

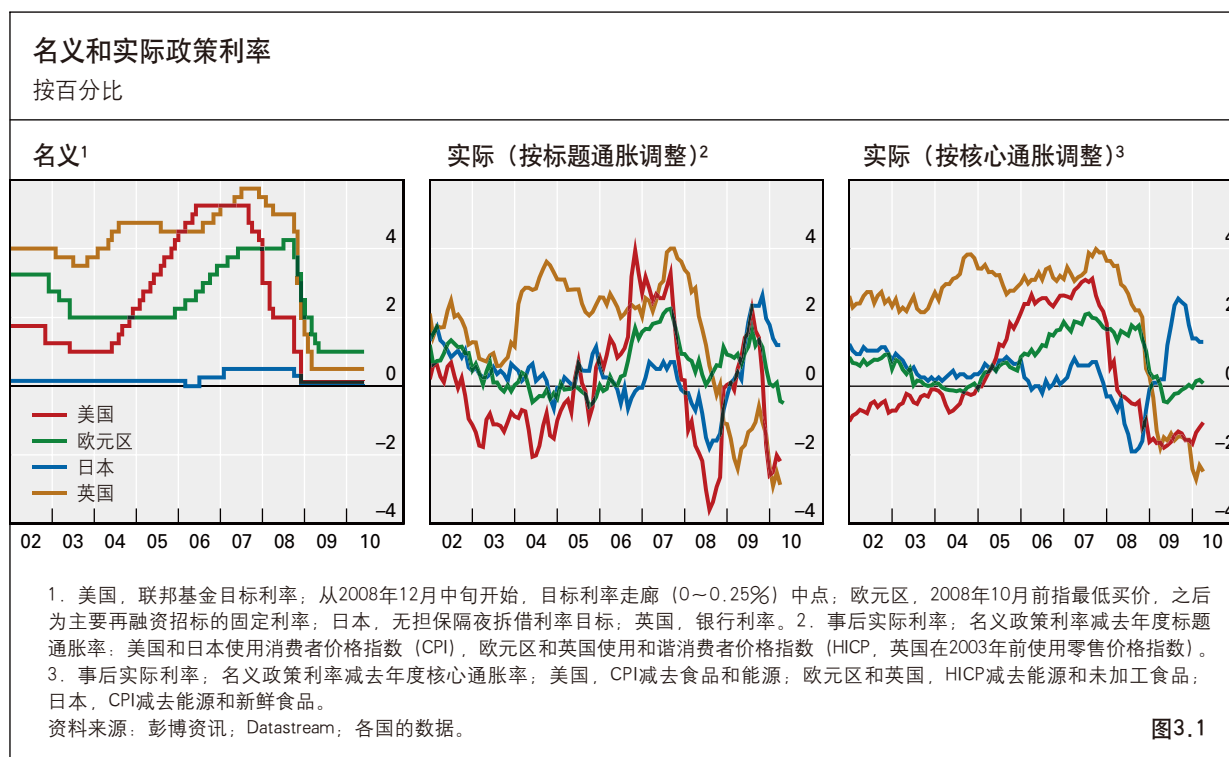
第三章 低利率：风险是否超过回报？

面对全球金融动荡引起的经济下滑，各国的中央银行做出的第一反应是大幅下调利率。结果是，主要发达经济体的政策利率降至当前的0和1%之间，各国中央银行已无余地进一步调低利率来应对负面冲击，或者空间很小（图3.1）。按照实际利率看，欧元区利率接近零，英国和美国则为负。日本有所不同，其温和的通货紧缩使实际利率又一次回到零以上。

随着危机恶化，各国中央银行采取了非常规措施来防止经济出现众多观察员担心的第二次“大萧条”。¹ 在众多措施中，各国中央银行注入了大量的本币流动性，使用货币互换安排向国内机构提供外币流动性并干预固定收益债券市场。非常规措施显著扩大了各国中央银行资产负债表的规模并改变其构成（图2.4）。为配合中央银行的举措，各国政府对单个金融机构提供支持，并出台了可观的财政刺激措施（见第五章）。

危机中，中央银行下调政策利率……

……以及采取了非常规的货币政策



1. 关于非常规货币政策措施，见C Borio和P Disyatat国际清算银行工作论文，第292期，2009年11月，“非常规货币政策：评价”国际清算银行第79期年报，第三章和第四章，2009年6月。

