

# 直升机撒钱手册

2017-08-15 05:36:32

加入[见智研究所的见识圈子](#)，如果您喜欢见智研究所的内容，欢迎订阅[见闻研究](#)（此为华尔街见闻见智研究所独立管理的付费特辑），了解我们的特辑请[点击这里](#)。

摘要：

「在私人去杠杆周期中，如果旨在刺激私人信贷需求，货币政策将在很大程度上无效。重要的不是货币刺激本身，而是货币刺激是否与财政刺激协同（即直升机撒钱政策），以及货币政策的沟通策略是否可以在私人部门去杠杆期间帮助财政当局维持刺激。财政主导地位（Fiscal Dominance）与中央银行独立性（Central Bank Independence）在长周期中循环往复，并成为了私人部门加杠杆及去杠杆化周期的映射。（即财政主导时期，私人部门往往在去杠杆；中央银行维持独立性时期，私人部门往往在加杠杆）」

只要存在长期的债务周期，中央银行独立性将只是一个节点，而不是最终目的地（not destination）。

在长期的私人部门去杠杆周期中……

1. 货币政策无法独自发挥作用，因为私人部门不会对货币刺激作出积极的反馈，因为他们已经负债累累。
2. 但财政政策在此时是高度有效的，却不得受制于一些政治上的约束——比如债务上限（债务/GDP比率）。
3. 货币-财政协同政策（即直升机撒钱）在此时可以发挥正面的作用，两者可以互相解决对方面临的问题。
4. 财政部门可以解决货币政策无效的问题——即没有人愿意借款，财政部可以在此时借款，成为“最后借款人”。

5. 货币政策可以解决财政部门的问题，即存量债务积累过多，货币政策可以将这些债务货币化（即印钱）。
6. 通过这种主权层面的“粉饰”，财政部门的借款能力被央行的资产负债表所解放，央行的刺激能力反过来被财政部的借款所加强。
7. 因此，货币政策需要打消公众对政府高负债水平的疑虑。
8. 而财政刺激得以改变私人部门的名义收入，反过来促进私人部门的去杠杆进程，进而解决货币政策的问题。
9. 最后，这种协同政策与央行的通胀目标（或GDP目标）也不矛盾。

然而，前述的视角与传统的视角是不同的，在看待长期的私人部门去杠杆周期中乏力的增长以及持续地通缩风险这一问题上。本文采取的是资产负债表本位的，通过跨公共、私人部门的财务平衡的视角。而不是传统的高通胀预期对实际利率的影响，以及相应的刺激效果。（对私人部门借款以及去储蓄的影响）

因此，在货币-财政协同的框架下，通货膨胀目标只是一种承诺机制——即通向终结的手段（即中央银行协助财政部门维持刺激措施，直到消除通缩风险）。相比之下，在通胀目标的框架下，通胀目标不仅仅是手段，而是成为了目的本身。

两个框架都旨在实现更强劲的经济增长，并降低失业率，提高通货膨胀水平，实现这些目标需要通过不同的政策工具，重要的是，使用工具的顺序也很重要。

在协作框架下，中央银行要明确表示将成为财政部门刺激经济增长的合作伙伴，两者直接作为债权人以及债务人（借款者）来刺激经济增长，并消除通缩。

而在通货膨胀目标框架下，中央银行首先需要激发负实际利率的预期（比如承诺长期低名义政策利率，买入长期国债或将就业目标优先于通胀目标），并指望私人部门成为合作伙伴，开始“去储蓄”并借款来刺激经济——该策略本身也是目标的一部分。

事实上，近年来有关中央银行合意政策目标的争论，以及工具创新（工具不再正统）与中央银行反馈函数的再校准，都起源于中央银行的挣扎——即可信地达到其通胀目标以及就业目标。

哪个框架会最终兑现仍不明朗，但在本文中，我们认为：不通过财政 - 货币协同来加强的简单通货膨胀目标框架将会失败。

若从财政和货币当局综合资产负债表的角度看，两种框架看起来都一样。然而，如果讨论资产负债表，一些分析认为，在讨论资产负债表框架时，需要中央银行“可信地承诺不负责”（见克鲁格曼）来催生通货膨胀和负实际利率。

这是错误的，在资产负债表框架下，不负责任对于货币政策如何能够帮助财政部门也不负责任提供了重要的见解。

这是至关重要的，因为财政“不负责任”（即在巨大赤字存量时维持大额赤字）实际上可能要比货币政策处于ZLB时不负责任更重要，因为负实际利率的策略可能不会在去杠杆时期促使私人部门加杠杆。这一事实几乎得不到认同。

同样的，对于财政扩张的主张往往会忽视债务/GDP比率过高带来的政治阻碍。

综合的政府政策负债表视角（即我们提到的协同框架）提供了一些新的观点，即如果在ZLB附近时中央银行通过沟通策略来消除这些阻碍，并帮助财政部门借款。

这种方法亦助于理解为何金融抑制在当下处理债务积压问题时没有以前那样有效：尽管负的实际利率确实减轻了政府和私人部门的债务负担，他们只能在边际上帮助经济增长。二战后通过金融抑制实现公共债务减免的一个关键因素是私人借款（背后受利率抑制支撑）的增长。在当下则不具备这个条件。我们需要找到其他条件来取代。

我们意识到政策的“all in”会面临政治上以及制度上的约束，尤其在正统经济学定义下前所未有的激进货币政策带来的积极收益非常小的前提下尤其是如此。我们预计未来政府的政策路径可能是通向财政-货币协同，即直升机撒钱。尽管中央银行可能会担心财政支配地位，但却无法避免。

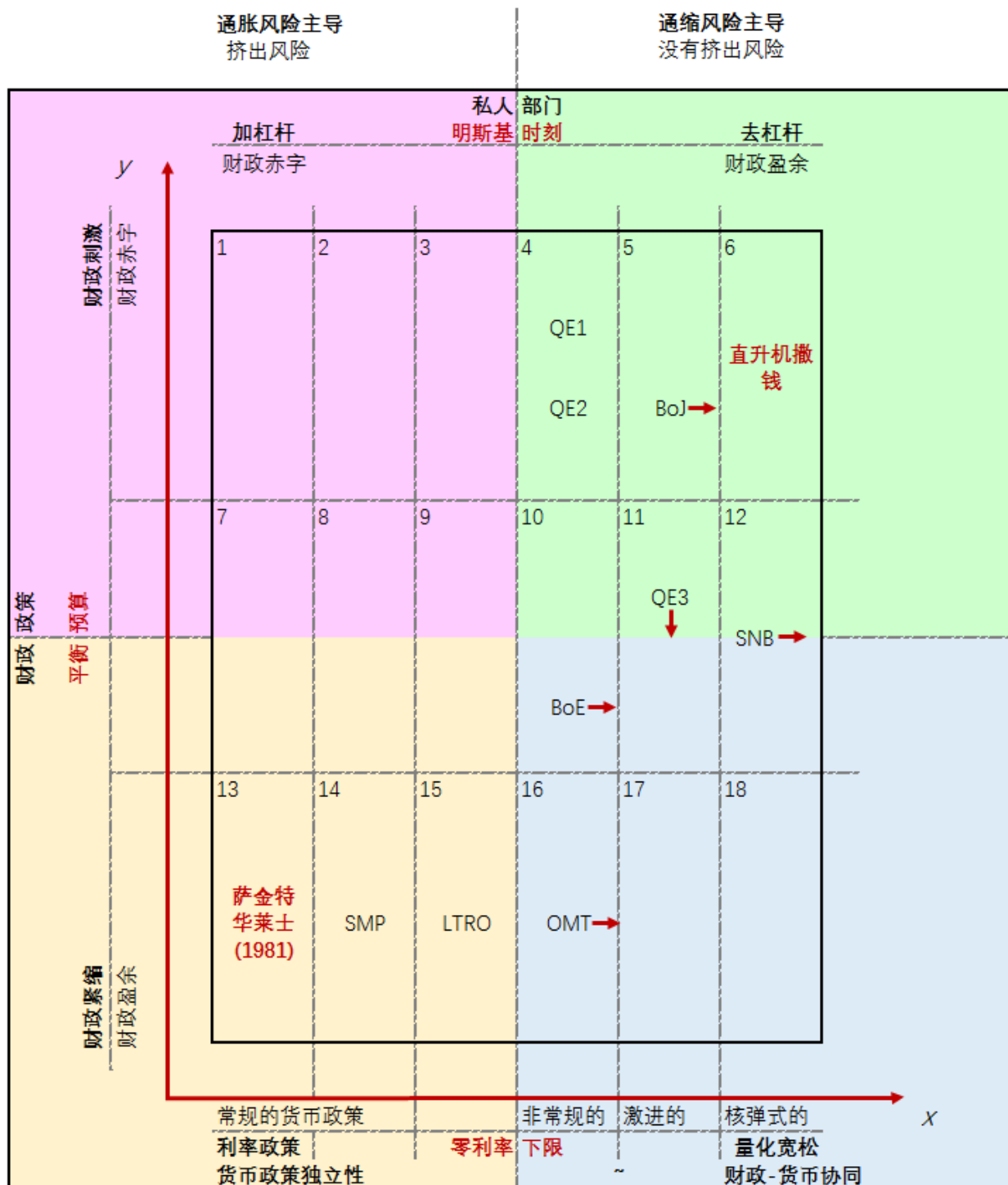
财政主导地位与中央银行独立性在长周期中循环往复，并成为了私人部门加杠杆及去杠杆化周期的映射。（即财政主导时期，私人部门往往在去杠杆；中央银行维持独立性时期，私人部门往往在加杠杆）

