

第四章 又一年的宽松货币政策

货币政策在过去的一年是继续非常宽松的。许多国家当局进一步放宽政策或推迟了紧缩政策。中央银行的资产负债表规模保持在空前高的水平；有些国家的中央银行资产负债表因超低利率环境与大量购买国内外资产而变得越发庞大。

主要先进经济体的货币政策存在差异，相对于欧元区和日本，美国经济增长力度更大。但石油和其他商品价格的急剧下降，以及工资增长的持续疲软，加剧了人们对通胀率持续低于目标值的关注，甚至担心会带来通货紧缩。

主要先进经济体的不同周期位置和相关的汇率变动使其他先进经济体以及新兴市场经济体的政策选择更为复杂。通货膨胀的结果是相当不同的：许多中央银行正努力抵御低通胀，而一小部分中央银行却面临相反的问题。通胀偏离预期水平和驱动价格变化的问题强化了通胀过程的不确定性。某些经济体的货币对欧元和日元强劲升值，加剧了非通货膨胀的压力。在一些情况下，将政策利率降低至负的水平进一步影响了金融稳定。政策利率的下限及金融稳定的考虑，限制了进一步宽松的范围。

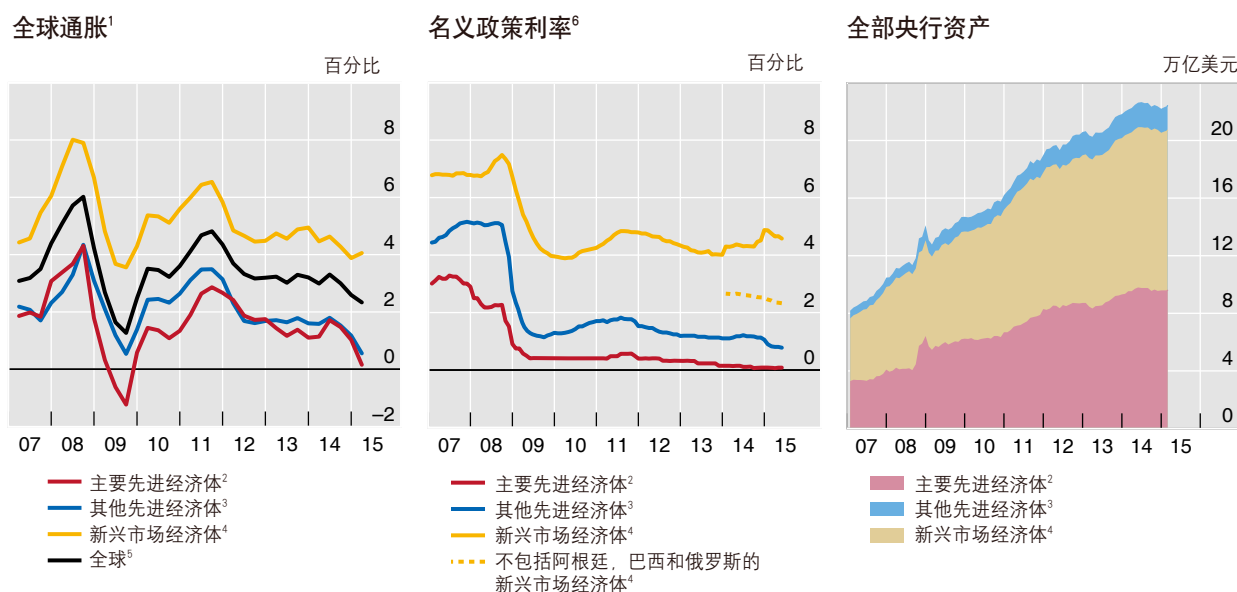
又一年异常扩张性货币政策引发了一个问题：现有的政策框架是否适合其预期目的。处于历史高位的债务水平和金融失衡的迹象凸显了价格稳定和金融稳定之间的紧张关系。在不同的货币政策的背景下，竞争性的宽松风险不可低估（见第五章）。

本章首先回顾了过去一年的货币政策的发展情况。然后评估对于通胀过程的已知和未知事项，并探讨了货币政策框架在何种程度上可以调整为更为系统性的金融稳定因素。

最近货币政策的发展

近一年，大多数经济体的货币政策仍然异常宽松。石油价格的急剧下降，一些商品的价格下跌，推低了通货膨胀（图 4.1，左图）。较低的通货膨胀和经济活动放慢导致多数中央银行降低政策利率（图 4.1，中图）。以本币计的中央银行资产负债总规模继续扩张，如以美元计也创下了历史新高，尽管美元一直在升值中（图 4.1，右图）。一小部分新兴市场经济体提高了利率，一些经济体提高利率是为了抵御货币贬值压力。

2015 年主要先进经济体的政策轨迹的分歧是一个突出主题。美联储保留其政策利率在 0 ~ 0.25%（图 4.2，左图），10 月结束了为期两年的资产购买计划（图 4.2，中图）。美联储决定结束购买约 1.6 万亿美元的政府债券和抵押贷款支持证券，



1. 消费者价格通胀。根据滚动GDP和PPP交换率计算的总计；同比。2. 欧元区，日本和美国。3. 澳大利亚，加拿大，丹麦，新西兰，挪威，瑞典，瑞士和英国。4. 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。5. 列示在脚注2、脚注3和脚注4中的国家和地区。6. 政策利率或其最近替代品；算术平均。

资料来源：国际货币基金组织，《国际金融数据和世界经济展望》；CEIC；Datastream；各国数据；BIS计算。

表明其对劳动力市场和经济前景有更好的预期。美联储还表示，在 2015 年底之前，它可能开始提高其政策利率。

相比之下，欧央行放宽了政策，进一步回应长期低通胀风险的担忧，包括长期通胀预期的下降。2014 年 9 月，欧央行将存款工具利率进一步降低到零以下（-0.2%）。2015 年初，推出了大规模资产购买计划，旨在平均每月购买 60 亿欧元的公共和私营部门证券。该计划预计至少持续到 2016 年 9 月末，直到实现欧央行的通胀目标，即中期通胀率虽低于但接近 2%。

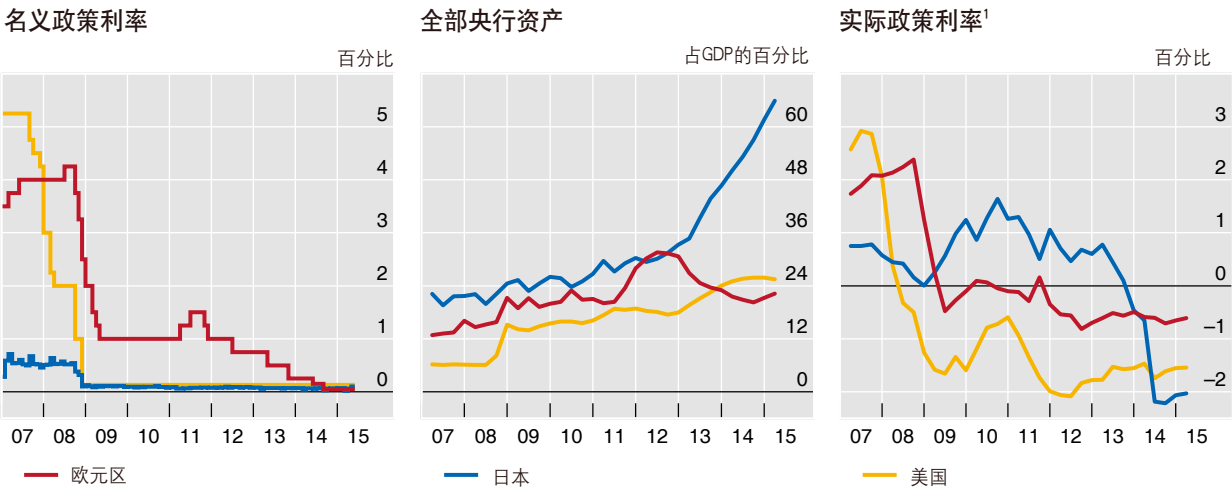
日本央行也在大幅扩大其资产购买计划，因为实现其 2% 通胀目标具有挑战性。定性定量宽松计划下，其基础货币扩张的年度目标（QQE）是增加 10 万亿～20 万亿日元，直至达到 80 万亿日元。它也将转向购买期限较长的债券来压缩债券收益。其结果是，其资产负债表在 2015 年初增长至 GDP 的约 65%，而 2013 年 4 月该计划开始时这一比例仅为 35%。

