第五章　货币政策努力实现常态化

过去一年，由于政策利率维持低位、央行资产负债表进一步扩张，全球货币政策仍保持非常宽松的态势。尽管实行长期非同寻常的宽松货币政策，主要发达经济体的中央银行仍面临经济复苏的疲软问题。这意味着货币政策在推动从资产负债表衰退走向经济复苏方面相对无效。

新兴市场经济体和小型开放发达经济体努力应对由于主要发达经济体宽松货币政策所产生的溢出效应。这些国家也将其政策利率保持在低位，这将导致金融脆弱性的积累。这一动态机制表明在应对金融失衡问题方面，货币政策作为宏观审慎政策的补充应发挥更大的作用。同时这也暴露出国家货币体系的弊端，因为全球货币政策的溢出效应并未充分内部化。

过去一年许多中央银行面临意料之外的去通胀压力，这对于债务国而言是个负面冲击，并提高了通货紧缩的预兆。然而，大范围通货紧缩的风险很低：中央银行认为通胀会随着时间推移回归目标，长期通胀预期依然稳固。并且，去通胀压力的供给方本质已和全球经济活动复苏大体一致。货币政策态势需要认真考虑去通胀力量的持久性、供给方本质，以及政策宽松的负面效应。

现在，前景已更加明朗，主要发达经济体的中央银行距离货币政策常态化的距离不一，因而将会在不同时点从其极度宽松的货币政策中退出。无论做任何沟通的努力，导航这一过渡过程可能非常复杂而崎岖。并且，部分由于上述原因，过迟常态化或常态化过慢的风险也不能被低估。

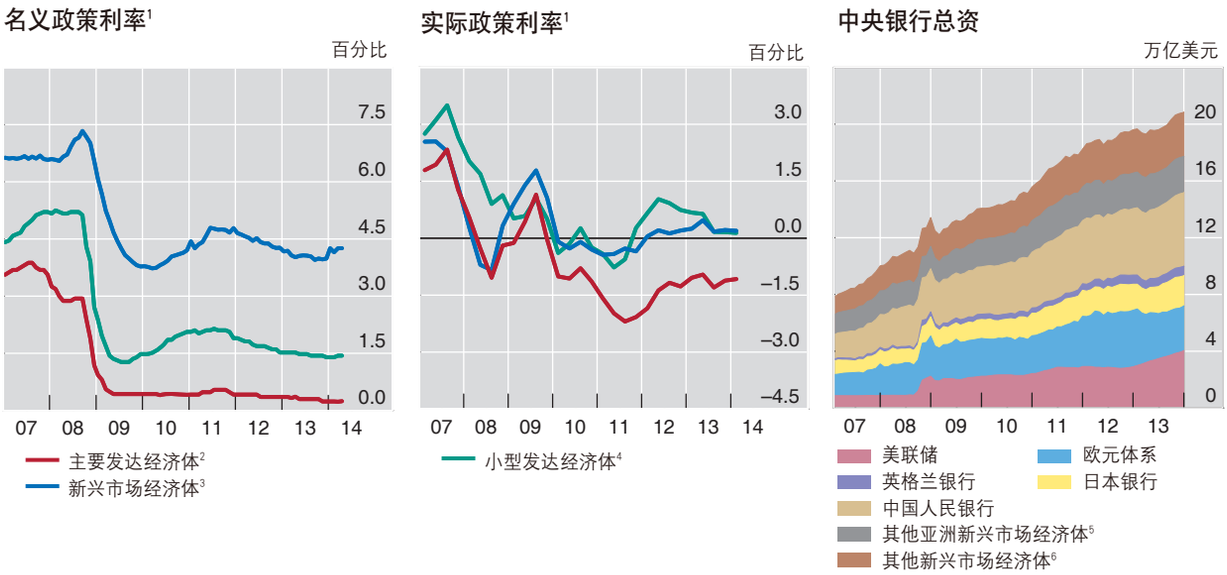
本章回顾了过去一年货币政策的发展，随后探讨了货币政策面临的四大挑战：低效率、溢出、意料之外的去通胀和退出滞后的风险。

近期货币政策发展

过去一年，全球层面名义和实际利率水平均保持低位，中央银行的资产负债表截至 2013 年底仍在持续扩展（图 5.1）。平均而言，主要发达经济体的实际利率水平均低于 −1.0%。在全球其他地区，实际利率水平也高不了太多：我们调查的小型开放发达经济体（以下简称小型发达经济体）——澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典和瑞士，以及新兴市场经济体（EME）的实际利率水平仅仅略超过零利率。中央银行资产的扩展在 2012 年至 2013 年年中之间略有放缓，在 2013 年下半年开始加快。

这一不同寻常的宽松政策已经持续六年了。在 2009 年年初利率水平大幅下降。2007 年中央银行资产快速增长，从那以后规模至少翻了一番，达到史无前例的超

全球货币政策依然非常宽松 图5.1



1.对每个组别而言，是所列经济体的简单平均值。实际利率是名义利率扣除消费者价格通胀。2.欧元区、日本、英国和美国。3.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、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其。阿根廷的消费价格缩减指数是基于官方的测算值，2013年12月测算方法发生突变。4.澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典和瑞士。5.中国台湾、中国香港、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国之和。6.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、南非和土耳其之和。
资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计数据》、彭博、数据流和国别数据。

过 20 万亿美元的总规模（超过全球 GDP 的 30%）。规模的上涨反映了大规模的资产购买和外汇储备的积累。

即便过去一年内经济增长状况出现改善，主要发达经济体的中央银行将名义利率维持在零边界，实际利率为负值。[1] 在经济疲软的欧元区，欧央行在去年 11 月将其主要融资利率减半，降至 25 个基点，并考虑到低通胀和欧元升值，今年 6 月继续降息至 15 个基点。欧央行的最新举措是将其存款利率下调至 –10 个基点。

欧元区、英国和美国的中央银行非常倚重各种形式的前瞻性指引来传达其未来将维持低利率政策的意图（见专栏 5.A）。欧央行于 2013 年采取了定性指引的措施，表明将在一段时间内维持低利率政策。2013 年 8 月，英格兰银行引入基于门槛值的前瞻性指引，将低政策利率的环境与失业率、通胀预期和金融稳定风险等指标挂钩。这一新型指引在许多方面与 2012 年 12 月美联储采取的方式类似，美联储也强调失业与通胀的门槛值。2014 年初，由于英国和美国的失业率前瞻性指引门槛值正以超过预期的速度被接近，两国中央银行更加定性化地描述了其前瞻性指引，采用经济疲软这一广泛的概念。

过去一年，主要发达经济体的中央银行资产负债表的发展轨迹出现分化（图 5.2，右图）。英格兰银行和美联储不再将资产负债表扩展作为提供额外刺激的主要手段。2013 年 8 月，英格兰银行宣布其购买资产的存量将维持在 3750 英镑的

1．2013 年 4 月，日本银行将其货币政策操作目标从隔夜货币市场利率改为基础货币。

发达经济体的政策利率水平依然较低，中央银行资产规模居高不下 图5.2

1. 名义政策利率扣减消费者价格通胀。
资料来源：彭博，数据流和国别数据。

水平，这适用于前瞻性指引关于政策利率的条件。2013 年 12 月，美联储宣布其将从 2014 年 1 月开始逐步减少大规模资产购买。减少资产购买的步伐从 2014 年 1 月起开始平稳，但去年 12 月的声明证实为沟通的挑战（见第二章）。在撰写报告的时候，市场预计资产购买规划将在 2014 年年底之前结束。

