

以收益率曲线作为操作目标的货币政策： 历史经验与政策反思^{*}

徐忠 纪敏 李宏瑾

本文在对“二战”以来美国三次调控收益率曲线实践及日本2016年9月开始的收益率曲线控制政策的背景、实施过程、政策效果进行全面梳理的基础上，指出以收益率曲线为操作目标的政策仍存在很多问题：战争和危机背景下的经验并不适用于经济正常情形；财政赤字货币化不利于政策协调并威胁中央银行的独立性；容易挤出私人部门投资；中央银行政策有序退出更加困难。作为危机应对的政策手段，以收益率曲线为操作目标的货币政策并不适用于中国。今后应尽快明确货币价格调控模式下的隔夜政策目标利率，探索符合中国情形的利率决策规则，更好地推进货币政策操作框架转型，真正实现经济金融的高质量发展。

关键词：收益率曲线控制 扭曲操作 中期政策利率 货币价格调控

在实行颇具争议的负利率政策仅半年多之后，日本银行于2016年9月21日宣布引入“控制收益率曲线的QQE政策”（QQE with Yield Curve Control），在-0.1%隔夜政策目标利率基础上，通过灵活购买不同期限日本国债，将十年期国债收益率基本维持在零附近水平；同时，采用通胀超调承诺（Inflation-Overshooting Commitment），承诺持续宽松直至通胀回升到2%以上、且稳定在2%上方。如今，日本银行的收益率曲线控制政策实施整两年，尽管期间

徐忠系中国人民银行研究局研究员；纪敏系中国人民银行研究局研究员；李宏瑾系中国人民银行研究局副研究员。

^{*} 本文系国家自然科学基金重点课题项目“中国金融体系的演化规律和变革管理”（71733004）和国家社科基金专项“健全金融监管体系研究”（18VSI074）阶段性成果。非常感谢审稿人的宝贵意见。当然，文责自负且仅代表个人观点，与任何机构无关。

美联储连续数次加息并正式开启“缩表”等货币政策正常化措施，英格兰银行和欧央行正式开启了退出量化宽松等非常规货币政策，但日本银行的货币决策始终维持了既定的政策立场。日本银行行长黑田东彦一再坚持认为，由于日本通胀与政策目标仍差距甚远，采取与美国不一致的货币政策很正常，目前的收益率曲线控制仍是合适的。^[1]

当然，尽管控制收益率曲线政策非常激进，但日本银行的做法在历史上并非无例可循。早在1942年，出于“二战”融资需要（而非货币政策本身），美联储与财政部达成利率控制协议，美国实行了长达近十年之久的控制收益率曲线政策。与此类似，美联储还在1961年进行过旨在降低长期收益率（但并未明确具体操作目标）的“扭曲操作”（Operation Twist, OT）。2008年全球金融危机后，美联储于2011年和2012年开展了两轮期限扩展计划（Maturity Extension Program, MEP），通过卖出短期国债并购买等量长期国债的方式，延长美联储持有国债的久期进而压低长期收益率，这又被称作扭曲操作2（OT2）。不过，半个多世纪前美联储控制收益率曲线的先驱性探索在当时并未对外公布^[2]。日本银行如此大胆的举措，可以说是中央银行自诞生以来首次正式控制收益率曲线的政策试验。

随着2015年10月存贷款利率管制的基本放开，中国向以利率为主的价格型调控模式转型的必要性和迫切性日趋上升，中国人民银行为此进行了大量货币政策创新的技术性准备。不过，在放开存贷款利率管制后，中国仍保留了存贷款基准利率作为改革的过渡措施，强调中长期政策利率的作用，发挥再贷款、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等工具对中长期流动性的调节作用及中期政策利率的功能，引导和稳定中长期市场利率。^[3]同时，也有理论研究也认为，由于中国商业银行金融市场业务和存贷款业务存在分割，有必要探索通过中期政策利率引导银行存贷款定价，在短端市场利率调控的同时调控中长期市场利率。^[4]应当看到，美日以收益率曲线作为操作目标的货币政策实践，大多以战争

[1] Kuroda, H., “Speech at Monetary Policy Release”, Bank of Japan, Sep. 21, 2017; Dec.21, 2017; Jan. 23rd, 2018.

[2] Humpage, O., “The Fed’s Yield-Curve-Control Policy”, Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Commentary*, No. 2016-15, 2016.

