

# 非常规行为

在经济衰退期间，中央银行创新的资产负债表政策发挥了救市作用，但这些政策只应当在特殊情况下运用

马克·斯通、藤田健治和石太郎

2009年年初，美联储陷入进退两难的窘境。美国经济衰退进入第二年，情况没有好转。符合常规的行动是降低短期利率以刺激消费者和商业需求。但危机使短期利率接近为零，从而不能再低了。

因此，被称为美国中央银行的美联储，开始寻求第二次世界大战以来从未使用的政策。美联储购买长期国债直接用于资产组合，以交换新发行的储备货币，扩张资产负债表来应对经济萧条（见《金融与发展》2009年6月号，“未知疆域”）。

通常被称为“量化宽松”的大规模债券购买计划，可能是最为人所知的非常规措施。当货币政策不能进一步降低利率时，发达经济体的中央银行在全球危机期间使用资产负债表来应对通货紧缩的巨大风险。面临对金融市场和实体经济影响深远且各种各样的破坏，几个发达经济体的中央银行也启动了各式各样的流动性供应计划，其中包括保持市场开放、纾困银行和非银行金融机构、提供所需外汇等。这些政策也使中央银行的资产负债表规模膨胀到前所未有的水平。

总之，资产负债表政策可以被认为至少在阻止金融和经济危机进一步恶化方面是成功的。增长已经恢复，虽然最发达经济体的增长依然乏力。但这一成功并不意味着这些政策应该成为中

央银行常规可选政策库中的一部分。危机要求采取对金融市场甚至中央银行本身都会构成风险的措施，这些措施影响太大了，以至于除特殊情况外一定不能采用。

## 促进宏观经济稳定的政策

至少在一代人的时间里，美联储尽其所能来控制短期利率，以达到使美国经济保持平稳的目的。美联储通过撤出或注入银行在美联储的必需存款，即准备金，来控制货币市场的短期利率。联邦基金利率（准备金不足的银行向拥有超额准备金银行的隔夜借款）的变化转化为其他短期以及更长期利率的变化，这一变化影响了家庭和商业借款的成本。

但随着联邦基金利率接近于零，美联储已用完了传统的手段。因此，美联储购买长期国债，试图通过降低长期利率重振经济。当美联储从银行或其他金融机构购买长期债券，用于交换新发行的美元（以准备金的形式）时，美联储减少了这些债券的市场供应。这一举措提高了仍在市场的债券价格，减少了这些债券的收益。随着政府债券收益的下降，其他长期证券的收益也同步下降，使借贷成本降低。其目标是提高银行贷款的潜力，增大资产价值，从而提振国内需求，促进经济增长。美联储实施了两轮大规模债券收购计划：第一轮是从2009年3月至2010年5月，第二轮是从2010年11月至2011年6月。有相当多的证据表明，债券收购计划（至少第一轮）降低了债券收益并可能进一步加快美国经济复苏。由于美国经济的重要性，该计划几乎毫无疑问地缓和了全球经济下滑的速度。英格兰银行也实施了债券收购计划，尽管比美联

储停止得早。

债券收购计划对美联储持有资产的影响，要比常规操作大得多。美联储针对联邦资金利率的传统货币操作，并没有使准备金整体数量发生很大变化。但债券收购计划却改变了资产负债表的规模和组成。

## 促进金融稳定政策

建立不受限制的准备金（全部资产中最富流动性的部分）数额是中央银行的权力，这一权力给予中央银行独特的能力，防止金融部门的流动性问题蔓延至实体经济。也就是说，保持系统的金融稳定性。传统上，中央银行不仅是对于现金短缺银行，必要时也是对整个银行系统而言解决清偿问题的最后贷款方。在最近的危机中，中央银行提供流动性以确保金融稳定的作用得到极大拓展。中央银行不仅帮助了商业银行，而且也向较大的非银行金融机构提供贷款。几个主要的中央银行特别是美联储，也通过接收不能在市场上销售以交换中央银行贷款的抵押担保品，成为最后的做市商。甚至更不同寻常的是，许多中央银行向募集外币基金有困难的本地银行提供外汇（主要是美元）。这些措施旨在支持重要的金融市场并保持金融稳定性，其中大部分措施确实放松了流动性限制并支撑了资产价格。