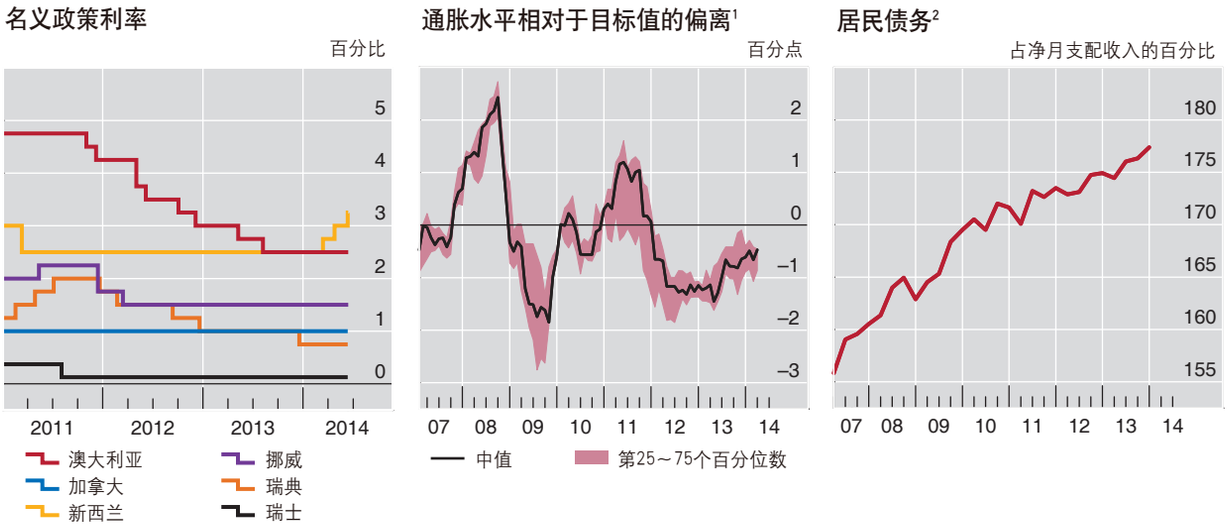
与之相反，日本银行宣布实施定量和定性宽松政策（QQE）作为克服日本长期通货紧缩的主要手段。其资产负债表随后快速扩张，从不到 GDP30% 的规模上涨至 2014 年初超过 GDP 50% 的规模。

由于欧元区金融状况得到改善，商业银行减少对央行融资（包括通过欧央行的长期再融资操作）的使用，欧央行的资产负债表相对于 GDP 的占比开始收缩。截至目前，欧央行还未启动其二级市场直接购债计划（根据严格的条件在二级市场上大规模购买主权国家债券）。然而，欧央行在 6 月初宣布将于今年晚些时候启动定向长期再融资操作，以支持银行对居民和非金融企业放贷。此外，欧央行决定加强与资产抵押证券市场直接购买的相关的准备工作。

小型发达经济体的政策利率也保持在极低水平（图 5.3，左图）。加拿大银行将政策利率维持在 1% 的水平，并调整了前瞻性指引，向后推了从宽松货币政策小幅回调的预计日期。由于瑞士的标题通胀水平仍接近于零，甚至有时处于负值，瑞士国民银行维持其 3 个月 Libor 的政策利率区间为 0 ~ 25 个基点，并保持了瑞郎兑欧元的汇率上限。由于去年去通胀压力的消退，挪威中央银行决定维持 1.5% 的政策利率。此类别的一些中央银行调整了它们的政策利率。为支持经济复苏，澳大利亚储备银行两次降息，将利率水平降至 2.5%。考虑到通胀长期低于目标，瑞典中央银行将政策利率下调 25 个基点至 75 个基点。相反，鉴于经济复苏的态势和通胀预期的上涨，新西兰储备银行三次上调利率，总共上调了 75 个基点至 3.25% 的水平。

总体而言，许多小型发达经济体的中央银行政策深受通胀率变化的影响：平均而言，通胀率自 2012 年初开始已经低于目标值 1 个百分点（图 5.3，中图），

小型发达经济体正面临低于目标值的通胀水平和高债务 图5.3



1.左图所有经济体通胀偏离中央银行通胀目标或是中央银行目标区间中值的程度。2.左图中所有经济体债务和收入指标的加总。
资料来源：经济合作与发展组织《经济展望》、彭博、数据流和国别数据。

而挥之不去的去通货紧缩导致许多中央银行下调通胀预期。

并且，许多中央银行不得不在低通胀和复苏疲软的短期宏观经济效果与金融失衡积累的中长期风险之间权衡（第四章）。2013 年底之前，居高不下且不断增长的居民债务占净可支配收入的百分比平均约为 175%（图 5.3，右图）。不断上扬的债务水平，以及由于宽松货币政策所导致的债务规模的进一步扩大使得这些经济体对于经济和金融状况的突然恶化较为脆弱。在那些房价水平较高的辖区，房地产部门的无序调整的风险也不能完全排除。

而新兴市场经济体国家在危机之后经过强劲复苏，近期经济增长出现疲软，其中央银行不得不应对各种货币政策的挑战。挑战之一来自于年内货币贬值压力带来的几轮金融市场波动（见第二章）。一般而言，新兴市场经济体过去宏观经济表现强劲，有助于许多新兴市场经济体隔离与外部冲击的影响，并提供许多斡旋的空间，但这仅限于一定程度。多数受冲击的国家经济和金融状况较为疲软。其中许多国家的中央银行使用政策利率来维护币值稳定（图 5.4，左图）。在 2003 年 4 月至 2014 年 6 月初，一些中央银行大幅紧缩，土耳其加息 400 个基点，包括在 1 月的某一天加息 550 个基点。俄罗斯和印度尼西亚则分别加息 200 个和 175 个基点。印度和南非加息 50 个基点。巴西在货币贬值和其他因素造成通胀压力上涨的时期缓慢将利率提高了 375 个基点。新兴市场经济体应对货币贬值的政策似乎部分体现了各国近期通胀的形势（图 5.4，中图）。在通胀超过目标值的国家，贬值压力较大，而相应加息的幅度也大。而通胀水平处于或低于目标值的国家，则上述关系不明显。

受资本流出和汇率压力影响较小的新兴市场经济体的货币当局有更多的政策空间应对其他形势变化。随着智力和墨西哥经济增长出现放缓迹象，两国中央银行分别下调利率。由于捷克的通胀率跌破目标值，政策利率保持低位，捷克央行

零利率边界下前瞻性指引[1]

专栏5.A

中央银行在零利率边界下的实施前瞻性执行的目的在于澄清其关于政策利率的预期路径。如果实际情况表明政策利率保持低位的时间可能比市场原先预期的长，则此类指引本身能提供正向激励。前瞻性指引也会减少不确定性，从而减少利率波动性，并通过此途径降低风险溢价。

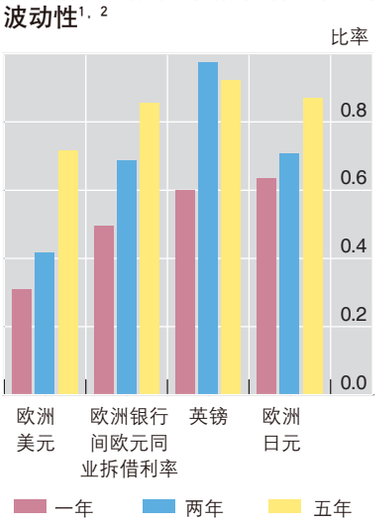
前瞻性指引的有效性取决于三个前提条件。首先，前瞻性指引必须清晰明确。原则上可通过对外阐述指引的条件来提高清晰度。但是，如果规定的条件太复杂，具体的细节可能令人困惑。其次，前瞻性指引必须被视为可信的承诺，例如，公众必须相信央行的言论。公众的信任度越高，指引对市场预期和经济决策的影响力度越大，但与此同时，央行灵活度被限制的风险也越大。最后，即便指引为公众所理解和信任，公众对指引的解读也必须和央行的意图一致。例如，对外表明在零利率边界下维持政策利率超过市场预期的时间可能会被误读为对经济前景更为悲观的信号，在此情况下负的信心效应会与预期的刺激意图背道而驰。

前瞻性指引的经验表明它会在特定时间段内成功地影响市场。短期内前瞻性指引能够降低预计利率的市场波动性，但长期来看对预计利率的影响就不那么明显（图 5.A，左图）。这与市场视前瞻性指引为有条件的承诺、只在短期政策利率的未来路径方面有效的概念一致。也有证据表明，前瞻性指引影响了利率对经济消息的敏感度。自从欧央行和英格兰银行于 2013 年夏季实施前瞻性指引之后，欧元区和英国的利率波动性对美国利率波动性的反应度大幅下跌（图 5.A，中图）。还有证据显示，