[3] 《有关负责人就降息降准以及放开存款利率上限答记者问》，www.pbc.gov.cn[2015-10-26]。

[4] 孙国峰、段志明：“中期政策利率传导机制研究”，《经济学（季刊）》，2016年第16卷第1期，第349~370页。

和经济危机作为背景。从现代中央银行一百多年的历史来看，这类政策实践非常罕见，而且历次政策效果仍存在一定的争议，其政策经验是否适用于中国仍需要深入的分析。为此，本文对以收益率曲线作为操作目标的货币政策实践进行了全面考察，对控制收益率曲线政策进行了深入探讨和反思，以期对当下中国货币政策的价格调控方式转型提供有益借鉴。

以收益率曲线作为操作目标货币政策的历史经验

作为“政府的银行”和“银行的银行”，现代中央银行鼻祖的英格兰银行和很多欧洲国家中央银行都曾肩负着管理政府债务和向金融市场提供流动性的职能，有着在金融市场开展各种期限业务操作的悠久传统。^[1]因此，长期以来，各国中央银行都非常关注各期限收益率的变化。不过，中央银行在开展较长期限操作的同时，主要仍是通过短端隔夜利率引导和影响（而非决定和盯住）中长期市场利率水平，往往是以价格接受者的角色参与市场交易，这与以收益率曲线作为操作目标和扭曲操作的政策存在本质上的不同。

（一）1942年—1951年美联储盯住收益率曲线的货币政策

尽管盯住收益率曲线的货币政策主要是为了满足“二战”期间的政府融资需求，但至少从罗斯福新政以来，美联储的利率政策就受到财政部日益频繁的干预。^[2]例如，1935年初，美国财政部担心利率上升将影响其债务管理，敦促美联储稳定债券利率，使得美联储不得不承诺稳定市场波动，并在历史上第一次购买了长期国债。随着战争的迫近，美联储与财政部的合作日益加强，但两个部门对如何避免利率上升的政策观点并不一致。财政部主张通过向银行体系注入大量储备压低短期利率进而降低长期利率。但是，出于通胀压力的考虑，美联储更倾向于提高短期利率，通过直接买断长期国债压低长期利率。在美国参加“二战”后

[1] Gray, S. and N. Talbor, “Monetary Operations”, *Handbooks in Central Banking*, Bank of England, No.24, 2006; Allen, W., “Quantitative Monetary Policy and Government Debt Management in Britain since 1919”, *Oxford Review Of Economic Policy*, 28(4): 804-836, 2012.

[2] 本部分主要参考了麦伦迪克对美联储成立以来政策操作及与财政部关系的详细描述 (Meulendyke, A., *US Monetary Policy and Financial Markets*, New York: Federal Reserve Bank of New York, 1998) 以及2016年4月FOMC秘书处公开的2003年6月货币政策备忘录 (Chaurushiya, R. and K. Kuttner, “Targeting the Yield Curve: The Experience of the Federal Reserve, 1942-51”, *FOMC Memos*, June, 18th, 2003. Public Released on April, 15th, 2016)。

不久，美联储和财政部最终于1942年3月达成妥协。十年及以上长期国债收益率目标为2.5%，7至9年期国债收益率目标为2%，9个月至1年期政府债券收益率目标为0.875%，3月期国库券收益率目标为0.375%。尽管美联储反对财政部注入储备的计划，但在当时市场利率仅略高于0.25%的情况下，最终仍接受盯住0.375%的三个月国库券利率目标。同时，可能也是更主要的，在美国正式参战之前，长期国债收益率已降至2%左右，即使是正式宣战后收益率迅速上升，但长期国债市场利率仍未突破2.5%。不过，美国在参战前刚刚走出经济衰退，由于其他国家战争的影响，大量出口和资本流入使美联储面临很大的通胀压力。因而，出于对私人部门套利可能导致政策失效的担忧，美国财政部和美联储均未明确对外宣布盯住收益率曲线的政策，只是明确了0.375%的短期政策利率目标。

但是，在政策实施后不久，金融市场就迅速洞察到了美联储的操作策略，使其在1943年中期面临着非常大的压力。为了有效控制收益率曲线以及战争的需要，美国实行了严格的战时价格管制。同时，由于短期利率被明确锁定在0.375%，私人部门长期资产配置需求大幅增加，美联储支持长期国债的压力明显下降。1942年3月—1945年8月，美联储共购买了200亿美元的政府债券（约为同期政府债券发行的10%），其中130亿美元是1年期以下的短期国库券（约为同期国库券发行的87%）。不过，“二战”结束后，通胀压力使得控制收益利率曲线政策再次面临巨大压力，美联储不得不大量购买长期国债，1948年持有的长期国债甚至突破了100亿美元，投资组合出现了大规模期限错配。为此，美联储从1946年开始逐步松动政策并有意通过提高短期利率引导金融机构收缩信贷。尽管美国财政部并不情愿，但在1947年高达近20%的严峻通胀压力下，美联储终于开始提高短期利率。不过，美联储短期利率调整仍需得到财政部认可，两个部门一直围绕利率决定权进行激烈博弈。朝鲜战争爆发后，通胀的大幅攀升进一步加深了两者的分歧。最终，由于“财政部债务管理目标与联储通胀管理目标的冲突”，1951年3月4日，美联储和财政部达成协议（Accord），美联储不再设定长期利率目标，重新获得了利率决定权。