主要先进经济体的货币宽松程度可以从非常低的经短期和长期通货膨胀率调整后的利率中得以体现。以核心通胀率（不包括食品和能源的核心消费者价格通胀率）计算的实际政策利率仍远低于零（图 4.2，右图）。许多经济体的长期国债收益率也低于通胀率。政策利率的远期曲线表明，市场预期这种极度不寻常的环境仍将持续相当长一段时间。

非主要先进经济体的中央银行在制定其政策时不得不考虑这些非常宽松且不同的因素。政策间的差异导致汇率急剧变化。与此同时，大宗商品价格的下降，

先进经济体中政策利率处于低位，央行资产处于高位

图4.2



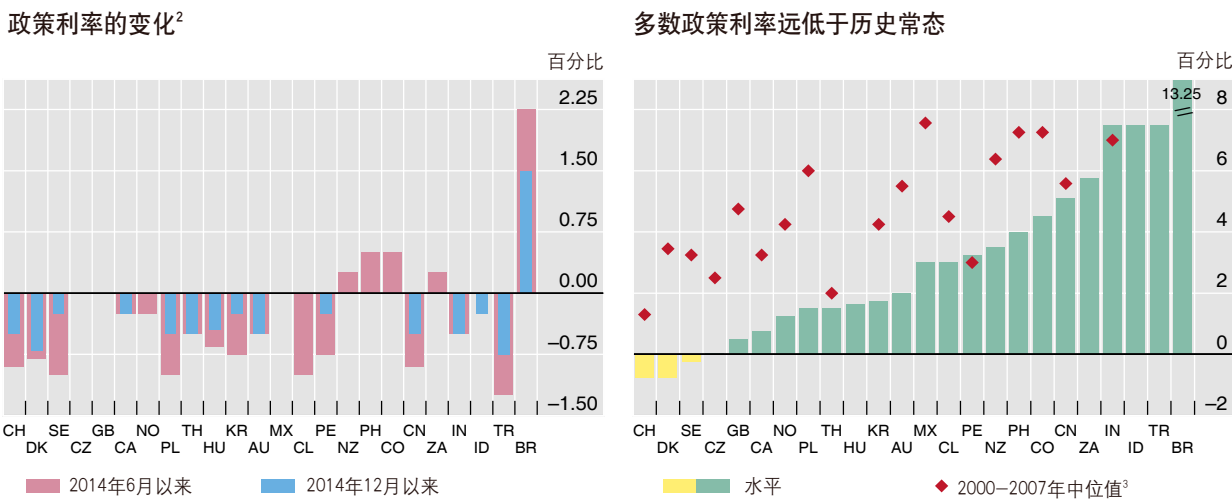
1. 名义政策利率减去不包括食品和能源的消费者价格通胀率。
资料来源：Datastream；各国数据；BIS计算。

降低了全球通胀压力。在这种背景下,大多数央行放宽政策(图 4.3,左图)。因此,政策利率一般继续低于历史标准,在一些经济体甚至为负(图 4.3,右图)。

影响政策的原因多种多样。许多中央银行因非常低的通货膨胀率或通货紧缩,或汇率的发展,放松了政策。特别是,丹麦、瑞典和瑞士的中央银行将其政策利

多数政策利率从低位再被降低¹

图4.3



AU=澳大利亚；BR=巴西；CA=加拿大；CH=瑞士；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；CZ=捷克；DK=丹麦；GB=英国；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；KR=韩国；MX=墨西哥；NO=挪威；NZ=新西兰；PE=秘鲁；PH=菲律宾；PL=波兰；SE=瑞典；TH=泰国；TR=土耳其；ZA=南非。

1. 截至2015年5月底的名义政策利率或其最近的替代品。2. 从显示日期到2015年5月底的政策利率变化。3. 未显示中位值：巴西和土耳其，17.5；匈牙利和南非，9.5；印度尼西亚，11.4。

资料来源：各国数据；BIS计算。

率降至负的区域。丹麦的负利率帮助其缓解了与欧元挂钩的外汇压力。瑞士国家银行在其资产负债表接近 GDP 的 90% 时放弃了其与欧元的兑换下限，负政策利率有助于减轻本币升值压力。

随着通货膨胀和政策利率接近零，捷克国家银行重申宽松立场，其承诺将其汇率下限维持到 2016 年下半年。虽然经济活动强劲，但因存在通货紧缩，匈牙利和波兰的中央银行仍放松其政策。当通货膨胀率降为负值后，泰国银行降低了其政策利率，韩国央行将其政策利率下调至历史低点，也因通货膨胀率跌至零。

一些商品出口国的中央银行也削减了政策利率。其中，澳大利亚、加拿大和挪威的中央银行因通胀率和商品价格下降而放松政策，尽管其核心通胀率仍接近目标。它们也面临着经济活动疲软的前景，主要是因为商品生产部门受到不利影响，而货币贬值的抵消作用有限。新西兰和南非的中央银行在 2014 年中期为应对上升的通货膨胀率而收紧了政策；此后，因通胀压力有所缓解，保持利率不变。而在新西兰，则是由于担心本币汇率升值的影响。

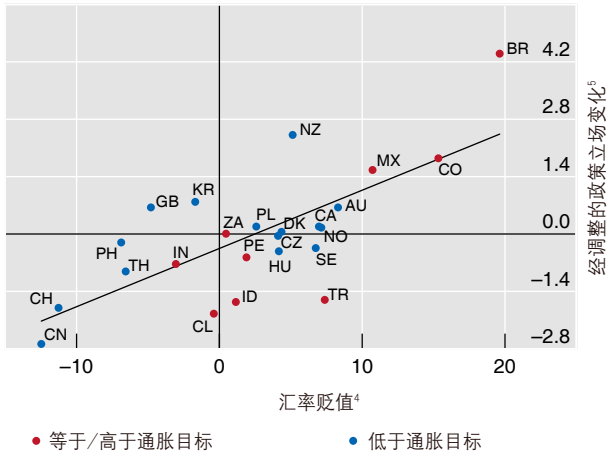
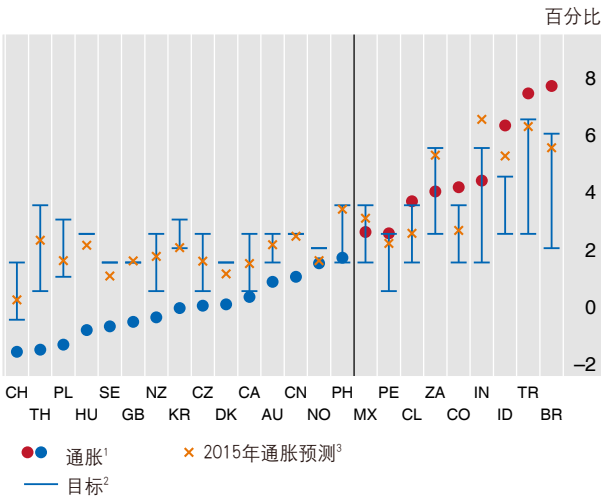
相比之下，拉丁美洲的大宗商品出口国面临通胀压力（图 4.4，左图）。在大部分地区，2014 年通胀率在目标以上，预计将保持高位。即使如此，因金属和石油价格下跌预示着较弱的价格压力和经济增长放缓，智利和秘鲁的中央银行在 2014 年下半年降低了利率。在墨西哥，通胀在其目标范围内，利率保持不变。哥伦比亚央行提高利率应对高通胀率。在巴西，尽管其产出仍疲软，但不断上升的通货膨胀和对资本流动稳定性的担忧，导致央行采取了紧缩政策。

通胀表现和汇率影响政策立场

图4.4

许多国家通胀低于目标，但有些高于目标

汇率和政策变化有相关性



AU=澳大利亚；BR=巴西；CA=加拿大；CH=瑞士；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；CZ=捷克；DK=丹麦；GB=英国；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；KR=韩国；MX=墨西哥；NO=挪威；NZ=新西兰；PE=秘鲁；PH=菲律宾；PL=波兰；SE=瑞典；TH=泰国；TR=土耳其；ZA=南非。

1. 2015年4月消费者价格通胀；同比。2. 截至2015年4月；对于丹麦，欧央行通胀目标。3. 2014年6月共识经济对2015年的预测。4. 从2014年6月至2015年5月的名义有效汇率变化。正数（负数）表示贬值（升值）；用百分比表示。5. 2014年6月至2015年5月的名义政策利率变化，无法为产出增长变化和通过汇率渠道通胀调整所解释；用百分数表示。

