

第六章 货币政策何去何从

货币政策继续保持极度宽松。各国央行将政策利率保持在超低水平，并且进一步扩充资产负债表。尽管这些措施有效地化解了危机及其后续影响，但对于其边际效用递减以及负面效应的担忧也不断增加。央行在评估政策进一步宽松的必要性、研究宽松政策的最终退出方案以及重新审视货币政策框架时都面临严峻考验。

本章首先回顾在货币政策激进主义浪潮席卷下近期央行的主要举措，分析短期的政策挑战。随后，将视角转向现有政策的退出问题，并讨论危机时期货币政策实践在长期看来政策含义。本章的结论是，灵活平稳的退出机制以及对危机前货币政策框架的适当调整将是央行的优先要务。

货币政策及危机

过去五年各国央行的货币政策操作体现了相互关联的两大趋势。首先，所有国家的政策利率均不同程度下调，并且保持低位（图 6.1）。从 2009 年初至今，主要发达国家央行大多将利率一路调低至其利率走廊的下界附近。美联储通过执行前瞻性指引，将货币政策取向与目标失业率及通胀率挂钩，延续了其低利率政策。欧央行自 2009 年年初起保持低利率，尽管在 2011 年两度提高利率，但随后又下调至了更低水平。从实际利率看，主要发达国家的政策利率自 20 世纪 70 年代以来从未如此长时间地稳定在负区间。

在其他发达及新兴市场经济体，政策利率也保持下行态势（图 6.1）。尽管名义利率总体控制在下界以上，实际利率则同样处于超低水平，尽管这些国家较主要发达国家有着更强劲的宏观经济、更繁荣的资产及信贷市场。

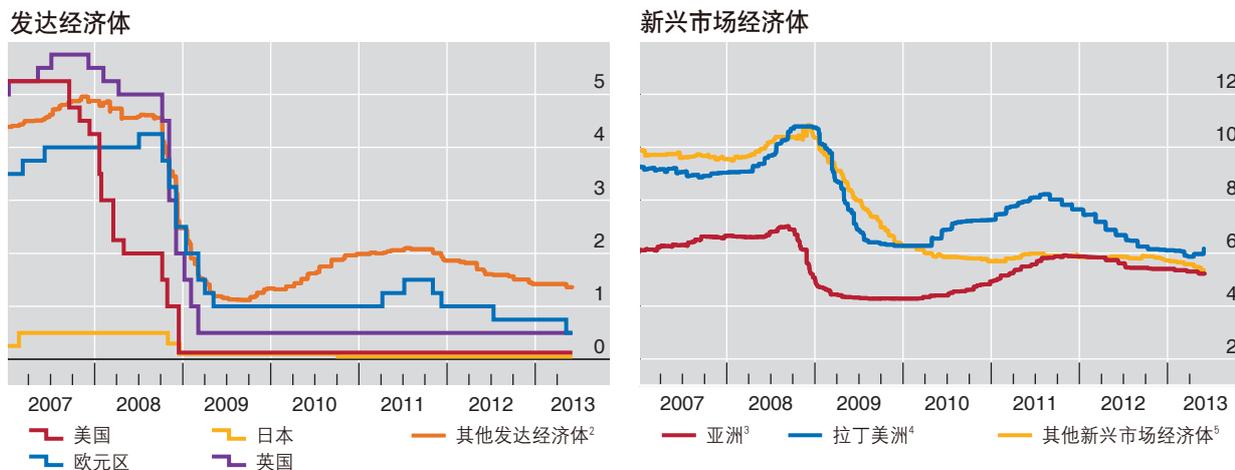
货币政策的第二大趋势是央行资产负债表的大规模扩张，包括绝对值及占 GDP 的比率（图 6.2）。自 2007 年末，全球央行资产总额翻番至约 20 万亿美元，占全球 GDP 比重超过 30%。在亚洲新兴经济体，2007 年末以来，央行资产占 GDP 比重始终保持在 50% 以上，尽管同期 GDP 也在迅速增长。在瑞士，瑞士国民银行为了守住瑞士法郎对欧元的汇率下限而大幅增加外汇储备（2012 年末约为 4700 亿美元），导致央行资产占 GDP 比重达 85% 之高。

