

非传统货币政策解析

——以美国的该政策实践为例

靳玉英 张志栋

内容提要：美国次债问题引发全球性金融危机后，非传统货币政策成为发达国家普遍采用的新货币政策。它将中央银行管理流动性的执行手段由传统货币政策下的短期名义利率转变为调整中央银行资产负债表的规模、结构和内容。针对这一政策，首先，本文准确界定了该政策的内涵和分类；其次，以美联储资产负债表为基础深入探讨了非传统货币政策的具体执行手段；再次，提出非传统货币政策有退出困难等诸多问题；最后，就非货币政策的执行提出政策建议。

关键词：非传统货币政策 资产负债表 零利率下限 流动性 准财政角色

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

次债危机发生后，受零利率下限（Zero Lower Bound, ZLB）的约束，发达国家货币政策的执行手段发生了重大变化，从传统的以短期名义利率为核心转变为以中央银行资产负债表的调整为核心，这一新的货币政策称为非传统货币政策（Unconventional Monetary Policy, UMP）。

零利率下限问题是 UMP 产生的前提，是零利率下限限制了传统货币政策（Conventional Monetary Policy, CMP）的使用空间。^①无论上个世纪 90 年代后半期至今的日本，还是次债危机后的美国等发达国家，在利率政策的使用上，都面临着共同的问题——零利率下限。20 世纪 90 年代初泡沫经济的破灭使日本经济陷入长期衰退，其短期名义利率多次下调以期经济复苏，直到 1999 年 2 月，日本短期名义利率下降为零。2007 年次债危机发生后，美国多次下调联邦基金利率，直至 2009 年 1 月 28 日将该利率维持在 0~0.25% 的区间不变。当名义利率为零

而经济却处于萧条时，由于名义利率不能为负，此时中央银行无法再利用名义利率下调刺激经济。为此，以短期名义利率为执行手段的 CMP 失去使用空间，货币当局只得寻求其他的货币政策手段，UMP 就是在这一背景下出现的。

UMP 颠覆了中央银行管理经济流动性的传统做法，同时也带来了诸多问题。美国、日本等国 UMP 执行的结果是，其中央银行的资产负债表空前膨胀，同时，风险资产激增。可以预见，UMP 将成为未来各国在 ZLB 下应对经济萧条的主流货币政策。对于正在实践此政策的美国，随着经济的复苏，如何从该政策退出成为其当前经济面临的实际问题。对于未实践此政策的国家而言，当 ZLB 和经济萧条背景出现时，这些国家也将不得不采用 UMP。为此，有关 UMP 的内涵、手段、存在的问题以及如何退出等等，这些命题对于货币当局管理流动性和宏观经济均有着重要的实际价值，它们已成为

作者简介：靳玉英，经济学博士，上海财经大学国际工商管理学院教授；张志栋，上海财经大学国际工商管理学院博士研究生。

^①所谓零利率下限是指名义利率不能为负。原因在于，当名义利率为负时，持有银行存款、债券等金融资产的收益将变为负，公众就会倾向于持有现金，减少消费和其他金融资产的持有。这样，消费下降、投资因不能有效融资也下降，产出减少，失业增加。为此，名义利率不能为负。这也就意味着，在名义利率为零时不能再靠下调利率刺激经济。

时下学界研究的热点问题。

然而，对于这一新的货币政策，学界在其内涵和分类上尚未达成共识，这制约了对该问题研究的深入。本文将在界定UMP内涵和分类的基础上，以美联储UMP的实践为样本，深入解析该政策的效果、存在的弊端以及如何退出等问题。

一、非传统货币政策的内涵和分类

UMP最早出现在20世纪90年代后半期的日本。次债危机后，美国等其他一些国家也纷纷采用该项政策。显然，要深入解析该政策，必须明确其内涵。目前，学界有关UMP的内涵已有定义不全面，其细化分类更是有待梳理和明确，一些关键概念则存在界定上的偏颇，有待统一。在结合已有研究的基础上，本文主要对UMP内涵、分类和关键概念尝试进行更加准确的界定。

（一）非传统货币政策的内涵

Bernanke (2004) 认为，CMP是指中央银行通过确定短期名义基准利率而执行的货币政策。^①据此，可将UMP理解为短期名义利率之外的货币政策。在次债危机发生前，大多数国家都是通过对短期名义利率的调整来执行货币政策的。学者们将UMP比较一致的界定为：中央银行通过调整其资产负债表规模和结构进而调整经济流动性的政策。例如，Borio & Disyatat (2009) 认为，UMP与CMP的本质区别在于，前者的各种措施均围绕中央银行资产负债表规模和结构的调整，后者则是对短期名义利率的调整。UMP的非传统性可以概括为，中央银行不再利用对短期利率的调整来影响经济中的流动性，而是采取利率之外的措施。在此前的20年里，中央银行一直是通过宣布短期政策利率来影响经济流动性的。

本文认为，学者们关于UMP的已有界定仍不够全面，忽略了体现UMP本质特征的一个重要方面，那就是UMP不仅仅包含对中央银行资产负债表规模和结构的调整，还包括对其内容的调整。例如，UMP中有很多创建新资产的措施，这些资产改变了中央银行资产的传统内容，

