



盛松成：为什么各国央行越来越偏爱数量调控



【财新网】（专栏作家 盛松成 特约作者 龙玉）最近十几年来，中央银行似乎更加偏爱数量调控工具。美联储主席鲍威尔在今年的杰克逊霍尔会议讲话中，重申美联储将继续保持现有资产购买的速度，并提出如果经济的发展大致符合预期，今年可能开始 Taper。这些都是比较典型的数量调控措施。鲍威尔尤其强调了 Taper 与加息并无必然联系。美联储 9 月议息会议依然保持联邦基金利率（0-0.25%）、准备金利率（0.15%）和隔夜逆回购利率（0.05%）不变。为什么美联储对于利率变动如此谨慎？数量调控似乎正在成为央行的主要工具，这与过往相当长时期内主要央行倚重价格型调控（即调控利率）、以泰勒规则为货币政策的制定依据很不相同。

理论上，量与价是一个硬币的两个面。但在经济实际运行中，自然利率是一个难以观测的变量，这增加了利率调控的难度。而央行以“有形之手”操控货币政策，其决策更是面临着信息有限的制约。数量工具灵活性、可控性较高，更适合复杂情况下的需要，而利率传导往往牵一发而动全身，央行较难把控。我们认为，这是央行越来越偏爱数量调控的一个重要原因。从深层次讲，货币政策和财政政策的关系正在发生转变，从相互替代到互为补充，央行也因此更加倚重数量调控工具。

央行“有形之手”对经济的影响无疑是巨大的，市场上也不乏对央行主动干预市场的反思和批评，甚至有观点认为，央行本身已经成为金融不稳定的一个根源。从国际金融危机到新冠疫情冲击，宏观经济金融调控的实践不断面临新的挑战，但新的理论研究和政策框架尚付阙如。面对前所

未有的局面，中央银行只能“摸着石头过河”。

一、近年来央行数量调控的主要特征

自 2008 年国际金融危机开始，全球主要经济体几乎都开启了史无前例的大规模货币宽松。美联储先后进行了四轮量化宽松，其资产负债表规模从危机前的不到 9000 亿美元大幅扩张至 4.5 万亿美元。日本则实施了直接以增加基础货币为目标的“质化和量化宽松货币政策”（Quantitative and Qualitative Monetary Easing），其基础货币规模由 2012 年末的 138 万亿日元扩大至 2014 年末的 270 万亿日元。日本央行更早的量化宽松则始于 2001 年 3 月，这是为了应对当时日本面临的通货紧缩和低利率困境，在零利率下对抗通缩和经济下滑。这也是货币政策首次使用量化宽松的实践。量化宽松既是零利率约束下不得已的选择，也开启了货币政策调控的新篇章。

无论是当年的危机，还是近在眼前的新冠疫情，数量型调控都是央行应对经济冲击的主要手段。疫情冲击开启了世界范围内新一轮量化宽松。据《经济学人》杂志预测，发达国家央行的资产负债表总规模到 2021 年年底将达到 28 万亿美元，其中约五分之二来自疫情期间的量化宽松政策。

除了数额巨大的流动性投放外，央行流动性工具的创新也很频繁。美联储新创设的向金融机构和货币市场融资的主要政策工具基本都是以数量工具为主的，例如面向存款类金融机构的定期拍卖便利（TAF）、面向一级交易商的短期证券借贷工具（TSLF）和一级交易商融资便利（PDCF）、面

向票据发行机构的商业票据融资便利（CPFF）、面向货币市场投资者的货币市场投资者融资便利（MMIFF）等。其中，一级交易商融资便利允许一级交易商像存款类金融机构那样通过贴现窗口借款，其利率是固定不变的，而资金数量取决于交易商的需要。这是典型的数量型调控。而且美联储不需要预设一级交易商融资便利的流动性投放规模，完全根据市场的实际需要提供资金，这是传统的利率调控无法做到的。

此外，数量调控工具的创新还大大扩展了央行提供流动性的范围，流动性投放的针对性、精准性更高。美联储的流动性支持对象不再局限于银行，而是面向各类金融机构、特定金融市场（如商业票据市场）以及实体经济。美联储还通过央行间流动性互换，向全球提供美元流动性，实质上扮演了全球央行的角色。

