

# 发达经济体为什么采取宽松货币政策<sup>\*</sup>

张斌

**摘要:**本文讨论了发达经济体为什么采取宽松货币政策,宽松货币政策能否有效提升总需求,以及如何看待宽松货币政策带来过度货币增长和通胀、资产价格泡沫、收入分配恶化、僵尸企业和延迟经济结构调整、对其他经济体负面外溢效应等观点。总体而言,宽松货币政策对推动发达经济体的经济复苏起到了至关重要的作用。对宽松货币政策质疑的观点不乏洞见,但是或缺乏证据支持,或缺少通盘考虑。宽松货币政策会伴生负面后果,但任由经济陷入长期停滞危害更严重,宽松货币政策是两害相权取其轻的结果。

**关键词:**货币政策 通胀 资产价格 收入不平等 僵尸企业

## 一、引言

发达经济体的宽松货币政策备受关注,也饱含争议。对宽松货币政策的质疑主要集中在两个方面:一是宽松货币政策能否起到刺激总需求的作用;二是宽松货币政策可能会带来的负面后果,如大水漫灌、通货膨胀、资产价格泡沫、债务风险、收入和财富分配更加不公、增加僵尸企业和延迟经济结构调整等。

与这些质疑形成鲜明对照,发达经济体主流宏观经济学界对宽松货币政策的支持在过去十多年中惊人一致,他们所担心的问题并非是否应该降息,而是降息遇到零利率下限(zero lower bound),货币宽松政策执行不够彻底。美国、欧洲、日本央行的决策者们在实践当中愈发坚定地实施宽松货币政策。

本文讨论了发达经济体为什么采取宽松货币政策,宽松货币政策能否带来总需求增长,以及如何看待对宽松货币政策的各种怀疑和批评。宽松货币政策的内容很广泛。发达经济体货币当局最常用的宽松货币政策是降低银行短期(隔夜)融资利率,由此带动银行间市场利率下降,进而带动整个金融市场的利率下降。这是传统的货币政策操作方式。在金融市场剧烈动荡或者传统政策工具不足以实现货币政策目标的时候,货币当局还会使用非传统的政策操作方式,如量化宽松政策、前瞻性指引政策和对特定部门的贷款优惠政策,等等。这些政策的目的是救助金融市场、刺激总需求增长或者支持特定部门,也被纳入广义的宽松货币政策的范围之内。本文主要聚焦在2008年以来的传统宽松货币政策,限定在以刺激总需求为目标、以降低利率为手段的政策,不包括非传统货币政策工具救助金融机构的相关讨论。

## 二、采取宽松货币政策的原因

2008年金融危机以来的十多年时间里,发达经济体在多数时间内普遍采取了宽松货币政策,政策利率在大多数时间内保持在低水平(见图1)。2008年金融危机爆发当年,美联储将联邦基金目标

<sup>\*</sup> 张斌,中国社会科学院大学国际关系学院、中国社会科学院世界经济与政治研究所,邮政编码:100732,电子邮箱:zbiwep@126.com。作者感谢余永定、缪延亮、朱鹤、栾稀的讨论和宝贵意见,感谢金融四十人论坛组织的相关讨论,感谢钟宜、张佳佳出色的科研助理工作,感谢匿名审稿人的意见,文责自负。

利率从1月的3.5%下降至12月的0.25%，此后连续7年将目标利率保持在这个低利率水平。美联储2015年12月开始启动加息，加息进程持续至2018年12月，目标利率从0.25%上升至2.5%。2012年12月以后再次启动降息，2020年3月再次降至0.25%的低位。欧洲央行在2008年和2009年持续降息，将欧元区主要再融资利率从2008年中期的4.25%降至2019年5月的1%。2011年4月和7月欧洲央行分别两次上调利率，每次调整幅度0.25%，11月再次下调利率，此后一直下调利率，2016年3月降至零利率并保持至今。日本央行2018年以后政策利率维持在0.1%，2016年2月以后进一步下降至-0.1%，此后一直维持在负利率水平。从美国、欧洲、日本央行的货币政策历史来看，这么长时间的低利率在过去从未经历过。

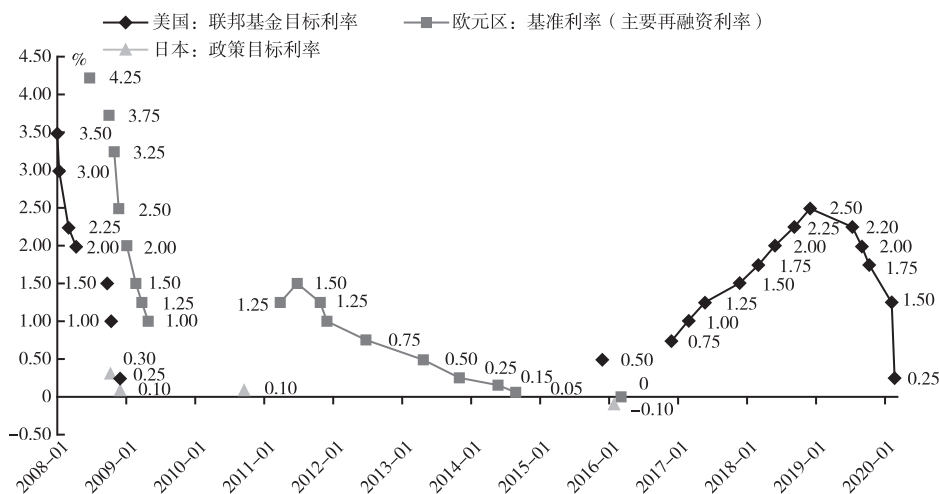


图1 美欧日的政策利率

根据美欧日货币当局的对外解释，采取宽松货币政策最主要的原因是通胀未能达到货币政策目标，美联储在解释货币政策时还会考虑就业目标。这牵涉学术界对两个问题的讨论：一是货币当局是否应该把通胀作为最主要的货币政策目标；二是货币政策是否要考虑资产价格。从目前主流学术界的讨论来看，把通胀作为货币政策最突出的目标并未动摇，实施宽松货币政策过程中如果出现资产价格的持续上涨，需要在仔细分析资产价格持续上涨成因及其带来损益的基础上，再判定是否需要资产价格持续上涨做出反应。