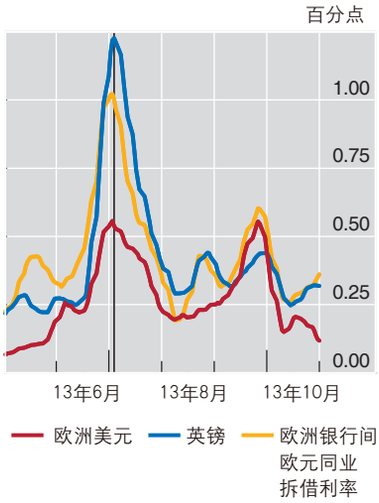
零利率边界下前瞻性指引的效果似乎有限

图5.A

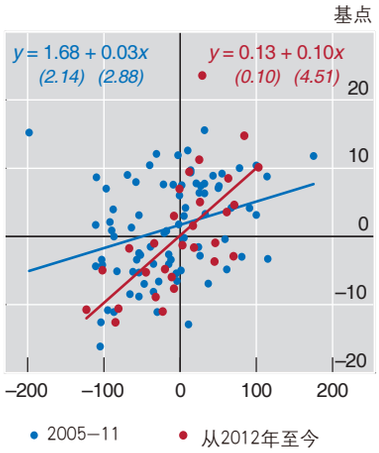
前瞻性指引期间的期货利率相对于没有前瞻性指引时期的期货利率的波动性[1, 2]



一年期货利率波动性的溢出效应[1, 3]



十年期收益率相对于美国非农就业数据突然变化的反应[4]



1.三个月银行间利率期货合约的波动性，每日价格变化的10日标准差。2.值小于1，意味着有强化的前瞻性指引的时期降低了波动性指标，即10日平均实现的波动率；比率越低，下降幅度越大。强化前瞻性指引的时期：美联储=2011年8月9日–当前；欧央行=2013年7月4日–当前；英格兰银行（BOE）=2013年8月7日–当前；日本银行（BOJ）=2010年10月5日–2013年4月3日。没有明确性前瞻性指引的时期：美联储=2008年12月16日–2011年8月8日（定性前瞻性指引）；欧央行=2009年5月8日–2013年7月3日；英格兰银行=2009年3月6日–2013年7月3日；日本银行=2008年12月22日–2010年10月4日。3.集中的10天移动平均值。垂直线表明2013年7月4日，欧央行实施了量化前瞻性指引，英格兰银行评论政策利率的市场预测路径。4.横轴表示非农就业数据的突然变化，计算为实际价值与调查价值的差异，单位为千个基点。纵轴为10年期政府债券收益率一日的变化，计算为发布日当日收盘价减去前一日的收盘价。括号处为t统计值。

资料来源：彭博，国际清算银行计算。

前瞻性指引使得市场对于指引中强调的指标更为敏感。例如，从 2012 年以来，美国十年期债券收益率对于非农就业数据的异常变动变得更加敏感（图 5.A，右图）。一种解读是体现经济复苏增强的消息会使失业门槛被突破和政策利率提升的预期时间点提前 .

政策性利率前瞻性指引也会带来若干风险。如果公众不能充分理解指引的条件，则一旦利率路径被经常大幅修订，即便有关修订符合最初宣布的条件，央行的声誉和可信度也可能受损。前瞻性指引也可能造成两方面的金融风险。首先，如果金融市场狭隘地关注此问题，指引的重新校准可能会造成破坏性的市场反应。其次，更为重要的是，前瞻性指引可能导致货币政策常态化速度的推迟 . 这会鼓励过度风险行为和助长金融脆弱性的积累。

①注：更详细的分析，请见 A Filardo 和 B Hofmann，“零利率边界下前瞻性指引”，国际清算银行季度评论，2014 年 3 月，第 37–53 页。

决定运用汇率作为放宽银根的额外工具，设制了克朗兑欧元的汇兑上限。波兰由于通货紧缩压力显现，多次下调了利率。随着金融稳定的关切（特别是非银行金融部门扩张问题）上升，中国的货币和信贷增速下降，中国人民银行维持其货币政策立场。

一些新兴市场经济体去年也进行了外汇操作，以吸收一些不利的贬值压力。即便如此，新兴市场经济体整体的外汇储备规模仍继续上涨，特别是中国（附件表格 5.1）。但是，在巴西、印度尼西亚、俄罗斯和泰国等一些新兴市场经济体国家，外汇储备规模已经减少。对一些此类经济体而言，是多年来首次出现外汇储备减少的情况。

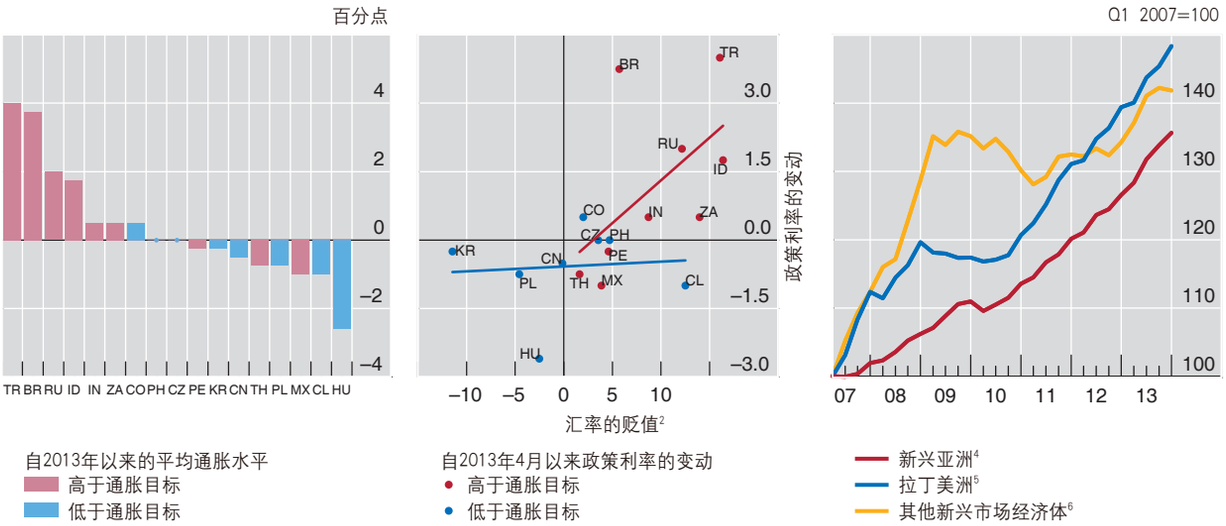
许多新兴市场经济体的信贷扩张已引发日益上升的金融稳定关注，特别是在金融市场出现动荡的背景下。对于被调查的新兴市场经济体而言，2007 年至 2013 年其信贷占 GDP 比重已平均上升了 40%（图 5.4，右图）。对于这些新兴市场经济体国家的中央银行而言，何为货币政策、宏观审慎和资本流动管理工具的最佳组合仍存有疑问。

重要的货币政策挑战

中央银行正面临一些重大的挑战。对于从资产负债表衰退（即由于金融危机和债务不可持续积累导致的衰退）中复苏的主要发达经济体而言，关键的调整在于当政策似乎已经丧失刺激经济的能力的时候校准其货币政策立场。对于许多新兴市场经济体和小型发达经济体而言，主要挑战在于金融脆弱性的的积累、资本流动波动性加大的风险和由于全球货币政策溢出效应导致的问题复杂化。从全球角度看，许多中央银行正在与去年显现的、令人困惑的去通胀压力作斗争。展望未来，实现政策常态化的时机和步伐仍存在疑问。

随着关于金融稳定担忧的加剧，新兴市场经济体对市场波动的应对 图5.4

自2013年4月以来政策利率的变动[1]　与汇率和通胀表现相关　信贷占GDP比重[3]



BR=巴西；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；CZ=捷克；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；KR=韩国；MX=墨西哥；PE=秘鲁；PH=菲律宾；PL=波兰；RU=俄罗斯；TH=泰国；TR=土耳其；ZA=南非。

1.名义政策利率或最为接近的指标；中国采用7天的回购利率，2013年4月1日至2014年6月6日的变化，单位为百分比。2.2013年4月1日至2014年6月6日名义有效汇率的百分比变化。正（负）值表示贬值（升值）。3.每一组所列经济体的简单平均值。4.中国、中国香港，印度、印度尼西亚，韩国，马来西亚，菲律宾，新加坡和泰国。5.阿根廷，巴西，智利，哥伦比亚，墨西哥和秘鲁。6.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、数据流、国别数据；国际清算银行。

货币政策的低效

中央银行在抑制金融危机的影响方面发挥着关键性作用。但是，尽管在过去六年里主要发达经济体采取了放宽银根的措施，复苏依然异乎寻常地缓慢（见第三章）。这就提出了危机之后宽松货币政策的有效性问题。