政策制定者们已开始考虑退出

2010年前几个月，当金融体系崩塌的危险似乎过去，宏观经济看起来走上复苏之路时，主要发达经济体的政策制定者们开始考虑如何退出危机相关措施。² 虽然4、5月份希腊主权债市场的变化和随之产生的震荡使一些中央银行改变了做出上述决定的时机，但最终退出的承诺依然未变。存在的一种情形是，决定退出非常规货币政策的时机可以独立于退出低利率的时机。不同的经济体可能在这两方面的退出顺序上各不相同，这取决于金融市场和实体经济活动复苏的速度。

低利率和非常规货币政策导致扭曲……

当政策制定者做出上述决定时，需要考虑宽松的货币政策态势持续时间过长将导致扭曲。毕竟，很多人都认识到，持续低利率是导致危机的一个重要因素（见国际清算银行年报，第79期第一章）。同时，政策制定者还应密切监测非常规货币政策工具带来的扭曲，包括中央银行改变合格的回购抵押品标准和直接购买资产导致债券市场价格扭曲。某些市场上人为的高资产价格可能会延缓私人部门资产负债表进行必要的调整。同时，各国中央银行在危机期间中介作用加大也会给市场活动造成扭曲。而且，购买资产使中央银行持有相当的信用风险敞口，这与资产负债表结构改变一起可能使中央银行承受政治压力。

……这可能导致未来的问题

历史在非常规货币政策经济影响的经济显著性方面只能提供微乎其微的指引。与此不同的是，低利率带来的扭曲能从过去观察得到。在本章中，我们根据当前情况总结了这些风险，认为如果不迅速加以解决，可能为未来国内外的问題埋下隐患。本章根据2007~2009年金融危机前以及日本在20世纪90年代中的经历总结了教训。

低利率的国内负面影响

危机前低利率导致错配……

以往的低利率经历体现出宽松的货币政策可与信贷扩张、资产价格攀升、风险利差下降和追逐收益相伴。这些因素共同作用，导致危机前数年资源严重错配，金融业和建筑业过度扩张就是例证。必要的结构性调整十分痛苦且颇费时日。

……正在延缓必要的调整

在目前，低政策利率与相当高的长期利率并存体现出人们的担忧。这可能增加利率风险敞口，延迟私人部门和公共部门资产负债表的调整。同时，低利率导致货币市场交易持续下降使情况变得更为复杂，退出宽松货币政策的任务显得十分棘手。

