



中国人民银行  
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA



INTERNATIONAL  
MONETARY FUND  
国际货币基金组织

中国人民银行 · 国际货币基金组织联合研讨会  
**货币政策新问题**  
国际经验和对中国的借鉴

编辑  
郭凯和席睿德

PBC and IMF Joint Conference  
**New Issues in Monetary Policy**  
International Experience and  
Relevance for China

EDITORS  
Kai Guo and Alfred Schipke



总结与报告  
SUMMARIES AND PRESENTATIONS

本书为官方中文版本。英文版本请详见：  
This is the official Chinese version. For the English version please see:  
<http://www.imf.org/external/country/chn/rr/chi/whatwedo.htm>

# 目录

序言	.....	i
易纲		
导言	.....	iii
第一场分会：全球金融危机后货币政策框架的演变	.....	1
全球金融危机后货币政策再思考		
李波	.....	2
灵活的通胀目标制以外：加拿大的经验		
约翰·穆雷（John Murray）	.....	4
欧洲央行在危机之前和之后的货币政策框架		
菲利普·哈特曼（Philipp Hartmann）	.....	8
摆脱流动性陷阱和通货紧缩：日本在1999-2014年期间的经验		
渡辺努（Tsutomu Watanabe）	.....	12
第二场分会：央行货币政策工具演变	.....	14
中国货币政策工具		
孙国峰	.....	15
关于央行货币政策工具演变的讲话		
阿米尼奥·弗拉加（Arminio Fraga）	.....	19
对货币政策策略设计和沟通的一些思考		
安德鲁·莱文（Andrew Levin）	.....	21
转型中的中国货币政策框架		
汪涛	.....	24

第三场分会：快速变迁的金融体系：金融部门和货币政策协调所面临的挑战 .....	27
中央银行、货币政策、宏观审慎监管 王宇 .....	28
以色列货币政策经验的启示 李奥纳多·雷德曼 (Leonardo Leiderman) .....	31
周期性宏观审慎政策 奈利·梁 (Nellie Liang) .....	33
金融部门和货币政策协调面临的挑战：以墨西哥为例 安娜·玛丽亚·阿吉拉尔 (Ana Maria Aguilar) .....	40
 第四场分会：货币政策向价格型调控过渡的国际经验 .....	44
韩国在货币政策工具方面的经验 崔雲奎 (Woon Gyu Choi) .....	45
走向基于市场的政策工具：马来西亚的经验 苏克德夫·辛格 (Sukudhew Singh) .....	48
中国：货币政策中介目标向政策利率的转型 马骏 .....	50
货币政策从直接工具到间接工具：20世纪80年代欧洲的经验 海因茨·赫尔曼 (Heinz Herrmann) .....	52
 闭幕辞 .....	54
马尔库斯·罗德劳尔 (Markus Rodlauer)	
 简历 .....	58
 附录 .....	73

报告.....	74
研讨会日程.....	222

## 序 言

易纲<sup>1</sup>

我谨代表中国人民银行和周小川行长，向今天参加人民银行和国际货币基金组织第二次研讨会的嘉宾表示热烈欢迎。

人民银行和国际货币基金组织去年联合举办的“资本流动管理”研讨会非常成功，来自世界各地的与会专家对中国资本账户开放提出了诸多有价值的建议。随后，十八届三中全会决定指出“中国将推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度，加快实现人民币资本项目可兑换。”可见，我们去年研讨会上提出的思路和想法与中国的改革方向高度一致。

在过去七、八中，全球经历了雷曼危机、欧洲主权债务危机以及最近部分新兴市场国家的金融动荡。从这些危机中总结经验教训，重新思考货币政策框架和宏观审慎政策是非常重要的课题，对中国这样一个金融体系和政策框架正在经历迅速变迁的国家而言尤为重要。

中国目前处于转型的关键时期，金融体系近年来正在发生巨大的变化。首先，民营和外资资本的市场准入在逐渐放开，以促进市场竞争、营造公平竞争的市场环境。其次，“影子银行”和互联网金融的兴起重塑了金融格局，吸引资金流出在监管之下的传统金融体系，有利于形成更加市场化的利率水平。这些经济和金融环境的变化需要相应的改革措施与之配套，尤其是与金融创新相适应的货币政策框架的变革。政策方面，人民银行正在逐步提高人民币汇率的灵活性，不断推进利率市场化进程，并致力于完善货币政策框架向价格型调控过渡的基础设施，如深化金融市场、促进市场竞争、加强产权保护以及改善金融机构的公司治理。我们将根据十八届三中全会的改革蓝图继续坚定地推进改革进程。

---

<sup>1</sup>易纲，中国人民银行副行长兼国家外汇管理局局长。

基于以上背景，今天的研讨会将围绕诸多货币政策方面的重要问题展开，如回顾重要经济体货币政策向价格型调控转变的经验，讨论全球金融危机后货币政策框架遇到的挑战，重新思考货币政策和宏观审慎政策的配合等。这些题目对中国而言格外重要，有助于我们更好地规划具体的改革方案。本次研讨会也提供了一个很好的机会，让我们与各位来宾分享中国的货币政策操作和我们对其改革的思考。

最后，我向基金组织的同事和我们人民银行工作人员为成功举办本次研讨会做出的努力表示感谢，并由衷感谢各位来宾对会议的贡献。希望本次研讨会上各位能对中国的改革提出宝贵意见，并且让世界更好地了解中国的货币政策。

## 导言<sup>2</sup>

中国人民银行和国际货币基金组织（基金组织）于2014年3月27日在北京举行研讨会，探讨货币政策新问题：国际经验和对中国的借鉴。这是中国人民银行/国际货币基金组织第二次研讨会；第一次研讨会于2013年举行，探讨的是资本账户放开的问题。

在全球金融危机以及实施非常规货币政策的大背景下，与会者讨论了研讨会对央行货币政策框架的影响和央行可用的货币政策工具演变。鉴于中国的金融体系正在朝着更加开放和复杂的方向转型，研讨会回顾了其他主要经济体向利率型工具过渡的经验，以及应对金融体系快速变迁的经验。本次研讨会邀请了央行行长、国内外专家学者，以及人民银行和基金组织的工作人员共同探讨相关主题。本次研讨会包括五场分会：

### 第一场分会：全球金融危机后货币政策框架的演变

关于最优货币政策框架的传统观点遭到了挑战。尽管通胀目标制在危机前曾给诸多先进经济体和新兴市场带来了稳定的低通胀，但目前对于最优货币政策框架的争论超出了过去狭隘定义的通胀目标制，开始将经济增长、失业和金融稳定等因素考虑在内。本场分会讨论了关于最优货币政策框架的最新观点及其对中国的借鉴。

### 第二场分会：央行货币政策工具演变

---

<sup>2</sup> 编者对国际货币基金组织驻华代表处李晶将演讲稿汇编成电子书所做的出色工作表示感谢。

本场分会回顾了央行货币政策工具的演变和扩充，包括前瞻指引、资产负债表操作、资本流动管理以及宏观审慎政策等。

### 第三场分会：快速变迁的金融体系：金融部门和货币政策的协调所面临的挑战

伴随强劲的经济增长和结构转型而来的是快速变迁的金融体系、层出不穷的金融创新和急剧扩张的非银行和影子银行活动。尽管这些发展变化有其有利的一面，但也给金融部门监管和货币政策操作带来了挑战。本场分会回顾了国际经验，并在此基础上探讨了如何最好地应对金融部门的快速变迁，以及如何最好地协调宏观审慎政策和货币政策。

### 第四场分会：货币政策向价格型调控过渡的国际经验

当一国的货币政策从数量型调控向价格型调控过渡时，需要确定合适的政策锚、工具和操作目标。本场分会讨论了有关国家如何进行这一过渡，及其对中国的借鉴。

研讨会最后是圆桌讨论，总结分析当天讨论的主要观点。小组成员着重总结了对中国下一步改革有参考意义的经验和教训。

本卷电子书概要介绍了每个主题和相应发言以及闭幕辞。本书的官方版本是英文版，中文版本请详见：

<http://www.imf.org/external/country/CHN/rr/chi/>

# 第一场分会

## 全球金融危机后货币政策框架的演变

# 全球金融危机后货币政策再思考

李波<sup>3</sup>

2007-2009 年的全球金融危机爆发后，为了拯救经济，零利率、量化宽松和信贷宽松成为后金融危机时代发达国家货币政策的新趋势（相应的报告，包括图和表，请见附录）。这场金融危机也给货币政策框架带来重大挑战。一是对央行目标的挑战。包括单一的价格稳定目标制是否合理，价格稳定是否可以保证金融稳定，是否需考虑采取更加弹性的通胀目标等。二是对央行操作体系的挑战。包括政策利率工具是否有效，是否需要引入数量型操作工具等。三是对央行独立性的挑战。金融危机以来，各国央行都不同程度地受到来自政府、市场、民众等各个方面压力，对于央行的独立性的理解也有了不同看法，例如是独立于政府还是独立于议会。民主政治下来自选民和政治过程的压力，对央行的独立性构成挑战。四是对货币政策策略的挑战。危机爆发后主要央行的非常规货币政策操作极大地冲击了危机前以“规则”为主的货币政策策略，“相机抉择”成为部分时点上事实上的货币政策策略。危机以来的实践表明，规则和相机抉择的两分法也许过于简单，可能不足以抓住中央银行家面对的现实选择。

此次金融危机也为我们研究货币政策与财政政策协调提供了新的视角。货币政策和财政政策在政策目标、约束机制、政策工具、决策机制等多方面都存在差异。货币政策和财政政策互补，可形成宏观经济政策的“混合治理机制”。从短期看，财政政策决策程序复杂，时滞长，并受到议会政治过程的约束，在危机发生需要“救急”时，往往不如货币政策灵活，表现为财政政策短期的“不给力”。“专家治理”的货币政策可以在一定程度上弥补“议会治理”的财政政策的不足，帮助熨平部分经济波动。从长期看，财政政策具有“不审慎”的特点。选举人存在财政幻觉，政治家倾向于当前减税、增支博取选民

---

<sup>3</sup> 李波， 中国人民银行货币政策二司司长。

支持；民众的代际间收入再分配存在不同模式，但从整体上看民主投票结果倾向于当期过高的财政赤字；政党竞争导致财政政策调整的延迟，也造成过高赤字的出现和债务的积累。财政政策的长期不审慎可能最终导致金融和经济危机，倒逼货币政策趋向极度宽松，导致公共债务的货币化，通过通货膨胀和资产泡沫的方式由他国居民或后代承担或分担相关成本。财政过于强势对货币政策的独立性构成挑战，使货币政策可能沦为财政政策的“配合性政策”。危机后，很多国家认识到民主政治体制的缺陷，对财政政策进行反思，引发了财政政策“独立性”的探讨。同时，各国更加重视财政政策的长期可持续问题。

上述研究有以下几点启示。一是中央银行有必要实行多目标制，将金融稳定等目标纳入央行法定职责，构建逆周期的金融宏观审慎政策框架，在稳定公众的中长期通胀预期的同时使得货币政策能够在短期兼顾其他目标。二是要高度重视财政政策的灵活性及长期可持续性问题。适度赋予财政政策一定的“独立性”，同时也需要建立长期政策目标和有效约束，减少对货币政策的不合理的压力。三是要加强财政政策和货币政策的协调配合，更多地从长期社会福利最大化、而非单纯的短期经济增长的角度设定政策目标，使财政政策和货币政策既拥有独立性，又相互配合，促进长期社会福利最大化。

## 灵活的通胀目标制以外：加拿大的经验

约翰·穆雷 (John Murray)<sup>4</sup>

### 加拿大在通胀目标制方面的经验

加拿大是世界上最先实施通胀目标制的国家之一。它从1991年2月开始确定通胀目标，而就在此前几个月，新西兰储备银行刚刚推出了这一新的革命性的通胀目标制货币政策框架（**相应的报告，包括图和表，请见附录**）。

在过去24年里，加拿大在实施通胀目标制方面颇有成效。它很快便超出了最初的预期效果，并且优于所有其他曾经尝试的货币政策框架（货币总量目标、名义GDP增长目标、钉住汇率制、全权酌情决定，等等）。

在全球金融危机之前、期间和之后，加拿大实施的“灵活的通胀目标制”与完全灵活的汇率机制取得了极佳的货币政策效果。它通过了压力测试，且表现出色。

此外，通胀目标制取得这些成果的背景是，加拿大的金融体系在2007–10年这个艰难的时期内依然保持稳健。与澳大利亚等其他国家一样，加拿大的经验表明，货币稳定和金融稳定之间不一定要有平衡。两者可以同时实现，且事实上密不可分。

因此，对加拿大现有框架进行任何重大改动的障碍较大。尽管灵活的通胀目标制可能并不代表着“货币政策历史的终结”，也不意味着是所有可能的机制中最好的，但它是迄今发现的最好机制，并被证明是相当稳健和可靠。

---

<sup>4</sup> 约翰·穆雷 (John Murray)，加拿大央行副行长。

## 加拿大通胀目标的更新

加拿大的通胀目标制框架得到加拿大央行和加拿大政府之间联合协议的支持，该协议设定通胀目标，并赋予央行有效的独立性以助其实现该目标。然而，央行和政府需要每五年更新协议的条款。