二、利率调控的局限性与货币政策面临的新环境

首先，价格型调控受到零利率的约束，在目前名义利率已经降为零的情况下，只能单向调控。从 2008 年国际金融危机和新冠疫情冲击的经验看，美联储都是第一时间采取降息的措施，以快速应对经济衰退和通缩风险，但政策空间被迅速耗尽。即便将政策利率降为零，仍可能导致实际利率过高，也依然不足以扭转当时市场的悲观预期。

美联储前主席伯南克在其回忆录中提及“从 2007 年 8 月到 2008 年 1 月这 6 个月内，我们已经把联邦基金利率从 5.25%降低到了 3%，比其他几大央行的反应速度都要快、都要早……我们希望自己看到危机落下帷幕，

但最终事实表明，其实危机才刚刚拉开帷幕”。美联储在新冠疫情爆发之初的快速降息也令人记忆犹新。2020年3月3日和3月15日，美联储两次在原定议息会议前紧急降息50BP和100BP，联邦基金目标利率区间在短短两周内被迅速调降至0-0.25%。3月15日，在降低贴现窗口利率，并将准备金率降至零的同时，美联储不得不推出了7000亿美元的量化宽松。当月23日，美联储宣布开启总额不设限的量化宽松，持续买入美债和MBS。

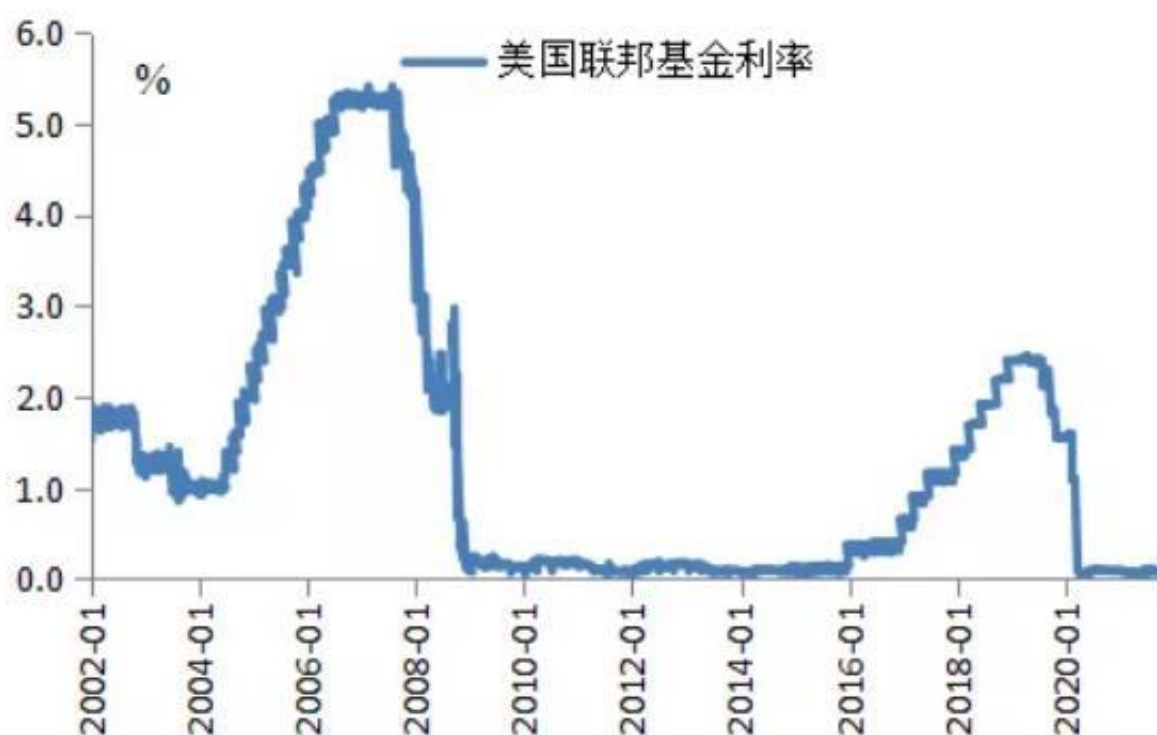


图1 美国联邦基金利率

如果考虑零利率约束，泰勒规则也难以在危机时期发挥利率之“锚”的作用。前任美联储主席耶伦曾提出，泰勒规则没有考虑当时货币政策的特殊性，低估了在当时情景下保持高度宽松货币政策立场的必要性，因为与中期充分就业目标相匹配的实际联邦基金利率均衡值应远低于历史平均

