

美国的非传统货币政策:文献述评*

董 昀 郭 强 李向前

[摘 要]2008年爆发的金融危机导致美国经济形势急剧恶化。在联邦基金利率接近于零的情况下,美联储不得不依靠非传统货币政策来稳定宏观经济。本文在梳理相关文献的基础之上,力图厘清美联储的两大非传统货币政策工具——前瞻指引与量化宽松政策的概念内涵、演变脉络与传导机制,分析非传统货币政策对美国金融市场与宏观经济产生的影响,并指出非传统货币政策的实施给美联储信誉、美国金融市场波动、劳动力市场运行和宏观经济走势带来的一些潜在风险与挑战。

关键词:非传统货币政策 量化宽松政策 前瞻指引

JEL 分类号:E50 E52 E58

在一般情况下,美联储通过调控银行间市场流动性与加强信息沟通,来影响联邦基金利率,进而调控宏观经济。不过,在2008年金融危机爆发之后,美国的批发金融市场出现流动性紧缩,零售金融市场出现动荡,从而阻碍了货币政策的有效传导。此外,货币政策操作还受到零利率下限的约束。在这种情况下,美联储不得不倚重一些非传统货币政策工具,以期恢复金融市场功能、刺激经济复苏。但是,学术界与决策层对非传统货币政策有效性的研究,尚缺少坚实的理论基础与明确的实证结论。本文以近年来美联储的公开报告和国外学术文献为主线,旨在描述美联储非传统货币政策措施的出台背景,阐明两大非传统货币政策工具的特性与差异,提供支持非传统货币政策操作的理论依据和经验证据,并指出这些政策措施带来的一些潜在风险,从而为学术界深入研究美国非传统货币政策提供初步的线索和素材。

本文结构安排如下:第一部分介绍非传统货币政策的现实背景与理论内涵;第二部分阐释美联储非传统货币政策的传导机制;第三部分分析非传统货币政策对美国金融市场与宏观经济产生的影响;第四部分指出非传统货币政策带来的一些潜在风险;第五部分是评论性小结。

一、非传统货币政策的来龙去脉

(一)实施非传统货币政策的现实背景

就发达经济体的货币政策目标而言,如果说20世纪80年代是狭义货币时代,1990年代是汇率钉住制时代,那么2008年经济危机爆发之前的十年是通货膨胀目标制时代(张晓晶和董昀,2013)。21世纪初期,美联储实施货币政策框架的基本思想是:一个目标——稳定的通货膨胀,一项工具——联邦基金利率;由于联邦基金利率远高于零,故而具有充裕的调整空间,足以应付一般的外部冲击。更准确地说,正常时期,在美国主流经济学家看来,稳定的产出缺口与稳定的通货膨胀高度相关,如果中央银行制定正确的政策利率规则,就可以实现低而稳定的通货膨胀,从而实现宏观经济稳定的目标。

* 董昀,中国社科院金融研究所,副研究员;郭强,天津财经大学经济学院,博士后研究人员,金融系讲师;李向前,天津财经大学中国滨海金融协同创新中心,教授。

在宏观经济学中,企业扩大规模、家庭购买住宅等重要支出决策取决于市场主体对长期实际利率的预期。运转良好的市场套利环境可以保证实际和预期的短期利率变化沿着国债收益率曲线传导,这使得长期名义利率与短期名义利率具有明确、稳定的关系,美联储调控联邦基金利率,就相当于调控长期名义利率,在商品价格和工资的“名义刚性”的前提条件下,名义利率的变化会引致实际利率的相应变化,从而影响市场主体的实体经济决策。

2007年夏天出现的信贷市场混乱与资产价格下跌现象,严重损害了金融市场运行,破坏了良好的套利条件,使得联邦基金利率变化影响长期利率变化的机制被破坏,导致预期紊乱,沉重打击了美国等发达经济体的实体经济活动。从2007年9月起,美联储采取了激进的降低短期利率行动,2008年10月,随着金融危机加剧,美联储进一步调低利率。在2008年12月的会议上,联邦公开市场委员会下调联邦基金利率接近于其下限,至0~0.25%区间。在联邦基金利率这个常规货币政策已达到极限的背景下,为了改善融资环境,进一步刺激经济复苏,美联储进一步运用了非传统的货币政策工具。

(二)非传统货币政策的内涵:文献综述

对于传统货币政策与非传统货币政策的区别,学术界并没有统一的界定。学术界比较集中的讨论是关于政策利率达到或者接近零利率之后的政策操作,重在分析前瞻指引与量化宽松政策的传导渠道与实施效果。

1.非传统货币政策的内涵与分类法

对于非传统货币政策,学术界并没有统一的严密定义。在一些情况下,传统货币政策工具与非传统货币政策工具的区别微乎其微(Borio and Disyatat, 2009)。大致说来,非传统货币政策可以指代中央银行旨在矫正货币政策传导机制中的障碍,或者政策利率达到零利率下限时,对经济提供进一步刺激而采取的任何政策干预措施(Cecioni, Ferrero and Secchi, 2011)。由此,衍生出两种界定非传统货币政策的方法。第一种方法认为,当传统货币政策措施的传导受到严重阻碍时,运用非传统货币政策可以提供支持(Smaghi, 2009)。从本质上来看,这种分类方法的假设前提是,各种货币政策操作具有相对独立性,它们之间互为补充、互相支持。按照这种划分方法,传统货币政策措施旨在维持中长期价格稳定状况,非传统货币政策措施则用于应对短期内金融体系与金融市场的严重受损。另外一种分类方法认为,非传统货币政策是传统货币政策的延续,是传统货币政策框架下采用的一些新工具。一旦名义利率不能往下调整,传统工具操作受阻,中央银行可以运用其他工具,表明货币政策立场,维护宏观稳定。从本质上来看,这种分类方法的逻辑是根据货币政策操作顺序划分(Trichet, 2013)。由于难以量化传统货币政策措施的传导受到阻碍的程度,因此,界定非传统货币政策操作的文献,更多地集中于讨论政策利率达到或者接近零之后的政策操作。

在政策利率达到或者接近零时,传统的货币政策已经无效。在不能改变政策利率的情况下,需要实施非传统货币政策,以刺激经济。根据 Bernanke and Reinhart(2004)的描述,非传统货币政策有三种形式:一是运用沟通政策,向市场参与者保证未来利率比他们预期的更低;二是扩张中央银行资产负债表的规模(亦即“量化宽松”);三是调整中央银行资产负债表的构成。与 Bernanke and Reinhart(2004)的划分类似,Woodford(2012)把非传统货币政策划分为两类:一类是前瞻指引,中央银行不但详细声明当前实施的政策行动,而且详细声明未来政策的走势;另一类是资产负债表政策,中央银行调整自身资产负债表的规模或者结构。Yellen(2014)把美联储启动的非传统政策工具分为两类:一类是通过前瞻性指引指明未来的联邦基金利率水平;另一类是通过大规模的资产购买向市场注入流动性。

总结上述文献的分类法,非传统货币政策可以被分为两类:一是实施前瞻指引,引导市场预期;二是实施量化宽松政策,调整美联储资产负债表的规模或者结构。据此,本文关注的非传统货

币政策就是在政策利率达到或者接近零时,中央银行所采取的货币政策,特别是指前瞻指引与量化宽松两类政策。

2.非传统货币政策的两大工具:前瞻指引与量化宽松

(1)前瞻指引

前瞻指引是美联储进行信息沟通的一项政策创新,即就政策利率未来的可能走势与公众进行沟通,进而管理市场对未来政策的预期^①。前瞻指引可以分为三代:第一代是定性地描述未来可能选取的路径,比如中央银行表示政策利率会维持“一段时间”或者“更长一段时间”;第二代是日期指引,即中央银行表示可能在某个时间点之前,维持政策利率不变;第三代是以经济状况为参照的前瞻指引,即中央银行承诺在经济状况达到某个水平前,维持政策利率不变(Carney,2013)。按照这种分类,上述三代前瞻指引已经被美联储依次采用。下面简要回顾三代前瞻指引政策的发展演变历程。

