

第五章 国际货币与金融体系

国际货币和金融安排的恰当设计对全球经济而言是一个长期存在的问题。建立一个可以促进实现持续、非通胀和平衡增长的机制已确实是难以找到。随着全球金融危机爆发，这一问题再次在国际政策议程中凸显。

然而，和过去一样，对于当前国际货币和金融体系的关键缺陷是什么几乎没有一致意见，更不用说如何解决这些缺陷了。一致的看法是，该体系无法防止不可持续的经常账户失衡的累积，这反过来引起了一种紧缩的偏好：盈余国家没有动机来调整，而赤字国家被迫这样做。事实上，经常账户失衡已经成为二十国集团(G20)合作的焦点。

本章提供了一个不同的视角，即认为现行制度安排的主要缺点是其易于加重国内货币和金融框架(“体制”)弱点。特别是国际货币与金融体系往往会加剧金融失衡的风险——即不可持续的信贷和资产价格的膨胀，其造成资产负债表过度扩张并可能导致金融危机和严重的宏观经济损伤。这些失衡通过全球货币宽松和跨境融资在各国同时发生。换句话说，该体系显示了“过度金融弹性”：想象一根橡皮筋，它可以拉得越来越长，但最后弹回来时也会更猛烈。¹

本章结构如下。在列出国际货币与金融体系的关键特性后，第一部分解释国内货币和金融制度的相互作用如何增加金融失衡。它强调了几个因素：(1) 主要国际货币(特别是美元)区域的作用远远超出国界；(2) 汇率绝缘性有限，促使政策应对在设计时旨在避免相对于主要国际货币利差变大；(3) 金融资本和全球流动性跨境跨币种自由流动并将金融条件传导到全球所产生的强大波浪。第二部分考虑了可能的解决方案。强调了调整国内政策框架和超越“处理好国内事务”的原则、加强国际合作的必要性。

国际货币与金融体系：主要元素及弱点

主要元素

国际货币与金融体系包括各国间治理商品、服务和金融工具交易的安排。当前，该体系在一个大量资本自由流动的世界里由一系列国内导向的政策所组成。

1. C Borio, “国际货币与金融体系：其阿喀琉斯之踵及如何应对”，BIS《工作论文》，第456期，2014年8月；以及C Borio, H James和H S Shin, “国际货币与金融体系：资本账户和历史视角”，BIS《工作论文》，第457期，2014年8月。

	布雷顿森林体系	当前
货币锚	外部: 最终是黄金	内部: 国内职责 (如价格稳定)
汇率	固定但可调整	混合 (浮动为主)
关键货币	实际上是美元	美元支配 (独占性更少)
资本流动	受限制	混合 (大多数情况不受限制)

国内货币制度主要关注价格稳定，同时允许货币不同程度地浮动：主要国际货币间的自由浮动与其他货币或多或少的管理浮动共存。金融体制通常允许资金跨币种和跨境自由流动，尽管一些国家仍然施加限制。对金融交易的主要约束采用审慎监管和监督的形式，其中部分基于国际公认的标准。

目前的安排与以前的布雷顿森林体系(1946–1973年)明显不同。当时，美元可兑换成作为一个外部货币锚的黄金，同时各种货币通过固定但可调整的汇率绑在一起(表5.1)。国内货币制度一般不重视物价稳定而更关注外部平衡和需求增长。当前安排中，总体的货币政策以国内职责作为唯一整体约束，与当前的货币锚相比，过去的锚最终并未被证明更强。在布雷顿森林体系时代，主要国际货币是美元，目前这一角色在某种程度上与主要是欧元的其他货币分享。同时国际资本流动相当有限，反映了对“受压抑的”国内金融体系的种种限制。

两个体系的表现也明显不同。布雷顿森林体系时期没有发生重大金融不稳定事件，但最终其被证明无法持久确保全球货币稳定。在美国正式废除黄金可兑换性和汇率被允许自由浮动后，布雷顿森林体系崩溃了。相比维护金融稳定来说，目前的安排在促进价格稳定方面更为成功。

可以说，这不是巧合。第84期BIS年报探讨了为什么目前国内货币和金融体制无法确保持久的金融稳定，本期年报在其他章节进行了进一步阐述。但它们靠妥协而不是限制国内机制的缺陷，通过国际货币与金融体系的相互作用也发挥了一定的作用。接下来依次考虑货币和金融安排的相互作用。

国内货币体制的相互作用

货币制度的相互作用将宽松的货币条件从核心经济体传导到世界其他地方。储备货币的国际使用直接这样做，而货币政策战略传导则间接这样做。下面依次来看。

自布雷顿森林体系崩溃以来，对单一全球货币的依赖慢慢减弱，但美元与欧元继续在国际贸易和金融中发挥主导作用。作为交易手段，美元在外汇市场交易中占比超过87%(表5.2)，在远期和互换交易中占比更高。美元在外汇市场的主导地位使美元成为欧洲和日本以外唯一的干预货币，这使美元在外汇储备中占有很高份额。全球贸易中超过一半以美元开发票和结算，表明了美元作为记账单位

关键货币国际使用的部分指标

占世界总量百分比

表5.2

	美元	欧元	英镑	日元	人民币	合计 (10亿美元)
外汇市场交易额, ¹ 2013年4月 日度数据	87.0	33.4	11.8	23.0	2.2	5.3
外汇储备, ² 2014年第四季度	62.9	22.2	3.8	4.0	1 ³	11.6
非银行的国际银行存款, ⁴ 2014年第四季度	57.3	22.7	5.2	2.9	1.9 ⁵	9.8
国际债券未偿余额, ⁴ 2014年第四季度	40.4	40.9	9.6	2.0	0.6	21.9
国际贸易结算, 2010–2012年	50.3	37.3	...	...	1.4	...

1. 因每笔交易涉及两种货币占比之和为200%。2. 占比基于国际货币基金组织全球官方外汇储备货币构成数据。3. 国际清算银行根据中国人民银行于2015年6月发布的《人民币国际化报告》(中文)初步估算。4. 广义值, 包括欧元区内部余额。5. 基于国际清算银行的一部分报告国家报告的人民币国际银行存款的最小份额。

资料来源: H Ito和M Chinn, 《“红钞”的崛起和中华人民共和国资本账户自由化: 对结算货币决定性因素的经验分析》, 亚洲开发银行学院《工作论文》, 2014年4月, 第473期; IMF; BIS国际银行统计及国际债券统计; BIS计算。

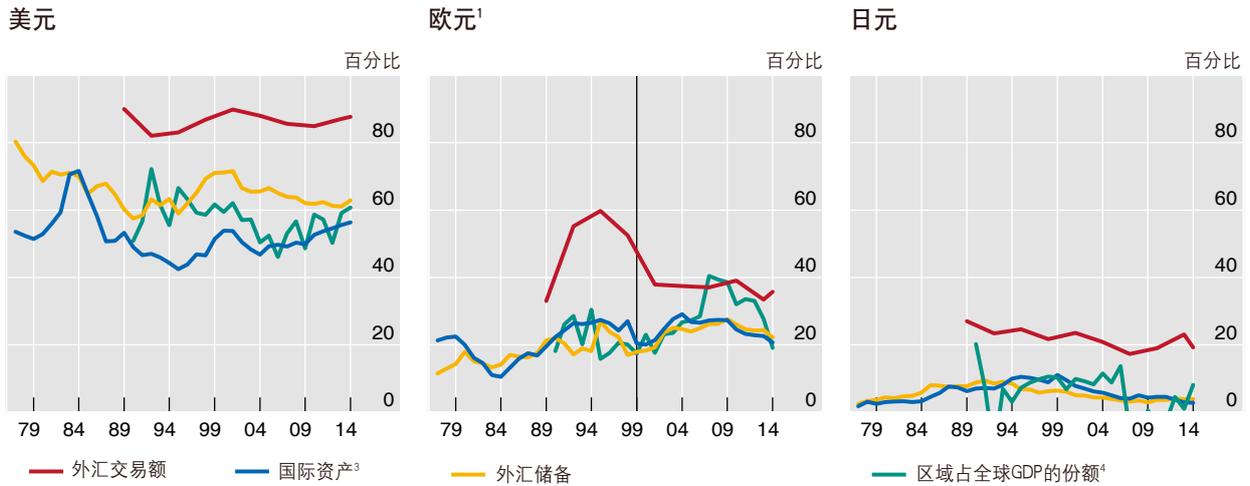
的突出作用。

值得注意的是, 欧元诞生和美元自 20 世纪 70 年代以来出现贬值趋势没有实质性挑战美元作为价值储存手段的地位(图 5.1, 左图)。美元在外汇储备中所占的份额为 63%, 是欧元的 3 倍。其在官方储备和私人投资组合上的份额被可以称为“美元区”的经济体的规模所维持, 这些经济体是指其货币的变动相对于欧元来说与美元的关系更紧密(专栏 5.A)。“美元区”GDP 占世界 GDP 的一半或更多, 远比美国经济规模更大, 美国 GDP 只占世界 GDP 不到四分之一。