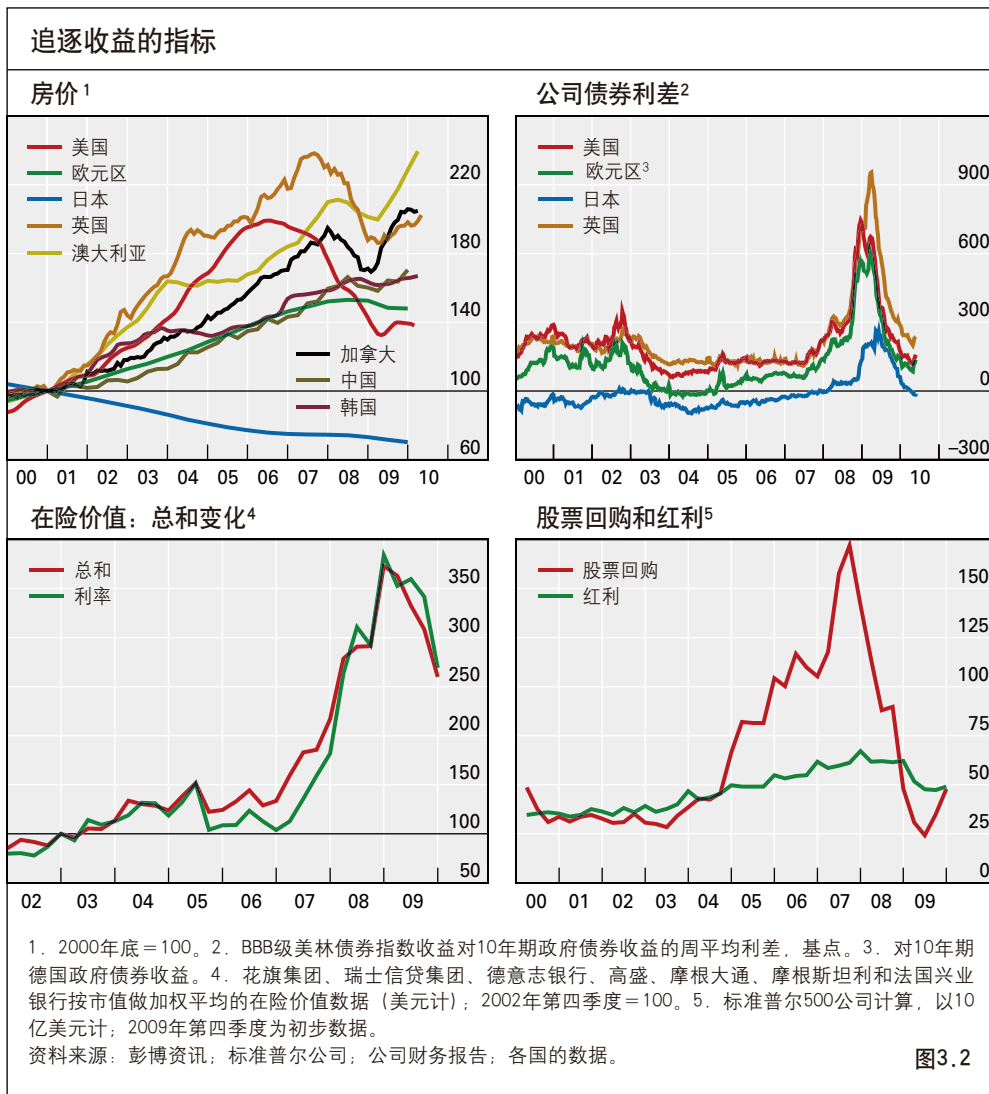
可计量的与可感知的风险的下降

低利率对风险计量和风险感知有影响

根据标准的经济模型推定，如果实际利率下降并预计能够持续的话，将导致信贷更快增长。而且，利率下降压低了未来现金流的贴现率，从而推高资产价格。在其他情况不变的情况下，会导致抵押品价值上升，从而可能使金融机构发放更多的贷款并提高杠杆率，购入风险更高的资产。在资产价格上升的同时，资产价格的波动往往更小，在险价值（VaR）更低，这一指标通常用来衡量资产组合风险。³ 这些因素反过来将强化投入风险资产的资本数量，提高资产价格，导致可

2. 一些非常规货币政策工具已被有关中央银行主动终止，或是随着市场开始好转而自然结束。

3. 关于宽松的货币政策对在险价值计量的影响，见T Adrian和H S Shin，“金融中介和货币经济学”纽联储工作人员报告，2009年10月，第398期。关于商业银行在货币政策宽松时承担更大风险的实证，见Y Altunbas、L Gambacorta和D Marques-Ibanez，“货币政策是否会影响银行的涉险行为？”国际清算银行工作论文，2010年3月，第298期。



计量的风险利差进一步缩小。

这一机理被广泛地认定为2007~2009年金融危机前夕资产价格攀升和风险利差下降的主要驱动因素。随后危机导致风险溢价急升、资产价格骤降，在险价值提高和投资者损失加大。那些背负高杠杆率的市场参与者难以承担自身损失。价格逆转触发追加抵押品的要求和群体性抛售，导致价格进一步下滑。

从2009年春开始，全球股票市场快速回暖，许多经济体房价上升（欧元区和日本除外）。与之相伴的是，债券利差和其他风险溢价下降（图2.1和图3.2上图），尽管之后爆发希腊主权债危机后一些可计量的风险再次上升。报告的在险价值数据显示，用银行交易头寸潜在损失计量的风险依然很大（图3.2，左下图）。同时，2007~2009年危机期间，中央银行和政策行动的初衷是阻止资产价格崩溃和降低破产风险。因此，2009年和2010年头几个月内总体资产价格上升和风险利差下降，可以被视为政策成功以及新一轮潜在在风险资产组合开始累积。

追逐收益

更高风险的资产组合还源于对收益的追逐，正是低名义政策利率导致投资者

这在危机前导致资产价格攀升……

……也许今日又重新出现

低政策利率会导

致追逐收益 为追逐更高的名义回报承担更大的风险。⁴ 在金融危机前几年中，许多投资者按照历史经验设定了自认为合理的名义回报率目标。而且，机构投资者如保险机构和养老基金，面临在名义回报率很高时履行向客户承诺的隐含的或合约义务的压力，它们通过其他投资机会来寻求回报。许多薪酬机制安排与名义回报相关联的事实也促进市场追逐收益。

