

第四章 货币政策的局限性

主要发达经济体的政策利率维持在较低水平，随着新一轮的资产负债表政策措施的推出，央行资产负债表不断扩张。非常规的宽松货币环境使新兴市场经济体产生了预期之外的汇率波动和资本流动起伏，导致了当前宽松的全球货币政策态势。

央行采取了果断措施遏制危机，这在防范金融体系崩溃和支撑摇摇欲坠的经济方面起到了关键的作用，但货币政策有一定的局限性。货币政策可以提供流动性，但并不能解决深层的偿付问题。如果不能认识到货币政策的局限性，将导致央行不堪重负，引起一系列潜在的负面效应。长期并激进地放宽货币政策将导致负面影响，延缓自我持续的复苏，造成全球金融和价格不稳定。社会预期和央行能力间的差距越来越大，这在长期将降低央行的可信度和自主运行的能力。

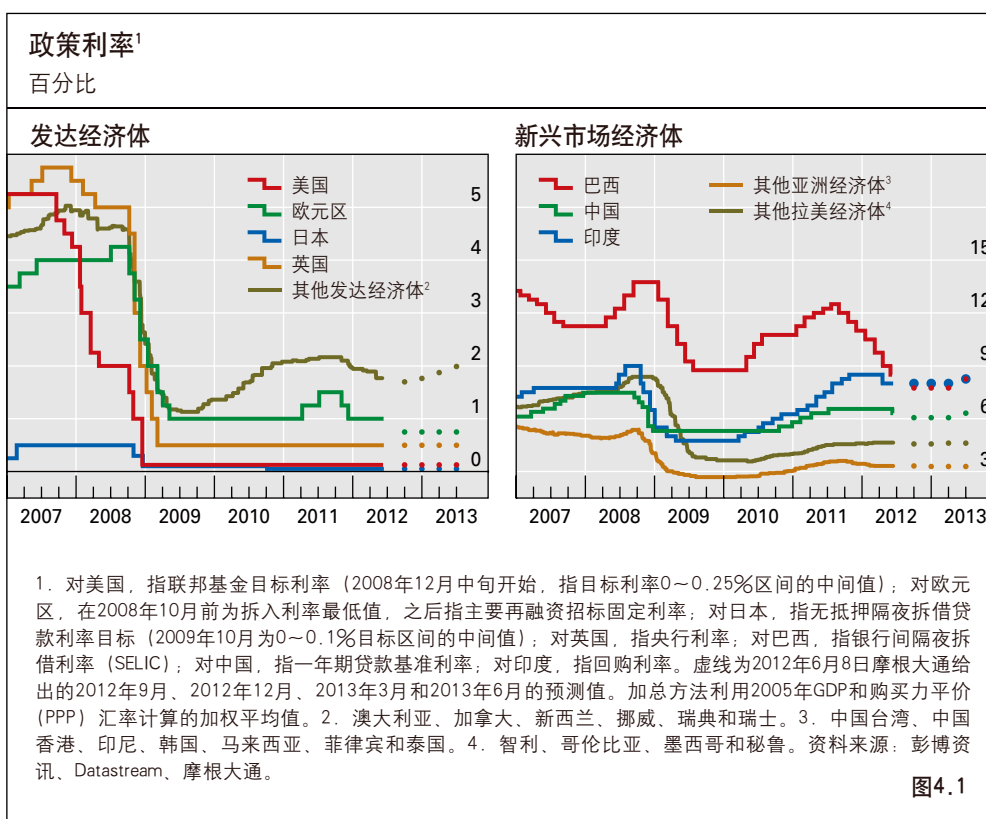
本章将首先回顾过去一年中发达和新兴市场经济体央行采取的主要货币政策，分析全球货币政策态势。之后，将分析长期、激进的宽松货币政策的范围和局限性，发达经济体有效修复资产负债表的意义，全球货币政策向新兴市场经济体溢出的后果以及央行面临的长期风险。

发达和新兴市场经济体的货币政策

过去一年的货币政策

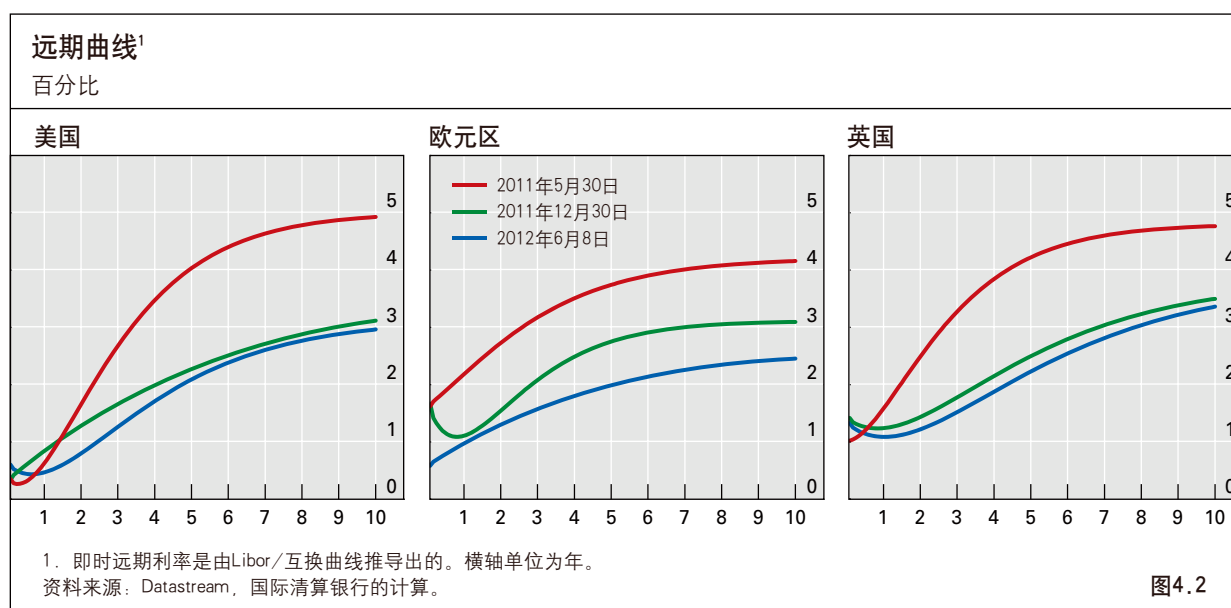
2011年6月至2012年6月初，央行停止甚至反转了2011年上半年以来采取的紧缩利率政策（图4.1），其背景是增长不断放缓和通胀压力下降。欧洲央行（ECB）将其主要再融资利率降至1%，同时允许欧元区隔夜利率下降至接近存款利率（后者已降至0.25%）的水平。其他主要发达经济体的政策利率实际已处于很低的水平。在新兴市场经济体，巴西央行从去年8月起下调利率400个基点，印度央行在2012年4月下调政策利率40个基点，中国人民银行于6月初将一年期基准贷款利率下调25个基点。一些新兴市场央行，尤其是中国和印度，同时降低了存款准备金率。

