

## 第四章 未来的货币政策挑战

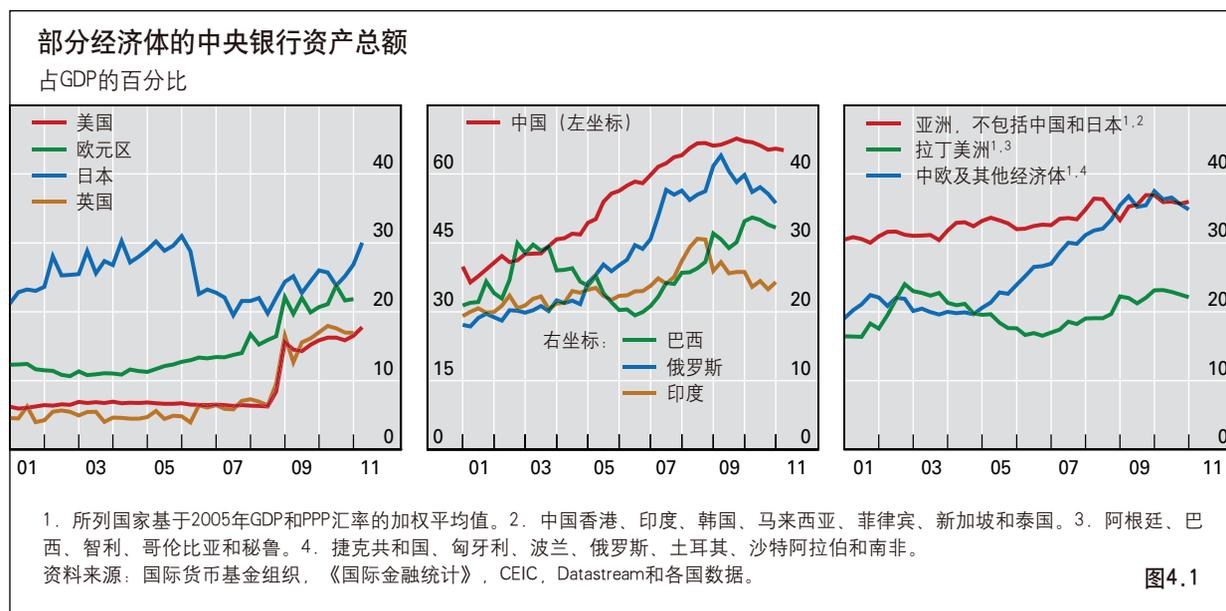
中央银行在长期实行宽松的货币政策之后面临巨大挑战。由于初级产品价格飙升，全球经济复苏面临产能约束，全球通胀压力快速攀升。这些通胀上行风险表明中央银行需要提高政策利率，但在某些国家，提高政策利率仍需均衡考虑私人部门和公共部门持续的资产负债表调整和金融部门脆弱性所带来的风险。

中央银行资产负债表史无前例的扩张，特别是近几年，使货币政策环境变得更加复杂。本章首先回顾了当前央行资产负债表的规模、复杂性及其影响。随后评估了这对价格稳定的威胁，以及其他影响全球货币政策态势调整的因素。

### 中央银行资产负债表扩张带来的挑战

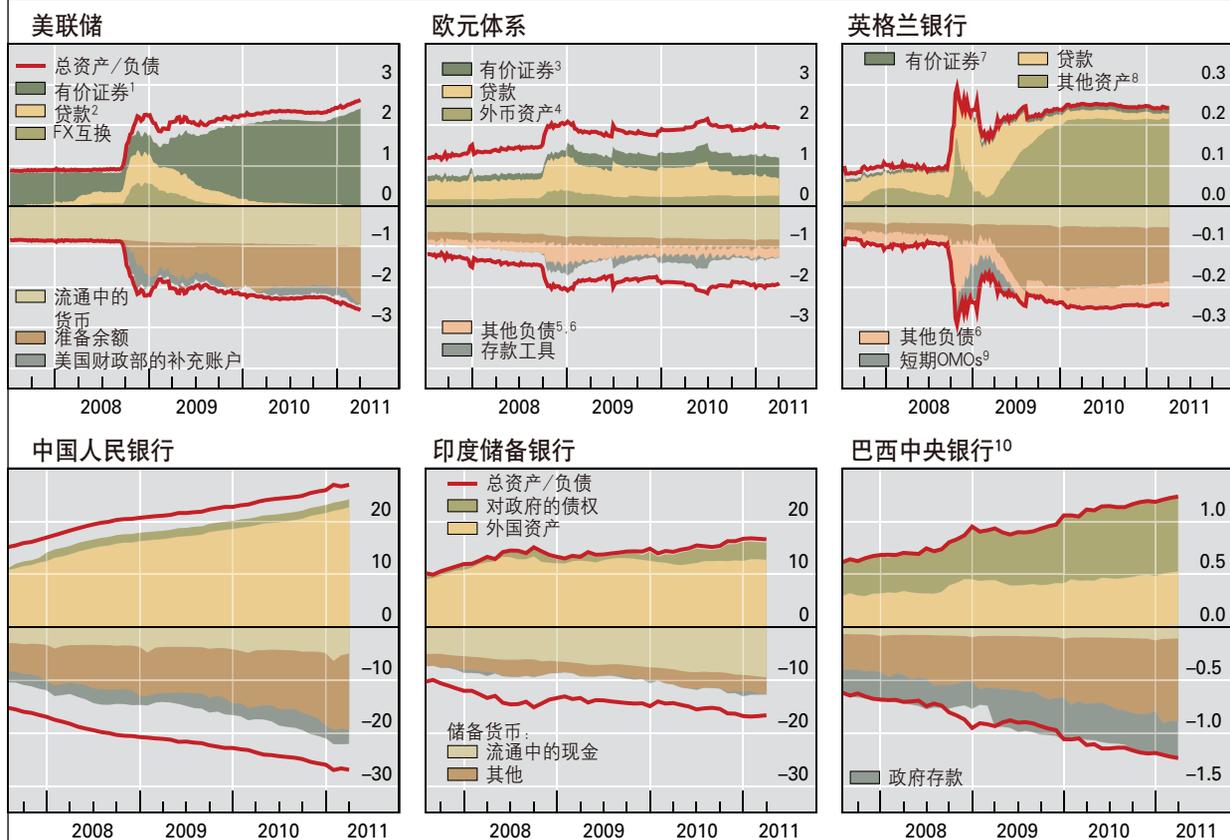
过去十年，许多中央银行的资产负债表已扩张至前所未有的规模（图 4.1）。例如，为应对金融危机，美联储和英格兰银行均大幅扩张总资产规模，总资产占 GDP 的比重从原先的 8% 增至略低于 20%。欧元体系的资产占 GDP 的比重从 13% 提高至 20%。日本银行资产占 GDP 的比重已升至 30%，大部分的扩张是由于 21 世纪早期采取的量化宽松政策。今年三月，为缓解地震对经济和金融的不利冲击，日本银行又额外注入流动性，导致其资产负债表规模进一步扩张。