（二）1961—1963年美联储的扭曲操作（OT1）

“协议”的达成使美联储摆脱了财政部对货币决策的干预，1951年3月4日也被称作美联储货币政策的“独立日”。^[1]自1920年代初“发现”公开市场操作以

[1] Hetzel, R. and R. Leach, “The Treasury–Fed Accord: A New Narrative Account”, Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, 87(1): 33–55, 2001.

来，美联储就非常愿意购买短期债券，更关注货币市场短期利率。但是，由于早期美联储经常受财政部干扰，为应对通货膨胀需要将利率提高到足够水平，很容易引发两个部门的冲突，因此美联储逐渐淡化利率的重要性，转而强调数量（各层次准备金或货币信贷总量）。特别是，作为对将近十年调控长期利率的自然反应，在重获利率决定权之后，美联储采取了明确的“专司国库券”政策（Bills Only Policy）。而且，为避免与财政部发生公开冲突，1951年“协议”后很长一段时期，美联储仍不愿明确短期市场利率目标，甚至不愿公开承认具有控制短期利率的能力。^[1]

虽然美国在1961年3月就已走出了1960年4月以来的衰退，但经济复苏的基础仍非常脆弱。新上任的肯尼迪政府倾向于采用扩张性的财政政策和货币政策刺激经济。不过，当时欧洲利率已远高于美国，美国面临很大的资本和黄金外流压力，这将威胁布雷顿森林体系。由于消费投资主要受中长期利率的影响，资本流动和汇率则主要受短期利率影响，因此1961年2月美联储最终放弃了“专司国库券”的操作政策，再次与财政部合作通过公开市场操作调节收益率曲线，出售短期国库券并购买同等数量中长期国债，压低长期利率水平，也即扭曲操作。但是，大量研究表明，扭曲操作对长期利率几乎没有任何显著影响。^[2]虽然近期有事件研究法（Event Study）认为，扭曲操作对长期利率的作用非常显著，但也承认政策对长期利率的效果相对有限，长期国债收益率仅下降了15个基点。^[3]而且，美国财政部采取了延长债务久期的政策大量发行长期国债，这大大抵消了美联储置换长期国债的政策效果。^[4]虽然美联储仍开展长短期资产期限置换的操

[1] 尽管在“协议”之后，美联储采用了“专司国库券”的政策，并更关注短期利率，但在实际操作中仍非常顾忌财政部对收益率曲线的感受，每当可能影响收益率曲线时往往延缓操作的节奏，这又被称作“平稳操作”（Even Keel），直至1975年之后美国财政部以拍卖方式发行全部债券，美联储才彻底摆脱了财政部的束缚。1951—1969年积极货币政策时期，美联储采取了多重操作目标的方式，甚至1960年代美联储一度同时采用8个货币政策操作目标。具体参见：Meulendyke, A., *US Monetary Policy and Financial Markets*, New York: Federal Reserve Bank of New York, 1998; Bindseil, U., *Monetary Policy Implementation: Theory, Past and Present*, New York: Oxford University Press, 2004.

[2] Modigliani, F. and R. Sutch, “Innovations in Interest Rate Policy”, *American Economic Review*, 56(1/2): 178-197, 1966; Modigliani, F. and R. Sutch, “Debt Management and the Term Structure of Interest Rates”, *Journal of Political Economy*, 75(4): 568-589, 1967.

[3] Swanson, E., “Let’s Twist Again”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 42(1): 151-207, 2011.

[4] McCauley, R. and K. Ueda, “Government Debt Management at Low Interest Rates”, *BIS Quarterly Review*, June, 35-51, 2009; Meaning, J. and F. Zhu, “The Impact of Federal Reserve Asset Purchase Programmes”, *BIS Quarterly Review*, March, 23-30, 2012.