资料来源：共识经济；摩根大通；各国数据；国际清算银行；BIS计算。

在中国和印度，中央银行放松了政策，但政策利率仍然接近最近的历史水平。中国央行降息，并降低了法定存款准备金率，以应对经济活动放缓。货币、信贷总量增长放缓，部分是由于对影子银行的监管更为严格。印度放宽政策是由于其较高的以个位数增长的通货膨胀率、强劲的经济增长正在放缓，而财政状况又有所改善。印度当局还宣布了一项新的货币政策框架协议，从 2016 年初开始，以消费者价格通胀率达到 4% 作为目标。

总而言之，主要先进经济体外的经济体去年的货币政策的发展，似乎主要受通货膨胀和汇率的发展影响（图 4.4，右图）。通货膨胀上升超过目标的经济体感受到了更大的货币贬值压力，并有一个比仅考虑国内通胀和产出发展更紧的政策环境。对于那些面临货币升值压力的经济体，面临的是相反的情况。

最后，金融失衡的迹象（见第三章）使许多经济体需要考虑金融稳定的问题。自金融危机以来，去杠杆化已经在一些国家取得了进展，但在其他国家，房地产价格和债务仍然很高，在很多情况下还在进一步上升。中央银行大量提及信贷和资产价格在危机后的发展，许多中央银行都强调低政策利率可能会导致金融失衡风险的积累。然而，总体而言，短期宏观经济因素一直是政策决策的主要理由，金融发展因素远不那么突出。

什么推动了通货膨胀？

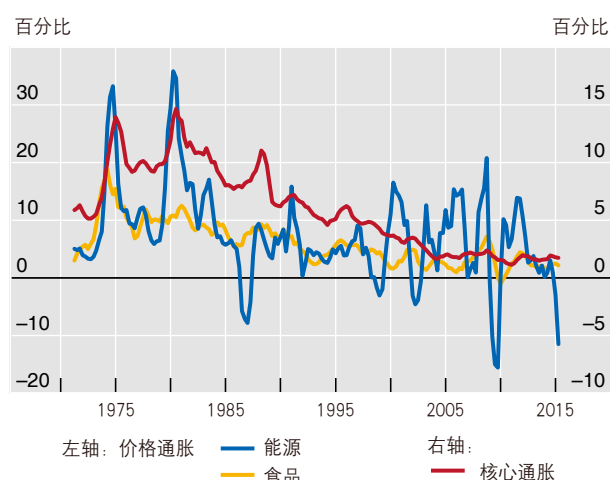
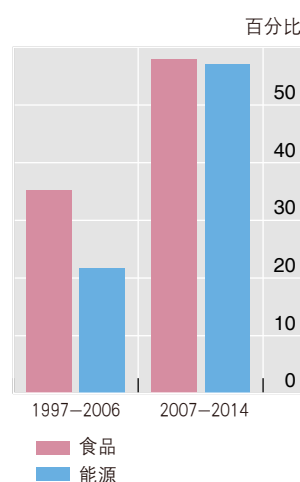
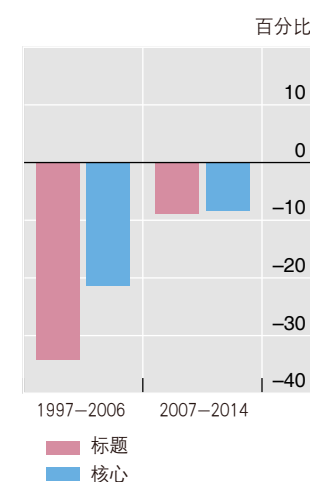
在许多经济体，过去一年的通货膨胀率从本来较低的水平继续下降。标题通胀率的这些最近变化主要反映了石油、食品价格和汇率的波动，这些因素通常被认为是短期（或大致短期）通胀的驱动力量。核心通胀率，不包括食品和能源价格，已经在相当一段时间处于相对低位，这提出了关于其他通货膨胀驱动因素影响力的问题，即中期（或周期）和长期（或长久）的驱动因素。尽管有几十年的研究和经验，但相对于短期通货膨胀因素，对于周期性和长期驱动因素的作用仍然不甚清楚。

短期驱动因素

商品价格和汇率对通货膨胀的短期效应通常较好理解。能源在不同国家的消费物价指数（消费物价指数）中占很大权重，因此能源价格的变化对标题通胀率有很大的即期影响。能源价格会在短期内发生明显的变化，就如同其在过去的一年里表现一样。食品价格的变化往往波动较小，但仍然可以产生显著的效果，尤其是在新兴市场经济体，其中食品占构成居民消费价格指数（CPI）食物和服务篮中的较大权重。

商品价格变化对其他价格的影响程度逐日下降。例如，在 20 世纪 70 年代和 80 年代，石油价格上涨导致其他商品价格上涨，从而引发了核心通胀和通胀预期的上升。在过去的二十年中，然而，这些所谓的“第二轮”价格对核心通货膨胀的影响已变得更加温和（图 4.5，左图），但商品价格对总体通胀的影响却是增加的（图 4.5，中图）。

汇率变动也是标题通胀和核心通胀的重要、直接驱动力。进口商品或受国际

核心通胀对商品价格的反应下降¹商品价格和通胀的相关性增加²汇率和通胀的相关性下降³

1. 核心通胀是扣除食物和能源的消费价格通胀（标题通胀）；经合组织国家的平均数。2. 标题通胀的相关性和经济体当地货币计算的商品价格通胀的一阶滞后；基于同比数据。算术平均：阿根廷，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，欧元区，中国香港，匈牙利，印度，印度尼西亚，日本，韩国，马来西亚，墨西哥，新西兰，挪威，秘鲁，菲律宾，波兰，俄罗斯，沙特阿拉伯，新加坡，南非，瑞典，瑞士，泰国，土耳其，英国和美国；季度数据。3. 名义有效汇率（国际清算银行定义）二阶滞后与标题通胀的相关性；基于同比数据。在脚注2中列出的所有经济体的算术平均，不包括下列经济体的核心通胀数据，阿根廷，中国，中国香港，马来西亚，俄罗斯，沙特阿拉伯和南非。因为这些经济体的数据有限；季度数据。

资料来源：经合组织《主要经济指标》；彭博；CEIC；Datastream；各国数据；BIS；BIS计算。

竞争影响的商品，占消费物价指数篮中的较大权重。因为许多这些商品的价格是全球性的，汇率变动直接影响其国内成本。

尽管在过去的几十年里，CPI中可交易项目的份额增加了，但汇率对整体通胀和核心通胀的影响却有所下降（图4.5，右图）。有几个因素导致了这种下降。一是更好地锚定通胀预期。当通货膨胀保持低位和稳定时，企业和家庭都不太可能指望中央银行调整汇率，因为这将导致通货膨胀的持续偏离目标。证据表明有些一些额外的因素可能会降低汇率变动的影响。集成供应链给跨国公司一个更大的能力吸收汇率变化的影响；使其容易获得成本更低的套期保值；进口商品的结构变化，如制造业的商品价格较少受到影响。

周期性驱动因素

通货膨胀和商业周期之间的关系，通过经济萧条期间的措施得到反映，如失业率缺口，并建立在强大的理论基础上。然而，这种经验性的关系总体上比较弱，并随着全球经济和金融体系的变化而发展。例如，危机后的通货膨胀行为有时候显示出通货膨胀和经济萧条之间脆弱的关联性。由于危机的严重性和经济衰退引起的产能过剩，通胀率在2010-2011年强于预期。后来，随着劳动力市场的不断加强和全球经济的持续复苏，许多先进经济体和新兴市场经济体的核心通货膨胀