### (一) 货币政策与通胀

20世纪90年代以来，发达经济体的学术界和货币政策实践达成的共识是，货币政策的首要目标是实现物价稳定，发达经济体自此摆脱了历史上频繁发生的严重通货膨胀困扰(贝纳西-奎里等，2010)。有些发达经济体货币当局采取通货膨胀目标制，把物价稳定作为货币政策唯一目标；有些发达经济体货币当局的政策目标中除了物价稳定，还会关注就业、产出、金融稳定和汇率稳定等目标。多数情况下物价稳定与就业、产出目标之间在方向上不矛盾，正如Blanchard & Galí (2007)在标准的新凯恩斯模型中提出的“神圣巧合”(divine coincidence)：如果通胀稳定，那么产出也会保持在潜在产出水平。货币政策目标把通胀放在最突出的位置上，得到的不仅是物价稳定，也兼顾了产出和就业。

把物价稳定作为货币当局的首要政策目标，当物价低于货币当局的通胀目标时，货币当局为实现政策目标需要采取宽松货币政策。单单是经济增速下行并不支持采取宽松货币政策，如果因为技术进步放缓或者人口问题引起潜在经济增速下降，经济增速下降并非来自需求不足，不需要采取宽松货币政策。需求不足造成了失业和过低的通胀，才支持货币当局采取宽松货币政策。

过去几年宏观经济学界最重要的议题之一是萨默斯再次提出的“长期停滞假说”(Summers, 2014)。萨默斯、克鲁格曼、斯文森等众多宏观经济学家对“长期停滞假说”共同认可的定义是：“需要

负的真实利率才能使得意愿储蓄与计划投资相等,达到充分就业”(Teulings & Baldwin, 2014)。如何才能实现负的真实利率呢?降低名义利率是首选的手段,降低名义利率的同时还能刺激价格上涨,双管齐下带来真实利率下降。这其中面临的问题是降低名义利率可能会遇到零利率下限,即便把名义利率降到零或者稍低于零的负利率水平,通胀水平还是很低,真实利率可能不足以低到实现充分就业的水平,这时候就需要非常规的货币政策或者财政政策扩张来进一步地扩张需求。无论如何,实践当中降低利率是货币当局应对需求不足的首选政策手段。

## (二) 货币政策与资产价格

货币政策是否应该仅看重通胀引起了学术界的广泛争议。最有代表性的争议是货币政策是否应该把防范资产价格泡沫作为政策目标。学术界对此有两种看法:一种是货币政策不需要对资产价格上升做出反应;另一种则认为货币政策需要随机而动(leaning against the wind)。

认为货币政策不需要对资产价格上升做出反应的主要依据有以下几个方面:(1)泡沫难以被事前准确识别,或者说泡沫只有破灭以后才能被认出是泡沫(Greenspan, 1999)。(2)货币政策是总量政策,并不能很好地针对性解决特定市场的资产价格泡沫,较大力度的货币政策紧缩即便是刺破了泡沫,其代价是严重的产出和就业损失,得不偿失(Asensmayer-Wesche & Gerlach, 2018)。(3)资产价格泡沫和金融机构(或金融市场)不稳定性联系在一起的时候才会带来损失,因此,应对资产价格泡沫应该使用金融监管措施,而不是货币政策工具(Brunnermeier & Schnabel, 2016)。(4)考虑到资产价格与产出和通胀的正相关关系,货币政策如果在对产出和通胀做出反应之外再对资产价格做出反应,对福利的改善非常小(Bernanke & Gertler, 2000)。(5)上调利率并不必然降低资产价格。把资产价格区分为基本面驱动部分和泡沫部分,上调利率可以降低资产价格的基本面驱动部分,但是会抬升资产价格的泡沫部分(理性资产价格泡沫部分以利率的速度增长),如果资产价格的基本面驱动部分所占比例不高,上调利率反而是以更高的资产价格收尾(Gali, 2014; Gali & Gambetti, 2015)。(6)资产价格泡沫克服了企业流动性约束,有利于投资,代价是增加了经济周期波动。面对全要素生产率冲击或者情绪性冲击,通胀目标制的货币政策环境下资产价格与其他宏观经济变量正相关,货币政策对资产价格做出反应带来的福利改善有限(Dong et al, 2020)。

BIS(国际清算银行)经济学家(Borio & Lowe, 2002; Cecchetti et al, 2000; White, 2006)认为利率政策应该随机而动,尽早动手,防止资产价格泡沫持续放大。他们认识到上述反对货币政策对资产价格做出反应的各种理由,但认为可以通过一些手段事前预判资产价格泡沫,如超常规的信贷大幅增长。他们指出,仅依靠金融监管政策不足以遏制泡沫,金融监管政策往往是顺周期的,而且难以避免监管套利,利率政策因为也可以触及影子银行体系而更加有效。

美联储在金融危机以前对待资产价格的做法并非事前发现和阻止资产价格泡沫,而是降低泡沫破灭的不良后果的事后清理(cleaning up the mess)(Greenspan, 1999)。然而金融危机的爆发让人们看到事后清理资产价格泡沫破灭的做法成本太大,事后清理并非(都是)合意的选择。有必要及时对资产价格泡沫提早做出反应。问题在于:在什么样的情况下、使用什么样的政策手段应对资产价格泡沫更合适,货币政策在其中能发挥什么作用。

对于货币政策操作,当物价和资产价格同时高涨或者低迷,货币政策目标当中是否包括资产价格的差别并不显著,以通胀为目标的货币政策足以应对。真正的挑战在于通胀低于目标通胀水平,资产价格在持续上涨且已在高位,货币当局是否应该在通胀和就业目标上做出妥协?