并且这部分资产的形成体现了UMP的本质特征。例如，在美国UMP的实践中，成立专门公司收购企业资产是中央银行新的资产项目，这一项目体现了UMP下中央银行替代商业银行直接输出流动性给私人部门的特征，这也是UMP与CMP的本质差异之一。为此，本文将UMP概括为，在令短期名义利率政策失去扩张流动性空间的ZLB背景下，中央银行通过改变其资产负债表的规模、结构和内容进而为经济注入流动性的所有措施。

要理解UMP的内涵，首先要了解中央银行资产负债表的主要内容。中央银行资产负债表分为两个主要部分——资产部分和负债部分。负债部分是中央银行的资金来源，主要包括中央银行票据（包括货币和非货币票据）发行、商业银行准备金、政府存款等。资产部分主要包括政府债券、直接贷款、黄金和外汇等资产（有关中央银行资产负债表的构成见表1）。调整中央银行资产负债表资产和负债的规模、结构和内容，是中央银行执行UMP的途径。对资产规模的改变是为了直接改变流动性规模，如增加政府债券的持有能够增加政府可支配的流动性；对资产结构的改变是为了改变资产的相对收益率。中央银行持有的政府债券包括短期债券和中长期债券，二者持有比例的相对变化会影响二者的相对收益率，进而影响短期和长期利率。对负债规模的调整是为了改变中央银行可支配的流动性，如中央银行通过增加负债获得新的资金，从而有更多的流动性可用于购置资产进而为经济注入流动性。中央银行改变负债结构，为的是改变其负债来源，从而影响负债来源主体的相对流动性，如中央银行扩大商业银行准备金在负债中的比例，很大程度上是商业银行流动性输出功能相对弱化的结果。增加新的资产内容，是为了更加直接地输出流动性，如中央银行资产负债表的传统资产是以政府债券为基础的风险较低的资产，在UMP下则创建了很多高风险的新资产，为的是便于对企业直接输出流动性。总之，任何影响中央银行资产、负债规模与结构乃至内容的措施都是

^①Bernanke (2004) 又将利率之外的货币政策称为“Non-Standard Monetary Policy, NSMP”，从定义上看，UMP和NSMP有基本相同的内涵。

UMP 的具体工具。

需要指出的是，UMP 仍然包括利率措施，只是其核心不是名义短期利率，而是长期利率。由于短期债券无利率风险，所以商业银行和公众卖出短期债券的欲望不强，中央银行通过公开市场操作购买短期债券扩大流动性的空间也就有限。但长期债券则不同，因担心未来经济复苏导致利率上升给其持有长期债券带来的损失，商业银行和公众出售长期债券的意愿强烈，因此中央银行通过公开市场操作购买长期债券为经济注入流动性的空间就大。为此，中央银行会扩大政府长期债券的持有，在注入流动性的同时还可降低长期利率水平，长期利率的下降又有利于公众构建经济复苏的预期。此外，针对 ZLB 下短期利率不能再下调的约束，UMP 的利率措施还包括零利率政策在未来可持续的中央银行承诺。可见，这两项政策均有别于 CMP 下中央银行对短期政策利率的直接调整。

此外，UMP 的非传统性并不是说其下的各项政策都是新的，相反，很多政策都有着一定的历史，只不过之前不是主流货币措施，或者它的存在不是为了影响经济的流动性。例如，外汇资产是资产负债表中资产方的一项内容。之前，各国该项资产的变化主要是基于汇率目标，而并不是为了影响流动性。但作为 UMP 的一项措施，外汇资产管理的目标则变成了流动性管理。可见，UMP 非传统的意义在于，在 ZLB 的背景下，中央银行资产负债表的管理成为经济中流动性管理的主流方式，而在此之前中央银行是靠调整短期利率来实现这一目标的。

无论 CMP 还是 UMP，要对产出产生实质性的影响，有两个关键：一是中央银行增加的流动性能够到达产品需求者，即企业、政府和家庭；二是企业、家庭和政府将增加的流动性用于支出，即形成实际的商品需求。明确流动性在中央银行、商业银行、政府以及非银行私人部门（企业、家庭）间如何流动，这是 UMP 与 CMP 的主要区别。

在 CMP 下，中央银行主要通过调整政策利率来影响商业银行的流动性，进而影响商业银行的贷款行为，最终影响经济的整体流动性。例如，当经济出现萧条时，中央银行通过降低利率扩大商业银行的流动性，从而促使其对家庭、企业和政府的贷款增加，这样整个经济的流动性增强（如图 1 中渠道①所示）。但在 ZLB 背景下，由于利率失去增加流动性的空间，中央银行不能再通过此措施影响商业银行的流动性。

在 UMP 下，中央银行转而对准备金付息、购买商业银行持有的资产和对商业银行直接贷款等措施来扩大商业银行的流动性（如图 1 中渠道②、③和④所示）。同样，由于经济萧条背景下的不确定性，中央银行在这些措施下虽增加了商业银行流动性，但商业银行不愿将增加的流动性输出给企业和家庭等经济个体，其影响产出的第一个前提条件不具备。为此，在 ZLB 下针对商业银行采取的 UMP 措施，很难实现以商业银行为中转的流动性输出。