第一代前瞻指引的运用。2007年金融危机爆发之后,美联储运用第一代前瞻指引颇为频繁。联邦公开市场委员会最初运用定性的措辞来进行前瞻指引。2008年12月,联邦公开市场委员会称“在一段时间内,经济疲弱可能需要联邦基金利率维持超低水平”。在2009年,传递联邦基金利率未来趋势的信息成了唯一的政策选项,2009年3月之后,联邦公开市场委员会的会后政策声明都指出,“在较长时期内,经济环境可能需要联邦基金利率维持在超低水平”,一直到2011年7月,联邦公开市场委员会都是类似表述。

第二代前瞻指引的运用。在2011年8月,联邦公开市场委员会最初运用基于日期的前瞻指引,美联储运用第二代前瞻指引。在2011年8月的会议上,公开市场委员会的声明指出,“至少在2013年中期以前,经济环境可能都需要联邦基金利率保持超低水平”,这使得前瞻指引变得更加精确。联邦基金利率保持在超低水平的日期后来又几次延长,从2012年9月推迟到2015年中期,截至2014年3月,联邦基金利率保持在超低水平的日期还没有被延长,但是,美联储逐渐放弃运用基于日期的前瞻指引。

第三代前瞻指引的运用:对于提高前瞻指引的有效性而言,明确未来货币政策制定的参照系至关重要。追求充分就业与实现物价稳定是美联储的政策目标,为使公众更加清楚美联储的追求目标,2012年1月,美联储编写和发布关于长期目标和货币政策策略的声明。该声明首次陈述了联邦公开市场委员会认为符合其政策目标的通货膨胀率和失业率水平,具体而言,符合委员会的价格稳定目标的长期通货膨胀目标是2%,委员会各成员对于长期正常失业率的估计值则趋向于5.2%~6%。公开市场委员会认为,“只要失业率维持在6.5%之上,未来一到两年的预期通货膨胀率与公开市场委员会长期目标2%相比不超出半个百分点,同时,更长期通货膨胀率预期依然在锚定范围内,公开市场委员会就会决定把联邦基金利率的目标区间维持在0~0.25%”。也就是说,美联储上调联邦基金利率的先决条件就是失业率低于6.5%或者通货膨胀率高于2.5%。2014年3月,公开市场委员会认为,“对于将联邦基金利率维持在0~0.25%区间多长时间这一问题,公开市场委员会将评估实际与预期情况,看是否朝着美联储最大化就业和2%通货膨胀目标前进。公开市场委员会在评估过程中,将考虑广泛的信息,包括劳动力市场情况、通货膨胀压力指标、通货膨胀预期和金融环境发展的相关信息。基于对这些因素的评估,公开市场委员会认为,在资产购买计划

^① 2003年8月,美联储发现宏观经济有通货紧缩的风险,联邦公开市场委员会就开始启用前瞻指引,向公众声明未来意图和预期的信息。在政策声明中,联邦公开市场委员会指出,宽松的货币政策会维持“一段时间”,五个月后,当通货紧缩的风险解除后,联邦公开市场委员会指出,将“谨慎地改变宽松的货币政策”,又过了四个月,也就是在2004年5月,联邦公开市场委员会指出,将“缓慢而又有节奏地改变宽松的货币政策”。它代表着联邦公开市场委员会有史以来第一次利用前瞻指引作为主要货币政策工具。但是,2008年国际金融危机爆发以后,学术界仍将前瞻指引视为政策创新。

结束后,假定长期通货膨胀预期牢牢受固,将联邦基准利率维持在当前目标范围内相当长时间是合适的,特别是当前通货膨胀水平持续低于2%”。从2014年3月起,美联储综合运用了第三代与第一代前瞻指引,可以称作第三代前瞻指引的“升级版”(郭强,2015),同时,除了通货膨胀与劳动力市场的情况外,美联储上调政策利率还需要考虑金融市场状况。

表1 美联储三代前瞻指引的比较

前瞻指引类型	上调利率时间或者条件	优势	劣势
第一代前瞻指引	起初是“在一段时间内”,后来演变为“在较长时期内”。	更多的定性化和更少的确定性,增加美联储货币政策操作的回旋余地。	市场参与者也不清楚美联储的目标,因此,市场参与者形成的预期比较模糊。
第二代前瞻指引	起初是至少在2013年中期以前,后来被推迟到2015年中期。	表达比第一代前瞻指引更为清晰。	造成动态不一致问题,影响美联储的信誉。
第三代前瞻指引	起初是失业率低于6.5%或者通货膨胀率高于2.5%,后来升级为综合评估劳动力市场情况、通货膨胀压力指标、通货膨胀预期和金融环境发展等相关信息后,再做决定。	美联储清楚地表述政策改变的条件,因此,第三代前瞻指引较少受到动态不一致问题的干扰。	上调政策利率涉及到的信息越来越丰富,这会影响到市场参与者对货币政策的准确解读与对货币政策的正确预期。

表1总结了三代前瞻指引上调利率时间或者条件,以及各类前瞻指引的优势与劣势。第一代前瞻指引的特点是:更多的定性化和更少的确定性。这种缺乏坚定承诺的前瞻指引,表明美联储对经济前景的判断并不明朗,不能反映出货币政策调整的原因及逻辑,与此同时,市场参与者也不清楚美联储的目标,因此,市场参与者形成的预期比较模糊。但是,这样做最大的好处是,可以增加美联储货币政策操作的回旋余地。

与第一代前瞻指引相比,第二代前瞻指引的特点是:表达更为清晰。但是,第二代前瞻指引并未解释经济前景的变化将如何影响未来货币政策,而这恰恰是前瞻指引的一个重要约束。在2012年,美联储曾两次调整前瞻指引的时间:先是把联邦基金利率维持在极低水平延长到2014年末,后来延长到2015年中期,这令公众不确定货币当局是否会再次调整前瞻指引,以及在何种情况下会再次调整前瞻指引。随着时间的推移,第二代前瞻指引的可信度下降,因为市场参与者明白前瞻指引是以经济前景为基本依据,一旦经济出现新变化,美联储会重新评估这类前瞻指引;换言之,对前瞻指引的后续修订,往往意味着经济前景的变化或者货币政策立场的变化,这会影响到市场预期,造成动态不一致问题,影响美联储的信誉。

在第三代前瞻指引中,联邦公开市场委员会提供了比过去丰富得多的信息,清楚地表述了政策改变的条件。因此,第三代前瞻指引较少受到动态不一致问题的干扰。但是,它的表述越来越复杂,上调政策利率涉及到的信息越来越丰富(包括劳动力市场情况、通货膨胀压力指标、通货膨胀预期和金融环境发展等相关信息),这会影响到市场参与者对货币政策的准确解读与对货币政策的正确预期。

(2) 量化宽松政策

美联储采用的量化宽松政策的主要举措是扩张资产负债表规模与改变资产负债表结构,以增加购买长期资产数量与延长资产久期,维持资本市场的正常运行并降低长期利率。这显示出中央银行维持金融稳定的职责,以及为此而创造货币的独特权力。