当更细致地考虑资产价格泡沫的类型以后,货币政策是否应对资产价格做出反应,需要具体问题具体分析。Brunnermeier & Schnabel(2016)在回顾过去400年的资产价格泡沫历史中指出,资产价格泡沫的危害主要取决于其泡沫如何得到融资。如果推动资产价格泡沫的是信贷大幅增长,杠杆率攀升,甚至金融机构自身也参与购买泡沫资产,资产价格泡沫破灭以后实体经济部门必然大幅收缩,金融机构的破产对实体经济部门带来严重的负外部性。Koo(2014)有类似的结论,他指出债务融资驱动的资产价格泡沫破灭以后,资产负债表衰退随之而来,经济会陷入持续的衰

退。尤其是房地产泡沫一般都涉及债务和杠杆率大幅上升,金融机构也往往身在其中,因此,房地产价格泡沫破灭对实体经济往往会带来严重后果。如果资产价格泡沫背后并非债务融资而更多是权益融资,并不伴随着大量的信贷增长,资产价格泡沫的参与者仅限于少数群体,资产价格泡沫破灭后只有少数群体严重受损,整体经济损失有限。典型的例子是,资产价格泡沫历史中的“郁金香泡沫”。

在通胀尚未达到货币当局通胀目标的情况下,如果已经出现了信贷大幅扩张和杠杆率攀升并刺激资产价格持续大幅上涨,货币当局有必要采取行动尽早遏制资产价格继续攀升,货币政策和宏观审慎政策都应该在备选政策手段当中。如果通胀水平尚未达到货币当局目标,就业市场也相对低迷,资产价格持续大幅上涨,但背后并没有大量的信贷扩张和杠杆率攀升,货币政策则不需要对资产价格做出反应,有针对性的宏观审慎政策和金融监管政策是更合意备选手段。

### 三、宽松货币政策是否奏效

对宽松货币政策的常见批评是宽松货币政策难以奏效。一种非常形象的表述是货币政策对经济的作用只能“拉绳子”不能“推绳子”,紧缩的货币政策对于收紧经济活动非常有效,然而宽松货币政策对于提升经济活力难以奏效。20世纪20年代以前流行的真实票据理论(real bill doctrine)认为货币发行应该与实际经济活动相一致。经济扩张,需要资金做生意的时候,银行应该提供信贷;经济收缩,不需要资金的时候,银行就没有理由出手。当经济收缩的时候,唯一可以依赖的力量是市场的自发调节,美国大萧条时期费城联邦储备银行行长乔治·诺里斯指出,应对萧条需要“减少产量,减少存货,减少消费信贷,结算证券和贷款,勒紧腰带增加储蓄”(克劳威,2008)。

经历了大萧条的洗礼和凯恩斯革命以后,世人对货币政策的作用有了新的看法。教科书中指出人为降低政策利率主要通过两个渠道刺激需求:(1)刺激消费。利率是当前消费和未来消费的相对价格。举个极端的例子,如果利率是100%,当前消费的机会成本非常高,把当前的消费延迟到未来将翻倍地增加未来消费水平。如果利率是0,把当前的消费延迟到未来并不会增加未来的消费。更低的利率降低了当前消费的相对价格,有利于刺激消费。(2)刺激投资。更低的利率降低了投资成本,有利于刺激投资。在刺激消费和投资的货币政策传导机制中,还特别值得关注的角度是资产负债表效应。在更低的利率环境下,企业和居民的负债成本下降。更低的利率抬高了资产估值,企业和居民持有的各种资产的价值上升(财富效应)。低利率同时改善了企业和居民的资产负债表,进而刺激这些部门增加投资和消费支出,拉动总需求。

在近年来宽松货币政策的实践当中,学术界对利率政策的主要分歧在于当名义利率下降到零或者更低水平的时候,利率政策是否还能发挥作用。有正反两方面的证据:Eggertsson et al(2019)发现,当政策利率进入负区间以后,银行存款利率不再跟随政策利率下调,银行贷款利率不降反升,传统的货币政策通过银行信贷的传导机制不再发挥作用。他们还指出,因为负利率减少银行利润,负利率对总产出的影响可能为负。相反,Altavilla et al(2019)则发现,经营较好的银行会把负政策利率传递到企业,负存款利率并不会带来存款的下降,负利率刺激企业进行资产重组:增加有形和无形资产投资,减少现金。总体而言,他们的发现挑战了当政策利率达到零利率下限时货币政策无效的传统观点。

宽松货币政策对刺激经济的效力会发生变化,特别是进入负利率区间以后,单纯依靠利率政策工具可能不足以刺激经济回升,货币当局也因而创新了更多的非传统政策工具,如直接从市场购买资产的量化宽松政策、前瞻性指引,等等。即便如此,单纯依靠货币政策可能还是不够,需要更加积极的财政政策才能保持合理的总需求水平。这些并非对降低利率政策的质疑,而是在利率政策降到很低水平以后的后续做法。

从美欧日的货币政策实践来看,美联储实施宽松货币政策以后实现了2%的通胀目标和充分就业目标。欧洲央行在宽松货币政策环境下也接近了预期通胀目标。日本央行尽管实施非常低的利

率水平,但一直难以实现预期通胀目标。尽管如此,日本2016年初将政策利率降至-0.1%以后,日本的广义信贷增长也持续保持在多年来2%~3%的高位,同时也伴随着20世纪80年代末以来持续时间最长的经济复苏。

在经济低迷环境下,即便降低利率起到了支撑总需求的作用,这股力量未必能充分抵消市场自发的下行力量。因此,可能会看到尽管不断降低利率但通胀低于预期目标、经济依然低迷的情景。这不能得出低利率不能提升总需求的判断。反证法也许更能说明在经济低迷环境下保持低利率的重要性。Svensson(2018)用瑞典的案例研究说明了这个问题。尽管预期通胀还低于目标,就业也低于潜在水平,瑞典央行出于对房价和居民债务的担忧,将政策利率从2010年7月的0.25%上调至2011年7月的2%,此后瑞典的货币大幅升值、劳动力市场难以改善,经济复苏停滞,这与欧元区和美国等其他经济体的经济持续复苏形成鲜明对比。瑞典政策利率上升以后对房价和债务的抑制作用则非常有限。2014年初,瑞典央行意识到了高失业率、通胀接近于零的情况不可持续,政策发生了戏剧性逆转,政策利率下调,并在10月份达到零。2015年2月,政策利率进入负区间,此后瑞典央行启动资产购买计划,政策利率进一步下调,最终在2016年2月达到-0.5%。通胀率回升到接近2%的目标,实际利率则下降到-2%以下,克朗大幅贬值,失业率开始下降。欧洲央行也有类似的教训,欧元区在2011年4月和7月分别两次上调政策目标利率,此后经济显著走弱、金融市场动荡,欧洲央行不得不于2011年9月再次下调政策利率。欧洲央行在实施零利率政策以后,私人部门广义信贷总体保持缓慢上升态势,支持了私人部门的支出扩张。