受 2007 年以来非常规货币政策实施的影响，主要发达国家央行资产负债表规模扩充的同时，资产的期限也大幅延长（图 6.3）。危机爆发初期，央行通过向金融机构提供隔夜及定期融资，缓和了货币市场的紧张情绪。随后，美联储、日本银行及英格兰银行启动了大规模购债计划，通过购买私人及公共部门的长期债券，以期达到降低长期利率的目的。

政策利率¹

百分比

图6.1



1. 政策利率或最接近的替代指标；使用目标区间的，为该区间的中值。根据各国2005年GDP及购买力平价（PPP）汇率加权平均汇总。2. 澳大利亚、加拿大、丹麦、新西兰、挪威、瑞典和瑞士。3. 中国、中国台湾、中国香港、印度、印尼、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。4. 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁。5. 其他新兴市场经济体（EMEs）：捷克、匈牙利、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非和土耳其。

资料来源：彭博资讯、Datastream、各国数据。

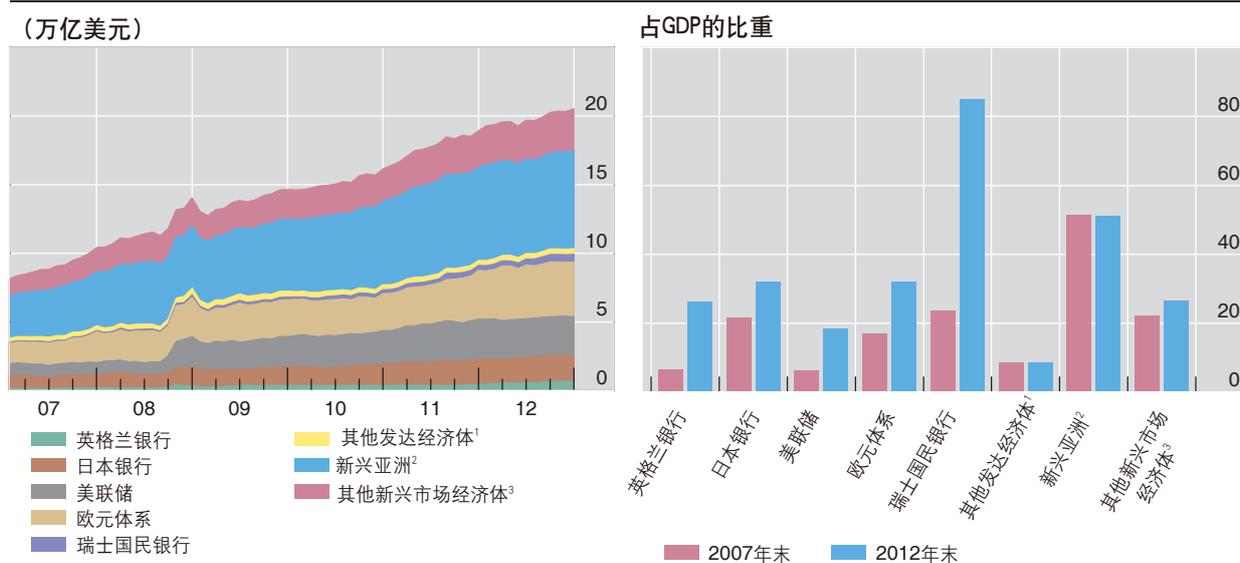
欧央行致力于修复欧元区货币政策的传导路径。基于此，其实行了长期再融资操作（LTROs）以及针对私人及政府债券流动性较差市场的资产购买计划。在此背景下，欧元系统的买断式债券持有量比其他三大央行小，但再融资操作的久期被延长。

目前，全球四大央行推行了不同的资产负债表扩充策略来应对各异的经济金融困境。美联储实施开放式的资产购买计划，按月购买抵押贷款支持证券及国库券，额度为850亿美元。这一政策，加之对基准利率的前瞻性指引，推动美国收益率曲线触及历史低位，较好地提振了总需求。近日，美联储表示资产购买计划的实施节奏及期限将取决于就业市场的表现以及通胀状况。

英格兰银行的融资用于贷款计划（FLS）旨在增强银行信贷对实体经济的支持力度。该计划包括对金融机构的融资成本进行补贴。今年早些时候，英格兰银行延长了FLS实施期限，一方面显示其在刺激贷款发放上取得了初步成效，另一方面表明货币政策传导机制逐步得到修复。展期的FLS将着力于鼓励银行增加对中小企业的信贷供给。