关键国际货币的货币政策通过其对利率的影响, 以及对非居民持有或拥有的以这些货币计价的资产或债务的定价的影响, 直接影响了这些货币区外的金融条件。特别是, 2014 年底, 对美国和欧元区以外的非银行借款人的美元和欧元信贷分别达 9.5 万亿美元和 2.3 万亿欧元(2.7 万亿美元)。美元债务相当于除美国以外全球 GDP 的七分之一(专栏 5.B)。

大量美元和欧元被贷给美国和欧元区以外的借款人, 这意味着美国联邦储备理事会和欧央行的政策直接传导到其他经济体。其影响取决于这些政策工具的特点, 特别是其期限和相应利率的灵活性。例如, 在银行贷款根据美元的伦敦银行间同业拆借利率或欧元的欧洲银行间同业拆借利率降价时, 短期政策利率的变化会在数周内传导。超过一半的向美国和欧元区以外的借款人的美元及欧元信贷仍采用银行贷款的形式。

对债券来说政策传导更慢, 因为它们一般利率固定且期限更长, 但其数量也



1. 1999年之前，“欧元”为其前身货币的总和。2. 因每笔交易涉及两种货币故占比之和为200%。2014年数据基于4月CLS交易数据估算。
 3. 包括非银行金融机构的银行存款和债券。银行存款在1995年之前由所有银行债务代表。欧元区内的银行存款排除了欧元区银行间的存款。1999年之前的债券数据基于国际清算银行国际债券统计，1999年以后采用欧央行的狭义欧元债券数据，其不包括欧元区居民发行的欧元债券。4. 以每个经济体购买力平价GDP的份额估算，加上所有其他经济体购买力平价GDP的弹性加权份额；参见专栏5.A。
 资料来源：欧洲中央银行；IMF；CLS；Datastream；各国数据；BIS国际债券统计；BIS计算。

可对政策加以回应。特别是，为应对非常规货币政策（见第四章），一些美元债券的存量已明显改变。美联储大规模购买美国国债和机构债券以及其他因素造成的低收益率导致美国和全球投资者为了追求收益率而购买低质量债券。对非美国借款人的影响尤其明显，2009—2014年其美元债券发行增加了1.8万亿美元（图5.2，左图）。对此类债券的投资需求表明了对压缩的期限溢价的积极应对，其是美国长期国债收益率和预期短期国库券收益率之差：升水越低，非美国借款人发行美元债券越快（因此在2009年第一季度之后，如图5.2的右图所示，呈负相关）。

出于同样的原因，最近欧央行大规模购买债券和压缩以欧元计价的债券的期限溢价引发了欧元区以外的借款人是否会利用这一融资机会的问题。事实上，到2014年底，这类借款人发行的欧元债券的存量已经与其美元对手方增长得一样快。

危机后，离岸美元信贷增长最快的地区是离岸美元融资相对于本地融资最便宜的地区，尤其是新兴市场经济体（新兴市场）。² 各国当局使用资本管制或宏观审慎政策来提高国内美元借款成本，但是它们的政策限制不了跨国公司的活动，跨国公司可以离岸借入美元（或欧元）来回避国内资金紧张的局面。这是各种“全球流动性”量化措施快速增长的一个原因，表明了全球金融市场的融资宽松（专栏5.B）。

货币制度也通过一国中央银行对他国中央银行政策的应对间接相互作用。各家中央银行似乎将政策利率盯住美联储或欧央行的政策利率。这种行为有时会被

2. 参见 R McCauley, P McGuire 和 V Sushko, “全球美元信贷：链接到美国货币政策和杠杆”，经济政策，第33卷，第82期，2015年4月，189—229页。

本专栏使用简单回归方法，根据各种货币相对于主要国际货币共同波动的程度，将它们划分为三个区域。三种参考货币分别是美元、欧元（在1999年之前为德国马克）和日元，根据国际清算银行三年一度的央行调查，这三种货币是全球交易量最大的三种货币。根据这一分类，“美元区”约占世界GDP的60%，远远超过美国GDP在世界经济中占比，美国GDP的全球占比为20%~25%。

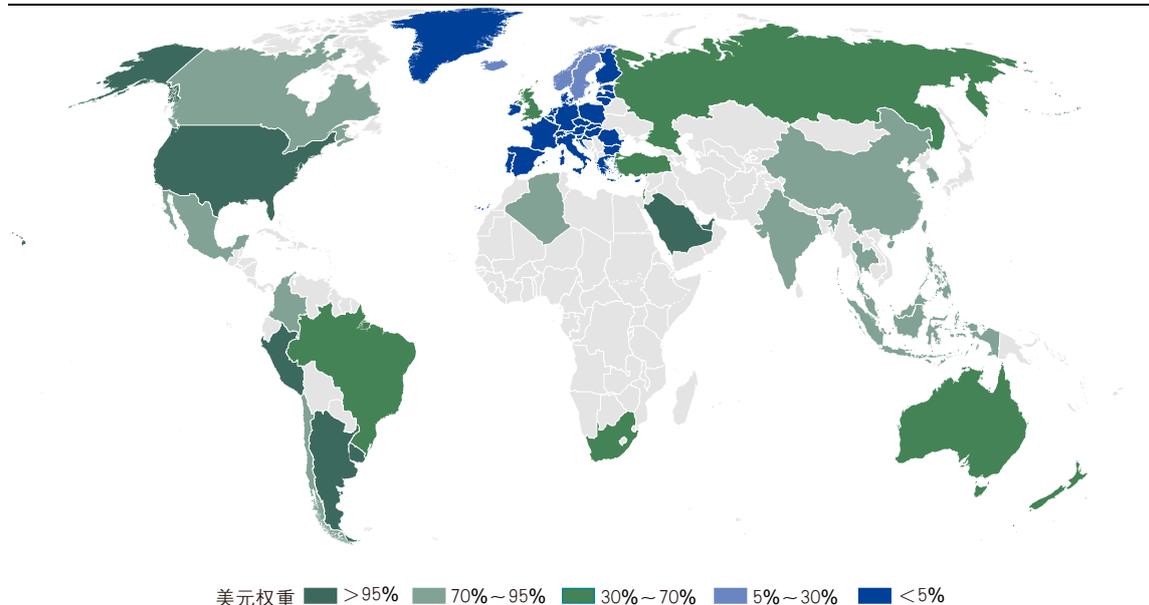
美元份额的计算有两个步骤。首先，每个货币之间放置在区域内或区域之间。每个货币兑美元的每周百分比变化用欧元/美元和日元/美元的每周百分比变化来回归。美元区权重的计算方式是1减去相应的回归系数。例如，港元与美元挂钩，因此，系数为零，美元区权重是1。2013年英镑的欧元/美元估计系数是0.60，日元/美元估计系数是0.09，故其美元权重就为 $1-0.60-0.09=0.31$ 。图5.A中的结果表明美元更全球化，欧元更区域化，日元则缺少外部影响力。美元权重反过来看就是欧元的权重，比如深蓝色区域代表欧元权重超过95%。