中央银行资产负债表扩张的原因各不相同



## 中央银行的资产与负债

万亿各国货币单位



1. 直接持有的有价证券。2. 回购协议，定期标售信贷，其他贷款和商业票据融资工具。3. 欧元区居民发行的有价证券和广义政府的欧元债务。4. 包括美元流动性标售。5. 包括对非欧元区居民的欧元负债和对欧元区居民的外币负债。6. 包括对央行的负债。7. 债券和其他通过市场交易获得的有价证券。8. 包括美元流动性标售和向英格兰银行资产购买工具基金提供的贷款。9. 公开市场操作，包括英格兰银行发行的英镑票据。10. 总负债可能包括变化项。  
资料来源：CEIC、Datastream和各国数据。

图4.2

在发达经济体，扩张是对危机的一种反应

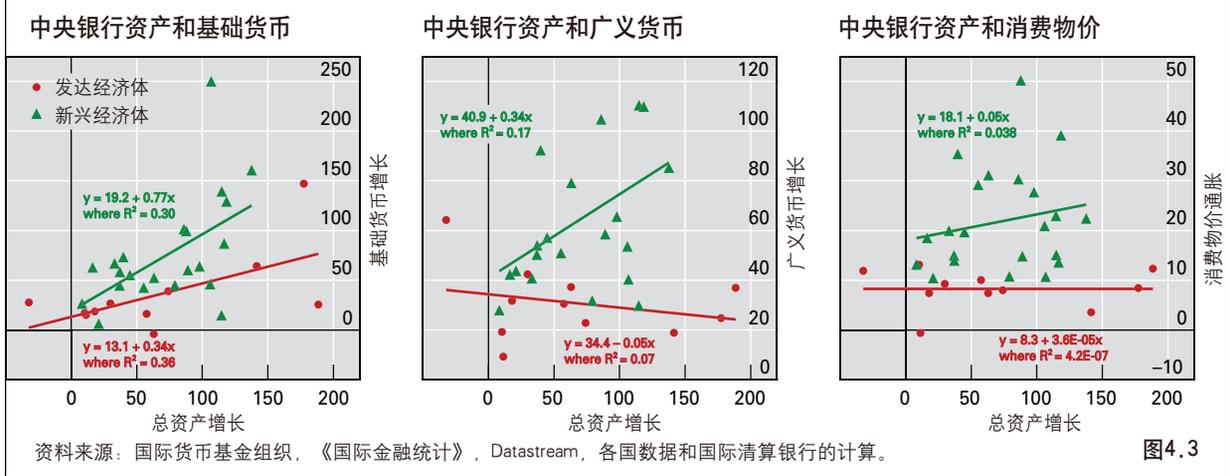
发达经济体的中央银行，特别是美联储和英格兰银行，在危机期间积极放松银根。它们先是降低利率，随后采取非传统货币政策大规模扩张资产负债表（见图4.2，上图）。非传统的货币政策包括大规模购买私人部门和政府有价证券，设立有针对性的贷款工具，以及为救援金融机构而发放贷款。许多国家的中央银行也扩大其货币政策合格交易对手的范围，并延长了期限。随着危机溢出影响本国金融体系，未受危机直接冲击的发达经济体（例如澳大利亚和加拿大）的中央银行也扩大其资产负债表，尽管幅度小得多。

这反映了在新兴市场外汇储备的积累

过去十年，新兴市场经济体中央银行资产负债表的扩张速度较为渐进。20世纪90年代后期亚洲金融危机之后，这些国家中央银行资产负债表的增长主要体现在外汇储备的积累，主要是为应对紧急情况筹措资金，以及为抵制汇率升值的政策附属效应（见图4.2，下图）。外汇储备有助于熨平汇率波动，特别是某些经济体的金融市场无法容纳有效外汇套利。外汇储备还能够为本国主权债获得有利评级，支持本币债券市场的发展，从而降低借款成本和深化金融市场。

## 中央银行资产、货币总量和消费物价

2007-10年的经济增长，百分比



### 中央银行资产负债表扩张的影响

中央银行的资产负债表政策帮助全球渡过了艰难的危机时刻。然而，目前其资产负债表却暴露出更大的风险，即利率风险、汇率风险和信用风险，这可能会造成财务损失。如果中央银行从资产组合中出售债券，长期利率的上涨可能会带来实际损失，或是按照市价法计算也蕴涵潜在损失。大规模持有外币计值资产的中央银行对于汇率风险最为脆弱，因为本国货币的大幅升值将会转化为外汇储备资产的损失。由于中央银行购买资产抵押证券等质量较差的资产，或凭借这类资产发放贷款，因此，信用风险从金融危机伊始便不断上升。

融资成本和资产收益的不匹配也会产生损失。向商业银行准备金支付酬金的中央银行，或发行银行票据从金融市场吸纳流动性的中央银行可能会发现，相关利息支出超过了其资产收益。在新兴市场经济体中，外汇资产的收益通常难以弥补短期对冲债券的成本，对于信用评级较低的经济体而言，持有成本可能非常大。<sup>1</sup>

由于危机期间采取非传统政策手段造成资产负债表持续性损失，中央银行将面临政治经济压力。<sup>2</sup> 在购买私人部门资产（包括购买公司债）的情况下，可能有人指责中央银行偏袒国内经济体某些部门。同样，中央银行的救助行动也会令公众质疑某金融机构享受优待，即便相关政策措施单纯是为了避免整个金融体系崩溃。最后，大规模资产购买计划会使财政债务管理更为复杂，如果协调不当，中央银行的措施将与债务管理发生矛盾。事实上，主权债务管理、货币政策和金融稳定政策近几年相互依赖度不断增强（参见专栏4.A）。

所有的风险都表明中央银行的资产负债表的规模应最终减少。但过快或不分青红皂白削减资产负债表是很危险的。由于经济和金融脆弱性阴影萦绕，撤销史无前例的措施具有不确定性，主要发达经济体近期缩减资产负债表规模面临阻碍。而新兴市场经济体则担心，通过出售外汇资产的方式大幅削减中央银行资产负债

膨胀的资产负债表给中央银行带来了财务风险……

……要求最终的正常化

1. 见H Genberg, R McCauley, Y C Park和A Persaud《亚洲官方储备和货币管理：神话、现实和未来》，详见2005年9月7日关于世界经济的维也纳报告。