由于零利率边界对名义政策利率的影响，以及资产负债表衰退的遗留问题这两大原因，政策效果总体有限。首先，零利率边界限制了中央银行降息和刺激需求的能力。这能够解释为何中央银行尝试通过管理未来政策利率预期和通过大规模资产购买计划手段而提供额外刺激。但这些政策也有其局限性。例如，许多国家的期限溢价和信用风险利差已经非常低(图 2.2)：他们不可能进一步下跌。此外，被压缩、甚至有时呈现负值的期限溢价减少了期限转换带来的利润，因此可能会影响银行放贷的积极性。并且，名义负利率的空间有限，且其效果存在不确定性。其对贷款的影响效果值得怀疑，而下调空间有限也削弱了对汇率的影响，这反过来也取决于其他国家的应对措施。总体而言，在零利率边界，提供额外的刺激变得日益困难。

其次，资产负债表衰退的遗留问题会麻木政策效果。这部分与金融因素相关。当金融部门受损，信贷供给对降息就不那么敏感。非金融部门对贷款的需求也很疲软——基于过度乐观的收入预期，他们正试图偿还和减少债务。这就是为什么在此种形势下“贷款少的复苏”是常见的模式（见第三章）。但部分资产负债表衰

退的遗留问题与非金融因素相关。与不可持续的金融繁荣相生相伴的资本与劳动力的配置不当会削弱需求管理政策的效果，因为这些措施治标不治本。例如，居民住房部门比许多其他机构对低利率更敏感，但居民住房部门在经济繁荣期间过度扩张。事实上，历史记载表明，当经济衰退是由于金融危机引发的时候，衰退期间货币宽松的程度与随后复苏的强劲程度之间的正相关关系已经消失（见专栏 5.B）。此外，衰退期间的去杠杆化，不论其如何测算，最终迎来了强劲的经济复苏。

但这些并不意味着货币宽松在资产负债衰退走向复苏过程中不能发挥任何作用。为抑制危机的影响，一定程度的宽松在金融危机的早期阶段是必要的。但货币政策的相对无效性的确表明它无法取代那些解决深层次问题的措施，有必要进行资产负债表修复和结构性改革。

除非得到认可，否则效果有限意味着长期运用相同政策以及增强政策强度都是徒劳无功的。这不仅会造成进展缓慢，也会放大一些意料不到的负面效果，而危机的余波也强调了若干此类负面效果。[2] 特别是，长期积极的宽松政策降低了修复资产负债表和实施必要结构性改革的积极性，从而阻碍了必要的资源的重新配置。这也可能助长金融市场过多的风险行为（见第二章）。这可能会对处于金融和经济周期不同阶段的其他经济体带来不利的溢出效果（见下文）。换句话说，在政策效果有限的情况下，货币政策长期宽松的收益成本均衡已随着时间的推移而恶化。

货币政策溢出效果

新兴市场经济体和小型发达经济体已经在努力处理主要发达经济体宽松货币政策的溢出效应。溢出效应主要通过跨境资金流动和资产价格（包括汇率），以及政策应对传导。[3]

主要发达经济体非常宽松的货币政策会影响风险行为，从而影响以不同货币计值的资产的收益率。因此，货币政策极度宽松会导致资产价格的大幅调整和其他地区资金的流动。随着新兴市场经济体的金融市场发展，以及和世界其他地方市场的融合，上述联系的强度已经增强。例如，本币债券收益率在最近几年已经更为紧密地联动。本币债券收益率之间的波动更为密切。[4]

美元和其他国际货币在这里也发挥着作用。自从这些货币在货币发行国之外被广泛使用，他们会直接影响国际金融状况。例如，2013 年底美国之外的美元信贷余额约为 7 万亿美元（图 5.5，左图）。当这些货币的利率很低时，新兴市场经济体的借款人就觉得借此类资金价格低廉，那些已经在不同利率水平借款的国家非常享受融资成本降低的过程。在危机之前，美元信贷的流动主要是由于跨境银行贷款驱动，在 2008 年以来，全球资本市场的活动已经上升（图 5.5，中图）。[5]

2．参见卡鲁阿纳 2013 年 5 月 16 日在伦敦召开的货币金融机构官方论坛黄金系列讲座上发表的题为《触及另类思考的极限？危机期间和危机之后的货币政策》的演讲。

3．参见卡鲁阿纳 2012 年 11 月 16 日在乌拉圭拉丁美洲货币研究中心——东南亚中央银行组织会议上发表的题为《国际货币政策互动：挑战与前景》的演讲。

4．参见 P Turner 2014 年 2 月在国际清算银行第 441 期报告发表的题为《全球长期利率，金融风险和新兴市场经济体的政策选择》的文章。

5．参见 R McCauley，P McGuire 和 V Sushko 在《经济政策》杂志上即将出版的题为《全球美元信贷：与美国货币政策和杠杆的关系》的文章。

资产负债表收缩之后货币政策的效果

专栏5.B

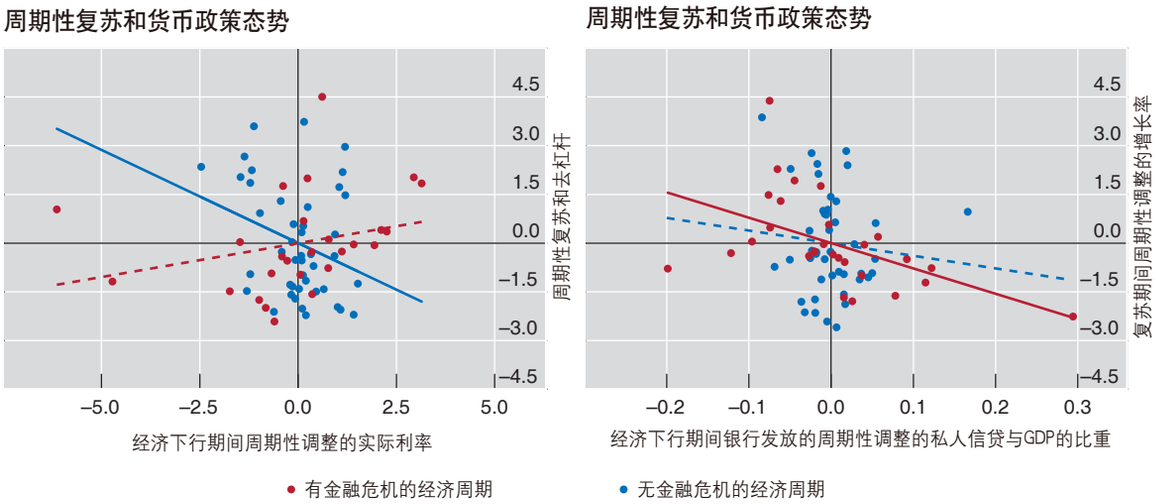
历史记录支持以下观点，即正常经济周期下行阶段实施的宽松货币政策有助于增强随后的复苏。但对于金融危机引发的经济下行，这一关系并不具备统计的显著性，即对于危机之后的经济周期而言，经济下行期的平均短期实际利率与随后复苏阶段的平均增长率之间的关系并没有非危机经济周期所预计的迹象（图 5.B，左图）。

一个可能的原因是危机之后的去杠杆压力降低了经济体的利率敏感性。事实上，有证据表明，与正常的经济衰退相反的是，资产负债表收缩最终导致经济复苏增强的因素是私人部门的去杠杆（图 5.B，右图）。

货币政策是无效的，而去杠杆对于资产负债表收缩产生的复苏至关重要[1]