#### 四、宽松货币政策是否带来高货币增长

宽松货币政策的目标是带来更多的货币和购买力,支撑价格上涨。然而采取宽松货币政策的背景往往是市场自发的货币和信贷创造能力下降,不足以支撑足够的购买力和稳定物价水平。宽松货币政策是为了弥补市场需求不足才做出的反应。货币政策带来的需求扩张力量未必超出市场自发的收缩力量,因此,宽松货币政策时期未必出现高货币增长和高通胀。

2008年全球金融危机以来,发达经济体宽松货币政策时期的广义货币增速、广义信贷和总体杠杆率并没有因为宽松货币政策而大幅上升。实施宽松货币政策的2008—2015年与之前的2000—2007年相比,美国的M2年均增速仅上升了0.4个百分点,欧元区下降了4个百分点,日本上升了1.4个百分点(见图2)。宽松的货币政策没有伴随更高的广义信贷增长<sup>①</sup>,2008—2015年与之前的2000—2007年相比,美国的广义信贷年均增速下降了4.3个百分点,欧元区下降了2个百分点,日本增加了1个百分点(见图3)。

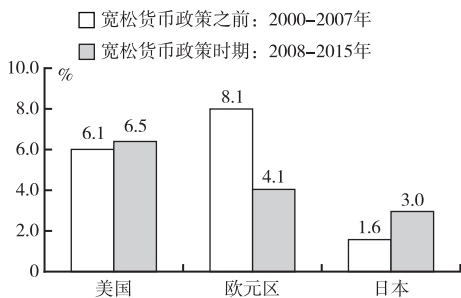


图2 M2增速

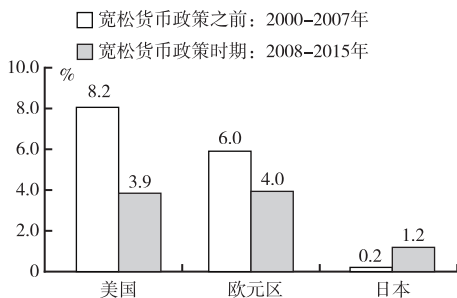


图3 广义信贷增速

数据来源:作者根据BIS、Wind数据库计算。下同。

<sup>①</sup>广义信贷增长是比M2更完整的金融资产概念,不仅包括了银行存款,还包括了对银行存款形成高度替代的其他债务型金融资产,如各种形式的债券。

宽松的货币政策没有带来宏观杠杆率的大幅上升。2008—2015年与之前的2000—2007年相比,美国的债务/GDP年均增速下降了2.1个百分点,欧元区增加了1.3个百分点,日本上升了2.4个百分点(见图4)。

实施宽松货币政策没有带来高通胀。2008—2015年与之前的2000—2007年相比,美国年均核心通胀率下降了0.4个百分点,欧元区下降了0.7个百分点,日本上升了0.6个百分点(见图5)。实施宽松货币政策的很多年中,美国、欧元区和日本的年均核心通胀率均低于2%的温和通胀水平。

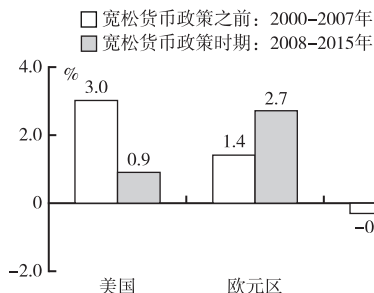


图4 债务/GDP增速

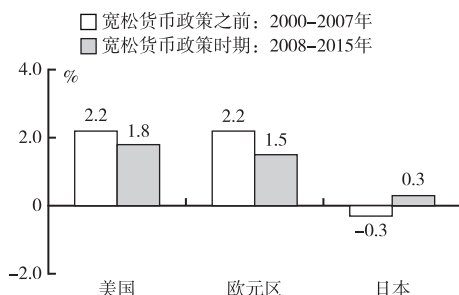


图5 核心CPI增速

货币当局超常规的宽松货币政策为什么没有带来高货币增长和高通胀呢?最直观的解释是尽管货币当局降低利率并向市场大量释放基础货币,但是广义信贷并没有随之增长。企业和居民自发的信贷的需求非常疲弱,金融体系在更严格的风险管理以及监管要求下信贷供给意愿也较低,市场自发的信贷增长力量孱弱。2008—2015年与之前的2000—2007年相比,美国私人部门(企业和居民)广义信贷年均增速下降7.1个百分点,欧元区下降4.3个百分点,日本回升1.7个百分点但仍处于负增长区间(见图6)。

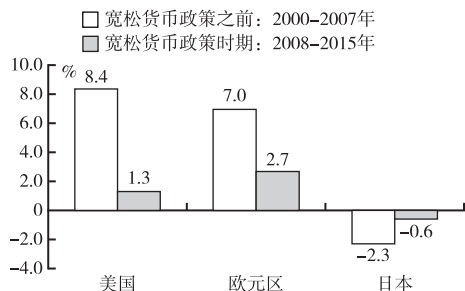


图6 私人部门广义信贷增速

宽松货币政策并没有带来包括M2在内的广义信贷高增长。广义信贷增长乏力意味着企业和居民的银行存款和其他各种形式的债务类金融资产增长乏力,购买力增长乏力,这种情况下,自然不会出现高通胀。