这可能推高资产价格…… 许多表征可以说明对收益的追逐。首先是资产价格上升和风险收益下降。虽然 2009 年和 2010 年初许多资产市场回调部分体现出危机导致的风险厌恶情况有所扭转，但是在近乎为零的政策利率下，追逐收益的现象可能这一时期结束时开始发挥作用。

……促动金融创新…… 另一个表征是扭曲的金融创新。在 21 世纪初，金融中介通过设计看起来可使风险最小化的金融产品来迎合投资者获得高回报的意愿。危机前几年，多种“结构性”产品被广泛出售。从表面看，这些产品体现出投资者低风险和高收益的“圣杯”，但是在危机期间体现出完全相反的特点。综上，市场转而重新青睐于低毒投资产品。也就是说，金融创新是难以监测的，新产品的缺陷更容易在事后反思时被发现。

……抑制了实际投资 第三个表征是红利和股份回购增加。如果投资者期待难以实现的高名义回报，非金融公司会处于向投资者回馈资金的压力之下，而不是通过开设新厂或进行研发来从事风险大但有经济盈利的实际投资。股票回购和高红利在危机临近前十分普遍，之后却十分稀少，当然这在经济周期下行时十分正常（图 3.2，右下图）。2009 年随着经济前景变得明朗，红利和股票回购有所反弹，但仍低于危机前的水平，这表明当前在这一方面追逐收益的做法并不明显。

利率风险

低政策利率使收益率曲线变陡…… 低政策利率与高长期利率一起使银行能从期限转换中获利，即借短放长。事实上，中央银行下调政策利率的部分动机是给金融机构充电，使其提高此类盈利，从而积累资本。危机后期限转换的吸引力加大反映在 2009 年和 2010 年初利差转移风险比率（carry-to-risk ratio）提高（图 2.1，右下图）。政府赤字和债务水平激增以及人们不断意识到相关风险，提高了政府债券收益率，使收益率曲线变得更陡，加大了期限转换战略的吸引力。

……使银行暴露在利率风险之下 然而，金融机构可能低估了期限敞口风险，过度投资于长期资产。⁵ 如前文所述，用在险价值计量的银行利率敞口仍然很高。如果政策利率突然上调使债券收益率同幅度上升，那么债券价格下降将给银行带来相当损失。结果是，银行可能面临短期债务展期的困难。此类风险可能在 2007 ~ 2009 年危机后有所上升，因为银行面临着较差的贷款环境和容易得到的中央银行融资，这使许多银行将融资结果转向更短的期限。银行批发融资收紧可能引发新一轮资产抛售和价格下降。

这样，货币政策意外收紧可能对银行部门带来严重影响。提早释放政策利率变动的信号有助于市场和机构对资产价格和融资成本的预期变动做出平滑调整。

资产负债表调整的延迟

低政策利率可能 金融危机及危机前几年遗留下来的一项任务是清理金融机构、居民部门和公

4. 见 R. Rajan, “金融发展是否使世界风险更大?” 堪萨斯联储, 2005 年 8 月学报, 第 313 ~ 369 页。

5. 银行可能还增持了政府债券以改进流动性压力测试的结果。

共部门的资产负债表。特别值得一提的是，公共部门的财政状况很差，部分源于危机期间采取的救助措施。低政策利率可能会减缓乃至阻碍资产负债表的必要调整。就金融部门而言，当前陡峭的收益率曲线给金融部门带来了收入来源，可能会弱化降低杠杆率和出售或冲销坏资产的紧迫性（见第六章）。中央银行在较长一段时期内将政策利率保持在低水平的承诺，尽管有助于稳定市场预期，但可能加重满足情绪。

会延迟资产负债表的重组

过去的经历表明，低政策利率支撑了“长青”贷款，即一直展期的不能维继的贷款。日本在20世纪90年代超长的低利率时期，其银行允许借款人一直续借贷款。对于这些借款，借款人能够负担低到近于零的利息支出，却无力支付本金。银行则为了保留因资产价格下降本已薄弱的资本，继续发放“长青”贷款而不予以冲销。这延迟了金融部门资产负债表必要的重组和收缩。而且，靠“长青”贷款支撑的本无存活能力的公司（“僵尸”）可能会限制竞争、减少投资并阻止新企业进入。⁶