百分比

图5.B



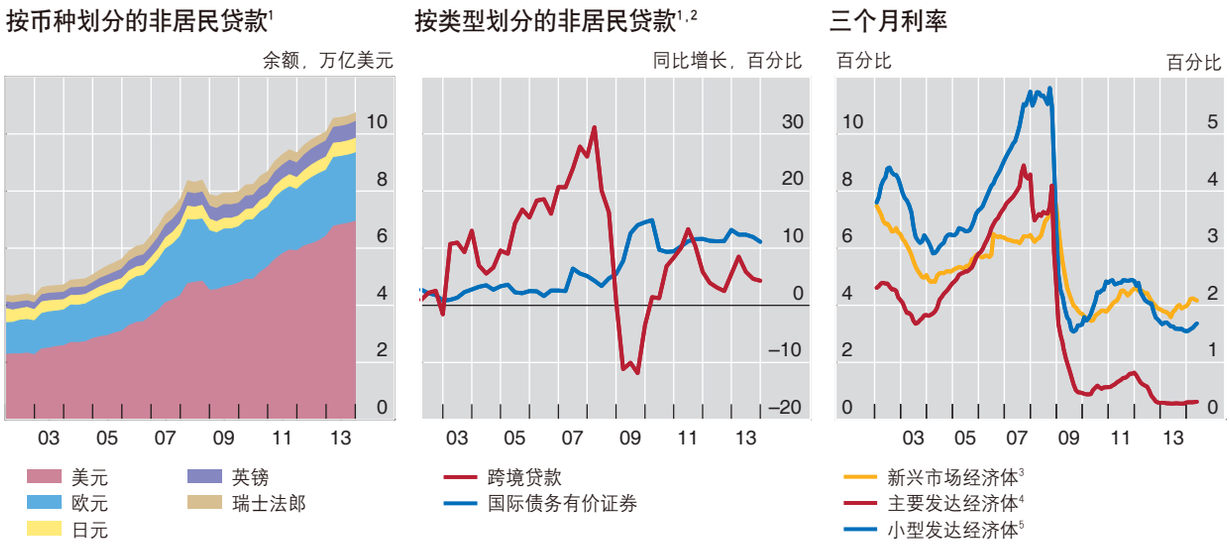
1.回归实线（虚线）表明，关系具有统计上的显著性（非显著性）。对于20世纪60年代以来的24个经济体样本而言，经济下行被定义为使GDP不断下滑的时期，而复苏被定义为实际GDP超越上一个峰值的时期的开始。有关数据涵盖65个经济周期，包括在峰值之前爆发金融危机的26个周期。周期的数据点根据前一个衰退的深度和周期性峰值的利率水平进行调整。具体详见Bech等（2014）。

资料来源：M Bech，L Gambacorta和E Kharroubi《经济下行时期的货币政策：金融危机是否特别？》，《国际金融》第17期，2014年春季，第99–199页（也可见于国际清算银行工作报告，第388期，www.bis.org/publ/work388.pdf），经合组织，数据流，国别数据和国际清算银行的测算。

政策应对也非常重要。中央银行发现如果本国政策利率水平与主要国家（特别是美元）的利率存在重大差距时，政策利率难以操作。汇率超调和资本流动的担忧使得这些国家不愿接受大幅和可能波动的利差水平，这会导致短期利率波动的高度相关（图 5.5，右图）。事实上，关于美国政策利率显著影响其他国家政策利率的证据越来越多（专栏 5.C）。

主要发达经济体极低的利率水平会给其他国家的中央银行带来两难选择。一

短期利率协同波动，全球外币借款上升 图5.5



1.2013年年底的汇率。对每一种货币而言，是指在各自货币发行国（或地区）之外向非金融借款人提供的贷款，包括向非银行提供的贷款和非金融企业发行的债务有价证券。此外，未向国际清算银行报告的国家中，本地银行向本地居民提供的每种货币贷款是银行收到的相应跨境贷款，假设前提是这些资本随后放贷给非银行机构。2.基于左图中货币贷款的总和。3.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、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其的简单平均值。4.欧元区、日本、英国和美国的简单平均值。5.澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典和瑞士的简单平均值。
资料来源：彭博、数据流、国际清算银行国际债务统计数据和按照居住地划分的本地银行统计数据。

方面，将国内政策利率与国外低利率捆绑有助于缓解货币升值和资本流入的压力。另一方面，这也会助长国内金融繁荣，因此造成脆弱性的积累。事实上，有证据表明那些政策利率低于传统考虑产出和通胀水平的基准利率的国家，信贷增长最为强劲（见第四章）。

为解决这两难境地，中央银行广泛地依靠宏观审慎工具。这些工具在增强金融体系抗风险能力方面非常有用，但在抑制金融脆弱性积累方面的作用只是部分有效（见第四章和专栏6.D）。主要原因在于，和资本流动管理措施一样，宏观审慎工具易受监管套利的冲击。这意味着单单依靠宏观审慎工具是不够的，货币政策必须发挥补充性作用。与宏观审慎工具相反，政策利率是决定经济体层面既定货币杠杆价格的重要因素。更多使用货币政策作为宏观审慎工具补充的国家需要提高汇率波动的灵活性程度。

如果未能依靠货币政策，在未来前进的道路上甚至可能会面临更为严峻的挑战。允许金融失衡不断积累将会增强一国应对形势逆转的脆弱性，从而产生更为严重的破坏性，最可能的是会加剧外部危机的恶化。但如果形势没有发生逆转，并且一国受到外部冲击，中央银行将会发现很难在提高政策利率的同时，又不产生它首要避免的金融压力问题。全面的金融泡沫破裂尚未在新兴市场经济体和小型发达经济体中发生，但是信贷增速相对快的国家已证实易受2013年5–6月金融市场紧张状况的冲击（见第二章）。这表明尽早逐步实施紧缩措施优于拖延或突然采取紧缩措施——应对措施的滞后会导致调整更为痛苦。

破坏性的货币政策溢出效应暴露出国家货币体系的缺陷。表面上看，这证明

美国货币政策对新兴市场经济体政策利率的影响：泰勒规则的证据

专栏5.C

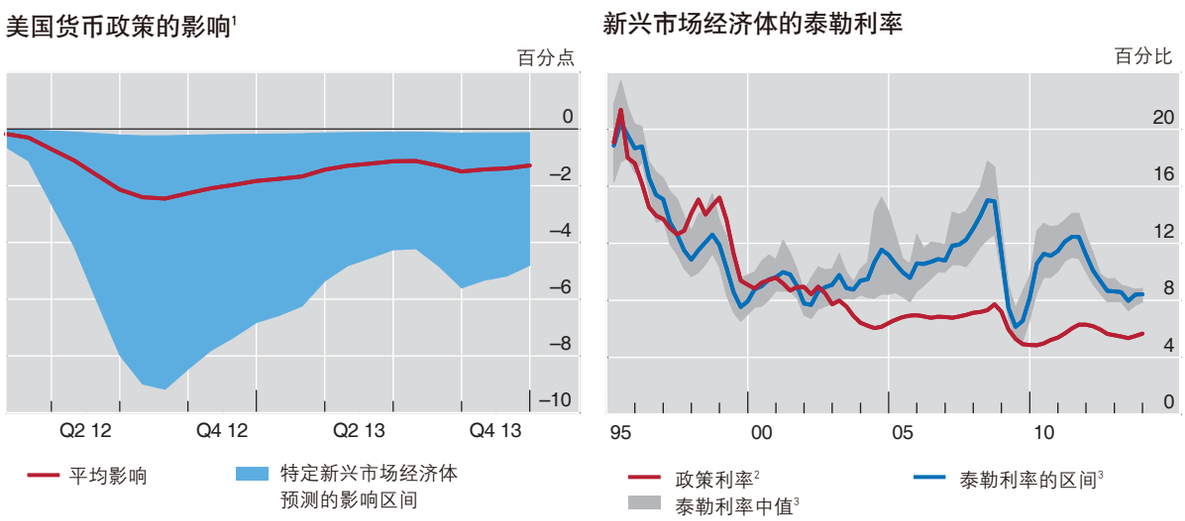
评估美国货币政策对新兴市场经济体政策利率影响的一种方式是测算单个新兴市场经济体的扩展泰勒规则。每个样本国家政策利率的模型为国内通胀率、国内产出缺口和美国“影子”政策利率的函数。[①] 影子利率的设计是用于捕捉美联储大规模资产购买计划等非传统货币政策措施的影响。样本涵盖2000年第一季度至2013年第三季度的20个新兴市场经济体的数据。

在20个新兴市场经济体中有16个国家，美国货币政策的影响具有统计上的显著性。自2012年以来，更为宽松的美国货币政策通常伴随着新兴市场经济体政策利率平均下降150个基点（图5.C，左图），尽管不同经济体和视点其影响差异显著。新兴市场经济体政策对通胀水平的反应通常弱于传统泰勒规则的描述。这些结果与新兴市场经济体政策利率在过去十年期间低于标准泰勒规则中国内宏观经济条件所蕴含的水平这一结论是完全一致的（图5.C，右图）。

尽管上述结论统计上稳健，和其他研究的结论也一致，[②] 但解读时也需谨慎。测算产出缺口等不可观测的变量是充满困难的。政策利率甚至也可能不是衡量银根的准确指标，因为新兴市场经济体中央银行越来越多地使用非利率措施来影响银根。即便能够代表新兴市场经济体中央银行整体，相关结果也不一定适用于任何一家既定的中央银行。