这种定期更新被视为是一个积极的特色，它能确保货币政策观点中的任何新进展能够体现在最新的框架中，并且及时做出任何有益的调整。尽管自20世纪90年代初以来没有引入重大变动（我们将通胀目标确定为2%），但加拿大央行的受托责任是要不断寻求可能的改进。

上一次更新是在2011年，并在更新之前提出了三个基本问题。事实上，这些问题正是许多其他央行在危机之后对自己提出的问题。因此，从某种意义上说，加拿大央行已经提供了初步的答案。

这三个问题是（1）2%是否仍然是正确的通胀目标；（2）以价格为目标是否好于以通胀为目标；以及（3）是否应当对我们的通胀目标制框架进行修改，以更明确地认识到对金融稳定的担忧。

这些问题的简短回答分别是（1）是，（2）否，以及（3）否。尽管发现的一些有力证据显示，降低通胀目标或者转到价格目标（或者两者的某种组合）可能会获得少量的净效益，但我们认为，为了预期的收益而冒此风险并不值得。为什么要改变一个看似运作良好的框架呢？特别是在如此不确定的环境下。

更多关注金融稳定这个提议也遭到否决。加拿大央行发现，在需要时，现有货币政策框架有足够的灵活性，可作为有效的金融稳定工具。不需要对协议进行新的调整。

在这方面，必须指出的是，加拿大央行最多将货币政策视为实现其金融稳定目标的第三或第四道防线。借款人和贷款人的个人责任是第一道防线，微观审慎监管是第二道防线，然后是宏观审慎措施。货币政策有时可以发挥有益的补充作用，但是一般会优先考虑其他更有针对性的补救措施。

总之，在2011年协议更新前的研究和危机期间的经验让我们对现有框架有了新的认识。

## 最优货币政策考虑因素和其他未解决的问题

这并不意味着，加拿大央行认为其已经彻底和永久性地回答了所有与货币政策有关的未决问题。

一些观察者建议，未来触及零利率下限的情况将更加频繁——也许是因为经济长期停滞（基金组织，2014年）。这可能有利于采用更高的通胀目标，而不是较低的通胀目标。然而，更频繁地触及零利率下限可能也更有利于采用价格目标或其他一些在央行的反应函数中对历史参考较多的货币政策类型。

在这种情况下，价格目标、平均通胀目标或名义GDP目标形式的时间不连贯的承诺成为越来越诱人的解决方案，它们能通过减少触及零利率下限的机会，并在到达零利率下限时尽量减少其持续时间，从而调整经济行为人的预期。

虽然中央银行可能不愿意永久性地采取任何这些替代框架，但加拿大央行已经考虑非对称地使用这些框架，且只在紧急情况下使用，即一旦触及零利率下限，就从通胀目标转到价格目标。

“打碎玻璃”和采用价格目标或其变体可被视为一种非常规货币政策——作为未雨绸缪的工具。事实上，一些央行已经间接地做到了这一点。可将量化指导看成一种后门性质的、参照历史的政策。承诺直到失业率降至某一水平之下才会加息，并容许一定程度的通胀过度调整，这实际上是名义GDP目标的一种混合形式。此外，它与所谓的最优货币政策有着许多共同特点。

加拿大将于2016年进行下一次通胀目标的更新，而其工作已经开始。上述提及的一些观点是研究议程的中心，另外也会增加其他观点。我们打算与他国分享我们的研究成果，聆听他们提出意见、建议和批评，从而进一步增强我们的政策框架。

## 参考文献

Bank of Canada, 2011, “Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target” (November).

———, 2011, “Renewal of Inflation-Control Target: Background Information” (November).

International Monetary Fund, 2014, “Perspectives on Global Real Interest Rates,” Chapter 3 in *World Economic Outlook* April (Washington: International Monetary Fund).

John Murray, 2010, “Re-examining Canada’s Monetary Policy Framework: Recent Research and Outstanding Issues,” presented to the Canadian Association of Business Economists, Kingston, Ontario, August.

## 欧洲央行在危机之前和之后的货币政策框架

菲利普·哈特曼 (Philipp Hartmann)<sup>5</sup>

本简短说明简要介绍了欧洲中央银行（欧洲央行）的货币政策框架特点，说明了其是否以及如何受到始于2007年的危机的影响，并讨论了欧洲央行的货币政策在未来的一些挑战（相应的报告，包括图和表，请见附录）。

### 欧洲央行的货币政策框架

要了解欧洲央行的货币政策框架的特点见于其目标、政策战略和政策工具。货币政策的首要目标是维持物价稳定。物价稳定的定义是欧元区每年的消费者物价涨幅低于但接近于2%，这是中期内要实现的目标。货币政策战略是对如何做出货币政策决定的结构化描述。它包括对短期和中期内的经济分析，并将其结果与中长期的货币分析结果进行交叉对比。欧洲央行将公开市场操作、常备融资便利、最低存款准备金规定作为政策工作，以确保短期利率与能够保持物价稳定的货币政策立场相一致。

### 危机对欧洲货币政策框架的影响

2007年8月开始的危机对货币政策造成的特殊情况并未影响到欧洲央行的首要目标及其政策战略的基本结构。但是政策工具的使用方式越

---

<sup>5</sup> 欧洲央行研究部副主任兼代理负责人。文中表达的均为作者自己的观点，不一定代表欧洲央行或欧元体系的观点。本说明中所涉及的是2014年3月之前的信息。

来越创新，且政策战略的一些方面得到扩大和深化，以迎接危机带来的前所未有的挑战。

对一项政策确定首要目标并为该目标提供量化定义的一个目的正是为了避免目标或定义出现投机取巧的变动。特殊情况下对于没有因此发生变化的目标的实现情况进行定期验证，这使央行能够被问责并维持其信誉。此外，欧洲央行目标的对称性，即旨在防止通货膨胀率过高或过低（很明显，包括通缩），意味着它也适合金融危机的情况。

通过其货币支柱，欧洲央行的货币政策战略通常旨在识别一些可能会助长金融危机爆发的金融失衡。对各种货币和信贷总量及其分解的考虑随着危机而进一步扩大。还增加了金融稳定指标。此外，将更多的金融因素纳入了货币战略的经济支柱内容，以更好地考虑宏观经济与金融的联系。扩大和深化欧洲央行货币政策战略的一个焦点是，有人认为，在危机的不同阶段，欧元区货币政策传导机制的不同要素严重受损。旨在解决这种损失的有针对性的（非常规）政策要求对传导机制进行更加细致的分析。

在受到这些损失的背景之下，传统的货币政策工具即改变政策利率是不够的。在危机的第一阶段（始于 2007 年 8 月），货币市场受损，银行面临着批发融资的问题。这就要求在维持储备期间提前注入流动性、延长提供流动性操作的期限，并通过与其他央行互换协议的方式提供外币流动性；以及其他一些措施。在危机的第二阶段（始于 2008 年 9 月），银行的批发融资变得极为不正常，经济不确定性大大增加，并且出现了信贷紧缩的风险。除了大幅降息（2009 年 5 月，下降 325 个基点），欧洲央行的回应措施是，加强信贷支持（其中包括向以固定利率提供合格抵押品的银行提供其要求的任何流动性）；扩大其操作中所接受的抵押品的清单；以及进一步延长期限。此外，它建立了购买担保债券的计划，这在欧洲是一个特别重要的银行融资工具。危机的第三阶段（始于 2010 年 5 月）是主权债务危机，期间某些二级主权债券细分市场萎缩；中小型公司的融资受损（特别是在压力之下的国家）；在某些时候，出现了无事实根据的关于欧元解体（货币面值风险）的市场恐慌。除了进一步降低利率，欧洲央行的应对措施包括二级市场政府债券购买（证券市场计划）、非

常长期的再融资操作（期限为三年）、宣布直接货币交易计划（对在宏观经济调整方案下国家的短期政府债券的潜在购买），以及其抵押框架中的其他信贷债权。<sup>6</sup>

通过这些常规和非常规政策，欧洲央行缓和了危机对经济的不利影响，维持了其指导欧元区通货膨胀率水平与物价稳定相一致的能力。

## 欧洲央行货币政策的若干挑战

在本文撰写时来看，未来的主要挑战有以下四个：

首先，不利的突发事件的潜在实现可能会破坏欧元区相对温和和脆弱的经济复苏。在现阶段，这种突发情况包括乌克兰政治危机外部影响的日益恶化、新兴市场紧张局势的再度出现或扩大，以及出现欧元货币市场波动，并传导到收益率曲线中。这些情况可能将“考验”欧元区政策利率的零利率下限。

其次，通胀可能变得太低，或者现阶段的低通胀可能会持续太久（或者两者兼有）。在目前的长时间低通胀时期，欧洲央行需要提高警惕，稳定通胀预期并确保通缩的尾部风险不会实现。在货币市场出现与美联储缩减资产购买的讨论有关的溢出效应和波动性的背景下，这也是欧洲央行旨在随时间的推移加强其始于2013年7月的对政策利率的前瞻指引的动机之一。

第三，到2014年11月，欧洲央行将成为一个银行监管当局。在将单一监管机制纳入其活动过程中，欧洲央行将需要界定货币政策职能

---

<sup>6</sup> 欧洲央行没有推行美联储、英国央行和日本央行所实施的量化宽松政策。当政策利率处于零利率下限时，量化宽松替代了传统的利率政策。欧洲央行的非常规货币政策并没有替代常规政策，而是对其进行补充。实施这些政策旨在帮助常规政策所定义的货币政策立场（未达到零利率下限）在经济中找到正确的路。

和新的监管职能如何相互作用，并尊重将两者适当分开的法律要求，以管理潜在的利益冲突和声誉风险。

第四，从较为中长期的角度来看，和许多其他央行一样，欧洲央行将不得不回答如下问题，即货币政策的“新常态”是什么样的。新的或不同的政策工具中哪些将成为常规货币政策工具的组成部分，哪些将保持非常规，哪些可以在危机完全过去之后予以取消？以及，最后，相对于潜在的宏观审慎监管政策，常规或非常规的货币政策将发挥什么作用？

## 摆脱流动性陷阱和通货紧缩： 日本在 1999–2014 年期间的经验

渡辺努 (Tsutomu Watanabe)<sup>7</sup>

自20世纪90年代中期以来，日本经济一直处在流动性陷阱中，在这种情况下，自然利率保持在接近于零或低于零（原因是生产率增长缓慢、金融市场摩擦、老龄化等因素），通胀率则稍低于零（**相应的报告，包括图和表，请见附录**）。

以往关于这个问题的研究，包括劳伦斯·克莱因在20世纪40年代、詹姆斯·托宾在20世纪80年代和保罗·克鲁格曼在20世纪90年代的研究表明，摆脱流动性陷阱和通货紧缩的最佳策略是提高通胀预期。

日本央行和日本政府曾多次尝试提高通胀预期。行长福井俊彦 (Toshihiko Fukui) 于2003年开始实施量化宽松政策，并承诺日本央行将继续该政策，直至消费者物价指数通胀率回归到正数水平。最近，行长黑田东彦 (Haruhiko Kuroda) 于2013年4月开始实施被称为QQE的“定量宽松和定性宽松”，其中日本央行将在两年里将基础货币增加一倍，每年将消费者物价指数通胀率提高到2%，这是日本央行当前的通胀目标。日本央行每月购买约7万亿日元的日本政府债券，超过财政部每月债券发行量的一半。

由于这些努力，消费者物价指数通胀率于2013年春季开始上升，而通胀率与去年同期相比上升1%以上。然而，国内外的经济预测者和市场参与者不认为日本央行能在2年内实现2%的通胀率目标。例如，根据市场预期，2015年底之前，年同比消费者物价指数

---

<sup>7</sup> 渡辺努 (Tsutomu Watanabe)，东京大学经济学教授。

涨幅（不包括 2014 年 4 月和 2015 年 10 月的消费税增加的影响）将保持在 1% 左右。

这种对未来消费者物价指数通胀未来路径的悲观源自如下事实，即日本央行尚未提高家庭和企业形成的通胀预期。菲利普斯曲线的扁平化则使日本央行更难实现 2% 的通胀目标。

日本在过去二十年里的经验表明，一旦通缩成为预期的组成部分，就很难摆脱流动性陷阱和通缩。这意味着，在通胀目标制框架内，目标通胀率应当被设定在一个较高的正数水平（可能远高于 2%），因此，经济与通缩之间存在一定的距离，因此，哪怕经济受到较大的负面冲击时，中央银行也有足够的空间来实施货币放松政策。

