

非常规货币政策的全面分析

克里斯蒂娜·拉加德

国际货币基金组织总裁

杰克逊霍尔，2013年8月23日

各位下午好！感谢埃斯特·乔治邀请我参加今年的座谈会。很高兴来到这里。众所周知，美联储系统，尤其是本座谈会，在货币政策研究和分析方面具引领地位。今天上午的探讨无疑也证明了这一点。

当今一代的政策制定者面临的挑战是反思并重新计划如何让经济重回正途。其中一个显著特征就是发达经济体的央行一直乐意“跳入政策制定这一泳池的深水区”。

从诸多方面看，央行在全球金融危机中一直扮演着英雄的角色。和常规货币政策相比，过去几年的非常规货币政策更大胆，也更具规模。这些非常行动使全球免于另一次大萧条。

这次危机也促使我们反思各国之间相互关联的程度。美国 2008 年的一起破产事件重创了世界经济。随后，欧元区的困境再次对全球经济造成冲击。如今另一个担忧是新兴市场的经济放缓可能会累及全球增长。

非常规货币政策带来了一个新变化。当然，鉴于本周对事态的观察，我们都很清楚这一点。这提醒我们，世界任何角落的政策行动都将对其他地区产生影响——基金组织的工作就是对世界各个角落的动向提供指导。

更广泛而言，非常规货币政策是一个全新的世界里探索前路。某种意义上，这好比踏进一件黑屋。借用约翰·肯尼迪的话：“我们到这里来不是为了诅咒黑暗，而是为了点燃光明，引导我们穿过黑暗通向安全、理智的未来。”我们要一起点亮这间黑屋。

所以我今天的主旨是：我们需要齐心协力，全面了解非常规政策对本国和全球的影响及其对退出路径的影响。而首先，非常规货币政策为我们提供了时间和空间，我们必须合理利用这种时间，珍惜这种空间。全球的政策制定者——包括各国及跨国的所有政策制定者——都有责任采取各种行动来恢复稳定和增长，并减少失衡。

本着这一精神，我想从三大方面讲讲基金组织的想法：

1) 第一，迄今为止美国和其他国家的非常规货币政策对世界经济产生了什么影响？

2) 第二，非常规货币政策今后会如何影响世界经济，尤其是当某个国家准备退出？

3) 第三，有没有一种全球政策组合能更好地实现持续增长？

1、迄今为止非常规货币政策带来的好处

首先自然要问：回顾过去，非常规货币政策是否必要、有用？我知道对有些政策来说，这是个尚存争议的问题。但是，基金组织明确的态度是，目前为止该政策的影响都是正面的。

为何这样说？危机初期，非常规货币政策让金融系统和金融活动免于崩溃，如美国的量化宽松政策和英国的大规模资产购买计划。随后，欧洲央行的长期再融资操作和直接货币交易大大降低了欧元区解体的尾部风险。

面对金融动荡，非常规货币政策有助于支持国内及国际的经济活动和金融稳定。在实施非常规货币政策的初始阶段的确如此，那时各目标协调一致。

基金组织在改革后的监督框架中更加关注这些政策的广泛影响。我们正在分析各国内部——如金融业与实体经济之间——以及各国之间的关联性。

从各个层级上都很难精确说明这些政策的影响。有太多变化因素，而且各国观点也不尽相同。如我之前所说，我们正处于“新领地”。也就是说，我们必须尝试。我们确实在尝试，并将更加努力。

这个月初发布的一份报告中，我们分析了非常规货币政策的溢出效应。估算显示，年初市场调整之前，美联储的量化宽松政策可能已经使美国债券收益率减低超过 100 个基点，推动世界产出增长超过 1%。我知道估算值之间会有差异，但我们对这个结论有一定的信心，即，非常规货币政策在全球可能出现衰退时起到了振兴经济活动的作用。

有关市场风险的衡量指标也得出类似结论，非常规货币政策在金融压力居高不下期间减低了市场不确定性。比如，继美联储实施非常规货币政策后，各类市场发生巨大价格变动的可能性随即降低。

初期的情况最严重，因而政策的收获显然也最多。但即使是后来的阶段，非常规货币政策也在不断取得成功。总的来说，所有国家都从中获益，起初是化解了最严峻的金融动荡风险，后来是促进了经济增长。

但这种情形不一定会一直持续下去。

2、当前对非常规货币政策的全面分析

这是我要说的第二点：目前非常规货币政策的情况如何？

首先我想说，我不建议立刻退出。所有采取了非常规货币政策的领域依旧需要该政策，尽管有的需要更长时间，有的较短。例如，欧洲需要从非常规货币政策获得更多好处。对日本来说，退出也为时尚早。

