



您的位置：首页 - 文章选登

西方国家利率目标局限性及其借鉴(王秀芹)

文章作者：王秀芹

由于中国以货币供应量为中介目标的货币政策效果并不尽如人意，许多学者主张中国应该放弃货币供应量中介目标而采用利率中介目标。凯恩斯因其以利率为关键变量的货币政策传导机制而主张以利率为货币政策中介目标，不过，凯恩斯也认为利率目标有其局限性，那就是当经济中出现流动性陷阱时，货币政策会失效，但后来的实证分析及西方国家的货币政策实践表明，货币需求的利率弹性趋向无穷大的流动性陷阱在现实中并不存在，在以利率为货币政策中介目标的货币政策操作中倒是存在“零利率限制”之虞。另外，单纯的利率目标还会因为缺乏货币政策“名义锚”而无法稳定公众的通货膨胀预期和避免货币政策陷入动态不一致陷阱。

我们首先来分析利率目标的零利率限制问题。以利率为货币政策操作目标的原理很简单，就是在通货膨胀发生之前或已经发生时提高利率以抑制通货膨胀，而在经济衰退之前或已衰退时降低利率以刺激经济。从理论上讲，中央银行总可以将利率提高到足以抑制通货膨胀的高度，但是，在经济衰退期，中央银行却不能将利率降到零以下以刺激经济，这就是以利率为货币政策目标所可能面临的“零利率限制”问题：在通货紧缩或经济衰退期，由于市场信心难以恢复，其他金融资产的市场利率也很低，企业的信贷需求萎缩，金融机构失去向中央银行出售金融资产以及从中央银行再贷款的积极性，即使中央银行尽可能降低利率，保证向银行体系提供充足的流动性，商业银行也很难扩张信贷来刺激经济。一些批评家因此认为，利率并不是可信的参照物，降低利率实际上只是中央银行的法令，并不必然伴随着流动性的增加，很多迹象表明，利率下降的同时，货币仍是紧的。也就是说，降低利率以增加货币供应量只是中央银行单方面的意愿，货币供应量是否会增加，在持续的经济紧缩期要取决于公众货币需求的变化。

“零利率限制”问题在20世纪90年代以来的日本表现得最为真切。90年代初期，当日本泡沫经济刚开始崩溃时，日本中央银行尚有8.3个百分点的降息空间，但随着经济开始进入持续低速增长时期，货币市场利率越来越低，通过降低利率刺激经济的货币政策操作空间越来越小。1998年9月，日本银行将隔夜拆借利率降到0.25%，1999年2月12日开始实行零利率政策，无担保隔夜拆借利率从0.25%降到0.15%，随后日本中央银行的目标是将利率保持在尽可能低的水平上，从1999年3月到2000年8月初，隔夜拆借利率基本保持在0.02%到0.03%的低水平。2000年8月，日本中央银行考虑到经济有可能回升，暂时取消零利率政策，将无担保隔夜拆借目标利率设定为0.25%，但到2001年初，经济复苏的动力减退，于是，日本中央银行在2月又将货币市场利率降为0.15%，2001年以后，无担保隔夜拆借利率再次接近零利率，然而日本经济却一直复苏无力。

美国在2001年也曾多次降低利率，但对经济的刺激作用非常有限，这使一些经济学家开始质疑钉住利率是否是美联储实施货币政策的正确途径。日本中央银行也因零利率政策未能使日本经济走出通货紧缩的阴影而受到多方指责，考虑到零利率政策的局限性，日本中央银行从2001年2月开始进行货币政策操作的新尝试，逐渐改变以利率为单一目标的操作策略，不但监测无担保隔夜拆借利率，而且监测各金融机构在中央银行的超额准备金存款，价格调控和数量调控同时进行，以便向市场投放基础货币，提高货币政策的有效性。

“零利率限制”问题其实是整个货币政策在面临经济衰退时的无力表现。有人将日本和美国的货币政策失效归罪于其钉住利率的货币政策策略有些言过其实，不过，这也提醒我们，单一依靠利率目标的货币政策操作终有其山穷水尽之时。