表 2 美联储在政策利率接近零之后实施的量化宽松政策

量化宽松政策的目标	政策措施
影响非银行信贷环境	
便利住房购买融资	购买机构债、机构发行的住房抵押贷款支持证券
便利消费与投资融资	购买长期国债

表 2 总结了美联储推出量化宽松政策的措施。量化宽松政策旨在解决非银行信贷环境出现的问题,便利住房购买融资、便利消费与投资融资。为此,美联储推出了购买机构债、机构发行的住房抵押贷款支持证券与长期国债等量化宽松政策(美联储推出的量化宽松政策措施详细情况见附录)。2008 年 11 月,美联储宣布实施第一轮量化宽松政策,从 2009 年年初起,美联储购买房地美、房利美与吉利美发行的债券与住房抵押贷款支持证券,从而降低住房购买成本、增加住房信贷供给;2009 年 3 月 18 日,美联储宣布大规模购买长期国债,以降低长期利率期限溢价,从而降低长期利率。经过第一轮量化宽松政策的实施,美联储购买 1.25 万亿美元的机构发行的住房抵押贷款支持证券,1750 亿美元的机构债与 3000 亿美元的长期国债。

2010 年 11 月,美联储宣布实施第二轮量化宽松政策,购买 6000 亿美元的长期国债。与第一轮量化宽松政策不同的是,第二轮量化宽松政策只是购买长期国债,而不购买机构债与机构发行的住房抵押贷款支持证券,旨在降低长期利率期限溢价,从而降低长期利率。

第二轮量化宽松政策的效果没有完全达到美联储的预期,第二轮量化宽松政策刚结束三个月,美联储宣布实施期限延长计划,即所谓的“扭转操作”。该计划旨在将美联储系统公开市场账户(SOMA)持有国债的平均期限从约 75 个月延长至 100 个月,并将国债投资组合的久期从略低于 5 年延长至 7 年左右。这一目标将通过出售 4000 亿美元的 3 个月至 3 年期部分国债和购买等额 6~30 年期限部分国债实现(李向前和郭强,2012)。2012 年 6 月 20 日,美联储继续实施期限延长计划:一直到年底,美联储都会继续延长持有债券的平均期限,购买等额 6~30 年期限的债券,出售等额的期限为 3 年及以下的债券。

2012 年 9 月,美联储启动第三轮量化宽松政策。除了根据扭转操作购买长期国债外,美联储每月购买机构发行的住房抵押贷款支持证券 400 亿美元,与第二轮量化宽松政策不同,第三轮量化宽松政策结束的时间表具有开放性,该轮量化宽松政策与劳动力市场的改善紧密联系。到 2012 年 12 月,由于缺少短期国债而不得不终止扭曲操作,美联储每月直接购买长期国债 450 亿美元。

就美联储的资产结构来看,美联储运用资产负债表政策,大量持有机构债、机构发行的住房抵押贷款支持证券与长期国债,资产规模急剧膨胀。从 2008 年底到 2013 年,资产规模几乎翻了一番,截至 2014 年年底,资产总额达到 4.5 万亿美元,机构债、机构发行的住房抵押贷款支持证券与国债成为美联储最为主要的资产,美联储不但是金融中介的“最后贷款人”,还成为金融市场的“最后做市商”。

(三)非传统货币政策目标

美联储采取非传统货币政策的目的是,在受到零利率下限约束的情况下,为未来货币政策提供必要的空间,以支持宏观经济稳定,最终实现充分就业与物价稳定的宏观经济最终目标(Brockmeijer and Bayoumi,2013)。

美联储主要依靠前瞻指引和大量持有机构债、机构发行的住房抵押贷款支持证券以及长期国债,为未来货币政策提供空间。前瞻指引可以稳定市场预期,引导市场参与者降低长期利率的预期,从而促使家庭增加消费与企业扩大投资;美联储大量购买机构债、机构发行的住房抵押贷款支

持证券、长期国债,可以减少长期利率的期限溢价,降低长期利率,为家庭与企业支出的增加创造合意的金融环境,促进总需求的增加。

二、美联储非传统货币政策的传导机制

货币政策对实体经济产生影响,必须通过长期利率传导(Yellen, 2013),而货币政策工具通常只能有效影响短期利率,短期利率影响长期利率的程度影响货币政策的效力。在受到金融危机冲击的情况之下,美联储采用前瞻指引与资产负债表政策,试图直接降低长期利率,以刺激经济复苏。本节将集中分析这两类非传统货币政策的传导机制。

(一)长期利率的影响因素

在通货膨胀预期比较稳定的情况下,长期利率主要受到短期利率水平与期限溢价的影响,但是,无论是经济学者还是决策当局对期限溢价的决定机制的理解并不深入。

1.从短期利率到长期利率

金融市场套利的存在,使得短期市场利率总能够接近于官方利率。虽然不遵循机械的路径,但套利行为也能影响长期资产的利率。

长期利率(长期资产的利率)主要受到预期货币政策的影响,这是因为想要进行长线投资的资产组合经理(portfolio manager)要么持有长期资产,要么不断对短期资产进行展期。如果他们不厌恶风险,长期利率应该是预期未来连续短期利率的平均值。一般来说,由于长期投资的风险更大(持有债券到期涉及到通货膨胀风险,到期前偿付涉及到资本风险^①),所以长期投资的收益高于一系列连续的短期投资。更准确的是,期限为 N 的债券利率 i_t^N 可以表示为预期短期利率 i_t^1 与期限溢价 ρ_t^N 的函数:

$$i_t^N = \frac{i_t^1 + E_t i_{t+1}^1 + \dots + E_t i_{t+N-1}^1}{N} + \rho_t^N \quad (1)$$

$$i_t^1 = r_t^1 + \pi_t \quad (2)$$

其中, i_{t+i}^1 表示在 $t+i$ 时刻的一年期债券的市场利率, N 表示债券持有期, ρ_t^N 表示按年计算的期限溢价,表示为投资者为弥补其持有高风险债券而获得的额外回报,期限溢价随 N 的增加而变大。因此,在不考虑预期利率变化的情况下,收益曲线基本上向上倾斜。需要指出的是,债券持有者不能直接观察到预期利率,也不能直接观察到期限溢价。但是,在远期市场上进行交易的远期利率,为评估预期利率提供了一条途径。 π_t 表示在 t 时刻的通货膨胀率,等式(2)是费雪效应,表示的经济含义是:名义利率等于真实利率与通货膨胀率之和。

2.长期利率的影响因素

由等式(1)与等式(2)可知,长期利率有三部分构成:债券持有期的预期通货膨胀、短期真实利率的预期路径与期限溢价。

影响长期利率的第一个因素是债券持有期的预期通货膨胀。预期通货膨胀的下降与中央银行对价格稳定的承诺相关,长期通货膨胀预期锚住的目标是影响长期利率的关键因素。

影响长期利率的第二个因素是短期真实利率的预期路径。短期真实利率的预期路径受两个因素的影响:一是当下的货币政策立场;二是市场参与者对政策未来演变的预期(Bernanke, 2013)。在很大程度上,经济前景决定货币政策立场,在有些情况下,其他因素(比如零利率下限约束)决定货币政策立场。由于价格刚性的存在,导致通货膨胀调整速度缓慢,中央银行通过控制短期名义利

^① 比如,在偿付之前,债券市场价格下降的风险。

率,就可以控制短期真实利率。

影响长期利率的第三个因素是期限溢价。长期投资的回报更不确定,长期利率中包含风险溢价,这种风险溢价被称为期限溢价,也就是长期利率中不能由预期短期真实利率与预期通货膨胀不能解释的部分。从学术研究的角度来看,无论是经济学者还是决策当局对期限溢价是如何决定的认识并不深入,难以预测期限溢价的变化是长期利率剧烈波动的一大因素。

