



什么是货币政策？

Koshy Mathai

货币政策是依据许多原则制定的。但无论它以什么面目出现，都殊途同归，即都被用于调整经济中的货币供应，从而达到控制通货膨胀和稳定产出这两个目标的某种结合。

大多数经济学家可能会同意，长期内产出是固定不变的，因此货币供应的任何改变只会引起价格的变化。但是短期内，由于价格和工资往往不会立刻得到调整，货币供应的改变会影响到货物与服务的实际产量。这就是货币政策成为实现控制通货膨胀和维持增长这一双重目标的有效政策工具的原因，此类政策一般是由诸如美联储或欧洲中央银行这样的中央银行机构制定的。

当经济萧条时，消费者的支出与往常相比大大减少；商业生产下降，龙头企业裁减员工、停止对新产能的投资；外国对本国出口的需求也会下降。简言之，总需求下降。政府可根据经济走势采取反向的应对政策。货币政策常常成为反周期的可选工具。

此类反周期政策可能会导致产出（以及就业）出现预想中的扩张。但是，由于货币供应增加，这还可能还会导致物价上涨。当经济接近满负荷生产时，增加的需求会给投入成本（包括工资）形成压力。而当工人用其增加的收入购买更多的货物与服务时，就会进一步哄抬物价与工资的上涨，推动一般意义上的通货膨胀——而这正是决策者通常力图避免的结局。

双重目标

此时，货币政策的决策者必须对价格与产出的双重目标加以平衡。然而，即便仅仅把控制通货膨胀作为目标的央行（如欧洲中央银行）通常也承认，其同样需对稳定产出和维持经济接近充分就业加以关注。而对于美联储来说（其肩负着美国国会赋予的明确的双重使命），就业目标与通货膨胀目标处于同等重要的地位。

货币政策并不是管理货物与服务总需求的唯一工具。财政政策（包括税收与支出政策）是另外一种工具，也是当前危机中被各国政府频频使用的工具。但是，税收和支出立法的变更往往需要假以时日，而一旦这种变更成为法律，在政治上就很难对其加以逆

转。加上对消费者可能不会以所希望的方式对财政刺激手段作出回应的担忧（例如，他们可能不会因为减税而增加消费，而更有可能把钱存起来），我们不难理解为什么货币政策普遍被视为衰退时期捍卫经济稳定的首选工具。（实行固定汇率制的国家不在其列，在这些国家，货币政策完全与汇率目标相联系。）

独立的政策

尽管货币政策是政府最重要的经济手段之一，但大多数经济学家仍然认为其最好是由中央银行（或者类似的机构）来制定，这些机构应独立于民选政府。这种信念来自于大约30年前的一项学术研究，该研究强调了时间不一致性的问题。不太独立于政府的货币政策决策者可能会发现，承诺通过降低通货膨胀来保持消费者和企业较低的通膨预期这种作法更有利。但在后来，为了对其后的发展作出回应，他们可能会发现很难坚持不扩大货币供应，这就会带来突如其来的通胀。这种意外的结果可能最初会通过使劳动力价格相对便宜（工资变化缓慢）而促进产出，并且还可能会使政府债务的实际价值（或者说经通货膨胀调整后的价值）减少。但是人们可能很快就会认识到通货膨胀的倾向，并逐步提高他们对价格上涨的预期，从而使决策者更加难以实现低通货膨胀的目标。

为了克服时间不一致性的问题，一些经济学家建议决策者应该承诺制定一个规则，在调整货币政策时完全摒弃随意性。然而实践证明对此类（可能是复杂的）规则作出可信的承诺十分困难。一种替代的解决方案是将货币政策制定权授予一个与大多数政治程序相隔绝的独立的中央银行，一些经济体已采取了这样的做法。这种替代方案可能仍将受到某些源自政治的程序的保护，并强化公众对当局关于降低通货膨胀的承诺的信任。有证据表明，中央银行的独立性的确与较低的、更加稳定的通货膨胀相关联。

货币政策的制定

中央银行如何改变货币政策？基本方法很简单，就是改变货币供应的规模。这通常是通过公开市场操

作来做到的，即与私人部门交易短期政府债务。例如，如果美联储从商业银行购买或者借入国库券，这些商业银行账户上的现金（即储备）就会增加，银行被要求保持这些储备。这种方法扩大了货币的供应。相反，如果美联储向银行卖出或者借出国库券，银行在交易中就要进行支付，从而减少货币供应。

