

后危机时代的货币理论与货币政策^{*}

——“金融危机与货币政策”学术研讨会综述

董 昀 费兆奇

自 2007 年次贷危机爆发以来,全球经济与金融持续动荡。当前,美国经济的复苏之路依旧漫长,欧洲债务危机仍在恶化,中国宏观经济也面临新的不确定性。为了应对危机,各国货币当局进行了积极的政策操作,以稳定金融体系、刺激经济复苏。2011 年第四季度以来,中国也采取了“预调微调”的货币政策,以保持经济平稳较快增长。总体来看,危机以来的各国货币政策均出现了一些新的变化与特征;为了应对未来可能出现的更大冲击,各国货币当局仍在探索更有效的货币政策操作体系。

基于上述背景,中国社会科学院金融研究所于 2012 年 7 月 15 日在北京举办了“金融危机与货币政策”学术研讨会,邀请学术机构、货币政策当局以及国际组织的著名专家学者对金融危机以来货币理论与政策实践的最新发展进行深入研讨。本文拟对会议的主要内容分四个专题作简要的综述。

一、后危机时代的若干重大货币理论问题

中国社会科学院副院长李扬认为,货币理论原本就一直徘徊于主流的经济理论之外,在一般均衡理论的框架里没有货币的位置;本次危机的爆发又对货币理论与货币政策提出了各种新的挑战。面对挑战,经济学家需要从理论上清晰地回答以下问题:货币对实体经济的发展是否有用?如果有用,这种作用是正面的还是负面的?

李扬指出,在凯恩斯主义经济学出现之前,经济理论界认为经济的整体运行状态由实体经济的均衡决定,货币无非是一个罩在实体经济上的面纱,并不影响实体经济的运行。而凯恩斯主义者则一直坚持认为货币是有用的,并以此为基础来阐释他们的理论观点。经过多年的发展,对这些问题的争论已经基本都被放在菲利普斯曲线的分析框架中展开;经济学家们对菲利普斯曲线的形状、变化、决定因素等等有着不同的解释,并逐步形成不同的学派。

李扬进一步将当前货币理论的争论焦点归纳为以下五个方面:第一,工资与价格粘性,以及工资与价格粘性背景下的产出与通货膨胀动态。争论焦点是,货币是否只能影响通胀,而无法影响产出?第二,在不完全信息的环境下货币、通胀与产出的关系。争论焦点是,信息粘性的存在是否会导致货币政策的效果偏离货币当局的预期?第三,信贷市场的摩擦问题。在传统理论中,大家注意力比较多的是在货币上,对于信贷注意的很不够。在货币经济学的新范式中,信贷的重要性开始受到关注。在这一领域,中国有丰富的政策实践和研究素材,中国学者可以做出自己独特的贡献。第四,对货币本身的界定。随着科技的发展和金融创新的不断推进,货币问题变得越来越复杂,以至于经济学家已经难以对货币做出准确界定了;例如,网络支付体系根本就不创造货币,但是却完整地发挥着货币的功能。在这种背景下我们需要认真思考怎样重塑货币理论与货币政策的问题。第五,中央银行的货币政策哲学。这一领域的争论已经超出“规则还是相机抉择”的范围,涉及到透明度

^{*} 董昀,中国社会科学院金融研究所博士后科研工作站,经济学博士;费兆奇,中国社会科学院金融研究所,经济学博士。

与可信度的问题,涉及到博弈论在货币政策中的运用,也涉及到金融体制变化对货币政策哲学的影响。

国际货币基金组织驻华首席代表李一衡就货币定义的问题谈了他的看法。李一衡认为,更多金融工具出现使得传统的货币变得不那么重要了;美联储的公开市场委员会并不把货币总量作为货币政策的主要目标。尽管如此,货币仍然是有用的,只不过它的定义需要不断扩展,将各种金融资产包括进来;比如说流动性就应该包括所有的金融资产,尤其是非金融的私人部门所持有的资产,这些金融资产是有交易对手的负债,并且最终要与现在或未来的货物和服务相匹配。