影子银行体系的图表是为了了解一个长期的私人部门加杠杆周期（明斯基周期）的信贷流动的复杂性，本文提供的图表——非正统的政策选择图表是为了理解长期私人部门去杠杆周期的政策选择（逆明斯基周期）。

根据这张图表，我们的结论很不乐观。货币理论的正统理论正在逐渐被推翻，财政紧缩和平衡的预算的正统观点仍然根深蒂固，这将使得发达经济体陷入更大的产出缺口迟滞甚至更糟的状态。

首先，我们的论文观点适用于可以以本国货币发行债务的大型相对封闭的先进经济体，拥有货币主权（即债务货币化的能力），享受对全球债务工具的相对稳定的需求，投资者充裕（美国，英国，日本和欧元区的债权国）。我们的论文不适用于以某种形式锚定货币的小型开放经济体，这使得他们无法随意印钞（例如匈牙利和外围欧元区国家）。

第二，我们的论文集中在如何促进增长的问题。我们把关于财政货币协同的历史案例和政治危机的讨论放在即将到来的工作上。直升机撒钱的政治风险不应该过分夸大。如果政治进程能够承诺中央银行的独立性和低通胀目标，那么在去杠杆化期间进行债务货币化的想法是合意的。



(1) QE沟通：

透明度 与 永久性  
低 ~ 高

(2) 债务/GDP影响：

↑ ~ ↓

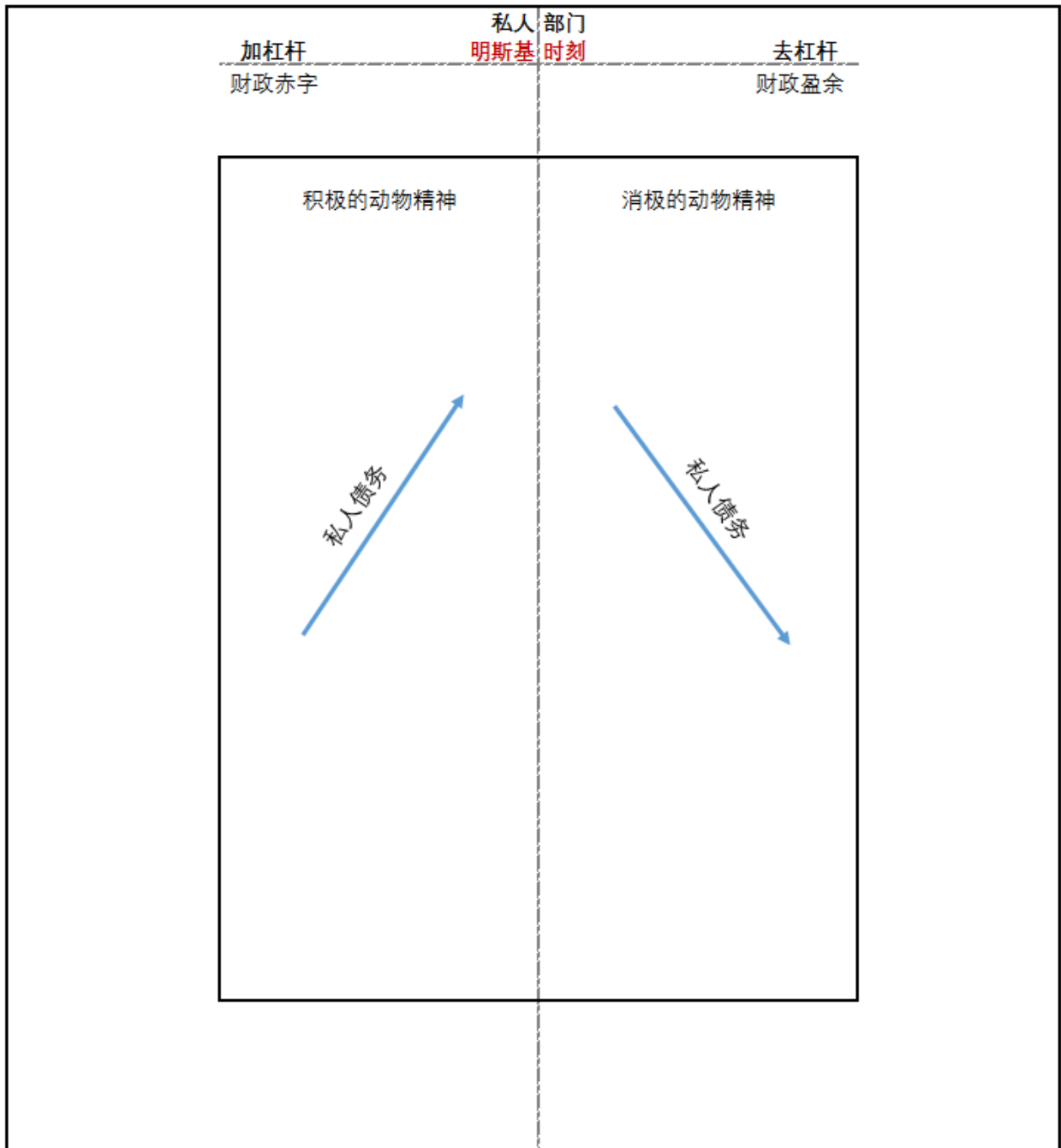
(3) 李嘉图等价：

是 可能 否

来源：Paul McCulley, Zoltan Pozsar, 见智研究所译

## 2. 长期债务周期

下图2中，我们描绘了私人部门对债务的一般态度以及动物精神的一般情势。图的左半部分与长期私人杠杆周期并行，此时，私人部门选择借款并减少储蓄，而右半部分展示了与长期私人去杠杆周期并行的情况，此时，私人部门选择削减债务并增加储蓄。



来源：Paul McCulley, Zoltan Pozsar, 见智研究所译

长期债务周期的核心驱动力是资产价格，而资产价格是由动物精神以及利率所驱动的。动物精神与借贷两方都相关，两方协力决定了信贷需求以及信贷供给。

从加杠杆到去杠杆的切换是二元的，并且是由支撑贷款的资产价格崩溃所触发的。

图中的私人部门加杠杆周期转折点被熟知为“明斯基时刻”，后文缩写为MM。

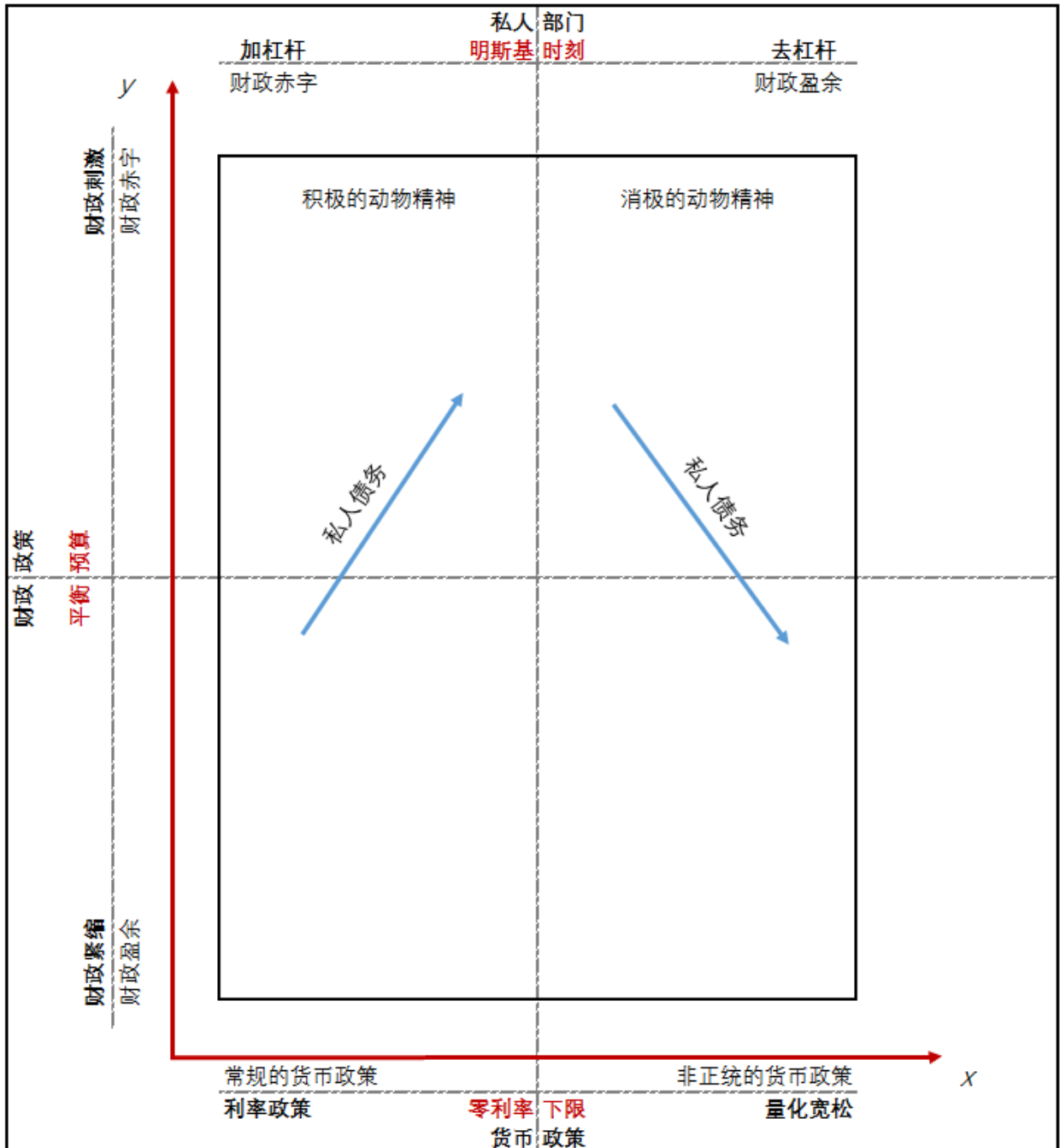
宏观经济理论以及决策者通常假定私人部门总是处在加杠杆的模式当中，但事实情况并非如此。