2. 见C Borio和P Disyatat《非传统货币政策的评估》，详见2009年11月国际清算银行工作论文292号；见P Stella《货币政策最小化》，详见国际清算银行工作论文，2010年11月，第330号。

#### 专栏4.A: 主权债务管理与银根状况和金融稳定的关系

全球金融危机极大地改变了中央银行和主权债务管理者运作的的环境。在危机期间，由于中央银行采取超常的流动性支持措施，在某些情况下作为非传统货币政策操作的一部分还购买了政府债券，因此，许多情况下债务管理者不得不面临突发的、大规模的融资需求。

按照审慎风险管理的原则，债务管理者通常旨在将政府融资行为的中长期成本降至最低。各国在危机期间和危机后主权债务的经验略有不同。例如，为满足市场环境恶劣情况下的融资需求，一些评级很好的政府债发行者就缩短债券的期限，而其他国家尽管面临市场压力也不愿这么做。

期限和指数化与发行技巧等其他主权债管理方案的选择对中央银行而言非常重要。比如，在其他条件相同的情况下，单笔债务发行的期限较短意味着展期的频率较高，可能会影响货币市场的流动性状况。更一般地说，主权债务管理与中央银行业务相关，因为二者都影响货币市场和政府债券市场，并且政府债券收益是其他债务类型定价的基准。在当前金融市场分割加剧、政府债券发行量大和财政可持续性关注的背景下，情况尤其如此。

主权债务管理和中央银行业务二者的关系可以是相辅相成，或相互矛盾的。例如，尽管作为非传统货币政策操作的一部分，一些中央银行参与政府债券大规模交易。人们可能视这些操作旨在为财政倡议提供融资，损害了中央银行的独立性。并且，改变政府债务余额的期限和风险特征的主权债务管理战略可能会对金融稳定产生影响，或改变货币政策对银根状况影响的途径。例如，如果债券购买主要通过调整市场长期债券供给而影响利率，发行更多的长期债券可能会减弱中央银行购买这类债券的利率效应。<sup>①</sup>

全球金融体系委员会 (CGFS) 近期公布的一份报告审查了这些问题及其对中央银行的影响。多数国家的债务管理操作似乎并未制约中央银行通过大规模资产购买而放松银根。<sup>②</sup> 这部分反映了当前独立制度的可信度，以及通过沟通来强调各个机构的不同目标和规划。主权债务管理的主流做法通常旨在保持债券发行稳定、可预测，这与减少投资者的波动性一致，而货币政策的作用是快速应对与通胀和经济增长前景相关的新情况。

面临财政可持续性问题的国家和一些新兴市场经济体，遗留下来关于期限、外国参与等主权债务管理方案已影响了危机的动态，因此也影响了金融稳定。这些教训包括，稳健的主权债务管理能够通过均摊期限、避免集中发行和培育稳定和多元化的投资者基础而降低金融体系的波动性。这有助于经济的复苏。

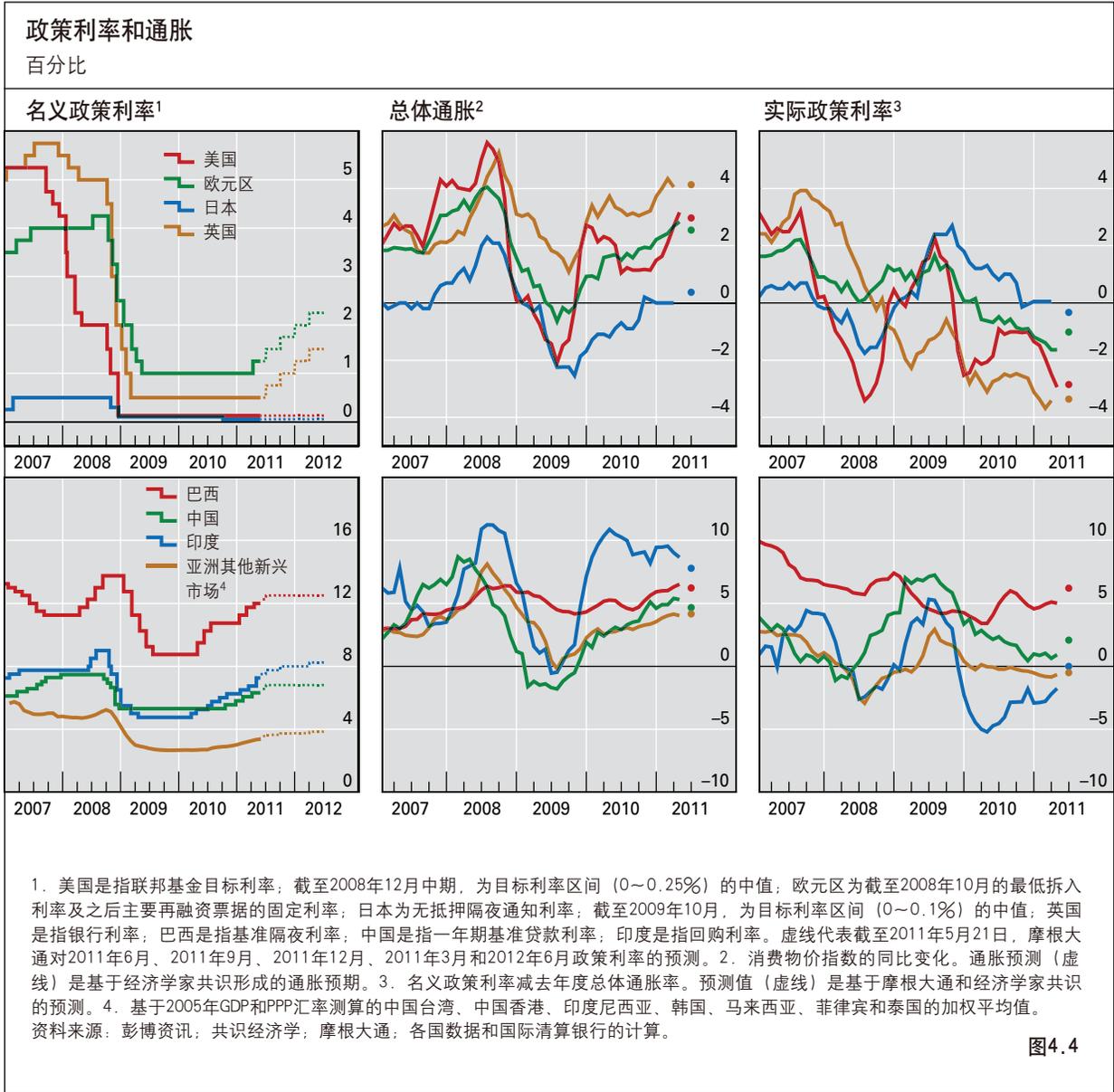
目前金融体系正不断发展，债务管理者将从广泛审视成本和风险的做法中获益，中央银行家也能获得SDM的最新情况。近期经验证明，债务余额的期限结构和风险特征的中期战略性结果非常重要，特别是对金融稳定而言。对相关机构而言，这强调了它们在职责明晰维护各自独立性和公信度的同时应密切协调的重要性。