其次，通过使用（购买力平价）GDP权重来计算美元份额。40个经济体（在欧元诞生之前是50个）中，每个经济体的美元区权重乘以各自的GDP，其乘积加到美国GDP之中。其和被表示为43个主要经济体总的GDP的份额，包括美国、欧元区和日本。图5.1绘出这些区域占全球GDP份额的曲线图。

有强烈的代表性的证据表明，一种货币与美元的共同波动决定了其外部资产组合的货币构成，既包括官方也包括私人部门。在披露了官方储备货币构成的24个经济体中，美元区权重约占各经济体美元份额变化的三分之二。^①在更大的样本下，美元区权重也与跨境银行存贷款和国际债券的美元权重密切相关。对官方和私人部门来说潜在的动机都是相同的：将资产组合的权重与本国货币相对主要货币的同向波动相匹配，以减少用本国货币来衡量的投资组合的回报的波动性。

用绿色表示的“美元区”比用蓝色表示的“欧元区”更大

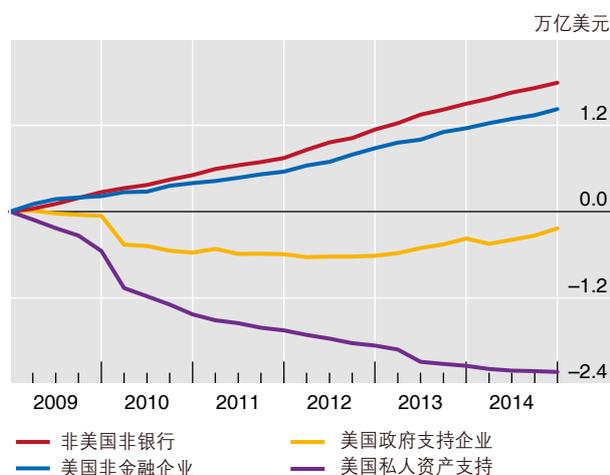
图5.A



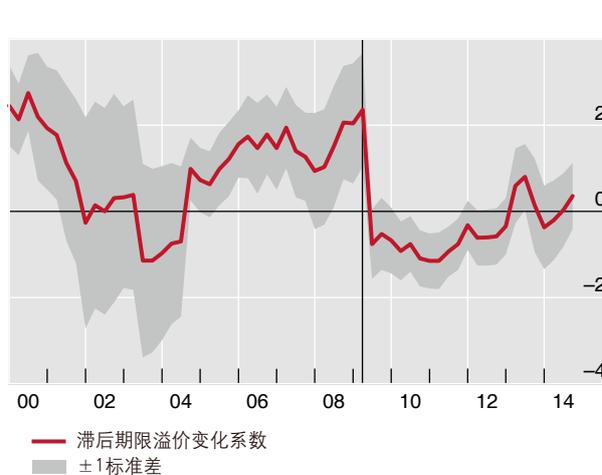
资料来源：国际清算银行根据2011-2014年各经济体货币的美元汇率相对于欧元/美元和日元/美元汇率的平均弹性计算。

①参见 R McCauley 和 T Chan, “货币运动驱动储备构成”, BIS《季度评论》, 2014年12月, 23-36页。

债券余额变化:美国及非美国发行者



为应对美国期限溢价的离岸美元发行¹



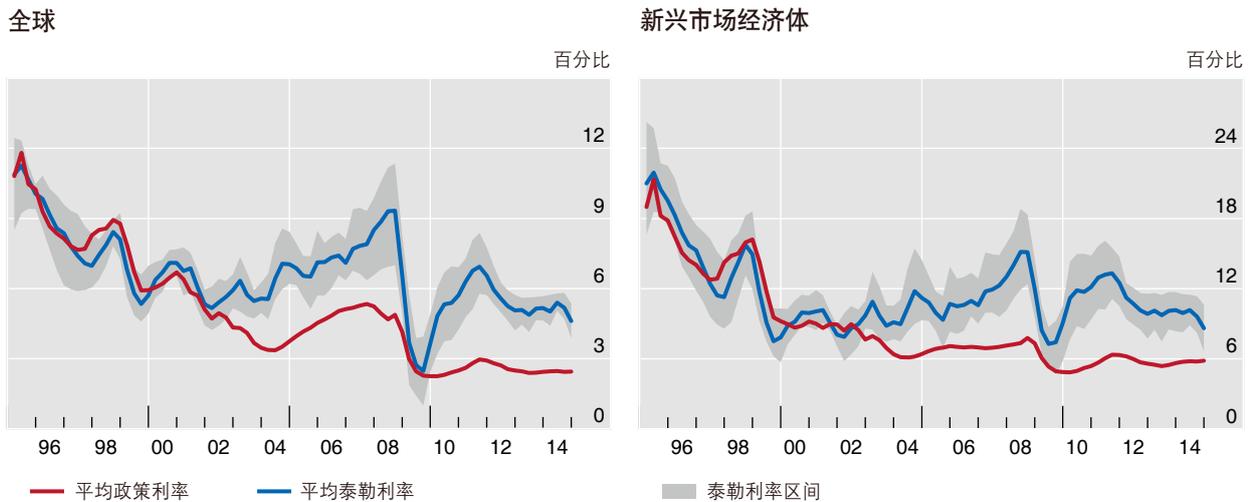
1. 美国以外发行的美元债券存量的季度增长对(延迟的)实际期限溢价的改变的反应,根据16个季度的滚动回归估计,也包括延迟的VIX以控制总体金融市场条件;参见R McCauley, P McGuire和V Sushko,“全球美元信贷:链接到美国货币政策和杠杆”,《经济政策》,第33卷,第82期,2015年4月,189-229页。垂线表示2009年第一季度。10年期实际期限溢价用联合宏观经济和期限结构模型估计;参见P Hördahl和O Tristani,“欧元区美国的通胀风险溢价”。国际中央银行期刊,2014年9月,1-47页。
资料来源:美联储;彭博;BIS国际债券统计;BIS计算。

明确指出,如挪威中央银行和瑞士国家银行参照了欧央行的政策,这种情况似乎变得普遍。

原因之一是限制汇率变动。汇率灵活性经常被描述为让国内经济与外部发展绝缘,但这种绝缘常常被夸大。特别是,升值会导致银行认为有以外币计价的债务的公司资本状况更好,因此信誉也更高,减少了对贷款所感知到的风险并增加了信贷的可获得性。³ 通过这个以及其他机制,如套利交易和动量交易,货币可能超调,使贸易商品部门收缩并让经济在全球融资宽松中变得脆弱。然后,贬值会导致有外币债务的公司出现财务危机。在美元2002-2011年走弱期间(在2008年底一度中断),许多央行通过制定自己的政策利率和干预外汇市场来对抗不受欢迎的相对美元升值。

事实上,许多国家——不仅新兴市场经济体,也包括先进经济体——似乎已将利率维持在低于传统国内标准的水平,这部分是为了应对核心货币的低利率。20世纪90年代,政策利率大致符合泰勒规则,即一个简单的利率规则,描述了产出缺口和通胀目标偏差间的机械反应。然而在21世纪初,实际政策利率持续低于符合泰勒规则的水平,表明货币政策正变得系统性宽松(图5.3)。许多先进经济体对在经济繁荣时期加息显然犹豫了,危机以来一直维持接近零的利率。对它们来说,新兴市场经济体当局出于对资本流动和升值的担忧似乎设定了较低的政策利率(图5.3,右图)。美国利率在影响其他地方政策利率方面的实证意义为跟

3. 参见V Bruno和H S Shin,“跨境银行与全球流动性”,《经济研究评论》,第82卷,第2期,2015年4月,535-64页。



泰勒规则的计算公式是 $i=r^*+\pi^*+1.5(\pi-\pi^*)+0.5y$ ，其中 π 是通胀值， y 是产出缺口值， π^* 是通胀目标而 r^* 是长期实际利率，此处用实际趋势产出增长代替。图表显示了平均值和不同的通货膨胀/产出缺口组合下泰勒利率的范围，通过结合四个通货膨胀的测量值(标题通胀率、核心通胀率、GDP平减指数和一致的标题预测)与产出缺口的四个测量值(包括使用HP滤波、分段线性趋势、未被观察的组件技术获得以及国际货币基金组织估计)。 π^* 被设定为等于官方通胀目标，否则等于样本的平均值或通过标准HP滤波估计的趋势通胀值。参见B Hofmann和B Bogdanova, 泰勒规则和货币政策:一个全球性的“大偏差”，BIS《季度评论》，2012年9月，37-49页。