(二)前瞻指引的传导机制

对货币政策的效力而言,预期的作用至关重要。相对而言,短期利率水平的变化本身不那么重要;重要的是通过前瞻指引引导公众的预期,使得人们能够了解到,在未来几年,中央银行将如何利用短期政策利率来影响经济形势。在正常时期,人们的预期可以将短期利率与长期利率的变化联系起来:可信的政府承诺会促使公众把低于正常水平的短期利率展期,从而预期长期利率水平较低,进而促进家庭消费的增加与企业投资的扩大。因此,美联储调控短期利率,就相当于调控长期利率。然而在经济危机时期,社会公众则不能根据过去的经验判断经济前景与形成未来货币政策预期,中央银行必须要运用自身的信誉,依靠前瞻指引来降低长期利率,增强货币政策的有效性。

清晰的前瞻指引可以降低金融市场参与者、家庭与企业对政策利率未来路径预期的不确定性。前瞻指引能够影响短期政策利率路径的预期,减少短期利率路径的不确定性,降低风险溢价,进而降低无风险利率的水平值与波动幅度,提高货币政策的有效性。鉴于供给层面与通货膨胀预期的不确定性,金融市场参与者可能误解中央银行对通货膨胀回升与刺激经济政策的权衡。经济复苏会导致金融市场参与者预期政策利率会更快地提升,从而出现差异化预期,遏制经济复苏势头。在这种情况下,中央银行清晰地指引未来货币政策路径有助于确保金融市场稳定与经济复苏。

需要指出的是,前瞻指引对长期国债收益率具有两个相反的力量。一方面,预期未来政策利率降低与期限溢价减少将导致长期利率下降,推动总需求扩张。但另一方面,如果前瞻指引能够强化金融市场参与者对经济复苏的预期,那么,长期利率可能上升,导致总需求减少。前瞻指引的总体效果取决于这两个力量之间的平衡。

总而言之,中央银行并不控制当前的通货膨胀或者产出缺口,而只是调控它们的预期值。在一定程度上,中央银行的真正目标是通货膨胀与产出缺口的预期值。这是因为货币政策传导机制的时滞,使得中央银行无法调控当前的变量。在金融市场运行严重受损或者短期利率达到零利率下限的情况下,短期利率与长期利率脱节,如果中央银行的承诺可信、且市场参与者的预期正确,那么只要中央银行对未来短期利率路径的表述清晰,市场参与者就会充分理解货币当局政策的真正意图,从而形成理性预期,直接调控长期利率,进而促进家庭消费与企业投资做出相应的改变。

McKay et al.(2015)用新凯恩斯主义经济模型将上述文字描述的机制刻画为:

$$IS \text{ 曲线: } \pi_t = \alpha x_t + \beta E_t \pi_{t+1} \quad (3)$$

$$AS \text{ 曲线: } x_t = E_t \pi_{t+1} - \sigma [i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^n] \quad (4)$$

$$\text{零利率下限约束: } i_t \geq 0 \quad (5)$$

其中, π_t 表示通货膨胀率, x_t 表示产出缺口, E_t 表示预期因子, i_t 表示无风险短期名义利率, r_t^n 表示自然利率, $0 < \beta < 1$ 表示效用贴现率, α 、 σ 是正的参数。

为了分析方便起见,假定在没有受到货币政策冲击的情况下,实际利率($i_t - E_t \pi_{t+1}$)等于自然利率,产出缺口与通货膨胀率等于零。在短期利率达到零利率下限的情况下,中央银行向市场宣布将短期政策利率固定在零附近相当长一段时间,试图使市场参与者在未来一段时间内,预期利率为零或接近为零,那么真实利率就会下降,低于自然利率。

假定从长期来看,货币政策对产出不产生影响,由公式(3)与公式(4),可以推导出等式(6)与

等式(7):

$$x_t = -\sigma \sum_{j=0}^{\infty} E_t(i_{t+j} - E_{t+j}\pi_{t+j+1} - r_{t+j}^n) \quad (6)$$

$$\pi_t = \kappa \sum_{j=0}^{\infty} \beta^j E_t x_{t+j} \quad (7)$$

从产出缺口来看,如等式(6)所示,实施前瞻指引后,产出缺口立即增加,并且在未来一段时间一直增加。同时,前瞻指引的期限越长,产出缺口的累积效应就越大。

从通货膨胀率来看,如等式(7)所示,实施前瞻指引后,产出缺口决定前瞻指引对通货膨胀率的反应,前瞻指引的期限越长,产出缺口的累积效应决定通货膨胀的累积效应就越大。

(三)量化宽松政策的传导机制

量化宽松政策主要通过信号渠道与资产组合平衡渠道进行传导,其实质是降低期限溢价,进而降低企业与家庭的融资成本,促进企业增加投资、家庭扩大支出,最终增加总需求。

1. 量化宽松政策传导的信号渠道

从信号发送角度看,中央银行推出量化宽松的货币政策,购买长期资产,意味着向金融市场参与者做出维持利率水平较低的可信承诺。Eggertson and Woodford(2003)认为,降低长期债券利率的非传统货币政策有益于经济的前提条件是:中央银行做出可信的承诺——即使经济复苏之后,利率仍然保持较低水平。中央银行大量购买长期债券,才能实现这样的承诺。这是因为,一旦中央银行上调利率,中央银行持有的资产价值就会降低,而负债(主要是基础货币)数量基本稳定,于是购买的债券就会遭受损失。因此,在一段时期之内,通过大量购买长期债券,是将政策利率维持在较低水平的基本前提(Bernanke, Reinhart and Sack, 2004)。

2. 量化宽松政策传导的资产组合平衡渠道

对于资产组合平衡渠道而言,中央银行通过购买长期债券、资产互换、注入流动性等措施,可以修正中央银行与私人部门的资产负债表的规模和构成。由于中央银行垄断着发行基础货币的地位,因此,从原则上说,中央银行可以无限发行货币,进行市场干预。中央银行采取购买长期债券等措施会从三个方面推动总需求的扩张。一是导致资产价格上涨,从而提高家庭财富水平和家庭支出水平。二是资产价格的高涨还使得资产收益率降低,降低长期资产收益的风险溢价,最终改善融资环境,促进企业增加投资。三是中央银行注入流动性购买长期债券,使得本币贬值,从而促进出口增加与进口减少。

这一渠道的有效性取决于货币与其他金融资产的不完全替代性。根据优先聚集模型(preferred-habitat models),长期资产和短期资产在投资者的投资组合中是不完全替代的,并且套利者的影响被他们的风险厌恶水平等因素所限制。通过购买国债与机构债等资产,美联储的量化宽松政策可以鼓励投资倾向从政府债券转向风险资产,导致风险资产的收益率向低风险资产的收益率收敛。因此,利率的期限结构可以被在特定到期日的外部供给冲击所影响。中央银行购买长期债券可以被看作债券供给的减少,它会推高价格,降低这些债券的收益。

具体来看,在资产组合中,资产负债表政策通过六个渠道影响债券的收益率(Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen, 2011)。一是久期风险渠道(Duration Risk Channel)。Vayanos and Vila(2009)指出,中央银行购买长期债券,能够降低投资者的久期风险,改变收益曲线,降低长期债券收益率。二是流动性渠道(Liquidity Channel)。中央银行购买私人部门的长期债券,这就使得私人部门增加短期、无风险的储备金,与长期债券相比,准备金的流动性更强,从而增加投资者的流动性,降低债券的流动性风险。三是安全溢价渠道(Safety Premium Channel)。中央银行购买国债,向公众出售的国债的供给减少,在市场主体对无风险资产存在偏好的背景下,国债收益率就会大幅度下降,而国债

是信用评级最高的债券。四是违约风险渠道(Default Risk Channel)。与国债相比,级别较低的债券违约风险更大。如果量化宽松的货币政策能够成功地促进经济增长,企业违约风险就会降低,因而,级别较低的债券的利率就会下降。第五,通货膨胀渠道(Inflation Channel)。量化宽松的货币政策推升通货膨胀预期,进而导致实际利率的下降幅度要大于名义利率,促进经济增长。第六,提前还款风险溢价渠道(Prepayment Risk Premium Channel)。提前偿还风险指因为借款人提前偿还贷款,导致放款人提前收回本金和降低资金回报的可能性。住房资产提前还款风险具有正的风险溢价,而风险溢价的程度取决于住房资产投资者承担的提前还款风险,资产负债表政策能够降低住房资产提前还款风险,减少住房资产的风险溢价。