作，但政策态度并不积极，操作数量也不激进。^[1]随着1963年下半年联邦基金利率和通胀压力明显上升，美国财政部最终不再向美联储施加购买长期国债的压力，OT1黯然退场。

（三）2011年和2012年美联储的期限扩展计划（MEP，OT2）

全球金融危机后，美联储迅速将政策利率目标降至零附近的同时，在2008年11月和2010年11月连续开展了两轮大规模量化宽松货币政策（QE1和QE2）。不过，两轮量化宽松政策分别于2010年4月和2011年6月到期后，美国经济并未得到根本的改观。为此，美联储对包括以收益率曲线为操作目标、前瞻性指引、汇率政策、参与金融市场交易、刺激信贷等各种非常规宽松货币政策工具的可行性，进行了全面深入的讨论。在收益率曲线控制方面，美联储主要讨论了以收益率曲线为操作目标的政策与QE资产购买计划的关系并对两者的利弊进行了全面比较，结合1942—1951年盯住收益率曲线的经验指出，如果宣布长期政策利率目标，将不得不进行大规模资产购买操作，央行资产负债表很可能面临无限膨胀风险，因此美联储最终仍决定采用量化宽松政策。^[2]

作为对QE2结束后的政策补充，美联储于2011年9月启动了类似于扭曲操作的期限扩展计划，从2011年10月到2012年6月期间，美联储将从市场购买总额为4000亿美元期限在6~30年的美国中长期国债，同时出售等量的3年期以下国债和国库券，这又被称作再投资政策（Reinvestment Policy），美联储持有国债的久期也将由6年3个月延长至8年4个月。在第一轮MEP计划结束后，2012年6月，美联储又增加了2670亿美元的操作额度，将政策期限延长至2012年底。与OT1相比，OT2是在零利率下界条件下进行的，这意味着降低长期收益率政策可以免于1960年代短期市场利率上升的干扰。大量基于事件研究法和时间序列的经验研究表明，OT2也确实有效降低了市场长期利率，有效缓解了企业融资约

[1] 美联储在整个操作期间共置换了88亿美元的长期国债，在美联储内部，长短期债务置换的扭曲操作政策被称作“微移操作”（Operation Nudge）。参见：Meulendyke, A., *US Monetary Policy and Financial Markets*, New York: Federal Reserve Bank of New York, 1998。

[2] Bowman, D., C. Erceg and M. Leahy, “Strategies for Targeting Interest Rates Out the Yield Curve”, *FOMC Memos*, October, 3rd, 2010. Public Released on January, 29th, 2016; Bowman, D., M. Kiley, A. Levin, S. Meyer, W. Nelson and D. Reifschneider, “Potential Monetary Policy Tools to Provide Additional Accommodation”, *FOMC Memos*, August, 3rd, 2011. Public Released on March, 31th, 2017.

束。^[1]但是，与OT1类似，财政部大量发行长期债务很大程度上抵消了OT2的政策效果。有研究表明，在国债发行规模不变情况下，MEP政策可将10年期国债利率降低85个基点，但由于国债发行规模远超美联储长期债务置换数量，MEP最终仅将10年期国债下降了17个基点。^[2]其他研究结果也与之类似（MEP使10年期国债下降22个或28个基点）^[3]。可见，OT2收益率曲线扁平化政策效果仍相对有限，美国经济和通胀表现依然远逊预期，美联储不得不在2012年9月再次开启量化宽松政策（QE3）。

（四）2016年9月以来日本的控制收益率曲线的QQE政策

日本银行是最先开展非常规货币政策的中央银行，为应对通货紧缩于2001—2006年就实行了零利率和量化宽松政策。2013年4月，日本银行进一步采取了更为宽松的质化量化宽松政策（QQE），在零政策目标利率同时，采取以基础货币作为操作目标的货币政策。不过，由于产出和通胀表现不理想，日本银行在2016年2月正式引入负利率政策。事实上，早在QE2结束后不久的2011年8月，美联储就能否采用负利率政策进行了专门的讨论。^[4]不过，由于负利率政策需要对美联储操作体系进行较大调整，对经济和金融市场的影响也不确定，而且负利率政策本身也存在边界，因此美联储并未采用这一政策选项。应当说，日本银行引入负利率政策还是比较谨慎的，是发达经济体中最后一个采用负利率政策的中央银行。然而，虽然QQE政策已持续三年多，但2%的通胀目标仍尚未实现，经济表现仍落后于政策预期。为此，日本银行在2016年9月发布了包括负利率在内的QQE政策对经济活动和物价走势影响的“全面评估”政策报告。^[5]在“全面评

[1] Borio, C. and A. Zabai, “Unconventional Monetary Policies”, *BIS Working Paper*, No.570, 2016; Foley-Fisher, N., R. Ramcharan, and E. Yu, “The Impact of Unconventional Monetary Policy on Firm Financing Constraints: Evidence from the Maturity Extension Program”, Board of Governors of the Federal Reserve System, *Finance and Economics Discussion Series*, No.2016-025, 2016.