随着经济复苏以及政策对通胀的影响，总有一天我们必须终止十分宽松的常规和非常规货币政策。我们需要为这一天做出规划，这尤其是因为我们并不知道具体时间。

有一点能肯定：退出的路径将会，也必须，取决于复苏的速度。后者将减轻前者的潜在负面效应。

但进行分析并不容易。我们需要共同留意金融稳定性和增长，共同关注非常规货币政策的效果是否越来越弱，还要共同分析金融副作用是否逐渐恶化。

正如开始实施时一样，政策的退出也会将我们带入一个未知领域。但我依然保持乐观。央行在开始实施时做得很好，我们相信它们在退出时会同样出色。

所以，基金组织和政策制定者需要开始思考政策退出后的情形，包括其对全球经济和金融稳定性的影响：这里指整个体系，而非体系的某一部分。基金组织一直关注并将继续密切关注这一方面。毕竟这是基金组织存在的目的。

现在，我重点谈谈我们对这些渠道和联系的想法。

第一，稳定和冒险行为的平衡。

这两者的关系并不是一目了然的。长期非常宽松的货币政策和超低利率加上获取高收益的心态确实促使了不健康的冒险行为。但同时，非常规货币政策的缺失很容易导致更坏的经济增长局面，增加金融困顿风险。

如同以往，随着时间推移我们将得到更多信息。具体说来，我们将知道今年年初的全球市场调整是预示上涨趋势可以持续，还是标志新一轮动荡和恐慌的开始。我们都希望是前者，但是谨慎的做法是为后一个可能做好准备。

一些非常规货币政策模式会影响收益率曲线的长端，且程度可能比常规货币政策更甚。与常规货币政策的影响相比，它将对更大范围的资产和资产类别造成影响。这些让人们担心非常政策会刺激冒险行为。

权衡这些因素，我们认为，就当前而言，实施非常规货币政策的国家仍然能因此收益。

第二，我们需要仔细研究溢出效应。

应当承认，很难将非常规货币政策的效应和其他影响经济结果的因素区分开。但是鉴于以往的收紧周期也引发了关注或溢出效应，我们应当从中吸取经验教训。

目前，发达国家和新兴国家在应对非常规货币政策带来的影响方面总体都做得很好。

我们开展了一系列案例研究：对象是未实施非常规货币政策的大国，这 13 个国家占据了全球 40% 的产出。

启动非常规货币政策后，出现了资产价格上涨和资本流量增大——从数据看，向新兴市场的累积净流入自 2008 年起增长 1.1 万亿美元，较预测的长期结构性趋势足足多出 4700 亿美元。在好几个国家，企业杠杆率和外汇暴露也有所增加。一些国家如巴西、加拿大、中国、韩国和泰国的房地产价格高涨。中国、墨西哥和俄罗斯的股票价格反弹持续了很长一段时间。巴西、中国、韩国和土耳其的信贷迅速扩张。但最近几个月，以上情况有所逆转。

当然，这种有利趋势是我们可以预见的，即便实施常规政策也会如此。这是低利率措施的结果，也是资本追求回报的结果——投资者寻求其他机遇，资本流向新兴市场，通常带来升值潜力和信贷增长。

总的来说，各国都实施了稳健的宏观经济管理措施，且采取的行动——包括宏观审慎措施和资本流动管理措施——让它们的金融系统更加安全。

以上结果显示，对未实施非常规货币政策的国家来说，非常规货币政策分析结果总体上看是有利的。至少目前如此。

我们都知道情况可能瞬时逆转——如近日的一些新兴市场经济体出现的情况。需要对这些风险进行持续监控和重估。

第三，更深入地思考退出的各类途径，能更好地评估风险和溢出效应的平衡。

我先问一个很基础的问题。什么是“退出”非常规货币政策？这个问题的答案有时并不明朗。我们见过很多新颖观点。但人们经常对常规和非常规一概而论。如今的货币政策包括多个方面，如对未来政策的“前瞻性”指导，购买私人资产以确保特定市场的稳定性，以及支持重点不明显的“量化宽松”购买，以期更广泛地促进经济活动。

长期看来，退出非常规货币政策显然包括逐步取消并最终逆转所有这些政策。但并不意味着它们必须同时发生。

非常规货币政策中偏“常规”的措施，如对政策利率的未来走势或未来资产购买比率的指引，可能需要在资产出售前的较长一段时期里就予以调整。这意味着退出非常规货币政策可能比人们通常印象里令人担心的速度更慢，费时更长。

我还可以较为肯定地说，退出措施还将取决于其他政策的进展以及复苏的持久性。

事实上，鉴于市场需要尽可能顺利地理解并消化，政策退出要依据经济发展情况而定。

3、更好的全球政策组合

这是我要说的第三点，也是最后一点，即未来的政策道路更宽阔。

尽管货币政策的表现一如预期，但它并不能包揽一切、面面俱到，也无法解决所有经济问题。这一点无需我多加解释。

从根本上说，实施非常规货币政策的同时，还需要辅之以一系列推进全球经济发展的政策。

我先岔开一下这个话题。

肯定有一些人认为基金组织不愿对采取非常规货币政策的国家提供建议——或者我敢说，他们认为基金组织在这些国家面前很软弱。这点我并不同意。多年来我们一直强调政策组合需要包含更多的中期财政、财务和结构性改革的内容。但即便没有这些适当的政策，有非常规货币政策也比没有强。