基于此，针对政府、企业和家庭的资产购买和直接贷款成为 UMP 的核心，中央银行通过这些措施直接向这些经济个体提供流动性（如图 1 中渠道⑤、⑥、⑦、⑧、⑨、⑩所示），而不再只依赖商业银行作为流动性中介。这时，UMP 要发挥经济刺激作用，关键在于，在资金约束放松后，企业要愿意增加投资、家庭要愿意增加消费以及政府要愿意增加支出（如图 1 中渠道 I、II、III 所示）。这是 UMP 影响产出的第二个前提条件，也是该政策传导机制的核心。该机制畅通与否，决定了 UMP 的效果。

(二)非传统货币政策的分类

执行手段多样化是 UMP 有别于 CMP 的一个重要特征。CMP 执行手段单一，短期名义利率是其主要执行手段。但在 UMP 下，货币政策

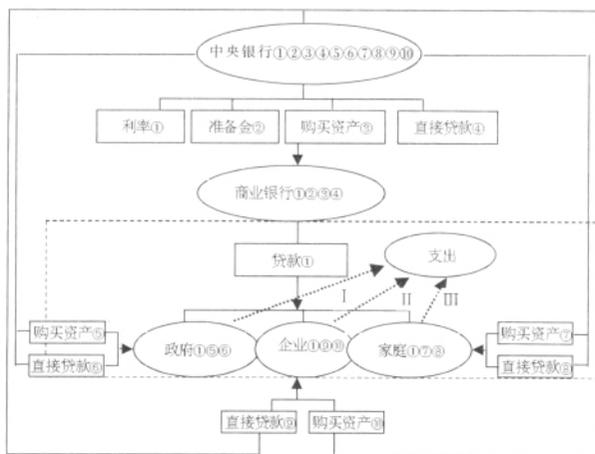


图 1 经济流动性的中央银行作用渠道

的具体执行手段有很多，涉及中央银行针对其自身资产负债表规模、结构和内容调整的所有措施。这些措施间有较大的差异，部分措施还改变了资产负债表的传统内容。对其准确分类将有助于更深入地理解 UMP 的特征和本质。但已有研究中复杂又充满分歧的分类增加了 UMP 研究的困难。

1. 已有文献有关非传统货币政策的分类

Bernanke (2004) 将利率之外的货币政策分为三类：一是通过沟通能够让公众形成未来利率路径预期的政策，如货币当局向公众承诺未来低利率路径；二是增加中央银行资产负债表规模的措施，又称量化宽松货币政策 (Quantitative Easing, QE)；三是改变中央银行资产负债表结构的措施，包括中央银行购买政府长期债券等。Buiter (2009) 将 UMP 分为量化宽松的货币政策、信贷宽松的货币政策 (Credit Easing, CE) 和促进信贷支持的政策。Reis (2010) 将 UMP 分为利率政策、数量政策和信贷政策。Reis 所指的利率政策并非是传统的短期利率政策，而是指持续低利率的承诺以及给存款准备金支付利息的行为。Borio & Disyatat (2009) 将 UMP 分为汇率政策、准债务管理政策、信贷措施和银行准备金政策。总体看来，QE 和 CE 是学者们有关 UMP 的常见分类。

尽管在大多数 UMP 的研究中都将 QE 作为主要内容，但对该政策的内涵却存在很大分歧。Speigel (2001) 将 QE 视为一种通过增加准备金降低长期利率的政策；Bernanke (2009) 则认为，QE 指的是增加中央银行资产负债表规模的措施，最初特指日本中央银行在 2001~2006 年的货币操作；Taylor (2009) 将该政策界定为任何能够导致准备金增加的中央银行操作；英格兰银行将该政策界定为，用中央银行持有的货币购买各种资产从而将货币直接注入经济的做法 (Bank of England, 2009)；Borio & Disyatat (2009) 认为，QE 应该具备三个特点：明确的银行准备金目标、中央银行关于将高准备金保持到未来的有条件承诺、通过增加购买政府债券来实现银行准备金的目标；Reis (2010) 认为，数量政策指的是改变中央银行资产负债表规模和负债结构的措施。

可见，学者们对 QE 的内涵没有统一界定。Speigel (2001), Bernanke (2009), Taylor (2009), Borio & Disyatat (2009) 界定的共同之处都在于强调准备金的变化，而准备金是中央银行资产负债表负债方的主要内容；英格兰银行则强调中央银行资产负债表的资产方。Reins (2010) 将数量政策等同于整个 UMP，这显然不合理。

学者们关于 CE 的内涵界定也未统一。Bernanke (2009) 将 CE 看做中央银行采取的加大贷款和购买证券的行为；Borio & Disyatat (2009) 认为，CE 是中央银行针对私人债务和证券市场采取的旨在改变私人部门资产负债表结构的措施，其目标是改变私人部门的融资条件，手段是中央银行提供贷款给私人部门或购买私人部门的索偿权；在 Reis (2010) 看来，CE 指的是中央银行资产负债表资产方的管理措施，用中央银行持有短期政府债券与其资产的比例和持有所有政府证券与其资产的比例这两个指标共同代表信贷政策。据此，CE 指的是中央银行扩大资产负债表中直接贷款比例和规模的措施，表现为以上两个比例的下降。

显然，Bernanke (2009) 界定的 CE 包括 Borio & Disyatat (2009) 界定的内容，但更加广泛，前者不仅包括后者的内容——中央银行对私人的贷款增加和私人资产的购买，还包括向政府贷款和购买政府证券。Borio & Disyatat (2009) 将中央银行针对政府资产持有规模改变的措施归为 UMP 的另一类措施——准债务管理政策 (Quasi-Debt Management Policy)。此外，中央银行针对外汇储备持有的措施也属于 Bernanke (2009) 界定的 CE 范畴，但 Borio & Disyatat (2009) 将其命名为与信贷政策并行的汇率政策。Reis (2010) 有关 CE 的界定与 Bernanke (2009) 的界定更一致，但前者更加强对中央银行持有资产负债表中政府部门资产和私人部门资产的区分。