关于中央银行的货币政策哲学,中国人民银行货币政策司副司长孙国峰认为,在理论上我们可以清晰划分规则与相机抉择,但在实际操作中却做不到。如果因为规则有很多参数,选择什么样的参数本身就是一种相机抉择;相机抉择的背后也还是有一些规则在起作用。货币政策更像是一门艺术,当然我们也要把这个艺术进一步的科学化。

二、本次危机爆发前后的美国货币政策及其影响

加州大学圣克鲁斯分校经济系杰出教授卡尔·瓦什系统地回顾了美联储十年以来的货币政策,并对这些政策的实际效果进行了评估。

瓦什首先介绍了美国学术界对美联储货币政策的争论。以约翰·泰勒为代表的部分学者认为联储在2002到2005年期间利率水平远低于根据泰勒规则计算出的数值水平,过低的利率对于美国房价飙升起到了推波助澜的作用。美联储前任副主席科恩根据四条论据对美国货币政策进行了辩护:第一,测量通胀有很多种不同的方法,用六种不同方法计算出的通胀水平值和方差均存在很大差别。第二,泰勒规则过于简单了,这种简单的规则没能囊括各种代表货币政策目标的重要变量。第三,央行的名义利率等于实际利率加上通胀预期,2002~2005年之间,全球储蓄供给太多,导致均衡的实际利率下降,即便有一个清晰界定的通胀目标,名义利率也会降低。第四,泰勒规则忽略了一些风险因素。瓦什综合运用泰勒规则和新凯恩斯主义最优政策模型对危机爆发前的美国货币政策进行了分析评估。分析结果显示,美联储的加息措施采取得太晚了,而且政策紧缩的力度也应该更大。

孙国峰对泰勒规则提出了四点看法:第一,潜在产出很难测度,劳动生产率、资源利用率、企业行为等因素都会影响潜在产出。格林斯潘并不是没有考虑到泰勒规则,只是在2002~2005年期间,他本人坚信美国劳动生产率提高很快,所以将来美国潜在产出会提升,即使利率比较低,将来潜在产出的增长也足以消化投放出来的货币。第二,泰勒规则没有包含与金融稳定相关的资产价格目标。由于2002~2003年的低利率只是导致了房地产价格的上涨,并没有引发通胀率的升高,如果以通货膨胀单一目标测量的话,联储不认为自己有什么失误。第三,泰勒规则没有体现央行政策操作速度上的不对称性,即中央银行在可能发生通胀紧缩的时候出手要比较快,在价格上涨的时候要慢一点。第四,是否存在全球的泰勒规则,比如可否测算出一个全球的通胀率和全球潜在产出的缺口。

李一衡认为,本次危机的成因主要有三个:错误定价产生的风险和成本、希望获得高收益的行为动机、监管的漏洞。这三点导致了经济系统中过高的杠杆率和过多的流动性,超出了实体经济的需要,从而导致危机的爆发。

对于危机爆发之后的美国货币政策,瓦什指出,美联储迅速动用了包括降低利率在内的各种传统政策工具;与此同时,还扮演了救助者的角色,不断向市场注入流动性,这些政策不完全是传统的。不过美联储很快发现,光靠注入流动性也不足以阻止美国经济的进一步恶化,继而推出了量化宽松政策简称QE。在雷曼兄弟倒闭后推出的简称QE1中,为了购买大量联邦政府住房抵押贷款的证券化产品,联储的资产负债表急速扩张;这种做法是直接为私人企业注资的财政行为。2010

年 11 月推出的 QE2 购买的主要是长期的政府债券,从而提高这些债券的价格,让更多的私人基金愿意购买这种有风险的资产。在 2011 年秋季,新一轮扩张性政策 QE3 开始实施,其主要特点是联储出售其持有的短期政府债券,同时购入长期政府债券。瓦什认为量化宽松政策确实对国债收益率和长期利率产生了重要影响,而长期利率的降低则可能有助于实现量化宽松政策的主要目标——刺激实体经济的增长。