## 五、宽松货币政策是否恶化收入和财富分配

对宽松货币政策的另一种批评意见是,宽松货币政策加剧了收入和财富不平等。传统的货币政策研究把货币政策的收入分配效应作为一个附带效应看待。传统的收入分配研究也不关注货币政策的影响,而更多关注技术变化、贸易全球化和劳动市场制度(如工会)变化等因素对不平等的长期影响。货币政策至少在周期意义上会影响到收入和财富的分配。货币政策的研究需要关注这方面的问题,回应社会对宽松货币政策恶化收入和财富分配的质疑。

不同收入群体的收入来源和资产结构有着巨大差异,宽松货币政策对不同类型的收入和资产有

显著不同的影响,也会因而显著改变收入和财富分配。宽松货币政策存在扩大收入和财富不平等的机制,如:(1)收入组成假说(income composition channel)。绝大部分家庭的收入来自劳动工资收入,少部分家庭的收入来自资本回报,宽松货币政策更有利于资本回报,而这个群体一般来说更加富裕,宽松货币政策加剧了收入和财富分配不平等。现实中的例子是持有大量股票的富人从宽松货币政策带来的股票价格上涨中更多获利。(2)金融分割假说(financial segmentation channel)。紧密参与金融市场交易的群体相较于与金融市场缺乏紧密联系的群体,前者从宽松货币政策中得利更多,加剧了收入和财富分配不平等(Williamson, 2009)。现实中的例子是金融市场交易员和投资者往往能在宽松货币政策环境下获得更多收入。(3)资产组合假说(portfolio channel)。穷人资产组合中现金比例更高,宽松货币政策降低了现金的真实购买力,不利于穷人,加剧了收入和财富分配不平等。

宽松货币政策也有收窄收入和财富不平等的机制。包括:(1)储蓄再分配假说。该假说较早由Fisher(1933)提出。预期之外的利率下降或者通胀上升有利于债务人而不利于债权人,债权人往往比债务人更加富裕,因此,宽松货币政策减少了收入和财富分配不平等(Doepke & Schneider, 2006)。(2)收入异质化假说(earning heterogeneity channel)。Carpenter & Rodgers(2004)、Heathcote et al(2010)指出,收入分配最底层的群体最容易受到经济周期波动的影响,经济低迷时期低收入者最先失业或者降薪,而高收入群体受经济波动影响相对较小,宽松货币政策有利于低收入群体保住就业和增加工资收入,降低收入分配不平等。Romer & Romer(1998)发现宽松货币政策可以在短期内降低贫困率,但是贫困率会随着时间拉长而逆转,对贫困人口最好的货币政策是保持稳定和通胀和降低产出缺口。(3)资产价格假说。Steins et al(2017)发现美国的收入分配和财富分配在20世纪70年代以后持续恶化,收入和财富越来越向最富有的人群集中,中产阶级在分配中处于不利地位。中产阶级在收入分配当中的不利局面越来越突出,而在财富分配中的不利局面则好于收入分配,造成收入分配和财富分配差异的主要原因是中产阶级持有的房产增值,减弱了财富向最富有人群的过度集中。2007年美国金融危机以后,这种局面随着房地产价格上涨难以持续而终止,财富更加向最富有的人群集中。从这个意义上看,宽松货币政策有利于提升房价,有利于提高中产阶级的家庭财富,减少财富分配不平等。

货币政策对收入和财富分配有众多不同方向的作用机制,究竟哪个机制更重要是个实证问题。Coibion et al(2017)的实证研究表明,至少就美国而言,紧缩货币政策总体上会加剧劳动收入、总收入、消费和总支出多个角度的不平等,宽松货币政策则会缓解不平等。他们验证了收入异质化假说,即紧缩货币政策会降低收入分配最底层群体的劳动收入,增加高收入群体的收入。

美国的经验未必适用于其他经济体,货币政策对收入和财富分配的影响在不同的经济体也有不同的表现。采取宽松货币政策至少短期内有利于改善劳动力市场、增加低收入群体收入,有利于提升股票和房地产资产价格和资本回报,有利于债务人。至于改善还是恶化收入和财富分配,则要看各个经济体的劳动力市场状况、收入和财富分配格局等。货币政策对收入和财富分配的影响更多是周期意义上的短期影响而非长期影响。宽松货币政策即便是恶化了收入和财富分配,如果能起到抬升低收入群体绝对收入水平和保障低收入群体消费支出的作用,也不失为解决帮助低收入群体的工具选项之一。解决收入分配不平等需要更有针对性的政策工具。

## 六、宽松货币政策是否带来资产价格泡沫

Brunnermeier & Schnabel(2016)指出,所有的资产价格泡沫都是在货币政策宽松时期,在没有中央银行和没有货币政策时期的资产价格泡沫也是处于私人银行增发票据时期。这与Bordo & Landon-Lane(2013)的发现类似。Summers(2014)指出,低利率会带来金融市场的不稳定。低利率环境会提高投资者的风险偏好,会因为低利息偿付要求带来更多不负责任的贷款,会因为利率低于期望经济增速进而刺激更多庞氏金融投资(Ponzi financial structure)。采取宽松货币政策时期,对

资产价格持续上涨并引发资产价格泡沫的担心很自然。

2008年以后的宽松货币政策实践当中,美欧日都经历了股票价格的显著上涨,房价的涨幅有限。美国的股票价格上涨尤其明显,2010—2020年美国标普500指数从1200点上涨到3400点,远远超出了同期东京日经225指数和欧洲STOXX600指数。这10年中,美联储货币政策经历了松—紧—松的转换,美股上涨的逻辑并不相同。

美股持续近10年大幅上涨并非都来自低利率政策支持。2010年到2015年12月,美联储一直保持非常低的联邦基金利率水平,同期标普500指数从2010年初的1200点上涨到2000点,标普500市盈率从20.7上涨到23.7。这期间两股力量推升美股上涨:一是上市公司盈利回升,二是给定盈利下的估值回升。低利率对二者都会起到正向推动作用。2016年到2019年7月美联储收紧货币政策,持续将联邦基金利率从0.2%提升至2.4%,同期标普500指数从2000点上升到3000点,标普500市盈率停止了此前的上升态势,从23.7小幅下降至22.3。在此期间美股仍大幅上涨,然而推升的力量只剩下了盈利回升,利率上升环境下股价难以得到估值回升的支持。2019年7月以后,美联储再次降低联邦基金利率,标普500指数和标普500市盈率再次大幅攀升,利率降低再次推动估值回升,带动股价上涨。

