
非常规货币政策：理论和实践

范志勇 赵勇

摘要：美国金融危机后，非常规货币政策的运用成为宏观经济政策调控中的重要特征。本文主要就非常规货币政策的理论基础、政策实践以及金融市场在货币政策运用中的作用进行分析，在此基础上，本文结合中美两国的现实实践，分析了美国非常规货币政策实施对中国宏观经济的影响，并进一步在美国非常规货币政策行将退出的背景下给出了相应的政策建议。

关键词：非常规货币政策 金融危机 溢出效应

一、引言

2007 年以来，从次贷危机初露端倪，雷曼公司破产，到金融危机和欧洲主权债务危机全面爆发，主要发达国家为应对不断恶化的金融危机也在不断调整应对危机的货币政策。当货币政策实践全面转向所谓的“非常规货币”政策时，政策当局和经济学家也在对危机之前货币政策理论乃至最近 40 年宏观经济学发展所形成的“新共识”进行深入反思和激烈的争论，例如 Blanchard(2008)、Krugman(2009)、Lucas(2009)和 Cochrane(2009)等等。这些争论部分已经取得相对一致的意见，部分仍在激烈讨论中，必将对货币政策理论和未来的货币政策实践产生重要影响。

中国的改革开放一直遵循市场经济方向，在货币政策理论和实践中，例如货币政策目标、货币政策工具等等也较多地借鉴西方国家的经验和教训。近期发达国家货币政策理论的新发展必然对中国货币理论的研究和政策实践产生影响。然而国内目前关于非常规货币政策的研究主要集中在对美、日等国具体货币政策实践和非常规货币政策传导渠道的定性介绍以及对非常规货币政策实施及其退出可能对中国经济产生影响的分析。相反，这些研究对金融危机以来发达国家货币政策理论自身的反思和发展关注不够，对中国货币政策研究可能产生的影响也关注不够。为了弥补现有研究的不足，本文试图梳理金融危机前后发达国家货币政策理论的变化，考察这些变化可能对中国货币政策理论和实践产生的影响，为中国货币政策实践提供借鉴。

下文分为以下几个部分：第二节总结危机之前货币政策理论的基础，即货币政策理论“新共识”；第二节介绍“新共识”理论假设的前提及其批判；第三节介绍包含金融市场的货币政策的新进展；在最后一部分，我们结合中美两国的具体实践，分析了美国非常规货币政策的国际溢出效应。

二、危机前货币政策的理论基础——货币政策理论“新共识”

相对微观经济学，宏观经济理论的发展历来充满了争议、批判以及否定之否定。随着新古典宏观经济学和新凯恩斯主义宏观经济学这两大流派的争论和各国中央银行货币政策的实践，在上世纪90年代至美国次贷危机之前的一时间内，宏观经济学以及货币政策指导理论一度出现相互融合的趋势。这些日趋一致的观点被称为宏观经济学中的新共识(New Consensus in Macroeconomics)，这一融合趋势不仅得到了许多学者，还有中央银行家的认同，

并对各国货币政策实践产生了重要影响。^①可以说,危机之前主要发达国家的“常规货币政策”正是建立在经济和货币政策理论“新共识”的基础之上的。

(一)宏观经济学和货币政策理论“新共识”

宏观经济学中的新共识又可以分为纯理论层面的共识和货币政策两个层面。在宏观经济理论方面,主要的共识包括长期内货币中性、预期对政策的敏感性和由名义和实际粘性导致的短期内通货膨胀与失业之间的替代关系等等。这些共识被一些经济学家称为“新新古典综合”(New Neo-Classical Synthesis)或者“新凯恩斯主义方法”(New Keynesian approach),参见 Clarida, Gali和Gertler (1999)和Woodford (2003)。Woodford(2009)将理论层面的新共识总结为五个方面:(1)宏观经济理论应该以跨期一般均衡模型为基础;(2)定量政策分析应该以经过计量检验的结构模型为基础;(3)预期应被当作内生变量,并在政策分析中考虑到政策本身对预期的影响;(4)实际(real)冲击而非名义冲击才是经济波动的重要来源;(5)货币政策是有效的,特别是在控制通货膨胀方面。^②

就货币政策层面而言,“新共识”主要体现在四个方面:(1)货币政策在总需求管理中发挥主导作用,财政政策主要关注中长期目标;(2)中央银行要具备独立性;(3)货币政策更关注最终目标(特别是通货膨胀)而非中介目标;(4)强调预期管理和政策可信度的重要性,Bean(2007)。在货币政策的具体执行上,King(2005)认为“新共识”的主要体现是:政策工具以短期利率为主、政策目标围绕“维持价格稳定”,以及通货膨胀目标制在各国得到日益广泛的应用。Mishkin(2010)将发达国家中央银行在金融危机之前所遵循的货币政策思想总结为9条“科学原则”(scientific principles),其中特别强调失业率和通货膨胀之间没有长期的替代关系(长期Phillips曲线是垂直的);货币政策同样面临动态不一致性问题,因此货币政策规则具有重要意义;严格的名义锚是货币政策取得良好效果的核心;金融摩擦在经济周期性波动中发挥重要作用。

Blanchard等(2010)总结了次贷危机之前发达国家货币政策的主要特征:单一目标(通货膨胀),单一工具(利率);货币政策只要维持通胀稳定,产出缺口就会稳定在较小水平;财政政策的作用有限;金融监管不属于货币政策的范畴,这些特征与“新共识”几乎一致。尽管政策制定者在实践中可能更加务实,但理论上的共识对政策制定和机制设计发挥了重要作用。

(二)货币政策“新共识”的理论模型

Arestis(2009)将2007年金融危机之前理论研究和货币政策实践中形成的“新共识”总结为包含以下6个方程的理论框架,其中模型中加入 w 上标的变量表示与国内变量相对性的国际变量:

$$Y_t = a_0 + a_1 Y_{t-1} + a_2 E_t(Y_{t+1}) + a_3 [R_t - E_t(\pi_{t+1})] + a_4 rer_t + s_1 \quad (1)$$

$$\pi_t = b_1 Y_t + b_2 \pi_{t-1} + b_3 E_t \pi_{t+1} + b_4 [E_t \pi_{t+1}^w - E_t \Delta er_{t+1}] + s_2 \quad (2)$$

^① 与“新共识”相对应,自然存在所谓的“旧共识”。自菲利普斯曲线被发现之后,当时的主流经济学家和政策制定者认为:政府可以通过容忍更高的通货膨胀以降低失业率;但是当过度需求导致通货膨胀上升和国际收支失衡时,政府应该采用收入政策而非货币政策来应对经济过热;如果收入政策无效,则政府则应该考虑货币贬值,这就是所谓的经济政策“旧共识”(Old Consensus),参见 Bean(2007)。然而到了20世纪70年代,主要发达市场经济国家普遍发生的滞涨现象不仅宣告菲利普斯曲线消失,更导致“旧共识”的瓦解。