中国社会科学院金融研究所研究员彭兴韵对美国长期利率的变化趋势进行了分析。他指出,2006 年美国的长期利率并没有随着美国联邦基金利率的上升而出现美联储所希望的上升态势,而在危机爆发之后,在美联储急剧降低联邦利率目标值 0% 到 0.25% 的区间之后,美国长期利率也并没有相应的出现美联储所期望的那样开始下降。由此看来,2011 年 8 月份之后推出的扭曲 (twist) 操作实属不得已之举,旨在通过将美联储持有的美国短期国债置换成长期国债,并借此来降低美国中长期国债利率,并进一步带动美国住房抵押贷款的利率。

针对新兴经济体对美联储货币政策的批评,瓦什认为,大国所采取的货币政策会造成极大的负外部性效应,并影响全球的通胀水平,这也显示出了各国经济体日趋全球化。就像中国会受到美国政策影响一样,美国也会受到中国政策的影响。这种负的外部性是存在的,但同时也有正的外部性存在,比如说美联储扩张性政策会使美国经济强劲增长,进而拉动中国出口的增长。因此,每个大国的央行的货币政策都会对其他国家的经济产生影响,解决这一问题需要国际政策的协调。

基于以上分析,瓦什认为,后危机时代的货币政策要做到三个“更多”:第一,更多的目标。央行的任务不仅仅维护物价的稳定,还有其他的目标,包括通胀预期、实体经济的活动、经济稳定等等。第二,更多的与财政政策的协调。美联储的非传统政策会影响财政预算,并使得货币政策和财政政策之间的界限变得模糊;随着美联储逐步退出非传统政策领域,当局也需要进一步提高货币和财政政策的协调性。第三,更多的国际合作。这三个“更多”将会导致货币政策更加难以实施,也更难进行评估和问责。这对中央银行家和经济学家都是新挑战。

李扬对瓦什提出的三个“更多”作了进一步讨论。首先,在货币政策目标中加入金融稳定已获得各国共识。第二,在美国应对危机的过程中,许多政策看似是由货币当局提出的,但实际上是一个财政进程。我们既要看到财政和金融两个部门的密切联系,也要注意区分其各自的功能。第三,国际合作是一个大题目。最近提出要改革国际经济制度的是美国人,因为他们感觉到这套制度对中国等新兴经济体有利。美国人提出了一套以“竞争中性”概念为代表的一套新的国际合作理念,把国际合作的触角从仅仅原来是对外部门深入到各国整个的政策、体制、机制内部。主权财富基金、国有企业、定价机制、成本透明度、利润可比较性等问题均包括在内,已经涉及到基本的经济制度层面。

孙国峰认为,在三个“更多”的基础上还可以加一个“更多”,即更多的工具。危机爆发之前,西方发达国家主要采用价格型工具;危机爆发后,数量型工具也被普遍采用。看来采用更多的工具还是有好处的,至少可以增大政策回旋的空间。

三、后危机时代的日本货币政策

日本银行驻北京总代表新川陆一指出,金融危机对日本经济的主要影响体现在两个方面:第一,外需的减少导致经济增长率的下滑。第二,日本的金融系统很健康,财政赤字在短期内爆发的可能性也不大,日本国内的投资者为了规避风险而大量购买日元,日元的升值打击日本的主要出口企业。在遭受负面影响以后,由于多种多样的扩张性政策产生的效果,日本经济正处于增长率回升、摆脱通货紧缩的过程中。

新川陆一认为,作为日本的中央银行,日本银行不仅采用了传统性的货币宽松措施,也实施了量化宽松等非传统的货币政策。在应对短期波动的同时,日本银行还致力于解决人口老龄化带来

