

非常规货币政策工具的兴起

□ 刘元春 李舟 杨丹丹

中国人民大学 北京 100872

一、传统政策工具在危机后的改良

危机后各央行对传统政策工具进行改良的一大特征是在传统总量型工具的基础上创新了结构型政策手段。在名义利率零下限、物价水平走低制约传统政策工具下调空间,且利率传导梗阻导致总量型政策难以均等地为不同部门注入流动性的背景下,各国普遍转向定向型的政策工具为特定金融部门或实体行业提供流动性支持。出于篇幅限制,下文仅介绍结构型货币政策工具中较为重要的几类。

定期拍卖工具(TAF)具有公开市场操作和贴现窗口的特征,但与贴现窗口的不同在于TAF采用完全竞争式的拍卖方式,且拍卖利率也是市场化的利率。在2007年12月17日至2008年4月21日期间,美联储使用了10次TAF操作。从具体实施看,TAF的中标利率和贴现窗口利率之间的利差几近于0,这就意味着商业银行获得28天期的TAF利率略低于从贴现窗口借贷的利率,一定程度化解了商业银行不愿进行贴现窗口操作所导致的信贷紧缩,并通过维持商业银行的借贷能力稳定了金融市场信心。

作为旨在缓解信贷市场流动性紧张的TAF工具的补充,美联储于2008年3月设立了短期证券融资工具(TSLF)。TSLF允许一级证券交易商以抵押证券或其他证券为担保参与拍卖借出国债,并通过销售国债取得流动性。具体实施中,TSLF所接受的抵押品范围逐步扩大,抵押品从一开始的AAA级证券扩容至信用卡贷款、商业地产等风险程度偏高、流动性较差的证券,TSLF的初始期限为28天,后延期至84天,美联储合计提供超过2000亿美元的国债。

由于票据融资在美国直接融资市场占比较高,美联储也尝试通过商业票据融资工具(CPFF)对受到震荡的票据市场进行修复。CPFF是美联储在雷曼兄弟破产后为应对美国票据市场成交量下滑而设立的融资工具,目的在于为美国的商业票据市场提

供流动性。CPFF作为流动性保底工具,可以有效扩大美联储再贴现的范围,涵盖从传统商业银行到地方政府和实体企业等领域,并为美国商业票据发行人和公司提供担保,帮助金融中介增加对美国企业和房地产市场的放贷意愿,消除由于雷曼兄弟破产带来的金融市场扭曲。

传统货币政策工具的另一大重要改良是负利率的实施。危机后,随着经济增长的长期低迷,瑞典、瑞士、丹麦、欧元区、日本等经济体纷纷突破名义利率零下限制约,将利率降低至负值。负利率的实施能够进一步降低实际利率,促进需求的提升;通过增加存款的持有成本,负利率能增加金融机构的资金投放,鼓励投资、信贷和消费;当其他经济体利率水平不变时,负利率实施国的汇率会随着名义利率水平的回落而降低,促进出口的增加。

除此之外,各央行在实践中还改良了其他一些非常规政策工具,如欧元区的长期再融资操作(LTRO),日本的互助性存款便利(CDF),以及美联储的资产支持商业票据货币市场基金流动性工具(AMLF)、一级交易商信贷工具(PDCF)、固定期限贴现窗口计划(TDWP)和定期资产支持证券贷款工具(TALF)等。这些改良都是在传统货币政策传导有效性受阻的背景下,通过对传统政策工具的改进,增加银行间的流动性,维持金融稳定。

二、创新型政策工具的发展

在应用改良型政策工具提供流动性的同时,各央行还通过一系列的创新型工具应对零利率下限、流动性陷阱、安全资产陷阱、资产负债表衰退等经济运行的新态势,帮助金融机构和企业修复资产负债表、增加经济体的流动性、扩大产出水平。下文介绍这些工具中较为重要的几类。

