡沫破裂导致的经济危机一样,我们无法界定什么时候金融市场的泡沫达到了货币政策必须采取措施的时候。最后由于我们缺乏较为精准的模型就维持金融稳定的货币政策对金融市场的影响进行预测,对货币政策的操作就无法提供正确指导(Caballero, 2010^[18]),因此我们不得不在防范金融泡沫和维持正常的金融活动之间做艰难的取舍,并尽力在两者之间保持平衡(White, 2009^[19])。

总结以上的观点,我们认为央行不应将货币政策与金融稳定完全分割开来,综合运用货币政策和审慎监管政策能更好地应对金融不稳定的问题,当然这也许涉及央行是否需要系统监管(French et al., 2010^[20])或者进行机构合作的问题。

(四) 外部稳定

由于国际金融的联系日益紧密,国际间资本的流动必然带来一定的外部风险。这种风险表现在,资本的流动和汇率变化会通过实体和金融部门的传导影响宏观经济的稳定,同时也会对一国央行的资产负债表产生影响(Caballero 和 Lorenzoni, 2014^[21]),并最终影响央行履行最后贷款人的能力。那么货币政策应该将维持外部稳定(均衡)作为政策目标么?

赞同的观点认为:第一,资本流动带来的外部风险,使得政府必须采取资本流动管理和宏观审慎管理,但是单独运用这些管理工具也许并不是非常有效的,需要货币政策的配合才能有效应对外部风险(Blanchard et al., 2013^[22])。第二,在实际条件下,以实现内部价格稳定为目标的货币政策,不能同时保证实现外部稳定,只有在资产市场没有摩擦、生产者价格充满黏性的市场才能同时实现稳定的通胀水平(内部稳定)和稳定的国际市场价格(外部稳定)(Clarida et al., 2002^[23]; Gali 和 Monacelli, 2005^[24]),而实际中,这两个条件往往是无法满足的,所以我们可以将外部稳定设定为货币政策一个目标,通过新的工具去实现这个目标。

反对的观点认为:第一,货币政策对外汇市场的干预会影响对于未来市场的预期,通过信号传递渠道又会影响汇率。这种传递渠道是否有效我们无法确定,货币政策干预的效果也就无法确定。第二,我们无法确定资本流动对于外部市场的影响是暂时的

还是持久的,所以货币政策是否应该采取干预政策无法确定。第三,外汇市场干预的不对称性。当资本流入时,对于外汇市场的干预不受限制,但是当资本流出时,由于外汇储备是有限的,运用货币政策对外汇市场的干预就会受到限制。更为重要的是,如果频繁地使用外汇干预政策,会使得外汇市场形成政策干预的预期,私人部门就会保持大量的外汇头寸,使得一个国家在应对汇率波动时变得非常脆弱。

三、货币政策工具

危机前,央行基本上通过公开市场操作调节短期利率来实现宏观经济目标。但是当遭遇严重的不利的冲击如经济危机时,这种传统的货币政策就面临着挑战。一旦经济下行,央行的常规做法是通过降低利率刺激经济,但是利率降低是有限度的,Fisher (1896)^[25]认为“零”是名义利率的下限,名义利率不能低于零,他将其称为零利率下限(Zero Lower Bound,简称“ZLB”)。一旦名义利率低于零,持有货币是没有成本的,但是借出货币却得到了负的利息,那么大家都会持有现金,没有人愿意借出货币,此时货币当局就不能通过利率政策来扩张经济。央行常规的利率政策工具在遭遇经济危机时无效了,不得不寻求其他的政策工具——即非常规货币政策工具应对经济危机。目前央行使用的非常规货币政策主要包括以下两大类:

(一) 政策沟通类工具

20世纪60年代至70年代,Muth (1961)^[26]、Lucas (1972)^[27]以及Sargent和Wallace (1975)^[28]等人提出了理性预期理论,该理论认为只有“出其不意的货币政策才能发挥效用”。该理论提出后,各国央行普遍奉行“隐秘性”的货币政策。但是这种基于理性预期理论的隐秘性货币政策在20世纪80年代的大通胀中受到了挑战。货币当局发现提高政策透明度,更有利于增强货币政策的有效性,因此自20世纪90年代开始各国央行开始逐渐提高政策的透明度。提高政策透明度的方式主要包括建立通货膨胀目标制以及后来的高通胀目标区、利率走廊、前瞻指引和路径依赖等工具。

