

# Bernanke-通缩，确保它不在这里发生

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

2002年，伯南克在美国全国经济学家俱乐部上曾发表过一篇关于通缩的演讲。演讲中，他指出即便政策利率降至0%，央行仍然有很多方式来刺激经济增长，其中就提到了后来赫赫有名的量化宽松、前瞻指引、直升机撒钱等等，因此，这篇演讲也被一些研究者称为金融危机时美日欧等国的QE路线说明书。那么，在这篇演讲中，伯南克具体说了些什么呢？欢迎阅读！

自二战以来，通胀——商品和服务价格不可阻挡的显著上涨——一直令央行官员头疼。不同类型的经济学家，也对此做出了不同的结论，有的认为通胀是抛弃金属本位货币制度后不可避免的结果，有的则认为原因在于缺乏财政纪律，有的认为是油价和其他大宗商品的价格冲击，有的认为是收入分配不均，有的认为是过多的货币创生，有的认为是通胀预期的自我实现，有的则认为是央行家的“通胀偏好”等等。然而，尽管存在普遍的“通胀悲观主义”，但在上世纪80年代和90年代，大多数工业化国家的央行即使不能完全驯服通胀之龙，也能够将其关在笼子里。促成这一良好结果的因素有很多，但一个关键因素是，央行家、政治领导人以及公众达成了某种共识，即，放任经济远离价格稳定的代价将十分高昂。

然而，由于美国目前的通货膨胀率相当低，一些人担心，我们可能很快就会面临一个新问题——通货紧缩的危险，即物价下跌。这种担心并非假设，看看日本的例子便知道了。在日本，相对温和的通缩已经持续了很长时间，每年消费者价格下降约1%，经济经受着长年痛苦的缓慢增长，失业率不断提高，银行和企业部门面临的金融问题亦十分棘手。虽然很难从结果中找出原因，但普遍的观点是，通缩是日本经济衰退的一个重要负面因素。

那么，通货紧缩会威胁到美国的经济健康吗？我相信，在可预见的未来，美国发生严重通缩的可能性极小，主要原因有两个。首先是美国经济本身的弹性和结构稳定性。多年来，美国经济表现出了非凡的吸收不同类型的风险继而复苏且继续增长的能力。灵活而有效的劳动力和资本市场、企业家精神传统以及容忍甚至主动拥抱技术和经济变革的普遍意愿都有助于发展这种弹性。在当前环境下，另一个特别重要的保护因素是我们金融体系的实力：尽管去年受到了不利的冲击，我们的银行体系仍然健康且受到良好的监管，企业和家庭的资产负债表在很大程度上处于良好状态。另一个有利因素是，最近的通胀不仅较低，而且相当稳定，其结果之一是通胀预期似乎得到了很好的锚定。例如，根据密歇根大学以消费者信心指数为基做的调查，受访者对未来5-10年通胀率预期的中位数在2002年10月为2.9%，一年前为2.7%，两年前为3.0%，可以说是很稳定了。

美国对抗通货紧缩的第二个堡垒，也是我今天演讲的重点，就是美联储体系本身。国会赋予美联储维持价格稳定的责任，这无疑意味着既要避免通货紧缩，也要避免通货膨胀。我相信美联储将采取一切必要手段，以防止重大通货紧缩在美国的出现，同时，美联储与美国政府其他相关的部门也有足够的政策工具确保即便发生通缩，它也将是温和而短暂的。

当然，我们必须小心，以免过度自信。通货紧缩的时期很少见，而且很难概括。事实上，美联储最近对日本的一项研究发现，**无论是对外国还是日本的观察人士而言，日本的通缩几乎完全出乎意料。**因此，尽管我说过美国发生通货紧缩的可能性非常小，但完全排除这种可能性是不明智的。因此，我想进一步探讨通货紧缩的原因、经济影响以及可以用来对付通货紧缩的政策工具。在进一步讨论之前，我想说，我今天的评论只反映了我自己的观点，不一定是我在理事会或联邦公开市场委员会的同事们的观点。