低利率会导致银行发放长青贷款……

尽管没有确切的方法从实证中得出“长青”贷款的程度，一个体现其存在的指标是显示受困产业获得不合比例贷款的数据。这种情况在20世纪90年代的日本确实存在。⁷另一个可能的指标是商业银行放宽对现有债务人发放贷款的标准。《美联储高级贷款官员观点调查》从2009年1月开始报告对现有客户信贷额度的变化。对商业和工业界而言，信贷额度已经下降，但是步伐很慢。一旦信贷额度再次上升，一开始体现出信贷条件恢复正常，但最终可能释放出存在“长青”贷款的信号，从而延迟私人部门金融和非金融资产资产负债表的调整。

……难以计量

低利率还可能延迟公共部门资产负债表的必要调整（见第五章）。政府通过将债务组合转向更短期融资，降低了利息支付。虽然政府获得了将主权债水平回复到可持续路径的喘息空间，但如果所需的预算调整不能及时到位，政府的财政状况将面临政策利率上升的风险。这将引起人们对货币政策制定机构独立性的担忧。

可能延迟公共部门融资的调整

瘫痪的货币市场

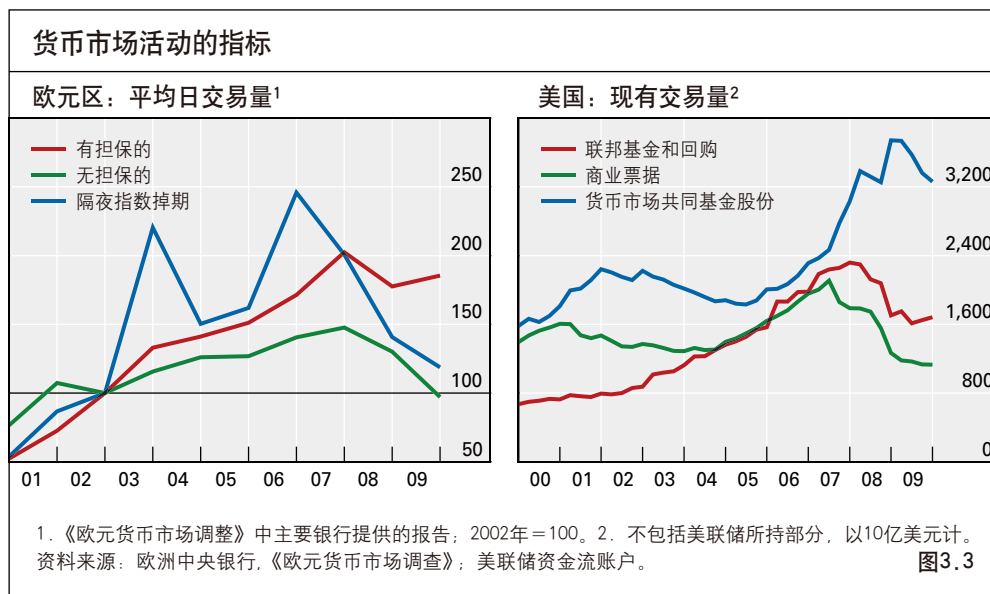
一旦中央银行开始实施退出政策，提高政策利率，货币市场将此传导到更广的经济领域至为关键。然而，低政策利率会令货币市场瘫痪。当执行货币市场交易的操作成本超出与政策利率紧密相连的利息所得，那么商业银行可能将资源摆布到这些操作以外。日本货币市场就遭遇了这种萎缩：无担保隔夜拆借市场交易量从1995~1998年月平均超过12万亿日元降至2002~2004年月平均低于5万亿日元。⁸结果是，2006年日本货币政策紧缩因商业银行从事货币市场业务的人员负荷过重而变得复杂。在当前，许多中央银行在危机中不将利率降至零的一个原因就是为了避免出现这种问题。政策利率接近于零的程度的国际差异可能与货币市场的结构不同相关。

低政策利率会使货币市场变得瘫痪并使退出复杂化……

6. 见T Hoshi和A Kashyap, “日本银行问题的解决方法：什么有用，什么绝对不灵”，此文收在T Ito, H Parick和D Weinstein的《重振日本经济：总量和处方》，麻省理工出版社，2005年，第147~195页；和R Caballero, T Hoshi和A Kashyap的“日本的僵尸贷款和被压抑的重组”，见美国经济评论2008年第98期第1943~1977页。

