

日本应对流动性陷阱的财政货币政策分析

<http://www.criifs.org.cn> 2009年10月27日 刘光友

【摘 要】20世纪90年代进入衰退期的日本经济为了应对通货紧缩和“流动性陷阱”风险,采取的宏观经济和金融货币政策调整的有效性成为人们广泛关注的研究问题。虽然日本对宏观经济和金融货币政策进行了多方面的调整,但并未实现缓解通货紧缩压力、降低“流动性陷阱”风险、走出经济衰退的预期效果。鉴于日本的经验和教训,我国在当前全球金融危机形势下,既要抑制通货膨胀,适度地调整我国经济的通胀预期,还要有效防范陷入“流动性陷阱”的风险。

【关键词】通货紧缩;流动性过剩;流动性陷阱;宏观经济政策;财政政策;货币政策

一、经济泡沫破裂对通胀预期的影响：20世纪90年代后的日本经济状况

进入20世纪90年代,泡沫经济崩溃后的日本经济处于长期严重的萧条局面。1991年通货膨胀率从3%开始一路下降,1995年降到-0.4%,1996年为-0.8%。虽然1995~1996年日本经济出现了缓慢复苏的迹象,但1997年开始再次陷入经济萧条并持续到21世纪初,2000年通货膨胀率已下降到-2%。

[1]

为了摆脱泡沫经济崩溃造成的不景气,并使商业银行保持较高的贷存利差以增强处理不良债权的能力,早从1991年7月起,日本银行就不断降低贴现率,实行扩张性货币政策,但它对经济的刺激作用却越来越小。[2]日本政府于1996年底提出了金融改革计划,称为“日本版金融大爆炸”。小渊上台后,又从两个方面采取措施:金融监督厅和日本银行对19家主要银行的资产状况进行检查和考核,以便准确掌握各家金融机构不良债权的实际情况;推动过渡银行法案等6项重建金融关联法案在国会尽快通过,但是,进行金融改革并不能帮助日本经济走出萧条。[3]

应对“流动性陷阱”的传统方法是实行扩张性的财政政策。泡沫经济崩溃之后,在金融货币改革的同时,日本政府为了扩大内需,以扩大公共投资为核心,共进行了8次综合景气对策,是典型的凯恩斯主义财政政策。增加财政预算,动用公共资金,应该说能起到推动经济复苏的作用。在一系列财政政策刺激下,特别是1995年下半年出现的日元贬值倾向,使日本经济迈出复苏步伐。但是日本政府误以为经济已步入正常轨道,从1997年4月起进行财政重组计划,开始提高消费税,以求扩大财源,消除金融界巨额不良债权。提高消费税的负作用导致经济复苏中断。1998年4月日本政府宣布了一项日本历史上规模最大的价值16.65万亿日元(约合1281亿美元)的“综合经济对策”。日本政府在1998年度追加了总额超过10万亿日元的第二次补充预算,用以解决银行不良债权和恢复景气指数。[4]

此外,为了防止通货紧缩及金融危机进一步恶化,日本银行于2001年3月开始实施放松银根的扩张性货币政策,银行从市场收购大量有价证券,同时通过对外汇市场实施干预来缓解日元对美元升值的影响,但这一政策最终不仅没有解决通货紧缩和经济衰退的危机,反而使得日本基础货币增长率大幅

度攀升。

不过,有学者坚持认为,宏观经济结构和供求关系失衡是影响日本经济发展、造成通货紧缩的主要原因。[5] GDP增长率长期在低谷徘徊,资产价格下跌,货币供应量增长率下降,失业率居高不下,银行利率和贴现率屡创历史新低,表明日本经济步入了通货紧缩和“流动性陷阱”的衰退期。

二、零息利率政策与“流动性陷阱”理论

希克斯在其IS - LM模型中提出了“流动性陷阱”的概念,意指在货币政策的极端情况下,名义利率已经接近或为零时,货币当局扩大基础货币对宏观经济变量不产生影响,也就意味着传统的货币政策已经失灵。[6]克鲁格曼认为,“流动性陷阱”是名义利率为零或接近于零时出现的一种特殊情形,此时的最大特征是货币政策基本失灵,因为货币与短期债券被视为完全替代品,所注入的基础货币不会起任何作用。[7]