利率下降通过估值效应提高股票价格,通过改善企业盈利提高股票价格,这都是基本面力量驱动的股票价格上涨。利率下降还可能通过刺激风险偏好上升和增加杠杆率提高股票价格中的泡沫成分。美股大幅上涨背后多大程度上可以归结为基本面驱动,多大程度上归结为泡沫,难以判定。新冠肺炎疫情暴发以后美股剧烈下跌后再次强劲反弹到历史高位,说明低利率环境下的美股价格有较强的韧性。

假定美股当中有相当数量的泡沫成分,并且泡沫成分与低利率政策紧密相关,是否足以否定低利率政策呢?资产价格泡沫有成本也有收益。正如前文指出的,资产价格泡沫的成本在于泡沫破灭以后对实体经济部门的伤害。伤害程度取决于是否有大量企业或者居民因为举债投资而陷入财务困境,是否有大量金融机构参与其中并因资产价格泡沫破灭而收缩经营甚至破产。从这一轮美股上涨的情况来看,大企业回购股票、经营相对稳健的保险公司和养老基金增加股票资产配置是支撑美股价格上升的重要支撑。新冠肺炎疫情暴发后,美股出现了历史罕见的三次熔断,股市剧烈动荡期间以银行为代表的金融机构仍能保持稳健运行,居民资产负债表相对健康,这说明美股即便包含一定泡沫,泡沫破灭对实体经济的伤害有限,与房地产价格泡沫破灭带来的负面影响不可比。资产价格泡沫破灭带来的不仅是成本,也有收益:一方面,资产价格泡沫有助于克服企业流动性约束,有助于企业投资;另一方面,当货币政策面临零利率下限,而财政支出又难以发力的环境下,资产价格泡沫带来的财富效应成为短期内推动需求增长的支撑力量。

## 七、宽松货币政策是否增加僵尸企业、延迟结构调整

经济学家担心宽松货币政策不利于市场自发出清,可能会增加僵尸企业的数量。Acharya et al(2019)认为,欧洲央行2012年采取直接货币交易(outright monetary transactions, OMT)项目以后,欧元区边缘经济体的银行被变相地补充了资本,银行体系稳健性提升,然而这并没有带来经济增长。银行增加了针对过去有信贷关系的低效率企业的贷款,这并没有带来投资和就业增加。相反,因为信贷资源配置被扭曲,大量僵尸企业的存在不利于那些值得信赖的企业,这不利于经济复苏。

对于上述看法的反驳意见是:如果经济运行不低于潜在产出水平,上述对僵尸企业的批评成立;当经济运行低于潜在产出水平的时候,僵尸企业的存在不是原因而是结果,正是因为经济运行低迷才造成了更多僵尸企业的出现。Gagnon(2020)认为,当经济低于潜在产出水平时,关闭僵尸企业带来企业员工收入大幅下降,由此带来的支出下降在乘数效应下会大于僵尸企业原来的产出。关闭僵尸企业的潜在好处在于为更有效率的市场竞争者和新进入这提供了成长空间。如果有效率的竞争



者占据了原有僵尸企业的市场份额,由此带来的整体收入增长只有原来僵尸企业产出的10%~20%。因此,Gagnon认为,在经济低于潜在产出时期关系僵尸企业的弊端远大于得利,关闭僵尸企业的正确做法是把经济抬升到潜在产出水平以上,工资和利率也会提升到僵尸企业难以承担的水平。这种环境下僵尸企业破产带来的失业员工会更快在其他更有竞争力的企业找到工作,有利于整体的生产率提高和经济增长。

对宽松货币政策的一种批评意见是:发达经济体面临的是深层次的问题,如生产率增速放缓、企业资产负债表恶化、收入分配恶化、人口年龄结构老化和债务负担过重,等等。需要结构性改革政策才能解决发达经济体面临的真正问题,靠货币政策不解决问题。

宏观经济管理政策可以分为三类:(1)结构类政策,目标是提高资源利用效率和潜在经济增长速度,主要手段是各种影响资源配置的政策工具,以及基础设施建设、环境保护等;(2)收入分配政策,目标是促进社会公正,手段包括累进税、社会转移支付等;(3)总需求管理政策,目标是物价稳定下的充分就业或者就业贴近潜在经济增速,主要手段是货币和财政政策。发达经济体存在各种深层次的结构问题和收入分配问题。同样正确的是,2008年全球金融危机以来,发达经济体多数时间在面临这些结构性问题的同时也面临着需求不足问题,具体表现是通胀水平偏低和失业率高企,经济运行低于潜在增速。针对总需求不足,需要宽松货币政策手段应对。

表1 结构类政策和总需求管理政策

宏观经济管理政策	政策目标	主要政策手段
资源配置政策/结构性改革政策	提高潜在经济增长速度	影响生产要素的数量、质量以及部门和区域分布的政策(比如贸易政策、产业政策等),以及基础设施建设、环境保护、人口政策等
收入再分配政策	社会公正,提高潜在经济增长速度	累进税政策,社会支付转移政策
总需求管理政策	贴近潜在经济增长速度	货币政策和财政政策

在实践当中,结构性改革政策和收入分配政策往往会遇到巨大政治阻力而难以实施,(至少是短期内)很难做到改善资源配置效率和优化收入分配。宽松货币政策成为应对经济困难局面的重要手段,这引起了过度依赖宽松货币政策会造成恶化收入分配和经济结构、不利于持续的经济复苏的担心。对收入分配恶化和僵尸企业的担心即是如此。然而正如前文所述,宽松货币政策并不一定恶化经济结构。

从历史经验来看,如果货币政策对经济下行没有做出充分反应,经济糟糕到非常严重的程度,国内政治压力也会大增,有些情况下会逼出来很多大的结构改革政策,如20世纪20年代大萧条期间,美国出台了大量结构改革政策,完善了经济制度,为后来的美国经济持续增长起到了帮助作用。但有些情况下,逼出来的不是经济结构改革,而是动荡,或者是经济长期一蹶不振。货币政策不对经济下行做出充分反应,试图通过持续的经济低迷甚至是经济衰退倒逼结构改革是非常危险的做法。