7. 见W Watanabe, “银行资本损失是否导致了长青贷款？日本的实证”，《日本和国际经济期刊》，2010年3月，第1期，第24卷，第116~136页。

8. 见N Baba, S Nishioka, N Oda, M Shirakawa, K Ueda和H Ugai, “日本的通货紧缩，金融体系的问题和货币政策”，国际清算银行工作报告，第188期，2005年11月。



……尽管如今是否是个问题仍有待观察

欧元区和美国货币市场交易量自金融危机起开始下降，目前接近2003~2004年政策利率很低时期的水平（图3.3）。2008年货币市场交易量下降主要源于流动性囤积、对交易对手和担保品的担忧以及中央银行加大提供流动性，但是，持续的低水平可能还反映出当前市场上可得利差减少。2009年欧元区货币市场上有担保的资金交易量上升，美国市场则是到年底出现了联邦基金和回购业务存量小幅上升。这些在希腊主权债危机前的情况可能体现出对对手方和担保品担忧的减轻以及中央银行公开市场操作的减少。货币市场交易量最终能否回复以往水平，或是低政策利率是否确实减少了货币市场活动并使退出战略实施复杂化仍有待观察。

低利率的国际负面影响

低政策利率导致国外扭曲

主要发达经济体低利率的负面影响超出其国界，对新兴市场和出口初级产品的工业国家带来影响，后两者在危机中表现相对较好。大多数情况下，金融危机对这些国家的初期影响是出口骤降（图3.4，上图），外国银行撤出美元资金，外国投资者抛售股票和债券以及股市价格下跌。大的新兴市场经济体和发达的初级产品出口国在2008年秋经历了本国货币对美元汇率的大幅走软，中国除外，其人民币汇率固定不变（图3.4，中图）。货币政策放松，有的降低利率，有的降低存款准备金要求——如中国、印度和之后的巴西（图3.5）。而且，许多中央银行在本地提供美元资金，其中一些中央银行通过美联储获得了货币互换额度。