## 第二场分会

### 央行货币政策工具演变

## 中国货币政策工具

孙国峰<sup>8</sup>

### 货币政策工具的演进

随着中国经济金融体制改革不断深化，货币政策调控体系逐渐由直接调控模式转变为间接调控模式，货币政策工具的选择也经历了逐步演变和丰富的过程（相应的报告，包括图和表，请见附录）。一是从直接调控模式转变为间接调控模式的工具选择。1984—1997 年，中国实行以信贷规模管理为主的直接调控框架，主要工具是对信贷及现金规模进行直接控制。1998 年以后，中国实行间接调控货币信贷总量的框架，主要通过公开市场操作、存款准备金率、再贷款、再贴现等工具调控基础货币。在此过程中，逐步注重通过利率等价格型工具来调整利率水平和利率结构，价格型工具调控的作用不断增强。为应对持续双顺差造成的流动性过剩压力，还创设央行票据加强对冲效果，赢得调控主动权。二是国际金融危机后引入宏观审慎政策工具。宏观审慎管理对中国而言并不是新事物，2004 年开始中国人民银行就采用差别准备金手段。危机后，中国人民银行主要运用差别准备金动态调整机制等加强宏观审慎管理，将信贷投放与宏观审慎要求的资本水平相联系，同时综合考虑信贷与经济增长偏离度、机构系统重要性程度、稳健性等因素，引导和激励金融机构加大对小微企业和“三农”的支持力度，提升金融机构抗风险和保持稳健的能力。目前，中国已初步形成了数量型、价格型工具和宏观审慎政策工具构成的货币政策工具体系。三是创设常备借贷便利（SLF）和短期流动性调节工具（SLO）等新的流动性管理工具。受外部形势不稳，资本流动多变等因素影响，银行体系短期流动性供求的波动有所加大，因此，人民银行在 2013 年创设了常备借贷便利和短期流动性调节工具两项新政策

---

<sup>8</sup> 孙国峰，中国人民银行货币政策司副司长。

工具，前者以 1-3 个月期操作为主，满足金融机构期限较长的大额流动性需求，后者以 7 天期内短期回购为主，采用市场化利率招标方式开展操作。2014 年 1 月，人民银行在北京、江苏等 10 个省（市）开展分支机构常备借贷便利操作试点，以完善中央银行对中小金融机构提供正常流动性供给的渠道。此外，为加强和改进流动性管理，提高流动性供给的针对性和有效性，支持国民经济重点领域和薄弱环节，人民银行还调整了再贷款分类。目前再贷款按照性质划分为流动性再贷款、信贷政策支持再贷款、金融稳定再贷款和专项政策性再贷款四类，发挥的作用各有侧重。

除了上述工具，近年来人民银行也越来越重视预期在货币政策传导中的作用，在加强政策沟通、提高货币政策透明度、引导公众预期方面作出了很多努力。一是通过网络平台和微博发布声明，对有关政策和热点问题作进一步阐释和回应，以促进对信息的理解。二是按季度发布《中国货币政策执行报告》，回顾前一阶段货币政策，分析当前及展望下一阶段宏观经济金融形势，并适当披露下一步货币政策取向。三是每季度召开货币政策委员会例会，会后发布新闻稿，披露委员会对当前经济金融形势的判断和未来货币政策取向的意见。四是行长们会在适当场合披露货币政策相关信息。这些信息往往迅速被媒体、机构转载和解读，成为引导预期的重要渠道。五是以新闻发言人答记者问等方式对公众关注的问题进行解答和阐释。六是定期向人大财经委报告货币政策执行情况，回答委员们提出的相关问题，及时答复人大和政协代表的提案及议案。七是通过窗口指导等方式与金融机构沟通信息，引导预期。

## 货币政策工具选择面临的新形势和挑战

当前，货币政策工具选择面临新形势和挑战，主要体现在以下三方面。一是国际收支形势趋于复杂，对流动性调节提出更高要求。在过去几年中，国际收支持续双顺差是中国经济运行中的显著特征，人民银行充分发挥“小池子”吸收流动性的作用，同时采用公开市场操作、再贷款等工具配合微调流动性，使货币政策保持了较好的主动

性。当前，国际收支不再总是保持大额顺差，各工具使用的力度、节奏、方向都应当相应发生变化。二是金融创新使传统数量型调控工具的效用有所降低。在金融创新背景下，金融机构的同业业务、理财产品等对信用扩张都有很大影响，传统的盯住人民币贷款数量的调控方式受到影响。三是微观主体财务软约束问题影响价格型工具发挥作用。财务软约束是指经济主体陷入财务困境时可借助外部资源避免破产清算而继续生存的一种经济现象。财务软约束的存在限制优胜劣汰的市场机制发挥应有作用，导致地方政府、大型国企等融资主体对利率敏感度比较低，价格型工具的作用因此受限。十八届三中全会对全面深化改革作出了部署，财务软约束问题有望逐步解决。

## 对下一阶段货币政策工具运用的几点思考

下一阶段，人民银行将从三方面着力，继续做好货币政策调控工作。一是将继续采用多种货币政策工具组合把好流动性总闸门。控制好基础货币的“源头”，较好地影响和控制社会融资规模。需要指出的是，存款准备金只是流动性管理的工具之一，对此不应过分解读。应该看重央行流动性管理的结果，而非动用何种工具。二是在中国国际收支平衡状况有所改善的情况下，更多发挥再贷款、再贴现、存款准备金率等货币政策工具的结构引导作用。进一步创新融资机制和货币政策工具，按照“总量稳定、盘活存量、优化结构”的原则调控基础货币结构，支持棚户区改造等国家重点领域和“三农”、小微企业等薄弱环节，降低实体经济融资成本，促进经济结构调整和转型升级。三是将探索构建利率走廊机制，更多发挥价格型工具作用。培育央行的政策利率，完善利率走廊机制。由于中国是发展中国家，未来相当长时间内仍将处于较快发展的进程中，资金需求量比较大，利率市场化改革初期利率中枢可能会有所上移，这是正常的，也不代表市场利率波动一定会加大。去年，货币市场利率波动较大，主要受企业所得税集中清缴、假期现金需求增加、补缴法定准备金等时点性因素和外生冲击的叠加影响，是正常现象，应当正确看待。央行流动性管理以流动性总量适度为主要目标，并保证利率波动不会“出格”。未来，人民银行将继续综合运用包括公开市场操作、准备金率、再贷款、再

贴现，以及常备借贷便利和短期流动性调节工具在内的多种政策工具，合理调节金融体系流动性供给和需求，平滑市场利率波动。

## 关于央行货币政策工具演变的讲话

阿米尼奥·弗拉加 (Arminio Fraga)<sup>9</sup>

在过去，央行将货币供应用作间接控制通胀的主要工具。有时候，法定存款准备金率则被用作支持工具。银行监管也是许多央行的关键职能。当时，监管侧重于单个金融机构的稳健性（现在，有时候被称为微观审慎策略）。

在某些时候，大多数央行清楚，尽管长期来看，通胀始终是货币现象，但在短期内，其周转速度变得极不稳定，因此，货币供应量成为一个不可靠的政策实施工具。（在加拿大，有人说，“我们没有放弃货币总量，是它们抛弃了我们。”）

导致进入下一阶段的分水岭事件是保罗·沃尔克在 20 世纪 80 年代初旨在解决通胀问题的大胆举动。在最初尝试制定货币目标之后，沃尔克大胆和直接地提高了利率，从而收紧了政策，几年后就开启了现在被称为“大缓和”的时代。在这些年里，央行开始直接确定通胀目标，要么是明确的目标，要么是通过承诺物价稳定的间接目标。

在美国，“大缓和”之后出现了巨大的泡沫、巨大的崩溃，以及重要的政策回应。政策回应的特点是大规模宽松财政政策和同样令人印象深刻的货币政策刺激，方式是前所未有地将利率长期设为零。

触及所谓的零利率下限，或者过去所称的流动性陷阱，并不足以消除对通货紧缩的恐惧及其直接后果，即较高的实际利率预期。自那以来，人们开展了进一步的试验。

非常规货币政策是新的货币政策工具。一旦常规的货币应对措施被证明不足以带动经济走出缓慢的复苏，美联储就转向更加深入的未知领域，采取了许多形式的前瞻指引和量化宽松政策，这两者都试图操纵收益率曲线，以降低长期利率和风险溢价。

---

<sup>9</sup> 加韦亚 (Gávea) 投资基金公司合伙人，前巴西央行行长。

前瞻指引是指导未来利率路径预期的政策。它使用的措辞包括“长期保持较低水平”和“相当长的时间”，以及量化阈值。

量化宽松包括直接购买长期债券和抵押贷款，美国和日本已经实施了这项政策。

以下是长期使用非常规货币政策后可能出现的一些问题：

- 金融体系过度冒险，通常会导致过高和过度杠杆化。
- 自满于对危机情况的总体政策回应（如，没有结构性政策，不可持续的脆弱的财政政策）。
- 没有必要的收入和财富再分配过程。
- 退出问题——退出受操纵的收益率曲线和资产价格不太可能很顺利。
- 过度复杂的前瞻指引可能会导致央行丧失信誉。

应当开展更深入的研究，以确定这些非常规货币政策工具是否应成为央行应急工具的组成部分。显然，这些工具在平时并不适用。

中国这样规模庞大和错综复杂的经济体必须有其独立的货币政策。随着中国向市场体系过渡，需要引入更多常规货币工具是合理的。在此背景下，转向灵活的通胀目标，并将短期利率作为主要的政策工具似乎是合适的。

而这进而要求采取灵活的汇率机制。

必须保持稳健的财政政策，以减少不确定性，并在危机中作为反周期工具。

必须用法定存款准备金率、保证金和估值折扣等宏观审慎工具来规避系统性风险。

必须培育资本市场的透明度和良好的公司治理。

必须发展强大的支付系统，并重点发展健康的对手方。

## 对货币政策战略设计和沟通的一些思考

安德鲁·莱文 (Andrew Levin)<sup>10</sup>

在最近几十年里，经济学家们就明确传播货币政策的好处达成了广泛共识，包括阐明央行的目标和政策战略、其对经济前景的评估、对风险平衡状态的评估，以及对适当政策路径的判断（**相应的报告，包括图和表，请见附录**）。央行的信息传导为经济繁荣做出了贡献，促进家庭和企业做出明智决策，并减少了经济和金融的不确定性。清晰的信息传播也能提升货币传导机制的有效性，帮助金融市场参与者和公众了解政策立场可能会如何根据经济和金融状况的变化而变化。根据国际经验，中国人民银行不妨努力：

➤ 尽可能明确地解释央行的各项目标和政策。

经济学家还达成了广泛共识，即，认为需要使货币政策决定不受短期的政策压力影响。央行的业务独立性要可持续，政府就需要为其政策目标规定明确的法律职责，使央行长期地为履行该职责而负责。央行政策框架的透明度及其具体决定的合理性促进了问责制，从而强化了央行的业务独立性。

➤ 阐明央行的法律职责，以加强其业务独立性以及政府当局对其的最终问责。

明确的通胀目标有助于将通胀预期牢牢锚定，从而促进物价稳定，并为央行促进宏观经济和金融稳定提供更大的灵活性。确定通胀目标数值的基础是评估通胀的相对成本、名义工资的向下刚性，以及与名义利率相关的零下限成本和风险。如果使用消费者物价通胀这个

---

<sup>10</sup> 安德鲁·莱文 (Andrew Levin) 是基金组织研究部常驻学者。本文件是他在 2014 年 3 月 27 日在北京举行的国际货币基金组织和中国人民银行研讨会上的发言大纲。这里表达的仅为作者个人的观点，不应被理解成反映了基金组织或任何其他个人或机构的意见。

广泛的衡量指标来确定通胀目标，则通胀与其目标靠拢的时间范围大致适当地反映了央行对中期展望和风险平衡的评估。

- 规定一个固定的中期内通胀数值目标，作为央行货币政策战略和信息沟通的基准。

经济学家们普遍同意，货币政策可在短期和中期内影响实体经济活动，但在长期内不会。宏观经济稳定和物价稳定这两个目标一般来说是相辅相成的，但可能出现这些目标之间的政策权衡。越来越广泛的一个共识是，这些目标与金融稳定之间存在千丝万缕的联系，同时人们日益认识到，货币政策和宏观审慎政策之间存在潜在的相互作用。

- 定期传达央行对资源闲置和新出现的金融失衡的评估以及围绕这些评估的不确定性。

根据其法律职责和国内金融体系的特点，央行可采用一些不同的货币政策工具。例如，这种工具可包括直接贷款给金融机构、支付储备金利息，以及公开交易证券交易或外汇交易。因此，明确央行的货币政策框架必然涉及到其所选工具的透明度，包括其对每个工具的有效性、成本和风险的评估。阐明央行关于合适的政策路径以及向此路径作显著调整所需的条件也有很大的益处。

- 清楚地传达央行随着时间的推移调整将用于实施其政策战略的具体工具的计划。

许多央行和私人部门的预测者倾向于将重点放在提供对最可能出现的情况的精确评估，而不是对风险平衡演变情况的衡量。分析替代情景是检验关键风险和制定旨在减轻这种风险的应急计划的一个重要工具。央行开展和发布货币政策压力测试（类似于日益成为私人金融机构标准做法的压力测试）可能是有益的。