## 八、发达经济体宽松货币政策的负面溢出效应

中心经济体(主要是指美国)采取宽松货币政策会对全球金融市场和国际资本流动带来显著影响。一种普遍的担心是中心经济体宽松货币政策可能对其他经济体带来负面溢出效应。以Rey(2013)为代表的研究指出,当前存在着全球性的金融周期,越是资本开放的经济体,其资产市场对全球金融周期变化越敏感。全球金融周期可以脱离特定经济体的宏观经济条件变化,其影响可以从良性转向大的资产价格泡沫和过度信贷,甚至可能引发金融危机。Rey(2013)认为,中心经济体货币政策变化是全球金融周期变化的关键决定因素,货币政策变化影响到全球银行的杠杆率、资本流动和信贷增长。如果资本自由流动,无论采取何种汇率制度,其货币政策自主

性都会受到制约。

Obstfeld(2015)分析了中心经济体货币政策调整对新兴市场经济体的外溢效应影响的具体机制。对于采取固定汇率和资本项目开放的新兴市场经济体,它们的短期利率和其他各种期限结构的利率要与中心经济体的利率调整保持一致,不管这些调整是否与当时的宏观经济运行状况相匹配。对于采取浮动汇率和资本项目开放的经济体,货币当局政策独立性相对而言更有保障,但还是难以隔绝中心经济体货币政策调整的影响。中心经济体调整利率不仅改变了短期利率,也会影响到风险溢价和长期利率,在金融全球化格局下风险溢价和长期利率变化有着更强的全球同步性。采取浮动汇率体制的经济体即便可以保持短期利率的自主性,但是其资本市场的风险溢价和长期利率还是会受到影响。货币当局实现政策目标的难度加大,会因而付出更高成本,如汇率的过度波动和跨境资本流动的大幅变化、金融市场较大的动荡。

Rey(2013)指出,受中心经济体货币政策调整影响,由此带来的大幅资本流动可能破坏新兴市场经济体的资本市场和信贷市场运行,这种情况下新兴市场经济体需要采取应对措施。应对的政策工具包括:国际货币政策协调;特定时期/特定类型的资本管制;通过宏观审慎政策工具控制信贷增长和杠杆率,阻断外部冲击对国内信用的传导机制;对所有金融中介实施更严格的杠杆率管制。从实践效果来看,国际货币政策协调非常困难,其他政策工具的使用需要根据具体情况采取更有针对性的应对措施。Georgiadis(2016)发现,美国货币政策外溢效应会因为接受国在贸易和金融开放程度、汇率制度、劳动力市场弹性、产业结构以及对全球价值链参与程度等方面的差异而显著不同。其他发达经济体受到的负面外溢效应影响有限,新兴市场经济体受到的负面外溢效应更大。新兴市场经济体应该采取贸易一体化、推进金融市场发展、增加汇率弹性以及减少劳动力市场摩擦等措施,以此减少负面外溢效应的影响。

## 九、小结与启示

2008年全球金融危机以来,发达经济体持续面临经济增长低迷、难以实现充分就业的挑战,宽松货币政策成为对抗总需求不足最倚重的政策手段。持续且不断加码的宽松货币政策引起了社会各界的广泛关注和质疑。通过梳理学术界对发达经济体宽松货币政策的认识以及宽松货币政策的时间效果,本文可以得出以下几方面的认识:

第一,发达经济体实施宽松货币政策的主要动机是通胀低于预期通胀目标。把通胀作为货币政策最突出的目标并未动摇,实施宽松货币政策过程中如果出现资产价格的持续上涨,需要在具体分析资产价格持续上涨成因及其带来损益的基础上,再判定是否需要资产价格持续上涨做出反应。

第二,宽松货币政策有助于刺激消费和投资支出,能起到刺激总需求和抬升物价水平作用。欧美实施宽松货币政策后基本实现了通胀预期目标,日本加大宽松货币政策力度以后尽管未能达成通胀预期目标,但也带来了20世纪80年代以来最长一轮经济复苏。过早退出宽松货币政策带来的危害和政策反复,从另一个角度也说明了需求低迷环境下宽松货币政策的重要作用。

第三,货币政策对收入和财富分配有不同方向的作用机制,能够增加富人金融资产扩大收入和财富分配,也能增加穷人工作机会和改善收入分配。有关美国的实证研究表明,宽松货币政策总体上会改善收入和财富分配。货币政策对收入和财富分配的影响更多是周期意义上的短期影响而非长期影响。解决收入分配不平等需要更有针对性的政策工具。

第四,宽松货币政策会刺激资产价格上涨,其中既包括估值效应的作用,也包括刺激投机活动和抬升杠杆率的作用。很难区分资产价格上涨中的基本面因素和泡沫因素。资产价格泡沫有成本也有收益。成本主要取决于资产价格上涨背后的融资结构和杠杆情况。本轮美股上涨过程中私人部门和金融机构较少直接参与,杠杆率有限,美股即便出现了历史罕见的三次熔断,金融机构仍能保持稳健运行,居民资产负债表相对健康,美股即便包含一定泡沫,泡沫破灭对实体经济的伤

害有限。

第五,解决结构性问题需要结构性政策,而不是货币政策。宽松货币政策并不一定恶化经济结构。相反,如果货币政策对经济下行没有做出充分反应,经济糟糕到非常严重的程度,经济和社会安定会遭遇巨大挑战。这种环境下可能会倒逼结构改革,也可能倒逼出动荡。

第六,美国的宽松货币政策会对资本项目开放的经济体带来外溢效应,即便是采取浮动汇率体制的经济体也难以隔绝这种影响。受到影响的经济体有必要采取包括资本管制和降低杠杆率和信贷增长的措施,避免国内市场受到太大冲击。