低受危机影响较小的国家已开始紧缩政策

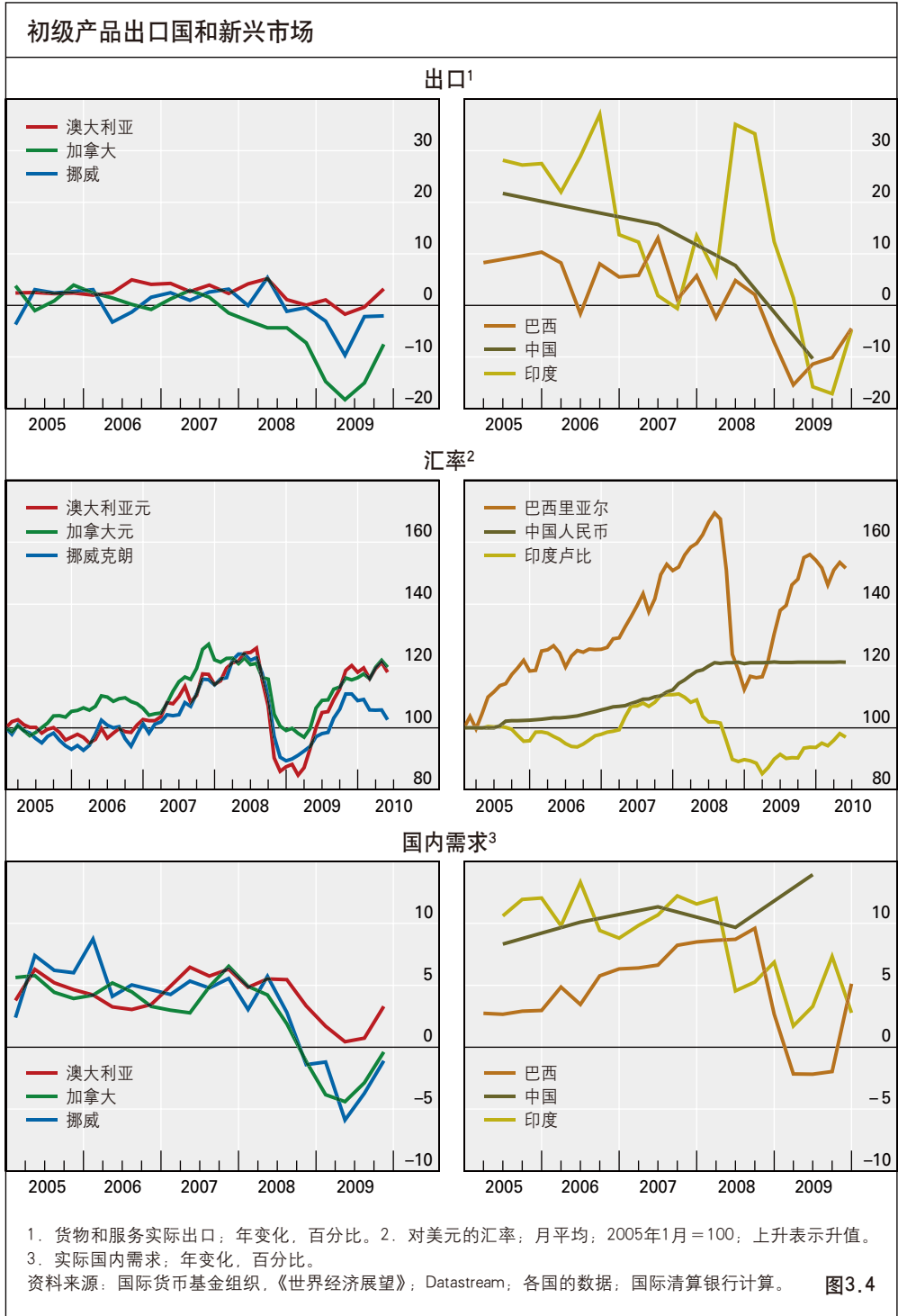
结果是，国内需求能够部分抵消出口下降带来的紧缩性影响（图3.4，下图）。同时，由于资产价值回升，尽管出口仍然疲软，但主要先进经济体以外的中央银行开始重新收紧货币政策。到2010年5月底，澳大利亚、巴西、印度和挪威已开始提高利率。巴西、中国和印度已提高准备金率。当前的市场已转向货币态势进一步收紧的预期。

利差导致资本流入……

紧缩的货币政策造成与主要危机国家明显的实际和名义利差。再加上更良好的增长前景，这些因素导致资本流入利率高的国家，并加大了套利交易的吸引力（图3.6）。

……这会加速扩

资本流动可以更好地配置经济资源，资本流入是经济增长的重要贡献因素，



对新兴经济体来说更是如此。但是，在目前情形下，资本流入可能导致资产价格上升、对宏观经济带来通胀影响。由于这些经济体会收紧货币条件，如果其汇率已浮动，可能导致货币升值。不过，这些经济体的利率可能进一步提高，从而吸引更多的国外资金。这使资本接受国在全球宏观经济、货币和金融状况发生变化或者是投资者情结发生变化时，面临着资本快速、大规模外逃和汇率压力逆转的风险。第四章更为详尽地讨论了新兴市场资本流动的相关问题。