- 定期传达央行对经济前景的风险平衡状况的评估和旨在缓解和解决这种风险的应急计划。

从历史上看，央行的机构文化往往颇为保守，并强烈倾向于在所有的公共宣传中形成统一口径。然而，有效的风险管理的应急规划要

求“创新”思维和创造性地解决问题。这些考虑因素强调了，确保决策者和工作人员来自各种背景和代表不同观点对机构有好处。

- 在制订和传达央行的政策决定方面培育并鼓励观点的多样性。

## 转型中的中国货币政策框架

汪涛<sup>11</sup>

中国结合各种政策工具来实施其货币政策，包括传统的量化政策和价格工具以及最近流行的资本流动管理和宏观审慎措施（**相应的报告，包括图和表，请见附录**）。在这些政策工具中，央行主要依靠量化措施和行政措施以及宏观审慎要求来管理货币供应量和信贷扩张。中国人民银行的目标通常为货币总量，包括广义货币供应量（也非正式地包括中国货币贷款）。为实现这些目标，央行首先用公开市场操作和法定存款准备金率，帮助冲销外汇流入并管理基础货币供应。此外，贷款额度、行政措施和审慎规定（如贷款存款比率）被用来管理信贷扩张，从而影响广义货币供应量。尽管中国人民银行有时会调整存贷款基准利率和引导银行间市场的短期利率，但利率在帮助实现货币总量的目标方面所发挥的作用要小得多。

近年来，金融放开改变了货币政策实施的环境，并对政策管理构成了新的挑战。开发新的金融产品如财富管理产品意味着银行存款在为金融中介提供资金方面的重要性有所下降，而影子信贷产品的开发则减少了银行贷款在信贷总额中的比重。这些发展增加了金融联系的复杂性，削弱了传统政策工具如贷款限额和法定存款准备金率的有效性。由于货币市场利率和债券收益率的相关性增加，要确定适当的货币总量来影响政策目标（如 GDP）也变得更加困难。金融放开在推进，但国企改革和财政体制改革却较为落后，这个事实加剧了货币政策传导的复杂性。

中国和全球市场金融一体化的增加将使货币政策管理进一步复杂化。随着资本管制的放松和跨境货币流动的增加，全球流动性和价格对中国的影响日益上升。这种情况非常棘手，因为全球主要央行正在

---

<sup>11</sup> 汪涛，董事总经理，瑞银集团首席中国经济学家。

从长期的非常规货币宽松政策过渡到“常态化”，且金融放开使国内的状况更不稳定。

随着货币政策框架在更开放的金融体系中确立位置，传统的行政和量化措施必须让位于更加以市场为基础的价格方法。确定一个短期政策利率锚是央行确保金融市场平稳运行和固定预期的关键第一步。为此，中国人民银行要选择一个合适的短期利率（例如，七天回购利率），并努力确保该利率的稳定，避免市场出现大幅波动和动摇市场信心，并传递必要的政策信号。然而，在现阶段，中国人民银行更迫切和重要的一步是将银行间相互拆借和央行作为最后贷款人的市场（真正的银行间市场）与非银行金融机构和企业可从金融机构贷款的金融和信贷市场相分开。中国在所谓的银行间市场发展大规模债券市场严重扰乱了形势。按照目前的情况，企业债券发行者的借款需求或支付问题可导致银行间利率出现大幅波动，迫使中国人民银行对该市场进行干预，从而实际上成为任何此类机构的流动性提供者（最后贷款人）。

随着金融放开的推进，央行不能仅靠价格方法，而要特别注意总信贷的数量，避免其他国家在放开进程中经常出现的信贷大起大落。这意味着，中国人民银行必须利用好所有掌握的工具，包括传统的量化和行政措施、审慎监管，以及资本流动管理。然而，由于传统的货币总量重要性日益减少，中国人民银行需要改进并扩大其对货币总量的衡量口径（如扩大至 M3）和信贷总量的衡量口径（或许可通过建立一个更广泛的信贷衡量指标，包括银行贷款、表外信贷和影子信贷），并跟踪一组广泛的经济指标，而不仅仅限于基本的 GDP 和消费者物价指数通胀矩阵。

在转型过程中有许多步骤，央行特别需要增加与其他政府机构的协调，并增进与市场的沟通。由于不论是传统的框架和工具还是新的框架工具都无法单枪匹马地发挥作用，而两者相混合则可能扰乱对市场的认识，央行需要加倍努力，向整个市场（不仅限于大型银行和政府机构）传递其经济分析、政策目标和中间工具，并建立一个反馈机制，以测试市场对其信号和政策意图以及可能存在脆弱性的理解。例如，中国人民银行可以更频繁更及时地发布关于银行体系超额准备金的信息，并公布其下发给银行的法令或条例。

最后，央行需要更密切地监测其他主要央行的政策动作以及对流入中国的外汇流动性的影响，并增加汇率的灵活性，让汇率调整协助其货币政策管理。

## 第三场分会

### 快速变迁的金融体系：金融部门和货币政策协调所面临的挑战

## 中央银行、货币政策、宏观审慎监管

王宇<sup>12</sup>

此次全球金融危机之后，各国货币政策和金融监管都在快速调整。货币政策框架的变化、宏观审慎监管的建立，正在悄然改变着（丰富着）中央银行的理论和实践（相应的报告，包括图和表，请见附录）。

### 货币政策与物价水平

整个 20 世纪，人类都面临通货膨胀的挑战，物价稳定成为货币政策的主要目标。1929–1933 年的“大萧条”催生了凯恩斯主义。凯恩斯认为，经济危机的根源是总需求不足，为了避免危机，应当实行“相机抉择”的宏观经济政策，通过扩大公共支出来提升总需求水平。

20 世纪 60 年代，以弗里德曼为代表的货币主义提出了“单一规则”，即以货币供给量作为名义锚，使货币供给量增长率与潜在经济增长率保持一致。20 世纪 90 年代，一些国家相继选择了通货膨胀目标制，在这一政策框架下，中央银行根据通胀预测值的变化进行货币政策操作，引导通胀预期向通胀目标靠拢。与此同时，还有一些国家选择了以物价稳定和充分就业为主要目标、以利率为主要工具的货币政策框架。

价格稳定是货币政策对世界经济发展的最大贡献。尽管上述货币政策框架各有特点，但在不同国家的不同时期都不同程度地发挥了作用。通过各国中央银行的努力，20 世纪 90 年代以后，全球通胀水平大幅下降、世界经济增长的波幅明显收窄。

---

<sup>12</sup> 王宇，中国人民银行研究局副局长。

需要关注的是，2007以来，为了应对危机冲击，主要发达国家的中央银行大幅下调其基准利率至零或零附近，并在此基础上，推出多种非传统货币政策工具。量化宽松政策的大规模实施，模糊了货币政策与财政政策的界限，重新引起人们对未来全球通胀前景的担忧。

## 货币政策与资产价格

进入21世纪，资产价格泡沫成为世界面对的主要问题。如何处理货币政策与资产价格的关系，如何实现物价稳定与金融稳定的目标，是中央银行面临的新挑战。

在很长时间内，人们曾经认为，保持物价稳定和产出稳定就能实现金融稳定。传统的货币政策框架也或多或少地隐含了这一假设。实际上，价格稳定与金融稳定之间并不存在直接联系。相反，在传统货币政策框架下，中央银行可能会由于过度关注物价水平而忽略了包括资产价格泡沫在内的其他问题。其实，1985—1992年日本资产价格泡沫、2007年美国次贷危机、2008—2009年全球金融危机都表明：物价稳定并不意味着金融稳定，而对于任何一个国家来说，物价稳定与金融稳定具有同等的福利重要性。

在此次全球金融危机之前，大部分经济学家都不赞成将资产价格纳入货币政策目标。他们认为，资产价格泡沫与货币条件之间的联系十分微弱，货币政策操作既没有必要也不可能对资产价格变动做出直接反应。危机使大家认识到，中央银行需要关注资产价格，于是，更多的经济学家加入了讨论的行列。

一些经济学家提出，应该采取“逆风向干预策略”(lean against the wind)，无论物价如何变动，利率都应略高于泰勒规则的水平，以防止泡沫积累。一些经济学家坚持“事后清理策略”(clean up)，即在泡沫产生阶段，中央银行可以善意忽视(Benign Neglect)；在资产价格下跌阶段必须进行相应的货币政策调整，以防止经济衰退。还有一些经济学家提出，可以将资产价格泡沫分为两类，一是信贷驱动型泡沫(比如房地产价格泡沫)；二是非理性繁荣泡

沫(比如互联网泡沫)。可选择“逆风向干预策略”来应对信贷驱动型泡沫；可选择“事后清理策略”来应对非理性繁荣泡沫。

问题的关键在于——如何将资产价格纳入货币政策框架？——宏观审慎监管由此进入中央银行研究者的视野。

## 中央银行与宏观审慎政策

在我们已经拥有工具箱中，任何一个单个的政策工具都无法承担保持物价水平稳定和抑制资产价格泡沫的双重职能。要实现物价稳定和金融稳定两个目标，可能至少需要货币政策和宏观审慎监管两种工具。进一步的问题是，谁来实施宏观审慎监管？

相比之下，中央银行可能更具优势。一是物价稳定与金融稳定具有内在的一致性；二是作为“最后贷款人”，中央银行有责任也有能力维护金融稳定。不过，中央银行进行宏观审慎监管可能影响货币政策效果；中央银行的逆周期操作可能加剧经济波动。

争论仍在继续，但实践总是走在理论前面。危机之后，最先发生变革的是各国金融监制度。美国、英国及欧盟等相继建立了宏观审慎监管体系，明确了中央银行的地位及作用。中国人民银行和中国相关金融监管部门积极探索，建立健全中国宏观审慎政策框架。

危机后，中央银行正在进入一个未知领域，面对新挑战。我们需要以更加开放的心态，来认识和处理中央银行、货币政策与宏观审慎监管之间的关系，从而使我们的政策选择更有效率。

## 以色列货币政策经验的启示

李奥纳多·雷德曼 (Leonardo Leiderman)<sup>13</sup>

本报告重点分析了以色列近年来的货币政策经验的关键启示（相应的报告，包括图和表，请见附录）。与其他国家一样，最近的全球经济和金融危机将以色列央行带入了新的领域。以色列最近面临的主要货币政策挑战包括：

- 如何应对美联储和欧洲央行大幅下调政策利率，
- 当存在相当大的房价泡沫风险时如何管理政策，
- 如何应对非银行信贷市场的迅速崛起，以及
- 如何划分标准政策措施和宏观审慎政策措施的任务。

由于每年 1-3%的通胀目标没有遇到显著威胁，且实际汇率升值趋势明显（主要由于经济基本面的改善），以色列央行只能降低政策利率，以避免实际汇率大幅升值或通胀水平降至通胀目标范围以下。

在降低了国内政策利率之后，下一个需要面对的风险是住房市场的潜在过热。鉴于本世纪头十年末出现的住房短缺和人口继续增加的趋势导致了房价上涨的基本趋势。降低国内利率减少了抵押贷款的成本，只会更进一步推升房价上涨。

鉴于这些发展状况，以色列央行决定主要用政策利率来应对通胀目标和实际汇率方面的考虑，并采用宏观审慎措施来处理房价泡沫的风险。因此，对借款人设定了贷款/价值比率的限制，对银行则施加了资本金和拨备要求。

回想起来，央行花了很长时间才认识到，需要采取宏观审慎措施，对上涨的房价进行降温。结果，这些措施中的一些并不是十分有效，而基金组织最近的以色列国别报告估计，剔除基本面因素，房价

---

<sup>13</sup> 李奥纳多·雷德曼 (Leonardo Leiderman) 是特拉维夫大学经济学教授。

仍然高出 30%。政策利率略为下降能否避免房价上涨，而同时又不会导致其他目标的重大偏离，这仍然有待观察。

近年来，非银行信贷市场发展迅速。具体而言，鉴于债券等固定收益资产收益率极低，各种机构投资者（如保险公司和养老基金）认为可以开始向以色列的大公司发放贷款。本世纪初，地方商业银行占以色列信贷市场的 80%，但目前只占 50% 左右。

关键的挑战是确保信贷市场正常运作，同时采取所有必要的预防措施，以避免未来出现信贷危机。然而，要实现这一点很难，因为其中涉及三个有关监管机构：以色列央行、财政部资本市场司，以及以色列安全局。如基金组织所指出的，这种结构特点要求建立一个由相关实体的代表所组成的金融稳定委员会，以确保这三个监管机构所采取的措施的一致性和匹配性。然而，尽管听上去很合理，但建立这样一个委员会在政治和人事层面遇到了困难。

以色列的经验对中国人民银行有两个关键启示：

- 尝试提前计划货币政策如何应对假设未来会出现的各种外部和内部冲击，特别是要确定标准的货币政策措施（如改变政策利率）和宏观审慎措施之间的分界线；以及
- 加强与资本和货币市场有关的各种监管机构之间的合作，以确保每个机构所采取的措施在确保中国金融稳定方面作用的一致性和协调性。

## 周期性宏观审慎政策

奈利·梁 (Nellie Liang)<sup>14</sup>

### 导言

许多国家已经开始实施周期性宏观审慎政策来促进金融稳定（相应的报告，包括图和表，请见附录）。热烈讨论的一个领域是货币政策的作用。本文简要概述了美联储实施的周期性宏观审慎政策的框架，然后在最近研究的基础上讨论了关于用货币政策来促进金融稳定的一些一般性考虑。这些考虑既适用于美国，也适用于中国，因为这两个国家的金融体系在快速演变，风险蔓延至受监管的实体之外；另外，在货币政策促进了金融状况的改善的同时，金融脆弱性如杠杆风险也在内在积累，这也是本文的一个探讨初衷。