从货币政策来看,随着银行利率下调并趋近于零,货币供应量(即M1)的扩张速度远大于名义GDP的增长,此时货币需求的利率弹性趋于无穷大,这样就使得货币政策制定当局无论怎样快速地扩张货币供应量也会失去其控制的效果。当一个国家的中央银行采取零或接近于零的实际利率政策,资本持有者投资欲望降低,尤其是那些风险分担型的长期投资者投资动机受到严重的打击。在经济萧条或衰退时期,资本被大量地囤积存储起来,使得本意在于往经济中注入更多流动性的货币政策无法取得预期的成效。实际上,“流动性陷阱”最终的结果是无论中央银行采取怎样的激进货币政策,摆脱经济衰退或萧条所需要的流动性都难以释放和流通。

一个国家陷入“流动性陷阱”是指经济发展陷入了这样一种困境:即使政府采取了降低银行存贷利率,甚至是零利息率的货币政策,而对刺激经济从萧条或衰退中复苏毫无效果。从宏观上看,一个国家的经济陷入“流动性陷阱”主要有3个特点[8]:(1)整个宏观经济陷入严重的萧条之中,需求严重不足,居民个人自发性投资和消费大为减少,失业情况严重,单凭市场的调节显得力不从心;(2)利率已经达到最低水平,名义利率水平大幅度下降,甚至为零或负利率,在极低的利率水平下,投资者对经济前景预期不佳,消费者对未来持悲观态度,这使得利率刺激投资和消费的杠杆作用失效,而且,货币政策对名义利率的下调已经不能启动经济复苏,只能依靠财政政策,通过扩大政府支出、减税等手段来摆脱经济的萧条;(3)货币需求利率弹性的绝对值趋近于无穷大,换言之,在通货紧缩情况下利率不断走低,而且趋近于零时,货币需求量可以任意变动,货币供给量的增加也将失去控制。

最典型的“流动性陷阱”实例是美国处于“大萧条”时期的货币政策选择和调整。美国19世纪30年代中期,银行短期名义利率不断趋近于零,财政政策和货币政策的失灵,使得美国经济步入“流动性陷阱”,与此同时,美国金融体系盲目地寻求持续性的金融扩张,导致美国经济在大萧条之后较长一段时期内难以完全恢复其经济元气。

三、日本经济衰退期的通货紧缩压力与“流动性陷阱”风险

吴群刚和胡鞍钢将通货紧缩划分为3个阶段:[9]初发期、发展期和恶化期。在通货紧缩的初发期,价格小幅波动,经济已经存在一个相当大的产出缺口和失业缺口,不过通货紧缩还没有进入预期,名义利率仍然为正且处于较高水平。在通货紧缩的发展期,物价持续下跌达到一定时间且未无休止回升态势,产出缺口和失业缺口同时不断扩大且相互作用,名义利率虽仍然为正,但仍有下调空间,

与此同时,通货紧缩渐渐植入预期,并日趋深化,整个经济景气低迷。在通货紧缩的恶化期,价格全面、持续、大幅度下降,真实产出明显低于潜在产出水平,产出缺口急剧扩大,真实失业率又明显高于自然失业率,失业人数迅猛增加,通货紧缩预期日趋严重,并形成愈演愈烈的具有自我维持特性的通货紧缩螺旋,由于名义利率极低,经济陷于“流动性陷阱”。从这一理论解释来分析,日本所谓的“失去的10年”(即1992~2001年),就是日本经济陷入流动性陷阱的10年。[8]

谏坤认为, [10]日本经济经历长期衰退的真正根源在于,日本政府为阻止日元进一步升值,在制定货币政策时导致了流动性过剩,过度提供的流动性导致资产泡沫迅速膨胀,随后日本货币政策当局又急剧地紧缩银根,刺破资产泡沫,最终导致了日本经济陷入长期的衰退阶段。