前瞻指引(Forward Guidance)是央行承诺在经济复苏后相当长一段时间内仍维持低利率。由于流动性陷阱本质上是一个信用问题,即公众认为央行

出于通胀控制的目标不可能永久地维持政策的宽松,前瞻指引通过央行的直接承诺解决了这一问题。同时,依据利率期限结构理论,长期利率等于短期利率加权均值加上风险溢价,央行维持政策利率的时间越长,长期利率与短期利率的相关性就越明显,较低的长期利率就能有效降低企业、居民的融资成本,并结合资产价格上升带来的财富效应促进消费增长,刺激经济复苏。

量化宽松(QE)是央行为应对零利率下限困境,通过扩大资产负债表规模向市场注入巨量流动性的措施,目的在于缓解金融机构流动性紧张和刺激商业银行放贷。QE一方面通过改变央行资产负债表的组成营造宽松的信贷环境,提高信贷市场特定部门的运行效率,有助于金融机构获得流动性注资;另一方面通过资产购买提升有价证券的需求,压低长端利率缓解实体经济的借贷压力,有价证券价格上涨带来的财富效应也会增加公众的消费信心和需求支出。

与量化宽松操作注重货币总量的增加相对应,质化宽松(Qualitative Easing)侧重改变资产负债表的组成。质化宽松操作可以分为扭曲操作和安全资产置换两个方面。扭曲操作(Operation Twist)通过买入长期债券并卖出等额短期债券,在保证整体债务水平不变的前提下压低中长期国债收益率。作为金融市场定价基准的中长期国债收益率的走低会引导中长期实际利率走低的预期,刺激和中期利率挂钩的贷款利率,降低企业和公众的借贷成本。买长卖短的扭曲操作通过改变不同期限债券的供需状况,扩大了金融市场的长短期利差,有助于未来通胀上升和实际利率下行的预期,帮助经济摆脱流动性陷阱。安全资产置换(Safe Assets Replacement)是公共部门通过发行公债购买私人风险资产,将风险资产置换为安全资产以增加安全资产供给的措施。出现安全资产陷阱时,实际利率由于零下限约束而高于由安全资产供需决定的安全利率,引发需求的减少与经济的衰退。应对安全资产陷阱必须通过减少对安全资产的需求或者增加对安全资产的供给来实现,而一般宽松性政策不能对安全资产的供给或者需求起到明显的作用,削减不了实际利率与安全利率间的差距,也就不能对产出造成影响。欧洲TLTRO(定向长期再融资操作)以及其他作为最后借款者央行的干预都可以看成通过安全资产置换的方式减轻金融市场中安全资产供需失衡,促进产出水平的增加。

量化质化宽松(QQE)可以看成是对量化宽松操作的加码,其目标由无担保隔夜拆借利率转向基础货币,购买规模和数量都发生了扩张。具体表现在QQE将无上限的贷款支持计划(Loan Support

Program)、长期国债、国库券等都纳入清单并提升了购买额度,以维持市场间充足的流动性。为增强QQE的实施效果,日本央行同期采用三层利率制度的负利率措施,旨在在不削弱金融机构盈利水平的同时刺激金融机构增加信贷投放。

在QQE正式实施两年后,由于核心通胀率未达到预期目标水平,日本央行在2016年9月提出了收益率曲线控制(YCC)。其政策目标是寻找一条“最佳收益率曲线”,通过比较经济当前的收益率曲线与理想的收益率曲线,决定政策的取向和力度。当收益率曲线处于理想曲线(Goldilocks Yield Curve)上方时,央行可以通过扩大资产购买、扩大货币基础等方式降低经济的利率水平;反之,当经济体的利率过低时,央行也可以减小宽松型政策的幅度,让收益率曲线回归其理想值。若现实的收益率曲线相对于理想曲线太过平坦,央行可以通过拉高长端利率扩大利差,保证金融机构实现套利,避免压缩其盈利空间;反之,若当前收益率曲线太过陡峭,央行则将关注点放在缩小长短端利差方面,避免抑制家庭和企业的信贷需求。由于该政策工具在方向上的双向性,有人认为这是又一轮的宽松,也有人认为该政策预示着流动性拐点的到来。但对于该政策工具而言,比较困难的是根据经济环境的发展变化决定何种收益率曲线是最佳收益率曲线。