1. 通货膨胀目标制

20世纪90年代,包括新西兰、加拿大、英国、瑞典等国在内的很多国家,通过实行通货膨胀目标制来稳定物价。具体做法是,央行设定一个具体的目标制或目标区间,货币政策的目的是通过政策工具使通胀水平保持在目标值和目标区间内。弹性通胀目标制被认为是非常成功的,它将通货膨胀预期保持在一个稳定状态上,可以避免出现螺旋式的通货膨胀或紧缩的状况。采用通胀目标制的国家都实现了较低的、稳定的通胀水平,同时产生的波动也较为温和。

通货膨胀目标制的优点是可以固定通货膨胀预期,这一点在经济危机期间显得尤为重要。第一,通货膨胀目标制不会造成通货紧缩。当总需求面临不利的冲击时,就

会对通胀形成一个向下的预期,这可能会导致一个长期的通货紧缩状态,比如日本 20 世纪 90 年代遭遇的类似情况。但是如果央行实行通货膨胀目标制,那么为了履行对公众的承诺,它一般会采取一切可能的措施刺激总需求,避免经济出现通货紧缩的情况。第二,通胀目标制保证在央行采取非常规措施时不会改变公众对于通胀的预期。比如在经济危机时采取降低短期利率的做法,由于有通胀目标制的存在,公众不会改变通胀预期,那么名义的长期利率就不会随之上升,刺激政策的效果就不会受到抵销。第三,不会导致通胀恐慌。通胀目标制固定了通胀预期,当央行采取扩张政策时不会导致严重的物价上升,形成所谓的通胀恐慌 (Goodfriend, 1993^[29])。

2. 高通胀目标区

高通胀目标区是指为通货膨胀设定更高的水平,与此相应的,名义利率的水平也会很高。很多学者赞同使用高通胀目标区,一是因为高通胀目标区的设定为政策操作提供了更大的空间,尤其是当经济面临不利的冲击时,名义利率可以做出很大的调整去应对这种冲击 (Summers, 1991^[30]; Blanchard et al., 2010^[31])。二是针对很多研究者认为的高目标区会带来成本的观点, Ball (2013)^[32] 等人的研究表明,这种成本其实是非常有限的,不会对实体经济产生明显的不利影响。

高目标区看来是应对 ZLB 的一个非常可行的办法,但是高目标区也会带来很多问题:一是高目标区会带来很多的成本,包括扭曲了现金持有量,对金融部门过度投资,扭曲了税收,对收入产生了再分配效应以及对财务规划造成困难等 (Mishkin, 2011^[33]),并且这种高通胀的成本有时是非常显著的 (Feldstein, 1997^[34])。Billi (2011)^[35]、Coibion et al. (2012)^[36] 等人的研究表明最优的通货膨胀率通常位于 1%—2%,很少高于 3%,因此他们的研究是反对使用高通胀目标区的。二是,通胀预期的问题。一般情况下,发达经济体国家很少调整通货膨胀目标,因为一旦提高通胀目标,就会使公众产生一种预期,即这种调节行为会再次发生,从而产生预期性的螺旋上升 (Bernanke, 2004^[37]; Woodford, 2009^[38]),使得实际的通胀水平高于政策目标。同时新兴市场经济和发展中国家维持相对较高的通胀目标也面临困难,因为一旦降低通胀,就很难再提高它们。

3. 利率走廊

利率走廊又称利率通道,是指央行通过贷款利率设定利率波动上限,以存款利率设定利率波动下限,商业银行不会以高于走廊上限的利率拆入资金,也不会以低于走廊下限的利率借出资金,央行通过改变走廊系统,而无需进行公开市场业务操作就可以控制同业拆借利率在存贷款利率的区间范围内波动,并逼近政策利率 (Whitesell, 2006^[39])。其中,存贷差决定了利率走廊的宽度。Wicksell (1917)^[40] 首次提出了利率走廊的概念,但是在之后的长达半个多世纪的时间内一直没有得到政策的认可。直到