随着危机退去，中央银行开始取消许多非常规资产负债表操作。然而，几个发达经济体的中央银行——特别是美联储、英格兰银行和日本银行，继续维持较大规模的资产负债表。

## 政策评估

尽管非常规中央银行资产负债表政策似乎有助于帮助美国和其他发达经济体复苏，但也可能产生难以预期的后果，一些人称这一政策导致有害的资本流入一些新兴市场经济体，并引发日用品的通货膨胀。但这些资产负债表政策也会对中央银行和市场带来风险。

注入现金支持市场将不可避免地涉及信贷风险，导致中央银行的损失。大量的中央银行流动性帮助措施会增加未来得到帮助的期望值，从而导致市场参与者作出风险性更高的决策，因为市场参与者相信如果事态再次变坏，他们将能够摆脱困境。中央银行向货币市场大量注入流动性，将可能减少市场参与者本身之间进行贸易的动力，从而逐步缩小银行同业市场和货币市场，这将在中央银行退出后，留下疲软的市场基础。

中央银行能够将这些风险最小化。例如，为将信贷风险考虑在内，中央银行可以评估基于适当风险所

接受的抵押品。资产负债表政策也可以在有条件的基础上实施一段时间，并通过明确表达的退出战略退出以避免无意中产生的副作用。

大规模的债券收购也可能带来高额的成本和严峻的风险。如果债券收益增加，中央银行自己所拥有的证券可能遭受损失。债券收购计划可能使中央银行面临债券收购既得利益的压力。中央银行必须认真设计销售债券或减持债券的战略，因为这可能导致长期收益的急剧增长，从而无意中引发货币紧缩效应。可能最重要的是，债券收购计划能产生中央银行实际上在将政府债务货币化的感觉，也就是用政府债券永久交换新发行的货币。例如，债券收购计划可能在一开始时会受到政府的欢迎，因为降低收益有助于政府节约财政支出，但一旦中央银行政策转向收紧，中央银行和政府之间可能就利息问题发生冲突。

为应对这些风险，应该尽早建立债券收购计划的目标和广泛的框架。特别是，中央银行的自主性应当得到完全尊重，决策者应当清楚地理解，中央银行的债券收购计划并非政府支出和税收政策的一部分，当货币政策目标实现时就要终止并最终放弃该计划。

这些考虑表明，资产负债表政策将不会成为中央银行常态期的一项新举措。只有信用程度较高的中央银行会在很大程度上依赖这些政策，这并不是偶然的，因为这些政策大部分涉及国内流动性资产的大量增加。即使对信用程度较高的中央银行，资产负债表政策也只应适用于特殊情况，如经济面临严峻到可能破坏实体经济部门的金融问题且政策利率正处于较低的下限之时。

非常规资产负债表政策有望在帮助经济体从大萧条以来最严峻的经济下滑中复苏发挥重要作用。中央银行在这一政策中显示出了创造力，也表现出了不小的勇气。尽管可能值得冒这样的风险，但这些政策只应当由几家信用程度最高的中央银行采用，但不能常用。重要的是，应当记住中央银行的政策也不是万能药，尤其是当根本问题是清偿债务时。同时，中央银行的政策也可能降低政策制定者解决这些根本性的清偿问题的动力。■

马克·斯通（Mark Stone）是IMF货币和资本市场部副主任，藤田健治（Kenji Fujita）是IMF货币和资本市场部高级经济学家。石太郎（Kotaro Ishi）是IMF欧洲部高级经济学家。

本文基于马克·斯通、藤田健治和石太郎于2011年6月发表的IMF工作文件“是否非常规资产负债表政策应当加入到中央银行的政策工具箱中？一个对目前为止经验的评估”所著。