## 通货紧缩：其原因和影响

通货紧缩被定义为价格的普遍下降，尤其强调“普遍”一词。在任何时候，特别是在我们最近经历的低通胀经济中，一些商品和服务的价格都会下降。某一特定部门的价格下跌可能是由于该部门的生产力正在提高，成本下降的速度比其他地方更快，或者是由于该部门的产出相对于其他商品和服务的需求较弱。特定行业的价格下跌，尽管对该行业的生产商来说可能令人不安，但对整个经济而言通常不是问题，也不构成通缩。只有当价格下跌的范围如此之广，以至于

CPI等基础广泛的价格指数出现持续下跌时，通缩才会发生。

通货紧缩的根源并不神秘。**几乎在所有情况下，通缩都是总需求崩溃的副产品——支出下降如此严重，以至于生产者必须持续降价才能找到买家。**同样，通货紧缩时期的经济影响，在很大程度上，类似于任何其他总支出急剧下降时的情景——即衰退、失业率上升和金融压力。

然而，由通缩引发的衰退可能在一个方面不同于“正常”的衰退，在“正常”衰退中，通胀率至少为正，而足够大的通缩可能导致名义利率降至0%或非常接近0%。一旦名义利率为0%，利率就不可能进一步向下调整，因为贷方通常不会接受负的名义利率，而可能持有现金。在这一点上，名义利率可谓已经达到了“零利率下限”。

足以使名义利率接近于0%的通缩，对经济和政策构成了特殊问题。首先，当名义利率降至0%时，借款人支付的实际利率等于预期的通缩率——无论通缩有多大。举一个看似极端的例子（尽管事实上它发生在20世纪30年代初的美国），假设通货紧缩正以每年10%的速度进行，然后，以0%的名义利率借款1年的人实际上面临10%的实际资金成本，因为贷款必须以购买力比最初借入的美元高出10%的美元偿还。在一个相当严重的通缩时期，借贷的实际成本变得令人望而却步。资本投资、新屋购买和其他类型的支出相应下降，加剧了经济低迷。

尽管通缩和名义利率的零利率下限给那些寻求借款的人带来了一个重大问题，但它们给那些在通缩开始前就积累了大量债务的家庭和企业带来了更大的负担。这种负担产生的原因是，**即使债务人能够以较低的名义利率为其现有债务再融资，但随着价格下跌，他们仍必须以实际价值上升(甚至迅速上升)的美元来偿还本金。**当威廉·詹宁斯·布莱恩(William Jennings Bryan)在1896年的总统竞选中发表著名的“黄金十字架”(cross of gold)演讲时，他是在代表背负沉重债务的农民发表演讲，这些农民的实际债务负担正日益加重，这是美国内战后回归金本位后持续通缩的结果。债务人的财务困境反过来又会增加国家金融体系的脆弱性——例如，使得拖欠或违约的银行贷款比例迅速上升。近年来，日本无疑面临着“债务通缩”问题——由通缩引发的、实际债务价值不断上升的问题。在美国国内，包括违约、破产和银行倒闭在内的大规模金融问题，是1930-33年美国在通货紧缩最严重时期的通病。在这段时间里，美国物价水平每年下降约10%。

除了对金融市场和借款人的不利影响，名义利率的零利率下限还引发了另一个担忧——**它对传统货币政策造成了限制。**在正常情况下，美联储和其他大多数央行通过设定短期利率目标（比如，美国联邦基金隔夜利率）来实施政策，并通过在公开的资本市场上买卖证券来实现这一目标。当短期利率降至0%时，央行则变得无法再通过降低惯常的利率目标来放松政策。