我确实很担心，如果其他方面的力度不够，各央行的努力将付诸东流——这些方面的工作包括：努力推进实施那些难度显然极大的政策，以确保平衡、持久、包容的增长。我这里指所有国家，而非仅仅是实施非常规货币政策的国家。

鉴于我们无法得知确切的反事实影响，我想说：非常规货币政策为更多改革提供了空间。我们应该合理利用这些空间。非常规货币政策不应最终导致更多延误！

对实施非常规货币政策的国家来说，采取正确的政策组合意味着两点。

其一，推进深度改革，为可持续、持久的增长奠定基础。不要浪费非常规货币政策带来的空间。

我们需要更广泛的政策工具来支撑长期增长，确保财政可持续性，并修复境况不佳的银行系统。

各国的政策组合不尽相同。基金组织对此另行提供了详细说明，最近的说明详见我们对几大主要国家的年度经济评估。所以不在此赘述。

在更广泛的政策前沿取得进展，将使得如今的非常规货币政策更加有效，遏制潜在风险，也为顺利退出奠定基础。

举个例子。一些国家——尤其是欧元区国家——还需要在金融修复上付诸努力，疏通金融渠道并维持信贷流动，减轻金融分割情况，确保货币政策更好地发挥作用。

更广泛而言，监管改革的进展会让系统更安全。鉴于非常规货币政策拯救了金融业，金融业以加快完成改革作为回报也是合乎情理的。

其二是央行应当管理退出风险。

在座各位都知道，政策沟通至关重要。政策制定者应当对一切将影响非常规货币政策决定的想法（关于经济活动和金融稳定性）持明确、开放态度。

针对以下两方面风险的沟通同样不可或缺，即太快退出后复苏面临的风险以及太迟退出后维持金融稳定性面临的风险。

人们确实有理由担心，有关不利金融状况的沟通会削弱市场稳定性。但是，沟通太少可能更糟，会引发市场意外。

即便管理适当，退出非常规货币政策也可能给未实施该政策的国家带来较大困难。

那么，未实施非常规货币政策的国家应该如何准备并应对？

它们大多数在应对潜在风险方面已经领先一步，并应当继续保持。具体的政策行动因各国情况而异。

未实施非常规货币政策的国家需要大力执行持久中期增长所需的深度政策，我们在报告中概括了这些政策。最近有关新兴市场潜在增长放缓的担忧更突出这一点的重要性。

然而，同样重要的一点是，如果再次出现金融不稳定，应该如何应对。这会对未实施非常规货币政策的国家带来严重风险。所幸的是，它们具备应对的工具。

汇率的灵活性会有所帮助，但并非要为此在所不惜。一些市场干预可能会有助于降低汇率波动或短期流动性压力。

目前为止，发达国家和新兴国家均采取了宏观和微观审慎措施来限制过剩情况——应对信贷增长泡沫或金融业的潜在脆弱性。某些情况下，资本流动管理措施已取得成效。

然而，即便已尽最大努力，纰漏也在所难免。所以我们需要巩固防线——即，相互依存、谋求共同目标以及肩负起对全球经济的共同责任。

针对这一点，互换额度可以提供帮助，如危机早期主要央行提供的额度。就基金组织而言，我们随时准备提供政策建议和金融支持，包括通过多种工具提供预防性支持。

综上，我们要齐心协力，合作共进。

结论

各方需团结一致，而今正当其时。

我们有很大的空间来通过国际政策协同合作提升全球结果。没有哪个国家是孤岛。如我开始时所说，在当今这个相互联系的世界，国内政策的溢出效应——包括非常规

货币政策——会很快流向发源地。让我们来研究其更广泛的影响，因为这关乎我们的自身利益，也关乎所有人的利益。

我并不是说这会很容易。实际操作中做到协同相当困难。

并非每个人都认同溢出效应的规模甚至方向。消除或至少缩小这些差异是决定未来政策走向的重要步骤。

我们可以通过公开合作更好地迎接这些挑战，今天的讨论也会有助于我们朝正确的方向迈进。

作为一个国际政策合作论坛，基金组织可以提供助力。在运用监督工作有效支持成员国的政策决定方面，我们义不容辞。我们可以进一步深入研究成员国之间的政策关联和溢出效应，也可以就合作取得的成就提供明确的分析，还可以激励政策制定者了解如何让他们的行动与全球政策议程相一致。

政策和政策协调尚未到位。如果不能在全球层面上采取行动，让各国发挥应有作用，全球复苏将面临风险。反之，通过采取各种行动，我们将实现世界经济的强劲、可持续、平衡增长。

世界已经踏水太久，政策制定者是时候上岸了。这是我，一名前花样游泳选手，所悟出的道理。

谢谢！