[2] Meaning, J. and F. Zhu, “The Impact of Federal Reserve Asset Purchase Programmes”, *BIS Quarterly Review*, March, 23-30, 2012.

[3] Hamilton, J. and J. Wu, “The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 44(1): 3 - 46, 2012; Bonis, B., J. Ihrig and M. Wei, “The Effect of the Federal Reserve’s Securities Holdings on Longer-term Interest Rates”, Board of Governors of the Federal Reserve System, *FEDS Notes*, April, 20th, 2017.

[4] Carpenter, S., J. Ihrig, D. Leonard and P. McCabe, “Reducing the IOER Rate”, *FOMC Memos*, August, 3rd, 2011. Public Released on March, 31th, 2017.

[5] 参见2016年9月21日日本银行发布的“Comprehensive Assessment: Developments in Economic Activity and Prices as well as Policy Effects since the Introduction of Quantitative and Qualitative Monetary Easing”, www.boj.or.jp/2016-09-21。

估”中，日本银行肯定了量化宽松政策和负利率政策显著降低长期利率的作用，但也指出，由于长期收益率水平往往与数量操作下中央银行的期望水平并不一致，而且在2016年2月推出负利率政策以来，债券收益率曲线进一步下降，但进一步降息对实体经济的拉动作用大大减弱，因此日本银行于2016年9月明确宣布采用“控制收益率曲线的QQE政策”。同时，虽然美联储出于资产负债规模的考虑仅实行了软目标约束的扭曲操作，但由于日本银行已进行了数量庞大的资产购买，较好控制了长期收益率曲线，而且每次议息决策能够有效引导市场预期，这有利于把控中央银行资产膨胀的节奏，因而虽然在理论、经验和操作技术细节等方面仍需要深入的研究，但日本银行最终仍决定开展以收益率曲线作为操作目标的政策实验。

虽然日本银行对调控收益率曲线政策的历史经验及理论进行了全面梳理^[1]，决策者也一再表示收益率曲线控制政策取得了明显的效果^[2]，但是，在2016年9月日本明确推出控制收益率曲线政策之初，市场对政策的解读就存在很大的分歧。2014年日本扩大QQE规模以来，日本银行就面临着可购买国债数量的限制。以收益率曲线为操作目标的货币政策，主要是为了缓解日本银行无债可买的政策困境，在维持收益率曲线目标的同时可以减少国债购买，这实际上开启了悄然退出的政策。^[3]尽管日本银行一再表示，当前并不适宜讨论货币政策正常化的问题，但2017年以来日本银行购买国债的速度明显放缓，每月购买国债3.5万亿日元，远低于过去几年6万亿日元的平均水平，收益率曲线也表现出一定的陡峭态势。为此，2016年3月卸任的日本货币政策委员会前委员白井早由里多次指出，控制收益率曲线实际上就是为了纠正负利率政策（过度压低市场利率）的副作用，由于量化宽松和负利率政策实际作用很小，应进一步提高长期收益率目标区间并缩减资产购买规模。^[4]

[1] Amamiya, M., “History and Theories of Yield Curve Control”, *Keynote Speech at the Financial Markets Panel Conference to Commemorate the 40th Meeting*, Jan. 11th, 2017.

[2] Kuroda, H., “Outlook for Economic Activity and Prices and Monetary Policy”, *Speech at a Meeting Held by Research Institute of Japan, Bank of Japan*, May, 10th, 2017.

[3] Iwata, Kazumasa, Samikawa, I., Takahashi, E. and T. Kimotsuki, “Risks from Extending the QQE Policy”, Japan Centre for Economic Research(JCER), *Financial Research Paper*, No.32, 2016; Fudea-Samikawa, I. and T. Takano, “Pace of Increase in BOJ’s Holding of JGBs Slowing”, Japan Centre for Economic Research (JCER), *Financial Research Paper*, No.34, 2017.

[4] Shirai, S., “International Policy Coordination”, *Remarks at the Panel Discussion organized by the Lujiazui Forum*, June, 13rd, 2016; Shirai, S., “Super-easy Monetary Policy and Reflating Japan’s Economy”, *VOX CEPR’s Policy Portal*, Mar.17th, 2017.