因为通常而言，中央银行通过操控短期名义利率来执行货币政策，所以一些观察人士认为，当关键利率达到或接近于0%的水平时，央行“弹药耗尽”——也就是说，它不再有能力扩大总需求，继而刺激经济活动。诚然，一旦政策利率降至0%，央行就无法再使用其刺激总需求的传统手段，继而将在人们不太熟悉的领域运作。央行无法使用其传统方法，可能会使决策过程复杂化，并在经济对政策行动的反应规模和时间上带来不确定性。因此，我同意我们应该尽量避免这种情况的出现。

然而，我今天讲话的一个主要信息是，一个惯常政策利率被压低至0%的央行，可以说绝对没有用尽弹药。正如我将谈到的，**一个央行，无论是单枪匹马还是与政府其他部门同舟共济，即使它惯常的政策利率已经低至0%，它仍然有相当大的力量来扩大总需求继而刺激经济活动。**下面，我将首先讨论防止通缩的措施——如果可行的话，这是一个更好的选择。然后，我将谈谈美联储和其他政府部门在预防这些措施失败继而通货紧缩似乎在经济中站稳脚跟时可以采取的政策措施。

## 防止通货紧缩

如前所述，通货紧缩通常是总需求较低且不断下降的结果。因此，防止通缩的基本处方很简单，至少在原则上是这样：**根据需要使用货币和财政政策来支持总支出，其方式几乎与充分利用经济资源以达成低而稳定的通胀一致。**换句话说，摆脱麻烦的最好方法就是一开始就不要陷入麻烦。然而，除此之外，美联储（或任何央行）还可以采取一些措施来降低陷入通缩的风险。

首先，**美联储应该为通胀保留一个缓冲地带**，也就是说，在正常情况下，它不应该试图把通货膨胀率一直压低到0%。大多数中央银行似乎都明白设立缓冲区的必要性。例如，制定明确通胀目标的央行几乎无一例外地将通胀目标设定在0%以上，通常在每年1%至3%之间。维持一个通胀缓冲地带，可以降低总需求意料之外的大幅下滑的风险，这种风险将把经济推入通缩区间，并使名义利率降至0%。当然，为通货膨胀设立缓冲区的益处必须与在正常时期允许较高的通货膨胀率所带来的成本进行权衡。

其次，美联储应该最认真地对待其确保经济中金融稳定的责任。Irving Fisher(1933)可能是第一个强调导致资产“甩卖”(fire sales)和资产价格下跌与总需求和价格水平普遍下跌之间的潜在联系的经济学家。一个健康、资本充足的银行体系和运转良好的资本市场是抵御通缩冲击的重要防线。美联储应该而且确实会利用其监管权力，确保金融体系在金融环境迅速变化的情况下保持弹性。在金融稳定面临极端威胁时，美联储随时准备利用贴现窗口和其他工具来保护金融体系，就像它在1987年股市崩盘和2001年9月11日恐怖袭击期间所做的那样。

第三，正如许多研究表明的那样，当通货膨胀已经很低，经济的基本面突然恶化时，央行应该比以往采取更先发制人和更积极的降息行动。通过及早地果断采取行动，美联储或许能够阻止经济滑入通缩，而这将带来一些特殊的问题。

我认为，强劲的经济基本面和关注通胀上行和下行风险的政策制定者相结合，使美国在可预见的未来发生重大通缩的可能性不大。但假设，尽管采取了所有防范措施，美国经济仍出现了通缩，而且美联储的政策工具——联邦基金利率——已经降至0%，那么接下来该怎么做？下面，我将讨论一旦通货紧缩开始，阻止它的一些可能选择。我要强调的是，我对这个问题的评论必然是推测性的，因为现代美联储从未面临过这种情况，也从未正式承诺在通缩出现时采取任何具体行动。此外，美联储将采取的具体应对措施可能取决于许多因素，包括它对经济风险的整体评估，以及美国政府其他部门正在采取的任何补充政策。