美国货币政策对新兴市场经济体的政策利率设定有很强的溢出效应

图5.C

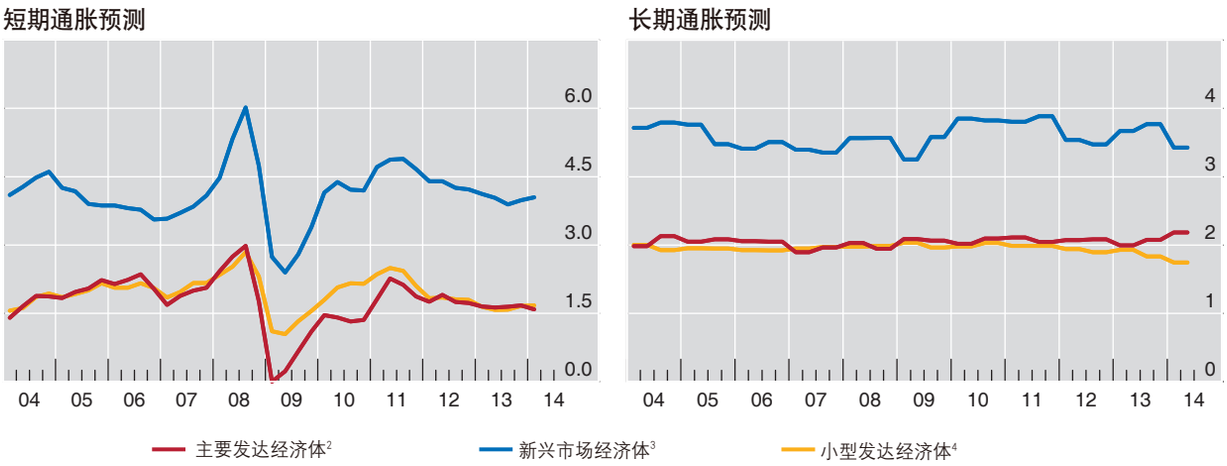


1.当美国影子政策利率显著值达到5%时扩展的泰勒方程式的构成。数据包括巴西、中国、哥伦比亚、捷克、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、韩国、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、新加坡（隔夜利率）、南非和土耳其。2.基于2005年GDP和阿根廷、巴西、中国、中国台湾、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、波兰、新加坡、南非和泰国的PPP汇率计算出的加权平均数。3.所有通胀–产出缺口组合的泰勒利率的区间和中值，参见B Hofmann和B Bogdanova，《泰勒规则和货币政策，全球的巨大偏离？》国际清算银行季报，2012年9月刊，第37–49页。
资料来源：国际货币基金组织，国际金融统计和世界经济展望；彭博，CEIC，市场预测，数据流，国别数据，国际清算银行测算。

①关于测算的更多细节，可参见E Takáts和A Vela《国际货币政策传导》，国际清算银行即将出版的工作报告。影子政策利率的表述见M Lombardi和F Zhu关于《用于校准零利率边界下美国货币政策的影子政策利率》，2014年国际清算银行第452号工作报告。②例如，C Gray，《应对货币超级主权：调查美国货币政策的行为溢出效应》大西洋经济期刊，2013年第2号的41期第173–184页；M Spencer，《更新亚洲的泰勒规则》，德意志银行，《全球经济视角》2013年3月28日，以及J Taylor，《国际货币政策协调：过去，现在和未来》，国际清算银行2013年第437号工作报告。

通胀预期非常稳固[1]

同比率　百分比　　图5.6



1.基于所列经济体2005年GDP和PPP汇率计算的加权平均值。短期预测是消费者价格通胀水平未来一年预测值中值，是通过本年度和下一年度预测值中推算。印度采用批发价格通胀水平。长期通胀预测是消费者价格通胀水平未来6～10年预测值中值。印度采用2011年第四季度以后的批发价格通胀。运用逐步插值法将半年的数据（3月/4月和9月/10月）转化为季度数据。2.欧元区、日本、英国和美国。3.巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、新加坡、泰国和土耳其。4.澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典和瑞士；关于长期通胀预测，总量指标不包括澳大利亚和新西兰。
资料来源：市场预测。

了主要发达经济体难以全面考虑这些溢出效应。假如金融泡沫破裂，全球经济付出的代价将相当大，尤其是由于受影响的国家的经济权重已大幅上升。捕捉这些溢出效应依然是个重大挑战：这需要一个分析框架，在这个框架中金融因素发挥着比目前政策制度中更大的作用，而且能更好地理解全球连接。

意料之外的去通胀和通缩风险

过去一年，许多中央银行面临意想不到的去通胀压力；因此，通胀水平下跌，保持在低于其目标值的水平。发达经济体的压力是尤其令人吃惊的，因为盼望已久的复苏似乎已经启动（见第三章）。货币政策的重要挑战是如何最好地应对这类压力。

总体而言，在其他条件相同的情况下，通胀意料之外的低于目标值，需要放宽货币政策态势。但是，合理的政策应对取决于一些额外因素。尤其重要的是去通胀的成本和收益问题。另一个因素，如前所述，是有证据表明扩张性货币政策的效果在零利率边界下效果有限，特别是从资产负债表衰退走向复苏的情况下。

近期形势表明，去通胀压力持久的可能性很小。长期通胀预期（未来6～10年）截至撰稿时间还是非常稳固的（图5.6），这表明通胀低于目标值可能是暂时现象。在这种情况下，工资通胀和价格通胀不可能相互增强——所谓的第二轮效应不会出现。例如，近期大宗商品价格从历史高点回落对过去几年的去通胀压力产生了影响。即便这些价格稳定在当前水平而不是像写报告时期出现反弹，去通胀压力也会消失。这也是中央银行过去几年愿意接受通胀持续高于政策目标的原因。当然，

通缩的成本：历史记载如何说？

专栏5.D

通缩并不完全相似。由于19世纪、20世纪早期以及20世纪90年代以来价格下跌很普遍，历史记载能够揭露通缩动态的重要特征。四点特征最为突出。

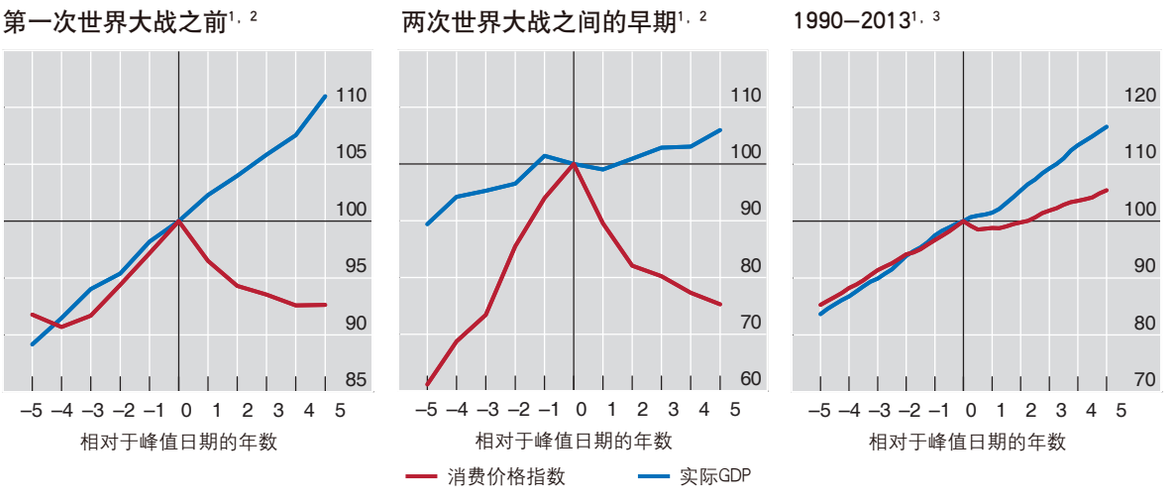
首先，历史记录充满了“良好的”或者“温和”的通缩例子，因为这些通缩伴随着产出顺趋势上升，或暂时的小幅下跌。在第一次世界大战之前，通缩往往是温和的，在价格下跌时实际GDP不断扩展（图5.D，左图）。在价格达到峰值之前的五年时间内平均的实际增长与峰值之后五年的增长率水平基本类似（2.3%比2.1%）。在两次世界大战间隔的早期（主要是20世纪20年代），代价更高的“坏”通胀发生的次数增加了（图5.D，中图）：产出仍然提高，但更为缓慢——峰值之前和之后时期的平均增长率分别为2.3%和1.2%。（在两次世界大战之间对严重通缩的理解主要来自于大萧条的经历，但是十国集团经济体的价格水平累计下跌大约20%，产出缩水大约10%。这一经历并未在图5.D中图中充分反映）。