对调控收益率曲线的政策反思

长期以来，中央银行主要通过调节短期利率影响市场流动性和中长期收益率曲线，进而实现物价产出等货币政策最终目标，即使是在金本位时代和货币数量目标制时期，短期市场利率仍是中央银行非常重要的操作目标。^[1]但是，以收益率曲线作为操作目标的政策实践非常少见，而且要么出于对政策效果的担忧不愿公开，要么由于效果不佳政策持续时间不长，作为中央银行首次正式公开的调控收益率曲线的政策实践，日本银行从一开始就面临巨大的争议，政策前景并不乐观。从各国中央银行为数不多的调控收益率曲线政策实践来看，有很多问题值得深刻反思。

（一）战争和危机的政策背景

无论是明确的盯住收益率曲线，还是扭曲操作，都是在战争或经济陷入深度危机的背景下实施的，这也与经济家的政策建议密不可分。针对1926年英国不顾实际地恢复“一战”前平价的金本位制所引发的恶果和全球“大萧条”，凯恩斯强烈主张中央银行购买各种期限的政府债券。在罗斯福政府上台后不久，在致罗斯福总统的公开信中，凯恩斯建议美联储将短期债务置换为长期国债，压低长期国债收益率以刺激经济增长。^[2]不过，英格兰银行和美联储都没有采纳凯恩斯的建议，仍主张由市场力量决定长期收益率，但凯恩斯无疑影响了美国财政部对美联储日益频繁的干预倾向和“二战”后的盯住收益率曲线政策。2001年日本开启零利率和量化宽松货币政策后，很多学者都对零利率非常规货币政策及其效果进行了研究，美联储也对零利率下可能的货币政策进行了广泛讨论。^[3]伯南克在一次有关“通货紧缩”的演讲中明确提出，面对通缩危机，美联储可以公开宣布中长期收益率曲线目标，无限制购买相应期限国债以确保利率上限的有效

[1] Bindseil, U., *Monetary Policy Implementation: Theory, Past and Present*, New York: Oxford University Press, 2004.

[2] Keynes, J., “An Open Letter to President Roosevelt”, Written on Dec, 16th and Published on Dec, 31st, 1933.

[3] Eggertsson, G. and M. Woodford, “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 34(1): 139–233, 2003; Bernanke, B., V. Reinhart and B. Sack, “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound”, Board of Governors of the Federal Reserve System, *Finance and Economics Discussion Series*, No.2004–48, 2004.

性；如果相应期限国债数量不足，可以转向购买其他期限的国债。^[1]但是，全球金融危机期间，在对各种可能的政策进行利弊权衡后，美联储最终仍仅采取了更温和的扭曲操作。伯南克在对日本货币政策的反思中也不得不承认，自己对采用包括收益率曲线政策在内的对抗通缩和危机的非常规政策手段的认识过于简单和乐观。^[2]除了政策效果的考虑外，更主要的问题是，调控收益率曲线政策仅是出于战争或经济不正常时期的危机应对措施，作为一个与之等价的逆否命题，中央银行应仅盯住短期市场利率，让市场决定中长期利率水平，这更符合经济正常时期的情形。因此，即使不考虑政策效果，危机期间包括收益率曲线控制在内的各种非常规货币政策，不应与正常时期以短期利率作为最主要操作目标的常规货币政策相混淆。危机期间的做法和经验，对经济金融仍处于正常轨道的经济来说，没有任何值得借鉴的意义。

（二）与财政部门的政策协调、财政赤字货币化和中央银行独立性

从美国盯住收益率曲线政策和扭曲操作的经验可见，为抑制通胀需要提高短期利率，这将拉升长期利率，中央银行直接管理收益率曲线将不可避免地面临与财政部门的利益冲突。特别是，财政部大量发行长期国债将严重抵消中央银行量化宽松和长短期债务置换的政策效果。针对全球金融危机后的经验研究表明，与扭曲操作效果类似，QE政策降低了美国长期利率137个基点，但国债久期的拉长则促使利率上升了48个基点；针对日本的实证研究结果也与美国类似，国债久期的拉长是量化宽松效果不佳的重要原因。^[3]虽然量化宽松和扭曲操作原理非常简单，只要加强中央银行与财政部门的协调配合就能够有效增强政策效果，但出于融资成本的考虑，财政部门总是倾向于在利率偏低时期发行更多的债务，拉长债务的久期，中央银行与财政部门的协调必然十分脆弱。而且，加强政策协调的主张也可能增加中央银行与财政部利益冲突，中央银行压低长期收益率的政策相当于为财政部提供低息融资，货币政策实际上由财政政策主导，很有可能投放

[1] Bernanke, B., "Deflation", Remarks before the National Economists Club, Washington DC, Nov. 21st, 2002.