20 世纪 90 年代,随着电子信息技术的发展,公众对于基础货币的需求大大减少 (Freedman, 2000^[41]),传统货币政策通过控制基础货币投放来调节利率的效力被严重削弱,利率走廊的概念才重新得到重视。以加拿大、英国、日本、新西兰、澳大利亚等国家的央行为代表,世界发达经济体开始实施利率走廊政策。采取利率走廊系统作为央行货币政策的一种工具已经被很多国家接受。作为控制隔夜同业拆借利率的重要工具,利率走廊相对于传统的货币政策工具具有明显的灵活性和高效性的优势。借助于利率走廊系统,央行可以无需公开市场业务操作就能使市场利率接近政策利率 (Clinton, 1997^[42])。2008 年经济危机前大多数国家基本采用的是对称性利率走廊系统 (利率围绕走廊中心进行波动),而经济危机的发生使得越来越多的央行采取地板系统的利率走廊政策 (利率波动保持在走廊中心至下限区间内,目标利率与存款利率差距很小)。在经济危机中利率走廊地板系统可以将利率政策与流动性政策相分离,能在实现利率调控的同时,控制流动性的扩张和收缩,有效地实现政策调控的目标 (Keister, 等, 2008^[43])。

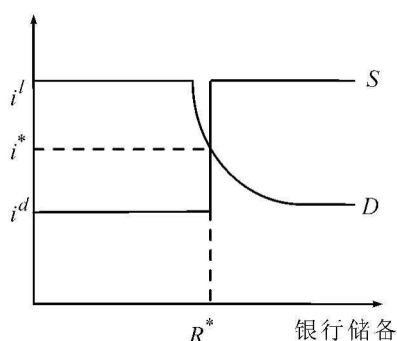


图 1 利率走廊对称系统

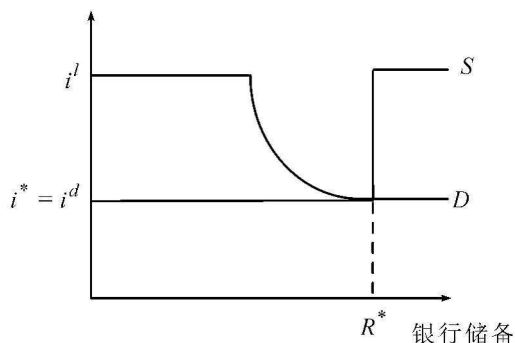


图 2 利率走廊地板系统

图 1 和图 2 中纵轴表示拆借市场利率,横轴表示准备金供给量, i^l 表示央行向商业银行提供贷款的利率, i^d 表示央行向商业银行支付的准备金利息, i^* 表示目标利率。

但是实施利率走廊,尤其是利率走廊的地板系统也面临很多不利的方面:第一,它要求银行必须持有大量的超额准备,在银行没有面临经济危机时,这一点是很难做到的;第二,即使有大量超额储备也会带来另外一个问题,即过多的超额准备会扭曲货币市场上流动性风险和信贷风险的信号 (Coeuré, 2012^[44])。

4. 前瞻指引

通货膨胀水平常常超越政策既定的范围,在使用非常规货币政策工具时更是如此。因此央行还需要配合使用前瞻指引工具。Eggertsson 和 Woodford (2003)^[45]第一次在央行的货币政策中引入了前瞻指引政策。前瞻指引是央行沟通的一种方式,指央行就政策利率未来可能的走势或央行未来的货币政策立场与公众进行沟通 (Plosser,

2013^[46])。央行进行前瞻指引的做法是发布对通胀、GDP 增速等目标变量的预测,新西兰、挪威、瑞典、捷克等国的央行还会发布对于利率等中间变量走势的预测 (Anderson 和 Hofmann, 2009^[47])。在经济危机期间,美联储、加拿大银行、日本央行、英格兰银行和欧洲央行都使用了前瞻指引工具,并且对扭转经济形式都发挥了作用 (IMF, 2013^[48])。

通过发布前瞻指引,央行能影响公众的预期,达到政策目标。但是前瞻指引需要央行具有较高的可信度。另外,前瞻指引会面临动态不一致的问题,即随着经济环境的变化,之前发布的政策措施在当前经济形势下也许不是最优的了,这时候央行的政策可能背离之前发布的指引,这样必然会有损于央行的可信度。

5. 路径依赖

路径依赖是指设定一个物价水平和名义 GDP 目标,央行建立一个稳定的机制,使物价和名义 GDP 沿着一个特定的路径变化。当出现冲击时,央行将会保持原有的路径规则不变,直至物价水平和名义 GDP 回复到目标水平,与前瞻指引不同的是,路径依赖下央行的政策是由物价水平和名义 GDP 自发决定的 (Carney, 2012^[49])。