## 疗愈通货紧缩

让我从一些关于零利率下限下货币政策的一般性观察开始，暂时掩盖一些技术和操作问题。

如前所述，一些观察者认为，当央行的政策利率降至0%——实践中的最低水平时，货币政策就失去了进一步刺激总需求和经济的能力。在广义的概念层面上，而且在实践中，我都认为，这个结论显然是错误的。事实上，在法币(即纸币)制度下，政府(实际上是与其他机构合作的央行)应该始终能够增加名义支出和通货膨胀，即使短期名义利率为0%。

通货紧缩在法定货币制度下总是可以逆转的——这一结论是根据基本的经济推理得出的。想象一下，今天，一盎司黄金的售价大约是300美元。现在假设一个现代炼金术士找到了一种方法，可以不花一分钱就生产出无限数量的新黄金。此外，他的发明得到了广泛的宣传和科学验证，他宣布将在几天内开始大规模生产黄金。金价会发生什么变化？可以认为，潜在的无限廉价的黄金供给将导致黄金的市场价格暴跌。事实上，**如果黄金市场在某种程度上是有效的，那么在该发明宣布之后，在炼金术士生产和销售一盎司黄金之前，黄金的价格就会立即暴跌。**

这与货币政策有什么关系？与黄金一样，美元之所以有价值，某种程度上是因为它们的供给受到严格限制。但是美国政府有一种技术，叫做印刷机(或者今天的电子设备)，它可以在不需要任何成本的情况下随心所欲地印制美元。通过增加流通中的美元数量，甚至通过可信地威胁这样做，美国政府也可以降低美元在商品和服务方面的价值，这相当于提高这些商品和服务的美元价格。我们的结论是，在纸币制度下，一个坚定的政府总是能够产生更高的支出，从而产生正的通胀。

当然，美国政府不会随意印钱和分发(尽管我们将在后面看到，有一些实际政策近似于这种行为)。通常情况下，货币(money)是通过美联储购买资产的方式注入经济的。为了在短期利率达到0%的情况下刺激总支出，美联储必须扩大资产购买规模，或者可能扩大其购买的资产种类。或者，美联储也可以找到其他向金融体系注资的方式，比如向银行提供低息贷款，或者与财当局合作。每种向经济中增加货币的方法都有其技术和经济上的优缺点。在实践中，一个重要的问题是，考虑到我们在这类政策方面相对缺乏经验，校准非标准注入货币之方式的经济效应可能会很困难。因此，正如我已经强调的那样，预防通货紧缩仍然比疗愈通货紧缩更可取。然而，如果我们真的陷入通缩，我们可以感到欣慰的是，印钞机例子的逻辑必然会发挥作用，充足的货币注入最终总会逆转通缩。

那么，如果美联储的目标利率，即隔夜联邦基金利率，降至0%，它会怎么做呢？一个方法是通过进一步沿着国债期限结构降低利率(即较长期国债利率)来刺激支出。至少有两种方法可以降低长期利率，它们是互补的，可以单独使用，也可以结合使用。与日本央行过去几年采取的行动类似的一种做法是，**美联储承诺在一定时期内将隔夜利率维持在0%水平**。由于长期利率代表当前和预期未来短期利率的平均值加上期限溢价，在一段时间内将短期利率维持在0%水平的承诺(如果可信的话)将导致长期利率下降。我个人更喜欢的一种更直接的方法是，**美联储开始宣布较长期美国国债(比如在未来两年内到期的债券)收益率的明确上限**。美联储可以通过承诺以该目标收益率一致的价格，在债券到期后两年内无限制地购买之，来维护这些利率上限。如果该计划成功，不仅中期国债收益率会下降，(由于通过对未来利率的预期进行操作)，长期公共和私人债券(如抵押贷款)收益率也可能下降。