2012年6月初，市场预期2012年下半年欧元区、中国和巴西的政策利率将进一步下调，美国、英国、日本和印度的利率将维持不变（图4.1，点）。远期曲线显示，市场认为主要发达经济体将在未来两年内维持低利率（图4.2）。这些市场预期至少在一定程度上反映了央行未来的政策考量。2012年4月，联邦公开市场委员会在声明中表示，考虑到目前的宏观经济前景，联邦基金利率将在2014年



底前维持在超低水平。

主要经济体央行开始了新一轮资产负债表政策措施，其效果正在接受评估。美联储、英格兰银行和日本银行扩大或启动了新一轮大规模资产购买计划，旨在降低长期利率和更广泛的金融风险溢价，从而进一步放宽货币环境。2011年9月，美联储启动“展期计划”（MEP），使用2012年6月底出售4000亿美元短期国债的收入购买了长期国债。同期，英格兰银行和日本银行加大了资产购买力度，分



央行资产负债表规模及组成¹

单位为各央行货币，以万亿计



1. 对英格兰银行和美联储，按照剩余期限划分；对欧元体系，按照初始期限和现存回购操作额度进行划分。2. 面值；MBS=抵押贷款支持证券。3. 指资产购买工具（Asset Purchase Facility）所持量；收益。4. 指日本政府债券。5. 指资产购买项目（APP）中持有的商业票据、公司债券、交易型开放式指数证券投资基金、上市房地产投资信托证券和财政部贴现票据。6. 指第一和第二期担保债券购买计划（CBPP1和CBPP2）中持有的担保债券。7. 指证券市场计划（SMP）中持有的证券。

资料来源：Datastream；各国数据。

图4.3

别增加了1,250亿英镑和30万亿日元。

三家央行自2008年底开始大规模购买资产，这大幅增加了其所持有的长期证券，特别是政府债券（图4.3，前三幅图）。这使得长期利率下降至很低水平（图4.4，左图）。¹

ECB资产负债表政策措施旨在应对因政府和银行融资状况恶化而导致的欧元区货币政策传导机制的中断。欧元区一些国家债券收益率快速上升（见图4.4，

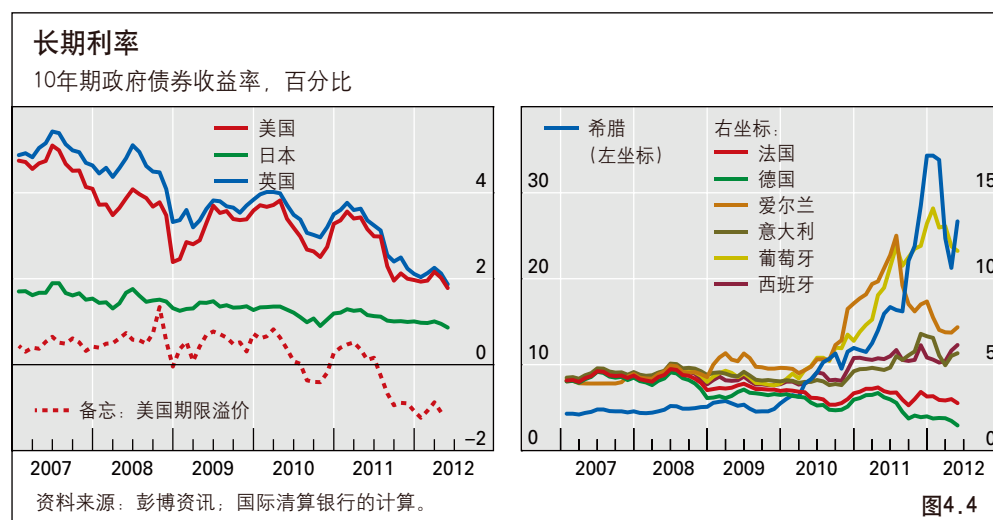


图4.4

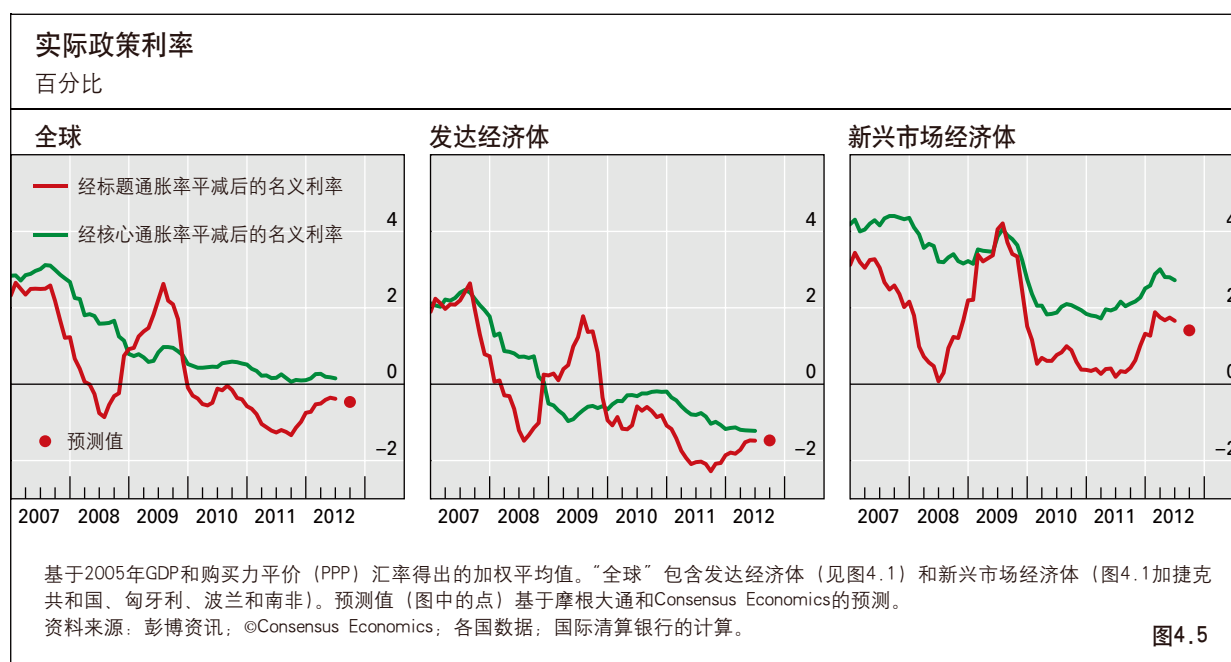
1. 关于央行购买债券项目对长期政府债券收益率影响的概览和新证据，参见J Meaning和F Zhu的《近期央行资产购买计划的影响》，载《国际清算银行季报》，2011年12月，pp.73-83，以及J Meaning和F Zhu的《美联储资产购买计划的影响：再一次扭曲》，载《国际清算银行季报》，2012年3月，pp.23-32。后者得出的结论是截至2011年底，美联储购买债券可能使美国10年期政府债券收益率降低了超过150个基点。