(四)两类非传统货币政策传导机制的比较

前瞻指引与量化宽松政策影响宏观经济的渠道既有类似之处,也有不同之处。前瞻指引与量化宽松政策都传递出中央银行刺激经济的信号,量化宽松可以强化前瞻指引的承诺,可以通过信号渠道降低长期利率,从而降低金融市场上的融资成本,加快经济复苏步伐。

从对长期利率的影响来看,长期利率主要由资产持有期的短期无风险利率与期限溢价构成。前瞻指引侧重于降低无风险利率水平与波动,大规模资产购买侧重于降低长期利率的期限溢价。无风险利率水平的降低与期限溢价的降低共同作用,使得长期利率降低。

三、美国非传统货币政策的实施绩效

(一)美国非传统货币政策实施绩效的研究方法

在理想的情况下,为了评估非传统措施的有效性,需要采用反事实分析法,这就是要求首先回答一个问题:如果不推出非传统货币政策措施,金融市场与宏观经济会怎样?从理论上很难给这个问题提供具有说服力的答案。于是,经济学家尝试探究与之相关,但难度相对较低的两个的问题:非传统货币政策导致长期利率降低多少?对宏观经济产生什么样的影响?

从实证方法来看,有三种方法测算非传统货币政策对金融市场与宏观经济的影响:一是运用VAR分析(比如 Baumeister and Benati, 2013);二是运用一般均衡的结构模型(比如 Del Negro et al., 2010);三是事件研究法(比如 Gagnon et al., 2011)。就运用VAR分析与一般均衡的结构模型而言,由于经济变量出现突变,在平常时期的实证规范不太可能适用于在危机时期的研究,同时,效果的大小会取决于研究方法和选取样本的时间段,因而波动性很大。在文献中,一个比较好的剥离出非传统货币政策影响的方法是事件分析法。这个方法要求在一个很窄的窗口期内计算收益率或者宏观经济指标的变化,这个时间段通常是官方宣布或者实施相关非传统货币政策消息的当天。这种方法有两个主要的假设:其一,在非传统货币政策消息宣布或者实施的当天,这个消息会主导所有影响债券收益的冲击;其二,债券价格具有前瞻性,并且能够迅速且准确地对预期的非传统货币政策做出反应。

虽然事件分析法是一个强大的工具,但仍有其局限性。首先,市场对于非传统货币政策的反应(通常对于经济来说是积极的)可能会受同期触发此次行动的下行经济环境(通常对于经济来讲是负面的)的抵消。其次,因为这一研究方法窗口期很短,其可能会忽视了一些更为持久的影响,毕竟,影响金融市场与宏观经济的因素很多,既有暂时的冲击,又有持久的动力;既有预期到的因素,也有未预期到的因素。

(二)前瞻指引的实施绩效

对前瞻指引的实施绩效研究较少,现有的研究显示,在一定程度上,前瞻指引可以改善金融市场环境、扩大企业投资与增加家庭消费,但却难以对经济增长产生实质性促进。迄今为止,美联储

的前瞻指引的效果并不能说十分理想。

1. 前瞻指引改善金融市场环境

对于计量经济学家来说,要估计中央银行前瞻指引的影响,使用来自金融市场的高频数据远比使用宏观经济方面的低频数据要更具操作性。Femia et al.(2013)考察了第二代前瞻指引对资产价格的影响,直接观察数据发现,2011年8月9日、2012年1月25日及2012年9月13日的联邦公开市场委员会的声明之后,国债收益率、利率的波动性明显降低,股票价格指数上升,金融环境得到改善,为经济增长创造条件。Campbell et al.(2012)研究了美联储的前瞻指引对资产价格与宏观经济所产生的影响。发现前瞻指引显著影响了国债收益率与公司债收益率,并且对公众的宏观经济预期产生了影响,联邦基金远期利率的上升,意味着美联储预期未来经济会得到改善,在这一判断之下,公众会下调失业率预期,同时上调通货膨胀预期。Filardo and Hofmann(2014)的观察发现:第一代前瞻指引实施之后,远期利率与长期利率下降得最多,当然,在此期间,美联储下调利率与资产购买计划对长期利率的影响也不能忽视;第二代前瞻指引的实施效果越来越弱,在2011年8月,美联储运用前瞻指引,导致2年期远期利率下降20多个基点,而在2012年1月与9月,实施前瞻指引,导致2年期远期利率只下降5个基点;第三代前瞻指引的效果很难量化,资产购买规模的削减,会导致远期利率与长期利率上升,不过由于远期利率与长期利率变化不大,这从侧面说明,第三代前瞻指引改善金融环境的有效性。

2. 前瞻指引刺激总需求的扩张

对于宏观经济学家而言,大多数实证研究集中于短期的可预测性上。Gavin et al.(2013)的研究发现,前瞻指引的有效性取决于家庭预期经济是否复苏。家庭预期经济复苏,未来扩张性货币政策的前瞻指引将会降低名义利率,增加家庭消费,前瞻指引的期限越长(A longer forward guidance horizon),这一效应越大。Raskin(2013)得出的实证研究结论是,基于日期的前瞻指引能够显著改变投资者对联邦公开市场委员会反应函数的认识,公开市场委员会的前瞻指引降低短期利率的敏感性。同时,这一研究结果是稳健的,其政策含义是:短期利率预期值敏感性的下降有助于长期利率维持在较低水平,这有助于企业增加投资与家庭扩大消费,从而刺激总需求的扩张。Campbell et al.(2012)与Raskin(2013)的研究结果表明,公众对利率的期望与美联储的前瞻指引是相一致的,因而前瞻指引可以刺激总需求。

(三) 量化宽松政策的实施绩效

美联储采用的量化宽松政策措施五花八门,如购买机构债、购买长期债券与扭曲操作等等,以恢复金融市场功能与实现宏观经济复苏。因此,可以从金融市场与宏观经济两个层面,评估美国量化宽松政策的实施效果。

1. 美国量化宽松政策对金融市场的影响

对于分析大规模资产购买机构债和机构发行的住房抵押贷款支持证券的效果,Stroebel and Taylor(2009)采用事件研究法分析了美国财政部与美联储购买住房抵押贷款支持证券的影响。研究表明,大规模购买机构债和机构发行的住房抵押贷款支持证券对二级市场产生影响,大约降低息差30~60个基点。Hancock and Passmore(2011)的研究也得出类似结论,这些证据表明,美联储的干预改善了住房抵押贷款支持证券市场的运转。

从美联储推出量化宽松政策降低长期利率的效果来看,Ihrig et al.(2012)运用无套利期限结构模型研究表明,前两轮量化宽松政策与扭曲操作导致10年期国债收益率下降64个基点。具体而言,第一轮量化宽松政策导致10年期国债收益率下降大约30个基点,第二轮量化宽松政策导致10年期国债收益率下降8个基点,扭曲操作导致10年期国债收益率下降25个基点。Gagnon et al.(2011)运用事件研究分析,发现推出大规模资产购买计划之后,购买1.7万亿资产的资产,导