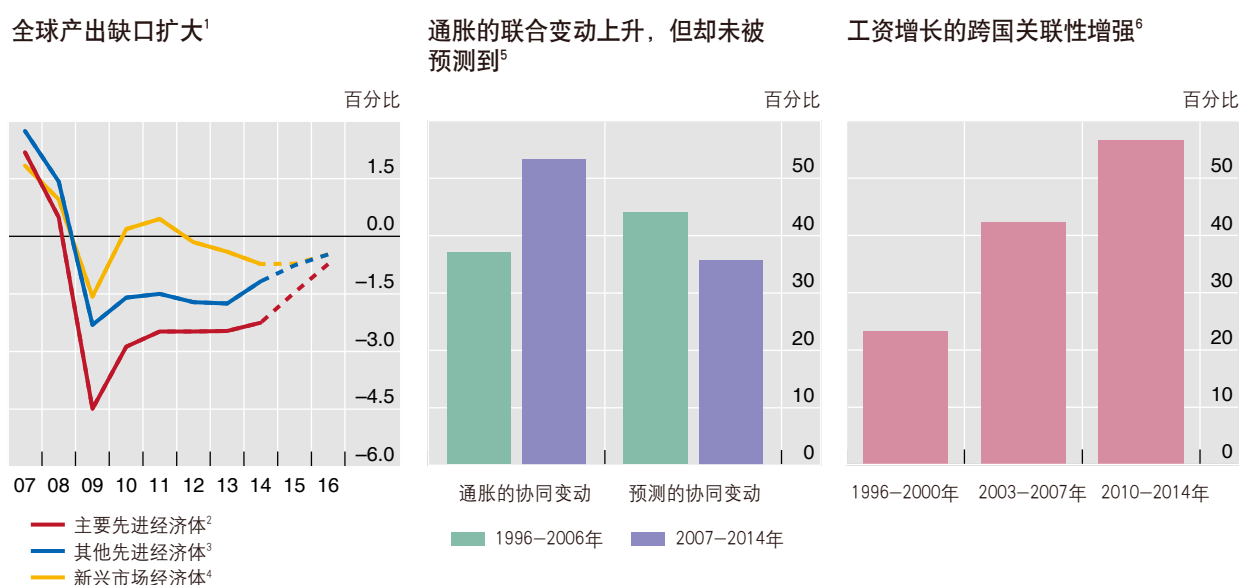
率都在下降或低于央行的目标。

通货膨胀和商业周期之间的薄弱经验联系可以有许多解释。第一，闲置产能可能被不正确地统计，因为它不能被直接观察到，而必须采用估计。例如，在劳动力市场，失业率是可观的，但劳动力参与的周期性或结构性的变化可以改变不可观测的未被充分有效利用的劳动力。第二，不同的方法和假设，估计在劳动力市场或经济整体的萧条程度上也可能得出相当不同的结果。第三，许多对闲置产能的措施受制于实时的错误，所以在一个既定时间内确定的萧条情形可能只有一个更晚的时间内才是可能的。

同时，常被低估效力的证据越来越多地表明，相比过去，通货膨胀现对国内周期性活动的反映不如对全球性活动的反映。例如，全球产出缺口（图 4.6，左图）似乎在驱动通胀方面变得更加重要。事实上，全球闲置产能的影响现在估计大于国内闲置产能（见《国际清算银行第 84 期年报》）。¹ 同样，用一个通用因素来解释的危机后跨国通货膨胀的比重有所增加，这是私人部门预测看似不可预见的发展（图 4.6，中图）。换句话说，全球因素对通胀的驱动显然变得越

本国通胀的周期性因素驱动不如全球性因素影响强

图4.6



1. 根据滚动GDP和PPP交换率计算的总计；虚线是国际货币基金组织对2015年和2016年的预测；产出缺口作为潜在产出的一个百分比。2. 欧元区，日本和美国。3. 澳大利亚，加拿大，丹麦，新西兰，挪威，瑞典，瑞士和英国。4. 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，新加坡，南非，泰国和土耳其。5. 由第一主要构成部分解释的通胀变量；经济体列示在脚注2、脚注3和脚注4中，同时加入了部分欧元区国家：奥地利，比利时，芬兰，法国，德国，希腊，意大利，荷兰，葡萄牙和西班牙。6. 名义单位劳动成本（同比）增长与跨国平均的相关性。这些经济体的算术平均：澳大利亚，加拿大，捷克，丹麦，欧元区，匈牙利，日本，韩国，挪威，波兰，南非，瑞典，瑞士，英国和美国。
资料来源：IMF《世界经济展望》；经合组织《经济展望》；共识经济；各国数据；BIS计算。

1. 见 C Borio 和 A Filardo, “全球化和通胀：国内通胀受全球因素影响的新跨国证据”，国际清算银行工作报告，第 227 号，2007 年 5 月。

来越重要，但它们并不是特别清楚地被理解。

通胀对全球环境的高反应性反映了多种因素，包括产品和要素市场的更大融合。而且，由于这种更大的整合可以影响国内生产商的定价能力和工人的议价能力，全球条件对通货膨胀的影响远远超过进口价格的直接影响。

在劳动力市场中，共同的全球趋势影响也很明显。国内单位劳动成本变得和外国经济体更为相关，即使在经济衰退时期也是如此（图 4.6，右图）。这种发展是有证据的，通货膨胀对国内闲置产能变化不敏感，换句话说，国内的菲利普斯曲线变得更加平坦。

关于通货膨胀和国内的闲置产能之间关系的不确定性意味着更大的货币政策制定风险：如果将太多的权重放在过去相关性的基础上，而低估了现在全球因素的影响力，中央银行可能误调它们的政策。

长期驱动因素

了解通货膨胀的长期驱动因素对评估通货膨胀趋势至关重要。主要的长期驱动因素是通胀预期、工资趋势、全球化和技术。虽有争议，这些因素一般都有反通货膨胀的影响，虽然对这些影响也有相当大的争论。这些驱动因素受到了一系列的政策选择和结构变化的影响。

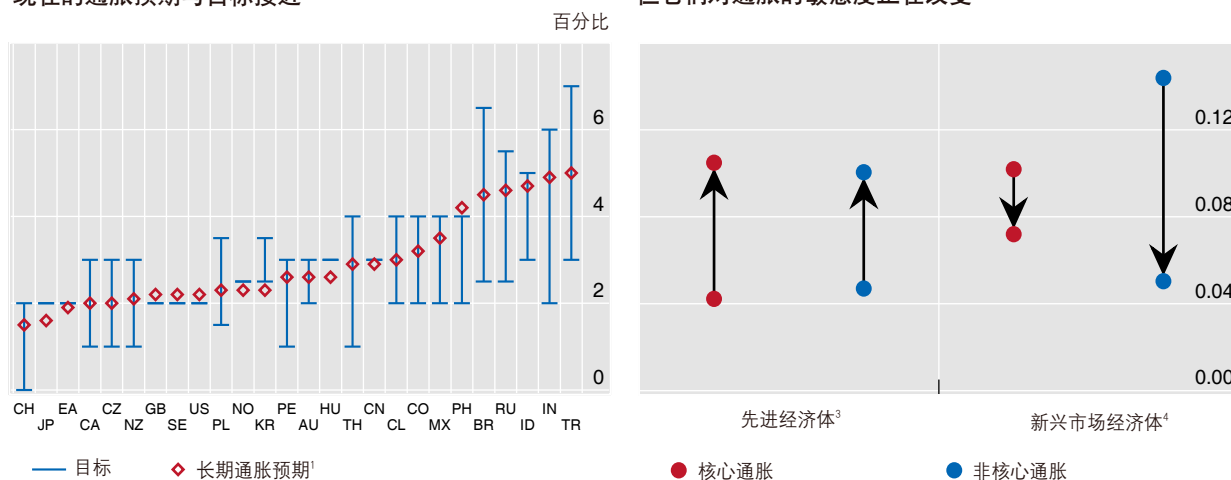
随着货币政策机制变得更为关注通胀控制，通胀预期的重要性已逐渐下降。事实上，长期通胀预期正在与中央银行的显性目标相一致（图 4.7，左图）。实现低且锚定的通胀预期已被视为一个关键的成就，特别是因为它们影响更长的运行定价决策和合约设置。

尽管如此，对通胀预期的决定因素理解仍然不完整，并将继续发展下去。例如，当前关注的问题是，通胀预期可能无法被有效锚定，尤其是在政策利率接近有效下限、增长缓慢、通货膨胀率持续低于目标的经济体。在先进经济体，通胀预期似乎变得对短期通胀更为敏感（图 4.7，右图）。这种行为似乎与研究结果是一致的，一般认为，通胀预期既受央行目标的影响，也受到过去通货膨胀的影响。然而，这种对长期通胀预期向后看的因素在历史上往往会对通货膨胀的变化反应相当缓慢。

通胀预期的衡量也有相当大的不确定性。对基于金融市场的措施是否准确地反映不断变化的通胀预期？是否这些措施是虚假市场因素扭曲的体现？这些问题依然存在（见第二章）。此外，企业和工人的通胀预期可能比专业的预测与价格确定更相关。不幸的是，企业和工人的预期并不总能获得，即使获得了，它们往往也存在可疑的质量问题或者显示出显著的波动。

近几十年工资趋势也发生了变化。例如，相比 20 世纪 70 年代，现在将工资指数纳入通胀的做法不是很普遍，而该指数的纳入可以部分减少通货膨胀的持久性。在先进经济体劳动力竞争增加的结果是导致工资机制也发生了动态的变化。最初的竞争是从低成本的新兴市场经济体（包括以前的国家控制经济体）融入全球贸易体系开始的。随着全球一体化的加强，以及在国际范围内的货物和服务贸易范围的不断扩大，这种竞争扩大并加剧，也有部分原因是由于新技术的结果（例如通过外包）。这部分解释了为什么在过去 25 年中，一些先进经济体的劳动力占国民收入的比例一直稳步下降。更概括地说，技术的进步使资本可以直接替代劳