外汇储备的年度变化 10亿美元							
	当前汇率						备忘：剩余规模 (2011年12月)
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
世界	933	1,449	639	829	1,099	935	10,204
工业国	91	99	61	83	194	269	2,037
美国	3	5	4	1	2	-0	52
欧元区	17	19	-1	-8	13	1	208
日本	46	73	55	-7	39	185	1,221
瑞士	2	7	0	47	126	54	271
亚洲	396	695	410	715	651	424	5,112
中国	247	462	418	453	448	334	3,181
中国台湾	13	4	21	56	34	4	386
中国香港	9	19	30	73	13	17	285
印度	39	96	-20	12	9	-5	263
印尼	8	14	-5	11	29	14	104
韩国	28	23	-61	65	22	11	298
马来西亚	12	19	-10	2	9	27	129
菲律宾	4	10	3	4	16	12	66
新加坡	20	27	11	12	38	12	235
泰国	15	20	23	25	32	-0	165
拉美 ¹	54	127	42	25	81	97	642
阿根廷	8	14	0	-1	4	-7	40
巴西	32	94	13	39	49	63	343
智利	3	-3	6	1	2	14	40
墨西哥	2	11	8	0	21	23	137
委内瑞拉	5	-5	9	-15	-8	-3	6
中东欧 ²	26	42	6	13	14	3	260
中东 ³	96	108	150	-29	50	84	661
俄罗斯	120	171	-56	-5	27	8	441
备忘： 石油净出口国 ⁴	286	331	144	-62	107	135	1,556

1. 表中已有国家加哥伦比亚和秘鲁。2. 中东欧：保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克和斯洛文尼亚。3. 科威特、利比亚、卡塔尔和沙特阿拉伯。4. 阿尔及利亚、安哥拉、哈萨克斯坦、墨西哥、尼日利亚、挪威、俄罗斯、委内瑞拉和中东。
 资料来源：IMF；Datastream；各国数据。

表4.1

右图)，ECB 因此在 2011 年 8 月的证券市场计划（SMP）中开始重新购买政府债券。为应对欧元区市场中银行融资环境迅速恶化的挑战，ECB 分别于 2011 年 12 月和 2012 年 2 月进行了两次 3 年期长期再融资操作（LTRO），完全达到计划规模。同时，ECB 扩大了再融资操作中所接受的抵押品范围，将存款准备金率降至原来的一半。以上措施缓解了银行和主权融资压力，但仅仅是暂时的。2012



年3月以来，欧元区内融资压力再次浮现（见第二章）。

以上这些措施导致了欧元体系资产负债表的规模和期限显著增加（图4.3，最后一幅图）。2012年5月底，SMP项目购买并持有的证券额达2,120亿欧元，而在担保债券购买计划下购买的担保债券约为690亿欧元。两次3年期LTRO的规模达到1万亿欧元左右，导致欧元体系资产负债表规模净增约5,000亿欧元，而其他短期再融资操作的规模在同一时期则有所下降。

日本当局和瑞士国民银行（SNB）入市干预外汇市场，防止因为避险效应导致的本币升值。日本央行的外汇储备在2011年增加了1850亿美元，总计达到12,210亿美元（表4.1）。SNB则在去年9月设定了瑞郎与欧元1.20的汇率底线。同样，SNB在2011年的外汇储备增量少于前一年（图4.1）。然而，SNB的外汇储备在2012年5月大幅增加，同比增长25%以上，原因是瑞郎较欧元升值压力大幅增加。

在新兴市场经济体（特别是亚洲），当局在2011年减少了外汇储备积累（图4.1）。这部分反映出2011年下半年货币升值压力的降低，原因是全球避险情绪上升，导致证券投资资本外流（图2.6，左图）。然而，亚洲新兴经济体所持有的外汇储备总额仍很高，在2011年12月达到5万亿美元，占世界所有国家外汇储备的一半。其中，超过3万亿美元的外汇储备，即全球外汇储备的三分之一强由中国持有。

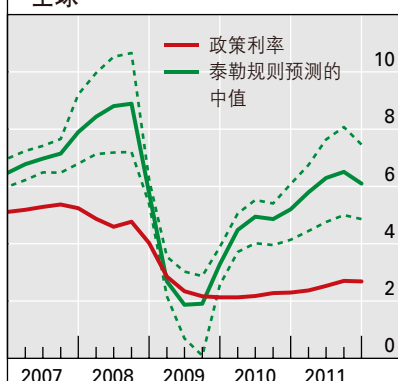
货币政策态势分析

不论是使用核心通胀率还是标题通胀率对名义通胀进行调整，所得的实际政策利率均显示全球货币政策环境非常宽松（图4.5）。截至2012年初，全球的实际政策利率接近于0。在核心发达经济体，实际政策利率始终维持为负。新兴市场经济体的实际政策利率小幅上升，但比起这些经济体过去数年的产出增长趋势而言，仍处在很低水平。

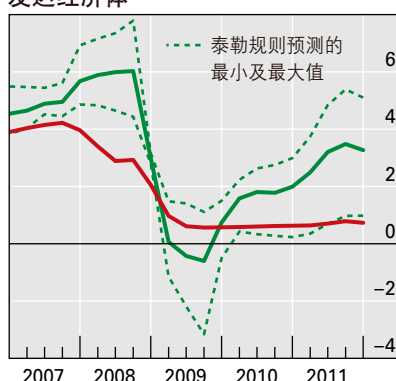
基准政策利率¹

百分比

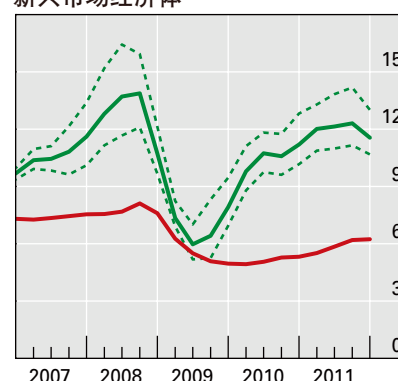
全球



发达经济体



新兴市场经济体



泰勒规则的计算使用公式为 $i=c+1.5(\pi-\pi^*)+0.5\gamma$ ，其中 π 衡量通胀水平， γ 为产出缺口。常量 c 是2000年第一季度以来平均通胀和实际GDP增长率之和。 π^* 是2000年第一季度以来的平均通胀率。泰勒规则的计算使用了全部三种衡量通胀的指标（包括标题通胀、核心通胀和对标题通胀的预期），产出缺口的计算中使用了三种不同的方式计算潜在产出（包括HP过滤法、线性趋势和未察成分法）。图表显示了泰勒利率所有9种组合的平均值、最大值和最小值。

1. 加权平均值的计算是基于2005年的购买力平价权重。“全球”包括在此列出的所有国家。发达经济体包括：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。新兴市场经济体包括：阿根廷、巴西、中国、中国台湾、捷克共和国、中国香港、匈牙利、印度、印尼、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、波兰、新加坡、南非、泰国和土耳其。