<sup>①</sup> 见P Turner, 《财务优势与长期利率》，伦敦证券交易所金融市场小组专业论文，第199号，2011年5月；国际清算银行第79期年报，第四章，2009年6月。

<sup>②</sup> 全球金融体系委员会，《主权债务管理与货币状况和金融稳定之间的相互作用：中央银行的教训和启示》，全球金融体系委员会论文，第42号，2011年5月。

表规模将对汇率产生上行压力，导致资本流动不稳定。尽管中央银行有此顾虑，但还想避免持续资产负债扩张所带来的长期成本。

从更积极的角度看，传统货币主义者对中央银行资产负债表扩张可能会导致通胀的担忧缺乏实证支持。从2007年以来，无论发达经济体还是新兴市场经济体，中央银行资产负债表扩张和基础货币的关系就很薄弱（图4.3，左图）。中央银行资产扩张和广义货币增长的相关性就更为脆弱。在发达经济体，二者甚至是轻微



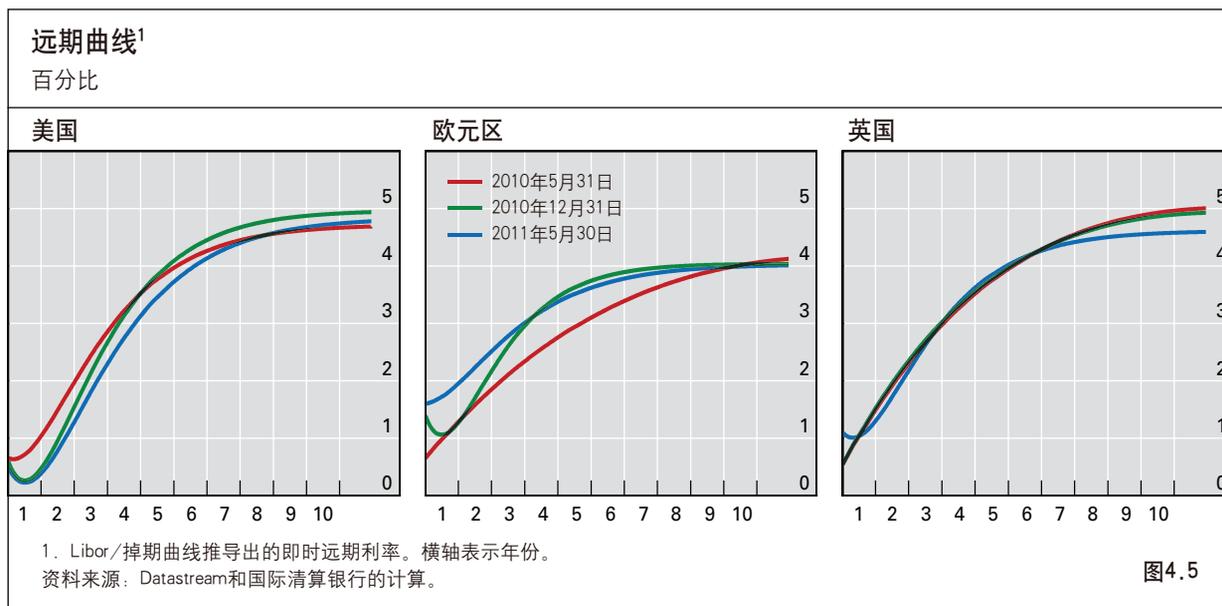
的负相关（中图）。这体现了货币乘数的不稳定性。同样地，中央银行资产负债表变动与消费价格通胀的相关性几乎为零（右图）。总而言之，通胀的中央银行资产负债表似乎不会直接带来通胀风险。

### 政策利率正常化

许多发达经济体和新兴市场经济体的中央银行已开始小幅上调政策利率（见图4.4，左图）。即便是受危机冲击最为严重的某些国家，市场价格也已反映了近期和未来几年政策利率的上调（图4.5）。但是，预计紧缩步伐相当有限。过去一年实际政策利率水平极低，许多国家的利率水平持续为负（图4.4，右图）。

政策利率已开始上升

初级产品价格和全球经济疲软程度这两个相关因素对于未来通胀走势的确定非常关键。



### 初级产品价格高企的风险

通货膨胀正在加剧……

初级产品价格（特别是食品和能源价格）上涨对通胀的上行风险是影响紧缩步伐的一个关键性因素。许多国家的整体通胀已显著上升。在新兴市场经济体中，食品是消费篮子的重要组成部分（占比约为 25%，而发达国家则不到 15%），因此影响尤为显著。

……受商品价格的推动

食品和初级产品价格的上涨与全球经济复苏的强度密切相关，特别是在新兴市场国家。供给冲击同样会推动价格上涨。当前恶劣的天气环境，包括巴基斯坦和澳大利亚的水灾以及中国与俄罗斯的旱情，都推动了食品价格的上涨。地缘政治问题和南非与中东供应链的断裂进一步对能源价格形成压力。尽管当天气条件恢复正常、产油国政治局势更稳定之后，这些不利的供给效应将会消失，但特定市场的状况可能会持续产生影响。例如，替代核能的措施将会极大推动焦炭与天然气价格上涨，而且短期看，金融因素似乎也影响着初级产品的价格（参见专栏 4.B）。

通货膨胀波动性已有所增强……

2005 年以来，多数发达经济体和新兴市场经济体的通胀与 2000—2004 年相比更加波动，这在很大程度上归因于消费物价指数中能源和食品成分的上漲（见图 4.6，左图）。

……第二轮通胀效应的风险正在积聚

不断攀升的初级产品价格使人们担心，第二轮效将引发潜在通胀水平的大幅上升。一些主要新兴市场经济体已出现工资上涨压力增大的迹象（图 4.6，右图）。这些国家经济疲弱现象的消除和持续的通胀一直推动工资需求。并且，考虑到众多供应链实现全球化，发达经济体潜在的通胀压力直接来自新兴市场经济体单位劳动成本的上漲。事实上，盈利空间可能被压缩，由于成本推高，价格空间可能被进一步挤压，这将迫使企业最终将投入品价格更多地转嫁给消费者。因此，尽管本国劳动力市场工资上涨压力有限，发达经济体的核心通胀会通过全球供应链的影响而上涨。