现在的通胀预期与目标接近

但它们对通胀的敏感度正在改变²

AU=澳大利亚；BR=巴西；CA=加拿大；CH=瑞士；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；CZ=捷克；EA=欧元区；GB=英国；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；JP=日本；KR=韩国；MX=墨西哥；NO=挪威；NZ=新西兰；PE=秘鲁；PH=菲律宾；PL=波兰；RU=俄罗斯；SE=瑞典；TH=泰国；TR=土耳其；US=美国。

1. 2015年4月对6~10年前通胀的《共识经济》预测。2. 关于扣除食品和能源的消费者价格通胀（核心通胀）和非核心通胀同比6~10年前的预期回归系数。箭头指从2000—2007年样本到2010—2014年样本系数变化；对先进经济体的核心通胀而言，变化在统计意义上是显著的（在1%的水平），对新兴市场经济体的非核心通胀率而言也是如此（达到5%的水平）。3. 澳大利亚、加拿大、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。4. 巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、印度、印度尼西亚、韩国、墨西哥、波兰、俄罗斯、南非和土耳其。

资料来源：共识经济；Datastream；各国数据；BIS计算。

动力，因而也起到了类似的作用。例如，计算机、软件和机器人可以用自动化替代以前的手工处理工作。

更便宜竞争对手的出现使得劳动力和产品市场更有竞争力。因此，对更昂贵产品的定价能力和劳动力的议价能力已经下降——反通胀力量的影响远远超出了全球贸易和一体化带来增量的影响。因此，全球化和技术变革有助于形成持久的反通货膨胀动力，尽管这可能难以衡量。

总而言之，各种各样的通胀驱动因素共同作用形成了通货膨胀的过程，但有时很难完全理解其影响方式。这种不确定性自然也影响了对通货膨胀的预测。² 通货膨胀直接驱动因素的定量重要性虽较好被理解，但它们也会突发改变。周期性和长期性因素的整体影响有相当大的不确定性，甚至全球因素在此的相关性也较国内因素增加。不确定性不可避免地使政策变得复杂，特别是在对短期通胀目标定义较窄的框架下。

2. 许多中央银行公布它们通胀预测的范围，该范围常根源于其历史预测错误。这些范围通常显示出一年内通胀仅有 75% 的概率会出现在两个百分点以内的区间。期限越长，这种不确定性越大。

将金融稳定问题纳入货币政策框架

金融危机爆发后八年内持续异常宽松的货币政策引发了关于其有效性的质疑，以及当前货币政策框架合适与否的最终问题。可以肯定的是，物价稳定依然是货币政策的基石。然而，价格稳定的风险本质一直在不断发展。对高通货膨胀的担忧已经被最近即使在高企和不断增加的债务和资产价格泡沫背景下仍出现的极低通货膨胀和可能的通货紧缩担忧所取代。在这种环境下，解决价格稳定与金融稳定之间的紧张关系是经济体避免出现金融危机前那些问题的关键。也就是说，中央银行能在保持价格稳定的同时更系统地考虑金融稳定问题吗？

金融危机的一个教训是，忽视金融周期的代价可能非常昂贵。在危机爆发前，信贷和资产价格飙升，但通货膨胀仍保持低位和稳定。自金融危机以来，类似的模式又在一些经济体中出现（图 4.8 和第三章）。危机前的经验表明，即使通货膨胀稳定，金融脆弱性的风险仍可能逐步累积。低通胀可能是整体经济稳定的虚假信号。

尽管有近期的经验，但对金融稳定在货币政策中的角色仍有很大的认识分歧。一个共同的想法是，宏观审慎政策应该是金融失衡的第一防线；货币政策应该仅仅是后盾，只有在宏观审慎政策已经竭尽所能后才可以考虑金融稳定问题。

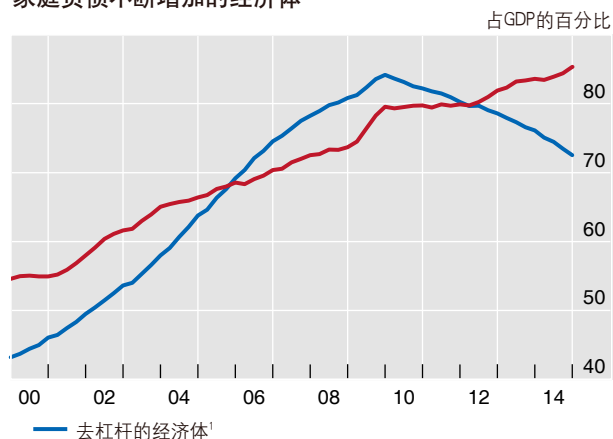
这种观点被各司其职的原则所支持。只有宏观审慎工具（如贷款价值比，逆周期资本缓冲等）都被用来对付逐渐呈现的金融繁荣和萧条，货币政策才可以专注于其传统的逆周期角色，管理通货膨胀和经济波动。

分离原则具有直观和简化政策分工的优点；但如果宏观审慎政策和货币政策可以共同影响金融活动的效果的话，这个原则却变得越来越不具有说服力。专栏

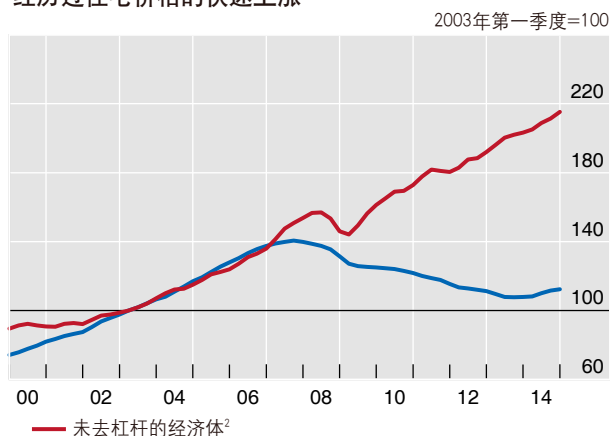
令人担心的家庭负债和住房价格趋势持续不变

图4.8

家庭负债不断增加的经济体



经历过住宅价格的快速上涨



1. 大金融危机后显著降低对家庭信用杠杆经济体的算术平均：希腊，爱尔兰，冰岛，意大利，葡萄牙，西班牙，英国和美国。2. 大金融危机后未显著降低对家庭信用杠杆经济体的算术平均：澳大利亚，加拿大，中国香港，韩国，新西兰，挪威，新加坡和瑞典。
资料来源：经合组织《经济展望》；各国数据；BIS；BIS计算。

货币政策和宏观审慎政策：相互补充还是替代？

专栏4.A

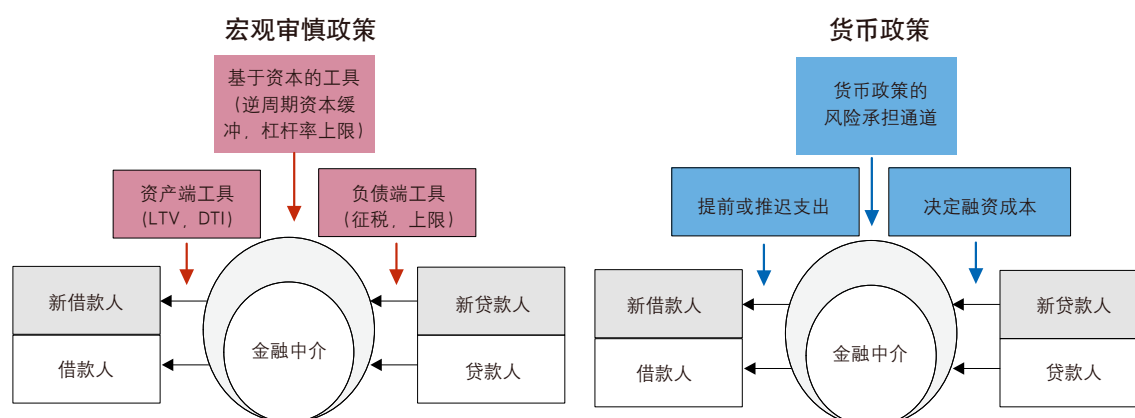
宏观审慎政策的目标是：(1) 加强金融体系的弹性；(2) 缓和金融繁荣和随后的萧条。当解决上述第二个问题时，宏观审慎政策如何与货币政策互动？^①