图3当中我们添加了财政政策与货币政策两大维度。

x轴代表货币政策，y轴代表财政政策。两轴的交叉点代表最为紧缩的经济情况，利率处于高位且预算处于盈余状态。

货币政策越向右越宽松，财政政策越向上越宽松。y轴，财政政策轴的中间点是“平衡预算”，后卫缩写为BB——在这一点上，财政政策处于中性状态（即无赤字亦无盈余）。经过BB点的直线分割了南北两半。在线的北半边，财政政策处于扩张状态（刺激），南边则代表财政政策是收缩状态的（紧缩）。

在x轴的中点，是零下限约束，后文称为ZB——这是货币政策利率的空间限制。经过ZB点的直线分割了东西两半，在西半边，货币政策是常规的：主要通过调整短期利率（为正）。而东半边则是非正统的非常规货币政策，政策利率为0，定量政策（印钱或者QE）成为了主要工具。



来源：Paul McCulley, Zoltan Pozsar, 见智研究所译

中央银行非常熟悉西边的操作策略，在加杠杆周期中管理经济。但对于东边的情况则不够熟悉，即在去杠杆周期的大背景下管理经济。

所有的二战后的大型发达经济体的商业周期都是在长期的私人部门加杠杆周期中完成的。而除了大萧条、日本失落的二十年以及当下发达国家的处境以外，我们几乎找不到长期私人部门去杠杆周期的大背景。

### 3.时变的政策重点

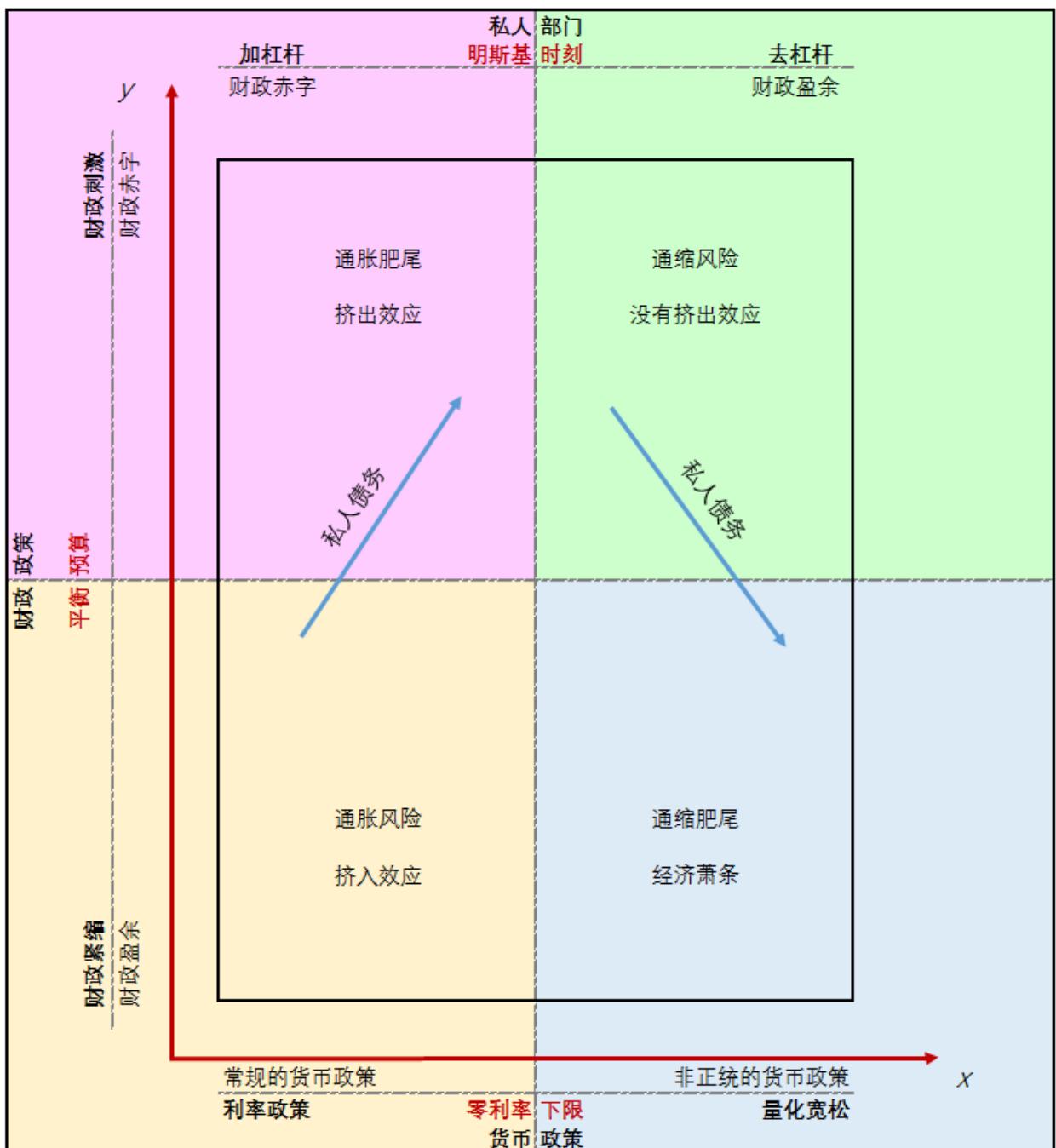
两个轴的两个中点，BB和ZB将图切分成了四个象限。请看图4。



为了区分四个象限，我们首先设问私人部门是出于长期的加杠杆还是去杠杆模式以及相应配对的财政政策姿态和私人债务动态。我们随后着重于每个象限的政策考量以及货币政策的反应。

在紫色的象限（西北）中，私人部门以及政府部门同时存在财务赤字。这种配置可能会带来挤出风险以及通胀肥尾风险。

此时货币政策的反应是紧缩——直到通胀风险消退或是政府学会了一些不怎么合意的货币主义算法。结果可能是周期性的衰退，但并没有影响到私人部门的动物精神以及长期的杠杆周期。当政策利率降低以后，私人部门加杠杆周期恢复——货币政策是有效的。新的商业周期启动，但此时政府部门受到了央行的纪律约束，财政赤字被消除。因此，在黄色的（西南象限）中，私人部门仍处于赤字状态，而公共部门则开始盈余。



来源：Paul McCulley, Zoltan Pozsar, 见智研究所译

在这个境况内挤出风险不存在，财政盈余甚至可能带来“挤入”，私人部门借款可能会增加（如果财政赤字下降，国债收益率曲线下行，则私人部门会受益。 ）。

但倘若此时的货币政策的宽松维持太长时间，信贷催生的资产价格泡沫可能悄然生长。而当利率开始（不可避免地）上行以后，泡沫破灭，资产价格崩溃。这使得动物精神变得消极，私人部门倾向于在此时修复自身的资产负债表。

这最终使得经济将切换到长期的去杠杆周期当中，此时净私人信贷需求变为负值，私人部门追求超长期的资产负债表修复过程。

中央银行做出的反应是降息，但徒然无功，因为光靠零利率是无法逆转为负的净私人信贷需求的。在失去了刺激政策的“伙伴”以后，货币政策无法依靠自己来管理经济增长。最终跌入“流动性陷阱”之中。我们的图表切换到了绿色的象限中的模式（东北）。

在绿色象限中，私人部门处于盈余状态（去杠杆中），而政府则处于赤字状态。政府的赤字可能并不一定代表积极的财政政策，而仅仅是让自动稳定器发挥其作用。此时也不存在挤出效应，因为私人部门在还债期，政府成为了资金的孤独需求者。

通胀风险逆转为通缩风险，这取决于财政政策在多大程度上抵消了私人部门的储蓄。

当政策利率触及0，中央银行只能祭出非正统的非常规货币政策，通过数量化政策，但仍然徒然无功。在去杠杆期间，这些非常规货币政策也无法刺激私人部门的信贷需求，自然也无法刺激经济增长。

如果财政部门不抽走（借走）私人部门增加的储蓄，并重新配置到经济中，经济增长——即对于私人部门去杠杆能力最重要的唯一因素（即降低债务/GDP比率），会崩溃。这里我们不得不强调一下财政政策在私人部门去杠杆周期内作为“最后借款人”以及“最后支出者”的重要角色。

但是，长期维持财政赤字（与私人部门去杠杆并行）在和平时代内存在政治上的困难。如果公众主张紧缩，且此时私人部门仍在去杠杆的话，我们就迈入了蓝色的象限。在这个象限内，私人部门以及公共部门都存在财务盈余。而两者都处于储蓄状态最终会使得凯恩斯的“节俭悖论”浮现出来。此时主导的宏观经济风险转变为了经济衰退以及通缩肥尾风险（同样没有挤出风险）。