系统性风险可能会导致普遍的金融外部性，比如来自资产出售和蔓延的外部性，它们会导致产出和通胀出现较大的负面情况。这些外部性更可能发生在存在显著的金融脆弱性的地方，如目前在金融体系中存在的高杠杆率和依赖短期批发资金。金融外部性不同于教科书中的生产外部性，如污染，因为污染主要只出现在世界上的一些国家。外部性对系统性风险的潜在影响很重大，因为外部性不容易衡量，也难以与单个实体直接联系起来，也因此不容易被征税。

在过去的几年里，出台了大量新的宏观审慎政策，以通过增加系统的适应能力来减少系统性风险。例如，《巴塞尔 III》中的资本附加费反映了大型银行机构陷入困境的潜在系统性影响。另一个例子

---

<sup>14</sup>奈利·梁 (Nellie Liang)，美联储金融稳定政策和研究室主任。文中为作者观点，不代表美联储工作人员或美联储理事会成员的观点。Tobias Adrian、Daniel Covitz、Michael Kiley、Andreas Lehnert 和 Michael Palumbo 提供了有用的意见。

是，有更多的衍生品正在被转移到中央清算中心，以减少网络的复杂性。但是，一次性的修补程序并不足以防止未来的危机。鉴于金融体系不断变化，新产品开发和新做法可能会掩盖风险，并将其转移到监管范围之外。此外，在高收益和低波动性的较长时期内，脆弱性可以积聚到导致社会效率低下的严重水平。

货币政策是若干随时间变化的宏观审慎工具之一，但它也有其他的目标：维持物价稳定和充分就业。然而，这种努力可能也会导致脆弱性和金融稳定风险的积聚，这就提出了重要的研究和政策问题。

## 评估金融稳定

为了监测金融稳定风险，美联储使用了一个框架，在该框架中，当金融体系中的脆弱性会放大可能的冲击时，则系统性风险（即，可能出现金融外部性）可能很高（Adrian、Covitz 和 Liang，2013 年）。该框架明确认识到，冲击通常很难预测或防止。也就是说，该框架更侧重于评估各种可能的冲击可以如何被放大，而不怎么关注努力预测冲击。该框架还认识到，通过在危机期间对实际金融外部性征税来解决系统性风险是不现实的。因此，该框架的总体目标是用先发制人的政策来缓解已识别的金融脆弱性<sup>15</sup>。该框架引入了一个政策权衡，通过提高平时冲击波动性较低时的筹资成本来减少金融危机的可能性。

金融脆弱性可按照资产估值压力、杠杆率、期限转化和相互关联性和复杂性来进行分类。所有这些脆弱性可实现外部性，如减价出售、蔓延效应和负面反馈链。有趣的是，这些脆弱性在一定程度上对于运作良好的承担着风险的金融体系也必不可少。因此，一个重大的

---

<sup>15</sup> 见 Jeanne 和 Korinek（2012 年），具有金融放大渠道的模型中的以最佳事前政策措施和事后救助组合为特点的模型。事前宏观审慎措施不太灵活，因为它们依赖于预期，而救助则是有针对性的。但是救助扭曲了激励，并产生了道德风险。Jeanne 和 Korinek（2012 年）显示，事前措施可解决时间一致性问题。

挑战是定性和定量地确定这些脆弱性是否对金融稳定构成的风险已经足够大，以至于需要采取宏观审慎政策予以回应。

这些脆弱性是基础性的，但可能很难直接衡量或者进行总量衡量。因此，经济被分解成各个部门，特别是受监管的银行、影子银行、资产市场和非金融部门（企业和家庭），并对每个部门的证据进行评估。

越来越多的人尝试研究，从社会角度来看，金融摩擦加上融资条件的改善如何能导致低效的风险/回报水平。（例如，见 He 和 Krishnamurthy, 2012 年和 2013 年；Brunnermeier 和 Sannikov, 2014 年；Gorton 和 Ordóñez, 2014 年；以及 Adrian 和 Boyarchenko, 2012 年）。例如，在有利的经济周期之后，风险溢价和波动性往往会大幅压缩，且证据也表明，较低的风险溢价往往会预测出负的超额收益。夸大资产估值可能会构成金融稳定风险，特别是如果其与高杠杆率和宽松的贷款标准一起出现或者作为后两者的回应而出现。一些研究表明，资产估值与经纪人扩大资产负债表和杠杆率之间联系紧密（Adrian 和 Shin, 2014 年；Adrian、Etula 和 Muir, 即将发表）。此外，研究记录了银行风险转移渠道和银行内生（短期）杠杆的证据（Dell’Ariccia、Laeven 和 Suarez, 2013 年；Nuño 和 Thomas, 2013 年）<sup>16</sup>。此外，短期抵押融资市场的增长取决于回购和资产支持商业票据等抵押品估值，会随着资产价格的上升而加速，但随后会在价格下跌和不确定性增加后出现减价出售和连锁效应（Covitz、Liang 和 Suarez, 2013 年；Gorton 和 Metrick, 2012 年）。

在美国，金融部门自 20 世纪 60 年代以来大幅增长，从占 GDP 的 50% 增加至 2008 年危机高峰期的 200%。银行业大幅增长，但其增长

---

<sup>16</sup> 这些更关注风险转移，而不是从转移资源的能力所产生的道德风险（Gertler 和 Kiyotaki, 2010 年），与可导致非线性方法效果的金融摩擦一样。也就是说，银行的责任有限，这就有了增加风险的激励，而这种激励随着银行债务负担的增加而增加。因此，债权人会施加一个杠杆约束。然后，波动性冲击通过金融中介的杠杆率影响实体经济活动。

与非银行业的增长相比相形见绌。这一增长部分反映了保险公司、养老基金和管理基金如共同基金的增加，这些机构的杠杆率通常比银行少。但是这种增长的一部分是在影子银行，即没有存款保险、最后贷款人或其他官方部门支持的金融中介。在危机前，美国的影子银行主要包括高度规避风险的贷款人如货币市场共同基金向杠杆实体出售证券，这些实体从短期债券批发市场获得资金。证券经纪交易商促进了影子银行；为了给自己及客户的证券持有提供资金，他们严重依赖抵押贷款协议，如短期回购，而当抵押品价值变得不确定时，这种协议就变得脆弱。尽管《多德-弗兰克法案》和《巴塞尔协议》下的许多改革在建设受监管的银行的适应能力方面取得了长足进展，但迄今为止没有做过什么工作来解决短期融资市场的脆弱性。

## 包括货币政策在内的宏观审慎政策

除了《多德-弗兰克法案》和《巴塞尔协议》中的结构性政策，有什么宏观审慎工具可用来减轻已确定的周期性系统性风险？对于受监管的银行部门，有一些可用的工具。首先是监督指导和检查。最近的一个例子是银行监管机构于 2013 年发布了关于杠杆贷款的指导意见，其中对这种贷款规定了更高的贷款标准，不管是在账面持有还是分配给其他投资者。如果活动可以很容易地转移到非银行提供者，则该指导意见的有效性将受到限制。

另一个重要工具是压力测试，这要求银行资金充足，以应对宏观经济可能出现的严重情况。在这种情况下并按照给金融机构的指示，监管者可指出某个时刻尤为突出的风险，并要求银行考虑这种风险将如何影响银行的损益。在最近完成的压力测试中，情景假设中纳入了来自新兴市场经济体和企业信贷的更大风险；相比之下，去年的操练则突出了欧元区的风险和抵押贷款。

此外，在设计宏观经济情景中有一个随时间变化的元素来帮助减少资本要求及接待行为的顺周期性。举例来说，当经济逐步复苏时，失业率增加 4 个百分点可能被视为不太会产生压力；出于这个原因，情景中将失业率最大值设定为 10%。

另外一个工具是《巴塞尔协议 III》中的银行反周期性资本缓冲。反周期性资本缓冲将应对蓬勃发展的信贷扩张，同时也将增加资本缓冲，使企业更加能够抵御未来信贷质量恶化。收紧货币政策也能够遏制信贷扩张，主要是通过提高借贷成本。然而，与传统的宏观审慎工具不同，周期性资本缓冲不会直接建设银行的抵御能力。

如果新出现的系统性风险担忧是在影子银行或资产市场，如被高估的企业债券或股票，且与银行的联系有限，那么可用的工具更少。通过官员讲话的沟通可被用于警告过度投机。但是沟通的有效性不得而知，且很难衡量。若这些证券是通过抵押交易而融资的话，则可收取更高的保证金，以减少投资者的杠杆和对短期融资的依赖。美联储已行使其设定股票保证金的权力，但是自 1977 年以来，50% 的水平没有变过，原因是衍生品易于规避保证金规则。此外，美联储无权对政府证券设定保证金。如果交易能够轻松跨越国界，则调整保证金的有效性也需要国际协调。

在这些情况下，货币政策是就决策者可用的少数几个选项之一。较高的利率可能会降低资产价格，而这将减少抵押品价值和在经纪商的内生性杠杆创造。一个主要的缺点是，如果需要宽松政策来加强经济，则较高的利率也将产生可能不受欢迎的更广泛的影响。

更广泛而言，在考虑使用传统的宏观审慎政策或货币政策时，必须承认一些因素。两者都旨在减轻轻度冒险的积聚。但是宏观审慎工具可能是单一目标，可以更有针对性地关注特定部门，表明当过度情况局限于较窄的市场或机构时，宏观审慎工具可能更加合适。此外，宏观审慎政策可以遏制过度冒险的积聚，但也可能会增加对金融机构的依赖度，因为它们要求公司增加资本或提高贷款标准。然而，宏观审慎工具可能会将有风险的活动推到受监管部门以外，因为可能会涉及到多个机构而需要大量筹备时间，并且，如果结果似乎是信贷分配，则可能产生其他成本。

宏观审慎政策的成功非常取决于两个条件。首先，关注的领域可以成功确定，相互关联性可以理解，但是，如果金融状况迅速改善且金融创新步伐迅速，监管机构可能难以跟上新出现的系统性风险。第二个条件是，宏观审慎工具能否真正涉及到关注的领域。虽然一些影

子银行的活动在某种程度上依赖于受监管的银行部门，但许多则并非如此。例如，虽然回购市场的脆弱性在某些程度上可通过减少银行对本市场的依赖加以解决，但当前的银行业改革不能处理在不受监管的实体之间发生的交易。

相比之下，货币政策一般会影响金融状况，这表明它更适于用在金融过度很广泛、活动在受监管部门之外，以及信贷分配成本被认为很高时。货币政策的另一个优点是，由于央行是唯一的决策者，执行的筹备时间可能更短。

目前的研究提出的证据表明，冒险和金融杠杆会对货币政策的变化做出反应，这表明货币政策的设置应明确考虑到金融稳定。尽管如此，正如“逆势而动还是无为而治”的辩论一样，有必要知道紧缩货币政策是否会减少风险。事实上，在 20 世纪 90 年代末，仍然存在关于短期利率对股价影响的争论，而 21 世纪前十年中期，存在关于短期利率对房价影响的争论 (Dokko 等人, 2011 年)。此外，如果收紧政策过晚，比如在杠杆已经增加之后，那么这本身可能就是不稳定的，如果要刺破资产泡沫的话。但是，最近的危机表明，清理工作可能代价不菲。

人们经常认为，应当首先采用宏观审慎工具，因为它们具有针对性，因此成本比货币政策的要小。然而，认为应更广阔和同时使用货币政策的观点应基于如下前提，即就算风险可以识别，宏观审慎工具的有效性也是不确定的，而货币政策则“触及了所有的漏洞”。

最后，即使这两个方面的考虑（一个充满活力的金融体系和内生性冒险）表明，为了宏观审慎起见，应当比过去更多地采用货币政策，也需要做更多的工作，以衡量对经济的影响及其成本。此外，仍然有人质疑宏观审慎政策在减轻系统性风险方面的有效性，特别是当影子银行是信贷的重要来源时。在这种情况下，需要进行更多的分析，以评估扩大政府安全网以及配套的旨在限制道德风险的法规对短期批发融资和影子银行的成本和效益。

## 参考文献

Adrian, Tobias, and Nina Boyarchenko, 2012, "Intermediary Leverage Cycles and Financial Stability," *Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 567*.

Adrian, T., D. Covitz, and N. Liang, 2013, "Financial Stability Monitoring," *Finance and Economics Discussion Series 2013-21* (Washington: Federal Reserve Board). <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201321/201321pap.pdf>.

Adrian, T., E. Etula, and T. Muir (forthcoming), "Financial Intermediaries and the Cross-Section of Asset Returns," *Journal of Finance*.

Adrian, T., and H.S. Shin (2014), "Procyclical Leverage and Value-at-Risk," *Review of Financial Studies* Vol. 27, No. 2, pp. 373–403.