理论上路径依赖是解决 ZLB 问题较为理想的政策工具 (Billi 和 Kahn, 2008^[50]),但是路径依赖也会面临动态不一致的问题,即一旦经济走出了零利率下限,央行可能会违背原来的承诺。

(二) 资产负债表管理类工具

资产负债表的管理主要是指央行利用其资产负债表规模和结构的变化来实现调节经济的目标。经济危机前,央行的政策工具主要关注于资产负债表的负债方的管理,并且主要调节短期利率。但是经济危机的发生使得央行开始关注资产负债表的资产方,并采取措施直接干预长期利率 (Friedman, 2014^[51])。在常规的资产负债表管理工具外,资产负债表管理的具体工具还包括:量化宽松、直接参与长期资产和债券交易、扩大合格抵押品的范围以及直接买卖私人资产等。

1. 量化宽松

量化宽松主要是指央行通过扩张资产负债表规模,向市场注入超常规的基础货币 (戴金平和魏昊, 2010^[52])。在面对不利的经济冲击时,量化宽松政策的推出可以有效应对经济危机的不利影响。在本轮经济危机中包括美国、日本和欧盟在内的很多国家和地区都实施了量化宽松政策,并实现了良好的政策效果。量化宽松政策一是可以维持金融市场的稳定性,为宏观经济创造较为宽松的金融环境 (Ugai, 2007^[53]);二是量化宽松对名义支出产生了一个额外的刺激,有利于央行实现通胀目标,由此使得名义利率摆脱利率下限 (Benford et al., 2009^[54]);三是相对于口头的承诺,央行的量化宽松政策更为有效,因为它改变了资产负债表的规模,并使公众形成了对于未来短期利

率的预期 (Blinder, 2010^[55])。

但是采用量化宽松政策也存在很多风险: 一是作为一种非常规货币政策工具, 它的产生主要是基于对实际经济环境的反映, 而不是建立在坚实的理论基础之上, 因此我们无法清楚地了解量化宽松政策的传导机制及其他对宏观经济的影响; 二是量化宽松政策很少在实际中使用, 因此央行可借鉴的经验案例较少, 如何设定量化宽松政策的最优规模和结构等还有待进一步研究; 三是量化宽松政策的确在应对经济危机中起到了一定作用, 但是它并没有解决经济危机后复苏乏力的状况, 当前的复苏是非常脆弱的。同时较高的银行储备也降低了银行同业拆借水平, 扭曲了市场利率 (Joyce et al., 2012^[56])。

2. 直接参与长期资产和债券交易

长期利率反映了短期利率未来的期望收益和期限溢价 (Gürkaynak et al., 2012^[57])。这种期限溢价反映了未来通胀和金融市场的不确定性。历史上很多国家的央行都有直接干预长期利率的做法。早期, 主要是通过定价或限价来实现, 例如拉美国家根据利率期限设定不同的利率水平, 美联储在 1942 年至 1951 年对长期利率设定了最高值等, 后期主要采取在资本市场大规模买卖长期政府债券的方法干预长期利率。但是进入 20 世纪中期以后, 为了保持央行的独立性, 央行不再主动调节长期政府债券市场的利率水平 (Friedman, 1951^[58])。大量的证据也表明, 短期利率在影响总需求方面也是较为有力的工具。然而 2008 年经济危机爆发后, 各国央行的操作实践使得人们重新考虑货币政策是否应该直接管理长期利率。

在经济危机期间, 美国大规模购买长期债券, 有效地降低了市场利率, 实现了通过降低利率刺激经济的目的 (Gagnon et al., 2011^[59])。因此很多学者赞同通过买卖长期债券直接干预长期利率, 他们认为: 一是直接管理长期利率可以避免经济遭受来自期限溢价的冲击 (Carlstrom et al., 2014^[60]); 二是可以减少达到零利率下限的风险; 三是短期利率向长期利率的传导有时出现问题 (如 2004 年至 2005 年美国联邦基准利率与十年期债券收益率之间的倒挂, 2008 年 FOMC 在降低联邦利率时出现的长期利率的上升等), 使得货币政策无法通过调节短期利率影响长期利率, 进而实现经济目标。