2. 本文有关非传统货币政策的分类

从文献中对 UMP 的分类来看，尚存在很大分歧。这些分歧加大了对该问题研究的难度和复杂性。本文在这些工作的基础上尝试对 UMP 做出更准确、更清晰的分类。

针对资产负债表中资产类项目和负债类项

目, 本文将 UMP 分为资产类措施和负债类措施两类。负债类措施的功能在于给资产的扩张提供资金支持, 是扩大整个资产负债规模进而加大流动性输出的基础。本文将负债类措施整体界定为 QE。之前的学者界定下的 QE 主要指准备金政策。本文认为, 中央银行通过为准备金提供利息或提高法定准备金比率的确能够增加中央银行的可支配资金, 但这并不是惟一的渠道, 发行中央银行票据、进一步吸纳政府存款、政府对中央银行的注资等都是中央银行获得新资金的渠道。这些渠道对于 UMP 流动性管理所发挥的作用与准备金无异, 因此本文将将其纳入 QE 是合理的。当然, QE 内部的各种措施也存在一定的差异。中央银行发行票据、商业银行准备金以及政府存款三种方式都是将滞留在其他经济个体中的流动性转移到由中央银行支配, 而中央银行发行货币则是创造新的流动性。流动性使用权向中央银行的转移是为了让中央银行作为政府、企业、家庭层面流动性的直接供给者, 解决商业银行流动性输出不畅的问题。

UMP 对流动性的影响主要是通过资产项目进行, 包括扩大中央银行对政府债券、企业资产的购买和对银行及非银行经济个体的直接融资等。资产负债表中所有资产项目都可以作为 UMP 的工具, 只要其目标是影响经济流动性。根据流动性管理所针对主体市场的差异, 本文将这些措施具体划分为三类: 针对商业银行的中央银行资产管理措施、针对政府的中央银行资产管理措施以及针对非银行私人经济体的中央银行资产管理措施。本文之所以根据市场主体对 UMP 的资产类措施进行划分, 其目的在于更有效地区分 CMP 和 UMP。在 CMP 下, 短期名义利率是主要政策工具, 中央银行主要通过利率的调节来影响商业银行的流动性, 进而影响整个经济的流动性。商业银行是中央银行管理整个经济流动性的中介, 中央银行不直接影响非银行经济主体的流动性。例如, 在 CMP 下, 中央银行从不直接贷款给非银行的私人经济主体, 但在 UMP 下, 对非银行私人经济主体的直接贷款和融资成为中央银行影响经济流动性的主要渠道。

具体来看, 在 UMP 下, 中央银行针对商业

银行的资产管理措施主要包括: 中央银行对商业银行的直接贷款, 从商业银行手中购买外汇、政府债券等资产; 中央银行针对政府的资产管理措施主要包括: 中央银行从政府手中购买政府债券等资产; 中央银行针对非银行私人经济主体的资产管理措施主要包括: 对这些主体的直接贷款、购买这些主体持有的资产等。有关这些措施的具体内容, 本文将在以美联储为例的 UMP 实践中一一明确, 这将更有助于进一步理解 UMP。

二、非传统货币政策的执行手段

次债危机发生后, 美国和其他一些发达国家与地区陆续陷入了 ZLB 问题的困境, 该问题使得 CMP 不再可行, 在此背景下, 这些国家转而采用 UMP。本文在此将以美联储 UMP 的实践为例, 通过比较其在 UMP 执行前后资产负债表规模、结构和内容的变化来深入剖析 UMP。

(一) 美联储非传统货币政策的实践

随着 2007 年 4 月美国第二大次级抵押贷款公司——新世纪金融的破产, 次债危机发生。在此之前的 20 年美联储一直执行 CMP, 联邦基金利率和贴现率是其主要工具。由于该工具不会对美联储资产负债表产生大的影响, 为此, 美联储资产和负债规模一直很稳定, 且其资产中低风险的政府债券占主导, 基本占到总资产的 85% 以上, 遵循中央银行资产中政府债券为主的原则。例如, 在 2007 年 3 月 28 日美联储的资产负债表中, 其总资产为 8737 亿美元, 其中政府债券占 89%, 短期债券和中长期债券分别占总资产的 33% 和 56%, 其他资产主要是黄金和外汇储备等 (见表 1)。总之, 在 CMP 下美联储资产规模稳定且风险小。

次债危机发生之初, 联邦基金利率和贴现率均处于 5.25%, 美联储采用了 CMP 刺激经济, 即连续下调联邦基金利率和贴现率。随着利率下调空间的不断减小和经济的进一步恶化, 美联储开始采用 UMP, 导致其资产负债表规模急剧扩大。这主要表现为: 直接贷款规模扩大, 尤其是首次对非银行经济体贷款; 外汇储备规模激增; 出现大规模新型资产。直接贷款规模扩大主要是由于创设了针对非银行经济体的融