在公共和私人证券的期限范围内降低利率，应以惯常的方式提振总需求，从而有助于结束通缩。当然，如果事实证明以相对短期的美国国债为操作目标的效果仍然不足，那么美联储也可以尝试钉住期限更长的美国国债收益率，比如3-6年。另一种选择是**美联储利用其现有的权力在机构债券市场上进行操作，例如，由吉利美 (Ginnie Mae) 发行的抵押贷款支持证券**。

历史经验倾向于支持这样一种观点，即一个足够坚定的美联储可以在最短期限以外的期限钉住或限制国债价格及收益率。最典型的例子发生在1951年联储-财政部协定之前。在该协定之前，美联储曾在长达10年的时间内将长期国债利率的上限维持在2.5%。此外，它同时将12月期美国国债收益率上限设置在0.875-1.25%之间，并曾在那一时期的前半部分将90天美国国债收益率的上限设为0.375%。**尽管彼时未偿付的政府债务(相对于GDP)水平远远高于我们现在的水平，而且通货膨胀率的变数也大得多，但美联储还是能够实现这些目标**。有时，为了捍卫这些目标，美联储实际上不得不购买大量未偿付的90天票据。不过，有趣的是，虽然美联储近10年来一直在维护长期国债收益率2.5%的上限，但从未持有大量未偿付的长期国债。例如，1945年美联储持有7.0%的未偿国债，1951年(协议签订那年)持有9.2%的未偿国债，且几乎全部以90天票据的形式持有。作为比较，2001年，美联储持有9.7%的未偿国债。

重申一下，我认为，**对较长期国债利率进行操作，将为美联储提供足够的力量，使其在最合理的情况下实现其目标**。然而，如果事实证明，降低较长期美国国债收益率不足以重启支出，美联储下一步可能会考虑直接影响私人发行证券的收益率。与一些央行不同的是，美联储直接购买私人证券的能力受到了相对的限制，除非修改现行法律。然而，美联储确实拥有广泛的权力，可以以贴现窗口通过银行间接地向私人部门放贷。因此，作为在公开市场上操作国债与机构债的补充，**美联储可以以零利率或低利率向银行提供固定期限贷款，并扩大合格抵押品范围，包括其他企业债券、商业票据、银行贷款和抵押贷款等等**。例如，**美联储可以向银行发放90天或180天的无息贷款，以同期限的公司商业票据作为抵押**。如果积极推行，这类计划可能会显著降低作为抵押品的资产的流动性和期限溢价。降低这些期限溢价将降低银行和非银行私人部门的资本成本，而不仅仅是降低政府证券利率已经产生的有益影响。

美联储还可以通过其他方式向经济注入货币 (money)。例如，美联储有权购买外国政府债券，也有权购买国内政府债券。这类资产可能为美联储的操作提供了巨大的空间，因为可供美联储购买的外国资产数量是美国政府债券存量的数倍。

不过，由于美国经济是一个复杂而相互关联的体系，美联储购买外国政府债务的行为有可能影响多个金融市场，包括外汇市场。在美国，财政部，而不是美联储，是制定国际经济政策，包括对美元政策的主导机构；美国财政部长表示，应该让自由市场的力量来决定美元的价值。此外，由于美国是一个较大的、相对封闭的经济体，操纵美元汇率并不是对抗国内通缩的特别可取的方式，尤其是考虑到还有其他选择。因此，我要非常明确地指出，我今天既不预测也不建议美国的政策制定者以美元的国际价值为目标。

尽管干预汇市以影响美元汇率的政策目前还遥遥无期，但值得注意的是，**汇率政策曾多次成为对抗通缩的有效武器**。美国历史上一个引人注目的例子是富兰克林·罗斯福在1933年至1934年期间通过购买黄金和创造国内货币的计划，使美元对黄金贬值了40%。它所允许的货币贬值和货币供应量的迅速增加，迅速结束了美国的通货紧缩。确实，美国的CPI在此后年复一年的上涨，从1932年的-10.3%到1933年的-5.1%到1934年的3.4%。经济强劲增长，1934年也是本世纪股市表现最好的年份之一。这一事件至少说明，货币行动可以对经济产生强大的影响，即使名义利率处于或接近于0%，就像罗斯福令货币贬值时的情况一样。