Brunnermeier, Markus K., and Yuliy Sannikov, 2014, "A Macroeconomic Model with a Financial Sector," *American Economic Review*, Vol. 104, No. 2, pp. 379–421.

Covitz, D., N. Liang, and G. Suarez, 2013, "The Evolution of a Financial Crisis: Collapse of the Asset-Backed Commercial Paper Market," *Journal of Finance*, Vol. 68, No. 3, pp. 815–48.

Dell'Ariccia, G., L. Laeven, and G. Suarez, 2013, "Bank Leverage and Monetary Policy's Risk-Taking Channel: Evidence from the United States," *IMF Staff Discussion Notes 13/003* (Washington: International Monetary Fund).

Dokko, J., B. Doyle, M. Kiley, J. Kim, S. Sherlund, J. Sim, and S. Van Den Heuvel, 2011, "Monetary Policy and the Global Housing Bubble," *Economic Policy*, Vol. 26, No. 66, pp. 233–83.

Jeanne, Olivier, and Anton Korinek, 2012, "Macroprudential Regulation versus Mopping Up after the Crash," *NBER Working Paper No. 18675* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Gertler, Mark, and Nobuhiro Kiyotaki, 2010, "Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis," *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3 (Amsterdam: Elsevier).

Gorton, G., and A. Metrick, 2012, "Securitized Banking and the Run on Repo," *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, pp. 425–51.

Gorton, G., and G. Ordóñez, 2014, "Collateral Crises," *American Economic Review*, Vol. 104, No. 2, pp. 343–78.

He, Zhiguo, and Arvind Krishnamurthy, 2012, "A Model of Capital and Crises," *Review of Economic Studies*, Vol. 79, No. 2, pp. 735–77.

—, 2013, "Intermediary Asset Pricing," *American Economic Review*, Vol. 103, No. 2, pp. 732–70.

Nuño, G., and C. Thomas, 2013, "Bank Leverage Cycles," *Working Paper Series 1524*, European Central Bank.

## 金融部门和货币政策协调面临的挑战： 以墨西哥为例

安娜·玛丽亚·阿吉拉尔 (Ana María Aguilar)<sup>17</sup>

全球金融危机引发了关于金融稳定对货币政策框架影响的激烈辩论（相应的报告，包括图和表，请见附录）。一般来说，关于这个问题有两种极端的观点。一方面是传统的观点，认为货币当局应保留其维护价格稳定的职责，而宏观审慎当局则应当促进金融稳定，双方各自有自己的政策工具。另一方面是逆风而行的观点，认为金融稳定应当是央行目标的组成部分。具体而言，它认为，在决定适当的货币政策立场时应将金融稳定关切考虑在内。

本说明从新兴市场经济体的角度分析了这个问题。根据这些经济体目前的特征，本说明认为，这些极端观点可能并不可行。强调协调的更平衡的观点可能是适当的。这种新观点应包括一些关键要素，如：首要目标为物价稳定的货币政策，以及央行由于其他当局一道参与设计和执行宏观审慎政策。为此，货币政策、财政政策和宏观审慎政策之间必须有良好的声誉和信誉，以及适当的协调。

本说明的结构如下：第一部分讨论了新兴市场经济体的一些特点，这些特点与评估这些经济体的适当方法相关。第二部分分析了墨西哥的例子。最后一部分提出结论。

### 新兴市场经济体的考虑

新兴市场经济体的金融稳定关切经常与大规模和波动的资本流入这些经济体的时期有关。例如，大量资本流入可能导致接受国国内人为的

---

<sup>17</sup>安娜·玛丽亚·阿吉拉尔 (Ana María Aguilar)，墨西哥央行研究部主任。

低利率、信贷过度扩张，以及资产价格的急剧上涨。另一个问题是，资本流动可能突然逆转。外国融资的突然逆转通常会导致国内支出和生产的急剧收缩、实际汇率的崩溃，以及资产价格和对私人部门信贷的减少。在这种情况下，不利的外部冲击可能会成为新兴市场经济体金融危机的触发器。

总体来看，除其他因素外，短期资本流动主要受先进和新兴经济体之间的利率差所推动，这种利差的存在往往会导致外国投资者对新兴市场经济体资产的风险偏好。在这种背景下，通过货币政策解决金融稳定风险的空间是有限的。具体而言，国内利率高于先进经济体的利率可能只会导致额外的资本流入，从而加剧金融失衡。

因此，对于新兴市场经济体，全面的政策回应可能包括使用宏观审慎工具，并由央行参与其设计。由于各国的金融脆弱性各不相同，没有适用于所有经济体的一个政策回应。然而，有一些普遍原则。首先，宏观审慎措施必须是预防性的，即它们必须旨在降低扩张阶段的风险积聚。

第二，这些措施必须是依据状态而定的。关于这一点，应当指出的是，资本流入可被分配到不同的市场和资产，对金融失衡的发展有不同的影响。总体而言，国内银行体系可作为这些资本流入的中介，然后直接投资于国内资产如房地产，或分配给公开市场或者企业债券市场。宏观审慎工具的有效性取决于具体情况。具体而言，如果金融脆弱性源自银行体系，则成功的概率较高。反过来，如果泡沫不是由杠杆所推动，则宏观审慎政策可能不会起作用或者没有必要，而当资本流入以债券市场为中介时，宏观审慎政策较难实施。最后，宏观审慎政策和其他政策之间并没有明确的界限。例如，微观审慎政策和货币政策也通常被标为宏观审慎。

总之，一个有效和积极的监管架构对于增强金融体系对负面冲击的抵御能力至关重要。然而，各国需要实施的具体措施可能各不相同。此外，为减少新兴市场经济体的脆弱性，还必须考虑另外两个因素。一方面，强有力的宏观经济基本面是抵御负面外部冲击的第一道防线。在金融动荡时期，投资者倾向于区分具有稳健基本面的国家和

基本面较弱的国家。另一方面，经济增长总是有所助益。因此，考虑到复杂的外部环境，各国必须着眼于提高本国经济的增长潜力。

## 墨西哥的例子

和其他新兴经济体一样，墨西哥在过去十年里大大增强了其宏观经济政策框架，并改善了其经济基本面。致力于物价稳定的货币政策框架得到稳健的财政政策、公共债务相对较低、灵活和汇率经济之和健康的国内金融体系的支持，它帮助在市场参与者当中建设了一个确定和自信的环境，降低了经济对不利外部事件的脆弱性。这种情况大大提高了墨西哥央行的信誉，并增加了货币政策的自由度。然而，信誉不应该被认为是理所当然的。因此，墨西哥继续在加强其宏观经济政策框架，以进一步提高投资者的信心。

关于金融稳定问题，墨西哥银行体系的抵御力主要是得益于1995年金融危机之后增强金融监管框架的改革。那场危机明确表明，对银行的监管是不够的。为克服这种情况，政府采取了多项措施，以加强银行的资本和流动性，并改善其风险管理。因此，墨西哥能够减少金融体系特别是商业银行的货币错配。

墨西哥继续加强其金融监管框架，以进一步提高国内金融体系的抵御能力。2010年，墨西哥央行建立专门研究金融问题问题的领域。此外，国内银行体系在很大程度上遵守《巴塞尔协议III》。此外，2010年成立了金融稳定理事会，由央行和政府金融机构参与。该理事会的目的是识别可能会产生系统性影响的金融和宏观经济风险，并提供宏观审慎措施的建议。

最后，国会最近批准了一项金融改革。该项改革的一个重要特点是实现四个基本平衡。第一个平衡是促进信贷增长（须遵守更大的资本化和流动性要求，以及符合国际标准的担保机制）和将监管范围扩大至其他金融中介之间的平衡。第二是金融机构的稳健性和经济主体更大的流动性之间的平衡。这必须来自于金融体系的良性竞争。第三是在保护金融服务使用者与避免破坏金融中介根基的做法之间的平衡。第四是在给予开发银行的灵活性与这些银行必须向那些没有机会

获得金融服务的人提供服务的义务之间的平衡。预计上述四个平衡将有助于墨西哥信贷市场的有序发展。

总之，鉴于新兴经济体目前面临的极其困难的国际环境，墨西哥实施的措施是非常切合实际的。具体而言，这些措施为提高对墨西哥经济的信心做出了贡献，帮助减轻了外部冲击的负面影响。这也许能够解释墨西哥经济为什么能在国际市场经历金融困境时有良好发展。

## 结束语

为了解决与资本流入有关的金融稳定风险，墨西哥长期以来主要侧重于改善其经济基本面。鉴于近期国际金融市场的动荡，可以说，那些在强劲基本面和健全的宏观经济政策基础上制定了可信的宏观经济框架的国家往往较少会受到不利外部事件的影响。也就是说，尽管不利的国际冲击可能会影响所有的经济体，但各个经济体所受影响的严重性可能在一定程度上与国内因素有关。尽管强劲的宏观经济基本面包括了专注于物价稳定的货币政策，但应当指出的是，墨西哥央行与其他当局一道，在制定和实施宏观政策方面也发挥了主导作用。

## 第四场分会

### 货币政策向价格型调控过渡的国际经验

## 韩国在货币政策工具方面的经验

崔雲奎 (Woon Gyu Choi)<sup>18</sup>

20世纪80年代，韩国央行逐渐从数量型政策工具过渡到价格型政策工具。在1997年的亚洲金融危机之后，韩国的货币政策框架从货币总量目标转到通胀目标制和利率政策（相应的报告，包括图和表，请见附录）。韩国央行特别重视金融稳定，最近其价格型政策遇到了挑战，诸如资本高度流动下长期收益率的可控性和政策工具的改革和协调。

韩国的货币政策框架从货币目标制转到通胀目标制（幻灯片5-7）。1997年亚洲金融危机前的货币政策是基于传统的两步货币目标框架。中央银行用货币总量作为中间目标，以实现最终的价格稳定目标。为实现广义货币目标增长率，银行准备金被用作操作目标，而三个公开市场操作工具即贷款机制、存款机制和法定存款准备金率被用来控制准备金。韩国于1998年转向通胀目标制，用活期/基础利率作为政策利率，以通胀为最终目标，同时保持三种工具。在过渡期间，更广义的货币总量 M3和汇率被用作信息变量。在货币总量目标制下，20世纪80年代中期以来实际的M2增长经常偏离其目标，原因是快速的金融创新导致货币总量和经济活动之间的关系松散。名义锚从作为中间目标的货币总量（所谓的软钉住）转到单级通胀目标下的通胀。这种机制转变部分也归因于对不可能三角形问题的关切。

货币政策的重点从货币总量转到政策利率（幻灯片8 - 10）。专注于政策利率的货币政策（容易观察并有利于金融稳定，因为它们减少了利率的波动）可能还会在传导中产生可预见的影响。在这些情况下，韩国央行一直专注于政策利率：1998年至2008年专注于活期利率

---

<sup>18</sup>崔雲奎 (Woon Gyu Choi)，韩国央行副行长兼经济研究所所长。

，自2008年以来专注于基础利率（接近于七天回购利率）。韩国央行以消费者物价指数通胀为目标，波动范围为 $+/ - 1\%$ 或 $0.5\%$ ，而当前的整体消费者物价指数通胀目标范围在 $2.5\%$ 至 $3.5\%$ 。除了在感受到国外抑制通胀压力的危机期间和最近一年半内，实际的通货膨胀大致在目标范围内。在从直接措施转到价格型措施的货币政策转型期间，韩国成功推行了利率放开，促进了债券市场的发展、利率灵活性，以及央行的业务独立性。

韩国央行强调市场机制，既为了促进金融发展也为了获得金融市场的信号并做出应对（幻灯片12 - 16）。在此背景下，货币政策工具被积极用来实现价格稳定和金融稳定。在20世纪80年代以前，法定存款准备金率一直是有效的流动性管理工具，但在通胀目标制下却并非如此（见报告）。韩国央行通常不会对银行持有储备而支付酬金，但可以在某些情况下这么做。韩国央行可以对金融债券和存款设定法定存款准备金率。展望未来，如果流动性覆盖比率（根据《巴塞尔协议三》）过高，则法定存款准备金率将不再有约束力。

按照政策利率决定，韩国央行在考虑银行准备金的需求和供应的基础上执行公开市场操作（幻灯片17 - 20）。公开市场操作涉及出售和购买货币稳定债券（MSBs）（1961年推出，期限最长为两年）用于长期流动性的调整，以及回购（主要是7天）和医疗储蓄账户（主要是91天）用于短期调整。截至2013年底，在通过公开市场操作的流动性回收中，货币稳定债券占88%，回购占7.5%。

韩国央行提供贷款和存款机制（幻灯片 21 - 25）。对于经常性融资便利，2008年3月引入了一个“走廊系统”（基础利率 $+/ - 100$ 个基点，见报告）。在全球金融危机期间，存款机制成功地吸收了过剩的流动性，并控制了隔夜市场利率的波动性，而贷款机制则被谨慎采用，原因是可能会有污名效应。为解决金融市场的失灵情况，如流动性总量充裕但部门流动性短缺，韩国央行最近恢复了其信贷政策，即“以银行为中介的贷款支持机制”。它为商业银行提供了较低的利率，并设置了这种贷款总量的上限（见幻灯片25）。