三、预防型政策工具的发展

鉴于危机期间金融风险的过度积累对实体经济的巨大冲击,危机后理论界普遍倾向资产泡沫的提前预防,考虑到不采取行动可能带来的巨大成本,用I类错误(假设存在泡沫并采取行动,但实际上价格上涨反映的是基本面的变化)来替代II类错误(假设价格上涨是源于基本面,但实际上是由于泡沫推动)是恰当的选择。同时,信贷驱动型泡沫会通过增加市场对特定资产的需求促使这些资产的价格上升,进一步导致更多的抵押借贷,使整个市场的风险加剧,因此需加强宏观审慎监管以平抑金融市场系统性风险的爆发。但传统政策工具却由于以下原因,无法有效实现对金融泡沫的提前预防:首先,危机中通胀水平的低迷与产出缺口的大幅变化,以及危机后实体经济的缓慢复苏与金融领域的分化式发展,均表明经济活动与金融稳定间不再是一一对应的了,而依据“丁伯根法则”,政策工具的数量或控制变量数不得多于目标变量数,因此主要用来控制物价的传统利率工具难以实现对经济和金融的同时调节;其次,传统货币政策工具属于总量型工具,具有作用面广、实施成本高的缺点,无法针对特定的金融行业或部门实施。

对金融风险提前预防的重视,以及传统政策工

具应对金融泡沫的有限性,共同催生了宏观审慎管理工具的兴起。由于宏观审慎政策的短期目标在于防范金融体系系统性风险的发生,最终目标是避免由系统性风险带来的金融不稳定导致的宏观经济成本,因此 IMF 将宏观审慎管理工具定义为可以缓解系统性风险发生的任何潜在工具,周期性资本要求、杠杆比率、动态拨备、贷款价值比、债务收入比、资本流动管理等都属于此类。宏观审慎管理工具主要用于应对时间维度和截面维度的金融风险:时间维度指的是风险的顺周期演变过程,如资本金需求的顺周期性所导致的风险累积,这类风险可通过逆周期的资本需求、前瞻性的准备金计划等审慎工具得到解决;截面维度关注的是特定时点的风险分布,如危机爆发后对银行资本的监督约束可能不足以说服市场继续资助陷入困境的银行,因此在危机之前的经济繁荣时期就需维持商业机构较高的资本充足率,从而为危机时期提供更宽广的缓冲区域,系统重要资本附加、系统重要性税等审慎工具都致力于解决截面维度的金融风险。对于宏观审慎政策工具的调整规则,一些研究证明,相对于会出现时间不一致性的相机抉择而言,具有更大透明性的确定性规则在理性当事人效用最大化的模型中至少可以实现次优,因此贷款损失准备金、资本要求、抵押品价值、贷款价值比和贷款损失准备金等大多数工具都应按照确定性规则制定,而就金融风险发出警告的工具,如监督审查压力或对于一些审慎工具的数量调整可以根据特定环境相机抉择。

四、非常规货币政策工具的应用效果

结构性货币政策工具总体而言对于缓解市场紧张情绪有效,但对匮乏流动性的实体经济缺乏更深层次的效果。在市场分割、常规货币政策难以为继的情况下,结构性货币政策工具在为特定行业和部门提供流动性、引导资金流向方面无疑能够发挥重要作用,但由于市场普遍的不景气以及实体经济短期内难以迅速恢复的现状,该类工具不能从根本上缓解金融机构惜贷的现象。这就解释了为何英国央行所推行的 FLS 未能将流动性引至实体经济而是转向了高收益高风险的金融市场,以及为何欧元区的首轮 LTRO 申请远不及预期。在实际运行中, TAF 只有小部分流入美国境内的银行,大部分都流向境外银行,并未如预期发挥足够效果; TSLF 在一些研究中被证明显著改善了市场运行环境,有效压低了融资利差,减少了交易商的借贷成本,实际运行中虽然能够影响金融市场抵押品的组成和隔夜回购利率,但对未来流动性供给变化并不起明显的作用。