欧央行的二级市场直接货币交易（OMTs）旨在化解欧元区的解体风险，通过为主权债务市场提供流动性支持，确保欧元区单一货币政策传导的有效性。OMT以执行欧洲金融稳定基金及欧洲稳定机制（EFSF/ESM）项下的宏观经济调整计划为启动前提，尽管至今尚未真正启用，但其出台较好地缓解了欧债危机的尾部风险（见第二章）。

日本银行启动了量化及质化宽松货币政策，旨在使其基础货币、政府债券以及交易所交易基金的持有规模翻番，并且将政府债券的平均持有期限延长2倍以上。这一计划是日本政府及央行抗紧缩促增长的一揽子政策之一，具体包括将日本银行的目标年化通胀率由原先的1%提高至2%；以及将货币市场操作的主要目



1. 澳大利亚、加拿大、丹麦、新西兰、挪威和瑞典。2. 中国、中国台湾、中国香港、印度、印尼、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。3. 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、捷克、匈牙利、墨西哥、秘鲁、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非和土耳其。
资料来源：IMF《国际金融统计》；Datastream；各国数据。

标由原先的无抵押拆借利率转向基础货币。截至报告发布时，市场分析及问卷调查均显示，日本国内的通胀预期已有上升迹象，但目前评估上述计划的长期影响仍为时过早。

除主要发达经济体之外，其他国家央行资产的增加则主要源于外汇储备的大规模积累。危机后，多数亚洲新兴经济体货币升值压力凸显。这些国家的外储规模增长速度虽在近几年渐缓，但总量不断膨胀，到2012年末已超过5万亿美元，占全球外储总量的一半之多（表2.1）；其所持外储已超越传统的储备充足率水平。

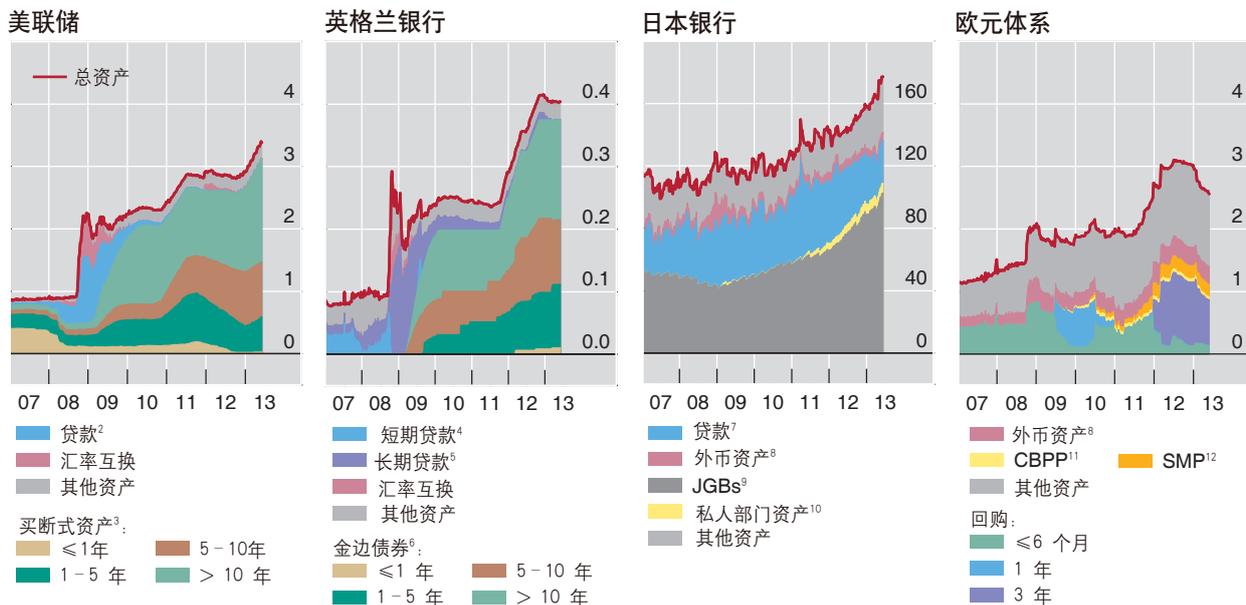
总体上看，危机后央行采取的行动有效发挥了维护稳定的作用，先是消除了金融市场崩溃的尾部风险，继而又促进了实体经济的复苏。然而，美国、欧元区及英国经济依然较危机前明显低迷（图6.4）；失业率仍居高不下，尤其是与之前的几轮周期性复苏相比。这一状况解释了为什么央行在近几年要进一步采取措施，以及为什么会出现一些更激进的做法，如将货币政策与名义GDP挂钩以及财政赤字货币化。

