



德国法兰克福西联国际汇款公司：来自诸如德国等的这些发达国家的侨汇经常使得侨汇接收国的货币政策制定变得复杂化。

传导困境

阿道尔夫·巴拉加斯、拉尔夫·恰米、克里斯汀·艾柏科、安妮·欧金

大量侨汇流入 不利于国家制定执行货币政策

很多发展和新兴经济体都在对货币政策进行现代化改革，以提升其透明度和前瞻性，而且更加注重汇率弹性、明确的通货膨胀目标，以及更加依赖于短期汇率作为政策工具。

但是，这些国家想要取得成功必须要有可操作的“传导机制”，这样央行所提出的政策利率方面的改革便可在整个经济中实行，并最终影响到众多家庭和公司的支出计划。近期的几项研究发现，在一些低

收入国家并没有传导机制，或是传导机制受到严重削弱。

我们还发现，作为主要侨汇（居住在国外的侨民，把钱寄给母国的家人）接收国的新兴中等收入国家，也存在同样的传导机制严重缺失的现象。这意味着，这些市场经济体的政策决策者需要意识到，他们在实现完全现代化的货币政策中将面临重重困难，并且要考虑增强传导机制的措施或者是有助于实施货币政策的其它途径。

侨汇数量庞大且仍在增长

在国外工作的人向其国内汇的侨汇是很多发展中国家和新兴市场经济体的重要流入。从世界范围来看，据官方统计，此类汇款数量一直呈现出稳定上升趋势，从1980年的微小数额一直增长到2015年的5880亿美元，而其中的4350亿美元流入发展中经济体。国外工作者的侨汇成为近年来外币的来源之一，占有新兴市场和发展中经济体GDP平均值的2%，而对外直接投资占3%，有价证券投资约占1%，官方转账（国外援助）则刚超过0.5%。2014年，有115个国家收到的侨汇至少占其GDP的1%，有19个国家的侨汇占到其GDP的15%或以上。与私人资本和官方援助流入比起来，侨汇更加稳定，已证实其周期性波动明显较低，并且由2008年金融危机引发的紧缩对其冲击也较为温和。

有些国家的侨汇甚至多于其他形式的国外资本流入。例如，约旦的侨汇流入量在近几年一直处于全球前30，占其GDP比重的9%，是对外直接投资流入的四倍多，私募欧债的3.5倍。

不可否认，虽然侨汇会为接收国带来实实在在的利益，增加生活在接收国的家人的收入，提高他们的消费能力，但是也可以预料到，年复一年的如此大量的侨汇流量会对整个经济产生相当大的影响，包括负面影响。一项经济研究（Chami等人，2008）发现，侨汇对汇率、税收和财政支出政策的可持续性、体制和管理、长期经济增长，以及货币政策都会产生非常大的影响。一些研究显示，长期的侨汇流入会造成长期实际汇率的压力不断增加，使侨汇流入国所出口的货物价格上涨。除了对汇率和出口贸易的影响，这些侨汇流入还会从汇出国向流入国“传导震荡”，把国家间的商业周期联系起来。例如，在近期的全球金融危机期间，发达经济体（侨汇汇出国）的急剧衰退就传输到了中低收入经济体（侨汇流入国），这是因为国外工作者不得不减少给家人的汇款（Barajas等人，2012）。更近期的例子是油价下跌引起的类似现象，波斯湾石油生产国的经济下滑被传输到侨汇流入国，这些国家大多都是中东和北非地区的石油进口国。

再说到财政政策，长期接收大量稳定的侨汇对此既有积极作用，也有消极影响。侨汇直接加大了税基，这样这些侨汇流入国就能控制公债不断扩大，从而实现财政的可持续性。然而，侨汇也会悄然地影响政府行为。首先，可能有些自相矛盾，税基扩大可能会扭曲政府的刺激行为，降低浪费型支出的成本。其次，收到侨汇的家庭有了更多收入，消费能力得到提高，从而取代了政府服务，同时降

低了政府采取刺激经济措施的动力。

对货币政策的影响

大多数针对侨汇的研究都会假定一个运行良好的财政体系和可操作的传导机制，这些条件有可能在相关国家并不存在。换言之，这些研究假设当政策制定者改变政策利率时，这一变化会影响到整个国家经济的其他比率，最终通过金融中介机构和广大家庭及公司的消费决定影响到贷款行为。

我们还研究了这是否能准确代表侨汇主要接收国的货币政策环境。如果这些国家没有传导机制，那么决策者利用利率工具制定独立的现代化货币政策时将会面临难题（Barajas等人，2016）。