1. 基于2005年购买力平价权重的加权平均值。“全球”包括下列经济体。先进经济体: 澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。新兴市场经济体: 阿根廷、巴西、智利、中国、中国台湾、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、新加坡、南非和泰国。

资料来源: IMF《国际金融统计》和《世界经济展望》; 彭博; CEIC; 共识经济; Datastream; 各国数据; BIS计算。

从领导者的行为提供了额外的证据(专栏5.C)。然而这个简单的实践有重要的局限性，它表明竞争性宽松是保持外部需求的一种方式。2014年12月以来，超过20家央行放松货币政策，一些明显是为了应对外部环境(见第四章)。

对抗升值还采取了货币干预的形式，其本身也是对全球货币放松的反馈。许多央行直接干预外汇市场，通常购买美元，然后将其所得投资于主要政府发行的债券。与主要央行大规模国内购买债券不一样，外汇储备管理者不寻求降低它们所投资的债券市场的收益率。然而，长期的外汇储备累积和主要央行的资产负债表政策相结合使它们持有的官方债券资产超过12万亿美元，而美国、欧元区、日本和英国的政府债券总额为31万亿美元(图2.9，左图)。其持仓占比超过美国国债存量的一半，超过美国国债和机构债券存量的40%(图2.9，右图)。

因此，先进经济体和新兴市场经济体的货币政策互相加强。中心位置的宽松货币条件导致了世界其他国家宽松的货币和金融条件：在那些国家，企业和政府增加了美元和欧元借贷，而当局则对抗不受欢迎的货币升值。反过来，它们的外汇干预增加了在主要债券市场的官方投资，进一步压缩了债券收益率。随着中央银行和外汇储备经理与养老基金及人寿保险公司一起投标，债券收益率已下降至历史低位，期限溢价也变成了负值(见第二章)。

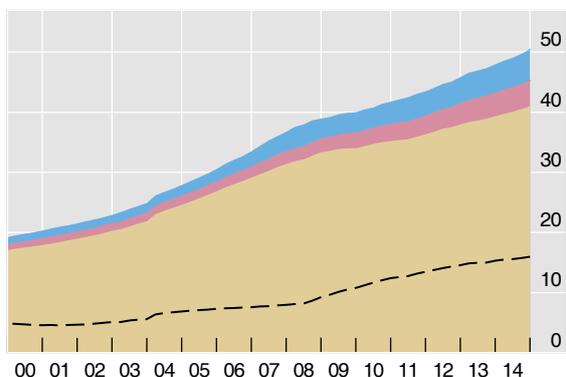
过去的几年中，国际清算银行开发了一些指标来跟踪全球流动性状况。全球流动性这一术语指全球金融市场融资宽松。信贷总额是其主要表现之一，因为它显示了债券市场和银行已在多大程度上导致了风险的累积。^① 本专栏聚焦于美元和欧元信贷，它们是全球信贷的两个最大组成部分，通过各自货币区的货币政策直接影响世界其他国家的金融条件。

全球信贷可通过银行贷款或债券延伸，同时每种方式都有国内和国际的组成部分。图 5.B 显示了美元和欧元计价的债务，按借款人所在的位置进行细分。

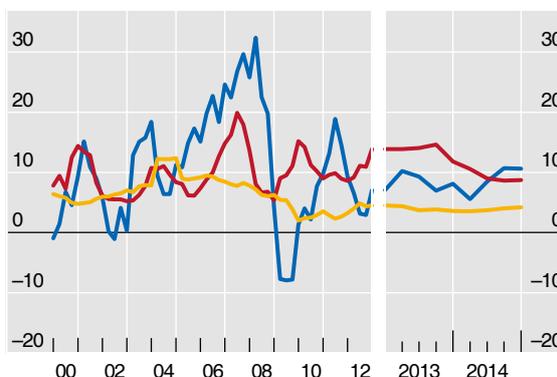
美元和欧元信贷扩展到非银行部门

图5.B

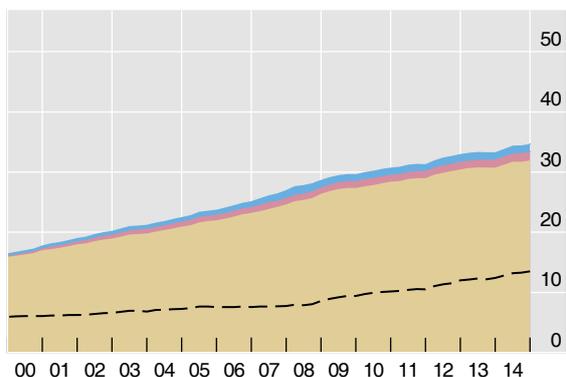
美元信贷，万亿美元



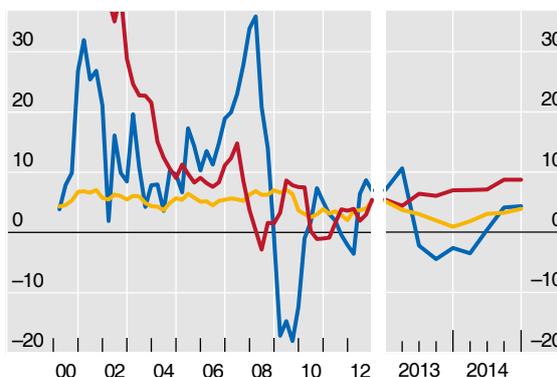
同比增长，百分比



欧元信贷，万亿美元¹



同比增长，百分比



居民信贷²
 非居民信贷：
 其中：政府信贷
 债券³
 银行贷款⁴

居民信贷²
 非居民信贷：
 其中：政府信贷
 债券³
 银行贷款⁴

1. 以2014年第四季度末汇率换算。2. 对美国和欧洲地区非金融部门信贷，不包括确定以非本国货币对借款人的信贷（即跨境和本地扩展贷款，以及未偿付的非国内货币的国际债券）。3. 在美国和欧元区外由非银行发行者发行的未偿付债券。4. 对美国和欧元区以外的非银行金融机构的跨境和本地扩展贷款。对中国来说，本地扩展贷款数据是假设80%以美元计价，根据国内外币贷款的国家数据推算。对其他非国际清算银行报告国家来说，对非银行金融机构的美元和欧元贷款数据是由所有国际清算银行报告银行给该国银行的跨境美元和欧元贷款总额来代替，假设这些资金被传导到非银行金融机构。参见R. McCauley, P. McGuire和V. Sushko, “全球美元信贷：链接到美国货币政策和杠杆”，《经济政策》，第33卷，第82期，2015年4月，189-229页。

资料来源：国家金融账户；Datastream；BIS国际债券统计和本地银行业统计。

2014年底，全球约80%的非金融美元债务是美国居民借的(图5.B, 左上图)。负债包括美国公共债务、美国家庭债以及美国公司债。但9.5万亿美元(19%)的美元信贷扩展到美国以外的非银行借款人，这些实体和美国居民一样暴露在美国货币政策立场下。离岸美元信贷的存量达非美国GDP的13%，超过了2.7万亿美元的欧元信贷(图5.B, 左下图)。与借入美元相比，大部分欧元借款发生在欧元区内(92%)。

国际信贷的组成部分往往是更加顺周期和波动的。美元和欧元的国际银行贷款在金融危机前的繁荣期超过了国内信贷，危机爆发后收缩(图5.B, 右图)。债券市场在金融危机的余波中一定程度上替代了受损的银行贷款，增加了对资金的需求同时利差也更高。自2010年以来，对收益率的追求使以压缩溢价发行的债券发行量激增，帮助推动债券在国际信贷的比例达到了46%。在全球流动性的第二阶段，债券市场和资产管理行业在塑造全球流动性状况方面占据了中心位置。