## 专栏4.B: 初级产品价格与金融化

金融投资者在初级产品价格水平及其波动(图4.B,左图)中发挥了何种作用?近几年,指数基金、在交易所交易的初级产品基金(图4.B,右图)等初级产品金融工具快速发展。一个主要的原因是由于机构和零售投资者正努力实现资产组合多元化。一些投资者认为,投资这类金融产品既能从新兴市场快速发展、全球总需求快速增长中获益,又无须直接投资于相对狭窄的本地金融市场。同时,低利率环境下的逐利活动也是该趋势形成的原因之一。

更多金融投资者的参与将通过多种途径影响初级产品价格。<sup>①</sup>一方面,市场深度和流动性能不断发展,这反过来有助于套期保值和降低价格风险。另一方面,如果套期保值降低了初级产品的价格敏感度,指数化投资尤其能提高初级产品和其他资产(特别是股票)的相关性,并增加价格波动性。

近期研究验证了一个观点,即金融化影响了初级产品价格市场的短期价格动态。<sup>②</sup>这似乎体现了金融投资者对新闻的敏感性和巨大的交易金额。2008年中之前的石油价格上涨成为最强有力的实证证据,金融投资导致价格严重偏离了供需基本面所决定的隐含价格水平。对于非石油类初级产品,没有证据表明金融投资对价格有明显的影响。标准初级产品指数之外的煤炭和铁矿石的价格也上涨,这表明实际的供需依然是初级产品价格上涨的主要推动力。

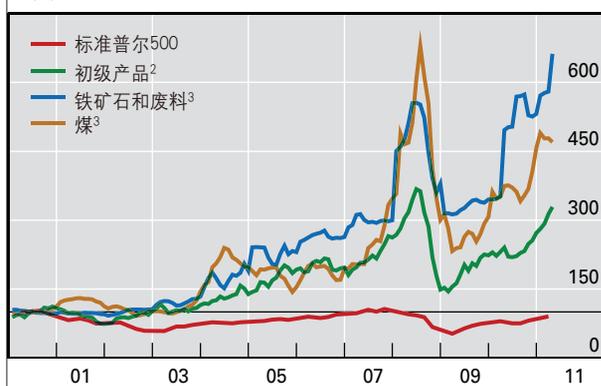
总而言之,尽管传统的供需因素对于初级产品价格仍很重要,越来越多的证据表明初级产品期货市场的价格形成和动态机制日益接近传统金融市场的格局,包括投资者风险规避的摆动和羊群效应等。我们还需要进一步研究,以便更好地了解金融投资对初级产品价格的影响。

① 见S Irwin和D Sanders,《指数基金、金融化和初级产品期货市场》,载《应用经济视角与政策》,2011年,第1-31页;K Tang和W Xiong,《指数投资和初级产品的金融化》,国家经济研究局工作论文,第16385号,2010年9月。

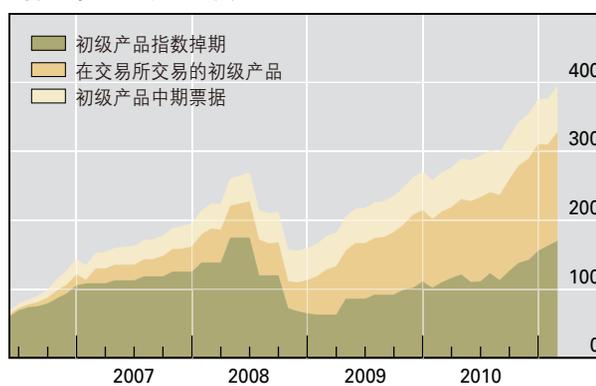
② 关于这一观点的概述,见K Singleton,《投资者流动及石油价格在2008年的飙升与坠落》,斯坦福大学工作论文,2011年3月。

### 初级产品的金融化

#### 资产价格<sup>1</sup>



#### 管理下的初级产品资产<sup>4</sup>



1. 2000年的平均值=100。2. 高盛一般初级产品指数。3. HWWI指数。4. 巴克莱资本数据,10亿美元。  
数据来源:巴克莱资本;彭博资讯;Datastream和各国数据。

图4.B

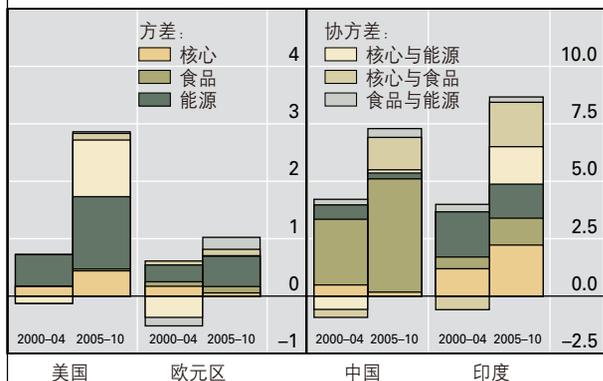
### 复苏状态和经济过热风险

经济疲软的程度是影响银根紧缩步伐的另一个关键因素。过去一年,复苏范围不断扩大,发达经济体已呈现复苏势头,新兴市场经济体继续表现强劲。根据

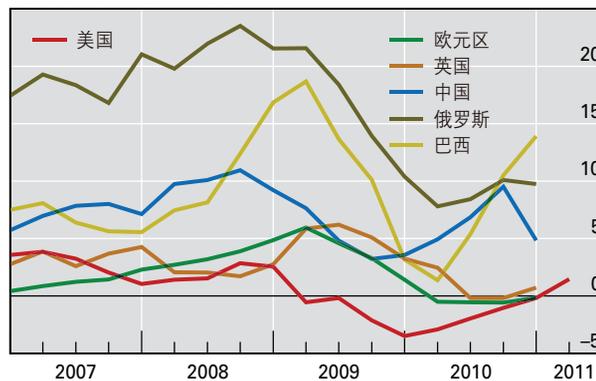
货币政策制定者面临着经济萧条

## 通胀波动性和工资压力

### 通胀波动性的分解<sup>1</sup>



### 单位劳动成本的测算<sup>2</sup>



1. 总体CPI (印度为批发价格指数) 月度同比变化值的方差分解, 是在CPI构成权重不变的基础上进行计算的。协方差乘以二。2. 同比变化值, 百分比。各国的定义不同。对中国、俄罗斯和巴西而言, 由于单位劳动成本数据不可得, 使用总工资和雇员收益占GDP比重变化值来替代。