^② Woodford(2009)同时还总结了经济理论上依然存在的严重分歧,在此不再赘述。

$$R_t = (1 - c_3) [RR^* + E_t \pi_{t+1} + c_1 Y_{t-1} + c_2 (\pi_{t-1} - \pi^T)] + c_3 R_{t-1} + s_3 \quad (3)$$

$$rer_t = d_0 + d_1 \{ [R_t - E_t \pi_{t+1}] - [R_t^w - E_t \pi_{t+1}^w] \} + d_2 (CA)_t + d_3 E_t (rer)_{t+1} + s_4 \quad (4)$$

$$CA_t = e_0 + e_1 (rer)_t + e_2 Y_t + e_3 Y_t^w + s_5 \quad (5)$$

$$er_t = rer_t + P_t^w - P_t \quad (6)$$

方程(1)为总需求方程： a_0 是常数，表示财政政策， Y 为国内产出缺口， E_t 表示在时间 t 的预期， R 是名义利率， $E_t(\pi_{t+1})$ 是在 t 期对 $t+1$ 期通货膨胀率的预期， rer 表示实际汇率对数， $s_i, i=1 \dots 5$ 表示各方程中的随机冲击。该方程表明从总需求角度看，产出缺口主要受财政政策冲击、产出缺口滞后值及其预期值、实际利率、实际汇率以及随机冲击的影响。

方程(2)为 Phillips 曲线：通货膨胀决定于当前产出缺口、过去和未来通货膨胀、名义汇率预期变化率和预期世界通胀。是通货膨胀率， $E_t(\pi_{t+1}^w)$ 是在 t 期对 $t+1$ 期的国际通货膨胀率的预期。 er 为间接标价法名义汇率(对数值)。 P^w 和 P 分别是世界和国内价格水平(对数)。因此，名义汇率、实际汇率和国内外价格之间的关系可以表示成方程(6)，进而可推导出 $\Delta er_t = \Delta rer_t + P_t^w - P_t$ 。模型考虑了粘性价格、关系中的滞后价格水平和长期完全弹性。 $E_t(\pi_{t+1})$ 反映了通货膨胀的前瞻性属性。如果中央银行可以向具有理性预期的公众传达实现并保持地通货膨胀的可信信号，那么通货膨胀预期将会降低，进而可以以较小的产出损失降低当前通货膨胀水平。这一方法被称为货币政策的预期渠道。

方程(3)为货币政策规则方程： R^w 是世界名义利率， RR^* 是实际均衡利率(即和零产出缺口相一致的利率)， π^T 是通货膨胀目标。名义利率政策由预期通胀、产出缺口滞后值、通货膨胀对目标偏离(或“通胀缺口”)的滞后值和“均衡”实际利率等因素决定。方程中还包含名义利率的滞后值，以体现货币当局在实际操作中存在的利率平滑现象。方程(4)、(5)和(6)为模型中涉及开放条件经济的方程：其中 CA 是国际收支平衡表中的经常账户余额，可以通过方程(5)来决定， Y^w 是世界产出缺口。方程(4)表明实际汇率是国内外实际利率之差、经常项目及其自身预期值的函数。方程(6)给出了名义汇率和实际汇率的关系。

经济学家对货币政策达成的“新共识”绝大多数在货币政策方程(3)中得到体现。首先，货币政策工具是(短期)名义利率。在短期名义粘性(工资、价格和信息)存在的假设前提下，中央银行可以通过调控名义利率进而影响实际利率，从而达到影响短期总需求的目的。Taylor 规则以通货膨胀缺口和产出缺口作为政策目标，并且已经成为货币政策模型最普遍的方法(Goodfriend, 2007, Orphanides, 2007)。而此之前的 20 世纪 70 年代，在货币主义的推动下，主流经济学观点认为通货膨胀在本质上是一个货币现象，因此需要适当的名义锚来稳定货币和名义总需求。在货币流通速度稳定和可预测假设下，货币供给增长率成为政策首选目标。然而政策实践中发现货币流通速度相当不稳定，导致各国逐渐放弃货币数量工具，转而采取利率工具。^①其次，在方程(3)中，通货膨胀预期被明确地纳入到货币政策框架中。在通货膨胀目标制下，央行对通货膨胀的预测(forecast)可以对公众通货膨胀预期(expectation)产生重大影响。由于利率政策传导存在时滞以及央行无法实现对通货膨胀的完美控制，因此央行预测的通货膨胀成为货币政策的中间目标，而最终目标则是实际通货膨胀，(Svensson 1997, 1999, Arestis, 2009)。央行通货膨胀目标和预测提升了货币政策的透明度，但是预测失误也将会对严重影响央行的声誉和政策可信性。^②此外，Arestis(2009)还指出如果假设方程(2)

^① 例如在英国货币数量目标于1977年由财政大臣丹尼斯·希利(Denis Healey)首次采用，并在1979年后成为撒切尔政府宏观政策的核心。由于货币流通速度不稳定，到了1980年代中期，货币政策名义锚逐渐由货币增长率转变为名义汇率稳定。进而在1992年开始采取通货膨胀目标制。在美国货币数量政策目标同样面临的相同的问题，直至1994年美联储公开市场委员会宣布将货币政策目标由货币数量改为联邦基金利率。然而经济学家关于联邦德国货币政策模式存在争议，Bean(2007)将其视为货币数量目标的成功范例，而 Bernanke和Ilian(1997)认为西德执行的不是严格的货币数量目标而是通货膨胀盯住目标。

^② 由于利率政策中包含央行的通货膨胀预测，Woodford(2007)认为通胀目标制事实上是一个货币政策规则和相机抉择政策的综合，因而是对货币总量目标和弱通胀目标制的改进。

中的系数 b_2, b_3 和 b_4 之和为 1, 那么就意味着该 Phillips 曲线是垂直的。垂直的长期 Phillips 曲线意味着没有自愿性失业, 但该假设尚存在争议, 如 Blanchard(2008)。

二、“新共识”货币政策面临的挑战及非常规货币政策实践

在美国次贷危机发生之前, 基于“新共识”的常规货币政策之所以在实践中取得了相对的成功, 很大程度上是由于这一政策体系可以通过比较透明的货币政策来引导金融市场对短期利率的预期, 而套利活动可以确保短期利率变化(或者预期变化)沿着政府债券收益率曲线向长期利率传递, 同时在私人资产收益率(包括银行贷款)之间扩散。当名义粘性存在时, 名义利率变化影响实际利率, 进而导致消费、投资等经济活动发生。实际利率对经济活动的影响渠道又包括信贷渠道、汇率渠道和财富通道等等。上述完整的货币政策传导机制可以概括为图 1。