但是采取大规模购买长期债券, 直接干预长期利率的做法也面临很多问题。一是, 如果央行直接干预长期利率, 会导致短期利率的剧烈波动 (Woodford, 2005^[61])。例如当英格兰银行宣布以两周回购协议利率作为官方利率时, 货币市场上超短期利率就出现了严重的波动 (Tucker, 2004^[62])。二是, 如果央行直接调节长期利率会使央行面临政策独立性的质疑, 因为在公开市场直接买卖长期债券有债券赤字化的嫌疑, 公众会认为这可能是央行迫于政治压力进行的操作。三是, 大规模买卖长期债券, 扰乱了公众对于未来政策的预期, 使得央行无法有效应对通货膨胀或紧缩 (Bauer, 2014^[63]);

Krishnamurthy 和 Vissing - Jorgensen, 2011^[64])。

这表明,虽然通过大量的长期债券买卖直接调节长期利率可以有效应对经济危机的冲击,但是央行在使用这个工具时,也需要谨慎对待可能产生的不利影响。

3. 扩大合格抵押品的范围

经济危机的冲击充分证明了,银行系统持有充足储备资产和流动性资产的重要性,同时也证明了央行扩大交易对象(包括非银行性金融机构)的重要性。央行可以通过扩大抵押品的范围为银行系统提供流动性,这样一旦传统的抵押品消耗殆尽时,银行仍然有较为充足的流动性,同时放宽抵押品条件也会释放更多的流动性资产,从而使银行能够达到资本监管的要求。扩大央行交易对象可以为央行的交易手段提供更多的可能,同时也降低了以商业银行为中心的金融体系的风险,使金融系统更加多样化。

虽然这样做有很多好处,但是也存在很多的风险。一是,道德风险问题,由于抵押品的范围扩大了,商业银行就会持有更少的流动性,因为他们期望在出现困难时央行会放松流动性的“阀门”。二是,新的抵押品存在定价方面的困难,因为它们的风险更高。三是,扩大央行直接交易的对象,会削弱商业银行在金融系统的优先地位,减少了他们的利润,必然会影响他们抵御冲击的能力。最后,大量非银行性金融机构的存在也需要新的配套监管。

4. 直接买卖私人资产

理论上讲,直接买卖私人资产能减少资产价格波动带来的对总需求的波动(Kiyotaki 和 Moore, 1997^[65]; Brunnermeier 和 Sannikov, 2014^[66])。

但是央行对私人资产的直接买卖也存在很多问题:一是会影响市场的价格发现能力。二是会影响央行的声誉(比如公众会质疑通过私人资产购买导致的利率变动是有利于借方还是贷方)。三是增加了央行进行政府干预的风险。

四、结论

目前,经济危机对各国经济的冲击逐渐减弱,但是经济危机的影响还远没有结束。新的政策目标和政策工具的出现,使得危机后新常态下的货币政策必须做出相应的调整。在这种情况下,对新常态下货币政策的争议与共识进行总结和梳理就显得非常重要。本文的研究加深了对于经济新常态下货币政策新变化和新调整的认识,同时也为货币政策的调整提供了借鉴,具有重要的理论意义和现实意义。

通过对以上文献的梳理和总结,我们发现,自经济危机发生后,各国的货币政策出现了新的变化。这种变化不仅体现在政策目标、政策工具上,也体现在机构安排和政策协调上。现将新常态下货币政策形成的共识与争议总结如下:传统的货币政策目标并未因为经济危机的发生而受到削弱,但是金融稳定、外部稳定等政策目标逐渐受

到关注。传统货币政策工具在应对经济危机尤其是零利率下限情况时,工具效果大打折扣,而政策沟通类工具和资产负债表类等非常规货币政策工具则发挥了重要作用。在经济危机发生时,采用非常规货币政策基本得到了学术界的认可,但是在经济恢复到正常状态时,非常规货币政策工具是否需要保留则存在一定的争议。但是即使是赞同保留非常规货币政策工具的学者也认为,在正常经济状态下,要谨慎使用非常规货币政策。