①参见 BIS, “全球资金流动的亮点”, BIS《季度评论》, 2015年3月, 13-29页; www.bis.org/statistics/gli.htm。

金融体制的相互作用

金融市场一体化使全球因素共同推动资本流动和资产价格。在全球流动性危机前和危机后这两个阶段之间这些共同因素部分进行了转换。

在危机前全球流动性的第一阶段占主导地位的银行流动利用了简单的杠杆、可预测的政策利率和波动率指数所代表的较低波动。⁴ 这些流动使国内信贷繁荣，放开了国内资金基础约束。从2002年初至2008年，在31个新兴市场经济体样本中，跨境银行融资的比例上升，直接或间接通过银行流向国内非银行金融机构，推高了银行信贷占GDP的比重(图5.4, 左图)。银行发现，境外非核心债务为国内信贷爆发提供了资金。⁵

对更广泛62个经济体样本的分析和一个更具包容性的国际资本流动的测量表明类似的动态。这里包括投资组合和银行流动的净债务流入越大，一个经济体中银行信贷占GDP的比重就越大(图5.4, 右图)。爱尔兰、西班牙和英国的情况也表明，国内信贷繁荣对外部融资的依赖并不是金融不发达的一个症状。事实上，如陡峭的拟合线所表明的那样，23个先进经济体的子样本中，对资本流入的依赖要大于新兴市场。

在危机后全球流动性的第二阶段，主权债券的期限溢价已成为融资条件更重要的驱动因素。跨境银行信贷虽然在新兴市场继续强劲增长，但在先进经济体已大幅下降，同时债券融资全面激增。债券流动兴起之时，在一体化金融市场上，期限溢价已作为风险的显著全球定价出现。

4. 参见 H Rey, “两难而非三难选择：全球金融周期和货币政策独立”，堪萨斯联储主题为“全球层面非常规货币政策”的全球央行年会纪要，2013年8月，285-333页。

5. 参见 J-H Hahn, H S Shin 和 K Shin, “非核心银行债务及金融脆弱性”, 《货币、信贷和银行业务》, 第45卷, S1期, 2013年4月, 3-36页。

近年来，新兴市场经济体和先进经济体的利率与大型先进经济体，尤其是美国的利率变化关系密切。这种密切相关可能反映了对常见的宏观经济发展的应对影响着所有国家。但这也可能反映了大型先进经济体对全球利率的溢出效应。利率的溢出效应可能由明确的汇率政策，试图控制汇率和因相对于关键货币的收益率差异而造成的资本流动压力的举动，以及全球投资者的套利行为共同造成。

为了阐明这个问题，选取30个新兴市场经济体和先进经济体在2000—2014年的数据进行回归分析。^① 分析显示了这些经济体利率变化和美元利率变化间的强相关性，甚至在控制了国内的宏观经济状况和全球商业与金融周期之后也是如此。就短期利率来说，美国利率100个基点的变化与新兴市场 and 较小的先进经济体的利率平均34个基点的变化相关(表5.C, 第一列)。就长期利率来说，效果更强：美国国债收益率100个基点的变化与这些经济体利率平均59个基点的变化相关(第二列)。除了美国利率，通过VIX指数衡量的全球投资者厌恶风险的程度，也始终是这些利率的重要驱动力。

此外，自21世纪初以来全球政策利率相对于泰勒规则暗示的水平持续较低(图5.3)至少在在某

利率溢出¹

表5.C

解释变量	因变量			
	3月期利率变化 ²	10年期债券收益率变化 ²	政策利率偏差 ³	政策利率水平 ⁴
美国利率	0.34***	0.59***	0.43***	0.70***
VIX	0.51***	0.21**	1.99***	1.54***
F统计美国产出与通胀 ⁵	0.24	2.35*	20.80***	6.80***
F统计国内产出与通胀 ⁵	17.18***	2.09		12.60***
R ²	0.25	0.26	0.45	0.82

1. 结果来自于对30个新兴市场经济体和先进经济体2000年第一季度至2014年第四季度数据的非平衡固定效应面板回归(澳大利亚、巴西、加拿大、智利、中国、中国台湾、哥伦比亚、捷克、丹麦、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、韩国、马来西亚、墨西哥、新西兰、挪威、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、新加坡、南非、瑞典、瑞士、泰国、土耳其和英国)。***/**/*表示基于聚类稳健的标准误，结果在1%/5%/10%的水平显著。
 2. $\Delta r_t^i = \beta_0 + \alpha_0^i + \beta_1 \Delta r_t^{us} + \beta_2 X_t^i + \varepsilon_t^i$ 的面板估计，其中 Δr_t^i 表示经济增长的季度环比 i 是指3月期货币市场利率和10年期债券收益率， Δr_t^{us} 是相应的美国利率的变化； X 包括美国实际GDP增长和通胀的变化，VIX的对数变化以及国内实际GDP增长及通胀的变化。
 3. $i_t^i - Taylor_t^i = \beta_0 + \alpha_0^i + \beta_1 i_t^{us} + \beta_2 X_t^i + \varepsilon_t^i$ 的面板估计，其中 i_t^i 是政策利率， $Taylor_t^i$ 是标准泰勒规则所暗示的政策利率(计算方法根据B Hofmann和B Bogdanova, 泰勒规则和货币政策:一个全球性的“大偏差”，BIS《季度评论》，2012年9月，37—49页)， i_t^{us} 为联邦基金利率， X 包括美国实际GDP增长，美国通胀以及(log)VIX。
 4. $i_t^i = \beta_0 + \alpha_0^i + \beta_1 i_t^{us} + \beta_2 X_t^i + \varepsilon_t^i$ 的面板估计，其中 X 包括美国实际GDP增长，美国通胀以及(log)VIX，也包括国内通胀和国内产出缺口(使用标准HP滤波计算)。
 5. 对变量系数等于零的空假设的F检验。

种程度上反映了美国在这一时期低政策利率的影响。具体地说，美国联邦基金利率下调 100 个基点将使新兴市场经济体和其他先进经济体的政策利率相对于标准泰勒规则所暗示的水平降低 43 个基点（表 5.C，第三列）。当估计一个描述性的泰勒规则时，美国政策利率的估计影响更高：约 70 个基点（第四列）。总之，结果表明美国利率与其他新兴市场经济体和先进经济体的利率有经济学上的显著因果关系。

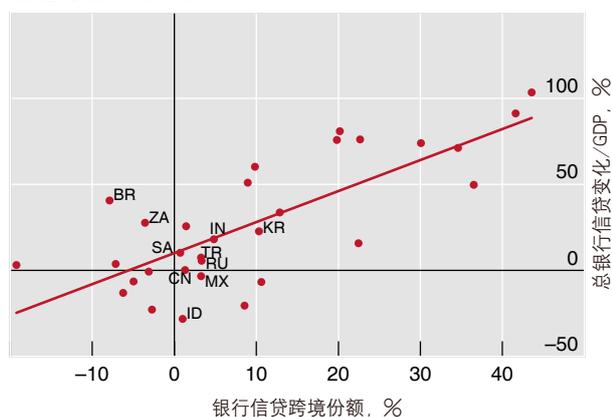
①参见 B Hofmann 和 E Takáts，“国际货币溢出”，BIS《季度评论》，即将发布。

在官方声明大规模债券购买后，对全球债券市场溢出效应的研究已显示债券收益率强烈的同向运动。如果投资者把不同货币计价的债券作为替代品，那么在一个市场购买债券也会压低另一个市场上债券的收益率。表 5.3 说明了这一点，其总结了一些研究，这些研究估计了在美国国债收益率波动 100 个基点时其他几个先进经济体债券收益率的变动。此外，新兴市场经济体债券与美国国债的共同