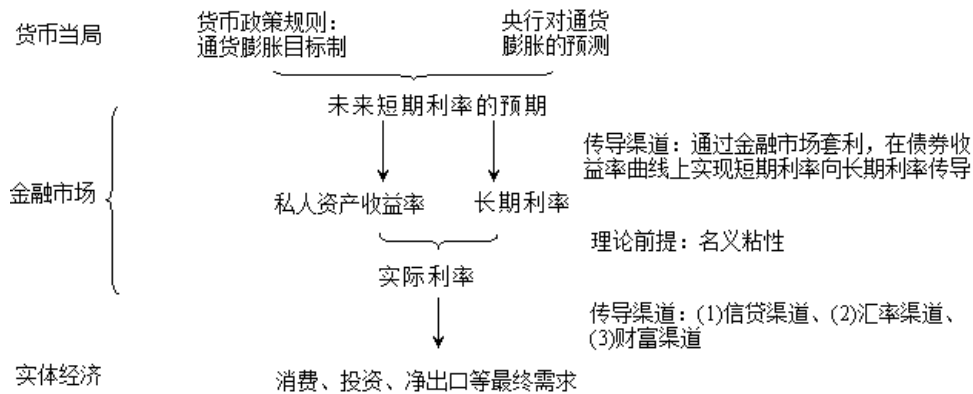


图1 常规货币政策的传导途径

(一)“新共识”货币政策模型隐含的基本假设及批判

在“新共识”政策框架, 特别是方程(3)中包含了货币政策理论的基本假设, 可以简要的概括为以下方面。

首先, 该模型中的摩擦主要存在于实体经济(产品市场和劳动市场), 金融市场摩擦却被抽象掉, 导致整个分析框架中即不存在货币, 也不存在金融中介, 连利率也只有一个。虽然用于描述总需求的方程(1)建立在经济主体跨期优化的基础上, 但Arestis(2009)指出这些最优化隐含着经济中不存在信用风险和债务拖欠的假设前提。这些假设意味着所有理性预期的经济人都是完全守信的, 私人债务(IOU)在交易中被完全接受, 因此对货币资产无特定需要。^① 该模型进一步假设所有固定利率金融资产都是相同的, 因而仅需要一个利率。更重要的是, 模型中所有个人或厂商均不受流动性约束, 因而既不需要金融中介机构(商业银行或者非银行金融中介机构), 也不需要货币。Gali和Gertler(2007)指出在新共识框架下货币的作用仅限于计价单位, 货币政策工具总需求的决定因素是短期利率, 与实际货币余额无关, 加之货币在总财富中的比重较低, 因此货币在模型中被忽略。Woodford(2008)对模型中不存在货币提供的解释是中央银行可以实现与最优利率水平相匹配的任意货币存量, 因而名义货币存量不需要出现在模型中。然而研究发现上述假设与现实相距甚远, 特别是在经济危机时期, 因此成为当前理论改进的主要方向之一。

Mishkin(2010)还发现“新共识”货币政策在处理风险因素时隐含着确定性等价(Certainty Equivalence)特征。当前主流最优货币政策研究普遍采取线性二次模型框架(linear quadratic),

^① 货币本质上是政府(央行)对私人部门的债务, 由于不存在信用风险和债务拖欠, 在“新共识”框架下, 私人债务可以完全替代政府债务, 因此该模型中没有货币存在的空间。

即模型中的损失函数往往采取二次函数求和的形式,这导致得到的最优政策具有确定性等价特征。在这些模型中,最优政策是一个对冲击的线性、非时变反应函数,政策反应的大小既不依赖于冲击的概率分布,也不依赖于冲击的方差。因此最优货币政策中无法包含风险管理来应对可能存在的尾部风险(tail risk)。当经济面临严重负面冲击风险时,确定性等价方法就表现出较大的局限性。一方面,在严重负面冲击下,经济很可能表现出非线性动态行为(Hamilton, 1989; Kim and Nelson, 1999);另一方面,二次目标函数也不能反映出多数人在面临严重负面冲击风险时所表现出的强烈风险规避的程度。由于中央银行的终极目标是公共福利最大化,因此货币政策应该反映出公众避免异常不利后果的偏好。

(二)危机中“新共识”和常规货币政策实践面临的挑战

在正常情况下能正常运转的货币政策传导机制在金融危机期间出现失灵。IMF(2013)认为在危机期间“新共识”货币政策面临的挑战主要集中在以下三个方面。第一,严重的经济衰退导致最优政策利率面临零下限(zero lower bound, ZLB)限制,经济面临流动性陷阱,泰勒规则失效;第二,危机期间金融市场套利条件遭到破坏,导致政策利率的变化不仅无法沿着收益率曲线向长期利率传导,也无法有效影响私人资产的收益率和利差,常规货币政策传导机制失效;第三,危机期间,市场脆弱性提升,自我实现的理性挤兑加剧金融市场市场崩溃,而金融市场稳定并不在常规货币政策框架内。^①

面对基于“新共识”框架常规货币政策的失效,经济学家开始重新审视宏观经济理论和货币政策,并发生了激烈的争论。一方面,Krugman(2009)认为金融危机暴露了此前40年间所发展起来的宏观和货币经济学理论的根本缺陷,需要对这些理论进行彻底的修正;另一方面Krugman(2009)的观点又遭到了Lucas(2009)和Cochrane (2009)的激烈批评。

在货币政策理论方面,Mishin(2010)认为金融危机并没有证实危机前货币政策理论存在根本性的错误,而是认识程度上的欠缺。^②例如作者总结发现,金融危机证实金融部门对经济活动的影响超出经济学家的预期,并且能够在危机期间导致经济呈现严重的非线性化现象;零利率下限对货币政策所造成的影响和以及经济危机进行救济的成本也都超出了预期;价格和产出稳定也并不能保证实现金融稳定等。在此基础之上,作者对货币政策操作提出了四方面的改进意见,一是采取更加富有弹性的通货膨胀目标制;其二是在货币政策模型中引进风险管理方法,政策制定者应该采取即使、果断和灵活(timely, decisive, and flexible)的政策应对潜在的金融市场崩溃,摒弃传统最优货币理论所隐含的渐进式原则;其三,对于信贷驱动型泡沫,货币政策应该采取“预防”措施而不能仅是事后救济^③;最后,在危机期间不可忽视财政政策的作用。