资料来源：彭博资讯；CEIC；©Consensus Economics；Datastream；各国数据；国际清算银行的计算。

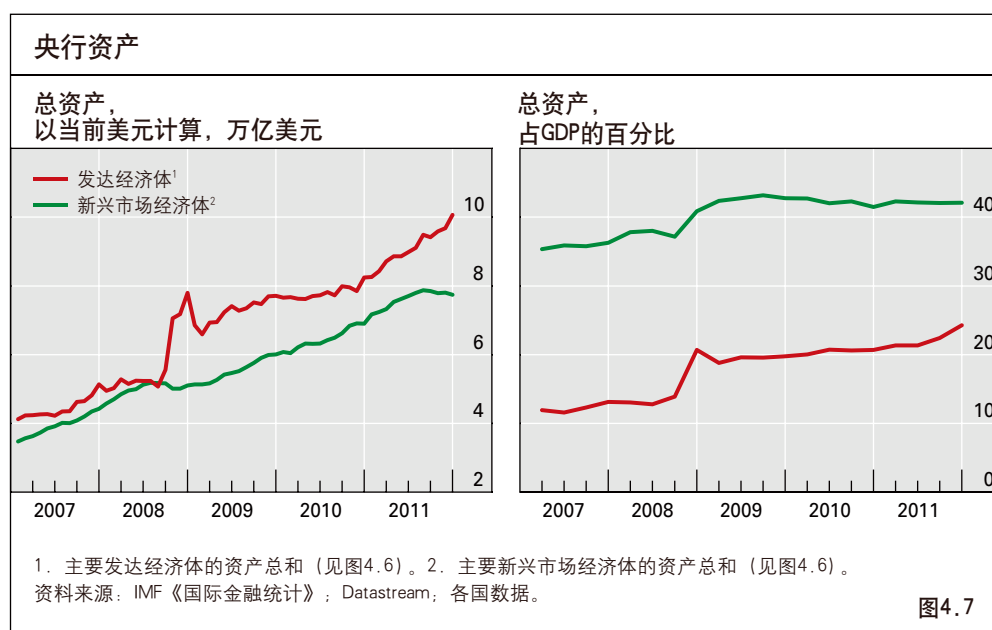
图4.6

泰勒规则将政策利率与通胀及产出缺口机制化地关联起来，由此所示利率的结论与前文相同（图 4.6）。诚然，以这些指标进行的评估会不可避免地变得复杂，因为潜在的产出水平和增长率都存在很大的不确定性。尽管如此，考虑到不同测量措施（包括标题和核心通胀率）所得的通胀率和其他对产出缺口估计（包括随时间变化法和不变线性趋势法）的所有不同组合，其所得的政策利率从 2011 年底开始都显得非常宽松（图 4.6, 左图）。该结果主要由新兴市场经济体造成（图 4.6, 右图），显示出外部因素在这些经济体制定货币政策中的重要性，如这些国家曾担忧汇率和资本流动波动问题。在发达经济体，政策利率在经济危机爆发后下降至泰勒规则预测值之下的水平，并在此后始终维持在这一区间。

实际利率和泰勒规则并不能完全描述货币政策的特点。货币宽松可能被放大，因为当前货币环境中的一系列相关因素被忽略了，包括资本流入波动、危机导致的挥之不去的金融业困境和准备金率变动等问题。

尽管如此，如果进一步考虑央行实施了前所未有的资产负债表扩张措施，货币政策环境将显得更加宽松。央行所持有的总资产在过去四年翻了一倍以上，在 2011 年底基本维持在 18 万亿美元左右（图 4.7, 左图）。在发达经济体，央行为应对全球金融危机采取扩充资产负债表的措施，使其所持有的资产达到 GDP 的 25%（图 4.7, 右图）。这使得货币政策进一步宽松，例如，这部分导致长期债券收益率下降。² 在主要市场新兴经济体，央行资产占 GDP 比重在 2011 年底达到

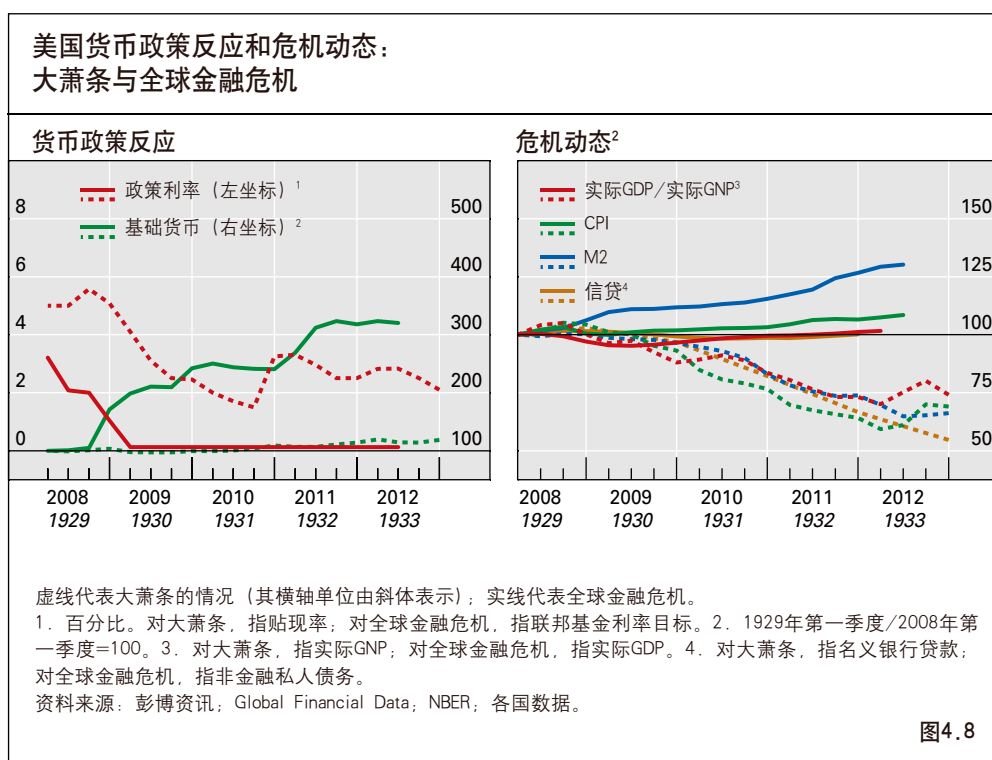
2. 有关主要发达经济体央行资产负债表政策对金融市场和宏观经济的影响，参见 M. Ceioni、G. Ferrero 和 A. Secchi 的《理论和实践中的非常规货币政策》，载《意大利央行专刊》，第 102 期，2011 年 9 月。有关近期央行债券购买影响的证据，参见脚注 1。