侨汇流入可能会削弱治理。

对于低收入国家来说，越来越多现象表明其货币政策传导比发达经济体要微弱得多。尽管传导渠道有很多，而米什拉、蒙蒂埃尔和斯普利姆伯格（Mishra、Montiel和Spilimbergo，2012）认为，市场发展保障差，未完全与国际金融市场一体化，以及汇率受到高度管制，这几个特征使得银行信贷成为这些较为贫穷国家的唯一可操作渠道。政策利率的变动会通过市场作用于短期债券，最终影响银行保证金的资金成本，以及其对个人和公司的放贷能力。

但是，如果银行缺乏竞争力，机构资质较差，银行间互相交易导致同业拆借市场未充分发展，借款人资质信息匮乏，银行贷款渠道也会受到严重削弱。这些因素使短期政策利率变动到银行资金成本之间的传导过程缩短。

侨汇不仅在低收入经济体较为普遍，在很多中等收入和新兴市场经济体也很普遍。侨汇还会通过两种方式影响货币政策的制定和实施。首先，侨汇由于对利率反应迟钝，为银行提供了稳定且零成本的存款来源，从而扩大了银行的资产负债表规模。在其他条件相同的情况下，侨汇接收国的银行系统通常更大。因此，由于侨汇存款增加了金融中介的数量（银行匹配存款人和借款人的过程），侨汇有望增强货币政策传导。毕竟，一国所使用的金融服务越多，银行信贷波动对经济行为的影响就越大。

另一方面，虽然银行可能年复一年地从侨汇存款获得大量的几近零成本的资金，但那也不意味着银行就会增加对私营领域的放贷。侨汇接收国——如大多数发展中经

济体——经常会受到很多问题的困扰，如疲软的制度和监管环境以及缺乏资信可靠的借款人。事实上，正如我们所说，侨汇流入可能会削弱治理。这种脆弱的借贷环境促使银行越发不愿向可靠的借款人以外的其他人放贷，从而产生剩余可贷资金。比起其他国家，侨汇接收国的银行通常希望能掌控较大份额的流动资产、超额准备金以及政府债券（见图1）。结果，由于银行拥有大量流动资产，同业拆借市场中需要短期资金的机构不得不向拥有多余余额的机构借贷，从而导致同业拆借市场无法发展。因为政策利率是作用于银行资本的边际成本，如果没有实质性的同业拆借市场，政策利率变动的效应就会被削弱或消失。因而，银行贷款渠道就会受损。

日渐衰弱的货币传导

根据经验我们可以分析确认，随着侨汇数量增加，通过银行借贷渠道的货币传导明显受到削弱。以58个国家在1990年到2013年的情况为例，视政策利率变化对银行贷款利率的直接作用为评估标准，发现传导力随着侨汇的增加而逐渐下降。在没有大量侨汇流入并且银行系统竞争力强的国家，90%的政策利率变化都会传导给银行贷款利率。相比之下，每年侨汇占GDP高达5%的国家，只有4%的政策利率变化会被传导，即便是在其银行系统竞争力较强的情况下。事实上，当侨汇数量占GDP比重达到7.6%时，

政策利率对银行贷款利率就没有作用力了。如果银行系统没有竞争力，这个临界点会更早出现，即在侨汇占GDP比重重的1.2%时就会出现（见图2）。

所谓的三难选择困境政策框架是假设当一个国家允许资本自由流入和流出，并同时保持固定汇率，其执行独立货币政策的能力也受到严重损害。政策制定者试图通过引进大量资本流（流入或流出该国，取决于利率提高或降低）来影响国内利率，但最终扰乱了政策活动。我们的研究表明，当有侨汇出现时可能会发生类似的三难困境，但起因却不同。不同于资本流，侨汇对国内利率的改变并无反应。侨汇的持续流入会削弱货币政策，这并不是因为政策制定者无法影响国内利率，而是因为当局的政策利率不可能被传导而影响国内经济活动的决策。因此，侨汇接收国可能会选择给完全独立的货币政策计划进行打折。事实上，研究表明，不论是完全固定汇率还是管理汇率波动，不断增加的侨汇流入实际上与外汇市场干预有关。

政策选择

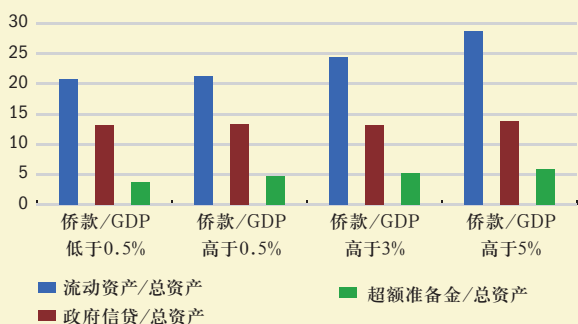
这一发现可能会得出这样的结论：由于不能放弃货币政策独立性，考虑到侨汇至少是货币政策影响力削弱的原因之一，接收国应当把侨汇作为专门的管理对象。尤其是应该试图控制减少侨汇的流入。然而，强制减少侨汇流入是不切实际的，因为这并不能阻止转账，反而会转移到平