值，这意味着泰勒规则隐含的利率值明显过高，制约了经济复苏，故难以作为货币政策决策提供依据。

第二，利率变动将直接影响股市、债市、汇市等金融市场，尤其股市稳定对美国经济至关重要。早在 2020 年下半年，标普 500 指数就突破了前期高点，并不断创出新高。标普凯斯-席勒全国房价指数涨幅也已超过 2008 年危机前的高点。去年 9 月份该指数同比上涨 6.96%，创 2014 年 5 月以来最大升幅。最新数据显示，今年 7 月，标普凯斯-席勒全国房价指数同比上涨 19.95%。

事实上，金融稳定在货币政策决策中的权重日益提升。利率变动往往直接导致资产价格的重估，这或许是美联储对加息颇为谨慎的一个原因。此外，从金融稳定的角度，需要特别关注尾部风险，即需对可能带来严重经济后果的小概率事件予以重视。存在尾部风险时，货币政策需要适当将追求金融安全和流动性放在更高的优先级，而不是固守中长期目标的制约。为了避免这种尾部风险，往往需要保持比最优水平更加宽松的流动性，在这样的情况下，数量调控似乎比价格调控更为适合。

第三，价格型调控将直接影响实体经济投资，怎样的利率水平才算适宜并不是一个容易回答的问题；数量型调控的影响则间接得多。融资成本高低是影响实体经济投资决策的重要因素，如果资本投资回报率还不及融资利率，显然这样的投资项目是不应该实施的。价格调控和数量调控最终都影响实体经济的融资成本，但路径存在差别，前者更为直接地影响着资

金价格信号，后者则通过资金供求逐步形成利率定价。相对而言，数量调控在政策实施中所要面对的市场摩擦更小。一是过剩的流动性将成为超额存款准备金沉淀下来，不进入信贷市场。二是数量调控不存在为了寻找一个合适的利率水平而将利率调上、调下，从而扰乱资金价格信号，进而导致过度投资或投资不足。尽管央行在锚定目标利率时可以参考诸如泰勒规则之类的经验依据和数据模拟，但这些手段对现实情况的适应性仍然是有限的。

第四，物价对利率上升更加敏感。这是央行对加息持谨慎态度的又一个原因。尤其是多年来通胀持续低迷，达不到美联储 2% 的通胀目标，这事实上拖累了后危机时期货币政策正常化的步伐。在上一轮美联储货币紧缩中，联邦基金利率最高只调升至 2.5% 左右，而历史上联邦基金利率中枢基本在 5% 上下。美国经济目前仍处于新冠疫情冲击后的恢复时期，甚至因为疫情反复而时有波动，为了防止经济重新陷入衰退，美联储一直都在延迟加息。鲍威尔在杰克逊霍尔年会的发言中解释道，“货币政策不应对短期通胀波动作出过度反应……因为货币政策对经济影响的滞后效应甚至可能长达一年以上。目前通胀虽高于 2%，但根据平均通胀目标制，长期物价并未超过 2%”。从我国的情况看，最近一段时间货币供应量也不少，但 CPI 涨幅依然很低，甚至不到 1%。

利率调控的上述局限性在一定程度上反映出了当前货币政策面临环境发生的变化。首先，为应对金融动荡而大幅降低利率后，利率水平恢复到

长期均衡水平的步伐缓慢，这压缩了价格型调控的政策空间，而数量调控更加灵活，理论上不存在上限，且大规模扩表为数量型调控提供了更多“子弹”，能满足货币政策双向调控的需求。其次，由于经济金融运行的复杂性，货币政策操作越来越多地依赖调控者的判断和经验，在危机时期尤其如此。而我们在后危机时代面对的新情况、新问题，很多已经大大超出了过往的经验，需要“摸着石头过河”。

三、数量调控能在一定程度上弥补央行“有形之手”的不足

数量调控给了央行更多空间观察经济运行的变化，其更灵活、可控的特点也有助于弥补央行“有形之手”的不足，帮助中央银行应对市场摩擦，增加了货币政策传导的渠道，也使货币政策更加灵活适度。

从上一次危机后的经验看，美国经济在 2013 年开始加速恢复，2014 年每月新增非农就业平均为 27.5 万人，明显高于 2012 年、2013 年月均新增 19 万的水平，但美联储的零利率政策一直持续到 2015 年底。加息开始前，时任美联储主席伯南克在 2013 年 6 月议息会议后的新闻发布会上首先提出放缓购债步伐、缩减购债规模直至终止购债的计划。从 2014 年

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28647