约 40%，这也在过去十年中、特别是在亚洲新兴经济体所积累的大量外汇储备上得到了反映。可以说这减少了汇率升值并因此促进了经济增长。

延长的宽松货币环境：范围和局限

为应对全球金融危机，央行采取了果断措施，这对防止大萧条的再次出现至



关重要。如果尝试对大萧条(虚线)和近期全球金融危机(实线)二者的危机动态(图 4.8, 右图)和货币政策反映(图 4.8, 左图)进行对比, 则可以看出这一点。

然而, 人们尽管广泛地认可了发达经济体激进货币宽松措施在防范金融崩溃中的重要性, 却对延长货币宽松环境的影响看法不一。在有效修复资产负债表已实现可持续增长、防范全球金融风险 and 价格波动、央行可信度和自主性在长期可能受到影响等问题方面, 人们的看法尤其不同。

货币宽松和资产负债表修复

宽松的货币环境可以在短期内促使私人及公共部门修复资产负债表, 其为银行和政府解决可偿付性问题争取了时间, 因此也有助于防止无序去杠杆化和违约的发生。此外, 宽松的货币环境也有利于降低偿债成本、推高资产价格并支持产出和就业。

然而, 在从金融危机复苏的过程中, 货币政策在刺激经济方面可能没有其他政策那样有效。过度负债的经济人不愿通过借债来进行支出, 而受损的金融体系也很难有效地将政策传导到经济的方方面面。这意味着: 为了对总需求施加相同程度的短期效果, 自然需要更进一步放宽货币政策。但这并不能替代解决负债和修复资产负债表的直接修正性措施。最后还存在一种风险, 即延长货币宽松政策将通过以下一系列途径推迟资产负债表的修复, 从而延缓实现可自我持续性的复苏进程。

首先, 延长非常规的宽松货币政策环境将掩盖潜藏的资产负债表问题, 减少相关方采取措施直接解决这些问题的动力。必要的财政整顿和结构改革措施可能被推迟, 无法重新实现财政的可持续性。正如将在第五章谈到的, 各国需要采取更加坚决的措施来重塑其主权的无风险地位, 这在长期而言对宏观经济和金融稳定都至关重要。

与此相似的是, 大规模资产购买计划和非传统流动性支持政策与低利率相结合, 将不利于银行修复其受损资产。银行目前仍在竭力应对全球金融危机的遗留问题, 并且通常严重依赖央行融资(见第六章)。低利率降低了持有不良贷款的机会成本, 可能导致银行高估其偿还能力。所有这些都可能延续银行资产负债表的脆弱局面并导致信贷错配。³ 有证据显示, 美国家庭的去杠杆化是源于其减少了新增贷款而非减少了不可持续的债务(见第三章), 这也反映了上述机制在当前的作用。同样, 银行的市值与账面价值之比走低, 目前基本低于 1; 尽管宏观经济环境欠佳, 贷款损失拨备水平依然较低(见表 6.1)。以上二者同时存在, 显示机构可能采取了“常青”手段(evergreening practices)来管理资产负债表(译者注: “常青”手段指通过某种措施来管理资产负债表, 掩盖其问题资产, 推迟坏账的发生。其虽不违反监管要求, 但一般都与监管的精神相悖。最通常的“常青”手段之一是: 银行 A 向机构 X 贷款, 机构 X 用这笔资金偿还其欠银行 B 的贷款, 从而使 B 银行避免遭受坏账; B 银行同时也向机构 X 贷款用于偿还 A 银行贷款, 使 A 银行避免遭受坏账。通过这种方式, A、B 两家银行均通过新的贷款掩盖了旧贷款的

3. 在 20 世纪 90 年代相当长的一段时期内日本的名义利率很低, 有证据显示日本广泛采取“常青”手段管理资产负债表。也有证据显示意大利在全球金融危机中采用了类似措施, 参见 R Caballero、T Hoshi 和 A Kashyap 的《日本的僵尸贷款和受阻的结构化改革》, 载《美国经济评论》, Vol.98, 2008 年 12 月, pp.1943–77, 以及 U Abertazzi 和 D Marchetti 的《信贷供给、转向优质(资产)和“常青”手段: 雷曼事件后银行与公司的关系》, 意大利央行工作论文, 第 756 期, 2010 年 4 月。

问题，也就是让其看上去是“常青的”）。

第二，长期实行货币宽松政策将损害银行的盈利能力。短期利率和收益率曲线的斜率都与银行净利息收入正相关，因为二者分别对存款收益和期限转换收入具有正效应。⁴ 诚然，确实有证据显示在 2008–10 年货币宽松政策使部分国际活跃银行的盈利能力上升，帮助银行重建资本基础（见专栏 4.A），短期政策利率降低导致的负效应被变陡的收益率曲线抵消甚至反转。然而，低利率环境如果被延长，且以短期低利率和平缓的收益率曲线为特点，将最终侵蚀银行的利息收入。目前一些迹象印证了这种情况正在发生，如美国和英国近期的平缓收益率曲线伴随着银行净利息收入的下降（见表 4.1）。

固定收益资产回报率走低，这也给人寿保险公司和养老基金带来了困难。在 20 世纪 90 年代后期和 20 世纪初，日本负收益率问题严重且伴随低利率环境，造成许多人寿保险公司倒闭。如今，保险公司和养老基金已通过对冲利率风险、使用投资连结产品或明确供款计划来规避以上问题，⁵ 但这些手段最终使风险转移至家庭和其他金融机构。

第三，短期和长期利率走低，可能使机构开始新一轮的高风险经营并引发风险。为应对全球金融危机，央行采取了非常规货币宽松政策，其重要目的之一是扭转普遍存在的风险厌恶情绪。然而，长期低利率将增加金融脆弱性的积累，金融机构会将目光转向原本不受欢迎的某些部门来寻求收益。有充分的经验证据表明，以上渠道在金融危机的形成过程中起到了重要作用。⁶ 近期一些金融机构在交易中损失巨大，可能显示其采取了高风险经营策略，这值得深入研究。

第四，激进和长期的宽松货币环境可能扭曲金融市场。低利率和央行资产负债表措施已经改变了隔夜货币市场的运作模式，这可能使宽松货币政策的退出变得更加复杂（见专栏 4.B）。大规模资产购买计划原本旨在降低长期利率和金融市场风险溢价，但同时也减弱了市场信号。核心政府债券的长期收益率是金融中介的一个重要指标，其处于极低水平（图 4.4）可能导致更广泛范围内的金融错误定价，使金融市场无法有效跨期分配资源。

核心发达经济体的政策利率已经超过三年维持在接近零的水平，而央行的资产负债表还在不断扩张，以上措施的负效应需要得到密切关注。正如第三、五、六章所述，由于存在大量债务和持续的结构失衡问题，且维持财政可持续性和修复资产负债表的措施尚未得到有力落实，当前的复苏仍然非常脆弱。

货币政策的全球溢出效应

发达经济体延长货币宽松政策可能仅仅使其恢复可持续增长的能力受限，但其全球溢出效应可能非常巨大。较高的利差长期存在（图 4.1），促使资本和信贷向快速增长的新兴市场经济体流动，同时带来汇率升值压力。这使得新兴市场央行很难实现其国内的稳定目标。为应对过热的国内宏观经济和金融形势，有关当