Blanchard(2010)也总结了对“新共识”货币政策框架的反思,更侧重操作方面:首先、稳定通胀不应成为货币政策的唯一目标,即便通胀和产出稳定,也不能保证实现合意的资产价格和信贷总量等目标。^④其次、低通胀目标限制了货币政策的使用范围,特别是当经济遭受重大负面冲击需要较大幅度降低利率时极易面临零利率下限限制,因此应当调高通货膨胀目标值。^⑤第三、金融中介对货币政策乃至整个经济的影响重大,危机期间货币政策传

^① 由于事前即无法识别也无法应对金融泡沫,常规货币政策更适宜对泡沫破灭进行救济,而非预防泡沫形成, Joyce 等(2012)。

^② 这些共识仅针对 Mishin(2010)所总结的 9 条所谓“科学原则”。

^③ 作者特别强调资产泡沫应区分为信贷驱动型(credit-driven)泡沫和非理性繁荣型(irrational exuberance)泡沫。货币政策的预防操作主要针对信贷驱动泡沫,但作者同时也强调了政策实践中可能面临的困难。

^④ 尽管尚未有一致的结论,Blanchard 确实对此前货币政策对资产泡沫进行“善意忽略”的观点提出了质疑,但是由于利率政策对抑制过度杠杆化、过度风险暴露和资产泡沫作用不大,因此作者反对将这些目标纳入到利率政策框架中,而是运用所谓的周期性监管工具(cyclical regulatory tools)。

^⑤ 由于调高通胀目标值的收益仅在经济遭受重大负面冲击时才能显现,但高通胀的成本却是持续存在的,

导渠道阻塞很大程度上是由于金融中介运转失灵造成的。第四、由于金融中介的重要性，金融监管也会对宏观经济和货币政策造成重大影响。除此之外，Woodford(2003)等还特别强调了公众预期的重要影响，并指出预期管理已经成为货币政策的核心内容之一。

(三) 非常规货币政策实践

当前发达国家所采取的非常规货币政策实际上要解决两个层次上的问题：一是在0利率下限处降低各类资产收益率，从而降低私人部门的融资成本，扩大总需求，这可以理解为狭义的非常规货币政策；其次，是恢复金融市场和金融中介的正常运行，保证货币政策实现顺畅传递，这两个方面可以看作广义的非常规货币政策。

由于常规货币政策的目标仅在于宏观经济稳定；非常规货币政策的目标还包括恢复金融市场和金融中介的正常运行。根据丁伯根法则，非常规货币政策要包含更多的政策工具，特别是宏观审慎监管以及巴塞尔III加强对资本充足率和流动性的监管,Joyce等(2012)。就具体政策措施而言，非常规货币政策主要有四种形式：一是中央银行通过扩大对商业银行和其他金融机构贷款来为市场提供流动性，同时保障金融机构安全；二是通过购买政府和私人债券降低私人部门融资成本成本，刺激私人部门总需求；三是中央银行通过扩大其资产规模实现量化宽松政策，增加流动性供给；最后是通过将政策利率长期保持在极低的水平来实现对私人部门预期的管理。

三、包含金融市场的货币政策理论新发展

金融危机之后，经济学家进一步认识到金融市场(机构)对实体经济和货币政策传导的影响；同时强化风险管理也是改善政策实践的另一个重要方面。在资产泡沫分类中，由过度信贷造成的资产泡沫对宏观经济造成的危害远远大于纯粹非理性繁荣泡沫；但这种泡沫客观上相对容易辨认，并且信贷供给和货币政策密切相关。因此货币政策理论两个新的发展方向，一是如何将金融市场纳入到货币政策操作框架中；二是如何通过货币政策应对信贷驱动型资产泡沫。

(一)包含金融摩擦的货币传导机制

危机期间，金融市场崩溃之所以会对经济造成极其严重的破坏是因为金融市场崩溃存在自我强化机制。金融市场上的负面冲击导致由于信息不对称现象造成的金融摩擦急剧增加，金融体系无法将资金流向那些有效益的投资机会,其结果是经济可以经历一次严重的经济衰退(米什金,1997)。

金融机构之间信贷机制破坏意味着传统货币政策工具可能失效。首先，中央银行无法通过调节无风险的联邦基金利率来控制风险利率上升。即使降低联邦基金利率至零利率，也无法逆转突升的风险溢价带来的货币市场流动性紧缩。其次，降低再贴现率也不能改变货币市场流动性紧缩的局面。出于对资产状况的担忧，金融机构不可能通过再贴现融资来增加对其他金融机构的信贷，而会先用于应对自身的流动性危局。

私人部门外部融资额外成本骤增，中央银行不得不考虑如何减小“金融加速器机制”的破坏作用次贷危机发生后，私人部门的外部融资额外成本（即外部融资成本与内部融资成本之差）大大增加。金融部门通过双渠道同时影响实体部门：一个是信贷渠道，金融机构可贷资金水平下降冲击实体部门；另一个是资产负债表渠道，资产价格下跌导致可担保资产的价

因此该建议遭到 Mishin(2010)的反对。

值下降，同时贷款困难，现金流状况恶化，进一步提高外部融资的额外成本。当信贷创造能力受破坏的金融体系和现金流困难的实体经济结合便产生“金融加速器机制”，包含着巨大的宏观经济风险。金融体系破坏、外部融资额外成本上升、以及资产价格的暴跌，均使实体经济中的消费、投资、需求和产出、就业受到冲击。实体经济恶化将进一步增加金融机构不良资产，由此形成反馈效应。该反馈效应作用到金融体系，破坏金融体系功能，再作用到实体经济部门，加剧实体经济的恶化，如此循环放大了宏观经济的风险。

(二)兼容金融摩擦的货币政策与(宏观)审慎监管政策分工框架

由于次贷危机源于地产价格泡沫，如果货币政策能成功阻止资产泡沫形成是否就能够避免金融危机及后续经济衰退的出现，因此这一问题成为理论和政策实践讨论的焦点之一。对于货币政策应如何应对资产泡沫，经济学家长期以来存在“抑制”和“救济”两种观点(Lean Versus Clean)。前一种观点认为货币政策应主动抑制资产泡沫出现，由于资产泡沫破灭会造成强烈的负面冲击，一些经济学家早在次贷危机爆发之前就提出中央银行应该通过提高利率抑制资产泡沫产生，尽管提高利率可能对产出造成冲击，但总比资产泡沫破裂造成的影响要小，例如Cecchetti等(2000), Borio和Lowe (2002), Borio, English, and Filardo (2003)和White (2004)等。