货币政策和宏观审慎政策两者共同影响金融中介过程，在中介的资产端、负债端和杠杆端上操作(图4.A)。例如，这两类政策通过影响消费者和企业的信贷成本和信贷可得性，诱导支出随着时间推移进行再分配。然而，这些政策的范围和影响不同。宏观审慎政策经常面向特定行业、地区或操作(如通过贷款价值比限值和债务服务比规则)，而利率更广泛地影响私人部门的动机和金融体系。

一个重要的政策问题是货币和宏观审慎政策应该在同一方向操作(如作为相互的补充)还是在相反方向操作(如作为相互的替代)。最近的一些关于宏观审慎政策的讨论将这两套政策的关系确定为替代关系：货币政策在保持宽松的同时，宏观审慎政策用于减轻由此带来的金融稳定性影响，至少在特定部门或对特定类型的借贷方面是如此情况。但是，当这些政策在相反的方向运作时，经济主体同时面临着增加和减少借款的不同刺激，这表明政策间存在对抗性。最初的理论研究指出了货币和宏观审慎政策因作为相互补充的政策，而不是作为相互的替代政策，虽然结果可能因为逆向发展的本质而大不同。

宏观审慎工具和货币政策具有相关性

图4.A



LTV=贷款与价值之比；DTI=债务与收入之比。

资料来源：H. S. Shin, “宏观审慎工具，其局限及与货币政策的联系”，在国际货币基金组织关于“重新思考宏观政策III：进步还是糊涂？”春季会议上的讨论发言，美国华盛顿，2015年4月，www.bis.org/speeches/sp150415.htm。

事实上，经验表明，这些工具往往是用来相互补充。最近一项对亚太经济体的研究表明，在过去的十年中货币政策和宏观审慎政策被用于同一目标，且如表4.A所示，它们之间存在正相关的关系。此外，实证证据表明，较紧的宏观审慎政策和较高的利率对减少信贷的实际增长非常有效。存在的统计问题是：平均而言，相比货币政策，宏观审慎政策是否或者在何时更有效果。

亚太经济体政策变化的相关性¹

表4. A

	政策利率	非利率的货币政策措施	对住房信贷的审慎措施	对银行流入和外汇敞口的审慎措施
政策利率	1.00			
非利率的货币政策措施	0.22	1.00		
对住房信贷的审慎措施	0.16	0.19	1.00	
对银行流入和外汇敞口的审慎措施	0.20	0.30	0.09	1.00

1. 政策利率变化是真实的。对其他政策动作变化, +1表示收紧, 0表示无变化, -1表示放松。2004年至2014年澳大利亚, 中国, 中国香港, 印度, 印度尼西亚, 日本, 韩国, 马来西亚, 新西兰, 菲律宾, 新加坡和泰国的季度数据。

资料来源: V Bruno, I Shim 和H S Shin, “对宏观审慎政策的比较性评估”中的表 15, BIS《工作论文》, 第502号, 2015年6月。

① H Hannoun, “迈向全球金融稳定框架”, 在 SEACEN 行长会议上的发言, 暹粒, 柬埔寨, 2010 年 2 月 26 日。

4. A 关注了宏观审慎监管和货币政策之间的联系以及它们在传导机制方面的相似性。可以肯定的是, 它们的内容明显不同。但它们都从根本上影响资金成本和风险, 从而影响信贷、资产价格与宏观经济。

此外, 由于评估的内容不同, 运用宏观审慎工具的经历表明其总体上不支持各司其职的原则。目标明确的宏观审慎工具是否可以如同政策利率一般可以有效防止金融系统各部分过度冒险的行为? 这是不清楚的。政策利率是一个确定货币普遍价格的关键因素, 它影响到经济体内的所有融资, 不容易受到监管套利的影响。从这个意义上说, 政策利率缺乏弹性, 但却有更为广泛的影响力。鉴于此, 仅依赖宏观审慎工具来调整金融繁荣和萧条是危险的——如果货币政策和审慎工具是朝着相反的方向运行, 那么这种危险就更严重。经验表明, 当两套工具可以作为补充、利用彼此的优势时, 它们才是最有效的。

最近的一项实证分析表明了在这样的背景下货币政策的潜在效用(专栏 4.B)。政策利率对信贷和资产价格, 尤其是房地产价格有显著的影响。这种效应似乎自 20 世纪 80 年代中期以来, 随着金融自由化的发展而不断彰显。这并非巧合, 从那时开始金融周期的幅度和长度已大大增加(见《国际清算银行第 84 期年报》)。此外, 同样的分析发现, 在清晰诠释了对信贷和房地产价格的影响后, 货币政策对产出的影响下降了。这些研究结果表明, 主要集中管理短期通货膨胀和产出的货币政策可能会导致信贷和资产价格产生比以往更高的波动性。

一个常见的反对使用货币政策来解决金融稳定问题的观点是因为其缺乏良好

在20世纪70年代发生大规模通货膨胀之后，世界经济和金融体系发生了显著的变化。在许多国家，低通货膨胀率成为常态，金融自由化和全球化迅速发展。特别是，住房金融手段极大发展，通过证券化的扩大，不断上升的贷款价值比和信用与家庭资产的关系日益紧密，其也日益融入资本市场。此外，债券市场发展深化，方便企业通过资本市场获得资金，金融全球化则大大扩大了投资者的范围。因此，相对收入水平、债务水平已显著上升。此外，非银行渠道的贷款成为了更大的信贷来源，更多债务是以抵押的形式存在。

这些发展也可能改变了货币政策的传导机制。虽然对美国的研究表明，传导机制没有随着时间推移而有多大的变化^①，研究的注意力一直在传导机制与实体经济的关系上，在很大程度上忽略了信用和资产价格间的关系。

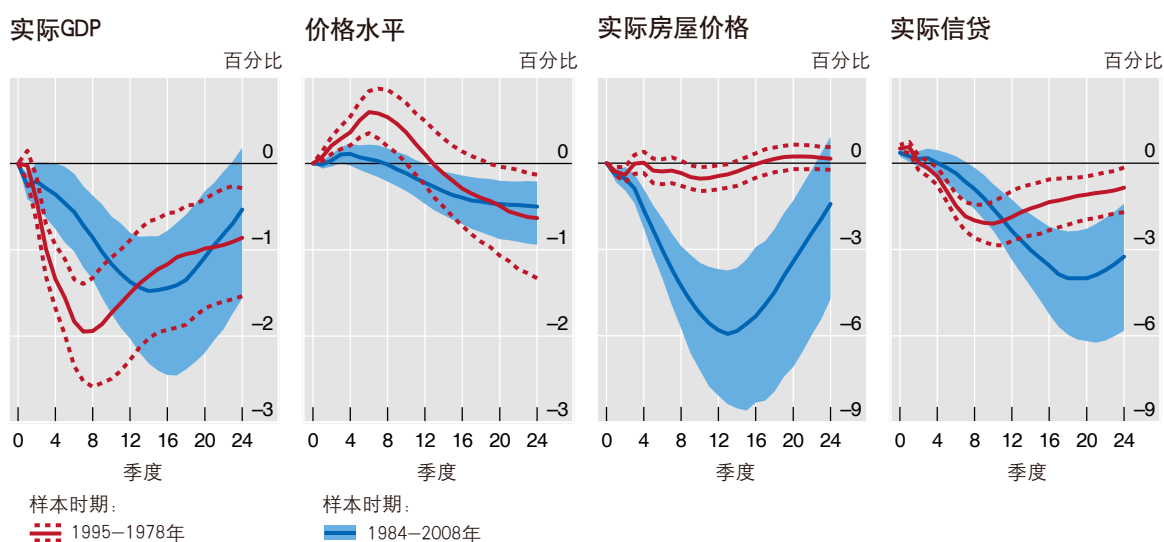
一个扩展后包括房屋价格和对私人非金融部门信贷总量的标准矢量自回归模型（VAR）发现了美国经济中传导机制发生显著变化的证据（图4.B）^②。近期美国政策利率突然增加100个基点，估计对产出的影响较小：一个最大为-2%的影响发生到前个样本期内的8个季度后，-1.5%的影响则产生于后样本期内的14个季度后。虽然对价格水平的长期影响是非常相似的，反应都比较平静。相比之下，货币政策在两样本期间对房价和信用的影响存在较大差异：对实际房价，估计最大的影响为12倍（从-0.5%到-6%）；对信贷总量，则翻了一倍，从-2%到-4%^③。

这些研究结果表明，信贷和房价的上升对货币政策利率中的抵消变化更为敏感。此外，鉴于货币政策对实际产出的影响更为微弱，与政策收紧有关的产出成本通常会下降。不同的是，结果表明，产出和通货膨胀平滑的短期波动现在比过去更是以信贷和房地产价格更大波动为代价的。