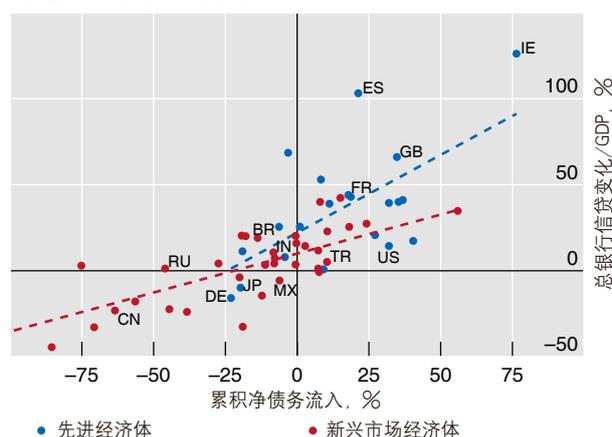
资本流动有助于繁荣时期国内信贷的增长

图5.4

通过跨境银行信贷¹



通过更广泛的净债务流入²



BR=巴西；CN=中国；DE=德国；ES=西班牙；FR=法国；GB=英国；ID=印度尼西亚；IE=爱尔兰；IN=印度；JP=日本；KR=韩国；MX=墨西哥；RU=俄罗斯；SA=沙特阿拉伯；TR=土耳其；US=美国；ZA=南非。

1. 2002年第一季度至2008年第二季度，“银行信贷总额”是国内信贷（国际金融统计第32行）加上对该国非银行金融机构的跨境银行信贷（使用国际清算银行本地银行统计数据）。“银行信贷跨境份额”是银行信贷总额占非银行机构通过直接贷款给非银行机构和通过给本国银行的净贷款（如果为正）所接收到的跨境交易的份额。基于S Avdjiev, R McCauley和P McGuire “信贷快速增长与国际信贷：亚洲的挑战”，BIS《工作论文》，第377期，2012年4月。2. 国内信贷（国际金融统计第32行），2002年底至2008年底。x轴显示国际收支平衡表上净债务流入作为GDP的一部分，2003年至2008年累积。净债务流动通过加总净债务资产组合、净其他投资和储备资产的变化计算，这些都表示为流入。P Lane和P McQuade，“国内信贷增长与国际资本流动”，《斯堪的纳维亚经济学期刊》，第116卷(1)，2014年1月，218—252页。

资料来源：IMF《国际金融统计》和《世界经济展望》；BIS国际银行统计；BIS计算。

美国国债收益率对成熟债券市场的溢出效应估计

美国长期国债每100个基点

表5.3

债券市场	Gerlach—Kristen et al (2012): 2003—2004年日本干预		Neely (2015): LSAP1事件	Bauer和 Neely (2014): LSAP1事件	Rogers et al (2014): 日内数据	Obstfeld (2015): 长期水平, 1989— 2014年月度数据
	政府	互换				
澳大利亚	...	...	67	37	...	74
加拿大	...	...	53	54	...	129
瑞士	53	45	...	...	...	88
德国	46	41	41	44	36	115
西班牙	50	41	...	...	...	111
法国	46	41	...	...	...	118
英国	59	45	46	...	48	137
意大利	46	41	...	...	16	158
日本	44	54	19	12	20	69

LSAP1=美联储第一次大规模资产购买计划 (例如债券)。

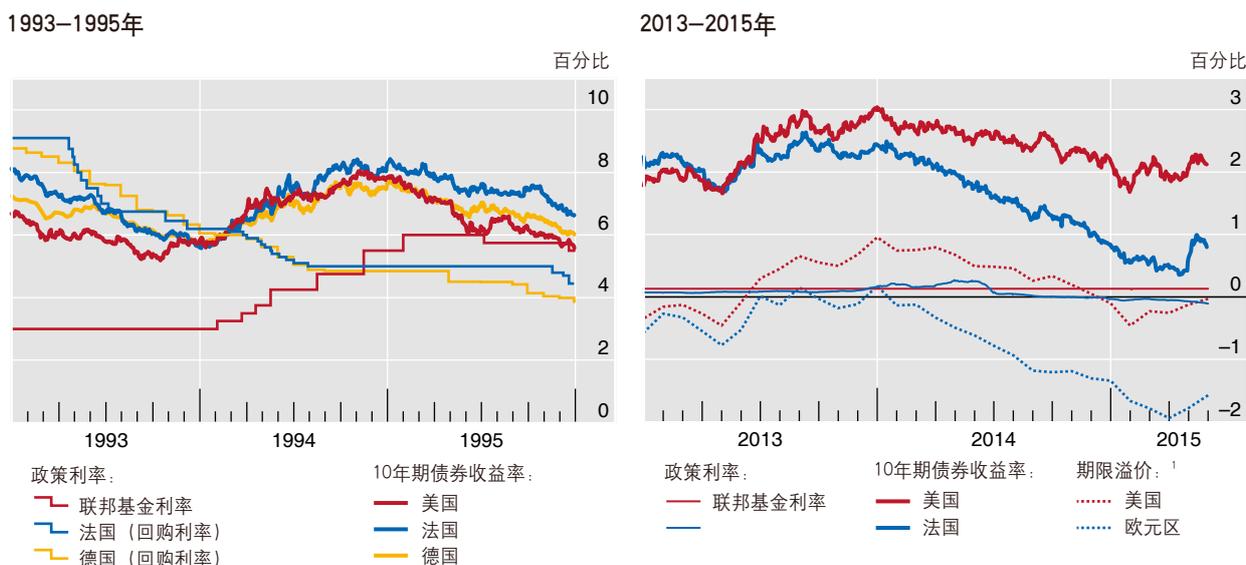
资料来源: P Gerlach—Kristen, RMc Cauley and K Ueda, “货币干预与全球资产组合平衡效应:日本的教训”, BIS《工作论文》, 第389期, 2012年10月; C Neely, “大规模资产购买有较大国际效应”, 《银行业与金融》杂志, 2015年第52期, 101—111页; M Bauer和C Neely, “美联储非常规货币政策的国际渠道”, 《国际货币与金融》杂志, 第44期, 2014年6月, 24—46页; JRogers, C Scotti和J Wright, “评估非常规货币政策的资产市场效应: 一项跨国比较”, 经济政策, 第29卷, 第80期, 2014年10月, 749—99页; M Obstfeld, “三难选择及权衡:生活在金融全球化中”, BIS《工作论文》, 第480期, 2015年1月; BIS计算。

运动也比十年前更紧密。⁶

在此之前, 主要债券市场间的关系都不对称, 美国国债收益率对其他地区的债券收益率有驱动作用, 但在过去的一年里这似乎已发生改变。特别是, 有迹象表明, 欧元区债券市场已对美国债券市场产生影响。欧央行大规模购买债券的预期给法国和德国的债券收益率带来下行压力, 尽管政策利率分歧, 其也通过期限溢价的共同运动给美国债券收益率带来压力 (图 5.5, 右图)。这与 1994 年初的经验 (即以往模式) 相反, 当时美联储提高其政策利率, 法国央行和德国央行都在降息, 但美国国债收益率的上升被传导到欧洲 (图 5.5, 左图)。⁷

6. 比较了 R McCauley 和 G Jiang, “多元化与亚洲本币债券”, BIS《季度评论》, 2004年9月, 51—66页。以及 K Miyajima, M Mohanty 和 J Yetman, “美国非常规货币政策对亚洲的溢出效应: 长期利率的作用”, BIS《工作论文》, 第478期, 2014年12月; Q Chen, A Filardo, D He 和 F Zhu, “金融危机, 美国非常规货币政策和国际溢出效应”, BIS《工作论文》, 第494期, 2015年3月; 以及专栏 5.C。

7. 参见 C Borio 和 R McCauley, “近期债券收益率波动的经济学”, BIS《经济学论文》, 1996年7月, 第45期。



1. 10年期名义收益率根据一个估计的联合宏观经济与期限结构模型分解；参见P. Hordahl和O. Tristani, “在欧元区 and 美国的通胀风险溢价”, 中央银行国际期刊, 2014年9月, 1-47页。收益率以零息债券表示；欧元区使用了法国的政府债券数据。
 资料来源：彭博；各国数据；BIS计算。