尽管在控制危机上取得了成功，但出于多种原因，货币政策已无法满足最初的预期。将先前的GDP走势作为政策的参考基准显然不太合适。至少对于一些金融危机的风暴中心国是如此，因为这些国家的GDP被认为存在高估的可能性。金融危机揭示了资源的结构性错配问题；尽管这些失衡在随后的几次风暴以及相伴的资产负债表去杠杆化过程中才完全显露出来（第三章）。此外，有充足的证据表明，危机后潜在产出存在下行风险。在这些情况的综合影响下，货币政策有效性较正常时期弱化。且私人部门的去杠杆化操作以及受损的金融业阻碍了货币政策向实体经济的传导。因此，为促进可持续性增长，有必要采取适当的修复及改革措施。

央行资产负债表规模及构成¹

万亿各种货币单位

图6.3



1. 英格兰银行和美联储：按剩余期限分类；欧元体系：回购操作按债券原始期限分类。2. 回购余额、定期拍卖工具、其他贷款及商业票据融资便利LLC的净投资组合持有。3. 美国国库券、抵押贷款支持证券及机构债；面值。4. 一周、存续期内的其他期限、微调式回购。5. 长期回购操作。6. 资产购买计划项下的持有。7. 重售协议项下的应收款及贷款（扣除向存款保险公司发放的部分）。8. 包括美元流动性拍卖。9. 日本政府债券。10. 商业票据、公司债券、交易所交易基金、上市的房地产投资信托证券。11. 担保债券购买计划（CBPP）1和CBPP2项下的担保债券持有。12. 证券市场购买计划（SMP）项下的证券持有。
资料来源：Datastream；各国数据。

在担心货币政策传导机制不畅的同时，也有人指出央行政策的边际效用递减。毕竟，利率水平及风险利差不可能无限压制，长期收益率的期限溢价已经显著低于零。此外，市场分割的状况已经较危机最严重时期有所缓和，通过“资产组合”渠道传导的大规模资产购买计划的效用可能逐步弱化。

不但政策有效性降低，宽松货币政策还会产生诸多负面效应，这在去年的报告中已有所提及¹。长期的低利率政策可能鼓励激进的冒险行为，加剧金融失衡，扭曲金融市场定价机制。此外，宽松的政策环境削弱了资产负债表修复及相关改革的内在动力；并且向那些面临长期财政可持续问题的财政部门以及在损失认定、资本补充方面尚不到位而信贷过度扩张的金融机构传递了错误的信号。

另一负面影响来自全球货币政策的相互溢出效应。主要发达国家持续的低利率加大了部分发展较快的新兴市场经济体以及小型发达经济体的货币升值压力；加剧了其资本流动的不稳定性²。