货币政策的反应可能是通过QE来进行刺激，但由于此时没有借贷者，政策无效。

决策者理应避免进入蓝色象限，至少保证经济体系内有一个部门处于借款以及花销的状态。

但货币政策只能横向地移动而不能纵向地移动（即促使公共信贷需求升温）。

换句话说，货币政策只能影响信贷价格，但无法决定信贷需求。

这意味着需要财政政策的决策者来改变现状，规避蓝色象限。

只要财政政策的决策者让政策处于BB“北面”，直到私人部门摆脱去杠杆周期。就可以规避蓝色象限，如果财政政策予以配合，对于货币政策的问题就在于绿色象限内应该使用何种类型的货币政策。

## 4.非常规货币政策

我们已经证明货币政策并非无所不能的。在私人部门的去杠杆周期中，致力于刺激私人部门信贷需求的常规/非常规货币政策都不太见效。这意味着理想的货币政策需要在“截然不同的观念中”才可起效。

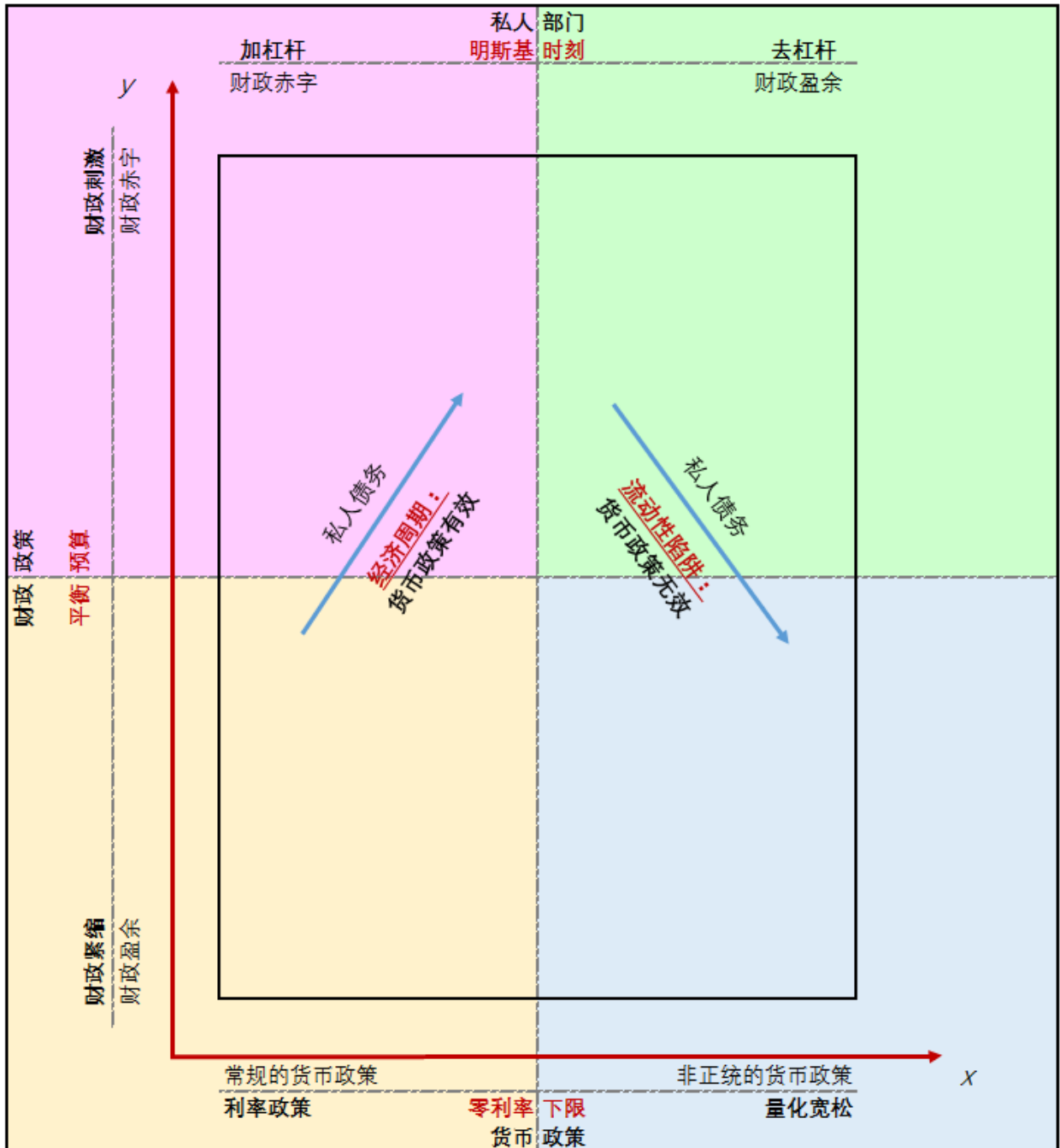
得出这一结论在真实世界中需要走一系列“流程”，货币政策需要历经多轮的实验与试错。

在这个流程中，它探讨了诸多的非正统政策组合。

首先，货币政策转向“非常规”。这一步即迈入单纯的资产购买——或单纯的QE。此处，中央银行所声称的QE的目标是降低收益率并提升权益价格，以刺激私人部门借贷。这说明中央银行仍然（错误地）以为私人部门仍处于图中的加杠杆半区中。当非常规政策明显无效时，货币政策将变得更为激进。

这一步意味着央行在资产购买的同时将改变其反应函数。此时，QE的目标并没有改变，但是央行承诺将持续实施QE，哪怕经济复苏已经可自持。这意味着央行的政策目标中，增长目标的地位高于通胀目标了——也可以被称为“逆沃克尔时刻”。

当这一类政策也被证明无效时，货币政策将最终迈向“核弹式”。

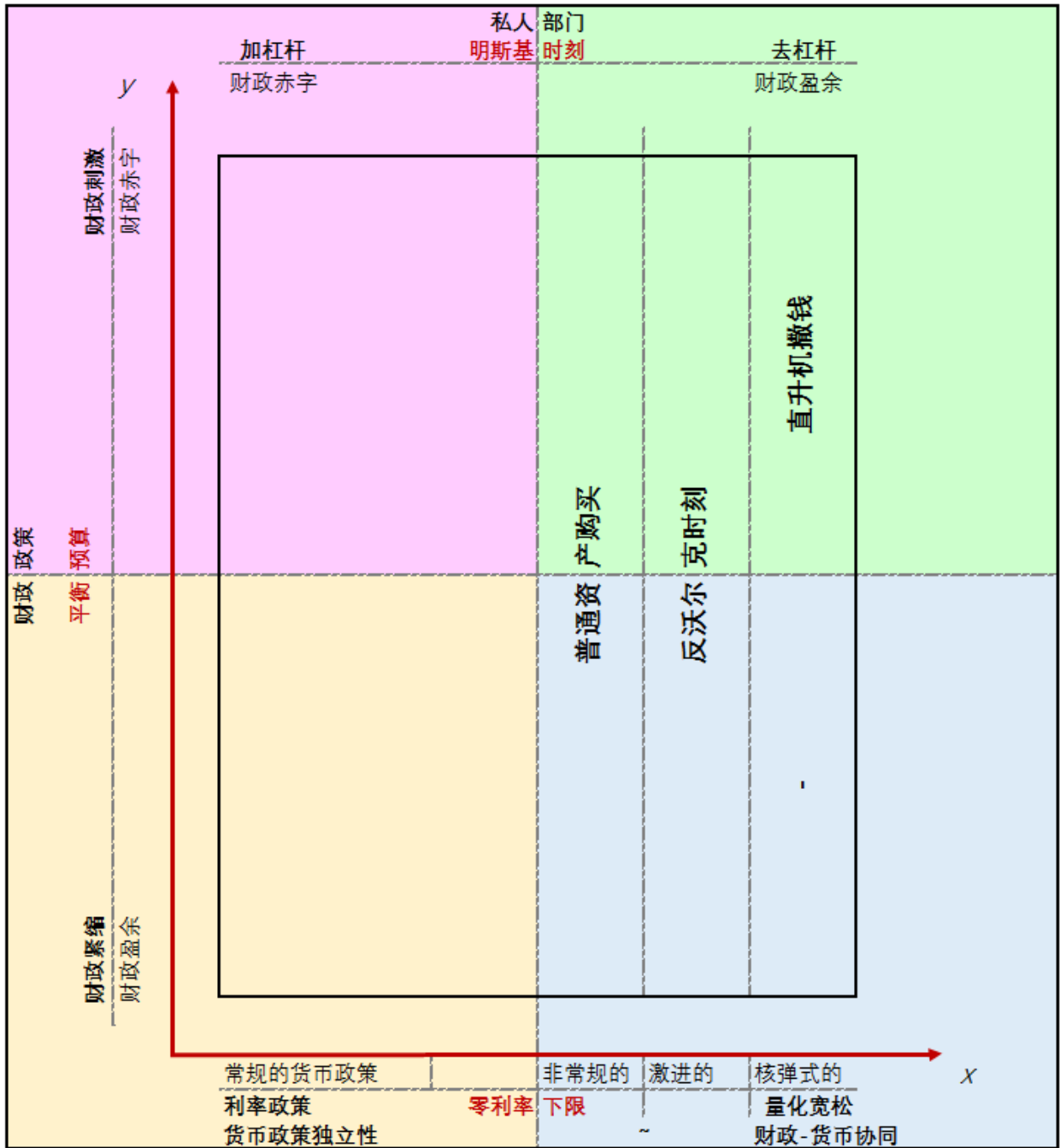


通胀风险主导  
挤出风险

通缩风险主导  
没有挤出风险

来源：Paul McCulley, Zoltan Pozsar, 见智研究所译

与前两者都不同，核弹式的货币政策并不要求央行是独立且无涉于财政政策的立场的，这意味着财政扩张将于货币政策相结合——也就是财政-货币协同。这类政策的目标在于支持财政当局提升名义需求，而不在于刺激私人部门借贷。