4. 参见 U. Albertazzi 和 L. Gambacorta 的《银行盈利能力和商业周期》，载《金融稳定日报》，Vol.5，2009 年 12 月，pp.393–409。

5. 更多细节参见全球金融体系委员会（CGFS）的《保险公司和养老基金的固定收益策略》，CGFS 文件，No.44，2011 年 7 月。

6. 有关风险承担渠道的实证研究，可参见 A. Maddaloni 和 J.-L. Peydró (2011)，《银行风险承担、证券化、监管和低利率：欧元区和美国贷款标准的证据》，载《金融研究评论》，Vol.24，2011 年 6 月，pp.2121–65；以及 Y. Altunbas，L. Gambacorta 和 D. Marqués 的《银行的特点是否改变了货币政策对银行风险的影响？》Economic Letters，2012 年（待出版）。

专栏4.A: 2008—10年的货币政策和银行盈利能力

本专栏分析了雷曼兄弟倒闭后利率期限结构变化和银行盈利能力之间的关系，其中使用了14个主要发达经济体107家大型国际银行的资产负债表信息。为此，本文建立的所有宏观经济指标都按照各银行所在国进行了加权平均处理，其中使用了BIS并表银行业统计数据中的国外债券数据。

下方的表格显示了以下各项在2008—10年平均值的简单跨部门回归：(i) 净利息收入(NIM)；(ii) 减值贷款占总资产的比例；(iii) 资产回报率(ROA)。短期利率和收益率曲线斜率的降低（在0至2年和2至10年的两个时间段内）对银行净利息收入有负效应。然而，在2008—10年，14个被分析国家的短期利率平均下降2.44个百分点，而收益率曲线的斜率则在两个时间段内分别增加了0.35和1.33个百分点。总体而言，这些变化对NIM的贡献为正（0.69个百分点）。收益率曲线结构的变动也减少了减值贷款占总资产的比例（0.17个百分点），在经济下行的过程中缓解了信贷证券投资质量的下降。即使控制了央行总资产的扩张、商业周期条件和各自银行特征（如规模和流动性）、市场融资事件和为得益于救助项目的银行加入特定虚拟变量，仍能得出以上的结论。

解释变量	(i) NIM		(ii) 减值贷款 / 总资产		(iii) ROA	
	Coeff	Sig	Coeff	Sig	Coeff	Sig
短期利率	0.258	**	1.651	***	0.034	
	(0.107)		(0.486)		(0.226)	
0-2年收益率曲线斜率	0.641	***	1.287		1.321	***
	(0.206)		(0.914)		(0.272)	
2-10年收益率曲线斜率	0.820	***	2.562	***	0.253	
	(0.190)		(0.993)		(0.354)	
央行总资产变动占GDP比重	0.002		-0.024		0.005	
	(0.006)		(0.033)		(0.011)	
名义GDP增长率	0.019		-0.787	***	0.151	*
	(0.039)		(0.180)		(0.080)	
市场融资比率	-0.021	***	0.057		-0.023	***
	(0.003)		(0.037)		(0.006)	
银行规模	-0.01		-0.899	***	0.297	***
	(0.041)		(0.323)		(0.097)	
银行流动性比率	-0.014	**	-0.019		-0.001	
	(0.006)		(0.029)		(0.013)	
观察次数	107		107		107	
R ²	0.635		0.411		0.311	
2008-10年因变量平均值	1.57%		2.40%		0.45%	
所有变量都按照2008-10年的简单平均值计算。假设银行规模是总资产的对数，银行流动性是现金和流动性与总资产的比率，市场融资是资产中由非储蓄负债融资的比例。虚拟变量的相关系数表示得到救助的银行并未被报告。括号中是稳健标准差。*、**和***分别表示显著水平为10%、5%和1%。有关数据库的更多信息，参见M Brei、L Gambacorta和G von Peter的《救助措施和银行贷款》，BIS工作论文，第357期，2011年11月。						

局仅勉强地提升了利率，因为它们担心过高的利差将进一步加剧资本流入。结果是新兴市场经济体的货币政策系统性地过度宽松，图 4.6 中政策利率和基准利率的巨大差额便体现了这一点。

全球目前盛行的宽松货币环境使部分新兴市场经济体的信贷和资产价格在一

专栏4.B: 隔夜货币市场的发展

传统而言，央行依赖于无担保隔夜货币市场来实施货币政策。然而，很多辖区采取的资产负债表政策已导致该市场运行模式的重大变化。这些新动向目前并未被很好理解或得以自我缓解，可能给最终的政策退出造成困难，改变央行的操作框架。

央行资产负债表的扩张使央行准备金大幅增加（图 4.B，左图）。这些过多的准备金使得银行间隔夜市场利率下降至最低点，央行即是以此利率偿付存款（图 4.B，右图）。换言之，央行已经放弃了将隔夜利率维持在某一水平的通常做法，央行通常将该利率维持在银行与央行借/贷利率的中间值。在美国和英国，隔夜利率甚至低于为准备金所支付的利率。在这两国，隔夜市场包括无法直接获得央行存款工具的非银行实体。这种市场分割和套利限制，让能获得央行存款工具的银行出低价来取得这些机构的资金，因而将报告市场利率拉低到央行向银行提供的利率之下。^①

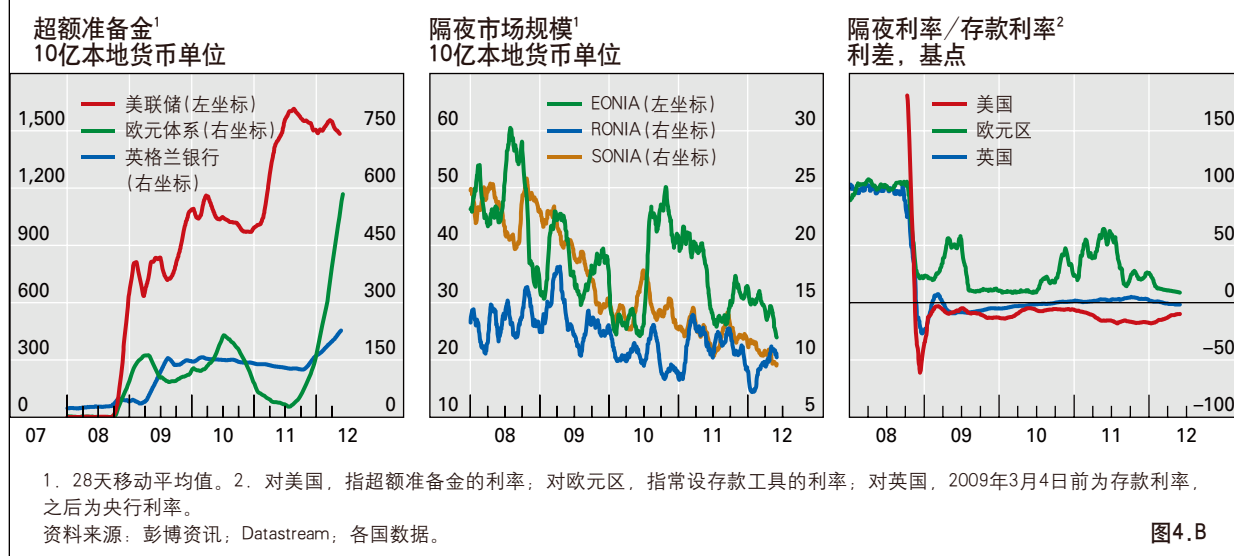
此外，无担保市场规模正在下降，原因是银行同业拆入准备金来抵消日间流动性冲击的需求下降（图 4.B，中图）。例如，英国无担保交易量是英镑隔夜指数平均值（SONIA）固定指数的基础，其已下降至不足 2008 年的一半。^②欧元区欧元隔夜指数平均值（EONIA）交易量的下跌情况也与之类似。^③对手方问题和监管变化增加了担保市场的吸引力。与 SONIA 不同的是，英国抵押回购隔夜指数平均值（RONIA）固定指数相关的交易量平均值依然维持在 2008 年的水平。^④这种趋势在其他辖区的报告中也有所体现。