创新型非常规货币政策工具在实践中的效果也存在差异:对于 QE,目前的共识是该工具对于经济

回暖有一定的刺激作用,但效果并不如美联储宣称的那么显著。由于信息不对称和金融风险的提升,央行扩大资产负债表的行为只能导致商业银行账户上超额准备金的增加,金融机构的惜贷情绪没有明显改善,短期利率和实体经济融资利率仍居高不下。对于扭曲操作,一些研究认为由于该操作可以影响长期利率,因此会对失业率、CPI、资产价格水平等指标都造成一定程度影响,刺激实体经济回暖,并认为若该操作带有指向性,还可以针对特定行业提供流动性支持,避免大范围通胀的风险。但也有学者认为由于卖出短期债券的操作可能导致的短期利率走高会违背央行低利率的承诺,使金融市场产生违背央行意图的预期导致经济形势进一步恶化。如果长期利率已经很低,再压低长端利率的作用不仅有限,还可能使经济陷入流动性陷阱,进一步加剧下滑风险。对于前瞻指引,其发挥作用需要具备三个前提——央行的信誉、承诺以及前瞻性指引的准确性。具有较强信誉和有效承诺的央行在实施前瞻指引时有较好的结果,但由于未来经济形势难以准确预期,央行基于预期做出的最优决策可能带来“时间不一致”问题。实际操作中美联储、欧央行和英格兰银行先后提出了各自的前瞻指引阈值,但由于就业市场、核心通胀指标等参数的不断弱化,这种阈值一直处于波动之中并影响央行的公信力,导致前瞻指引的效果弱化。

预防型非常规货币政策工具目前在实践中得到较普遍应用的是宏观审慎管理,理论界对其应用效果的研究大多是结合微观审慎及传统货币政策共同研究的。对宏观审慎与微观审慎间关系的考察研究认为,微观审慎旨在降低单个金融机构的违约概率,而宏观审慎在金融风险内生的认定前提下侧重于防范系统性风险、维护整个金融系统的稳定,因此在原有微观审慎基础上加入宏观审慎管理可以有效降低金融风险的爆发。在对宏观审慎与货币政策的关系研究中,一部分研究得出在应对杠杆水平不合理上升时,宏观审慎政策的效果要优于紧缩性的货币政策;且事先的审慎监管政策能够显著提高社会福利。但也有研究认为宏观审慎工具对杠杆率的限制会影响消费和通胀,因此当经济面临下行预期时,央行扩张性货币政策的效果可能被宏观审慎监管的效果所抵消。

五、非常规货币政策工具的问题

非常规货币政策工具在刺激经济复苏的过程中也难免产生一些负面后果,突出表现在四个方面:(1)央行的独立性问题。危机后学术界对“新共识”理论体系进行了一系列的反思,但对于央行独立性仍持肯定态度。然而非常规货币政策工具的应用

中,各央行大量购买长期政府债券,导致央行过多承担了政府救助的职责以及加速了财政货币化进程,使得央行独立行使货币政策的能力被削弱。(2)QE陷阱问题。QE陷阱是指实施QE的国家尽管可以在短期内压低利率促进消费和投资,但在经济逐步复苏的过程中由于投资者预见到央行会暂停乃至退出QE,长期利率会出现急剧抬升势头,导致利率敏感部门的需求不可避免地出现下降,使经济复苏步伐放缓,从而迫使央行再次采取宽松的货币政策。(3)资产泡沫化风险。低利率环境会诱发投机行为,激励投资者转向高风险高收益资产,催生金融资产泡沫。当金融泡沫膨胀到一定程度时,甚至可以对自然利率施加短暂的抬升冲击,暂时消除流动性陷阱。但若此过程中泡沫破裂,经济又会重新跌入零利率泥潭。(4)非常规货币政策退出对新兴市场的负面影响。发达经济体QE政策的退出以及加息预期的深化使得新兴市场国家面临货币贬值和资本外流的双重冲击,这一方面导致新兴市场经济体国内流动性趋紧,金融市场震荡风险和不确定性增加;另一方面恶化了这些国家的资产负债表并加大了借贷还息的压力,为本就复苏乏力的发展中国家经济前景蒙上阴影,延缓了全球经济复苏的步伐。