通胀风险主导  
挤出风险

通缩风险主导  
没有挤出风险

来源：Paul McCulley, Zoltan Pozsar, 见智研究所译

当中央银行行至此路时，它已经意识到：

- (1) 私人部门正处于去杠杆周期；
- (2) 依靠自身的货币政策（在没有私人部门借款者响应其刺激政策时）做刺激是无效的；
- (3) 在私人部门去杠杆的同时维持对财政扩张的支持是最优选项，以刺激经济增长来消除松弛和通缩压力。

核弹式政策就是所谓的“直升机撒钱”和“货币化融资的财政刺激”。

与其他形态的QE不同，直升机撒钱可以明确地提升名义需求，促进经济增长，削减松弛。

但是，由于这个选项意味着央行将彻底放弃其政策独立性，因此央行势必会在其它选项耗尽且被证实无效的前提下才可能会调用这个选项。

象限图中的右上象限（绿色区域）就是该选项。

货币政策在该选项中，自愿地采取支持的立场，而不是经济管理中的主导立场。在流动性陷阱中，货币政策必须在“截然不同的观念中”的有效。

在一个深陷于流动性陷阱的环境中，令人不悦的货币主义把戏（即货币政策要约束财政政策，避免过度刺激）终被同样令人不悦的凯恩斯-明斯基逻辑（货币政策需要支持财政政策进行刺激）所替代。

## 5. 处于流动性陷阱时的沟通策略

可是，为什么财政当局需要货币当局的支持呢？

除了提供低利率的环境以外，还有什么样的支持形式可以执行呢？

我们在之前提到，当私人部门处于去杠杆进程时，财政刺激是避免衰退的重要手段。但我们也提到，在和平时期时保持大规模的财政赤字在政治上很困难。当一国的债务/GDP比率已经处于高位时尤其是如此；如果私人部门去杠杆的需求很强烈，那么此时启动财政刺激可能会使得债务/GDP比率翻倍，该比率的未来预测水平也会变得不可持续的高。

在这样的预设条件下，仅依靠低国债利率可能不足以让政府启动财政刺激。当债务/GDP比率过高且处于升势时，政治压力会加剧——人们会质疑财政刺激，惧怕“希腊化”和本国债务违约，此时，评级机构也会带来下调评级的压力和风险。

直观地说，政治压力将迫使经济从合意的绿色象限转向令人沮丧的蓝色象限。1937年的那段历史就是政治压力的例证。

日本后泡沫时期的持续衰退完全可以归咎于财政政策上的决策。而当前美国的财政悬崖、英国和外围欧洲国家的紧缩政策也是一种例证。

有关李嘉图等价的争议往往都是由财政紧缩主义者所声张的。他们认为财政刺激是无效的——居民部门不太可能花费因刺激（如减税）而得到的货币，更倾向于储蓄起来。这是因为当居民部门在当下看到政府部门的刺激导致政府自身出现债务积压的情况时，他们（居民部门）预计未来将不得不付出更多的税收——所以他们不会在即期（减税时）选择支出。据此逻辑，最优选择应当是在最初政府就不应该选择实施刺激。

但是，事实上在私人部门处于去杠杆模式时，这种假设的情况不太可能出现。

这是因为在去杠杆周期中，私人部门的现金流是受约束的，刺激得来的美元将被私人部门视为适宜的——这纾解了他们的现金流，且很有可能因此被花费。但即便这个假设实现，在刺激的过程中，债务/GDP比率仍然会上升，使得刺激难以维持。

在这种情境下，中央银行配合QE的沟通策略就相当重要了！我们在前文提到，货币政策必须在“截然不同的观念中”有效。而沟通策略就是差异所在，它决定了货币政策在流动性陷阱中得以有效。

沟通是非常重要的，因为在计算公共债务/GDP比率时，我们考虑的是公众持有的公债规模。也因此，只要是公共资金资助的财政刺激，债务/GDP比率总是会上升。但如果财政刺激的资金来源于央行（直升机撒钱），债务/GDP比率就永远不会增加。这是因为在看待财政和货币当局的资产负债表时，我们可以以并表的角度来看：财政部付息给央行时，央行会将利息转移给财政部。也因此，当国债由央行持有的时候，实质上是一种无息永续债。只要央行不将这些债券出售给公共部门时都是如此，也就是说，央行只要不退出QE，其持有的国债都是无息永续债。

这种央行操作确实冲销了一部分国债，而且是有效冲销，绝非一些权威学者声称的名义冲销。这也是货币当局通过沟通策略协助财政政策在高债务/GDP的条件下维持刺激的方法。

综上，在私人部门去杠杆周期时（尤其还伴随高债务/GDP比率），沟通策略应该向公众传达两件事。

（1）说清财政以及货币当局联合资产负债表受QE的影响——即债务货币化对债务/GDP比率带来的正面效果。

（2）通过货币化手段来永久印钱，巩固公众对债务/GDP比率好转的感知。

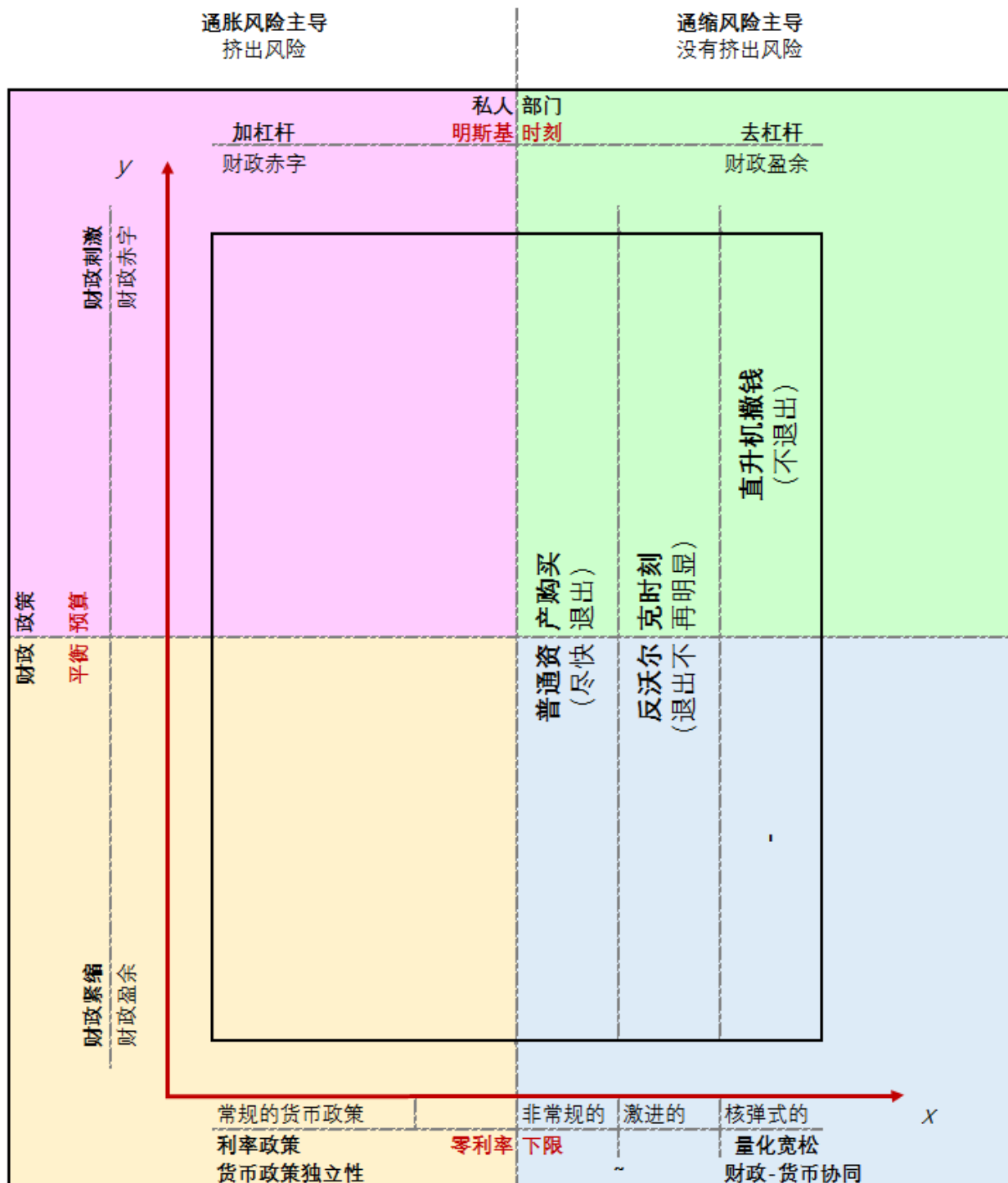
简言之，沟通策略的目标就是协助财政当局在不损害债务/GDP比率的前提下实施刺激。

非正统的货币政策在政策透明度和政策可持续性上存在不同之处。

- 对于非常规货币政策而言，政策透明度较低（公众不知道存在债务货币化），官员总是在讨论货币政策退出。
- 对于激进的货币政策而言，政策透明度与前者类似，但对政策退出保持缄默。
- 对于核弹式的货币政策而言，透明度极高，承诺对于债务货币化操作的永久性。