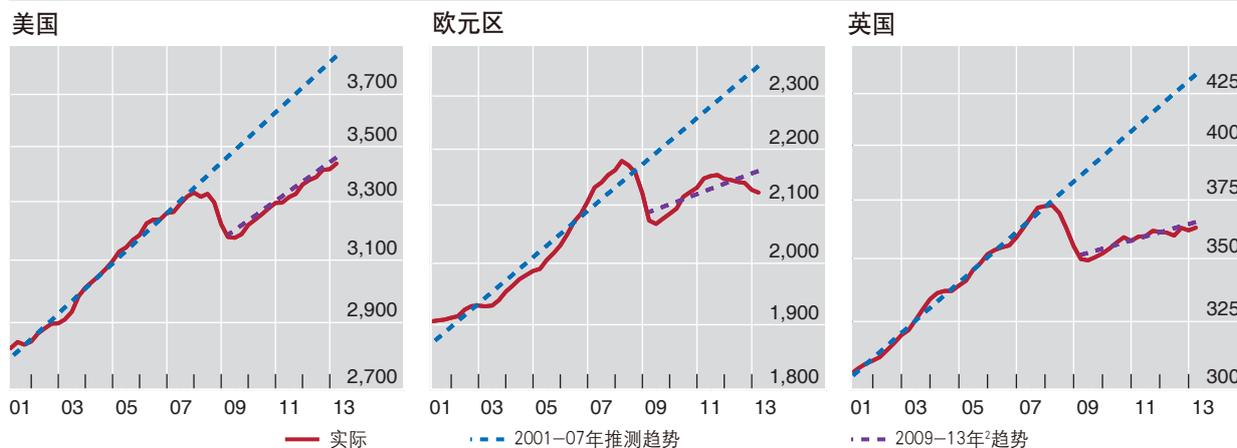
1. 详见 BIS 第 82 期年报（2012 年 6 月）第四章，对长期货币宽松副作用的详细阐述。

2. 关于全球溢出效应的更多分析可参见卡鲁阿纳《全球货币政策的相互关联：挑战及前景》，发表于 CEMLA-SEACEN 会议“央行在宏观经济及金融稳定中的作用：在一个不确定及变动大的世界中”，乌拉圭，2012 年 11 月 16 日。

实际GDP¹

季度数据、10亿各种货币单位

图6.4



1. 经季度调整，对数。2. 第一季度。
资料来源：各国数据；国际清算银行的计算。

退出战略

未来几年，非常规宽松政策的退出将给央行带来严峻挑战，需要平衡好在各项条件尚不成熟的条件下提前退出以及延缓退出的风险。前者较好理解，而后者不可由于风险尚未暴露而过于轻视。此外，央行须尽力确保退出过程的平衡。

主要发达国家政策退出的时间及节奏取决于各自的情况。今年早些时候经济复苏的一些利好信号使得市场预期政策退出可能提前，尽管不是即刻。从四个主要经济体的远期曲线看，市场预期政策利率将在现有低位上至少延续一年，而后逐步回调，但总体将不同于以往的走势（图6.5）。当然，随着实际情况的变化以及各方对于央行政策有效性的认知逐步到位，市场的预期会进一步调整。

近几年，央行的行动力不断增强，有利于灵活地安排政策退出。之前有担忧指出，央行在大规模资产购买计划结束前不宜提高政策利率，但从纯技术角度看，这不会成为一个问题。因为央行目前拥有包括央行存款便利、对超额准备金支付利息及定期回购等在内的一揽子政策工具，可以使其缓冲资产负债表操作引起的政策利率变动。

央行的沟通战略在当前情况下也显得异常重要。近几年部分央行强化了其前瞻性指引，引导私人部门预期沿着政策目标发展。

一个测算退出风险的参考事件是20世纪90年代美国政策利率的正常化。1994年前期，在保持了相当长一段时间的超低水平后，美联储宣布上调政策利率，这一举动造成了美国甚至全球收益率曲线的迅速上升³。