六、非常规货币政策工具在中国的应用

对比中国和发达国家非常规货币政策工具,既有相同也有差异。相同点在于:(1)实施理念相同。无论是国外还是中国的非常规货币政策工具本质上都是在常规货币政策效力受限后的改进或创新,是各国致力于消除金融危机带来的负面影响,疏通货币传递梗阻和恢复金融市场秩序的尝试。(2)作用目的相同。各国的非常规货币政策操作都是为了缓解金融市场的流动性恐慌,降低实体企业和居民的中长期借贷成本,缓解实体经济融资难融资贵的困境,最终实现促进消费和投资、拉动经济增长的目的。

不同点包括:(1)触发背景不同。国外使用非常规货币政策工具的背景是名义利率受到零下限约束,传统货币政策工具失效,央行需要通过采用量化宽松等手段扩张自身资产负债表保证市场间流动性供给。中国目前名义利率和零值之间仍存在较大的缓冲区间,使用非常规货币政策操作除了对冲危机外,更源于中国货币政策传导机制尚未成熟,传统货币政策传导渠道不畅通。(2)作用机制不同。触发背景的不同决定了发达国家的非常规货币政策操作更加注重总量型扩张,如美联储采取的QE、欧洲央行LTRO、英国央行FLS等,本质都是央行通过扩张资产负债表和债务的方式为市场提供流动性。而中国的非常规货币政策工具主要是结构性调节为主,

包括SLO、SLF等操作都是一定程度的“锁短放长”,本身债务和货币投放总量并不会发生变化,有利于央行根据市场间流动性状况进行主动调节,精准控制货币投放,缓解市场紧张情绪。

结语

金融危机后,在传统政策工具受制于零利率下限、传递受阻、市场分割等问题而难以有效刺激经济复苏的前提下,旨在修复金融市场扭曲、降低实体经济借贷成本的非常规货币政策工具的应用是非常必要的。但这些政策工具毕竟是传统政策失效、经济实际情况不明下的临时性举措,其实际效用的大小依然有待进一步验证,因而也不太可能成为调控经济的长久之计。目前需要做的,还是要迅速分析、判断清楚经济形势的运行逻辑和发展态势,在此基础上,通过对原有理论、政策框架的反思,革新出准确、适宜的调控工具,促进经济的尽快复苏。目前理论界关于长期停滞、流动性陷阱、安全资产陷阱、资产负债表衰退等问题的深入讨论,可以看成朝着这一方向迈进的一个重要进展。

对于中国而言,在美国已经逐渐复苏而新兴经济体却将继续承受中心国家危机转嫁成本的大背景下,中国需要从以下几方面着手,积极应对经济的艰难处境,尽快抑制产出增速的下滑。(1)借鉴西方主要国家的非常规货币政策工具操作。非常时期采用非常手段,在目前及未来一段时期依然要充分发挥非常规货币政策工具的作用,有效解决实体经济的困境,并继续完善宏观监管措施,通过先发制人的政策手段主动预防金融泡沫的产生。(2)积极防范中心国家非常规货币政策操作的外溢性影响。由于美国巨大的经济体量和美元全球储备货币的特殊地位,美联储的非常规货币政策在调控国内经济的同时,还通过资本、外汇、贸易等渠道对中国的经济和政策造成了一系列影响,人民币汇率在美联储大规模QE期间所面临的被动升值压力以及近期在美国加息预期影响下的贬值压力正是这种外溢性的体现。如何将这种外溢性的负面影响降到最低,保持政策的独立性是中国需要思考的一大重点。(3)把握政策施行的窗口期,积极果断地实施中性偏松的货币政策工具,避免生产领域的“通缩—债务”恶性循环和企业金融业的资产负债表衰退,强化预期引导的作用和宽松货币政策的效率。(4)加快完善利率市场化机制,解决长期信贷指令和政策性引导所导致的资源错配及重复建设,疏通软预算约束和利率管制所引发的利率传递阻碍。

■ 《国际经济评论》2017年第2期,原题
《金融危机后非常规货币政策工具的
兴起、发展及应用》,约16500字