只有核弹式的货币政策在沟通策略上是合格的！但这并不意味着另两种政策就是一种浪费。





(1) QE沟通：

透明度 与 永久性  
低 ~ 高

(2) 债务/GDP影响：

↑ ~ ↓

(3) 李嘉图等价：

是 可能 否

来源：Paul McCulley, Zoltan Pozsar, 见智研究所译

只是因为央行只要稍稍修改一下措辞就可以转为核弹式的政策，并扭转预期。

也就是说，央行只需要承诺不再出售，并且在到期时再投资QE买入的政府证券就可以降低债务/GDP比率，以支持财政刺激，为财政当局博取政治空间。而至于核弹式政策应该被维持多久，或者何时“退休”，则取决于经济的情势——即考虑私人部门去杠杆情况以及公共债务/GDP比率的条件。

因此，基于债务/GDP比率的角度，将美国视为下一个希腊的观点并不完全正确，因为希腊并没有印钞权，或者说货币主权。两者千差万别，更不用谈美国还是全球储备货币的发行国……

这也意味着在目前的环境下，债务可持续性应该被更抽象地理解，而不是采取公共债务/GDP的比率的简单视角。

## 6. 美国的政策示意图

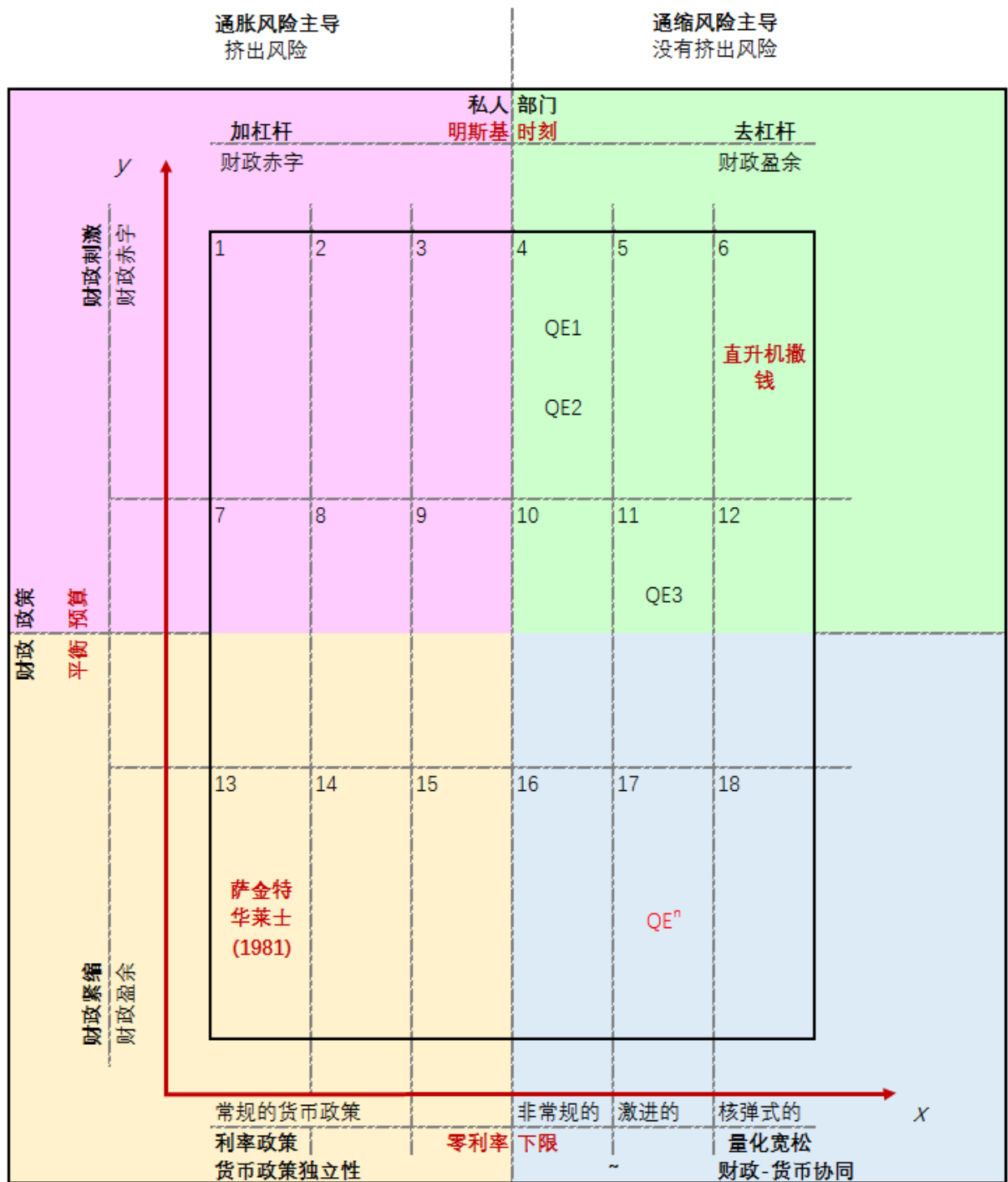
我们以美国为例，来探讨财政与货币政策的组合，请看图7，这张图被划分为了18个区块，这些区块方便我们定位矩阵中的各类政策组合。举例来说，区块6就是“直升机撒钱”，在这个区块中，财政政策与货币政策都处于最为宽松的状态，在对角线处的区块13就是“萨金特-华莱士”区块，此时，货币当局已经将令人不悦的“货币主义观点”灌输给了财政当局（即两者都紧缩）。

目前的美国处于私人部门去杠杆周期中。这使得处于矩阵右侧的政策组合变得尤为重要了。

QE1和QE2都罗列在区块4当中，这些政策适逢较深的财政赤字，私人部门在后危机时期在去杠杆中，这使得储蓄回流，转而服务了政府赤字。财政政策此时扮演的最后借款人和最后支出人的角色或多或少地冲销了私人部门储蓄冲动对经济的拖累，虽然经济相比于危机前失势，但财政当局仍然保障了经济的增长。

QE1和QE2只是普通的非常规货币政策，因为这类政策的目的在于刺激私人部门的信贷需求。中央银行此时的沟通策略在不断强调这类政策的临时性，并总在恰当时机下提到政策退出。因此，债务的货币化并未转变为实质性的美国公债比率下行。

QE3显示在区块11当中。QE3相比于QE1和QE2的纵向移动是因为财政政策的环境出现了变化，财政政策变得更加受限，使得QE3向平衡财政的方向移动。此外，QE3的水平位置也出现了变化。这是因为央行改变了其反馈函数，将QE3进化为相比于普通的非常规政策更为激进。但是，此时中央银行对持续的QE措施对公债/GDP水平的潜在正面影响仍然保持缄默，这种沟通策略较为含糊，也因此，债务货币化并未引致实质性的公债/GDP比率下行。随着财政悬崖问题的困扰，这意味着更多轮次的QE政策可能将在更为有限的财政空间中落实。这就是区块17呈现出的景象（蓝色象限），决策者应该对此有所规避。



(1) QE沟通：

透明度 与 永久性  
低 ~ 高

(2) 债务/GDP影响：

↑ ~ ↓

(3) 李嘉图等价：

是 可能 否

来源：Paul McCulley, Zoltan Pozsar, 见智研究所译

需要指出的是，在私人部门去杠杆周期期间，如果决策者旨在刺激私人信贷需求，货币政策（即使是激进的货币政策）也不会奏效。重要的不是货币政策刺激本身，而是货币政策刺激是

否能与财政政策刺激协同——问题在于私人部门去杠杆持续期间，货币政策是否以帮助财政当局进行持续刺激的方式来向公众沟通其货币政策。

这也意味着当前美国的政策组合路径是错向的。QE2以后政策应该向区块6的直升机撒钱移动，而不是向区块11和区块17移动。

## 7. 全球政策示意图

我们将示意图扩展至其他发达国家央行。欧洲的央行都处在极为财政紧缩的环境中（即处于蓝色象限内），而且货币政策尚未迈过激进区域。实际上，这也最终反映在了危机后的增长情况上。英国央行的资产购买工具是区块10的蓝色部分，在QE3位置的下方。这是因为在英国，财政紧缩措施更为严重。欧洲央行的OMT计划处在区块16，相比于QE3和英国央行的位置更靠下。

这是因为欧洲央行的资产购买计划与联储和英国央行的不同，后两者的资产购买计划并不具有财政约束这一附加条件，但是欧洲央行的资产购买的先决条件就是财政紧缩得以满足。

根据示意图，我们可以看到英国央行和欧洲央行都处在蓝色的象限，这不应该是决策者欲图涉足的区块。

糟糕的事，欧洲央行的OMT需要财政约束这一条件使得欧元区的外围国家将一直深陷蓝色象限，除非平衡预算的政治正统理念被抛弃。

当然，除了财政政策制定者对财政刺激的优点所持的哲观之外，其他一些重要的因素也可能影响特定国家在示意图上的象限区。

英国有采取紧缩财政的冲动是因为它有相对于其GDP规模较大的银行体系，所以必须为银行业可能出现的紧急情况提供财政缓冲，并维持其AAA评级，使其银行在全球舞台上保持竞争力。这可能使英国财政部不愿从蓝色象限迁移到绿色象限。

再举一个例子，欧洲央行存在债券买入的问题，因为欧元区没有公债，因此欧洲央行不知道应该货币化哪国的债券。而联储作为世界储备货币的管理者，就不存在这两个问题，因此，它无束地处在绿色象限内。