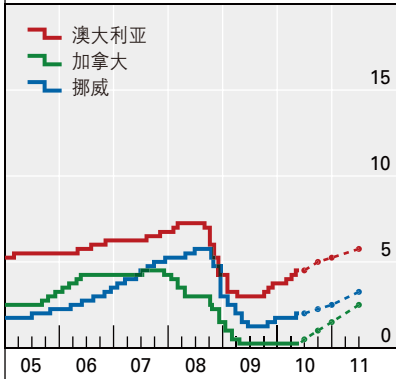
张……

……但可能快速逆转

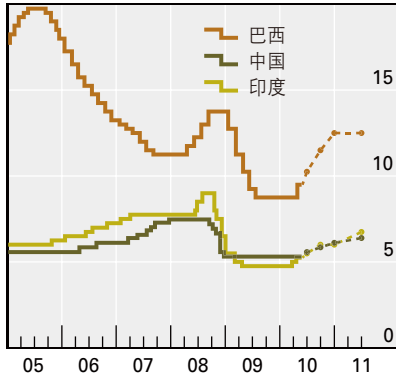
货币政策响应

按百分比

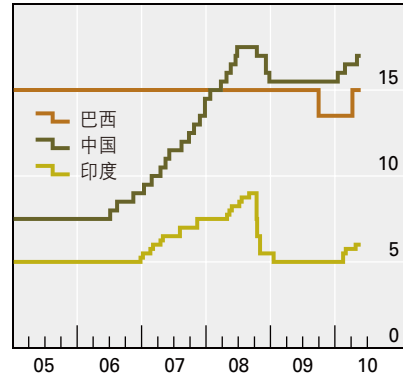
政策利率¹



政策利率²



存款准备金率³



虚线表示按摩根大通2010年5月21日预测形成的2010年6月、9月、12月和2011年6月政策利率预期（用点表示）。

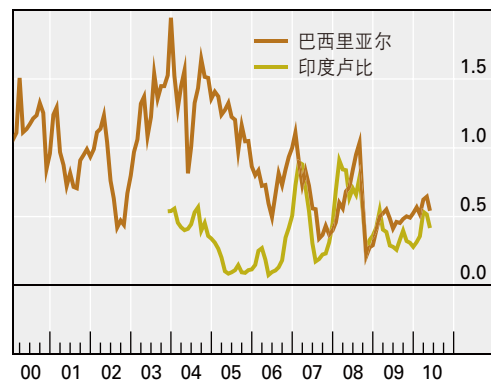
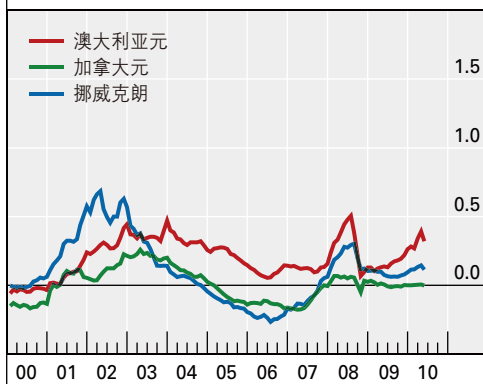
1. 澳大利亚，目标现金利率；加拿大，目标隔夜利率；挪威，活期存款利率。2. 巴西，目标基本隔夜利率；中国，1年期贷款基准利率；印度，回购利率。3. 巴西，对定期存款要求的准备金率；中国，大银行的存款准备金率；印度，存款准备金率。

资料来源：摩根大通；各国的数据。

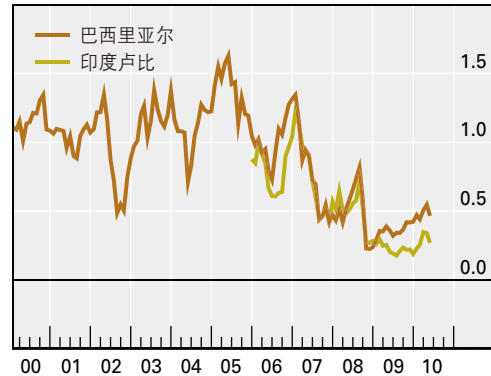
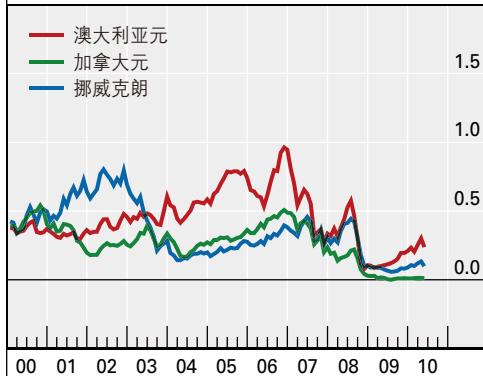
图3.5

利差转移风险比率¹

美元融资



日元融资



1. 用1个月期利差除波动性来定义，波动性从1个月接近现价的外汇期权得出。

资料来源：彭博资讯；摩根大通。

图3.6

总结

近期与主权债问题相关的市场波动可能使一些发达经济体推迟采取必要行动，将货币政策回复到更为正常的态势。货币条件何时收紧将取决于宏观经济活动和通胀前景，以及金融体系的健康性。但保持低利率是有成本的，而且随着时间推进成本将上升。以往经历教育我们，不同寻常的低利率时期过长会影响对金融风险的评估，诱导追逐收益和延迟资产负债表调整。而且，其带来的利差鼓励资本不可持续地流入高利率国家。由于这些影响对长期金融和宏观经济稳定带来风险，在决定政策利率正常化的时机和步伐时需将此考虑在内。