金融周期变得对政策利率越来越敏感

政策利率上升100个基点的短期反应¹

图4.B



1. 指美国：脉冲反应的中位和68%概率的区间。

资料来源：BIS计算。

①参见 G Primiceri, “时间变动结构性的矢量自动回归和货币政策”, 《经济研究回顾》, 72 卷, 2005 年, 821–52 页; J Boivin, M Kiley 和 F Mishkin, “货币传导机制如何发展而来?”, 选自 B Friedman 和 M Woodford (编), 《货币经济学手册》, 3A 卷, 北荷兰, 2011 年, 369–422 页。② VAR 包括 5 个变量: 实际 GDP 对数, GDP 平减指数对数, 实际房屋价格对数, 美国政策利率 (美联储基金利率) 和实际信贷对数。利用包括所列变量的柯勒斯基识别方案识别货币政策冲击。更多细节见 B Hofmann 和 G Peersman, “重思美国货币传导机制”, 即将出版的国际清算银行工作报告。③ O Jorda, M Schularick 和 A Taylor, “赌房”, 即将出版的《国际经济学期刊》, 也发现宽松货币环境导致不动产放贷高企和房屋价格泡沫, 特别是在战后时期。

的指标在整体上跟踪金融周期和金融稳定风险。这个问题确实很严重, 但过去十年在制定和改进这些指标方面已经取得了相当大的进展。一个切实可行的办法是跟踪信贷和资产价格走势。更一般地说, 挑战不是针对货币政策。中央银行在其中起关键作用的宏观审慎政策框架是建立在可以成功满足指标需求的假设上的。

同时, 不可低估为追求价格稳定而使用更熟悉尺度的困难。经济萧条和通货膨胀预期并没有直接观察到; 它们必须被估计, 估计则会有相当大的不确定性和偏差。事实上, 最近的证据表明, 使用金融周期信息方法, 如信贷和房地产价格的变化, 比传统的使用通胀变化方法对潜在产出和实时不景气的预测更佳 (见专栏 4.C)。事实上, 在金融危机之前, 在政策制定中广泛使用的方法通常无法发现产出已经高于其可持续发展的水平。将信贷和房地产价格的上涨纳入预测有助于纠正这种偏见。

同样的道理, 金融周期状态的指标信息也有助于调整货币政策, 即使这不可避免的将是一个不断试错的过程。正如第一章所述, 一般的策略会在金融繁荣时期会要求采取更为谨慎和持续的货币收紧政策, 即使短期通胀率已处于低位或正在下降。在其他条件相同的情况下, 未因金融周期状态而调整的泰勒规则可以设置为某种更低的下限, 因其已调整了通货膨胀、非金融失衡 (见专栏 4.C)。金融危机期间, 这一战略将是缓慢但持续的宽松。对宽松的约束会反映出扩张性货币政策较弱的影响力, 条件是: (1) 金融体系受损, (2) 私营部门负担了太多的债务, (3) 繁荣期间积累的资源分配不当对潜在产出造成压力 (见第一章、第三章和《国际清算银行第 84 期年报》)。这种方法也反映出宽松可以十分有力, 但效果有限, 并会对国内外金融体系和经济产生意想不到的效果 (见第三章、第五章和第六章)。校准问题变得越来越明显, 但因追求价格稳定, 尤其是在积累足够的经验之前, 没有其他渐进式实验的替代方案。

一个更具挑战性的问题是如何最好地平衡金融稳定和宏观经济稳定, 即价格稳定和短期产出稳定之间的平衡。在一定程度上, 这是一个关于政策范围的问题。金融脆弱性需要通过一段时间才能体现出来。此次金融危机之后发现, 金融危机对宏观经济产生了长期的弱化影响, 包括可能引发通货膨胀。因此, 将视野从传统的 2 ~ 3 年的范围扩大有助于调和金融稳定与传统的目标。毕竟, 金融不稳定是一个值得关注的问题, 因为它会对实体经济产生了损害。鉴于长期预测具有内在的不确定性, 延伸视野不应被解释为延伸点预测。相反, 考虑到金融因素需要较长的时间才会引发风险, 它的目的是作为一种手段, 更系统地研究金融因素所

带来的整体风险。

即便如此，当涉及实际通胀与目标之间的偏差容忍度时，问题是多久才算是过久？后危机时期已经显示出持续的非通胀，甚至通缩情形，可以与令人担忧的资产价格和信贷繁荣同时出现。可以肯定的是，这种情况并非前所未有的，在金本位时代还是相当普遍的。最值得一提的是，它在 20 世纪 20 年代美国“大萧条”之前十分盛行。但在第二次世界大战后有通胀倾向的时期，这种情况不太常见，而只有对通胀进行更严格控制时才又显现。

两个有根据的担忧，一个是具体的，一个是宏观的，使决策者不愿意忍受通货膨胀持续偏离其他目标。

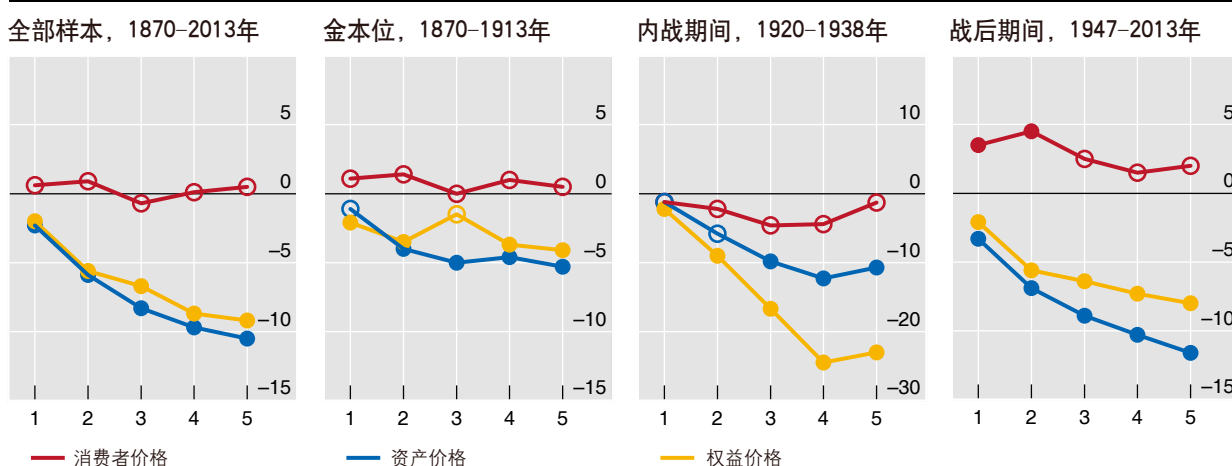
这个具体的担忧就是通缩风险。最近的政策辩论已经如预测般建立在所有通货紧缩都是有害的、会造成经济损失的假设之上。理由是，总体价格的下降可能会引发通缩呈螺旋发展。产出将下降，尤其是如果利率被困在零下限区间，导致价格被认为会继续下降，进而导致为调整通货膨胀率而提高利率，这又进一步抑制了总需求和产出。

然而，通货紧缩的产出成本历史记录与这种普遍看法并不一致。断言通缩和低于标准的经济活动之间存在必然联系的证据很弱，大部分依据都是来源于“大萧条”期间的独特体验。事实上，有证据表明，产出与资产价格，尤其是房地产价格间的关系更为紧密。一旦考虑到资产价格因素，那么产出和商品及服务价格通缩之间的联系就显得更不堪一击。在回顾 1870 年以来的国际经验中，只有在世界大战期间这种联系才十分明显（图 4.9，第三个图）。此外，进一步地分析表明，真正破坏性的互动并影响并不存在于通缩和债务之间——即所谓的债务型通

产出放缓与资产价格下降具有更一致的同步性，而非与通缩同步¹

在价格达到顶点后的人均产出增长变化，百分点²

图4.9



1. 各价格指数（即消费者、资产和权益）达到顶点后的累计的实际人均产出增长率；在指定区间内（以年计）。2. 回归分析办法分离了每类价格下降对产出表现的边际影响；实心圈表示具有统计显著性的系数（10%的置信水平）；空心圈表示不具有显著性的系数。

资料来源：C Borio, M Erdem, A Filardo 和 B Hofmann “通缩代价：一个历史的角度”，BIS《季度评论》，2015年3月，31-54页。