[2] Bernanke, B., "Some Reflections on Japanese Monetary Policy", Presentation at Bank of Japan, May 24th, 2017.

[3] Greenwood, R., S. Hanson, J. Rudolph and L. Summers, "Government Debt Management at the Zero Lower Bound", Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, *Working Paper*, No 5, 2014; Iwata, Kazumasa and I. Fudea-Samikawa, "Quantitative and Qualitative Monetary Easing Effects and Associated Risks", Japan Centre for Economic Research(JCER), *Financial Research Paper*, No.25, 2013.

过多的货币并推升通货膨胀，并进一步降低财政负担，这其实就是将财政赤字货币化。^[1]受体制性的障碍，各国（特别是欧元区和日本）无法有效通过深刻的结构性改革和财政政策促进经济增长，中央银行承担了过多的政策目标和政治负担，直接购买政府债券等政策进一步扭曲了经济和政策结构。中央银行很可能由于政治压力隐藏其真实的产出目标并不得不随时调整权衡各个目标，或者中央银行其实根本不存在一致性的政策规则或央行成员决策并无统一的模型或方法等。中央银行面临的目标和约束越来越多，这将严重损害货币决策的独立性。^[2]

（三）对私人部门的挤出效应

由于投资消费等实体经济活动与中长期利率关系更为密切，量化宽松和资产期限结构调整压低长期利率的政策，主要是为了降低期限溢价，提高货币政策传导效率并刺激经济增长。不过，作为一个相当于财政赤字化的政策，只有在有效需求不足的极端萧条情况下才会起到积极效果。否则，政府部门（包括财政和中央银行）规模的迅速扩张不可避免地对私人部门经济活动产生挤出效应。当中央银行大量购买国债导致市场无法获得足够的无风险债券时，企业的信用风险利差将进一步扩大，这在“二战”结束后通胀压力较大的1947年表现得非常明显，将挤出私人部门债券投资，扭曲利率合理定价。^[3]罗斯针对1960年代美联储扭曲操作的分析表明，短期利率提高导致的投资下降大于长期利率降低所增加的投资，扭曲操作实际上抑制了投资和产出。^[4]全球金融危机后，大量经验证据表明，政策利率与贷款利率的关系和银行借贷传导机制发生了明显的变化，影响中长期利率的政策对货币传导机制的作用并不确定。危机后市场对无风险政府债券资产需求迅速上升，压低长期无风险利率无法有效改善信用利差，市场风险溢价反而可能进一步扩大，这将不利于经济的复苏。^[5]

[1] Bayoumi, T., G. Dell’Ariccia, K. Habermeier, T. Mancini-Griffoli and F. Valencia, “Monetary Policy in the New Normal”, *IMF Staff Discussion Notes*, No.14/3, 2014.

[2] Issing, O., “Forward Guidance”, *SAFE White Paper Series*, No. 16, 2014; Taylor, J., “Can We Restart the Recovery All Over Again?”, *American Economic Review*, 106(5):48-51, 2016.

[3] Humpage, O., “The Fed’s Yield-Curve-Control Policy”, *Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary*, No. 2016-15, 2016.

[4] Ross, M., “‘Operation Twist: A Mistaken Policy?’”, *Journal of Political Economy*, 74(2): 195-199, 1966.

[5] Swanson, T., “Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset Purchases on Financial Markets”, *NBER Working Papers*, No. 23311, 2017; Salachas, E., N. Laopodis and G. Kouretas, “The Bank-Lending Channel and Monetary Policy during Pre- and Post-2007 Crisis”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 47(C): 176-187, 2017.

（四）政策的有序退出

量化宽松和扭曲操作政策下，各国中央银行主要是购买长期债券，中央银行资产期限错配的加剧使其面临的风险暴露进一步加大。一旦经济开始强劲复苏，在通胀压力下中央银行不得不开启加息和货币政策正常化，将不可避免地推高长期债券收益率，本身就意味着中央银行资产的缩水并侵蚀中央银行资本金，这将增加决策的难度。^[1]如果中央银行由此延缓了货币政策正常化的进度，很有可能由于通胀压力而不得不导致政策超调，而过快加息又很有可能引发新一轮经济低迷。对于养老金、保险公司等金融机构而言，长期利率上升将严重影响其资产净值和清偿能力，甚至有可能导致类似于因利率期限错配而引发的S&L危机的全行业风险。因此，有序退出盯住收益率曲线政策并补偿投资损失，对货币政策和金融市场都是非常重要的问题。随着中央银行宽松政策的退出，金融市场定价体系和正常的期限溢价也将逐步恢复，这都会对长期收益率走势产生明显影响，中央银行与市场的沟通及与财政部门的协调配合至关重要。从美联储目前的货币政策正常化进程来看，在联邦基金利率足够高于零利率下界之前，美联储一直保持了资产规模的稳定，财政政策是美联储货币决策中需要考虑的非常重要的因素。为了防止再次出现2013年由于希望调整中央银行资产负债表而引发的市场大幅波动和长期利率上扬的“削减恐慌”，美联储针对资产负债表规模与长期利率的关系进行了大量深入研究，并就缩表原则和路径与市场进行了大量沟通。^[2]