随着在日本、韩国等亚洲引发的金融危机不断扩散,通货紧缩和“流动性陷阱”风险的影响力波及世界各区域的经济体,包括欧洲和北美等地区的发达国家。一些学者将美国和日本不同经济萧条时期的货币政策失灵现象进行比较。佐藤考察了20世纪30年代美国和90年代日本在通货紧缩经济形势下的货币政策调整。[11]当时美国在通货紧缩的情形下,短期名义利率不断逼近于零,一些学者们将其归因于美国政府货币政策调整的失灵,认为美国经济步入深深的“流动性陷阱”之中。90年代的日本也同样因政府实行零息或接近零息的货政策备受关注,日本高度扩张性的金融政策也备受争议,甚至被认为是加重日本经济衰退的背后原因之一。

自20世纪90年代开始,日本金融体系在零利率货币政策时期,面临着“流动性陷阱”的高风险。虽然这一观点得到诸多学者的实证证明,但是日本经济是否真正陷入“流动性陷阱”,一些学者仍坚持不同的看法。

陈作章[1]在检验日本经济在通货紧缩、零利率政策下的“流动性陷阱”问题时发现,尽管在20世纪90年代日本利率水平达到了历史最低点,金融危机造成的经济不稳定加剧,财政赤字巨幅扩大,但是日本的利率变动风险和经济不稳定性增加并没有导致货币需求无限扩大的超常变动。这一检验结果表明,日本虽然实行了下调利率、放松银根的金融货币政策,却并没有发生凯恩斯所说的“流动性陷阱”现象。

洪德罗扬尼萨等人采用随机系数模型检验了1967~1997年30年期间的利率弹性,但是无论是从市场利率与政府债券、工业生产价格比率的时间序列来看,还是从银行存款利率与政府债券、工业生产价格比率的时间序列来看,尽管利率在此期间有若干次较大的波动,自1996年后日本市场利率与银行存款利率呈现出强劲的趋于零的表现,但是日本利率弹性的绝对值一直保持在相对稳定的状态,而且在1995~1997年期间利率弹性绝对值处于相当低几乎接近于零弹性的水平。这一检验结果表明,在被考察的期间内,日本经济没有“流动性陷阱”现象。究其原因,洪德罗扬尼萨等人认为日本政府对财政体系的放松管制政策以及持续性的货币扩张政策可以有效地拉动日本经济从衰退中摆脱出来。[12]

四、通货紧缩形势下日本央行的货币政策调整及其效果

日本政府的宏观经济政策调整从3个方面入手促使经济的复苏:第一,设定通货膨胀目标政策。例如,日本银行宣称2001年通货膨胀率达到3%,并且在通货膨胀率未达到3%之前仍继续印发货币,人们就会产生通货膨胀预期,将手中的现金或银行存款进行投资或消费。[4]第二,采取宽松的财政政策,进一步扩大政府财政在日本经济中的公共事业所占的投资比重,拉动社会资金对公共事业的投资

规模。第三,实施永久性减税的财政政策,以此鼓励和加快日本产业结构的调整。

在金融货币政策方面,日本在经济衰退和“流动性陷阱”风险日益加剧的情况下也尝试了多种变革措施。例如,日本长期以来实施了超宽松的货币政策。克服泡沫破灭后的经济危机,日本央行从1991年开始采取降息政策,连续多次的降息仍未能使日本经济走出萧条。日本银行不得不继续下调市场利率诱导目标,到1999年2月,日本名义利率实际降至零。另外,日本政府和金融界为了克服银行体制的缺陷,将财政与金融在行政上分离,彻底消除政府对金融机构的过度保护,确保金融机构的自由公平竞争。此外,日本政府和银行对长期困扰金融机构的不良贷款问题不断加大处置力度,提高日本银行的资产质量和竞争力。

克鲁格曼早在20世纪90年代末就察觉日本经济面临着“流动性陷阱”的巨大风险,并给日本政府开出增加政府支出以及扩大预算赤字的政策建议。[7]然而这些举措并没有令日本经济从衰退中起死回生,反而使得日本政府的公共债务债台高筑,最终表明日本应对“流动性陷阱”风险的金融和货币政策未能成功。