由于近期的通缩通常稍纵即逝，在此期间甄别价格水平峰值的难度高于之前的时期。尽管如此，平均而言，过去25年期间的通缩时期更像是第一次世界大战之前的良性通缩，而不是两次世界大战之间早期的类型。对最近的时期而言，在峰值前后的GDP平均增长率分别为3.6%和3.1%，差距在

通缩时期：良性与恶性

CPI峰值=100

图5.D



1.每个经济体在价格峰值前后5年的一系列消费价格指数，根据峰值等于100（表示为0年）重新定义。每个经济体重新定义的指数的简单平均值都计算。2.第一次世界大战之前的峰值区间为1860–1901年，两次世界大战之间的早期阶段的峰值区间为1920–1930年，为十国集团经济的简单平均值。参见Borio和Filardo(2004)关于根据年度价格指数识别本地CPI的峰值的详细描述。在第一次世界大战之前和两次世界大战之间的早期阶段，十国集团经济体中每个国家的CPI峰值年份如下：比利时，1862，1867，1873，1891，1901，1929；加拿大，1882，1889，1920，1929；法国，1871，1877，1884，1902，1930；德国，1928；意大利，1874，1891，1926；日本，1920；荷兰，1892，1920；瑞典，1862，1874，1891，1920；瑞士，1892，1898；英国，1860，1873，1891，1920；美国，1866，1881，1891，1920，1926。3.13个经济体的简单平均数，CPI季度数据。当CPI水平高于所有前期的水平和未来至少四个季度的水平时，就出现了CPI的峰值。CPI的季度峰值如下：澳大利亚，1997年第一季度，加拿大，1993年第四季度，2008年第三季度；中国1998年第一季度，2008年第二季度；欧元区，2008年第三季度；中国香港；1998年第二季度；日本，1994年第四季度，1998年第四季度；新西兰，1998年第三季度；挪威，2003年第一季度；新加坡，1997年第四季度，2001年第一季度，2008年第四季度；南非，2003年第二季度；瑞典，1997年第四季度，2008年第三季度；瑞士，2008年第二季度；美国，2008年第三季度。

资料来源：C Borio和A Filardo在2004年12月《北美经济和金融期刊》第15期、第3号发表的题为《回顾国际通缩历史》的文章第287至311页，国别数据和国际清算银行测算。

统计上并不显著。

历史记载揭露的通缩的第二个重要特性是通常不存在固有的通缩螺旋下降的风险——只有在大萧条时期才出现了通缩螺旋下降，其形式为物价水平的持久、大幅下滑；其他时期并未发生此现象。在第一次世界大战之前的时期，价格下跌是持久的，但幅度不大，消费价格指数累计下跌 7%。近期的通缩往往稍纵即逝，价格下跌水平很温和。但日本是个例外，从 20 世纪 90 年代末期至今，价格下跌幅度已累计 4%。最近几十年的证据表明，通缩造成恶性通缩螺旋下降的概念是不对的。此外，工资的灵活度低于过去的事实降低了工资和价格之间发生自我增强的螺旋式下滑的可能性。

第三，严重损害宏观经济运行的是资产价格通缩，而不是一般意义的通缩。[①] 事实上，美国大萧条和日本 20 世纪 90 年代的通缩都发生在股票价格和房地产价格崩溃之前。这些现象表明，实体经济下滑主要是由于资产价格通缩导致，继而造成通缩，而不是通缩造成经济活动下滑。这一概念也被两次世界大战期间价格和实际产出的运行轨迹所证实（图 5.D，中图），实际 GDP 往往在通缩形成之前就已经收缩。

第四，近期通缩通常伴随着资产价格的上涨、信贷扩张和产出强劲。例子包括 20 世纪 90 年代和 21 世纪初两个不同的国家，中国和挪威。针对良性通缩所采取的宽松货币政策（旨在让通胀水平接近目标）可能不经意之间会造成金融失衡的积累。随着时间的推移，对良性通缩的抵制可能会造成恶性通缩，如果失衡以破坏性的方式最终发生调整。

①关于此点的证据，可参见 C Goodhart 和 B Hofmann 在 2006 年牛津大学出版社出版的《商品和资产价格通缩》一书第五章《住房价格和宏观经济》。

如果通胀预期变得不那么稳固，去通胀压力会成为一个更显著的担忧。

即便意料之外的去通胀压力持续时间较长，其成本应该比大家想得低。压力来源于何处非常重要。当他们来源于正的供给变化而不是需求不足时，相关的成本较低。近期去通胀压力部分反映了供给方力量的正向变化，特别是由于实体经济全球化造成的更为激烈的跨境竞争（见第三章）。

关于通胀水平不足的分析也适用于价格水平直接和长久的下滑问题。由于类似的原因，截至目前，中央银行判断通货紧缩的风险可忽略不计。事实上，历史记载表明，通缩螺旋是很罕见的，通缩时期，特别是温和通缩时期通常和经济持续增长保持一致（见专栏 5.D）。最近几十年，一些国家的确经历了经济增长和去通胀，毫无疑问这是受正供给要素的影响。

然而，鉴于当前债务水平居高不下，物价下跌是否更令人担忧呢？毫无疑问，巨额债务会使价格下跌更昂贵。在其他条件相同的情况下，除非现有合约的利率水平同幅调整，否则价格下跌会提高债务相对于收入的负担。但从历史角度看，资产价格的下滑造成的损害比商品和服务成本的总体下滑更为严重：鉴于波动的区间，资产价格下滑对于净财富和实体经济的影响更大（见专栏 5.D）。例如，日本问题产生最先源于资产价格随着金融泡沫破灭(特别是房地产价格)而大幅下滑，而不是源于全面、广泛的通货紧缩。

更广泛地说，对金融稳定问题的担忧引发试图在两年的时间内将通胀水平提高至目标值的理念的质疑。事实上，允许通胀低调也许是合理的，特别是在那些金融失衡问题已经积累起来的辖区（见第四章）。在其他条件相同的情况下，无法

这么做可能会随着经济泡沫破灭而产生一些不利的通货紧缩的压力。加之政策效果的减弱，意味着尽管需要密切监测近期去通胀压力，更需要认真评估制约政策效果的因素和进一步放宽银根的代价。

政策常态化

展望未来，从超宽松货币政策过渡到更为正常的政策制定会带来若干史无前例的挑战。这需要合适的时机，娴熟地摆布经济、金融和政策因素，因此很难确保政策常态化的平稳实施。崎岖退出的前景和其他一些因素表明，最主要的风险在于中央银行将会发现他们行动滞后，退出太迟或过于缓慢。

主要发达经济体国家的中央银行与政策常态化的距离存在差异，英格兰银行自 2012 年年中就维持其购买资产的规模，2014 年美联储开始稳步减少其资产购买规模作为加息的前奏。相反，日本银行仍处于激进的资产负债表扩张计划过程中，欧央行刚刚宣布实施定向长期再融资操作，并将核心政策利率降至史无前例的水平。

中央银行也表明，他们会根据经济复苏的强度和与危机相关的各种形势的演变情况来调整政策常态化的步伐。美联储预计劳动力市场和资产负债表问题在未来几年将消退；但是，它预计实际利率和宏观经济一样会实现常态化，达到 2% 的水平，只是需要耗费更长的时间，这部分是由于全球长期存在储蓄水平过度问题。英格兰银行货币政策委员会表示，由于金融体系继续存在压力，私人和公共部门的资产负债表仍在修复，压低了自然利率。欧央行认为其面临的问题不同，它预计银行去杠杆化、金融分割，以及其他一些因素会阻碍未来若干年经济的复苏。总体而言，当前市场关于政策利率的预期和根据泰勒规则（图 5.7）计算的利率轨迹存在差距，这可能会影响对困境及其持续程度的看法。

当前共同的观点是认为中央银行对于避免损害脆弱的经济复苏问题格外谨慎。根据此观点，通货紧缩会带来巨大的成本，甚至推迟退出不是主要问题：通胀水平可能会上升，但中央银行能够快速采取行动应对。并且，根据此观点，对外认真沟通、提前宣布退出，以及清楚表明将逐步退出，都有助于减少市场混乱的风险。