尽管许多中央银行在过去几年中也有过明确将货币增长定为目标的经历，但由于货币与价格间的相关性与以往相比更加难以度量，确定此类目标的做法已经不太普遍。许多中央银行转而将通货膨胀作为其目标——或者单单以此为目标，或者伴以一个可能的增长和/或就业的隐性目标。

当中央银行公开谈论货币政策时，其往往关注的是它所偏重的利率，而不会关注任意一个具体货币数量（尽管期望中的利率水平可能要通过改变货币供应量才能达到）。中央银行一般会关注一个政策性利率——一般是短期利率，通常是隔夜拆借利率，这是银行向借用资金的另一方收取的费用。当中央银行通过购买或者借出证券将货币投放到银行系统中（通俗点说就是实行宽松政策）时，利率就会下降。而当中央银行通过吸收储备实行紧缩货币政策时，利率往往会上升。中央银行希望政策性利率的改变会对经济中的所有其他的相关利率产生影响。

传导机制

货币政策的改变对总需求，进而对产出与价格都会产生重大影响。政策措施传导至实体经济的途径多种多样（Ireland, 2008）。

人们传统上关注的是利率渠道。例如，如果中央银行收紧银根，借款成本就会上升，消费者就不太愿意购买他们能通过正常融资买到的东西（比如房子和车子），而企业也不太愿意为新设备、软件或建筑物投资。这种经济活动水平的下降可能与较低的通货膨胀水平相一致，因为低需求往往意味着低价格。

然而事情到此并未完结。利率的上升还趋于使企业和个人的净财富缩水（即所谓的资产负债表渠道），这使得他们很难有资格得到贷款（不论利率的高低），从而减少支出和价格压力。利率的上提还使得银行盈利能力降低，导致放贷意愿下降，这就是银行渠道。由于外国投资者寻求更高的收益，所以他们对货币的需求增加，因此高利率通常会导致货币升值。通过汇率渠道：出口价格的上升导致出口减少，而进口价格的下降使得进口增加。这反过来加剧了GDP的萎缩。

通过通货膨胀预期——通货膨胀自我实现的一个

构成要素——货币政策对通货膨胀还有着重要的额外影响。许多工资和价格契约都根据对通货膨胀的预测而事先商定。如果决策者提升利率并给出利率还会进一步提高的信息，这可能会使公众相信决策者关于保持对通货膨胀的掌控的承诺是严肃的。随着时间的推移，建立在更适度的工资和价格增长基础上的长期合同就会形成，这反过来会使实际通货膨胀保持在低位。

当利率无法再降低之时

在过去两年中，世界各国的中央银行已经大大降低了它们的政策性利率——一些国家的利率几近为零——这耗尽了可下调的所有空间。不过，它们已经找到了一些继续实行宽松政策的非常规的方法。

一个方法是从市场上购买大量的金融工具。这就是所谓的定量宽松。这增大中央银行资产负债表的规模，向经济中注入新的资金。银行得到了额外的储备（它们在中央银行保留的存款），货币供应增加了。

一个密切关联的可选方案——放宽信贷，可能也会扩大中央银行资产负债表的规模，但其焦点更关注于资产负债表的构成，即已取得的资产的类型。在此次危机中，许多特定的信贷市场资金流通不畅，导致利率渠道不能发挥作用。中央银行直接针对这些问题市场采取了应对措施。例如，美联储设立了一个专项融资便利来购买商业票据（非常短期的公司债务），以确保企业能够继续获得运营资本。美联储还通过购买抵押贷款支持证券维持住房融资。

有人认为，由于中央银行确保资金流入到市场的特定部门，宽松信贷使货币政策变得更像产业政策了。定量宽松同样颇具争议。它促使购买更多像政府债务这样的中性资产，但却把中央银行置于为政府财政赤字融资的境地，其独立性也可能因此而受到质疑。

目前，全球经济出现了复苏的迹象，人们的主要关切点转移到退出战略的设定上：中央银行如何才能取消非常规的干预措施，并采取紧缩政策，以确保接下来通货膨胀不再是一个问题？■

Koshy Mathai是IMF驻斯里兰卡的常驻代表。

参考文献：

Ireland, Peter N., 2008, "Monetary Transmission Mechanism," in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, ed. by Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume (Houndmills, Basingstoke, United Kingdom: Palgrave MacMillan, 2nd ed.).