致 10 年期国债收益率下降 62 个基点^①, 10 年期机构债的收益率与机构发行的住房资产抵押证券的收益率下降得更多; 运用时间序列分析, 发现推出大规模资产购买计划之后, 购买 1.7 万亿资产的资产, 导致 10 年期国债收益率下降 52 个基点。他们把长期利率降低归因于期限溢价的下降, 而不是未来短期利率的预期。Bauer and Rudebusch(2013)运用动态期限结构模型, 分析美国长期利率下降的原因, 其研究结果显示, 量化宽松主要是通过信号渠道, 使得预期的改变, 而不是期限溢价的改变使得长期利率下降。Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen(2011)运用事件研究分析, 研究了两轮量化宽松的货币政策对长期利率的影响, 发现第一轮量化宽松的货币政策使得长期国债与机构债收益率下降 100 多个基点, 第二轮量化宽松的货币政策使得长期国债与机构债收益率下降大约 20 个基点。就采用时间序列研究得出的结论而言, Hamilton and Wu(2010)测算购买 4000 亿美元的长期债券, 同时用同等数量的短期债券冲销, 10 年期国债收益率将会降低 14~67 个基点, Greenwood and Vayanos(2010)的研究发现, 购买 4000 亿美元的长期国债将会降低长期利率大约 40 个基点。这些实证结果表明, 购买长期国债可以降低长期利率, 因此, 中央银行具有一些降低长期利率的能力。

2. 美国量化宽松政策对宏观经济的影响

就运用一般均衡的结构模型而言, Del Negro et al.(2010)运用包含金融摩擦的 DSGE 模型, 采用美国经济的数据进行校准, 结果发现, 实施量化宽松政策防止了产出的大崩溃与通货紧缩的持续存在。Chung et al.(2011)运用 FRB/US 模型估计了第一轮量化宽松政策的影响, 结果显示, 第一轮量化宽松政策推出增加了 300 万个工作岗位, 通货膨胀率提高 1 个百分点。

就运用时间序列计量模型而言, Fuhrer and Olivei(2011)假定第二轮量化宽松的货币政策降低美国长期利率 20~30 个基点, 测算其对真实产出与通货膨胀的影响。他们结合向量自回归模型 (VAR)、波士顿联邦储备银行模型与 FRB/US 模型的信息, 发现推出第二轮量化宽松的货币政策之后的两年里, 产出提高 60~90 个基点, 同期的失业率下降 30~40 个基点。Baumeister and Benati(2013)的研究得出类似的结论, 他们假定长期利率降低 25 个基点。运用时变参数结构向量自回归模型 (TVP-VAR), 并通过反事实模拟, 结果显示, 如果不采用资产负债表政策, 2009 年第 3 季度, 通货膨胀率将会低至 -1%。2009 年第 4 季度, 实际国内生产总值将会下降 0.9%, 失业率将会上涨 0.75 个百分点, 达到 10.6%。

就事件研究法的运用而言, Farmer(2012)的研究发现, 在 2008 年 12 月, 通货膨胀预期是 -4.5%, 在推出第一轮量化宽松的货币政策之后, 到 2009 年秋季, 通货膨胀预期是 1%, 量化宽松的货币政策有效提升了通货膨胀预期。Pasaogullari(2015)运用费城联储的专业预测季度调查报告进行分析, 数据显示, 在推出第一轮量化宽松的货币政策之后, 居民消费价格指数预期与核心居民消费价格指数预期分别下降 0.7 个百分点与 0.3 个百分点; 在推出第二轮量化宽松的货币政策之后, 居民消费价格指数预期与核心居民消费价格指数预期分别上升 0.5 个百分点与 0.4 个百分点; 在推出第三轮量化宽松的货币政策之后, 居民消费价格指数预期先下降, 紧接着上升, 整体而言, 通货膨胀预期的变化非常有限。

(四) 前瞻指引与量化宽松政策共同作用的经济绩效

Mishkin(2011)质疑量化宽松政策本身对于刺激经济是否有效。他认为当不能进一步降低利率或刺激银行放贷时, 基础货币的扩张并不会提升总需求, 此外, 从来自日本的证据观察, 在刺激总需求方面, 中央银行资产负债表的单纯扩张并不奏效。但是, Mishkin(2011)认为, 前瞻指引具有很强的理论基础, 中央银行承诺持续保持低水平短期利率, 有助于降低长期利率, 并形成通货膨胀

^① FRBUS 模型模拟结果表明, 在正常时期, 联邦基金利率下调 100 个基点, 10 年期国债收益率下降 15 个基点(Watanabe, 2011)。

预期,进而降低实际利率。Mishkin(2011)的研究表明,美联储采用的传统货币政策与非传统货币政策有效防止了信用价差的进一步扩大,降低了宏观经济风险,一定程度上遏制了居民和企业支出的下滑,因此,美联储的货币政策是有效的。Engen et al.(2015)运用FRB/US模型进行反事实模拟,结果显示,在实施非传统货币政策的前两年,货币政策影响有限,但是,从2011年开始,经济复苏有所加速。

从2009年起,美国经济开始逐步复苏,但在本轮复苏中,国内生产总值和就业增长却从未达到以往历次经济复苏惯有的强度。近几年美国年均国内生产总值增速始终低于2%,就业增长也慢于人口增长。第二次世界大战后至本次危机前,美国历次经济衰退均缘于美联储提升利率对抗通货膨胀。当美联储达到其目的时,就会逐步降低利率,经济也随之迅速恢复活力。与此不同的是,2006年,房地产价格开始下跌,抵押贷款借款人开始违约,其他以抵押贷款为基础资产的金融资产价格也随之大幅下挫,并导致金融机构间相互惜贷、金融市场失灵、信贷市场干涸。在这种状况下,降低联邦基金利率并不能引发快速的经济复苏,美联储采用非传统货币政策降低长期利率,但房地产价格仍持续下跌至2012年。同时,在2013年之前,股票市场上升幅度也低于企业盈利的增速。全球金融危机爆发之后,基于泰勒规则进行测算,联邦基金的影子利率应该是负值,而在实际操作中,由于零利率下限的约束,把联邦基金利率调为负值并不可行。近几年来,作为唯一持续实行的经济刺激政策,美联储的非传统货币政策不能充分抵消零利率下限约束的影响(Hakkio and Kahn, 2014),前瞻指引与量化宽松政策不能对经济增长产生实质性促进作用。

四、美国非传统货币政策的潜在风险

在恢复金融市场功能与刺激经济复苏方面,美联储非传统货币政策发挥了积极作用。但是,长期实施非传统货币政策会给中央银行信誉造成冲击,加剧其他经济体参与竞争性宽松货币政策进程,累积金融风险,同时,美联储上调利率时,其资产负债表中的资本会受到侵蚀。

(一)前瞻指引的潜在风险

作为中央银行一项新工具,前瞻指引并非如美联储事先想象的那么完美,其潜在风险也日渐显现。不断更改前瞻指引框架,会给中央银行信誉造成冲击;长期超低的短期利率水平,会使得投资者投资高风险金融工具,给金融稳定构成威胁;长期超低的短期利率水平,会使得企业更倾向于劳动节约型的投资,给经济增长质量带来压力。

1. 前瞻指引框架不断更改给中央银行信誉造成冲击

在很大程度上,前瞻指引的有效性取决于公众对中央银行做出承诺的信任,但是,中央银行将一直实施其认为适合经济状况的政策举措,事实上,货币政策制定者与市场参与者都不能准确地预测未来,经济表现很可能与预期的偏差较大。如果对经济的预期出现错误,中央银行将永远只能实施适合经济的政策,那么,提前的政策承诺将不具有任何约束。

市场参与者提前预期到的政策承诺将不具有任何约束,他们会挑战中央银行的前瞻指引。当然,通过引进宏观经济门槛值(失业率和通货膨胀水平)作为前提条件,可以给美联储提供必要的政策灵活性,以应对市场参与者的冲击。但是,美国经济的复苏一波三折,这使得美联储对经济预测没有充足的信心,因此,一再更改前瞻指引框架,改变上调利率的条件,这会稀释提前承诺的核心信息,不利于形成美联储期望的市场预期,从而影响美联储信誉与前瞻指引的有效性(郭强,2015)。