表 1 美联储在传统货币政策和非传统货币政策下的资产负债表规模、结构和内容比较

单位：10 亿美元

资产			负债与资本		
项目	CMP	UMP	项目	CMP	UMP
证券			美联储券	770.2	853.2
政府短期债券	277.0	18.4	商业银行准备金	18.4	860.0
政府中长期债券	503.9	457.5	美国财政部存款	4.8	365.4
机构贷款	0	19.7	逆向回购协议	37.6	88.4
回购协议	36.0	80.0	其他	9.9	56.8
直接贷款	0.028	193.9	总负债	841.1	2223.8
黄金	11.0	11.0	资本	32.6	42.2
外汇和其他资产	37.8	620.1			
新资产种类		450.2			
拍卖融资便利		334.1			
商业票据融资便利		73.9			
Maiden Lain 资产收购					
总计	873.7	2265.9	总计	873.7	2265.9

资料来源：根据美联储官方网站相关数据整理 (<http://www.federalreserve.gov/releases/h41>)。其中，CMP 为 2007 年 3 月 28 日美联储资产负债表代表的传统货币政策下美联储的资产和负债情况；UMP 为 2008 年 12 月 31 日美联储的资产负债表代表的 UMP 下美联储的资产和负债情况。

资便利渠道，包括：一级交易商融资便利 (Primary Dealer Credit Facility, PDCF)，向一级交易商开放贴现窗口；创建有条件的资产支持证券贷款便利 (Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)；创设定期证券借贷便利 (Term Securities Lending Facility, TSLF)，帮助一级交易商置换流动性较差的资产。外汇储备激增主要是美联储与外国中央银行货币互换的结果，为的是加大各国外汇市场的流动性。美联储主要通过以下措施形成了新型资产：创设定期拍卖融资便利 (Term Auction Facility, TAF)；创设商业票据融资便利 (Commercial Paper Funding Facility, CPFF)；创建 Maiden Lain3 家有限责任公司，收购并管理与 AIG 和 Bear Stearns 破产有关的资产。

由于美联储以上这些扩大流动性的 UMP 措施基本上是在 2007 年底到 2008 年 10 月出台的，因此，2008 年 12 月 31 日的美联储资产负债表已充分反映了 UMP 对其的影响 (见表 1)。

表 1 显示，美联储资产达到 22659 亿美元，是次债危机发生前的 2.6 倍；直接贷款从危机之初的 2800 万扩大到 1939 亿美元；外汇储备增加到 5798 亿美元，是危机之初的 30 倍；通过新工具 TAF、CPFF 和 Maiden Lain3 家资产收购公司共形成资产累计达 8582 亿美元，相当于总资产的 38%；中央银行持有政府债券规模减少，占总资产的比重下降为 21%。这样，UMP 的各项措施实现了美联储资产负债表规模、结构和内容的调整，规模激增，同时以政府债券为主导的资产结构也发生了根本性变化，出现“弱化政府债”特征，^①出现大量新型资产。这说明，UMP 更重视中央银行对非银行私人部门流动性的直接注入。同时，在政府债券内部也发生了结构性变化，短期债券规模大幅度下降，从 33% 下降为 4%。原因在于，在零利率条件下，短期利率不会再下降，而长期利率则存在下降的空间，通过增加政府长期债券的持有比例，中央银行可以达到降低长期利率的目标。^②

^① “弱化政府债”对应于“只持有政府债”(Treasuries only Policy, Buiter, 2009)的有关中央银行持有资产的标准。后者是说中央银行只应持有政府债券，只接受政府债券作为抵押，不应持有私人部门的资产和接受私人部门的资产作为抵押。“弱化政府债”是本文提出的中央银行降低其资产中政府债务比重、改变政府债务为主导的资产持有模式的做法。

^② 在美联储 2008 年 12 月 31 日的资产负债表上，中央银行中长期债券的持有比例虽上升，但实际规模却略有下降。美联储增持中长期政府债券的措施在这张表中未体现，但之后美联储资产负债表中这一点有很好的体现。

根据本文从流动性管理主体市场角度对UMP的分类,以上这些措施分别可以归类为:PDCF、TALF、TSLF属于美联储针对非银行私人部门的直接贷款,CPFF为美联储针对非银行私人部门的商业票据融资,Maiden Lane为美联储针对非银行私人机构资产的直接购买,这些统统属于美联储针对非银行私人部门的资产管理措施,为的是扩大后者的流动性;TAF属于美联储创建的扩大其对商业银行直接贷款的新工具,2008年底该项贷款占到美联储资产的20%;美联储针对政府资产的管理主要是加大政府债券的持有。

本文界定的中央银行对商业银行、非银行私人经济体的直接贷款基本上相当于学界已有界定中的CE。就美联储执行的UMP而言,它具体包括PDCF、TALF、TSLF、CPFF、TAF以及对商业银行的其他贷款。

中央银行执行UMP,要通过本文界定的QE途径获得资金。这些途径包括:中央银行票据、商业银行准备金、政府存款等所有负债方项目。比较2007年3月28日和2008年12月31日美联储的资产负债表,可以看出,美联储总体债务增加13922亿美元,其中60%来自商业银行准备金的增加,9%来自政府存款,6%来自美联储票据的发行。可见,商业银行准备金是美联储执行UMP的主要资金来源,手段是为准备金支付利息。美联储在2008年10月6日宣布为准备金支付利息,其利率最初为1%,高于同期不足1%的联邦基金利率。这一做法激励了商业银行增持准备金,有效地增加了美联储的可支配流动性。政府存款之所以增加,原因在于,为配合美联储购买政府长期债券降低长期利率的措施,财政部要不断发行新的长期债券,其收入以存款形式存放在美联储,构成后者的负债。中央银行票据的发行通常是中央银行获取资金的常用渠道,但美联储未将其作为主要手段。