还有证据显示，隔夜利率动态正在发生变化。在美国，无担保隔夜利率向有担保利率传导的通道在接近零利率的环境下被削弱，而该通道是货币政策传导机制的重要一环。^⑤在瑞典，隔夜利率（下一个交易日）的波动较危机前更为剧烈，因为瑞典央行退出了资产负债表政策。^⑥

为了在退出政策的情况下控制隔夜利率，央行需要将合适的、经过测试的准备金管理工具落实到位。此外，央行也可能需要重新考虑危机前设定的短期无担保市场利率是否仍然是最有效的做法。^⑦

①参见 M. Bech 和 E. Klee 的《优雅退出政策的机制：准备金利率和联邦基金市场的分割》，载《货币经济学杂志》，58(5)，2011 年 7 月，pp.415–31。②参见《英格兰银行季报》，2011 年第二季度。SONIA 固定指数是批发市场中间商协会（WMBA）成员在伦敦开展的所有无担保隔夜英镑交易的加权平均值。③欧元隔夜指数平均值（EONIA）是欧元区报价银行在银行间市场上进行的所有无抵押贷款交易的加权平均值。④RONIA 固定值是中间商通过 CREST 按金额交付机制进行的无抵押（如回购）英镑隔夜现金交易的加权平均利率，这种交易是用金边债券做抵押拆入现金的一种方式。CREST 是英国的中央证券保管中心。⑤见 M. Bech、E. Klee 和 V. Stebunovs 的《套利、流动性和退出：金融危机之前、之中和由此产生的回购和联邦基金市场》，美联储委员会，《金融与经济讨论丛书》2012–21 年。⑥参见 P. Sellin 和 P. Sommar 的《回顾瑞典央行实施货币政策的操作框架》，载《瑞典央行经济观察》，2012:2。⑦参见尤尔根·斯塔克在 ECB “在后危机时代为实施货币政策设计操作框架”研讨会的欢迎词，法兰克福，2011 年 10 月 10 日。

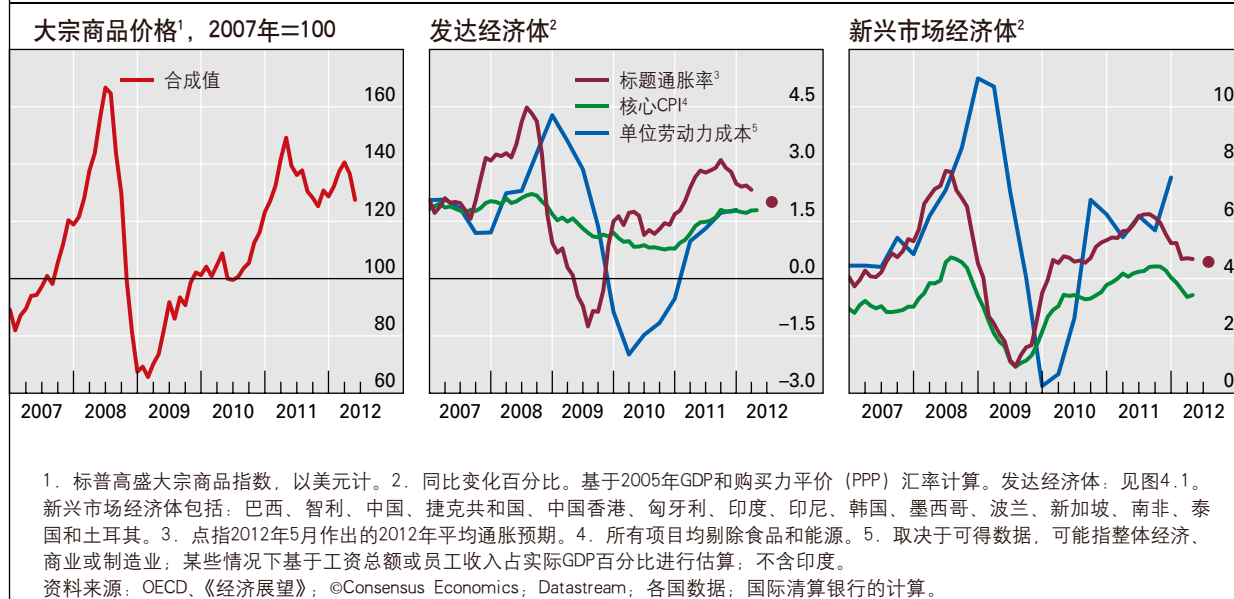
货币市场动态的变化



段时间内大幅上涨（见第三章）。这导致金融失衡的风险上升，这与危机前几年发达经济体所经历的情形类似。一旦这些经济体出现问题将导致非常严重的负面影响且将波及全球，因为新兴市场经济体在全球经济和证券投资中的比重都已大幅提高。

全球宽松的货币政策环境也可能使得大宗商品价格从2009年开始走高（图4.9，左图）。大宗商品价格由全球竞标市场确定，其极易受到全球需求变化的影响，而全球需求则受全球货币政策环境影响。大宗商品市场上金融投资者的地位