当前关切

总之，国际货币与金融体系在后危机时代以将储备货币区宽松的货币和金融条件传导到世界其余地区，就像其在危机前所做的那样。全球金融条件因此放松到了可能与持续的金融和宏观经济稳定不一致的程度。在受危机影响较小的新兴市场经济体和部分先进经济体的信贷繁荣已经造成了金融失衡的迹象。短期内，国际货币与金融体系倾向于扩张金融条件。但从长远来看，突然出现的金融萧条将使其倾向于收缩金融条件。

关键货币间货币政策的分歧和美元再度升值带来了风险。如果企业和世界各国政府可以用欧元融资替代美元融资的话，欧元区的宽松可能会让全球宽松延长。然而，大量的美元未偿债务意味着美元信贷紧缩可能是必然的。因此，美元走强可能再度暴露脆弱性（见第三章），特别是对那些集体借贷数万亿美元的公司更是如此。诚然，众所周知，美国经济有美元空头头寸，并在其他货币上做多。出于同样的原因，世界其他国家必须持有比美元负债更多的美元资产，从而在美元升值过程中总体获得估值收益。但即使是在一个做多美元的国家，跨部门外汇头寸分布也与产出有关。例如，在许多新兴市场政府部门持有美元多头头寸，而公司部门持有空头头寸（专栏 5.D）。政府部门未将其获益转移给受损失的公司部门，这使经济可能会因美元走强而受损。

美元走强、货币政策分歧以及全球债券市场官方大量持有头寸可能导致波动。如果新兴市场大幅减少储备，它们出售关键货币的债券可能造成全球债券市场上

美元升值的估值效应

本专栏使用韩国的例子来说明，美元升值可以让非美国居民整体实现财富增长，同时，对那些进行美元融资的非美国公司来说，美元升值还代表了金融条件收紧。韩国官方可以从美元升值中获益而不需要调整其支出，同时韩国公司部门会损失净财富并面临信贷紧缩。

众所周知，美元升值推升美国净国际债务。^①这是因为美国居民对世界其他国家有以美元计价的债务，超过相应的资产，高达GDP的39%。随着2014年美元升值，美国的净国际投资头寸从负的5.4万亿美元下降到负的6.9万亿美元，尽管本币估值上升，以美元计算的美国资产停止增长。这个1.5万亿美元的差值是经常账户余额4,100亿美元的3倍多。相应地，世界其他国家的财富增加。

作为世界其他地区的典型，韩国的净国际投资头寸整体从美元升值中获益。不过，仍可以看到，借入美元的韩国公司的资产净值下降。总的来说，该国适度的正外部头寸(820亿美元，见表5.D)显示其净外币资产达7,190亿美元，一半以上由官方部门持有(官方储备资产为3,640亿美元)，机构投资者也持有大量正外部头寸(2,040亿美元的投资组合资产)。公司部门拥有投资组合和其他外币负债(3,480亿美元)的很大一部分，以及650亿美元登记在韩国商业银行的外币贷款。此外，国际清算银行的数据显示，韩国非金融公司的离岸子公司发行了额外的70亿美元债券，主要是美元债券，同时也有离岸银行信贷。美元升值使官方获益却没有惠及那些财富净损失的公司。

总的来说，很多关于国际资产负债表的分析，特别是持有外汇储备所承担的保险建立在分割谬误的基础之上，分割谬误会把总体正确推论为每一部分都正确。公共部门在本国货币贬值时进行财富转移会充满道德风险，而不进行转移则使公共部门的收益无法抵消公司部门的损失。企业需要调整其支出和劳动雇用。如果当局最终动用国际储备为银行和企业提供美元流动性，这种干预可能会在已经付出代价后再造成破坏。

2014年底韩国外部资产与债务¹

表5.D

	资产	债务	净资产
本币	13	650	-637
直接投资	.	182	-182
资产组合	2	441	-439
其他 ¹	10	27	-17
外币	1,068	348	719
直接投资	259	.	259
资产组合	204	149	55
其他 ¹	242	199	42
官方外汇储备	364	.	364
合计	1,080	998	82

1.包括金融衍生品。

资料来源：韩国央行。

^①参见 C Tille, “汇率运动对美国外债的影响”, 纽联储, 《当前经济学与金融问题》, 第9卷, 第1期, 2003年1月。

前所未有的交错流动。欧央行和日本央行购买债券，而新兴市场经济体出售债券，最终，美联储不展期到期债券，这可能让剩余的私人投资者面临困难和债券定价转移的问题。

国际政策合作的局限性和前景

要解决本章提出的问题，仅靠每个国家管理其通货膨胀和商业周期是不够的。更广义的“处理好国内事务”的概念建议政策制定者运用货币、审慎和财政政策来管理金融周期以确保持久的货币、财政和宏观经济稳定（见第一章和第四章）。这将使信贷繁荣和萧条的频率及深度减少，并大大减少负面的跨国溢出效应。

此外，在处理好全球事务的理念下，政策制定者可能会更重视国际的相互作用，包括共享的风险敞口、溢出效应和反馈。政策既可以通过采取措施抑制金融失衡累积来阻止危机，也可以通过包括安全网在内的措施来加强危机管理。一分危机预防胜过十分危机管理：降低危机的发生率和严重程度有明显的福利效应，同时在设计有效的安全网方面则存在明显的预测局限性和道德风险。

国际政策协调可以发生在不同深度。明智的自利主义会考虑国际溢出效应在某种程度上会对本国经济有反作用。然而，在今天这个全球流动性的时代，即使各国各自做到最好，如果存在明显的国际溢出效应，仍达不到其政策目的。要达成更有效率的结果，需要加强合作，包括临时的联合行动，甚至就限制国内政策这一游戏规则达成协议。

在分析和合作方面都有障碍。各国仍难以就国际货币体系的症结是什么达成一致。即使对国际溢出效应及其出现原因达成共识，在多个不同规模的参与者间就不同的国内约束设定并维持一个普遍方法仍将具有挑战性。

在讨论危机管理时这种可能性和障碍很明显。全球金融危机期间，中央银行被证明能够迅速联合调整其政策立场并通过外汇掉期来进行密切配合。美元互换规模达到约 6,000 亿美元（欧元互换达到约 60 亿欧元）。美元互换安排通过允许外资银行有限接入联储工具来获得资金支持了金融稳定。反过来，它们也在银行已相对于联邦基金利率抬高了美元 Libor 后重塑了货币传导机制。

今天，修改和扩展安全网的建议面对诸多障碍。一个原因是分析方面的深度分歧。外汇储备积累是汇率管理的副产品，还是对国内外危机的一种自我保护？国际流动性工具，包括中央银行之间的货币互换额度是否应被扩大，最好的设计是什么？增强的安全网是否会导致外汇储备减少？即使达成了协议，国际风险分担的许多方面仍然有问题。尽管有改进的余地，现状很可能仍然持续。

这一切加强了危机预防。央行可能会寻求让自身政策的影响内部化。改进信息交换有助于当局更好地理解国际溢出效应及其反作用。例如，如果主要的中央银行的货币政策确实引起了新兴市场的竞争性宽松，由此产生的金融失衡可能最终伤害先进经济体。更重要的是，这种反作用可能因新兴市场在世界经济中日益增长的体量而比过去更大（见第三章）。同样，政府在主要债券市场上的巨大分量需要政策制定者关注全球影响。然而，尽管全球储备管理者从集体的角度可能因考虑其投资行为对全球债券收益率的影响而受益，但其个体有忽视国际溢出效应的动机。

合并美国外部资产负债表

专栏5.E

大部分国际宏观经济学假设国界界定了货币区域和决策单位。就像国民账户一样，它假设哪些边界定义了相关经济区域：在一个给定的国家，不同的货币不会竞争，公司独自在本国境内经营。在现实中却并非这样。不仅主要货币将其领域扩展至发行国之外（专栏 5.A 和 5.B），金融或非金融的跨国公司也跨国经营。其管理层从集团的角度出发关注利润和风险，资产负债表也跨越国界。从合并的角度出发，可以更好地反映跨国公司和全球一体化的程度。