对中国的政策启示

从历史上看，现代中央银行自诞生以来始终高度关注短期利率调控。特别是，1980年代以来，隔夜利率被认为是最好的货币政策操作目标，成为各国最主要（甚至是唯一）的政策目标和调控手段，即使是全球金融危机后，隔夜利率仍是各国最主要的政策目标。^[3]通过对美国和日本收益率曲线作为操作目标和扭

[1] Sims, C., “Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence”, Luncheon Address at the Jackson Hole Symposium, August, 2016.

[2] Powell, J., “Thoughts on the Normalization of Monetary Policy”, *Speech at the Economic Club of New York*, June, 1st, 2017; Brainard, L., “Transitions in the Outlook and Monetary Policy”, *Speech at the John F. Kennedy School of Government*, Harvard University, Mar. 1st, 2017.

[3] Sellin, P. and P. Sommar, “The Riksbank’s Operational Framework for the Implementation of Monetary Policy: A Review”, *Riksbank Studies*, March, 2014; Bindseil, U., “Evaluating Monetary Policy Operational Frameworks”, Paper for the Jackson Hole Symposium, August, 2016.

曲操作政策实践的分析可见，战争和危机背景下的经验并不适用于经济正常情形，压低长期利率相当于财政赤字货币化，不利于货币财政政策的协调并可能损害中央银行独立性，容易挤出私人部门投资，不利于经济复苏和增长，中央银行政策有序退出更加困难。总的来说，以收益率曲线作为操作目标的货币政策在实践中存在很多问题，政策弊端可能大于好处。特别是，从全球金融危机后日本银行的非常规政策顺序来看，由最初恢复零利率和量化宽松，到QQE政策并不断扩大数量目标，再到负利率政策，直至收益率曲线控制政策，可以说，以收益率曲线为操作目标的货币政策是穷尽各种政策可能后不得已的政策选择。因此，收益率曲线控制政策不一定符合经济金融仍处于正常发展轨道上的中国。

经过近二十年的发展，中国金融市场具备了足够的市场广度和必要的市场深度，金融机构已具备了较强的市场化利率定价和风险管理能力，利率传导机制日益畅通有效，已基本具备了向利率为主的货币价格调控模式转型的必要条件。^[1]应当认识到，包括收益率曲线控制政策在内的非常规政策手段，主要是在全球金融危机巨大冲击下由于零利率下界问题而开展的政策创新。随着经济的强劲复苏和根本性好转，在加息和货币政策正常化过程中，逐步收缩中央银行资产负债表规模并优化资产结构，以隔夜利率作为最主要（甚至唯一）操作目标，再次成为包括美联储在内所有中央银行的共同方向。^[2]因此，以隔夜利率作为最主要（甚至是唯一）政策目标利率这一全球金融危机之后的常规货币调控方式，应是中国价格型货币调控模式改革的政策方向。今后，在完善公开市场操作、健全利率走廊机制、改进存款准备金管理方式、优化创新性货币政策工具的同时，应更好地加强与市场的沟通，有效引导市场预期，提高货币政策有效性。中国应尽快明确利率市场化条件下的短端隔夜政策目标利率，择机取消存贷款基准利率手段，完善金融机构存贷款利率定价机制，放开利率衍生品市场准入限制，通过金融市场提高金融机构的利率风险管理能力，逐步实现金融市场利率与存贷款利率并轨，探索能够确保物价产出稳定的符合中国实际的利率决策规则，更好地推进货币政策操作框架转型，从而促进经济金融长远健康发展。^[3]

[1] 张晓慧：“货币政策的发展、挑战与前瞻”，《中国金融》，2015年第19期，第28~30页；马骏、纪敏：《新货币政策框架下的利率传导机制》，中国金融出版社，2016年。

[2] Yellen, J., “The Federal Reserve’s Monetary Policy Toolkit”, *Speech at the Jackson Hole Symposium*, Aug., 26th, 2016.