相对于CMP,美联储实践下的UMP,其负债项目的内容未发生变化,依然是中央银行票据、商业银行准备金、政府存款和逆向回购协议,未出现诸如政府注资等新型负债项目。这一点与资产方不同,UMP下出现了TAF等新型资产。

(二)非传统货币政策的实践特征

次债危机发生后,欧洲中央银行、英格兰银行、加拿大银行等多家中央银行也采取了UMP,日本则加大了该政策的强度。各国采取的具体措施与美联储的措施相似,其中日本中央银行和英格兰银行采取的措施与美联储的相似度更高。

从美联储及他国执行UMP的各项具体措施看,UMP的主要特点可进一步明确为:

(1)以资产负债表规模、结构和内容的调整为核

UMP的核心是中央银行通过改变自身资产负债表的规模、结构乃至内容来调节经济流动性,具体为:运用准备金等政策扩大中央银行的流动性来源,以购买资产和直接贷款等方式为经济体直接注入流动性。

(2)中央银行在部分替代商业银行的流动性输出功能

在ZLB和经济萧条的背景下,商业银行会出现“惜贷”意向,其流动性输出的中介功能弱化,中央银行运用的购买私人资产和直接贷款等措施本质上是在替代金融市场的资金中转功能。

(3)具有“准财政”特点

美联储UMP中部分措施具有财政性。例如,美联储成立公司专门收购企业资产和给私人企业直接贷款,这些措施政府也可以采用。事实上,政府这样做更合理,一些措施政府也一直在沿用,如收购私人企业。政府这一次之所以不这样做,主要原因在于政府受制于预算约束以及国会的监管。例如,次债危机后美国政府减税、增加政府支出等财政扩张已经令其财政赤字达到历史最高水平,政府债务不堪重负。此外,美国有法律明确指出,国会掌握所有税收和支出权力。为此,美联储UMP的执行一定程度上是在替代政府发挥刺激经济的功能,具有准财政性(Quasi-Fiscal Actor, Buiter, 2009),某种意义上是政府不受财政约束和国会监管的“财政”扩张工具。

三、非传统货币政策存在的问题

UMP的执行导致中央银行负债规模扩大,

高风险资产新生，风险资产比重加大，这为中央银行自身乃至整个经济带来诸多问题，甚至造成金融危机的隐患。

（一）中央银行风险大幅增加

在 UMP 下，中央银行资产规模性和结构性风险均大幅增加。例如，中央银行购买外汇，使其承受外汇风险；中央银行购买政府长期债券，给其带来利率风险；中央银行直接向企业贷款，则又使中央银行面临私人信用风险；中央银行购买企业资产，则蕴含收益风险。中央银行持有资产规模加大，总体风险则加大。

在 UMP 下，中央银行持有资产的结构也从低风险资产为主转变为高风险资产为主。例如，相对于 2007 年 3 月 26 日，2008 年 12 月 31 日美联储资产中政府债券规模从 89% 下降到 21%，风险更大的其他资产占 79%，其中首创的高风险新资产 TAF、CPFF 和 Maiden Lain 累计占到 38%。抵押支持证券是以抵押房贷（包括次级房贷）为基础发行的证券，其风险之大可想而知，然而购买该类证券恰恰是美联储 UMP 实践的重要手段。例如，2010 年 5 月 12 日，美联储资产中该类资产的比重占到 47%。此外，中央银行持有的政府债券结构也发生了变化，风险最小的短期债券从 33% 降低到 4%，中长期债券占据了主导，持有该类债券则令中央银行承受长期利率上升的利率风险。

（二）道德风险加大，阻碍市场机制作用的发挥

在 CMP 下，中央银行主要是通过制定短期政策利率，并通过隔夜拆借等市场支持该利率的实现，从而实现对流动性的管理。换言之，CMP 是在通过市场机制影响流动性。但在 UMP 下，中央银行直接贷款给非银行经济体等行为，本质上是脱离市场的流动性直接管理。中央银行对商业银行和非银行经济个体的直接融资加大了这些经济个体的道德风险，阻碍了市场机制作用的发挥。

（三）中央银行与政府边界模糊，独立性下降，信誉受损

利率政策是中央银行所独有的，政府不具备。但在 UMP 下，中央银行针对资产负债表所采取的措施却不是垄断的。换言之，政府同样

可以采取类似措施。例如，收购公司资产、通过注资救助金融机构和重要企业等。为此，UMP 具有准财政角色。中央银行购买私人证券、给非银行私人经济体的直接贷款，这些都使得中央银行涉足企业微观层面的资源配置，而微观层面的资源配置却是财政政策的范畴。本质上，中央银行是在替政府做事，却因此而承担巨大风险。中央银行与政府的边界变得模糊，中央银行的独立性下降。

UMP 的执行往往要求中央银行和政府之间密切配合。例如，为降低长期利率，中央银行要持续购买长期政府债券。这需要政府不断发行长期债券予以支持。同时，为满足中央银行购买长期债券的资金需求，政府将出售长期债券的收入存入中央银行。可见，在 UMP 下，中央银行和政府的关系变得密切，中央银行的独立性自然下降。