政策利率通过利率传导影响短期和长期利率（幻灯片26）。政策利率通过一对一的长期对应关系（完美传递）在短期内与短期利率密

切关联。政策利率也会影响长期利率，且短期和长期的联系都相当密切（不完美传递）。

金融一体化放松了国内收益率曲线，并构成政策挑战（幻灯片28 - 29）。国际金融一体化影响了长期收益率的可控性。先进经济体和新兴市场经济体的期限利差表现出强劲的连动性（见幻灯片29）。2012年韩国收益率曲线的反转（政策利率超过三年期国债利率）归因于美国期限利差下降。

对于宏观经济和金融稳定两者来说，央行需要更加密切地协调货币政策、宏观审慎政策和信贷政策（幻灯片30 - 32）。危机前正统的通胀目标制在全球危机之后变得不那么有效。现在，央行可能需要在更广泛的目标和包括宏观审慎政策在内的一组扩展工具之间的“后危机时代的新关系”上开展工作。韩国央行采用了三管齐下的宏观审慎政策，但它在何种程度上与货币政策协调以使宏观经济稳定与金融稳定目标相一致不得而知。央行将总体流动性注入市场流动性和投资贷款可被称为信贷政策的“现代重生”。然而，为了尽量减少干预对信贷流动分配造成的可能扭曲，信贷政策应基于明确的预设原则：与货币政策相一致、透明、简化、运用市场机制、来自银行的借款人的反馈，以及监测信贷流动和表现。

总之，不论什么时候，在哪个国家，都不存在放之四海而皆准的实施货币政策的方法。尽管如此，有利于市场运作的政策之益处似乎仍大于相关费用。货币政策面对资本流动的最近一项挑战是，削弱了较长端收益率曲线可控性的金融一体化将会使货币政策操作更加复杂。面对角色和责任的扩大，央行需要开发新工具，改进旧工具，同时考虑到宏观经济和金融状况的变化。

## 走向基于市场的政策工具：马来西亚的经验

苏克德夫·辛格 (Sukudhew Singh)<sup>19</sup>

随着时间的推移，马来西亚的货币政策框架已经根据马来西亚的经济环境和金融状况的变化进行了演变（相应的报告，包括图和表，请见附录）。利率放开和采用以市场为基础的利率环境要求一个运作良好和发达且监管和监督得当的金融体系。

在 1997 年的亚洲金融危机之后，马来西亚当局对马来西亚的金融体系进行了有规划的广泛的变革。这种转变的概要载于金融部门总体规划和资本市场总体规划中。这两份规划分别由马来西亚国家银行（马来西亚央行）和马来西亚证券监督委员会制定。

建立一个强大而有竞争力的银行体系是转型的基础。建立有效的风险管理机制和信用风险系统和强有力的监管框架是促进转型的一些关键要素。在马来西亚建设有深度和运作良好的金融市场要求决策者大力建设基础设施和监管环境，并开发各种工具和吸引各种机构。要求分阶段地审慎考虑国内金融市场放开。外汇管制已经逐步放开，且外资对国内金融市场的参与有所增加。

市场深度的增加和市场票据多样性的增加帮助马来西亚的决策者采取更加以市场为基础的政策框架和工具，包括以下内容：

采用将利率作为管理宏观经济和金融稳定的工具的货币政策框架。

在实施货币政策中增加对价格型工具的使用。

由于市场能够充当资金流动的有效中介，需要减少对市场的干预。

---

<sup>19</sup> 苏克德夫·辛格，马来西亚央行副行长。这里和报告中表达的为作者的观点，并不一定反映了马来西亚国家银行的观点。

国内大型金融参与者如养老基金和保险公司等的存在是国内市场在资本骤然流入和流出期间的一股稳定力量。作为国内票据的现成买家和卖家，它们帮助减轻了这些资本流动对收益率和市场条件的影响。

这些发展态势的一个重要结果是，汇率更加灵活地应对国内外发展情况。报告的最后一张幻灯片突出强调了亚洲金融危机前和解除钉住后汇率和政策利率相关表现的对比。虽然汇率波动性增加了从事商业的成本，但国内金融体系中对冲工具的存在为企业管理其中的一些成本提供了渠道。

然而，作为一个小型经济体，仅仅拥有有深度的金融市场和价格型政策工具可能并不能确保宏观经济和金融稳定。因此，有一些需要注意的地方：

利率本身并不足以解决所有的风险。马来西亚央行积极采用宏观审慎和监管措施来解决金融体系中的特定风险。

偶尔对马来西亚的外汇市场进行干预仍然是必须的，因为资本流动规模巨大，且可能会破坏市场条件，并造成汇率的过度调整。

马来西亚金融市场深度的增加提高了其容忍资本流动的门槛，但未能消除之。仍然存在的可能性是，资本流动太大且持久，如果决策者不干预的话，会使国内金融体系的吸收能力不堪重负。事实上，金融市场的深度可吸引大量资本流入，因为存在国际证券投资组合基金经理们孜孜以求的流动性和可投资资产。

需要加强马来西亚央行的监督和管理权力，以防止正规银行体系中和不受监管的金融机构中的系统性风险。

必须加强货币政策制定者和金融监管机构的监督和决策治理框架，以确保用最有效的工具先发制人地和协调地解决风险。

## 中国：货币政策中介目标向政策利率的转型

马骏<sup>20</sup>

中国目前的货币政策框架中同时包含了 M2 增长率的中介目标，维持贷款和社会融资规模合理增长以及稳定市场利率的愿望（**相应的报告，包括图和表，请见附录**）。在这一框架下，货币政策在短期内似乎试图在调控数量指标和稳定市场利率间寻求平衡。

但是，近年的实际情况表明，由于资本流动、金融创新、影子银行、政策套利、财政运行在内的许多因素对流动性的冲击，货币供应量增速的稳定与市场利率的稳定在短期内变得越来越不可兼容。换句话说，如果将货币供应量的增速作为主要目标，保持市场利率的稳定将变得较为困难。而利率大幅波动（比如 2013 年中国 SHIBOR 的波幅为 LIBOR 的十倍）将会通过影响市场预期，对投资和其他实体经济活动产生负面冲击。

中国应该考虑建立一个新的货币政策框架。这个新的框架应该接近欧央行的模式，包括在短期内盯住一个政策利率（中介目标）和在中长期内参考一个 M3 增长率的指标。在这个框架之下，短期内的主要目标是将政策利率稳定在所设定的目标水平左右，而不是强调数量指标的稳定，而数量指标（如 M3 增长率的某种移动平均）只有在中长期内才作为货币政策的参考。

在新的框架之下，中国应该在短期内以利率为主要中介目标的理由是：1) M2 增长率与实体经济指标（如 GDP 和 CPI 的增长率）之间的相关性已经在过去十年中大幅下降，而利率的波动性在过去几年中明显上升；2) 一些初步的实证研究表明，中国的固定收益市场发展已为利率从收益率曲线的短端向中长端的传导提供了一定的基础；3) 虽然还不完善，但市场利率向贷款利率传导的部分机制也已逐步

---

<sup>20</sup> 马骏，德意志银行大中华区首席经济学家。

建立起来；4) 虽然地方政府和国有企业的软预算约束问题仍然存在，但总体上企业对利率的敏感性已经比过去有了改善。

在新的框架之下，货币政策还应该在中长期“参考”一个如M3的广义货币指标的理由是：1) 在中国的金融体系中，60%左右的企业融资仍然来自于银行贷款，这个比例与欧洲的水平相对接近，但远高于美国。对一个以银行为主体的金融体系来说，货币总量指标对监测货币条件和宏观审慎状态来说都是有意义的。2) 如果设计得好，一个包括了存款、现金及其它“类货币”金融工具的M3指标与实体经济的长期相关性可以比M2与实体经济的短期相关性更高。

从目前状态到新的货币政策框架的过渡可能需要2—3年。在此阶段中的一个可能的路线图如下：

第一步（如第一年）：在一个隐含的政策利率周围建立一个事实上的利率走廊，但未必要宣布这个隐含的政策利率。建立一个走廊将有助于在平均利率不变的情况下明显降低利率的波动性。

第二步（如第二年）：继续收窄事实上的利率走廊。

第三步（如第三年）：在人民银行取消基准存款利率的同时，宣布建立短期盯住政策利率和中长期参考M3增长率的新政策框架。另外，届时可以建立一个正式的利率走廊，其上限为常备借贷机制的利率，下限为超额存款准备金的利率。在正式的利率走廊之内，继续用公开市场操作来维持一个更窄的事实上的利率走廊。

在向新的货币政策框架转轨的同时，还应该进行一系列改革，以改善利率传导机制，建立利率、M3和实体经济指标间关系的分析框架和预测模型，提高对流动性的预测能力。若干相关改革包括：1) 发展资产证券化市场，以改善市场利率向贷款利率的传导能力；2) 发展利率掉期等衍生品市场，以改善利率信号从收益率曲线短端向中长端的传导能力；3) 改善国债市场的流动性和期限结构，为公开市场操作创造更好的条件；4) 取消造成对货币需求季节性冲击的贷存比上限制度；5) 加强政府部门间的协调以改善流动性预测能力；6) 积累“扭曲操作”经验，以更有效地调控收益率曲线。

## 货币政策从直接工具到间接工具：20世纪80年代欧洲的经验

海因茨·赫尔曼 (Heinz Herrmann)<sup>21</sup>

自20世纪后期以来，许多国家的央行改变了其货币政策战略和战术（相应的报告，包括图和表，请见附录）。其中一个变化是从直接工具转到间接工具。直接方法主要依靠行政手段，而间接方法则主要依靠市场化的价格机制。本概述介绍了欧洲的央行为什么从直接工具转到间接工具，及其在这个过渡期间所遇到的问题。这可能对其他正在考虑现在或将来实施类似改革的国家有所帮助。

在20世纪80年代中期，有9个欧洲国家（包括德国、法国和意大利）参加了欧洲汇率机制，在该机制下，汇率是固定的，但可以调整。由于汇率调整往往伴随外汇市场的动荡，并且有一些不利的宏观经济后果，各国央行试图使其货币政策更加符合固定汇率。除其他要求外，一个重要的要求就是要采用更加统一的货币政策工具。事实上，在当时，货币政策工具（更一般而言，各国的金融体系）在很大程度上存在差异。在德国（和在英国一样），间接工具明显占主导地位，而法国、意大利、西班牙和其他一些欧洲小国的央行则主要依靠直接方法。（在这些国家，银行体系的很大一部分也往往由政府控制）。这种直接方法包括行政信贷控制（信贷限额）和未列举的（边际）法定存款准备金率（以影响信贷增长和存贷款利率）以及这两种工具的结合。

当时，这些国家的央行由于种种原因，更愿意采用这种直接方法。其中的一个原因是为了同时控制多个变量（特别是通过利率控制汇率，通过直接措施控制信贷或货币增长）。另一个相关的原因是为了控制特定的信贷变量（例如，在特定区域或特定部门）。还有一个

---

<sup>21</sup> 海因茨·赫尔曼 (Heinz Herrmann)，德意志联邦银行研究中心主任。

原因是金融市场仍不发达，央行怀疑其能否依靠市场机制。然而，由于缺乏经验，央行不知道适当的利率水平。而通货膨胀经常高位震荡的事实则加剧了这个问题，这意味着很难很好地估计实际利率。

欧洲需要更加协调的工具，这是这些央行开始加强间接工具的原因之一。另外，更深层的动机是，发现直接措施变得越来越无效，还阻碍了银行部门和整体经济的效率。银行试图规避法规，却导致出台更加复杂的法规，从而带来更多的不利因素。因此，各国陆续引入了更多的间接方法。他们放开了利率（通常先放开长期利率，然后在过程最后放开短期利率），逐步减少法定存款准备金率，并放宽信贷限额，以使其能够被用作过渡时期的“安全网”。在采用这些措施的同时，央行努力促进金融市场及总体金融体系的发展，进而可以利用有效的公开市场政策。有些国家也保留了在紧急情况下临时重新引入直接管制措施的可能性。例如，1986年，意大利在里拉面临下行风险时重新引入信贷控制，并持续了数月。然而，很显然，这样的临时措施并不是很成功。

在过渡期内，一些央行抱怨称，信贷增长的指标功能受到阻碍。例如，意大利银行表示，银行之间曾一度出现激烈的竞争。此外，很难比较利率放开之前和之后的利率水平，因为放开之前存在限额配给，衡量的利率并没有反映真正的均衡利率。然而，总的来说，转型过程大体很顺利，并没有任何严重的问题。在此背景下，相当有利的宏观经济环境和德国马克充当锚指标可能起到了积极作用。从现今的角度来看，值得指出的是，没有一个国家在这个阶段经历了金融稳定问题。然而，转型过程中并非没有风险。瑞典没有参加汇率机制，但也开放了其金融体系，并在20世纪80年代中期引入了更多间接工具，但在20世纪90年代初遭遇了严重的银行业危机。可以说，这场危机是设计欠佳的宏观经济和银行业改革进程的结果。银行业的放开加剧了外部和内部失衡以及房地产市场的高涨，最后以衰退和银行业危机结束。（详细说明可参见Peter Englund，“瑞典银行业危机，根源和后果”，（“The Swedish Banking Crisis, Roots and Consequences”），《牛津经济政策评论》，第15卷，第3号，1999年）。