资料来源: 各国数据和国际清算银行的计算。

图4.6

带来的不确定性

经济学家预测, 预计2011年全球经济增速为3.7%, 其中发达经济体增速为2%, 而新兴市场经济体增速为6.1%。宏观经济状况的改善在相当程度上体现应对危机所采取的大规模财政和货币措施。但自从去年以来, 越来越多的证据表明, 私人部门可自我持续的周期性力量也开始在复苏过程中扮演重要的角色。

一些国家持续的高失业率经常被解读为劳动市场有显著缺口。就整体经济而言, 关于产出缺口(实际产出减潜在产出)的某些指标也表明大量产能未被使用。特别是, 依靠产出函数和其他结构性宏观经济关系(参见图4.7右上角虚线所表示的OECD预测)测算出来的结构性产出缺口表明有显著的负产出缺口(即实际产出比潜在产出小得多)。对结构性指标的预测表明, 缺口只会缓慢收缩, 因此会在一段时间内抑制价格上涨压力。<sup>3</sup>

但其他产出缺口指标却表明, 就全球平均水平而言, 许多经济体产能未被充分利用的情况并不严重。例如, 一些全球产出缺口的统计指标表明, 即便缺口无法马上闭合, 目前也显著缩小(参见图4.7右上图)。产能利用率的调查指标可以经常获取, 这些指标也表明产出疲软的程度很低。

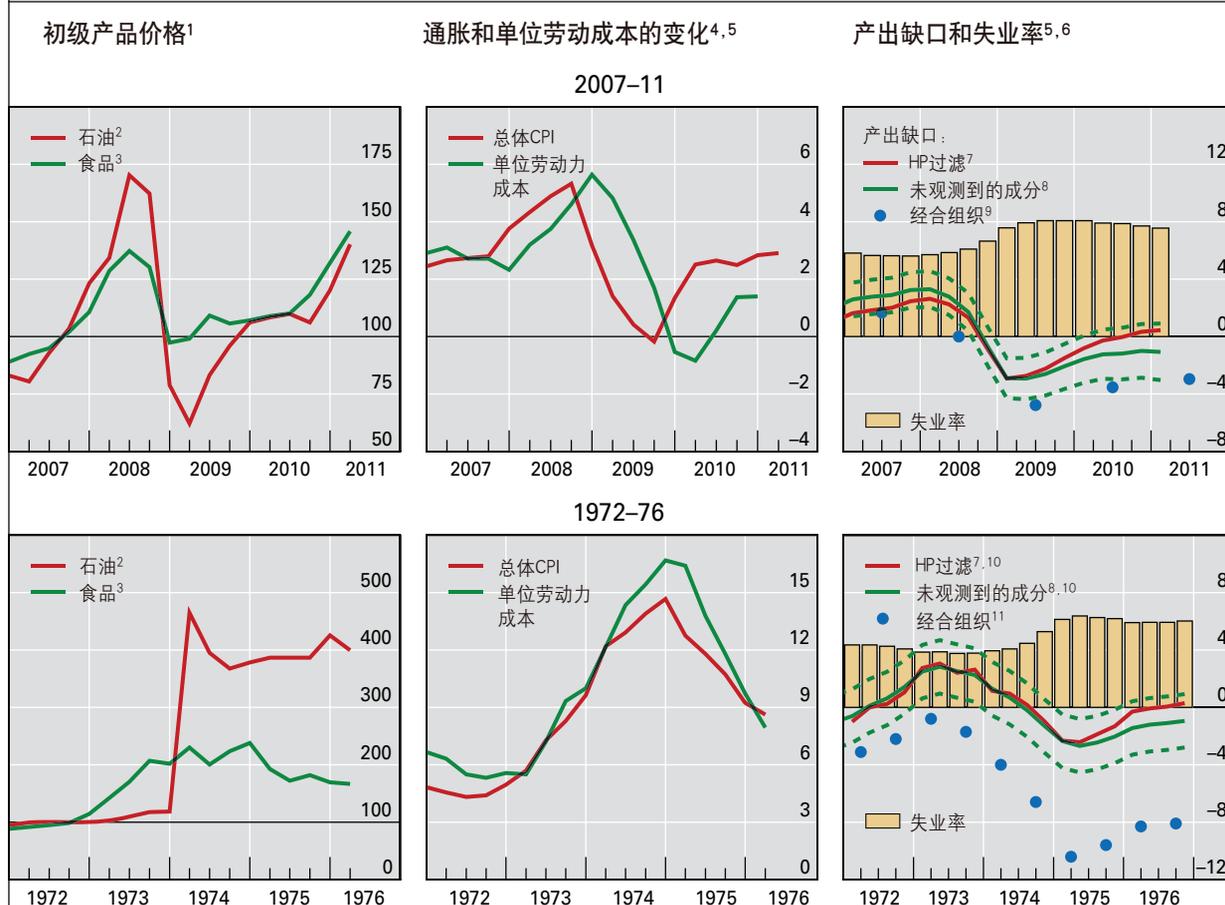
表明与20世纪70年代的政策挑战相似……

初级产品价格攀升, 以及新兴市场经济体劳动力市场日益紧张的状况也使通胀前景不那么乐观。这也表明发达经济体的潜在产出可能比通常所设想的更受国际金融危机的影响。特别是, 潜在产出的趋势会受私人 and 公共部门高债务的影响, 这会对消费和投资前景产生不利影响。而且, 危机之前在建筑等领域进行的大规模投资的劳动生产率可能比最初设想低许多(参见第二章)。一般来说, 识别和量化经济结构的变化需要时间。因此, 尽管统计指标可能会高估产出缺口闭合的速度, 结构化模型可能会低估其速度。<sup>4</sup>

3. 为对比美国产出缺口的不同测算指标, 见J Weidner和J Williams《产出缺口有多大?》, 详见2009年6月12FRBSF经济信函2009-19号, 以及2011年1月28日更新, [www.frbsf.org/publications/economics/letter/2009/el2009-19.html](http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2009/el2009-19.html)。