一些历史观察能够支持上述观点。1994 年美联储的退出决定造成全球金融市场极度紧张，但 2004 年众所预期的更为渐进式的退出影响就没有那么大。并且，2004 年逐步退出的步伐并未导致通胀上涨超过中央银行的控制。事实上，此次退出的设计在很大程度上要避免 1994 年退出过程的弊端。

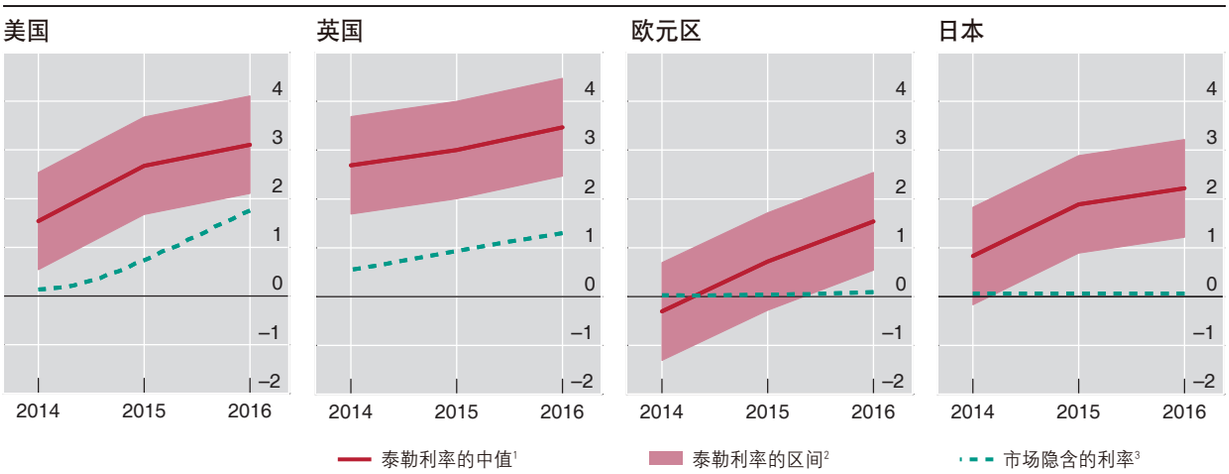
然而，敦促中央银行只关注通胀和经济周期，且以金融周期为代价的观点忽略了主权国家财政状况，而且可能会过度相信对外沟通的力量。每个问题都值得进一步阐述。

一旦关注点转移至对金融周期的担忧，上述论点就失去了一些吸引力。可以认为，2003 年之后政策常态化的缓慢步伐导致了金融危机爆发前夕的信贷和房地产价格的繁荣。例如，21 世纪初，美国经济周期发生逆转，股票价格下跌，但金融周期的上升阶段继续（见第四章）。如今，一些形式发展值得密切关注：全球出现追逐收益的迹象（见第二章）；世界一些地区出现金融失衡的积累（见第四章）；私人部门债务负担的高利率敏感度，以及债务水平相对产出无法进行调整（见第

泰勒规则隐含的利率表明困境悬而未决

百分比

图5.7



1.隐含的泰勒规则利率i,可根据$\pi^*+r^*+1.5(\pi-\pi^*)+0.5y$进行计算。其中，对美国而言，$\pi$指个人消费支出价格指数(不包括食品和能源)预测的通胀率；对英国而言是预测的消费者价格通胀水平；对欧元区而言是指消费者价格调和指数中的预测通胀水平；对日本而言，是指预测的消费价格通胀水平（所有项减去新鲜食品）扣除消费税上调的影响。y是国际货币基金组织测算的所有经济体的产出缺口。π^*是通胀目标。r^*是指计算潜在增长率的实际利率的长期水平（基金组织测算值）。2.假设潜在产出±1%。3.截至2014年6月13日，对于美国是指一个月的联邦基金期货合同；对欧元区、日本和英国而言，分别是指欧元、日元和英镑的隔夜指数掉期曲线。

资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，彭博、数据流、国别数据和国际清算银行的测算。

四章)。

政策常态化的极度缓慢也会对财政可持续性产生影响。有的影响是间接的，长期保持利率水平异乎寻常低会为财政整合提供机会，但通常也会给政府带来错误的安全感，从而延迟了必要的财政整顿的步伐。

另一个影响更为直接，但却不是非常明显。无论中央银行大规模购买政府债务还是准政府债务（自然由短期债权提供融资）时，中央银行会缩短整合公共部门（包括中央银行和政府）资产负债表的债务期限，这会增加偿债负担对于短期利率的敏感性。这也可能产生政治经济压力，限制中央银行在合适的时点按照合适的步伐实施政策常态化。政府毫无疑问不希望看到自己预算头寸恶化，在此背景下，由于中央银行可能引发的损失会危及其政策回旋的空间，甚至其自治权。此外，与中央银行资产负债表膨胀相关的负债成本也会带来其他政治经济挑战。例如，对流动性提取工具提供收益会使金融部门获益，但是公众可能认为这并不合适。降低相关成本的一个选择是依靠无收益的存款准备金。

最后，对外沟通也有其局限性。为避免令市场吃惊、造成大幅的价格反应，中央银行希望对外沟通明晰。但相关努力可能会意味着担保程度超过中央银行的期望，从而鼓励高风险行为。随着风险利差收窄，需要更加高杠杆的头寸来挤出收益。即便没有任何杠杆，投资者也可能被引诱购买高风险和无流动性的资产。因此，这一过程提出了大幅“位移回弹”的可能性。[6] 并且，即便中央银行开始

6. 参见 S Morris 和 H S Shin 2014 年在普林斯顿尚未发表的题为《货币政策的风险承担渠道：全球博弈方法》的文章。

意识到这些风险，可能也不愿采取会加速不稳定调整的措施。这会产生恶性循环。最终，如果认为中央银行行动滞后，可能市场会最先作出反应。

所有这些表明，我们不能低估中央银行太迟或太缓慢实施政策常态化的风险。存在很强的、自然的动机促使事态朝此方向发展。此偏见的另一关切是中央银行的量化宽松计划，该计划中，中央银行购买了史无前例的大规模的长期资产以减少期现溢价。但现在，随着政策常态化的时机的临近，中央银行似乎因担心扰动市场而不愿积极出售这些资产。

外汇储备的年度变化

单位：10亿美元

表5.1

	按照当前汇率						备注：2013 年 12 月的余额
	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	
世界	641	819	1，100	941	747	733	11，686
发达经济体[1]	61	83	194	269	195	55	2，287
美国	4	1	2	0	−2	−2	48
欧元区	−1	−8	13	1	12	1	221
日本	55	−7	39	185	−28	9	1，203
瑞士	0	47	126	54	197	21	489
亚洲	410	715	651	424	239	529	5，880
中国	418	453	448	334	130	510	3，821
中国台湾	21	56	34	4	18	14	417
中国香港	30	73	13	17	32	−6	311
印度	−20	12	9	−5	−1	6	268
印度尼西亚	−5	11	29	14	2	−12	93
韩国	−61	65	22	11	19	19	336
马来西亚	−10	2	9	27	6	−4	130
菲律宾	3	4	16	12	6	2	74
新加坡	11	12	38	12	21	14	270
泰国	23	25	32	0	6	−12	159
拉丁美洲[2]	42	25	81	97	51	−6	688
阿根廷	0	−1	4	−7	−3	−12	25
巴西	13	39	49	63	19	−13	349
智利	6	1	2	14	0	0	39
墨西哥	8	0	21	23	16	15	169
委内瑞拉	9	−15	−8	−3	0	−4	2
中东欧[3]	6	13	14	3	15	20	294
中东[4]	150	−29	50	88	148	79	893
俄罗斯	−56	−5	27	8	32	−17	456
备注: 净石油出口国[5]	142	−52	117	141	209	79	1，818

1.所列国家加上澳大利亚、加拿大、丹麦、冰岛、新西兰、瑞典和英国。2.所列国家加上哥伦比亚和秘鲁。3.中东欧：保加利亚、克罗地亚、捷克、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克和斯洛文尼亚。4.科威特、利比亚、卡塔尔和沙特阿拉伯。5.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：国际货币基金组织《国际金融统计数据》，数据流和国别数据。