



未来的货币政策必将不同于以往

作者：Olivier Blanchard

2013年11月19日

两周前，基金组织举办了一次重要的、意在向斯坦利·费希尔表示敬意的[研究会议](#)，讨论从危机汲取的教训。下面讲讲我的收获。重点是在货币政策方面的教训，但在此之前，我想谈下另外两点重要结论。

第一，在发生（外部）危机的情况下，保持有序的宏观政策非常重要。和历史上的情况有所不同，由于[新兴市场和发展中经济体](#)在本次危机爆发之前保持合理的财政政策，它们在危机期间执行[逆周期财政政策](#)的空间较大，这使得它们的境况与以往大大不同。

第二，在金融危机之后，必须迅速清理银行系统并予以注资，[上世纪 90 年代的日本](#)就是因为没有做到这点而深受其害。这次危机下的美国就做得很好，对其经济复苏有很大助益。

下面我要重点讲下货币政策，主要谈三个问题：流动性陷阱的影响、流动性供应，以及资本流动管理。

首先是流动性陷阱：在付出了沉重代价之后，我们发现零利率下限造成的限制影响真的很大，且这种限制在很长时间里都会起作用（目前为止，已经持续 5 年）。我们还发现，即使在这样的情况下，货币政策依然有运作空间。大量的[证据](#)显示，非常规货币政策能够系统性地影响到期限溢价，并通过投资组合效应使收益率曲线发生变化。但是，我们仍然要看到一个现实，即，相对于常规货币政策，非常规政策的作用要有限得多，且更为不确定。

因此，就未来而言，我们似乎应该首先避免流动性陷阱，但是，这又引发了另外一个[通胀率](#)的问题。业界普遍认为，在多数先进经济体，当前的通胀水平应该更高些才好。假如危机前的通胀更高些的话，那么如今的通胀也能够更高。具体说来，如果危机前的通胀水平比实际高两个百分点，那么如今的通胀水平也应该比实际水平高两个百分点，由此，实际利率也会比现在低两个百分点，那么美国也许就能着手开始退出零名义利率的政策了。

[Larry Summers](#) 曾提出，我们需要在相当长一段时间里保持负实际利率，这种可能性仍然还存在。原则上，各国需要通过低名义利率和适度的通胀率来实现这种负实际利率。但实际情况是，我们目前面临的仍然是发生恶性循环的危险——需求不振导致低通胀，低通胀导致高实际利率，高实际利率进一步压抑需求。

下面谈一谈流动性供应问题：在先进经济体（我还是要提一下，这个教训其实适用于更多的各类经济体），我们认识到，流动性枯竭问题不仅仅指的是银行系统，它也威胁到其他金融机构和政府。在公共债务高企的环境下，展期风险难以消除。正如 [Paul Krugman](#) 所强调的，这意味着，最后贷款人的作用非常关键，这种最后贷款人不仅仅要准备为金融机构纾困，还需要随时

准备救助政府。欧元区边缘经济体的主权债务在欧央行直接货币交易业务推出前后的迥异表现就充分说明了这一点。

最后我要讲一下资本流动问题。在新兴市场经济体（更广泛而言，也包括小型先进经济体，尽管在本次会议上没有就这部分经济体进行明确的讨论），一系列证据表明，对付波动性很强的资本流动的最好的办法是让汇率吸收大部分（但不一定是全部）调整效应。

Paul Krugman 在会上提出了支持汇率调整的标准论点。如果投资者希望撤出资金，要让他们认识到：汇率将会贬值，这会引发出口增加和产出增长。

反对汇率调整的传统观点有三。一，鉴于国内借款人是以外币进行借款的，货币贬值将会对它们的资产负债状况造成不利影响，从而进一步压抑国内需求，这种不良影响的作用要大于出口增加的收益。二，汇率名义贬值的大部分效应将带来通胀飙升。三，汇率的大幅度变化将造成实体经济和金融市场紊乱。

现实证据则显示出，前两个传统反对意见在本次危机期间的重要性相比以往危机期间要小很多。由于宏观审慎措施的作用、本币债券市场的发展以及汇率灵活性的提高（因而借款人对汇率风险的认识更为充分），相比于前几次危机，本次危机期间的新兴市场经济体的外汇暴露程度更小。而得益于货币政策信誉的提高以及通胀目标制的实施，通胀预期表现得更为平稳，汇率变化对通胀的影响较小。

然而，第三个反对意见仍然成立。也正是基于这一考虑，新兴市场经济体的央行并未转至汇率的完全自由浮动，而是执行“[管理浮动](#)”制度，即，综合运用政策利率、外汇干预、宏观审慎措施和资本管制措施。借此，这些经济体有效克服了历史上由于仅使用政策利率这一单一工具而遭遇的两难问题：政策利率提高也许能避免资本流入导致的经济过热，但同时它也进一步强化了外国投资涌入该国的动机。外汇干预、资本管制和宏观审慎工具能够（至少在原则上能够）在不动用政策利率工具的情况下，限制[汇率](#)变化幅度，防止金融体系出现紊乱。危机期间，各国使用了上述各种政策工具。一些国家更多倚重资本管制措施，另一些更多采用外汇干预手段。来自会上的以及来自基金组织研究报告的各种[例证](#)都显示出，这些工具虽然不是最完美的，但确实是有效的。展望未来，一个明确且艰巨的挑战就是探索如何才能最好地运用这些政策组合。

简言之，危机后的货币政策将是一番全新景象。这次会议使我们认识到了货币政策在过去这段时期的演化历程，也指明了我们未来进行研究和政策分析的主要努力方向。