4. 见P Gerlach《全球产出缺口: 测算问题和地区差异》, 详见2011年6月《国际清算银行季报》, 第29-37页。

## 当前与20世纪70年代全球水平的比较



根据2005年GDP和PPP权重计算的全球汇总数。

1. 以美元计值，2007年平均值为100（上组图），1972年的平均值=100（下组图）。2. 原油的现货价格：布伦特、迪拜和西得克萨斯中质原油的平均值<sup>3</sup>。国际货币基金组织的全球价格指数。4. 同比变化，百分比。5. 上组图：主要发达经济体和新兴经济体；下组图：主要发达经济体；七国集团的单位劳动力成本和失业率。6. 百分比。7. 使用标准Hodrick-Prezcott (HP)过滤器计算的趋势。8. 对于未观测到成分的预测，上下区间（虚线）代表95%的置信区间，细节内容可参见P Gerlach《全球产出缺口：测算问题和地区差异》，载《国际清算银行季报》2011年6月。9. 2010年12月OECD的《经济展望》中计算的各国产出缺口汇总。新兴市场经济体的统计数据口径小于其他指数的口径。10. 基于1976年第四季度的数据。11. 根据GNP进行的实时估计，各国产出缺口的汇总。

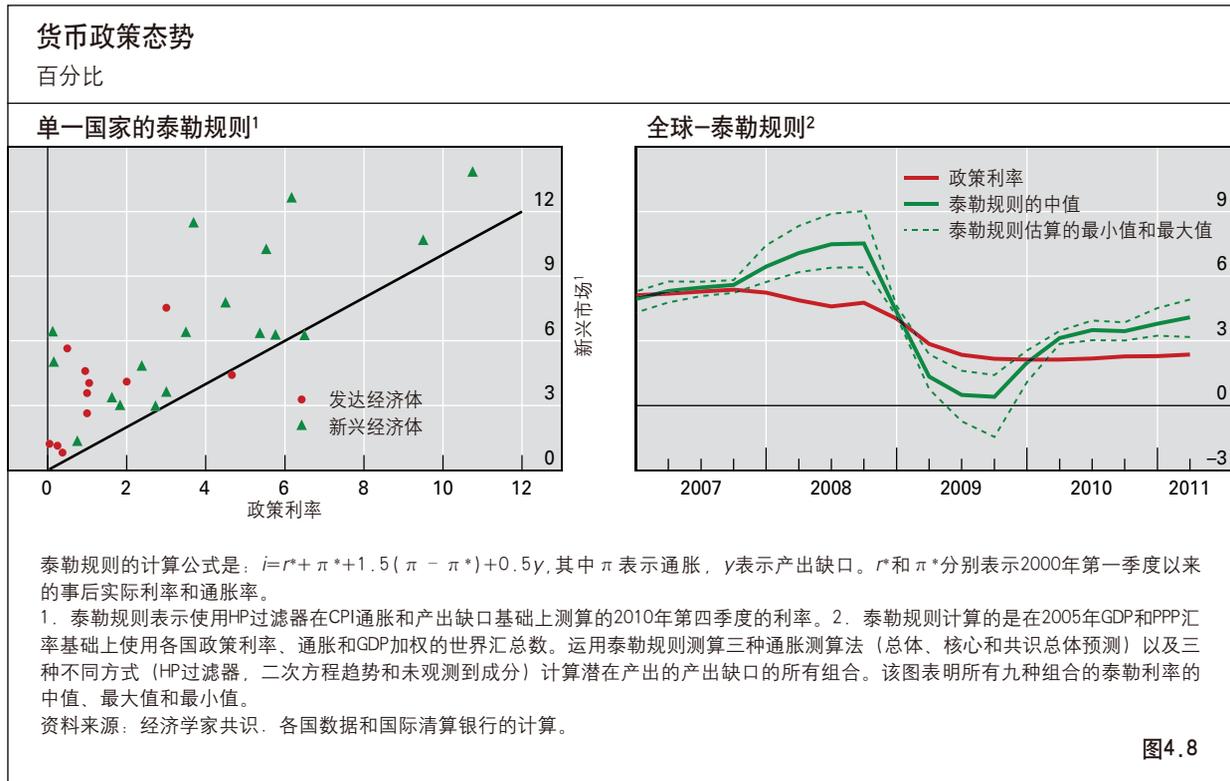
资料来源：国际货币基金组织，《国际金融统计》，《世界经济展望》，P. McCracken等人，《走向充分就业和价格稳定》，经合组织，1977年6月，各国数据和国际清算银行的估算。

图4.7

初级产品价格攀升引发的通胀压力和经济疲软被高估的可能性让人联想到 20 世纪 70 年代。当时食品价格由全球拍卖市场确定，因此能快速反映全球需求压力的变化，食品价格率先上涨，比石油价格上涨提前许多（参见图 4.7，左下图）。随后标题通胀和单位劳动成本螺旋上涨（下部中图）。与此同时，失业率创新高。根据当时 OECD 的测算，那十年负产出缺口突出，这表明经济体明显疲软（右下图）。

事后看来，很显然当时经济疲弱的传统测算指标都总体被高估了。失业率上涨在很大程度上归因于劳动力市场的结构性调整。经济下滑被错误地归咎为需求不足，而不是潜在产出增长率的大幅下滑。换句话说，原本预测的产出缺口十分显著而且持续，但实际情况并非如此。如果我们观察一下 OECD 基于结构性指标

……即使是今天的经济环境，也似乎有所差别……



……从历史角度看，政策利率太低

（图 4.7，右下图）的实时预测和当前数据的修订数，这一点显而易见。<sup>5</sup> 这一错误概念有助于解释为何当时采取的货币政策最终导致过度宽松时间过长。

现在的经济环境似乎不同于 20 世纪 70 年代。特别是，当前发达经济体的工资变化与国内产出缺口和国内消费价格变动的联系不那么密切。全球化，劳动力市场的灵活性增强和价格稳定的实现发挥着关键性作用。然而，由于一些主要新兴市场经济体在全球供应链的重要地位，这些国家单位劳动成本上涨会给全球价格稳定带来风险。尽管从许多方面看当前的形势与 20 世纪 70 年代存在差异，但仍给货币政策制定者带来许多挑战，与乍看之下相比，这些挑战与那个时期有许多相似之处。

在此背景下，中央银行必须对通胀压力保持高度警惕。即便有些证据表面上和国内经济疲弱和国内工资变化的传统测算指标不一致，中央银行也必须高度警惕。为维持通胀预期，保持全球低通胀的环境以及增强中央银行抵御通胀的可信度，新兴市场国家和发达经济体均需保持警觉，及时紧缩银根。