理论上讲,适度地增加政府在公共事业上的支出和稳定中央银行的货币政策,可以激发人们的通货膨胀预期,因此实际利率预期也相应地降低,从而达到刺激消费需求的目的。

然而,日本应对通货紧缩和“流动性陷阱”风险的宏观经济和货币政策调整的效果并不如人意。日本在摆脱经济萧条的过程中,动用了大量的公共资金,而且多数的政府支出花费在非必要的基础设施项目上,造成政府沉重的财政负担。

与此同时,日本中央银行没有有效地保证货币供应量的稳定增长,使得货币供应量的利率弹性没有得到有效地控制。长期以来执行短期利率为零的超宽松的货币政策,虽然使银行获取了低成本的巨额流动性,但并未用来扩大信贷规模,信贷规模在超宽松的货币政策下反而逐步缩小,企业融资困难并未得到根本缓解。

有学者指出,日本经济经历长期衰退的真正根源是日本货币政策制定当局为了阻止日元进一步升值而导致的流动性过剩,过度提供的流动性导致资产泡沫迅速膨胀,随后日本货币政策制订当局又急剧地紧缩银根,刺破资产泡沫,最终导致了日本经济陷入了长期的衰退阶段。[13] [14]

奥地利经济学派认为日本经济并不是陷入“流动性陷阱”,而是处在通货膨胀给商业和经济周期带来的泡沫破灭时期。要想治愈通货膨胀给经济造成的创伤,就必须让经济泡沫破灭,将膨胀时期的不良投资清洗出去。根据这种观点,经济泡沫破灭只是对经济过度膨胀的必要修正,人为地信贷扩张或者政府财政货币政策的干预只会拉长经济泡沫的破灭期,甚至加剧泡沫破灭的恶果。因此,奥地利经济学派指责日本政府对市场的横加干预是日本经济久创不愈的罪魁祸首。[15]

五、结论与启示

日本在20世纪90年代经济泡沫破灭陷入衰退后的货币政策调整效果表明,针对通过紧缩和“流动性陷阱”的宏观经济决策和金融货币政策调整应注意3方面的问题:其一,通胀预期目标需要留有适当的缓冲区间,且缓冲幅度不低于1%;其二,正确认识和应用通胀预期的动态特征,当通货膨胀低于通胀预期目标时,货币政策选择要比高于通胀预期目标时趋于激进,而且货币政策选择和调整必须得到市场的充分理解;其三,通过采购非传统资产和汇率干预,只有在这些措施影响到经济个体对未来利率

路径的预期时才能够取得量化平稳的效果,这时人们才会相信利率将在很长一段时间保持较低的水平,央行也应预见,即使通货紧缩得以逆转之后的一段时期内要高于通胀预期目标的上限。

我国学者在研究20世纪90年代至本世纪初这一阶段的中国经济发展时,普遍得到我国经济发展中出现了流动性过剩的观点,但是随着2007年末、2008年初我国经济中的泡沫成分被刺破,经济学界对我国是否进入通货紧缩状态持有不同的观点。我国自2007年末以来,是否受到国际金融危机、国内通胀波动的影响,面临着通货紧缩的压力,并出现较高的“流动性陷阱”风险和可能性?

从我国财政和货币政策来看,中国从1998年下半年开始,财政政策已经转为积极的扩张性财政政策,而货币政策虽然在实际上也已由适度从紧变为适当宽松,但由于没有明确提出以防治通货紧缩作为货币政策的主要任务,未能有效改变投资行为和消费行为的政策预期,并成为通货紧缩未能得到有效遏制的重要原因。[16]

近几年来,我国经济在持续高速增长的同时,国际金融危机和国内流动性风险的急剧增加对我国宏观经济发展、金融体系完善以及货币政策有效性产生了强大的冲击。正确理解我国通胀预期的动态特征和流动性风险,有效地调整通胀预期,实现我国货币政策范式调整的最优选择模式,成为宏观经济和金融货币政策研究的重要主题。[17]

根据国家统计局报告数据,2007年我国居民消费价格同比上涨4.8%,商品零售价格上涨3.8%,与此同时,为了抑制通货膨胀和稳定通胀预期,2007年初到2008年6月,中国人民银行连续16次上调存款准备金率,连续8次上调金融机构存贷款基准利率。[18]中国人民银行在2007年以来的货币政策操作,几乎都是在围绕流动性过剩这个主题做文章,而且在2008年9月16、10月9日和10月30日,我国又连续3次大幅下调存贷款基准利率。