图1

大量现金

比起没有或只有少量侨汇的经济体的银行，拥有大量侨汇的经济体的银行通常会持有更多的流动资产、政府债券以及超额准备金。

(百分比)



资料来源：IMF，《国际金融统计》；央行的调查研究；以及作者的计算。

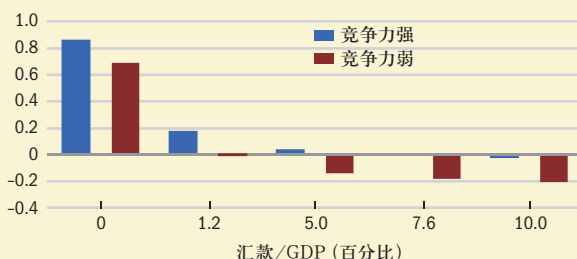
注：数据涵盖1997年至2007年。超额准备金的抽样国家有101个，政府信贷的抽样国家有112个，流动资产的抽样国家有123个。

图2

令人窒息的信号

侨款数量越大，银行系统竞争力越弱，政策利率的改变对银行贷款利率的影响越小。

(通过贷款利率流动的1%政策利率的变动数量)



资料来源：作者的计算。

注：结果是基于58个抽样国1990年到2013年的情况。竞争力是基于勒纳指数所得。勒纳指数是用来衡量银行产出价格和边际成本之间的差价。指数越高，银行系统竞争力越低。竞争力低表明银行系统的勒纳指数高于此期间各国的中值，而竞争力高表明勒纳指数低于中值。

行市场，而且减少侨汇会剥夺其带给那些接收家庭在扶贫及保险效果方面的经济利益。

这些国家应该在寻求更加透明、有前景的框架同时，探索短期利率的替代工具。方案之一就是要求储蓄银行与央行保持一致，达到足够的约束力，这样可以重新掌控银行贷款。当然，这样做的代价是减少私营领域信贷。另外一个方案就是对银行的多余流动资产（可以轻易转换为现金的资产或他国货币，如政府发行的证券等）征税，这样会促使银行增加放贷。但是这种方法可能会增加信贷风险，这也是银行一直通过限制借款人来避免的问题。

最好的方案应该是着眼于根本原因，如机构资信质量低，借款人资信信息匮乏等，因为这些因素是导致银行过多地增加流动资产，并拒绝向他们所熟知的借款人以外的私营领域增加放贷的根本原因。但现实些来讲，要达到目标需要很长时间。实现产权，加强法制，以及反腐斗争等结构性改革都在发挥着举足轻重的作用。这些措施有助于控制财政赤字，降低政府对银行贷款的需求，从而为受信贷资助所困的私营领域提供更多资源。■

拉尔夫·恰米（Ralph Chami）是IMF能力建设学院助理主任，阿道夫·巴拉加斯（Adolfo Barajas）是该

学院的高级经济学家，克里斯汀·艾柏科（Christian Ebeke）是IMF欧洲部经济学家，安妮·欧金（Anne Oeking）是IMF财务部经济学家。

参考文献：

Barajas, Adolfo, Ralph Chami, Christian Ebeke, and Anne Oeking, 2016, "What's Different about Monetary Policy Transmission in Remittance-Dependent Countries?" IMF Working Paper 16/44 (Washington: International Monetary Fund).

Barajas, Adolfo, Ralph Chami, Christian Ebeke, and Sampawende J. Tapsoba, 2012, "Workers' Remittances: An Overlooked Channel of International Business Cycle Transmission?" IMF Working Paper 12/251 (Washington: International Monetary Fund).

Chami, Ralph, Adolfo Barajas, Thomas Cosimano, Connel Fullenkamp, Michael Gapen, and Peter Montiel, 2008, Macroeconomic Consequences of Remittances, IMF Occasional Paper 259 (Washington: International Monetary Fund).

Mishra, Prachi, Peter Montiel, and Antonio Spilimbergo, 2012, "Monetary Transmission in Low-Income Countries: Effectiveness and Policy Implications," IMF Economic Review, Vol. 60, No. 2, pp. 270-302.



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

12-MONTH MPA PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT AT COLUMBIA

Designed for mid-career professionals, with tracks in

- Economic Policy Management
- Central Banking and Financial Markets
- Global Energy Management and Policy

Application Deadline for 2017-2018: January 5, 2017

- A rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- Faculty of world's leading economists, policymakers, and expert practitioners
- Tailored seminar series on macroprudential policymaking, international finance, and financial crises

Contact us at pepm@sipa.columbia.edu | 212-854-6982 | sipa.columbia.edu/pepm