与此相反的观点认为，货币政策应静等资产泡沫破灭，然后对其对产出和通货膨胀所造成的负面影响进行救济。^①支持“救济”观点的依据主要包括：资产泡沫难以识别；提高利率对抑制资产泡沫作用有限；利率政策无法针对特定的资产泡沫而实施；利率提高可能放大资产泡沫破灭的负面影响，其中最后一条理由不仅得到一些理论研究认同，如Bernanke, Gertler和Gilchrist (1999), Gruen, Plumb和Stone(2005)和Kohn(2006)；同时也有实践案例支持，例如1928-1929年危机期间美国的货币紧缩和1989年日本资产泡沫破灭之后的货币紧缩都表明提高利率可能导致资产价格泡沫破裂更严重,从而加剧对经济的损害，例如Cargill, Hutchison和Ito(2000), Jinushi, Kuroki和Miyao(2000), Posen(2003), Gruen, Plumb和Stone(2005)等等。

与上述一般化的讨论不同，Mishkin(2010)将资产泡沫的类型细分为“信贷推动型”资产泡沫和纯粹“非理性繁荣”泡沫，相对于后者，“信贷推动型”资产泡沫不仅对宏观经济危害更大，而且比较容易识别，应该对这种泡沫采取预防性的措施。与是否应该相比，如何预防信贷(资产)泡沫是一个更加艰巨的问题。Mishkin(2012)认为市场失灵导致投资者采取过度的冒险行为(risk taking)，从而造成信贷扩张和资产泡沫。既然信贷泡沫的根源在于市场失灵，审慎监管也就成为预防市场失灵和信贷泡沫的自然选择。审慎监管分为微观审慎监管和宏观审慎监管。微观审慎监管包括充分信息披露、资本金要求和流动性要求等，这些监管主要是确保单个金融机构的安全和正常运转。由于金融机构间相互作用具有外部性，即便每个机构都审慎经营，市场仍然存在过度冒险的可能，因此需要运用宏观审慎监管政策来阻断资产价格泡沫与信贷扩张之间的联系，预防信贷市场总体可能发生的系统性风险。例如巴塞尔协议III中通过动态调整资本充足率要求(即在信贷扩张时提高资本充足率，反之在信贷收缩时降低资本充足率要求)来抑制信贷周期就是宏观审慎监管政策的一个案例。

如果宏观审慎监管政策不能有效地抑制信贷泡沫，那么货币政策是否能有效抑制资产价格泡沫呢？^②利率政策、资产价格泡沫与信贷供给之间的相互关系如何呢？首先，研究发现低利率政策确有可能引发过度冒险行为，并导致信贷驱动型泡沫发生。^③低利率可能导致过度冒险行为有两个原因：一是低利率能够增加金融机构追求高收益率的动机；其次低利率的

^① 由于这一观点得到时任美联储主席格林斯潘的支持，因此也被称为“格林斯潘信条”(Greenspan doctrine)。

^② 注意本文所讨论货币政策工具是短期利率。

^③ 这一渠道被称为货币政策的“风险承担渠道”(risk taking channel)。

收入和估值效应也可以促进过度冒险行为。因此货币政策预防信贷驱动型泡沫确有必要，但当采用货币政策预防资产泡沫时也可能面临严峻的困难，Mishkin(2012)。首先，用货币政策来调控信贷驱动型泡沫直接违反了“丁伯根法则”；其次，Boivin, Lane和Meh (2010)发现货币政策应对金融不稳定的有效性在很大程度上取决于冲击的性质，货币政策对整个经济所面临的普遍性冲击相对有效，监管政策对特定市场失灵相对有效。第三，因为经济稳定并不必然保证金融稳定，因此运用货币政策维持金融稳定意味着货币政策可能要在金融稳定和经济稳定目标之间作出权衡。多目标货币政策有可能使公众混淆中央银行稳定价格的承诺，削弱名义锚的作用。第四，运用货币政策维持金融稳定可能产生误判，即在不需要抑制泡沫时做出紧缩性政策决策。

金融危机使货币政策当局意识到经济稳定政策和金融稳定政策无法截然分开。特别是当货币当局同时肩负金融稳定和经济稳定时，需要通过宏观审慎监管和货币政策进行配合。当低利率政策可能导致市场产生过度冒险行为时，需要更加严格的宏观审慎监管；而如果宏观审慎监管造成总需求下降时，则需要相对宽松的货币政策予以配合。由于货币政策和监管政策协调的复杂性，Mishkin(2012)建议应由同一政府部门负责两项政策的实施，这已是美联储和欧洲央行共同的选择。

四、非常规货币政策的溢出效应

就非常规货币政策的经济效应而言，除去国内层面非常规货币政策实施对金融体系稳定、降低融资成本继而促进产出增长所起的作用之外，在开放背景下，一国非常规货币政策的实施还会通过金融和贸易等渠道影响着其他国家宏观经济的运行，存在着国际间的政策溢出效应。

（一）非常规货币政策的溢出机制

在开放背景下，一国非常规货币政策的实施可能会在如下几个层面对其他国家的宏观经济变量产生影响。

首先，当非常规货币政策实施国在全球经济中的地位较为重要时，非常规货币政策的实施将会通过资产组合效应引起全球资本流动格局的变动。举例来说，鉴于美国国债在全球经济中的重要地位，其对外主权债务资产无论在国内还是在全球市场上都缺乏相应的资产替代品，因此，当非常规货币政策实施导致美国长期债券的收益率走低时，投资者将会重新选择资产工具，转向新兴市场国家资产。这在推高新兴市场国家资产价格的同时，有利于拉低长期利率，改善新兴市场国家的外部融资环境。

其次，非常规货币政策实施下的财富效应有利于改善其他国家的外部需求环境。非常规货币政策实施下的资产价格上升意味着居民财富水平的增加，这有利于居民消费水平继而进口需求水平的进一步增长，这一点，对于消费财富主导以及进口消费占据较大比重的美国经济尤其如此。因此，从这个角度上说，在进口的收入弹性较大的背景下，非常规货币政策实施所带来的需求增加会在贸易渠道下带动其他国家的出口扩张，继而对外部市场产出的增长产生进一步的推动力量。

再次，非常规货币政策的实施还会通过影响双边汇率间接的影响其他国家的宏观经济。从非常规货币政策实施的背景出发，由于早期非常规货币政策实施的核心在于稳定金融市场，因此，在危机发生的初期，非常规货币政策实施下的金融市场稳定将会在一定程度上形成本国货币的升值动力。但在长期来讲，非常规货币政策的实施意味着市场流动性环境的改