欧元区内财政-货币的正统观点得以被瓦解是一个好迹象，欧洲央行最近决定放弃折价买入的希腊国债的资本收益，这从而赦免了希腊的一些债务。

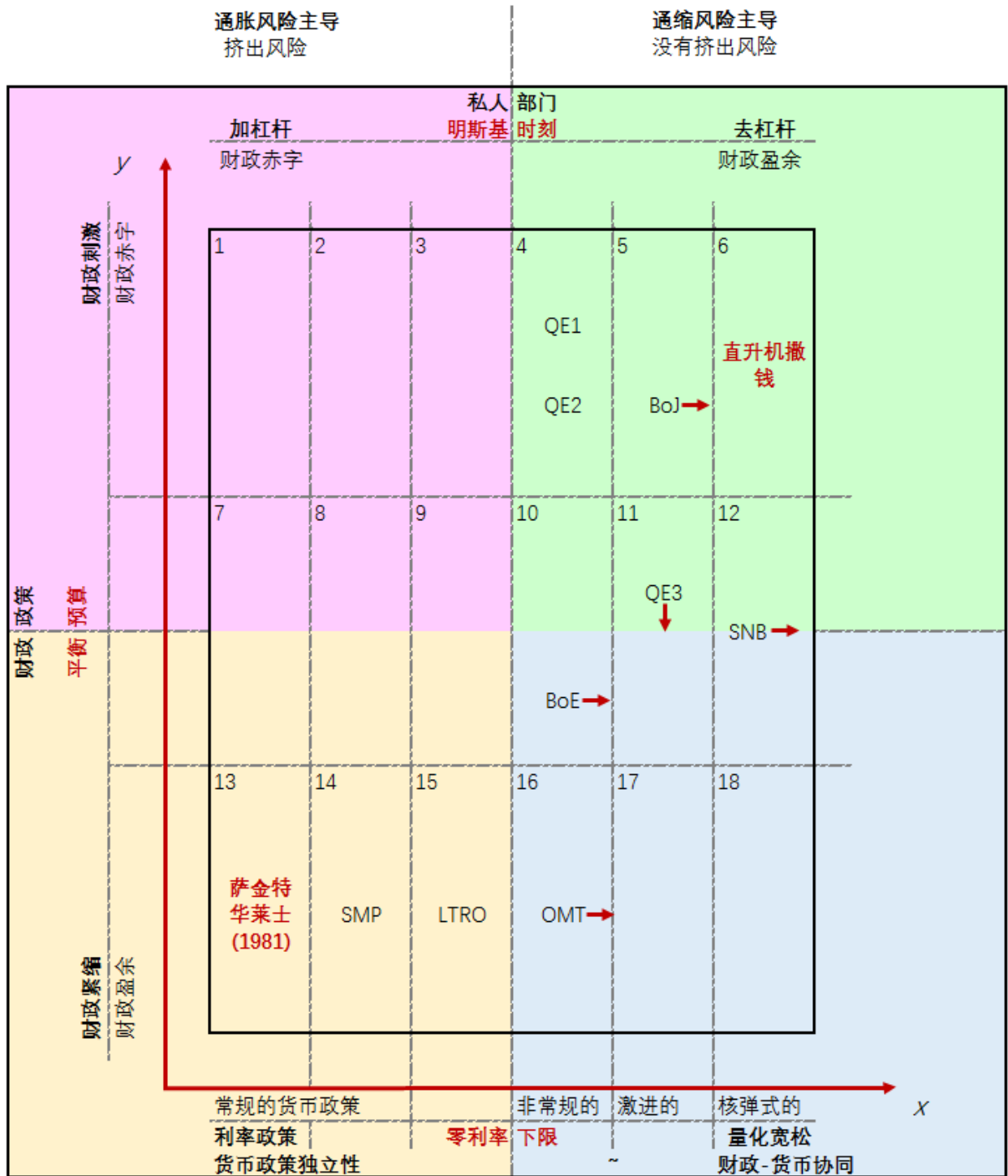
我们没有在图中展示英国央行的贷款融资计划（funding for lending scheme）。虽然这是一个财政-货币协同的例子，但它的目标是错误的。它假设（就像非常规措施和激进QE所犯的错误一样）私人部门并未处于去杠杆周期中，而是认为他们（私人部门）缺乏贷款，但事实问题出在没有信贷需求。如果确实是没有信贷需求，那么这个计划是不会成功的，财政-货币协同没有服务到公共部门借款，反而定位帮助私人部门，这是一个错误。

日本央行则处于联储上方的区块5，这是因为日本的财政赤字规模比美国更为庞大，重要的是，像联储一样，日本央行的QE措施也属于激进型。这是因为最近日本央行的政策反馈函数发生了变化，他们承诺在达到1%的中期通胀目标以前实施开放式的资产购买计划。此外，日本央行还表态“政府与央行共同努力面对挑战”，日央行一直是推动财政-货币协同最为激进的发达国家中央银行，以图“尽快克服通货紧缩，并在价格稳定的前提下回归到可持续发展的道路上”。“此外，日央行还声称“本行强烈希望政府大力推行加强日本增长潜力的措施”。

有趣的是，日本曾是唯一一个在去杠杆化负担下挣扎的经济体，并同时怯于使用非常规政策。而在当下，日本却走在了其他发达国家前面。尤其是安倍上台以后，他声称要提高通胀目标到2%，若通胀目标无法达到，还将使用直升机撒钱政策。

不幸的是，日本是公开承认并接受财政与货币协同优点的唯一发达国家。而所有其他主要国家的财政路径则片紧缩，紧缩浪潮可能导致全球经济衰退的风险在2013年中不可小觑。

瑞士银行处在区块12，与上述国家不同，瑞士很特殊，它是一个小型的开放经济体，因此汇率弹性（竞争）对它来说很重要。因此，瑞郎与欧元挂钩，并承诺以其资产负债表规模担保这一锚定目标，而这一政策对帮助国内需求和财政政策刺激来说没有太多关联。



(1) QE沟通：

透明度 与 永久性  
低 ~ 高

(2) 债务/GDP影响：

↑ ~ ↓

(3) 李嘉图等价：

是 可能 否

来源：Paul McCulley, Zoltan Pozsar, 见智研究所译

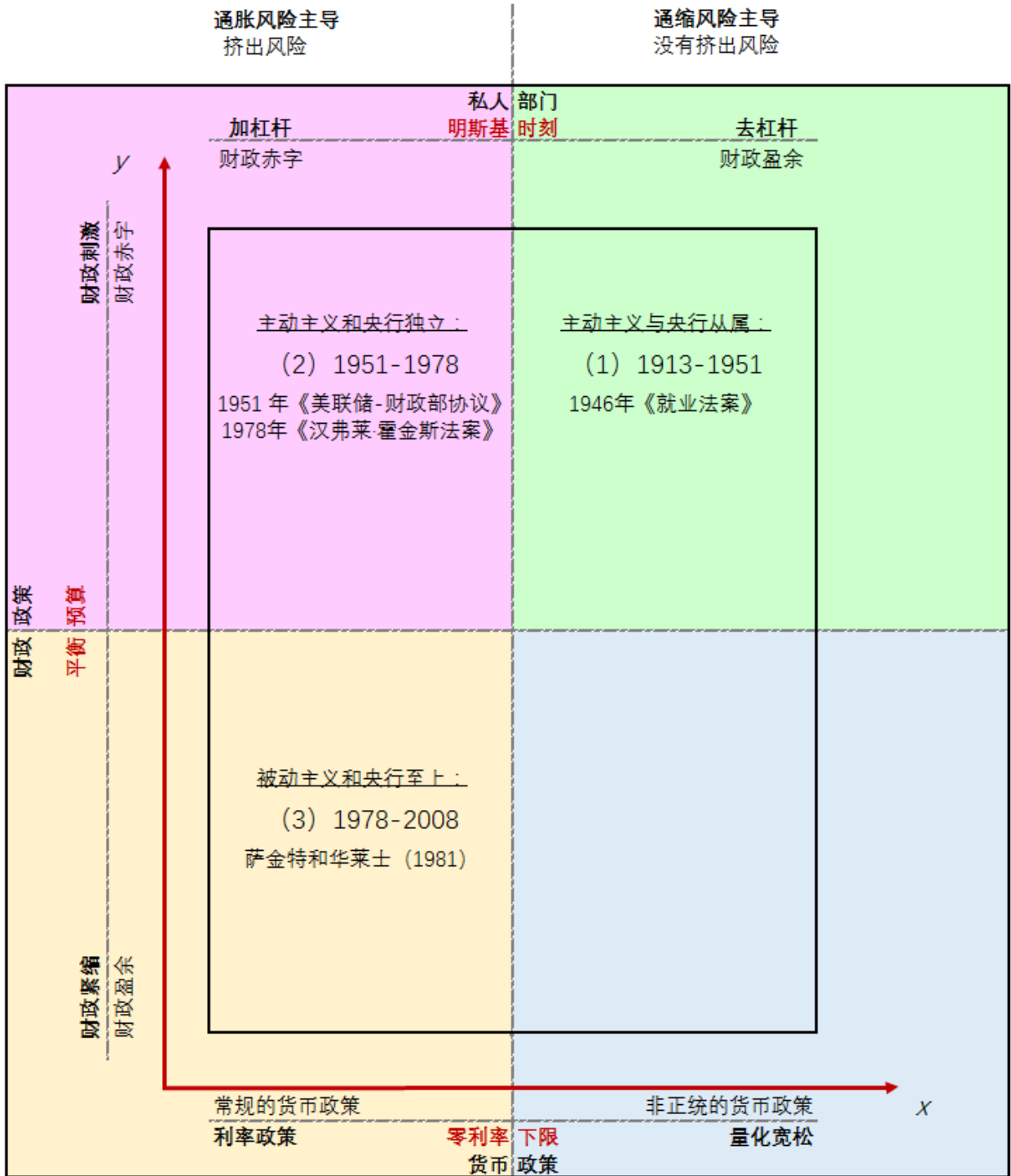
## 8.中央银行独立性与财政主导的周期

财政当局与货币当局之间的关系会随着时间的推移而动态变化。以联储和美国财政部为例，人们观察到其关系依赖于大环境……在战时，是去杠杆和通缩，而在平时时期，则是加杠杆和通胀。我们定义了三种关系——分别是，“包办婚姻”、“离异状态”以及“隔阂状态”：