2. 前瞻指引对金融稳定构成威胁

在接近零利率下限时,中央银行前瞻指引短期利率的走势,投资者对短期资产进行展期固然可以降低长期利率,但如果利率在过长时期维持在过低水平,期限溢价的变化就会导致长期利率

的波动。从学术研究的角度来看,无论是经济学者还是决策当局对期限溢价是如何决定的认识并不深入,难以预测期限溢价的变化是利率剧烈波动的一大因素(Bernanke, 2013);从美联储的经验来看,资产购买计划影响长期利率的期限溢价,前瞻指引通过政策利率的演变路径影响长期利率,在实施第三代前瞻指引的过程中,资产购买规模不断削减,导致期限溢价上升。前瞻指引与资产购买规模削减(甚至资产出售)的共同作用,可能出现的一种效果就是利率剧烈波动,给金融稳定构成威胁。

不可否认,短期政策利率前瞻指引与量化宽松的政策结合,会压低固定收益证券的长期收益率。在这种情况下,只能获得最低名义回报的固定收益投资者将转而投资高风险金融工具,比如垃圾债券、新兴市场债券等等,但是,这些金融风险承担可能并不转化为实际投资,而是造成投资扭曲。比如,对利率极其敏感的房地产价格可能上升,却没有建造新的房地产,从而加大房地产市场崩溃的风险,这会影响金融稳定,造成资源的错误配置。从现实状况来看,从2011年11月起,美国房地产价格持续40多个月上涨,但是,新开工房地产数却在较小的波动性中趋于平稳。

3. 前瞻指引对经济增长质量带来压力

美国实施联邦基金利率几近为零的货币政策已经超过6年,最新运用的前瞻指引框架也没有给出上调政策利率的时间表,非常规的货币政策具有常态化倾向。从企业生产投入的角度来看,在一定程度上,资本与劳动力可以相互替代。在联邦基金利率为零的情况下,企业大幅度降低融资成本,使得企业的投资更倾向于劳动节约型(Ragan, 2013),就经济增长质量而言,实现的是“无就业复苏”。

从工资份额在产出的占比来看,这一比例持续下降,这一现象与资金成本的降低同步进行。就劳动力市场而言,从就业来看,失业率从10%降至2015年5月的5.5%。但是,劳动力市场的疲软状态还没有彻底改变。金融危机以来,劳动参与率大幅度下降,已经下降3个百分点,2015年5月是62.9%,比于2014年12月创下的自1978年以来的新低62.7%稍高。企业的投资更倾向于劳动节约型与资金密集型,会影响经济增长质量,不利于就业市场的改善。

(二) 量化宽松政策的潜在风险

在传统的货币政策没有较好调控效果的背景之下,美联储采取量化宽松政策,有助于改善融资环境,刺激经济复苏,但是,美联储非传统货币政策在刺激力度、退出战略等方面仍存在一定的风险。

1. 美联储的量化宽松政策刺激力度难以把握

尽管在金融市场混乱与经济衰退时,采用资产负债政策可以缓解金融市场压力,遏制经济衰退,然而,从定量的分析来看,缺少量化宽松政策的实证经验,因而,量化宽松政策的操作力度难以把握(Bernanke, 2010)。

需要指出的是,在联邦基金利率几近为零的背景下,低利率会导致过度的风险分担^①,基本理由有两个。一是根据薪金制度安排,资产管理者基于超出最低水平(通常为零)的收益而获得报酬,鉴于此,在名义利率处于低水平的情况下,只有进行高风险投资,才能给他们带来高收入;也可能由于固定利率承诺,就像保险公司提供的合同一样,这会迫使公司去寻求高风险高收益的投资。二是根据收入和估值效应,低利率会提高净利息收益率,提高金融企业的价值,提高他们提升杠杆水平和承担风险的能力,而且,低利率能提升抵押品价值,从而促使增加信贷。

2. 美国量化宽松政策的退出战略需要研究

为应对金融危机和经济衰退,美联储将联邦基金利率降至0~0.25%的历史最低水平,并创新了多项货币政策工具,向市场注入大量流动性,从而有效稳定了金融市场。但这些措施导致美联储

^① 这一机制称为“货币政策的风险承担渠道”。

的资产负债表规模从危机前的 9000 亿美元迅速膨胀到 2014 年年底的 4 万多亿美元。随着经济走向复苏,货币流通速度的加快,美联储如何回收流动性,避免资产价格泡沫和通货膨胀,成为全球金融市场和各国政府决策者关注的焦点。

市场并不确信美联储能够平稳退出资产负债表政策。如果美联储资产负债表政策退出过快,可能会引发新一轮的经济低迷;如果等待时间过长,可能会酿成通货膨胀;如果措施不得当,可能会造成金融市场的动荡。美联储也不清楚金融市场对量化宽松政策退出的反应,因此,资产负债表政策的退出次序、退出工具、退出力度和退出速度等方面还需要加强研究。

3. 美国量化宽松政策的潜在损失

美联储在资产市场上经常购买的是长期债券,这会使其面临利率风险,如果购买的是私人债券,则还面临信用风险,因为此类债券价格可能发生大幅波动,这些债券的或有损失意味着美联储资产负债表中的资本会受到侵蚀(Mishkin, 2011)。

目前,主要经济体中央银行的资产负债表目前呈现两个特点:一是资产负债表过于庞大;二是中央银行拥有太多期限较长的资产,它们无法在资产负债表政策退出之前到期。中央银行为了逐步退出宽松政策势必要出售资产,而这既造成了资产价格下跌,同时也会受到资产价格下跌的影响,从而给中央银行带来损失,并且中央银行也无法一下子将资产规模削减到正常水平。与此同时,与之相伴的利率上升会使得中央银行需要向拥有的负债支付更高的利息,这无疑又加剧了损失。

五、评论性小结

金融危机蔓延之后,金融市场均衡严重失调,美联储被迫创新思维方式。首先,把政策利率降到超低水平;然后,推出前瞻指引与量化宽松政策,以遏制金融危机。其目的是为了实现两大目标:一是恢复金融市场和中介的运转;二是在零利率下限约束下,为未来的宽松政策提供空间。这两个目标很明显是互相联系的,它们最终都是为了保证宏观经济的稳定。但它们分别通过不同途径实现:前者主要通过供给流动性供给以及购买私人资产达成,而后者则是通过前瞻性指引和购买债券来实现。

对于前瞻指引而言,不断更改前瞻指引框架,会给美联储的信誉造成冲击;长期超低的短期利率水平,将增加金融脆弱性的积累,金融机构会将目光转向原本不受欢迎的某些部门来寻求收益,使得投资者投资高风险金融工具,给金融稳定构成威胁;长期超低的短期利率水平,使得企业的更倾向于劳动节约型的投资,从而不利于就业规模的扩大,给经济增长质量带来压力。

对于量化宽松政策而言,购买公共部门发行的长期安全债券(long-term safe bond),抬高这些资产的价格,降低它们的收益率,其效应溢出到对私人部门发行的长期安全债券,可以产生理想的效果。但是,私人部门发行的长期安全债券(比如 AAA 级企业债)非常有限,也就是说,美国的量化宽松政策可以改善政府的融资环境,但是不能有效改善私人的融资环境,对借贷活动只有有限的直接影响。在美国,几乎所有由资产负债表扩张所产生的超额准备金,都作为准备金余额在美联储休眠,而这些资金只有借给商业市场才能创造收入乘数,使经济活动扩张。简言之,量化宽松政策能够带来的净借贷非常之少,从而使得美联储资产负债表政策的效力大打折扣。同时,大规模资产购买计划原本旨在降低长期利率和金融市场风险溢价,但同时也扭曲了市场信号。政府债券的长期收益率是金融中介的一个重要指标,其处于极低水平可能导致更广范围内的金融错误定价,使金融市场无法有效跨期分配资源。