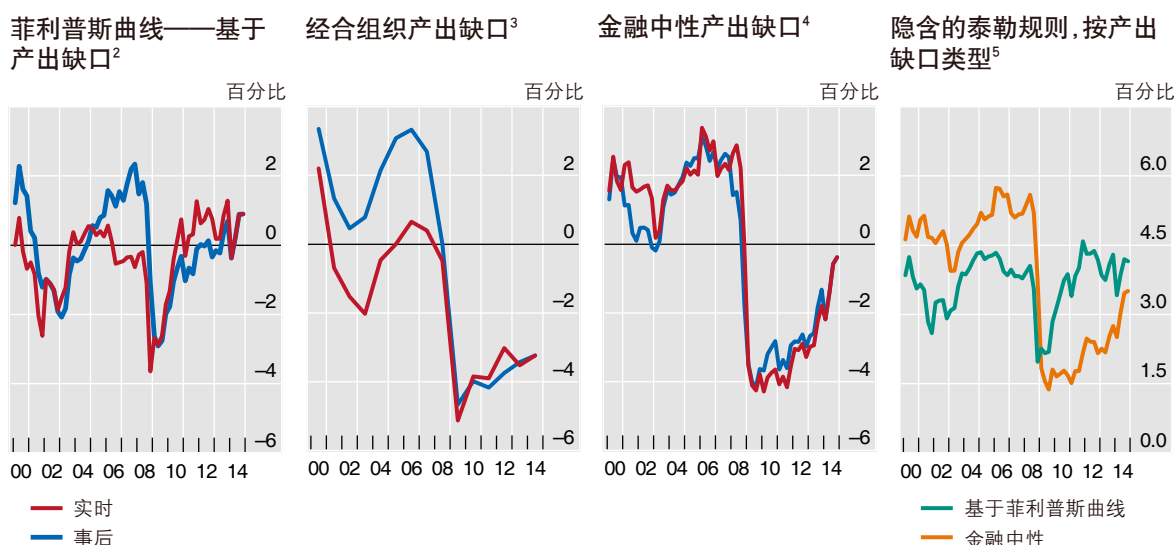
潜在产出指可用资源，包括劳动力和资本均充分和可持续时的产出水平。实际产出与潜在产出间的偏离，即所谓的产出缺口，可以衡量经济的萧条程度。潜在产出因不能被直接观察到，所以通常通过计量经济技术进行估计。

计量经济估计技术传统上都依赖通货膨胀：假设所有其他条件都是一样的，当通货膨胀既不具有上升也具有下降趋势时，产出水平被当做与劳动力的充分就业相一致。通货膨胀是可持续发展的一个关键信号。即使是基于生产函数的潜在产出指标，例如由经合组织或国际货币基金组织所计算的那些指标，部分地依赖通货膨胀率来衡量劳动力市场的不平衡情况。

但经济衰退和通货膨胀之间的关系（即所谓的“菲利普斯曲线”）在近几十年来有所减弱（见《国际清算银行第84期年报》第三章），从而影响通货膨胀的作为潜在产出指标的效用。因此，那些依靠菲利普斯曲线对产出缺口进行的估计可能被证明是不可靠的^①。就是说，当数据被允许“自由发言”，通货膨胀所包含的信息内容可能是不高的。此外，在实时使用时，估计潜在产出的传统方法存在很大不确定性，即它们通常随时间及更多数据出现后而会被大副修正。例如，在21世纪初，无论是菲利普斯曲线方法还是经合组织的完整生产函数方法都没有发现美国当时的实际产出高于潜在产出。后来当模型被输入更多数据进行重新估计后，它们才发现了这一点（图4.C，第一个图和第二个图）。

产出缺口估计的实时差异对政策基准的影响¹

图4.C



1. 对美国，事后估计建立在2014年12月前的可得数据；实时估计根据每个时点可得数据的递归估计模型计算。2. 通过扩大与菲利普斯曲线产出缺口的单变量统计模型获得（如HP滤波）。而使用HP滤波的结果几乎是一样的。关于其他细节，见脚注中所举出版物中的模型¹。3. 实时估计建立在下一年6月数据的基础上（如2003年6月作为2002年的估计）。4. 根据脚注2中引用的出版物。5. 在通常术语中，为描述目的，泰勒规则计算如下： $\pi^* + r^* + \frac{1}{2}(y - y_p) + \frac{1}{2}(\pi - \pi^*)$ ，当 $(y - y_p)$ 是实时菲利普斯曲线或者金融中性缺口， π 是观察到的通胀率（不包括食品和能源的个人消费支出）， π^* 是通胀目标（设为2%）， r^* 是均衡的实际利率，与潜在产出一致，通胀在其期望的水平（设为2%，大致为实际联邦基金利率的历史均值）。资料来源：圣路易斯联邦储备银行；经合组织《经济展望》；BIS计算。

危机前的经验表明，金融失衡的指标在确定潜在的产出方面可能是有用的。尽管通胀仍普遍低迷，但信贷和房地产价格以异常强劲的速度增长，这为随后的危机和衰退埋下了种子。事实上，国际清算银行的研究发现，将有关金融周期的信息包含在内可以推导出更为可靠的经济过热指标^①。如此“财政中性的”产出缺口可能早已经显示，如美国在21世纪初的实际产出高于潜在产出的情况，当有新的数据可利用后，这样的估计应可以予以小规模修改（图4.C，第三个图）。

可靠的对产出缺口的实时估计对货币政策制定者十分有用，因为经济景气情况在政策制定中起着关键的作用。基于产出高于潜力的判断，在逐步达到大型金融危机前，金融中立的产出缺口指向更高的泰勒隐含政策利率（图4.C，第四个图）。

^① 该观点在下文中得到进一步发展，见C Borio, P Disyatat和M Juselius, “利用经济信息衡量潜在产出的一个简洁方法”，国际清算银行工作论文，第442号，2014年2月。该分析发现，在各种模型指标下，除非包括前期强大的信息，否则通胀对产品缺口的贡献是低的。^② C Borio, P Disyatat和M Juselius, “重新思考潜在产出：嵌入关于金融周期的信息”，BIS《工作论文》，第404号，2013年2月。

缩——但存在于债务和资产价格下降之间。

这一记录还表明，通货紧缩的成本可能取决于其驱动因素。通货紧缩确实可能是需求急剧和持续下降的表现，在这种情况下，它与经济疲软的表现是一致的。但如果通货紧缩是由供应方改善所导致的，如全球化、更强的竞争或技术力量等，那么产出会随着实际收入增加而扩大，并提高生活水平。如果通货紧缩是一次性价格调整的结果，如商品价格的下降，通货紧缩也可能是暂时性的。

这一分析表明，央行应对通缩风险不仅需要考虑价格压力的来源，而且还要考虑政策的有效性。矛盾的是，为避免一个供应端驱动或暂时的通货紧缩而采取的激进手段从长期来看可能会适得其反。这将诱导金融膨胀，而膨胀的破灭可能会严重损害经济，并导致不受欢迎的非通货膨胀。

关于通胀偏离目标的更宏观问题与信用的丧失有关，最终也与法定要求有关。通胀持续的偏离多个目标可能会破坏央行的公信力。如果是这样的话，那么政策框架应明确规定，为实现长期目标这种偏差是可以容忍的。

然而，更不明确的是，是否同意更大的容忍度将导致要重新考虑职责范围，而职责往往表现得更为概括，并因而可以有不同的解释。鉴于巨大的经济扭曲和产出损失与金融危机相关，特别是可持续的价格稳定，或广言之的宏观经济稳定可以被认为是含蓄地包括了金融稳定要求。但如果在某些情况下有必要重新研究职责，那么这需谨慎行事，因为这个过程可能会带来导致不受欢迎后果的政治经济压力。

这表明，最优先的做法应该是：（1）利用现有空间采取尽可能多的动作，（2）根据前述内容建立一个更系统化的选择框架。在时间上，可以考虑对货币政策框架进行更深入和更基本的调整。

均衡地看，反对将金融稳定更系统化地纳入进货币政策考虑因素具有有效的基础，但还不完全具有说服力。特别是，争论往往高估对于通货膨胀过程的已知

程度，而低估对于金融不稳定的认知。它们可能也对货币政策影响，甚至微调通胀的能力过于自信，而对于货币政策在中期对金融，乃至宏观经济稳定的影响能力不太自信。

如果衡量货币政策成功与否的一个最终标准是其是否促进了可持续的经济增长，并在这个过程中，帮助避免产生重大的宏观经济损失，那么一个经重新平衡的政策优先关注点将是针对金融稳定，这似乎是合理的。再平衡也将使货币政策更接近其历史渊源和功能。³ 其中所涉及的挑战不应被低估。它们提出了难题。但仅仅依靠宏观审慎工具来解决金融不稳定可能还不够谨慎。

3. 见 C Borio, “货币政策和金融稳定：在防范和恢复中的作用？”, BIS《工作论文》，第 440 号，2014 年 1 月。