大宗商品和消费者价格以及单位劳动力成本



不断提高，这让大宗商品价格对货币环境的变化更加敏感。⁷

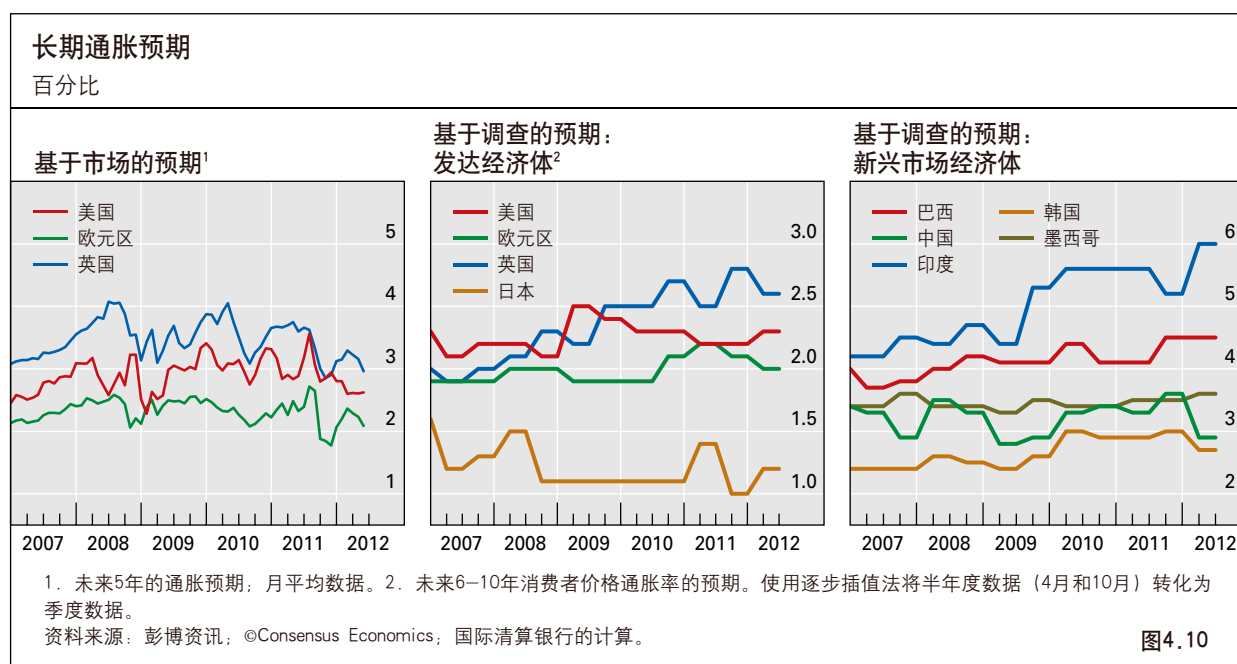
大宗商品价格上涨的效应在新兴市场经济体尤为明显。这些国家自 2006 年以来的两次高通胀均伴随着大宗商品价格的上涨（图 4.9，右图）。通胀率自去年下半年以来开始下降，而大宗商品价格也有所下降。2012 年初，大多数新兴市场经济体的通胀率都处在央行的通胀目标区间，市场也预期通胀将在 2012 年进一步小幅下降（图 4.9，右图，虚线），但第二轮通胀的风险尚存，因为单位劳动力成本在 2011 年第四季度有所上升（图 4.9，右图，蓝线）。鉴于新兴市场经济体在全球供应链中的重要性与日俱增，以上可能对发达经济体的通胀产生影响。这些国家物价和工资的增幅在 2012 年初较为温和，预计标题通胀率将在今年后半段进一步走低（图 4.9，中图）。

货币政策溢出问题的重要性不断增加，预示着央行需要更多考虑自身操作的全球影响。高度全球化的世界需要具有全球视角的货币政策以实现价格和金融的长期稳定。⁸

央行面临的长期风险

在主要发达和新兴市场经济体，当前的长期通胀预期并未显示价格稳定的预期风险有所增加。基于市场和调查得出的长期通胀预期指数（图 4.10）均保持稳定并维持在央行的通胀目标附近。

长期通胀预期稳定，表示央行的信誉度依然较高。可以认为这显示了央行仍有一定余地来进一步实施货币刺激政策。然而，不应认为央行可信度是理所应当的。在核心发达经济体，如果经济持续走弱、潜在的偿付能力和结构性问题得不到解



7. 关于大宗商品金融化及其影响的更多讨论，参见国际清算银行第 81 期年报，2011 年 6 月，专栏 4.B。

8. 见 C. Borio 的《后危机时代的中央银行：不明水域应如何把握方向？》BIS 工作论文，第 353 期，2011 年 9 月。

决，央行可能被迫进一步采取措施。如此将产生一个恶性循环，外界对央行的期待和央行的实际能力之间的差距越来越大，将最终导致央行采取更严格的退出政策，并可能最终损害央行的可信度。与此相似的是，新兴市场经济体继续依赖出口导向型的增长策略，可能导致外界质疑央行是否有决心维护价格稳定和退出大规模外汇干预。这些疑虑可能逐渐改变全球的通胀预期。

政治经济的风险持续增长使得以上问题更为严峻。央行资产负债表政策使货币和财政政策间的界定变得愈加模糊。只有将其作为公共部门合并资产负债表的一部分，才可能有效评估其影响。同时，政府可以反复使用大部分此类政策。当央行采取大规模资产负债表政策措施时，其“工具性独立”本身的含义就变得模糊不清了。结果是，长期依赖这类措施将令人担忧央行的操作自主性，在许多公共债务不可持续的国家尤为如此（见第五章）。

央行资产负债表膨胀带来的金融风险可能进一步损害其财务独立性。尽管财务损失本身并不影响央行进行操作的能力，但如果央行无法在没有政府财政支持的情况下维护其政策目标，则财务损失将损害其操作独立性。⁹

在央行长期风险不断增长的背景下，不应满足于当前稳定的长期通胀预期。如果央行的信誉不断受损且通胀预期上升，则要重新恢复价格稳定将非常困难且成本高昂，20 世纪 70 年代的情况便是如此。

总结

当前的全球货币政策处于特殊的宽松状态，政策利率远低于传统基准。同时，央行的资产负债表已达到前所未有的规模并还在持续扩张。

在许多发达经济体面临低增长和高失业率的背景下，延长货币宽松措施是自然而然和令人信服的。然而，货币政策负担过重的风险正不断增加。宽松货币政策本身并不能解决偿付能力问题或深层次的结构性问题。货币政策能够争取一些时间，但也使得这些时间被忽视和轻易地浪费掉，这可能将推迟可自我持续的复苏。央行需要认定货币政策的局限性并就此与公众进行沟通，明确指出央行政策无法替代那些能够解决金融脆弱性和经济疲软根本问题的政策。

核心发达经济体同时面临缓慢增长和超低利率，新兴市场经济体采取了措施来管理溢出效应，以上导致了全球的宽松货币政策环境。由此导致的新兴市场经济体金融失衡风险加剧和通胀压力上升可能对全球经济产生重大的负面影响。为此，央行需要更多考虑其国内货币政策的全球溢出效应，确保金融和价格的持续稳定。

最后，央行需要关注其自身信誉和操作独立性所面临的长期风险。如果不能认识到货币政策的独立性，将导致外部预期和央行能力二者差距扩大的风险。这将使宽松货币政策的退出变得更加复杂，最终可能威胁到央行的信誉和操作自主性。资产负债表政策让货币与财政政策的界限变得模糊，（央行）财务面临无法持续的风险，二者结合所产生的政治经济风险使以上问题更加严峻。

9. 参见 P. Stella 的《货币政策最小化》，BIS 工作论文，第 330 期，2010 年 11 月。