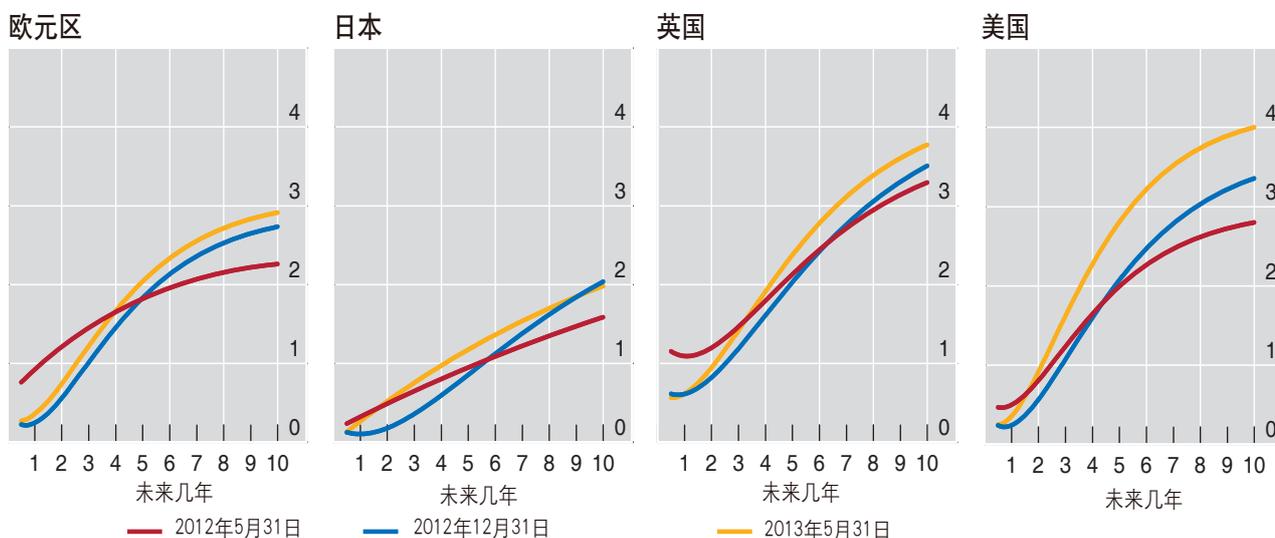
但1994年以来，情况已大幅转变。一方面，央行政策意图的透明度增加，在管理预期上也积累了较丰富的经验。另一方面，整体环境日益复杂。现在的政策退出既包括上调利率，也包括结束与资产负债表相关的操作。

3. 详见 BIS 第 66 期年报（1996 年 6 月）第五章。

远期曲线¹

百分比

图6.5



1. 从Libor/互换曲线生成的即期名义远期利率。

资料来源：Datastream；国际清算银行的计算。

此外，当前的政策退出正处于高负债的背景下，这些债务的发行利率很多创下了历史最低水平。人们普遍担忧，一旦货币政策转向，市场会有何种反应，尤其对于那些央行发挥了很大作用的市场而言。目前，央行在一些情况下实际上扮演了长期债券最终购买者的角色；另一些情况下，央行或提供流动性支持，或成为了银行间市场的核心中介。这一情况可能使市场在央行仅传递出退出信号的时候便陷入动荡。而随着相关风险进一步累积，试图避免市场混乱而推迟退出的危害也会与日俱增。

复杂多变的环境对于利率风险承受能力较强的金融机构相对有利。近年来的金融市场创新增强了投资者的利率风险抵御能力；资产负债表的压力测试对于防范收益率曲线的突然上升也有积极作用。然而，若利率上升过于突然，投资者的风险防控能力依然会显得不足。此外，由于利率风险不可能完全对冲，交易对手风险也会因此产生。而由于银行部门持有大额长期固定收益资产，利率的大幅回调可能会对整个金融体系产生影响。

主要发达国家央行政策退出的先后顺序还会对小型发达经济体及新兴市场经济体产生溢出效应。只要各国的退出有序、稳妥地进行，并且各国经济复苏基础牢固，全球经济沿着平衡、可持续方向发展，退出对于全球而言将是有益的。然而，利率水平的过度回调可能引发剧烈的资本流动及汇率波动，进而对全球宏观经济及金融稳定构成威胁。这也表明那些较容易受到冲击的国家有必要提高银行业的资本缓冲水平、消除金融失衡、增强政策框架应对波动的能力。

央行考虑政策退出时还面临各类政治压力。历史经验表明，货币政策决策在独立于短期政治考量时是最佳的，即央行操作的自主性非常重要，尤其是在当前的极端情况下。为取得平衡，政治压力可能会令退出更加艰难，延缓央行的退出

决定。

这有多种原因。首先,毫无疑问,负债部门(如住户、非金融企业、尤其是政府)不希望利率上升。由于利率长期保持在超低水平导致负债规模居高不下,加之目前特殊的借贷安排,可能使负债部门的反应异常强烈;尤其在其预期及行为模式均已适应当前非常规环境的情况下。很容易想象正考虑政策退出的央行与寻求维持低负债成本的债务人间的紧张关系。