事实表明,近些年我国国民经济发展中同时存在着流动性过剩和“流动性陷阱”的可能性:一方面,国家根据国民经济形势(高增长的经济发展趋势以及可能出现的经济泡沫)采取的防范和抑制通货膨胀政策,可能产生市场和宏观金融体系中的流动性过剩;另一方面,全球金融危机对世界金融体系的冲击、进出口贸易受到严格限制(包括各国贸易保护主义抬头)、经济泡沫(尤其是2007年股市和房市泡沫、银行放贷条件过于宽松)对经济健康发展产生的影响,我国政府采取紧缩银根稳定人民币汇率、下调利率等一系列的财政政策和金融货币政策,这些政策的实施在有效地抑制通货膨胀,调整我国通胀预期的同时,还需要防范陷入“流动性陷阱”的风险。

参考文献:

- [1] 陈作章. 日本货币政策问题研究[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2005: 158.
- [2] 王洛林, 余永定, 李 薇. 日本的通货紧缩[J]. 世界经济, 1999, (1) : 32 - 38.
- [3] 白钦先, 王兆刚. 体制改革的风险与可持续发展: 浅析日本的金融改革和金融危机[J]. 日本学刊, 1999, (2) : 84 - 97.
- [4] 虞吉海, 王劲松. 流动性陷阱与日本的经济萧条[J]. 世界经济, 2000, (7) : 73 - 77.
- [5] 尹玉梅, 刘洪仓. 日本经济与“流动性陷阱”[J]. 日本问题研究, 2000, (2) : 13 -

- [6] Hicks, J. R. 1937. Mr. Keynes and the ' classics' [J]. *Econometrics*, 5 (2) : 147 - 159.
- [7] Krugman, P. , 1998. It' s baaack: Japan' s slump and thereturn of the liquidity trap [D]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 137 - 205.
- [8] 张耀军. 流动性陷阱与流动性过剩的比较研究[J]. *四川经济管理学院学报*, 2008, (3) : 32 - 34.
- [9] 吴群刚, 胡鞍钢. 通货紧缩螺旋与流动性陷阱的宏观经济分析[J]. *金融研究*, 2000, (1) : 30 - 39.
- [10] 谌 坤. 克服货币政策的“流动性陷阱” : 日本的经验及影响[J]. *福建金融*, 2007, (4) : 51 - 53.
- [11] Sato, K. 2008. The liquidity trap: Japan, 1996 -2001 versus the United States, 1933- 1940 [J]. *JournalofAsian Economics*, 19: 155 - 169.
- [12] Hondroyiannisa, G. , P. A. V. B. Swamyb, and G. S.Tavlasc. 2000. Is the Japanese economy in a liquiditytrap? [J]. *Economics Letters*, 66: 17 - 23.
- [13] 施建淮. 人民币升值是紧缩性的吗? [J]. *经济研究*, 2007, (1) : 41 - 55.
- [14] 陈子雷. 关于日本经济长期停滞理论与政策的思考[J]. *现代日本经济*, 2008, (3) : 1 - 6.
- [15] Powell, B. 2002. Exp laining Japan ' s recession [J]. *Quarterly Journal of Austrian Econoimcs*, 5 (2) : 35 -50.
- [16] 吴群刚, 胡鞍钢. 通货紧缩螺旋与流动性陷阱的宏观经济分析[J]. *金融研究*, 2000, (1) : 30 - 39.
- [17] 项卫星,王 达. 东亚地区新兴市场经济体金融部门FD I的增长及其发展趋势[J]. *东北亚论坛*, 2008, (3) : 3 - 7.
- [18] 杨继生. 通胀预期、流动性过剩与中国通货膨胀的动态性质[J]. *经济研究*, 2009, (1) : 106 - 117.

Copyright© 2005 财政部财政科学研究所 版权所有 All rights reserved
通信地址: 北京海淀区阜成路甲28号新知大厦 邮政编码: 100142 联系电话: 86-10-88191430