（1）1913 - 1951年间（第一纪元），美联储大部分时间从属于财政部和总统办公室（在第一次世界大战，大萧条，二战和朝鲜战争期间）。这段时期是在绿色象限上。赤字往往是货币化的，国债利率是被锚定的。这是一个财政主动（积极）主义和货币从属的时期（非自愿的合作形式）。货币当局的低潮点是1946年的“就业法”，它赋予联邦政府，而不是美联储以管理经济的任务。1951年的“财政部-联储协议”则标志着美联储的“解放”。

（2）1951 - 1978年（第二纪元），其特点是财政主动（积极）主义和货币独立。这段时期是在示意图的粉红色象限上。在此期间，政策辩论是沿着货币主义和凯恩斯主义的路线开展的。凯恩斯主义者（由于战争成功而受到鼓舞）不情愿放开主导权，货币主义者（由美联储的独立所激化）渴望控制方向盘。随着二战以后的私人信贷热潮得以维持，凯恩斯政策广受欢迎，这导致挤出效应和通货膨胀——也因此，财政政策逐渐失宠。1978年的汉弗莱 - 霍金斯法案标志着这一权力转移的一个重要里程碑，这赋予了美联储权力。

（3）1978 - 2008年（第三纪元），特点是财政被动主义和货币的“至高无上”。在示意图的黄色象限中。在保罗·沃尔克（Paul Volcker）担任主席期间，在萨格特 - 华莱士（Sargent-Wallace, 1981）框架的背景下，浪潮从粉红色向黄色象限迁移了。



(1) QE沟通：

透明度 与 永久性  
低 ~ 高

(2) 债务/GDP影响：

↑ ~ ↓

(3) 李嘉图等价：

是 可能 否

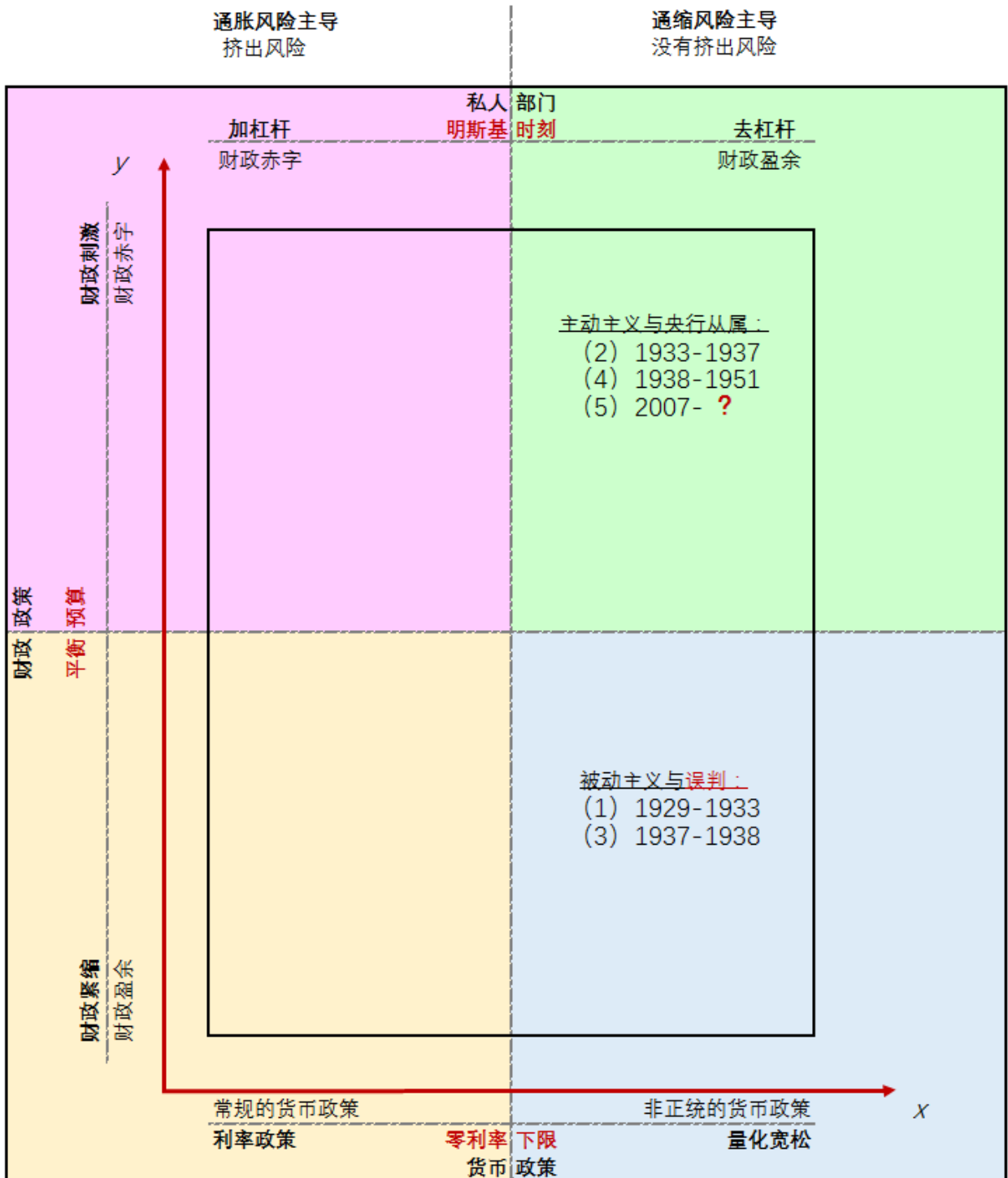
来源：Paul McCulley, Zoltan Pozsar, 见智研究所译

象限间的迁移很难平稳简单地过渡，而且主要由民主和技术官僚所驱动。比如在战时金本位时期，从黄色迁移到绿色的过程不是直线，而是由民主进程（从蓝色象限）完成的。



首先，在1929年至1933年间，财政政策比较紧，货币政策因金本位而受限。在私人部门去杠杆化的背景下，平衡预算，紧缩资金和固定汇率的正统政策推动经济进入债务通货紧缩的周期。财政消极（被动）主义和货币错判的结果是大萧条。而正统观念与民主的经济环境相抵触，所以正统观念最终被政治推翻了。因此，在1933年至1937年间，货币和财政政策得到缓解，政策制定者采取了非正统的政策结构，将经济拉升到绿色象限，并产生了复苏。这个时期的特点是罗斯福总统有效地夺取了中央银行的独立性，成为美联储事实上的主席。美元对黄金的贬值；放弃平衡预算教条，适应扩张性财政政策的立场；以及直升机撒钱的政策元素都证明了这一点。

第三，在1937年至1938年间，货币和财政政策再次出现紧缩，原因是对通货膨胀的担忧。这个政策错判时期 - 也就是所谓的“1937年错误”推动经济再次陷入萧条的深处。第四，在1938年至1945年间，直到1951年的“财政部-联储协议”的签署，货币和财政政策再次协同刺激，财政刺激是针对二战的军备投资，货币政策则承担了融资功能。在战争融资的帮助下，直升机撒钱得以重回经济工具箱。



(1) QE沟通：

透明度 与 永久性  
低 ~ 高

(2) 债务/GDP影响：

↑ ~ ↓

(3) 李嘉图等价：

是 可能 否

来源：Paul McCulley, Zoltan Pozsar, 见智研究所译

相比之下，疏离绿色象限（并回到粉红色和黄色象限）的过渡则是技术官僚主导的过程。这些进程的标志不是人与人之间的选举斗争，而是财政和货币当局之间的独立权力斗争。这些权力

斗争通常是担心通货膨胀和挤出效应（简而言之就是财政支配地位），最终标志着对中央银行行为的修订：...我们见证了1946年的“就业法”，1951年的“美国财政财政部 - 联储协议”，1978年的“汉弗莱 - 霍金斯法”，以及最近提出的2012年“稳固美元法”，旨在使美联储只有稳定通货膨胀这一唯一任务，而放手充分就业——这和美联储的双重职责相反。（充分就业/稳定通胀）

这里的教训是——中央银行的独立性不是静态的存在。相反，它是动态和高度依赖实际情况的：在战争期间，出现了通货紧缩和私人部门去杠杆，财政政策必然会成为主导；在平时时期，当私人部门加杠杆且出现通货膨胀的时候，货币政策必将成为主导。

这是与长期私人债务周期紧密相连的财政-货币关系的长期生命周期。因此，如果美国在2013年通过财政-货币协同，这将是联邦储备银行诞辰100周年的宝贵经验所带来的。

本文来自[Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation](#)