参考文献

- [1] Matheson T, Sandri D, Simon J. *The dog that didn't bark: has inflation been muzzled or was it just sleeping* [J]. *IMF World Economic Outlook*, 2013: 1-17.
- [2] Bernanke B S, Mishkin F S. *Inflation targeting: a new framework for monetary policy*. [J]. *Journal of Economic Perspectives*, 1997, 11 (2): 97-116.
- [3] Blinder A S, Jordan T J, Kohn D, et al. *Exit Strategy* [M]. *ICMB, International Center for Monetary and Banking Studies*, 2013: 5-11.
- [4] Ball L M, Mazumder S. *Inflation dynamics and the great recession* [R]. *National Bureau of Economic Research*, 2011.
- [5] Kocherlakota N. *Inside the FOMC* [J]. Speech at Marquette, Michigan, 2010.
- [6] Bean C R. *Globalisation and Inflation* [J]. *World Economics*, 2007, 8 (1): 57-73.
- [7] Ball L, Mankiw N G, Romer D, et al. *The new Keynesian economics and the output-inflation trade-off* [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988: 1-82.
- [8] Yellen J L. *Perspectives on monetary policy* [J]. Speech Delivered at the Boston Economic Club Dinner, Boston, 2012.
- [9] Wren-Lewis S. *Written evidence on the appointment of Dr. Mark Carney as governor of the bank of England* [J]. House of Commons Treasury Committee, 2013: 3-6.
- [10] Carlstrom C T, Fuerst T S, Paustian M. *Optimal monetary policy in a model with agency costs* [J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2010, 42 (s1): 37-70.
- [11] Woodford M. *Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound* [C] // *The changing policy landscape: 2012 Jackson hole symposium*. Federal Reserve Bank of Kansas City, 2012.
- [12] Mishkin F S. *Monetary policy flexibility, risk management, and financial disruptions* [J]. *Journal of Asian Economics*, 2010, 21 (3): 242-246.
- [13] Bernanke B S. *The effects of the great recession on central bank doctrine and practice* [C] // *Keynote address at the federal reserve bank of Boston 56th economic conference "Long Term Effects of the Great Recession"*, Boston, October. 2011, 1: 8-19.
- [14] Federico P, Vegh C, Vuletin G. *Reserve requirement policy over the business cycle* [J]. Unpublished

Manuscript, 2012.

- [15] Caballero R J, Krishnamurthy A. *Excessive dollar debt: financial development and underinsurance* [J]. *The Journal of Finance*, 2003, 58 (2): 867 – 894.
- [16] Farhi E, Tirole J. *Collective moral hazard, maturity mismatch, and systemic bailouts* [J]. *American Economic Review*, 2012, 102 (1): 60 – 93.
- [17] Tinbergen J. *Statistical testing of business – cycle theories: business cycles in the United States of America, 1919 – 1932* [M]. *League of Nations, Economic Intelligence Service*, 1939.
- [18] Caballero R J. *Macroeconomics after the crisis: time to deal with the pretense – of – knowledge syndrome* [R]. *National Bureau of Economic Research*, 2010.
- [19] White W R. *Should monetary policy “Lean or Clean”?* [J]. Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper, 2009, 34.
- [20] French K, Baily M, Campbell J, et al. *The squam lake report: fixing the financial system* [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2010, 22 (3): 8 – 21.
- [21] Caballero R J, Lorenzoni G. *Persistent appreciations and overshooting: a normative analysis* [J]. *IMF Economic Review*, 2014, 62 (1): 1 – 47.
- [22] Blanchard O, Dell Ariccia G, Mauro P. *Rethinking macroeconomic policy II: Getting granular* [J]. IMF Staff Discussion Note, April, 2013.
- [23] Clarida R, Gal I J, Gertler M. *A simple framework for international monetary policy analysis* [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2002, 49 (5): 879 – 904.
- [24] Gali J, Monacelli T. *Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy* [J]. *The Review of Economic Studies*, 2005, 72 (3): 707 – 734.
- [25] Fisher I. *Appreciation and Interest* [J] // Publications of the American economic association. Nabu Press, 2010: 1 – 98.
- [26] Muth J F. *Rational expectations and the theory of price movements* [J]. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1961: 315 – 335.
- [27] Lucas Jr R E. *Expectations and the neutrality of money* [J]. *Journal of Economic Theory*, 1972, 4 (2): 103 – 124.
- [28] Sargent T J, Wallace N. *“Rational” expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule* [J]. *The Journal of Political Economy*, 1975: 241 – 254.
- [29] Goodfriend M. *Interest rate policy and the inflation scare problem: 1979 – 1992* [J]. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 1993, 79 (1): 1 – 24.
- [30] Summers L. *Panel discussion: price stability: how should long-term monetary policy be determined?* [J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1991: 625 – 631.
- [31] Blanchard O, Dell Ariccia G, Mauro P. *Rethinking macroeconomic policy* [J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2010, 42 (s1): 199 – 215.