理解宽松货币政策的各种争议,对于我国的货币政策实施有重要参考意义。长期以来,我国社会各界也非常关注货币数量过多带来的资产价格泡沫、收入分配恶化和僵尸企业等问题。上述对发达经济体宽松货币政策的研究结论未必适用于中国,但至少让我们看到宽松货币政策正反两方面的复杂影响。宽松货币政策带来的后果与日常生活中局部观察得到的结论并不一致。回答中国货币政策的宏观经济影响,不能匆忙下结论,需要我们在理论机制和实证研究上做出更多的研究。

#### 参考文献:

- 阿格尼丝·贝纳西-奎里等,2010:《经济政策:理论与实践》,中国人民大学出版社2015年中译版。
- 埃里克·克劳威,2008:《大萧条与罗斯福新政》,译林出版社2018年中译版。
- Acharya, V. V. et al(2019),“Whatever it takes: The real effects of unconventional monetary policy”, *Review of Financial Studies* 32(9):3366—3411.
- Altavilla, C. et al,(2019),“Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms”, CEPR Discussion Paper, No. 14050.
- Assenmacher-Wesche, K. & S. Gerlach(2008),“Financial structure and the impact of monetary policy on asset prices”, Swiss National Bank Working Paper.
- Bernanke, B. & M. Gertler(2000),“Monetary policy and asset price volatility”, NBER Working Paper, No. 7559.
- Blanchard, O. & J. Galí(2007),“Real wage rigidities and the new Keynesian model”, *Journal of Money, Credit and Banking* 39(1):35—65.
- Bordo, M. D. & J. Landon-Lane(2013),“Does expansionary monetary policy cause asset price booms: Some historical and empirical evidence”, NBER Working Paper, No. 19585.
- Borio, C. & P. Lowe(2002),“Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus”, BIS Working Paper, No. 114.
- Brunnermeier, M. K. & I. Schnabel(2016),“Bubbles and central banks: Historical perspectives”, In: M. D. Bordo et al (eds), *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?* Cambridge University Press.
- Carpenter, S. B. & W. M. Rodgers(2004),“The disparate labor market impacts of monetary policy”, *Journal of Policy Analysis and Management* 23(4):813—830.
- Cecchetti, S. G. et al(2000),“Asset pricing with distorted beliefs: Are equity returns too good to be true?”, *American Economic Review* 90(4):787—805.
- Coibion, O. et al(2017),“Innocent bystanders? Monetary policy and inequality”, *Journal of Monetary Economics* 88: 70—89.
- Doepke, M. & M. Schneider(2006),“Inflation and the redistribution of nominal wealth”, *Journal of Political Economy* 114 (6):1069—1097.
- Dong, F. et al(2020),“Asset bubbles and monetary policy”, Boston University—Department of Economics—The Institute for Economic Development Working Paper, No. dp—336.
- Eggertsson, G. B. et al(2019),“Negative nominal interest rates and the bank lending channel”, NBER Working Paper, No. 25416.
- Fisher, I. (1933),“The debt-deflation theory of Great Depressions”, *Econometrica* 1(4):337—357.
- Gagnon, J. E. (2020),“Who’s afraid of Zombie firms?”, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/whos-afraid-zombie-firms>.

- Gali, J. (2014), “Monetary policy and rational asset price bubbles”, *American Economic Review* 104(3):721–752.
- Gali, J. & L. Gambett(2015), “The effects of monetary policy on stock market bubbles: Some evidence”, *American Economic Journal: Macroeconomics* 7(1):233–257.
- Georgiadis, G. (2016), “Determinants of global spillovers from US monetary policy”, *Journal of International Money and Finance* 67(C):41–61.
- Greenspan, A. (1999), “Testimony of Chairman Alan Greenspan: The Federal Reserve’s semiannual report on monetary policy”, Presented Identical Testimony Before the Committee on Banking and Financial Services, U. S. House of Representatives, July 22, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/1999/july/testimony.htm>.
- Heathcote, J. et al(2010), “Unequal we stand: An empirical analysis of economic inequality in the United States, 1967–2006”, *Review of Economic dynamics* 13(1):15–51.
- Koo, R. C. (2014), “Balance sheet recession is the reason for secular stagnation”, In: C. Teulings & R. Baldwin(eds), *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*, London: Centre for Economic Policy Research Press.
- Obstfeld, M. (2015), “Trilemmas and trade-offs: Living with financial globalization”, BIS Working Paper, No. 480.
- Rey, H. (2013), “Dilemma not trilemma: The global cycle and monetary policy independence”, Proceedings—Economic Policy Symposium—Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Romer, C. D. & D. H. Romer(1998), “Monetary policy and the well-being of the poor”, NBER Working Paper, No. 6793.
- Steins, U. et al(2017), “Wealth and income inequality in America, 1949–2013”, 2017 Meeting Papers, No. 931, Society for Economic Dynamics.
- Summers, L. (2014), “US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis and the zero lower bound”, Speech Delivered to the National Association for Business Economics’ Economic Policy Conference, Feb 24.
- Svensson, L. E. (2018), “Monetary policy and macroprudential policy: Different and separate?”, *Canadian Journal of Economics* 51(3):802–827.
- Teulings, C. & R. Baldwin(2014), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, London: Centre for Economic Policy Research Press.
- White, W. (2006), “Is price stability enough”, BIS Working Paper, No. 205.
- Williamson, S. D. (2009), “Monetary policy and distribution”, *Journal of Monetary Economics* 55(6):1038–1053.

## Why Developed Economies Adopt Loose Monetary Policy

ZHANG Bin

(Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China)

**Abstract:** This article discusses some controversies surrounding loose monetary policy, including why developed economies adopt loose monetary policies, whether loose monetary policy can effectively increase aggregate demand, and whether loose monetary policy will bring excessive currency growth and inflation, asset price bubbles, deteriorating income distribution, zombie firms and delaying economic restructuring. In general, loose monetary policy has played a critical role in promoting economic recovery. There is no lack of insights questioning loose monetary policy, but they either lack evidence or overall consideration. Although taking loose monetary policy has negative consequences, long-term stagnation is more harmful. Thus loose monetary policy is the result of “the lesser of two evils”.

**Keywords:** Monetary Policy; Inflation; Asset Price; Income Inequality; Zombie Firms

(责任编辑:何伟)

(校对:陈建青)