## 财政政策

---

到目前为止，我所讨论的每一种政策选择都涉及到美联储自己的行动。在实践中，货币和财政当局的合作可以显著提高反通缩政策的有效性。例如，一项广泛的减税计划，加上一项旨在缓解利率上升趋势的公开市场购买计划，几乎肯定会有效地刺激消费，进而刺激价格。即使家庭决定不增加消费，而是用额外的现金购买实体和金融资产，从而重新平衡他们的投资组合，由此带来的资产价值的增加也会降低资本成本，改善潜在借款人的资产负债表状况。**货币融资的减税实质上相当于米尔顿·弗里德曼著名的“直升机撒钱”。**

当然，除了减税或增加转移支付，政府可能会增加对当前商品和服务的支出，甚至收购现有的实物或金融资产。如果美国财政部发行债券购买私人资产，美联储随后用新发行的货币购买等量的美国国债，那么整个操作在经济上就相当于在私人资产上进行直接的公开市场操作。

## 日本

---

关于通缩可以通过足够有力的行动来结束的说法，或许让你怀疑，如果是这样的话，为什么日本没有结束通缩？日本的局势是复杂的，我今天不能充分讨论。我只想简单概括地说两点。

首先，正如你们所知，**日本经济除了面临通货紧缩之外，还面临一些重大的增长障碍，包括银行和企业部门的大规模金融问题以及大量的政府债务。**看似合理的是，私人部门的金融问题削弱了日本已经尝试过的货币政策的效果，尽管政府债务的沉重负担使得日本的决策者更不愿意使用积极的财政政策。幸运的是，美国经济没有这些问题，至少没有达到类似的程度，这表明美国的反通缩货币和财政政策将比日本更有效。

其次，也是更重要的一点，我认为，不管怎么说，不管怎么做，日本未能结束通缩并不一定反映出实现这一目标在技术上是不可可能的。相反，它是一场关于如何最好地解决日本整体经济问题的长期政治辩论的副产品。正如日本人肯定意识到的那样，恢复银行和企业的偿付能力，以及实施重大的结构性改革，对于日本的长期经济健康是必要的。**但在短期内，全面的经济改革可能会让许多人付出巨大代价，比如失业或破产。因此，日本政界人士、经济学家、商界人士和普通民众对相互竞争的改革方案存在严重分歧，这是很自然的结果。**由此导致的政治僵局阻碍了强有力的政策行动，决策者之间的合作也难以实现。

简言之，**日本的通缩问题是真实而严重的，但是，在我看来，政治限制，而不是缺乏政策工具，解释了为什么通缩会持续这么久。**因此，我不认为日本的经验与先前的论述相左——即，美国的政策制定者拥有他们所需要的工具以预防，并在必要时疗愈美国的通缩衰退。

## 结论

---

持续的通货紧缩对现代经济具有极大的破坏性，应该予以坚决抵制。幸运的是，在可预见的未来，美国发生严重通货紧缩的可能性看起来微乎其微，这在很大程度上是因为我们经济的潜在优势，也因为美联储和其他美国政策制定者决心先发制人，对抗通缩压力。此外，正如我今天所讨论的，如果通缩看起来正在形成，我们可以采取多种政策应对措施。由于这些可供选择的政策工具中有一些相对不太为人所熟悉，它们可能在执行和调整其可能的经济影响方面产生实际问题。因此，正如我所强调的，**预防通货紧缩比治疗通货紧缩更可取。**然而，我希望我已经说服了你，**美联储和其他经济政策制定者在面对通货紧缩时，即使联邦基金利率触及零利率下限，也远非无能为力。**

翻译：张纬杰

## 参考材料：

---

Ben S. Bernanke, Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here, 2002.11.21.