善以及资产收益率的降低，这又会形成货币的贬值压力。与此同时，伴随着双边汇率水平的变动，其他国家对非常规货币政策实施国的出口以及投资也会进行相应调整，这形成了非常规货币政策溢出效应的间接渠道。

最后，对于价格变量而言，非常规货币政策的实施也会在供给和需求两个层面影响着其他国家的整体价格水平。一方面，在国际大宗商品价格以非常规货币政策实施国货币定价的条件下，国际大宗商品价格的上涨意味着原材料进口国生产企业生产成本的增加，其会通过价格的传递效应，导致其他产品和服务价格的进一步上涨。另一方面，非常规货币政策实施下外部需求的增加还会形成产品出口国价格变动的需求冲击，以“输入型通胀”的形式抬高商品输出国国内的物价水平。

（二）美国非常规货币政策对中国宏观经济的影响

在上文就非常规货币政策的国际溢出效应的机制进行讨论的基础上，在这一部分，我们结合中国的具体实践，讨论美国非常规货币政策实施对中国宏观经济所产生的影响。限于篇幅，我们主要讨论美国非常规货币政策实施对中国国内产出、物价水平以及人民币汇率水平所产生的影响。

具体分析时，为了对美国非常规货币政策变量进行量化，我们参考Chen等（2012）的研究，以美国10年期国债收益率和三月期国债收益率的差值来表示。这样一种表征非常规货币政策的逻辑在于：非常规货币政策实施的目的在于在短期利率水平接近于零的条件下进一步拉低长期资产收益率。当收益率的差值减小时，意味着美国非常规货币政策实施规模的增加。

接下来，我们首先就美国非常规货币政策与中国主要宏观经济政策变量的简单关系进行考察，具体结果见图2-图4。

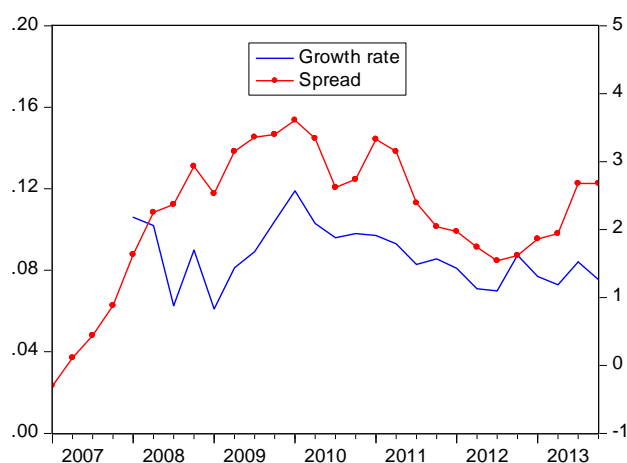


图 2 美国非常规货币政策与中国的产出增长率

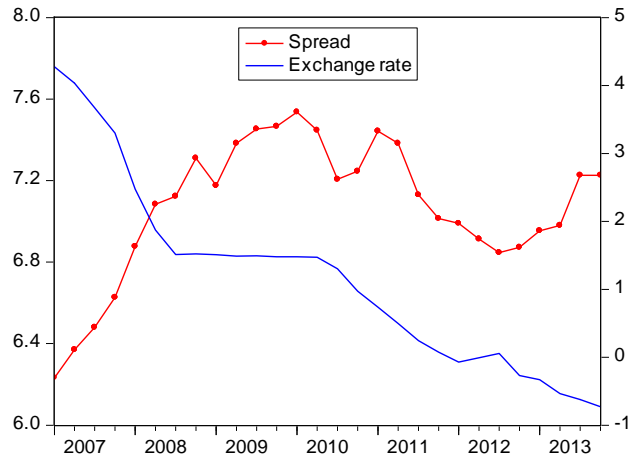


图 3 美国非常规货币政策与人民币兑美元汇率

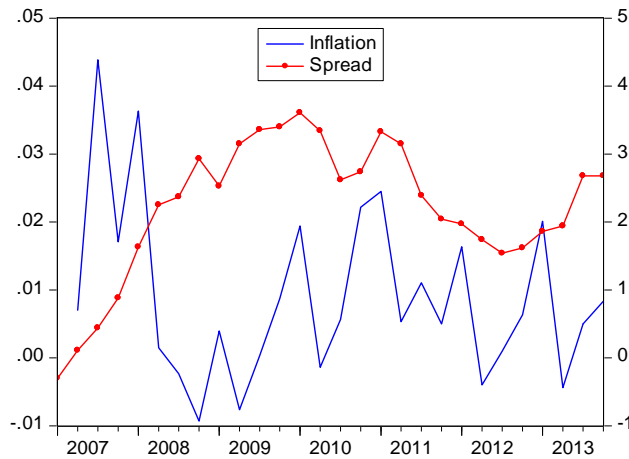


图 4 美国非常规货币政策与中国通货膨胀水平

数据来源：美国非常规货币政策及美元兑人民币汇率的数据来源于美联储圣路易斯网站，中国宏观经济变量的数据来源于国家统计局。

结合图 2-图 4，我们可以看出，就美国非常规货币政策与中国主要宏观经济变量的简单关系而言，在美国非常规货币政策实施的阶段，伴随着美国非常规货币政策的实施，长期国债与短期国债收益率之间收益率差值的变动与中国实际产出的增长率呈现正相关的关系，与中美两国双边汇率的变动关系也在整体上保持了一致的变动趋势。相对而言，美国非常规货币政策实施与中国国内物价水平的变动趋势之间的相关性并不直接。因此，就初步结论而言，我们认为伴随着美国非常规货币政策的实施，人民币兑美元汇率水平向升值的趋势变动，而中国国内实际产出的增长率则在不断下降。因此，从这个角度来说，美国非常规货币政策实施所带来的消费需求增长并未完全转换为中国对外出口的增加，整体上美国非常规货币政策实施对中国宏观经济的溢出效应为负。接下来，为了对这一结论进行进一步的验证，我们构建了一个包含美国非常规货币政策、中美双边汇率、中国实际国内生产总值增长率以及通货膨胀率在内的误差修正模型来对美国非常规货币政策实施对中国宏观经济变量的影响进行模拟冲击。具体分析时，我们还纳入了美国金融市场压力指数以及美国实际产出增长率两个变量作为外生变量，样本的时间跨度为 2009 年第一季度到 2013 年第四季度。图 5-图 7 给