以利率为目标的货币政策在经济紧缩或通货紧缩时期往往会因零利率限制问题而失效，然而其在紧缩经济、治理通货膨胀上却往往非常有效。不过，这也有例外，比如，在经济滞涨时期，利率目标会显得无所适从，1979年，当时的美联储主席沃克就是为了对付通货膨胀不得不改变钉住利率而采取钉住货币增长率的货币政策策略。实际上，沃克最终使通货膨胀得以抑制的主要手段还是提高利率，那么，他为什么要对外宣称改变货币政策策略呢？美国当时的通货膨胀得以抑制是由于沃克的策略改变呢？还是由于美联储大幅提高利率？实际上这其中就体现了单纯钉住利率的另一缺陷，那就是缺乏稳定公众预期的货币政策“名义锚”，使长期内物价稳定目标的实现受到阻碍。

货币政策的“名义锚”是指能够提供物价水平被唯一确定所必要的条件，能够对中央银行自身对货币政策操作的相机抉择动机及来自于政府的实施膨胀性货币政策压力加以约束，中央银行也能够以此来锁定人们的通货膨胀预期，从而在长期内保证物价稳定目标的实现的经济和金融变量，是保证国内物价长期稳定的约束机制。单纯钉住利率的货币政策操作从以下几个方面来看不利于物价稳定目标在长期内的实现。

第一，单纯钉住利率的货币政策操作必然将货币供应量的增长置于无序的境地，不管实证中人们如何争论货币量与物价的相关关系，货币供应量的大量增长是通货膨胀的威胁已成为不争的事实，尤其是在缺乏可靠的“名义锚”来合理引导人们的预期时，通货膨胀会在人们的通货膨胀预期下飞速发展。

第二，当经济受到负向的供给冲击时，货币政策“名义锚”的缺乏会使人们的通货膨胀预期上升，从而使中央银行在物价稳定上不得不付出更多的努力。

第三，当中央银行做出提高利率以稳定物价的努力时，会受到来自政治方面的压力。美国和英国的实践是很好的例证。美国的货币政策操作没有明确的货币政策“名义锚”，而英国以通货膨胀目标作为自己的货币政策“名义锚”。1997年春天，美联储在连续几次降低联邦基金利率后改变货币政策方向，将利率目标提高了25个基点，尽管提高的幅度很小，而且当时美国经济持续增长，就业率也相当高，美联储这一提高利率的举动却遭致了来自国会和其他多方面的强烈批评。然而，同一时期英格兰银行提高利率的举动却被公众平静地接受了，因为在通货膨胀目标这一货币政策“名义锚”下，英国公众对货币当局所努力的长期目标有更好的理解。

现在我们可以来解释为什么沃克在治理通货膨胀的手段没有改变却要对外宣称货币政策策略改变的原因了。当时，货币主义理论盛行，人们相信货币量是比利率更好的中介目标，相信通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象，货币当局只要钉住货币供应量，就能控制通货膨胀，于是沃克宣布改利率目标为货币增长率目标，来稳定人们的预期，显示美联储抑制通货膨胀的决心，此时，货币增长率目标就发挥着货币政策“名义锚”的作用，有助于美联储以尽可能高的效率制止通货膨胀，同时也使美联储在提高利率时免遭责难。沃克在1979年10月公告策略改变后，使短期利率上升了5%，到1980年3月超过了15%，上升幅度之大在利率目标下是不可想象的。

利率目标的上述局限在西方国家的货币政策实践中都先后得到了验证。20世纪70年代的滞胀使多数西方国家放弃了利率目标而转向货币供应量目标；而20世纪90年代日本所遭遇的通货紧缩又使其钉住利率的货币政策操作遭致众多的批评。时下流行的观点是日本和美国应放弃钉住利率的货币政策策略，而转向钉住较高通货膨胀，他们认为，包括日本银行在内的许多中央银行之所以在20世纪90年代没能转向钉住通货膨胀有两个原因：一是缺少治理通货紧缩的紧迫感而错失良机；二是中央银行家以通货膨胀斗士自居，对通货膨胀非常厌恶，而实践中沉痛的教训告示：这些国家应该转向钉住通货膨胀。

中国的货币政策中介目标选择至今还是个仁者见仁、智者见智的问题。但是利率目标在西方国家实践中体现出来的上述局限却是毋庸置疑的。虽然随着我国利率市场化的深入和我国市场经济的完善，利率必将在我国宏观调控中发挥更为重要的杠杆作用，但是，以利率目标的上述局限性为依据，我们认为，中国不管是现在，还是将来都不宜以利率为货币政策中介目标。

文章出处：《国际经济合作》2004年第10期

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所