总而言之,在防范金融体系崩溃和促使经济复苏方面,美国非传统货币政策工具发挥关键的作用,但非传统货币政策的局限性不容低估。非传统货币政策可以提供流动性,化解流动性风险,

但并不能化解深层的偿付风险。非传统货币政策可以用时间换取修复资产负债表与结构改革的空间,但却不能取代它们,如果不能认识到非传统货币政策的局限性,将导致美联储不堪重负,触发一系列潜在的风险,造成金融不稳定,降低美联储的信誉,延缓美国经济与全球经济的复苏。无论如何,在危机管理当中,货币政策的作用只能是为走出危机创造稳定的货币金融环境,复苏与繁荣的根本动力终究还要源自企业家持续不断地在实体经济层面实施的各类创新活动。

参考文献

- 郭强(2015):《美联储前瞻指引:理论基础、发展脉络与潜在风险》,《新金融》,第4期。
- 李向前、郭强(2012):《美联储非传统货币政策及其对中国的启示》,《经济学动态》,第11期。
- 张晓晶、董昀(2013):《重构宏观经济政策框架:探索与争论》,《比较》,第66辑。
- Adrian, T., C. Burke and J. McAndrews (2009): “The Federal Reserve’s Primary Dealer Credit Facility”, Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, 15.
- Anderson, R. and C. Gascon (2009): “The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007–2009 Financial Crisis”, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, November/December.
- Agarwal, S., J. Barrett, C. Cun and M. De Nardi (2010): “The Asset-backed Securities Markets, the Crisis, and TALF”, Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, 4th quarter.
- Bauer, M. and G. Rudebusch (2013): “The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases”, *International Journal of Central Banking*, 10, 233–289.
- Baumeister, C. and L. Benati (2013): “Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound”, *International Journal of Central Banking*, 9, 165–212.
- Bernanke, B. (2009): “Reflections on a Year of Crisis”, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Bernanke, B. (2010): “The Economic Outlook and Monetary Policy”, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Bernanke, B. (2013): “Long-Term Interest Rates”, Remarks at the Annual Monetary/Macroeconomics Conference: The Past and Future of Monetary Policy Sponsored by Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, California.
- Bernanke, B. and V. Reinhart (2004): “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates”, *American Economic Review*, 94, 85–90.
- Borio, C. and P. Disyata (2009): “Unconventional Monetary Policies: An Appraisal”, BIS Working Paper 292.
- Brockmeijer, J. and T. Bayoumi (2013): “Unconventional Monetary Policies—Recent Experience and Prospects”, IMF Background Paper.
- Campbell, J. et al. (2012): “Macroeconomic Effects of FOMC Forward Guidance”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 43, 1–54.
- Campbell, S., D. Covitz, W. Nelson and K. Pence (2011): “Securitization Markets and Central Banking: An Evaluation of the Term Asset-Backed Securities Loan Facility”, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series 2011–16.
- Carney, M. (2013): “Monetary Policy After the Fall”, Remarks at Eric J. Hanson Memorial Lecture, University of Alberta, Edmonton, Alberta.
- Cecioni, M., G. Ferrero and A. Secchi (2011): “Unconventional Monetary Policy in Theory and in Practice”, Occasional Papers No. 102, Bank of Italy.
- Eggertsson, G. and M. Woodford (2003): “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 34, 139–211.
- Engen, E., T. Laubach and R. David (2015): “The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies”, FRB Finance and Economics Discussion Series No. 2015–005.
- Farmer, A. (2012): “The Effect of Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules on Inflation Expectations: Theory and Evidence”, NBER Working Paper, No.18007.
- Filardo, A. and B. Hofmann (2014): “Forward Guidance at the Zero Lower Bound”, *BIS Quarterly Review*, March.
- Femia, K. et al. (2013): “The Effects of Policy Guidance on Perceptions of the Fed’s Reaction Function”, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 652.
- Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache and B. Sack (2010): “Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 441.
- Gavin, W. (2013): “The Stimulative Effect of Forward Guidance,” Stlouisfed Working Paper, No. 2013–038A.
- Kahn, G. and C. Hakkio (2014): “Evaluating Monetary Policy at the Zero Lower Bound”, *Economic Review*, 5–32, Second Quarter.
- Hess, C., J. Laforte, D. Reifschneider and J. Williams (2011): “Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower

Bound Events? ”, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper, No. 2011-01.

Ihrig, J., E. Klee, C. Li, B. Schulte and W. Min (2012): “Expectations about the Federal Reserve’s Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates”, FRB Finance and Economics Discussion Series, No. 2012-57.

Krishnamurthy, A. and A. Vissing-Jorgensen (2011): “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy”, NBER Working Paper, No. 17555.

McKay, A., E. Nakamura and J. Steinsson (2015): “The Power of Forward Guidance Revisited”, NBER Working Paper, No. 20882.

Mishkin, F. (2011): “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis”, NBER Working Papers, No.16755.

Pasaogullari, M. (2015): “Unconventional Monetary Policy Measures and Inflation Expectations”, Economic Commentary, No. 2015-07.

Rajan, R. (2013): “A Step in the Dark: Unconventional Monetary Policy after the Crisis”, Delivered at Andrew Crockett Memorial Lecture on 23 June 2013.

Raskin, M. (2013): “The Effects of the Federal Reserve’s Date-Based Forward Guidance”, FRB Finance and Economics Discussion Series, No. 2013-37.

Rosengren, E. (2015): “Lessons from the U.S. Experience with QE”, Speech at Joint Event on Sovereign Risk and Macroeconomics Moody’s Investors Service and Peterson Institute for International Economics Frankfurt, Germany.

Smaghi, L. (2009): “Conventional and Unconventional Monetary Policy”, Keynote Lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009.

Stroebel, J. and J. Taylor (2009): “Estimated Impact of the Fed’s Mortgage-Backed Securities Purchase Program”, NBER Working Paper, No. 15626.

Trichet, J. (2013): “Unconventional Monetary Policy Measures: Principles-Conditions-Raison d’etre”, *International Journal of Central Banking*, 9, 229-250.

Woodford, M. (2012): “Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound”, Paper Presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium at Jackson Hole.

Yellen, J. (2013): “Communication in Monetary Policy”, Speech at the Society of American Business Editors and Writers 50th Anniversary Conference, Washington, D.C., April 4, 2013.

Yellen, J. (2014): “Monetary Policy and the Economic Recovery”, Speech at the Economic Club of New York, New York, April 16, 2014.

(责任编辑:赵一新 马辰)

附录:美国推出的量化宽松政策措施

	声明日	终止日	购买资产	购买数量	目标
第一轮量化 宽松政策	2008 年 11 月 25 日	2010 年 3 月	机构债	机构债:1000 亿美元	降低住房购买成本与 增加住房信贷供给
	机构 MBS		机构 MBS:5000 亿美元		
第二轮量化 宽松政策	2009 年 3 月 18 日	2010 年 3 月	机构债	机构债:1000 亿美元	降低长期利率期限溢价
	机构 MBS		机构 MBS:7500 亿美元		
期限延长计划 (扭转操作)	2010 年 11 月	2011 年 6 月	长期国债	6000 亿美元	降低长期利率期限溢价
	2011 年 9 月		2012 年 6 月	购买 6~30 年 期限的债券	
第三轮量化 宽松政策	2012 年 6 月	2012 年 12 月	购买 6~30 年 期限的债券	数量受持有短期 债券的约束	降低长期利率期限溢价
	2012 年 9 月		2014 年 10 月	机构 MBS	

资料来源:Cecioni, Ferrero and Secchi(2011)与 Rosengren(2015)。