其次,央行的财务状况暴露在风险之中,使得外界担忧其可能动用公共资金,进而影响了政府收入,甚至削弱了央行的独立性。因此,公众对于央行损失的容忍度可能很低。

最后,还须考虑声誉问题。例如,在央行对存款准备金支付利息的国家,除非退出伴随准备金利率上调,否则资金向央行的大规模转移可能会吸引公众的注意,甚至引发政治纠纷,尤其是在实施财政整顿的情况下。

综上,细致的前期准备、提前的政策沟通以及反通胀的决心对于央行而言至关重要,在退出问题上需保有灵活性以及必要的政策手段,以避免市场过度反应。

未来之路

尽管央行短期内以及最终政策退出所面临的压力已逐步减小,但仍要密切关注未来的走向。央行的货币政策框架构筑应从危机中吸取教训,这些教训有些关乎政策工具及市场操作,有些关乎政策框架的战略安排。

为应对危机尤其是某些极端情况,央行扩充了政策工具范畴,改变了市场操作手法。这些转变是否会纳入新的政策框架而被永久保留?

有些问题具有技术性,但能给市场带来显著影响。一个例子是对存款准备金支付利息。危机后美联储开始对存款准备金支付利息,预计这一做法将延续,因为其有助于增强央行对短期利率的调控能力。第二个例子是可接受抵押物的范围。危机期间,央行可接受的抵押物范围大幅扩充,之后也不太可能再收窄。央行在选择抵押物时应考虑多重因素,包括高质量抵押物的可得性、监管改革影响以及正常和危机时期“最后贷款人”角色的合理扮演。第三个例子是短期利率目标的选择,即是以抵押利率还是非抵押利率作为政策目标。这一选择同危机前一样,取决于各国的具体情况。

一个更普遍的问题是,央行是否应继续实施仅影响短期利率的公开市场操作。若是,则意味着央行放弃了通过大规模资产购买或特殊的借贷安排更广泛地去影响市场环境;也意味着短期政策利率及其预期将再次发挥货币政策传导中介的作用。

尽管增加政策工具选项具有吸引力,但回归到较小范围也有其优势。首先,央行对于短期利率有直接调控能力;对于其他资产价格,如对长期政府债收益率的影响则需建立在政府部门资产负债表修复完成的基础上,且与其他负债部门的操作也有关系。其次,央行的资产负债表操作容易混淆货币与财政政策,且这些操作还会使央行的财务状况面临风险。所有这些问题都引发了各界对于货币当局与政府协调以及货币当局操作自主性的担忧。因此,央行的非常规工具最好在极端情况下才被考虑运用。

关于货币政策的战略安排,旧有政策框架的核心部分并没有因危机而受到质疑,如对于金融稳定的维护以及决策的独立性。过去几十年里,这些因素在发达

以及新兴市场经济体都为维护稳定的低通胀水平发挥了重要作用，被证明有助于引导通胀预期。

然而，危机前的货币政策框架未能确保持续的经济金融稳定。在低通胀背景下，金融失衡在大萧条以来的几次大危机中充分暴露。这表明在货币政策操作中，有必要更系统地将金融稳定纳入考虑，尤其是在长期的金融繁荣之后可能带来金融萧条的情况下。

监管改革无疑会在化解这些风险上发挥重要作用，但还不够。目前监管领域改革已取得了显著进展（见第四章），尤其是在宏观审慎框架及工具上。这些改革有望增强金融体系的抗风险能力，以更好地应对金融萧条，但其抑制金融膨胀的有效性尚不确定。此外，监管改革尚未完全到位，如金融体系的某些部门难以监管；又如随着时间推移，某些监管措施的有效性会因监管套利而受到削弱。有鉴于此，货币政策应作为监管的有益补充，因为政策利率毕竟象征一国货币的价格，无法轻易回避。

将金融稳定纳入货币政策框架面临分析方面的挑战。危机前的宏观经济模型忽视了金融发展周期，也未赋予金融部门任何有意义的职能。同时，央行的货币政策决策鲜有参考金融稳定的相关分析。危机爆发后，央行致力于修复这些弊端。已在模型设计上取得了进展，并已探讨调整可选政策工具的范围以及将对金融稳定的看法融入货币政策决策的途径。例如，挪威央行近期改进了其基准利率模型，考虑了利率长期处于低位可能引发市场扭曲的风险。当然，在这一问题上各国央行还有很长的路要走。

