

未知疆域

当扩张性货币政策抗击危机

当前的全球经济衰退可能没有大萧条时期那么严重，部分原因是由于世界各地的政策制定者们对此的积极回应。80年前，政策制定者们起初并不认为有必要放宽货币供应，因此他们承受了对随后发生的萧条的大部分指责。本图展示了从那时起政策思想是如何发生了根本性的变化。

当2007年中期危机爆发时，美国联邦储备委员会（简称美联储）的反应是大幅削减其目标的政策利率——联邦基金利率，即银行间隔夜拆借利率——以及引入特殊的融资机制，以确保金融体系的所有部门都有流动性。同时，金融体系中过多的钱将推动联邦基金利率低于目标，并可能引发通货膨胀，因此美联储出售美国国债，以吸纳流动性。

在2008年9月雷曼兄弟倒闭后，金融和经济形势急剧恶化。美联储进一步削减了政策利率，引入了更多的融资机制，并且现在容许其资产负债表规模在过去几个月里增加了一倍多，抽取银行准备金，进而基础货币。然而，更广泛的货币总量仅略有增加，因为银行谨慎的行为。

扩大其资产负债表使得美联储很难把联邦基金利率维持在政策目标附近。2008年12月，美联储把目标下调到0—25基点的范围内。虽然已经没有削减利率的空间，但美联储保持了通过改变其资产负债表的构成和规模来管理货币政策的能力。由于通货紧缩的威胁，这项能力至关重要。

(美国调整后的基础货币，逐年百分比变化)

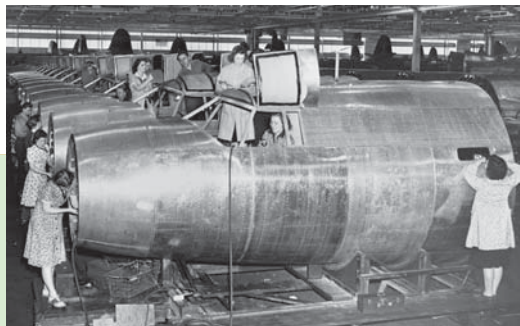


大萧条，大反思

美联储在1930年实行的紧缩政策，加速了大萧条的爆发。在1937年，它又过早地刹车，使得复苏受阻并使经济陷入衰退。在这期间，尽管美联储扩大了货币供应量，但是这远远低于现在它所选择的做法。

为发动世界大战融资

在二战期间，美联储购买国债。当时，政府不得不大规模举债以为其巨大的国防预算融资。随着美联储协助为创记录的预算赤字融资，基础货币在20世纪40年代经历了剧烈的动荡，但比起2008年秋的增长来说，这算不了什么。



基础货币

资料来源：圣路易斯联邦储备银行。

本文由国际货币基金组织的Koshy Mathai和Simon Willson撰写。



超出本图

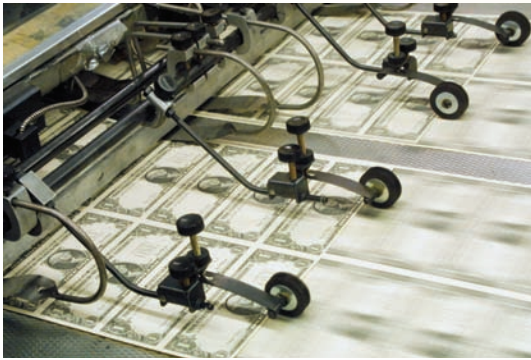
尽管美联储已经把其资产负债表的规模增加了一倍，但现在它准备进一步增加，使得基础货币（蓝线）将向上延伸至另一页。2009年3月，美联储宣布将大规模增加购买美国住房机构房利美和房地美的抵押担保证券和债务，并开始购买美国长期国债。购买行动已经开始，但还将更进一步。