的潜在增长率下降的问题。日本货币政策的目标有三个:一是推动强有力的货币宽松,二是支持加强经济增长的基础,三是坚持金融市场稳定。

日本的实践表明,过于宽松的货币政策效果有限。日本银行从 20 世纪 90 年代末期提供大规模的基础货币,但是银行贷款却没有增加。这是因为政府一方面鼓励商业银行增加贷款,但是另一方面却严格监控银行的不良贷款率等财务指标,从而导致银行惜贷。

瓦什认为,新川陆一提出的这一问题非常重要,这个例子显示出政策目标之间存在矛盾。当局经常批评银行不放款,同时又批评银行不提高资本金的数量。在危机中,银行这样做并不令人感到惊奇;美国的银行超额储备增长是非常快的,这是量化宽松政策导致的结果。

四、后危机时代的中国宏观经济形势与货币政策

中国社会科学院金融研究所所长王国刚认为,任何的价格现象都是货币现象,但未必所有价格现象都是货币政策现象——因为从理论上提出货币政策到实践中运用,迄今不足百年;可是有文字记载的价格现象有几千年历史。货币政策决定不了所有商品的价格:在货币政策最紧的时候,我们也可以看到有一些商品价格在上升;货币政策最松的时候,我们也会看到有一些商品价格在下降。

王国刚以中国的 M2 与 GDP 的关系为例作了进一步分析。在中国,有许多物价上涨现象和货币无关,需要严格区分通货膨胀与物价上涨。有学者试图证明 M2 大于 GDP 是中国物价上涨的根本原因,然而这一判断与中国事实不符:从 1978 到 1995 年这一段时间内,中国的 M2 一直小于 GDP,而且小很多,但是仍然发生了 1985 年、1988 年、1992 年的物价上涨。

瓦什同意王国刚对个别商品价格上涨和通货膨胀所作的区分。他认为从理论上很难解释央行的货币政策为什么没能直接控制蔬菜、汽油等生活必需品的价格波动。央行需要有一个非常明确的沟通机制,不管是通过政策,还是通过其他方法来与公众沟通,去表达他们想要传递的信息。

李一衡分析了近年来中国的流动性过剩问题。他认为中国 2004 年出现的房价上涨主要受到需求拉动因素的影响,而 2007 年房价上涨的主要驱动力则是流动性过剩,2009–2010 年流动性的扩张也非常大,中国再次面临流动性过剩的问题。有两个问题尤其令人担忧:一是当前的流动性已经远远超过了实体经济发展的需要。二是有融资渠道的富人更容易从流动性过剩中获利,当前如果再实施扩张的货币政策,流动性的过剩会造成收入差距的继续扩大。在过去十年中,这一现象已经在许多亚洲国家发生了。

李扬认为,流动性和生产能力的关系是货币政策最核心的问题之一。当前大家在热议中国经济减速问题,如果是由于中国潜在生产能力下降导致流动性与潜在产能之间的缺口越来越大,那么这一挑战将是十分严峻的。2009 年以来,中国投放了大量货币,导致货币存量增加,如果这些存量不通过信贷进行运转和流动,就难以推动实体经济的发展。我们需要深入研究信用和货币存量之间的关系,并找到解决问题的办法。

孙国峰认为,潜在增长率的下降可能不一定是中国独有的现象,最近亚洲新兴经济体普遍出现了增长率的下降,但是失业率没有上升,很多学者都在猜测这一现象是不是由这些经济体的潜在增长率下降而导致的。

彭兴韵指出,中国的潜在产出不仅受到人口老龄化的困扰,也受到全球化带来的冲击。一方面,过去依靠劳动力成本获得比较优势的许多制造业部门纷纷向东南亚以及其他劳动力成本更低的国家转移;另一方面,金融危机之后,奥巴马总统大力倡导美国制造业的回归,可能会导致原来很多在中国投资的跨国制造业企业转向发达国家,这对中国的旧有增长模式将是极大的挑战。经济学界也需要认真研究,在新的背景下,中国的货币政策如何才能更好的达到稳定经济增长的目标。

(责任编辑:罗 滢)