中央银行的信誉很大程度上来自于其独立性。物价稳定是中央银行的目标，增加就业是政府的目标。然而，通货膨胀和就业之间的正向关系让公众不相信中央银行治理通货膨胀的承诺。为此，中央银行为增强自身稳定物价的信誉一直致力于独立性的构架。经过长时间的努力，发达国家的中央银行已建立了反通胀的信誉。但在 UMP 下，中央银行却在不自量力地制造通货膨胀，一反往日反通胀的立场，使其信誉受损。一旦经济复苏，如果走向通胀，中央银行将不得不以更大的成本构建其独立性和信誉。

（四）中央银行从非传统货币政策退出困难

中央银行管理流动性，其目标是稳定物价和产出。无论是流动性扩张还是紧缩，都是阶段性的，随着经济条件的变化，货币政策势必要从该状态退出。这一点对 CMP 和 UMP 都适用。相对从 CMP 退出，从 UMP 退出要复杂得多。前者主要涉及短期名义利率的调整，其经济影响是间接的，而后者则涉及多个金融变量，包括中央银行对政府、商业银行、企业的信贷、中央银行持有的这些主体的股票、股权、债券等资产以及外汇等，其经济影响更加直接和广泛。例如，中央银行减持 UMP 下购买的企业证券，这将会给证券市场带来直接的冲击。显然，

从 UMP 退出,其难度非常大。

除了可能对经济带来巨大的冲击,中央银行从 UMP 退出还要面临政府的制约。原因在于,中央银行的退出行为可能会损害政府利益。例如,中央银行从 UMP 退出,这就意味着它将缩小自身资产负债表的规模,减持政府债券,政府债券供给增加,其价格必然下降。如果此时政府还要发行新债,那么其发行成本将上升。这样,中央银行退出 UMP 的做法就与政府的利益不一致,将造成退出困难。

事实上,中央银行从 UMP 退出也会令其自身利益受损,这将削弱其退出的意愿,令退出延迟。中央银行从 UMP 退出,势必使其持有资产的市场供给增加,价格下降,中央银行遭受损失。显然,出售持有的政府长期债券就有这样的问题。此外,UMP 下中央银行购入了大量劣质私人部门证券。如果中央银行从这些证券的持有中退出势必造成更大的损失。例如,美联储购入的抵押支持证券,这一资产的抛出势必造成中央银行大规模的损失。此外,中央银行大规模抛出证券资产很容易造成金融市场的动荡,甚至引发金融危机。可见,金融产品需求旺盛是中央银行退出 UMP 的前提,为此,中央银行在退出之前很可能会努力制造金融市场的行情。

到目前为止,美国尚未从 UMP 退出,尽管曾提出向银行出售付息定期存款的方案,并采取了上调贴现率、缩短贴现贷款时间、取消 TAF 等各种措施。^①但并未减持其手中持有的各种证券资产,其资产负债表经历 2009 年上半年的短暂收缩后再次扩张,截止到 2010 年 5 月底,其规模已超过 2008 年年底的历史最高水平。^②这在一定程度上也说明了退出 UMP 的困难。

此外,退出 UMP 的时机选择也很重要,太早可能令经济再度回到萧条,太晚则使中央银行长期承受巨大的金融风险。例如,日本在 1999 年承诺持续执行零利率政策,但在 2000 年退出了该政策,提高了利率,经济随之再度衰退,之后不得不恢复该政策。

^①2010 年 2 月,美联储将贴现率上调 0.25 个百分点,贴现贷款期限从 28 天缩短到隔夜,TAF 拆借利率上调 0.25 个百分点,并于 3 月初取消该贷款形式。

^②美联储资产负债表在 2008 年年底达到 22659 亿美元,2009 年上半年处于收缩阶段,在 2009 年上半年减少 2000 亿美元以上,但随后又有所上升。截止到 2010 年 5 月底,美联储资产负债表规模扩大并超过 2008 年年底的水平,达到 23395 亿美元。

四、结 论

针对于 UMP 的理论研究与实践经验,本文认为,在货币政策的执行上,有几点具有重要的政策含义,这对于尚未受 ZLB 问题困扰、尚未采用 UMP 的中国而言具有前瞻性价值。

(一)合理使用传统货币政策工具,避免 ZLB 问题的出现

相对 UMP,CMP 的执行手段短期名义利率是中央银行垄断的,不具有财政色彩。因此,以这一手段为核心的 CMP 有助于中央银行的独立性和自身宏观经济目标的追求与实现。同时,由于 UMP 下中央银行承受风险更大,退出更加困难,因此 UMP 的执行成本远远高于 CMP。只是 ZLB 问题的出现使 CMP 失去了应对经济萧条的空间,在此背景下才出现了 UMP。换言之,如果没有 ZLB 问题,CMP 依然是有效的。为此,避免 ZLB 的出现很重要。ZLB 的出现与之前发达国家奉行的“钉住通货膨胀”货币政策有关,因为在该政策下各国通胀目标基本设定在 2% 的低水平,相当于 20 年前的 1/3。持续的低通胀使短期名义利率失去上调的机会,保持在较低的水平。这样,在经济萧条时短期名义利率下调的空间就很小,ZLB 问题自然就容易出现。可见,设定适度的通胀目标很重要。