出了一个标准差的长期国债和短期国债收益率的差值增加所引起的中国主要宏观经济变量的脉冲响应结果。

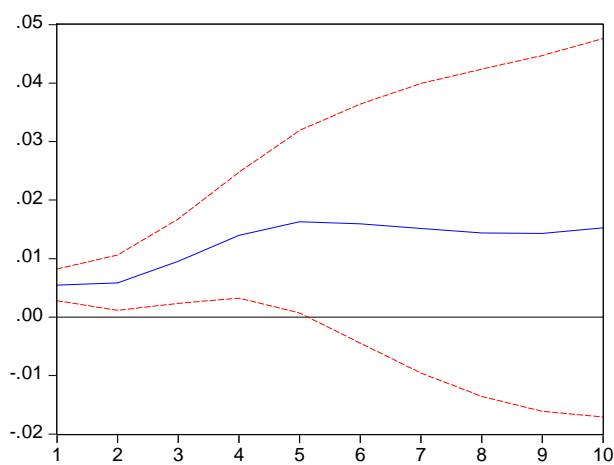


图 5 中国实际国内产出增长率的脉冲响应结果

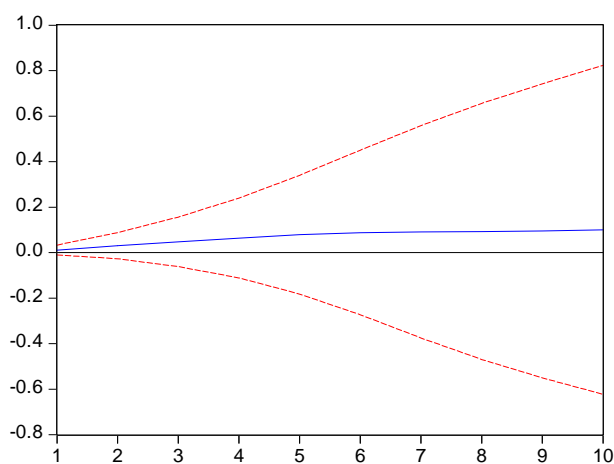


图 6 中国实际国内产出增长率的脉冲响应结果

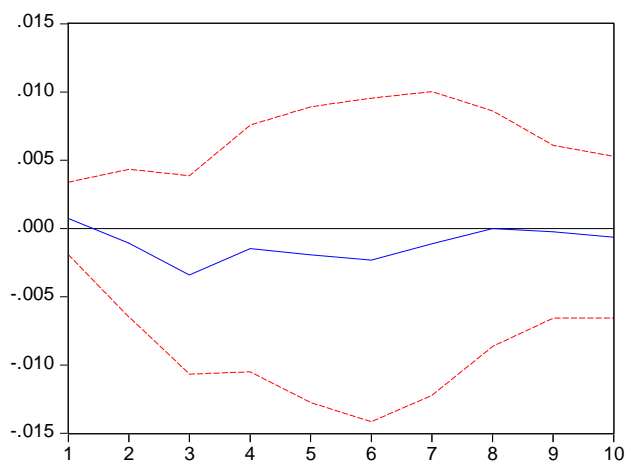


图 7 中国实际国内产出增长率的脉冲响应结果

结合图5-图7，我们可以看出，在基于误差修正模型，采用脉冲响应冲击的方法就美国非常规货币政策对中国宏观经济变量产生的冲击进行表征之后，上文简单图形分析的结论仍然得以成立，美国非常规货币政策实施对中国整体物价水平上涨的推动效应也进一步得到了确认。具体来说，伴随着美国非常规货币政策的实施，在美国国内流动性充裕以及资产收益率逐渐走低的背景下，美元出现贬值趋势，人民币兑美元汇率水平进一步提高（图6）。与此同时，美国国内流动性环境的改善也通过贸易或者金融的渠道影响了中国国内的物价水平，成为危机后中国国内物价水平持续上涨的重要外部因素（图7）。最后，就美国非常规货币政策实施的整体产出效应而言，与上文分析的结论相一致，我们发现伴随着美国非常规货币政策的实施，中国的实际国内产出增长率却有所下调（图5）。究其原因，这可能与中国经济增长的外向型特征有关。也就是说，在美国非常规货币政策实施的大背景下，人民币兑美元汇率出现大幅升值的趋势，而伴随着人民币对美元的升值，无论是中国产品对美国的出口还是来自于美国的外商直接投资势必会受到不同程度的影响。在中国宏观经济对外商直接投资和出口贸易仍然存在较大依赖的大背景下，中国国内产出受到美国非常规货币政策实施的负向冲击也就不足为奇。从这个角度，也可以看出，在美国非常规货币政策实施的整体产出溢出效应为负的前提下，美国非常规货币政策对中国出口贸易增长的收入效应要小于美元贬值所带来的价格效应。

（三）美国非常规货币政策退出背景下中国的政策选择

伴随着金融市场的逐渐调整以及政府经济刺激政策的实施，在2010年之后，美国经济逐渐走上复苏轨道。从2010年第一季度开始，美国实际国内生产总值的同比增长速度连续14个季度在1.3%以上，2011-2013年产出的季度平均增长率（2.2%）也已经非常接近金融危机发生前产出水平的平均增长速度（2.4%）。^①更为重要的是，在美国经济增长数据整体改善的同时，私人部门投资和私人部门消费在产出中的比重快速增长，劳动力市场、房地产市场和金融市场也呈现积极的向好趋势。因此，伴随着“失业型复苏”局面的逐渐好转以及经济增长动力从政府部门向私人部门的转移，美国经济已经呈现整体复苏的迹象。在这样的背景下，尽管有关美国定量宽松货币政策的退出时点还存在争论，但美国货币政策的逐步趋紧将成为一种必然。

对于美国非常规货币政策退出对中国经济的影响，在中国的资本流动特别是间接资本流动仍然受到较大管制的大背景下，中国不会出现类似其他新兴市场国家资金大规模抽逃的现象，美国非常规货币政策退出对中国宏观经济的影响也主要集中在贸易渠道。结合前文的分析，就有利的因素而言，美国非常规货币政策退出必然伴随着美元的大幅升值，这在减轻当前人民币汇率升值压力、缓解国内通货膨胀的同时，也为中国产品的对外出口创造了货币条件。因此，在美国经济复苏趋势较为明朗的背景下，短期内外部市场需求增加和美元的升值将在双重意义上改善当前中国的对外出口环境。然而，就美国非常规货币政策退出的不利影响而言，最大的不确定性仍然来自于全球的流动性环境的变化。世界银行（2010）曾指出，相比于上世纪90年代，本轮金融危机发生前发展中国家经济增长的动力主要得益于流动性繁荣下的融资便利，而非发达国家国内需求的增长。如果这一逻辑成立的话，伴随着美国非常规货币政策的退出以及金融监管体系的完善，发展中国家的外部融资环境将有所恶化，外部资金供给的短缺以及借贷成本的不断上升将在很长一段时期内加以维持。对于中国而言，国内经济增长所面临的冲击可能是多方面的。一方面，在外部融资约束趋紧的情况下，流动性繁荣时期的融资便利对经济增长的促进效应将无从体现，