抽身之策

由于急剧的经济衰退和通货紧缩的风险，几乎无人置疑美联储急剧扩张基础货币的行动。但是策略性的出路可能很困难。

一旦经济开始复苏，银行将不再对将其储备用于贷款感到勉强，美联储将有必要在通货膨胀之前快速收缩基础货币。而要确定这样做的准确时间是困难的。

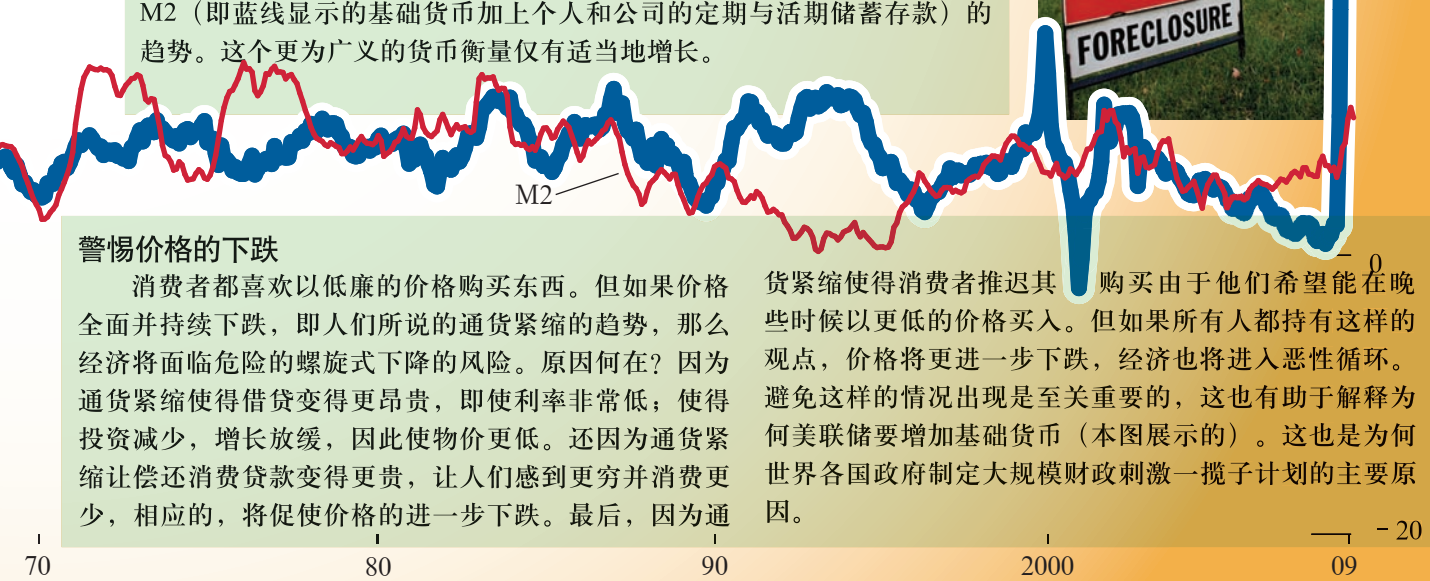
但即使明确了何时开始收缩货币供应量，如何做却不那么明确，因为美联储现在已经有部分资产，而这些资产却是相对长期的和非流动性的，因此并不能很容易地快速出售。美联储正考虑一系列的政策选择——其中部分需要新的立法——来对待这个问题。



现金至上

本图中的蓝色粗线展示了调整过的美国基础货币（即经济中的现金总量，以及银行可用于借贷和消费的准备金）的年增长。排除2000年到来时人们害怕“千年虫”问题而储备现金，从二战到2008年年末期间，美国基础货币的增长一直非常稳定。

本图中的红色细线展示了没有出现通货膨胀威胁的原因，即使基础货币呈爆炸式的增长。所有存入银行的储备仍然还在。红色细线展示了M2（即蓝线显示的基础货币加上个人和公司的定期与活期储蓄存款）的趋势。这个更为广义的货币衡量仅有适当地增长。



警惕价格的下跌

消费者都喜欢以低廉的价格购买东西。但如果价格全面并持续下跌，即人们所说的通货紧缩的趋势，那么经济将面临危险的螺旋式下降的风险。原因何在？因为通货紧缩使得借贷变得更昂贵，即使利率非常低；使得投资减少，增长放缓，因此使物价更低。还因为通货紧缩让偿还消费贷款变得更贵，让人们感到更穷并消费更少，相应的，将促使价格的进一步下跌。最后，因为通

货紧缩使得消费者推迟其购买由于他们希望能在晚些时候以更低的价格买入。但如果所有人都持有这样的观点，价格将进一步下跌，经济也将进入恶性循环。避免这样的情况出现是至关重要的，这也有助于解释为何美联储要增加基础货币（本图展示的）。这也是为何世界各国政府制定大规模财政刺激一揽子计划的主要原因。