本专栏使用美国的例子来说明这样一个合并外国资产和负债的观点不同于官方的基于所在地的国际投资头寸 (IIP)，基于所在地是国民经济核算和收支统计数据定义的标准。这些都表 5.E 前两列的“本地”表示。通过合并让资产负债表与所有权的国籍一致，而不是与资产和负债的登记地一致。

美国国际投资头寸：从本地到合并

2012年底数据，10亿美元

表5.E

	本地		合并	
	资产	负债	资产	负债
银行报告的				
跨境头寸	3,898	3,633	.	.
合并的美国银行 ¹	.	.	3,330	2,958
外国银行 ²	.	.	2,465	3,150
直接投资				
跨境头寸	5,078	3,057	.	.
美国跨国公司 ³	.	.	20,250	15,173
外国跨国公司 ⁴	.	.	6,863	9,920
资产组合投资	7,531	8,446	7,531	8,446
非银行报告的 ⁵	845	657	1,491	782
美国货币	.	454	.	454
官方资产与负债	666	5,692	666	5,692
合计 ⁶	18,018	21,940	42,596	46,575
备注：资产与负债合计	39,957		89,171	

1. 美国银行的外国债权数据来自于国际清算银行关于最终风险基础的合并银行统计(表9D)；其外债通过以下各项之和来估计：美国银行业在美国以外以的外币当地负债，其对非附属部门的跨境负债，扣除对美国居民的跨境负债，以及扣除在美国登记的官方货币机构的负债(其已经包含在“官方债务”中)。2. 外资银行在美国的本地债务出现在资产侧，债权方是美国居民。相反，它们对美国居民的债权是美国债务。因此，合并的美国资产是外资银行对美国居民的本地本币债务。而合并的美国负债是外国银行对美国居民的本地本币债权。3. 美国海外子公司的总资产，包括除银行业外的所有行业。估算债务等于总资产减去直接投资头寸。4. 外资美国子公司的总资产，包括除银行业外的所有行业。估算债务等于总资产减去直接投资头寸。子公司的资产作为美国外债出现，反之亦然。5. 金融资产和负债由非银行机构报告，包括贸易信贷。“合并”列也包含在美国的银行为当地非银行实体扣押的资产和负债。6. 不包括金融衍生品。

资料来源：美国经济分析局；BIS国际银行统计；BIS计算。

这相当于重新划定美国的边界，将美资公司的外国资产负债表包括在内，并排除了外国公司的美国资产负债表。对银行业和非银行企业（跨国公司）进行了这种合并。

第一步是用合并的国际清算银行数据取代银行的外部头寸（表 5.E 中第三行“银行报告的”）。这剔除了所有跨境债权，如法国巴黎银行纽约分行对世界其他国家的债权（这些被算作法国资产），并增加了摩根大通的合并对外债权，美国报告银行头寸合计共增加 3.33 万亿美元。同样，在负债方面，剔除了法国巴黎银行纽约分行的任何跨境负债，并增加了摩根大通的全球外债，美国银行头寸估计共增加 2.958 万亿美元。此外，外资银行在美国的当地业务，不属于美国外部头寸，在某种程度上进一步分别增加了美国的合并资产和负债，美国居民为外国银行美国分行提供资金（2.465 万亿美元），或从它们那儿获得信贷（3.15 万亿美元）。合并银行报表让美国对外资产和负债总和由 40 万亿美元（IIP）增加至 45 万亿美元。

第二步是用一个类似的、尽管粗略（由于数据限制）的方法来合并外资跨国公司报表（银行除外）。非银行机构的跨境直接投资头寸方面，资产被美国以外的美国跨国公司的（更大的）总资产取代，而负债则被那些在美国的外国跨国公司的总负债取代（表 5.E 中“直接投资”行）。如剔除通用电气法国子公司的股权头寸，同时加上那些子公司的总资产，这导致所有美资跨国公司合计资产达 20.25 万亿美元。这些资产超过相应的所有权债权（包括国际投资头寸表中价值 5.078 万亿美元的股权和股权类子公司间债务），因为美国跨国公司也从国外借款；这些债务（约 15.173 万亿美元）相应被加到美国的外债上。至于外国跨国公司，法国公司在其美国子公司的股份总额被剔除，其美国资产被增加，为外国跨国公司增加了 9.92 万亿美元头寸。外国跨国公司的负债（6.863 万亿美元）被视为美国外国资产。该步骤把直接持有公司资产和负债变为 6 倍，但美国净资产不变。

合并银行和跨国公司报表将美国的外国头寸总值翻了不止一倍。美国外部的资产和负债之和从基于所在地的 40 万亿美元（IIP）增加至基于合并的 89 万亿美元。本例表明，美国经济更加开放，其外国资产负债表规模更大，这比国际收支中外部头寸所表现得更为明显。此外，美国经常账户的计算不应受合并影响，因为无论外汇收入是否流回国内，都被包括在净投资收入中。

超越明智的自利主义并重新考虑更广泛的游戏规则可能很难。⁸ 多数货币政策制定者会拒绝从全球的角度来考虑。相应地，国内授权要求主要储备发行央行为被其货币占据的更小的经济体制定政策。

这种对国内授权的解读与金融监管和监督方面成功的国际合作形成鲜明对比。在这些方面，国内授权不妨碍广泛的国际合作和全球规则的发展。

对当前国际货币与金融体系缺陷的更好地理解将是一个很大的进步。一个普遍的观点是，主要问题是国际货币与金融体系显然无法阻止巨额经常账户失衡。

8. R Rajan 于 2014 年 4 月 10 日在布鲁金斯学会 (Brookings Institution) 的题为“竞争货币宽松政策：是否昨日重现？”的演讲中提出了这一观点。有关更多对政策协调持怀疑态度的观点参见 S Fischer, 2014 年 10 月 11 日在国际货币基金组织和世界银行年会 Per Jacobsson 基金会上的题为“美联储和全球经济”的演讲；B Coeuré, 2015 年 5 月 12 日在瑞士国家银行和国际货币基金组织合办的“变化的世界中的货币政策的挑战”研讨会上题为“非常规货币政策的国内和跨境溢出效应”的演讲。参见 J Caruana 于 2015 年 4 月 16 日在国际货币基金组织“反思宏观政策 III：有进展还是混乱？”大会上的题为“国际货币和金融体系：消除盲点”的发言，以及 W Dudley 于 2014 年 3 月 27 日在纽约联储“三十年的危机：我们学到了什么？”圆桌会议上题为“美国货币政策和新兴市场经济体”的发言。

这种失衡的观点在国际论坛上很流行并暗示了特定的调整政策，如那些与二十国集团互评估程序有关的政策。⁹

然而对经常账户和相应的净资源流动的关注可能掩盖了国际货币与金融体系本质上的缺陷。全球需求再平衡的目标是减少各国之间商品和服务净流动的失衡，而忽略了更大的各国内部和各国之间金融失衡累积的风险。可以肯定的是，巨额经常账户赤字经常表明潜在的问题，但金融繁荣和萧条也可以表明问题，且其确实盈余国家出现。一个总的盈余头寸很可能隐藏这样的漏洞。金融失衡与国内和国际总头寸联系更紧密，而经常账户代表的跨境净流动则并不一定留下痕迹。¹⁰ 事实上，如果跨国公司为其国外用途发行离岸债券，金融失衡可能根本不会出现在一个国家的国际收支平衡表上。反过来，这就提出了国际金融中一个适当的分析单元的问题，以及应如何衡量这些风险（专栏 5.E）。要在设计国际货币与金融体系方面取得进展就要求作出一个新的判断，即把金融失衡作为广泛地调整国内政策制度及其国际间相互作用的基础。

9. 欧盟委员会的宏观经济失衡程序通过在其外部失衡监管上补充内部金融失衡指标的做法已更进一步。

10. 参见 C Borio 和 P Disyatat, “全球失衡与全球危机：有没有联系？” BIS《工作论文》，第 346 期，2011 年 5 月。