^① 作者根据美国经济分析局数据计算得出。

在当前中国的金融发展水平尚不足以完全满足企业外部融资需求的背景下，国际融资条件的恶化必将会对国内的生产型企业形成较大的流动性冲击。另一方面，随着美国非常规货币政策的退出，危机后的美国经济必须借助于技术创新来激发新的经济增长点，而在当前美国国内新的技术和制度创新的迹象并不明显的背景下，美国经济很难出现可靠的经济增长点，美国长期内进口需求水平的维持带有较大的不确定性，未来中国经济的发展仍然可能面临着较大的外部需求冲击。

在这样的背景下，中国政府未来的政策选择应在如下两个层面有所侧重。

第一，在短期内，政府应对全球流动性环境加以关注的同时，进一步加强货币政策和汇率政策的协调，提升货币政策的操作空间。而在长期内则要致力于推动国内金融体制改革，进一步提升国内金融市场发展水平。一方面，在美国非常规货币政策退出后，国内金融市场的健康发展可以有效缓解企业不断趋紧的融资约束，提供必要的生产性资金，为国内产业的发展以致整体的产业竞争力提供必要的支撑。另一方面，从减少预防性储蓄，提高储蓄向投资转化效率的角度讲，国内金融部门的发展也是国内需求替代外部需求继而实现经济增长方式顺利转变的关键。因此，我国应在积极促进金融监管体系改革，确保交易监管的全面性，强调对金融机构的稳定性监管的同时，进一步加强信用体制建设，加快推动金融中介和资本市场发展，提高金融系统的整体运行效率。

第二，在当前美国非常规货币政策退出的效应尚未体现，世界经济格局的变动趋势尚不明朗的背景下，中国经济发展的短期定位仍然在于现有国际分工体系下制造业大国地位的维护和巩固。这既是短期内中国经济外向型发展模式的必然要求，也是长期内经济结构调整和增长方式转变的基础所在。只有在维持一定的出口增速的背景下，中国国际分工地位的维持和国内改革的顺利展开才存在可能。但在长期内，在中国经济发展所面临的外部需求约束逐渐显现的背景下，中国经济的持续发展必然要立足于国内需求的扩张，超越小国经济发展的外向型模式。因此，在这个角度上说，中国未来的政策选择要协调处理制造业短期增长与长期结构改革之间的关系。既要确保出口规模增长和市场扩张的总量要求，也要突出制造业技术结构和区域结构的调整优化。同时，注重将制造业的改革发展纳入对外开放战略的整体框架，统筹考虑制造业发展、对外直接投资以及汇率形成机制改革等相关议题，增强开放战略调整的主动性和全局性，实现依附性开放向自主性开放转变。

参考文献

Angeriz, A., and Arestis, P., 2007. "Monetary policy in the UK", *Cambridge Journal of Economics*, 31, pp. 863-884.

Angeriz, A., and Arestis, P., 2008. "Assessing Inflation Targeting Through Intervention Analysis." Oxford Arestis Philip, and Sawyer Malcolm. "New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique", *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, Número especial, p. 629-653, dez. 2008.
<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v17nspe/06.pdf>

Arestis, P., 2009, "New Consensus Macroeconomics: A Critical Appraisal", the Levy Economics Institute of University of Cambridge Working Paper No. 564

Bean, C. 2007. "Is There a New Consensus in Monetary Policy?" in Arestis, P. (ed.), *Is There a New Consensus in Macroeconomics?*, Houndmills, Basingstoke, Palgrave Macmillan

Bernanke, Ben S.; and Ilian Mihov. (1997) 'What does the Bundesbank target?' *European Economic Review*, June, vol. 41(6), pp.1025-1054.

Blanchard Olivier, Dell'Ariccia Giovanni, and Mauro Paolo, "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF staff

position note, February, 12, 2010, SPN/10/03.

Blanchard, O. J., 2008, "The State of Macro." Working Paper Series No.08-17. Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics.

Boivin, J., Lane, T. and Meh, C. 2010, "Should Monetary Policy Be Used to Counteract Financial Imbalances?," Bank of Canada Review (Summer), pp. 23-36.

Chen, Qianying; Filardo, Andrew; He, Dong and Zhu, Feng (2012). "international spillovers of central bank balance sheet policies", BIS Working Paper, No.66.

Clarida, Richard; Gali, Jordi; and Gertler, Mark. (1999) 'The science of monetary policy: A New Keynesian perspective,' Journal of Economic Literature, December, vol. 37(4), pages 1661-1707.

Cochrane, John H. (2009), "How Did Paul Krugman Get It So Wrong?" University of Chicago manuscript (September 16) http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/papers/krugman_response.htm
Economic Papers 60(2): 293–317.

Friedman, Milton. (1968) 'The role of monetary policy', American Economic Review, March, vol. 58(1), pp.1-17.

Gali Jordi and Gertler Mark., 2007, "Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation", NBER Working Paper No. 13542

Goodfriend Marvin and Bennett T. McCallum. 2007. "Banking and Interest Rates in Monetary Policy Analysis: A Quantitative Exploration", Journal of Monetary Economics, Volume 54, Issue 5, pp. 1480–1507.

Goodfriend, M. 2007, "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy." Journal of Economic Perspectives 21(4): 47-68.

Joyce Michael, Miles David, Scott Andrew and Vayanos Dimitri, 2012, "Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy-An Introduction". *The Economic Journal*, 122, PP. 271-288.

Krugman, Paul (2009). "How Did Economists Get it So Wrong?" New York Times Magazine (September 2) at <http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html>.

Lucas, Robert E., Jr. (2009) "In Defense of the Dismal Science," Economist Magazine (August 6) <http://www.economist.com/node/14165405>.

Mishkin, Frederic S. (2009a), "Will Monetary Policy Become More of a Science?" in Deutsche Bundesbank, ed., Monetary Policy Over Fifty Years: Experiences and Lessons (Routledge: London), pp. 81-107.

Orphanides, A. 2007, "Taylor Rules." in L. Blum and S. Durlauf (eds.), The New Palgrave: A Dictionary of Economics. Houndmills, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Svensson, L.E.O. 1997. "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets." European Economic Review 41(6), pp.1111–1146.

Svensson, L.E.O. 1999. "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule." Journal of Monetary Economics 43(3), pp. 607–654.

Woodford, Michael. (2003) Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy, Princeton University Press.

World Bank. "Global Economic Prospects: Crisis, Finance, and Growth". 2010.