上述分析均表明央行有必要采取较以往更为对称的策略来应对金融繁荣及萧条。过去 10—15 年，央行在维护金融稳定上往往采取了非对称策略。例如发达国家往往在危机时期（如 LTCM 危机、互联网泡沫破裂以及近期的次贷和主权债务危机）大幅下调政策利率，随后才缓慢、逐步地上调。这一情况有时被称为“金融支配”⁴。

一个较对称的做法是，在繁荣时期强化政策紧缩力度，同时在步入萧条时适当减小宽松政策的强度，并缩短政策实施时间，这样有利于避免金融失衡的积聚。实践中，还应关注影响金融稳定的相关问题，并且在构筑政策框架时充分考虑金融失衡往往在较长时间后才会显露，有时甚至超过一个行业周期。

过去 10—15 年央行的做法遵循了简单泰勒规则，将政策利率机械地与通胀及产出缺口挂钩。数据分析显示相比泰勒基准利率，21 世纪初以来的大部分时间，发达国家的货币政策总体过于宽松（图 6.6 左图）。当然，在计算泰勒基准时有一些变量存在不确定性，尤其是利率的长期均衡水平无从得知。且基准没有考虑货币政策前瞻性指引或央行资产负债表操作的影响，这些因素使得现实政策更为宽松。但另一方面，一些受危机影响较小国家快速的信贷扩张及房地产价格上涨支持了泰勒规则，这些国家的央行已意识到了相关问题并采取了宏观审慎措施。

各国的不均衡状况揭示出货币政策框架的另一问题，即在全球化不断加深背景下货币政策之间的相互溢出效应。近年来的危机凸显了这一问题的重要性。宽松货币政策在缓解全球脆弱性方面发挥了积极作用。但主要发达国家的非常规低利率对全球其他国家造成了影响，尤其是使新兴市场国家面临货币升值及资本流入压力。图 6.6（右图）显示大多数新兴市场国家的利率水平较泰勒规则根据各国宏观经济状况得出的基准值低。此外，这些国家被迫深度介入外汇市场进行干预。

4. 参见 H Hannoun 《危机中的货币政策：检验货币政策的边界》，发表于第 47 届 SEACEN 央行行长会议，韩国首尔，2012 年 2 月 13—14 日。

泰勒规则及政策利率

百分比

图6.6



1. 根据2005年GDP及购买力平价 (PPP) 汇率加权平均汇总。发达经济体：澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国及美国。新兴市场经济体：阿根廷、巴西、中国、中国台湾、捷克、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、南非及泰国。2. 参见B. Hofmann和B. Bogdanova “泰勒规则及货币政策：一个全球大偏离？”发表于BIS季报，2012年9月，第37-49页。

资料来源：IMF《国际金融统计》及《世界经济展望》；彭博资讯；CEIC；Consensus Economics；Datastream；各国数据；国际清算银行的计算。

而所有这些政策应对又进一步推动了全球信贷及资产价格的膨胀。

近期一些新兴市场及小型发达经济体的金融失衡状况表明泰勒规则再次生效。这不意味着各国央行一定要较以往更密切地进行政策协调；但表明央行应至少更关注自身政策可能给全球带来的负面效应。这符合央行自身的利益，尤其在溢出效应可能威胁金融稳定，甚至导致危机的情况下，因为危机最终必然波及本国。

结论

由于数年来被寄予通过超宽松货币政策促进经济增长的过高期望，央行已愈发超负荷运转。目前关于货币政策有效性及消极影响的担忧不断升温。宽松货币政策唯有与资产负债表相关政策、财政以及结构性政策相配合才能有效发挥作用。

现有政策的最终退出将面临一系列挑战，有的是纯技术问题，有的甚至带有政治色彩。管理退出的工具已经具备，且经过了一定程度的检验。但对于这一在规模及范围上均前所未有的政策退出，央行依然较为谨慎。这也加大了各种不确定性以及无序退出的风险。

此外，现有政策延续得越久，退出的风险越大。这使得央行面临两难境地，也凸显了加紧修复实体部门、解决结构性问题的紧迫性。

本轮危机还强化了一个观点，即仅有价格稳定是不够的，将金融稳定纳入货币政策框架还有很长的路要走。同时，在全球化日渐加深的背景下，央行应更加关注货币政策的溢出效应。