此外,在经济萧条的治理上,货币当局应注意集约使用利率下调措施,尽量采取其他替代措施。正如 Walsh (2009) 指出的,一个货币当局在决定是否对某个经济现象作出反应时,要考虑四个问题:首先,这个现象是否将造成实际的经济扭曲;其次,如果是,那么这一扭曲是否会造成通胀;再次,如果是,是否有比货币政策更好的措施来应对该扭曲;最后,如果是,要看这项更好的政策是否采用了。在萧条的应对上也要遵循这样的原则,尽可能地避免利率接近零,即 ZLB 问题的出现。

(二)非传统货币政策下中央银行要对风险

进行有效控制

在 CMP 下, 由于中央银行持有的主要是政府和商业银行的资产, 因此其风险主要控制在政府和商业银行层面。但在 UMP 下, 由于中央银行持有了大量商业银行之外私人部门的资产, 因此中央银行的风险来源扩大到政府和银行体系之外。巨大的风险将削弱中央银行的独立性和信誉, 甚至给中央银行带来巨大的实际损失, 这将引发整个金融体系的动荡乃至金融危机的发生。为此, 中央银行要执行 UMP, 前提是建立有效的风险控制机制。首先, 确定其资产持有的范围。即便不坚持“只持有政府债”原则, 而是将资产范围扩大到对银行和私人部门的直接贷款, 那么也要坚持贷款必须有抵押, 而抵押品应该具有较稳定的价值。否则, 中央银行不应将资产扩大到政府债之外的范围。其次, 政府要对中央银行执行 UMP 带来的风险进行担保。原因是, UMP 具有“准财政”的特点, 是政府不受财政约束和国会监管的“财政”扩张工具, 为此, 政府要对中央银行因“准财政”的货币措施形成的风险进行担保和分担。

(三) 非传统货币政策的执行须明确退出条件

UMP 令中央银行风险激增。中央银行的独立性和信誉决定货币政策的效果, 如果中央银行长期处于高风险之中, 那么中央银行的独立性和信誉将受损, 对宏观经济稳定极其不利。为此, 中央银行不能长期处于 UMP 形成的风险之中, 应及时退出。由于退出将和政府利益产生矛盾, 为此应事先明确退出条件。目前, 各国针对 UMP 的执行都未提出退出条件, 这会阻碍其从该政策的退出。同时, 还会增加不确定性, 从而造成市场不稳定。

总之, UMP 是一项新的货币政策, 它是在 ZLB 下中央银行应对经济萧条的权宜之计, 存在诸多的问题。随着经济的复苏, 物价的上涨, UMP 将被以利率为执行手段的 CMP 所替代。当前, 我国 CMP 的执行尚有一定的空间, 金融机构存贷款基准利率分别为 2.52% 和 5.58%, 虽未出现 ZLB 问题, 但该政策利率已处于历史较低水平。有关 UMP 的理论研究和实践经验, 对于我国货币政策的执行、流动性的管理和宏观经济的稳定具有重要的前瞻性意义。

(责任编辑: 李楠)

参考文献:

- [1] Bank of England. Quantitative Easing Explained, Bank of England Website [EB/OL]. <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/assetpurchases.htm>, 2009.
- [2] Bermanke, B. S., Reinhart V. R. and B. P. Sack. Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board[R]. Washington, D.C. 2004.
- [3] Bermanke, B. S. The Crisis and the Policy Response, Speech at the Stamp Lecture[J]. London School of Economics, 2009 (1) .
- [4] Borio, C. and P. Disyatat. Unconventional Monetary Policies: An Appraisal[R]. BIS Working Papers, No. 292, 2009.
- [5] Buiter, W.H. Reversing Unconditional Monetary Policy: Technical and Political Considerations [R]. CEPR Discussion Paper, No. 7605, 2009.
- [6] Kimura, Takeshi, Hiroshi Kobayashi, Jun Muranaga, and Hiroshi Ugai. The Effect of Quantitative Monetary Easing at Zero Interest Rates[R]. IMES Discussion Paper Series, 2002-E-22. Tokyo: Bank of Japan, 2002.
- [7] Reis, R. Interpreting the Unconditional U.S. Monetary Policy of 2007~2009 [R]. NBER Working Paper, No. 15662, 2010.
- [8] Shirakawa, M. One Year under 'Quantitative Easing', Bank of Japan[R]. IMES Discussion Paper No. E-3, 2002.

Abstract: The unconventional monetary policy (UMP) is a new type of monetary policy coming into being universally in the developed countries after the occurrence of the financial crisis which was triggered by the sub-prime crisis. The instrument of UMP is to modify the scale, structure and content of the central bank's balance of sheet which is different from the nominal short-run interest rate under the conventional monetary policy. Firstly, the key concepts on the UMP are defined in this paper. Secondly, the specific tools of UMP are introduced based on the practice of UMP conducted by the Federal Reserve. Thirdly, the problems of the UMP are discussed such as the difficulties of its exit. Fourthly, the effects of UMP are judged based on the related research, and the reasons for UMP's non-significant effects are analyzed from the point of transmission mechanisms of UMP. In the end, suggestions regarding the implementation of UMP are provided.

Keywords: Unconventional Monetary Policy; Balance Sheet; Zero Lower Bound; Liquidity; Quasi-Fiscal Actor