### 评估当前货币政策态势

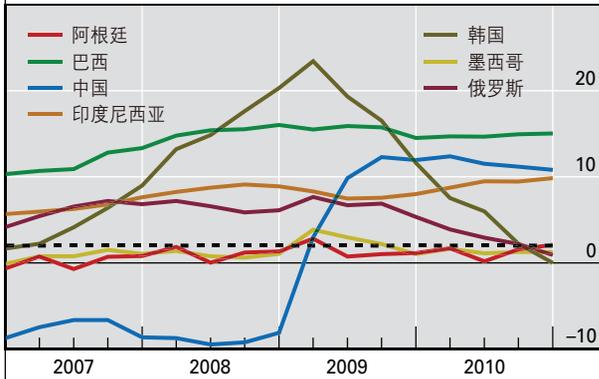
推升了价格和金融稳定面临的风险……

货币政策需要紧缩到什么程度才能抑制通胀呢？泰勒规则将政策利率水平与通胀和产出缺口挂钩，结果表明政策利率水平太低了。对大多数国家而言情况的确如此，泰勒规则隐含的政策利率远高于实际政策利率（看图 4.8 左图 45 度线上

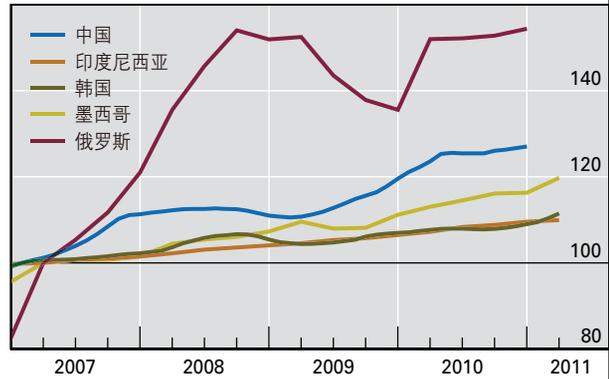
5. 关于20世纪70年代滞胀问题的实施评估，见P McCracken等人《走向全球就业和价格稳定》，详见1977年6月OECD报告。关于20世纪70年代产出缺口高估的其他细节详见2005年6月国际清算银行第75期年报，并参见A Orphanides《寻求无通胀的繁荣》，详见2003年4月《货币经济学期刊》第50期，第 633-663 页。

## 新兴市场经济体的信贷缺口和居民住房价格

### 信贷缺口<sup>1</sup>



### 居民住房价格<sup>1</sup>



1. 信贷占GDP的比率对长期趋势的偏离程度，百分点。关注的门槛值（虚线）设置为2%，是共同指引指南下确定开始积累逆周期资本缓冲的下限。参见巴塞尔银行监管委员会2010年12月《各国当局操作逆周期资本缓冲的指南》。2. 2007年第一季度=100，各国定义可能不同。

资料来源：国际货币基金组织，《国际金融统计》；CEIC；Datastream；各国数据和国际清算银行的计算。

图4.9

的观测点)，也超过全球平均水平（右图）。

当然，传统的泰勒规则无法完全描绘中央银行在制定政策利率需权衡因素的范围。这些规则忽略了与当前政策环境相关的一些因素，比如危机造成不良金融状况挥之不去，以及近期采取的非传统货币政策的效应。后者导致银根状况比实际利率与泰勒隐含利率利差水平更为宽松。

目前宽松的货币政策态势使人们对价格稳定风险更为关注。与此同时，这还可能助长新一轮金融稳定风险。特别是，新兴市场经济体可能在全球危机即将爆发的几年内积累了类似于发达经济体的金融失衡风险。过去一年许多新兴市场经济体信贷占GDP的比重、居民住房价格和股价均快速上涨（见图4.9和图1.2右图）。这些情况也是大规模资本流入造成的（见图1.2中图）。

由于担心提高利率会推动资本流入和汇率升值，新兴市场经济体紧缩银根的程度有限，但也采取了其他政策措施抑制金融失衡的积累。这些措施包括宏观审慎措施（例如实行贷款价值比率和债务偿债收入比率的上限），提高准备金比率，在某些情况还实施资本管制（如对短期资本流入征税）。<sup>6</sup>但这些措施不能替代银根紧缩政策和提高汇率灵活性的政策。<sup>7</sup>

对于最受危机影响的发达国家，不当延迟货币政策态势调整可能会产生严重的金融市场扭曲，推迟去杠杆活动，导致资源错配。<sup>8</sup>并且，发达经济体银根过度宽松可能是近期大量资本流入新兴市场经济体的重要原因。

事实上，金融危机的一个教训是，一国的货币政策措施对其他国家有显著影响。单纯关注国内问题就忽略了中央银行集体行动的全球影响。例如，在危机爆发前夕，重要发达经济体超低的政策利率通过抵制汇率升值传导给世界其他地方。

……中央银行需要更深入地思考

其联合行动的全球影响……

6. 关于宏观审慎工具及其使用的概述，见CGFS《宏观审慎工具和框架：问题和经验的盘点》，详见2010年CGFS报告第38号。

7. 见J Caruana《新兴市场经济体的资本流入：关于政策挑战的观点》，详见2011年2月24-26日在斯里兰卡科伦坡召开的第46届SEACEN行长会议的发言。

8. 关于这个问题的详细讨论，见2010年6月国际清算银行第80期年报，第三章。

结果导致全球经济强劲增长时期出现过度宽松的全球货币政策状况。另一个实例就是货币政策形成过程中初级产品价格的作用。中央银行通常将初级产品价格视为外生变量，将其排除在代表主要货币政策标杆的价格指数之外。但初级产品价格是由全球拍卖市场决定的，会受到全球银根状况的影响，因此对于中央银行的集体行动是内生的。如专栏 4.B 所讨论的，近期初级产品价格的上涨也和全球极度宽松货币政策下的逐利行为相关。这些因素要求中央银行能更好地考虑其货币政策的全球副效应（见第三章）。这也强调了全球就如何实现均衡、无通胀的经济增长达成国际共识的重要性。

## 总结

在当前货币政策环境下，决策者面临许多艰巨的挑战。由于非传统货币政策和外汇储备积累扩大了中央银行资产负债表规模，使其更为复杂，如果不加遏制，可能最终会损害中央银行货币政策的可信度。与此同时，尽管产能约束紧张会增强第二轮通胀效应的风险，初级产品价格攀升造成许多国家标题通胀率过度上涨。这些通胀的上行风险表明中央银行需要提高政策利率，但一些发达经济体仍需均衡考虑私人部门和公共部门资产负债表调整和挥之不去的金融体系脆弱性带来的风险。然而，利率长期保持极低水平会使最受金融危机影响的发达经济体出现金融扭曲、资源配置不当和必要的减杠杆活动延迟的风险。并且，一些新兴市场国家出现新的金融失衡迹象。

为抑制通胀压力和防范金融稳定风险，全球货币政策应收紧。中央银行是否要维持其来之不易的抵御通胀的可信度也是至关重要的。这一点在当前尤为重要，此时人们认为公共部门和私人部门债务制约了中央银行维护价格稳定的能力。与过去的紧缩时期相比，中央银行可能不得不更快地提高政策利率。