## 闭幕辞

## 闭幕辞

马尔库斯·罗德劳尔（Markus Rodlauer）<sup>22</sup>

贝尔卡主席、易副行长、崔副行长、穆雷副行长和辛格副行长，尊敬的各位来宾，女士们，先生们：

在本次会议结束之前，我首先要感谢所有的发言者和与会者的参与。我们度过了忙碌而富有成效的一天，因此我就简单地说几句。我只想谈谈我对今天会议的主要议题与中国未来的道路如何相关的一些想法。

你们中的许多人都强调了在推进中国货币框架改革方面的关键挑战：（1）明确央行的职责和货币政策的目标；（2）继续从量化信贷目标、有管理的利率和汇率这些传统的名义锚向新的一组名义锚的转变；（3）适应金融创新，并将注意力从银行转向非银行金融中介；以及（4）在全球一体化加速、资本账户放开以及人民币国际化的环境中实施政策。

显然，这是一个重大而复杂的问题，因此，我们讨论对这些问题和相关问题的最新国际化思考真的是很有价值。今天讨论的关键主旨是什么？在这之前，让我们回想下何先生在今天的发言中所强调的一点：正如大家的经验所表明的，不存在“放之四海而皆准”的方法或解决方案；各国央行都必须根据其所在国家的具体情况对其政策框架进行调整。在这一点的基础上，我要指出以下几点：

正如弗拉加先生和阿吉拉尔女士所指出的，几乎无可置疑的是，健全的宏观经济管理是持续增长的一个重要前提，特别是，稳健的财

---

<sup>22</sup>马尔库斯·罗德劳尔（Markus Rodlauer），基金组织亚太部副主任。

政策是货币政策成功的一个先决条件。因此，关键是要确保财政和准财政活动不会“主导”货币政策。

在货币政策在一个日益市场化和全球一体化的环境下演变的同时，央行需要更大的灵活性，并能够控制其手中的货币和宏观审慎工具。有好几位发言者都强调了这一点。

与此同时，易纲副行长提醒我们，有效的和以市场为基础的货币政策还需要整个经济体范围内存在良好的公司治理，以及，如孙国峰所说的，需要一个硬性预算约束（否则，利率为基础的货币政策的价格信号仍受到忽略）。

今天我们还有些人讲到了在自己国家金融放开过程中的痛苦经历，以及从数量型到价格型货币政策过渡过程中伴随着意外的货币条件的放松。中国当局已经正确地决定，要避免出现这种情况。

崔先生和其他几位发言人建议在从目前的锚过渡到新框架的过程中谨慎行事，在转型过程中保持多种工具和目标总量作为保障，以最大限度地减少发生事故的风险，毕竟未来存在许多不确定性。

在此背景下，在这个转型期间，有一个充满活力、积极进取并与央行良好协调的强有力的审慎监管机构尤为关键（朱隽、奈利·梁和安娜·玛丽亚·阿吉拉尔）。

随着资本账户越来越开放，汇率灵活性将是中国独立的货币政策的关键，贝尔卡行长和其他几位发言人强调了这一重要的一点。

最后，安德烈·列文让我们了解央行透明度和有效信息传播的好处，因为货币政策既要塑造当前的货币条件，也要塑造预期。

我相信还有很多其他重要要点，且上述各议题值得作进一步的思考和讨论。有些已经在今天的发言中谈到了，我相信各位都会在后续的接触和意见交换中分享更多的洞见和参考。为了保留我们今天的一些非常丰富的讨论，我提议将各位的发言汇编成册（电子书），并发布在会议网站上，就像我们去年在中国人民银行-国际货币基金组织关于资本账户放开的研讨会之后所做的那样。

最后，请允许我感谢中国人民银行今年再次共同主办本届研讨会。我期待着我们能够继续合作。随着未来几年中国综合改革议程的实施，请放心，基金组织随时准备提供可能对贵国有用的任何援助和咨询。

## 简历



周小川博士，中国人民银行行长。

1948 年 1 月，周博士出生于中华人民共和国北京。1975 年，他毕业于北京化工学院，获得工程学学士学位。1985 年，获得清华大学经济系统工程博士学位。

1986 年 12 月至 1989 年 12 月，周博士任对外贸易经济合作部部长助理，1986 年 11 月至 1991 年 9 月，还是国家经济体制改革委员会成员。1991 年 9 月，担任中国银行副行长直至 1995 年 10 月，之后被任命为国家外汇管理局局长。1996 年 10 月到 1998 年 2 月，担任中国人民银行副行长兼国家外汇管理局局长。之后，担任中国建设银行行长，直到 2000 年 2 月，他被任命为中国证券监督管理委员会主席。2002 年 12 月，周博士回到中国人民银行，担任行长，并从 2003 年 1 月开始主持货币政策委员会的定期会议。

周博士是第一批有资格获得政府特殊津贴的知识分子之一，发表 100 余篇学术论文，著书 10 本以上。

~ oOo ~



易纲博士，中国人民银行副行长兼国家外汇管理局局长。

易纲博士于 1986 年获得伊利诺大学经济学博士学位。1986 年至 1994 年任教于美国印第安那大学经济系。1994 年与他人共同组建了北京大学中国经济研究中心 (CCER)，并担任该中心的教授至今。

他于 1997 年加入中国人民银行，历任中国人民银行货币政策委员会秘书长、货币政策司司长。2007 年 12 月任中国人民银行副行长。2009 年 7 月任国家外汇管理局局长。

他的研究领域包括货币、银行和中国经济。

~ oOo ~

李波先生，中国人民银行货币政策二司司长。



李波先生于 2004 年加入中国人民银行，先在条法司工作，2009 年加入货政二司。加入央行之前，李先生曾在纽约的 Davis Polk & Wardwell 律师事务所担任执业律师。李先生获得斯坦福大学经济学博士学位，以优等生成绩获得哈佛法学院法学博士学位。他是中华律师协会和纽约州律师协会会员。

~ oOo ~

何建雄先生，中国人民银行国际司司长。



何先生从 1991 年开始在中国人民银行工作，先后担任国际司副处长、处长、副司长和司长职务。在此期间，他曾任职于基金组织，1995-1997 年担任执行董事顾问，2006-2009 年担任中国副执行董事，2009 年 5 月至 2011 年 11 月担任中国执行董事。

加入中国人民银行之前，何先生任中信贸易公司副经理，在此之前，他在对外经济贸易大学获得学士和硕士学位，并先后担任助理讲师、讲师和国际商学系副系主任。2001 年至 2005 年，他任中国国际经济关系学会副会长。何先生发表很多关于国际金融和经济学的文章。

~ oOo ~

孙国峰，中国人民银行货币政策司副司长。



孙国峰 1996 年毕业于中国人民银行总行研究生部，当年进入中国人民银行工作，先后任职于计划资金司、货币政策司，历任货币政策司公开市场处副处长、外汇交易处处长，2010 年至今任

中国人民银行货币政策司副司长，主要从事了创建银行间债券市场，发展中国货币市场，启动公开市场操作、人民币汇率形成机制改革等工作。2003-2004 年作为访问学者受邀前往美国斯坦福大学从事研究工作。目前为对外经贸大学兼职教授、中国金融四十人论坛（China Finance 40）特邀成员。

孙司长多年关注信用货币理论、中央银行货币政策、人民币汇率、债券市场、货币市场、国际金融市场等领域的研究，发表论文 60 多篇，出版两部专著，曾应邀赴美国斯坦福大学、美国加州大学伯克利分校、国际清算银行、北京大学中国经济研究中心、中国金融学会等大学和学术机构进行演讲。

~ oOo ~



王宇博士，中国人民银行研究局副局长。

1994 年在中国人民大学经济系获得经济学博士学位；1996 在中国社科院世界经济与政治研究所完成博士后研究。1996 进入中国人民银行，先后在货币政策司、金融市场司和研究局工作，其间，曾在美国斯坦福大学作访问学者。任世界经济学会理事、美国经济学会理事，中国人民银行研究生院兼职教授，《中国经济时报》和《当代金融家》专栏作家。

在中国人民银行，参加了中国货币政策框架建设和中国金融市场体系建设；参加了利率市场化改革、汇率市场化改革和资本账户可兑换；参加了中国外汇市场和黄金市场交易规则的制定和交易工具的开发；推动中国金融市场对外开放。

主要研究领域为货币政策、金融市场、汇率制度和国际金融。曾在《经济研究》、《金融研究》、《国际金融研究》、《世界经济》、《求是》、《China and World Economy》等重要期刊上发表学术论文 800 多篇。曾在《人民日报》（理论版）、《中国经济时报》、《光明日报》、《经济日报》、《第一财经日报》、《21 世纪经济报道》等重要报刊上发表学术文章 300 多篇。曾在商务印书

馆、三联出版社、人民出版社、中国金融出版社等出版学术著作（译著）20多篇。

多次在国际货币基金组织理论研讨会、国际清算银行理论研讨会、美国斯坦福大学、北京大学、清华大学、国家行政学院和凤凰卫视《世纪大讲堂》等进行演讲。

~ oOo ~

朱隽，中国人民银行国际司副司长。



朱隽女士于1993年加入中国人民银行，之后担任过各种职务。在行长办公室工作之后，朱女士于1997年加入国际部，先后在国际清算银行处和研究处工作。2001年，她担任研究处副处长，2006年任处长。

2009年，她被任命为国际司副司长。

1999年3月至10月，借调工作于国际清算银行。2003年9月，她重返国际清算银行，任经济学家，直到2005年12月。

1989年，朱女士毕业于北京大学，获经济学学士学位，1993年，获得北京大学经济学硕士学位。

~ oOo ~



周皓，现任清华大学五道口金融学院教授。2013年3月之前，他在美国联邦储备系统管理委员会任高级经济学家。周先生先前的主要工作是参与监督具有系统重要性的金融机构，并就宏观审慎监管政策向委员会提出建议。周先生曾任麻省理工学院和北京大学客座教授。加入了美联储之前，周先生于2000年获得杜克大学经济学博士学位，他还获得北京大学的经济学学士和硕士学位。

周先生的研究议题包括含随机波动的基于消费的资产定价模型、结构性信用风险模型和信用衍生产品市场、金融市场波动和收益可预测性、利率期限结构动态模型、金融市场的已实现跳跃和资产价格难题、国际风险溢价动态和不完全市场、金融机构的系统性风险和宏观审慎监管。他曾在《金融杂志》、《金融研究评论》、《金融与数量分析期刊》、《计量经济学期刊》、《商业和经济统计期刊》、《银行与金融期刊》、《金融计量经济学期刊》、《金融服务研究期刊》等发表文章。

他的研究获得众多学术和专业奖项，包括入围 Whitebox 公司评选的最佳金融研究论文，中国国际金融年会最佳论文奖、克劳威尔纪念奖、芝加哥数量联盟（CQA）学术竞赛奖项、澳大利亚金融和银行会议 BANKSCOPE 最佳论文奖、全球风险管理专业人员协会（GARP）奖项、伦敦帝国学院对冲基金研究中心奖项、博科尼应用金融研究中心（CAREFIN）奖项等等。

~ oOo ~



安娜·玛丽亚·阿吉拉尔，墨西哥中央银行经济研究部主任。

2004 年，安娜·玛丽亚·阿吉拉尔获得加州大学洛杉矶分校（UCLA）的经济学博士学位，自 1998 年起在墨西哥中央银行任职。在央行工作期间，阿吉拉尔博士曾担任经济研究员，后来领导货币研究处的工作。目前，她主管经济研究理事会。一方面，阿吉拉尔博士负责货币政策分析，尤其是针对对通胀演变和预期形成产生影响的经济因素，包括金融市场的表现等另一方面，她负责协调经济研究理事会与国内和国际学术机构之间的关系。此外，她还为墨西哥央行在制定货币政策和其他相关经济政策，以及就有关经济政策与公众进行沟通等方面提供支持。

~ oOo ~



马雷克 · 贝尔卡，波兰国家银行行长。

1952 年 1 月，贝尔卡先生出生于罗兹（波兰中部）。1972 年，他毕业于罗兹大学，获得经济学硕士学位，之后在母校经济学学院继续其学术工作。1978 年，获得博士学位，1986 年，获得经济学博士后学位（“教授资格”）。1986 年以来，他一直与波兰科学院保持关系。贝尔卡在哥伦比亚大学、芝加哥大学和伦敦经济学院任研究员（分别是 1978 年至 1979 年，1985 年至 1986 年，以及 1990 年）。1994 年，他获得经济学教授的头衔。

贝尔卡教授发表了 100 多篇科学论文，主要是关于货币理论和发展中国家的反通胀政策。他擅长的领域是应用经济学和当代经济思想。

1990 年到 1996 年，他担任波兰财政部的咨询专家和顾问，之后，在波兰所有制变革部和中央计划办公室任职。1996 年起，担任世界银行顾问。

1994 年到 1996 年，贝尔卡教授任部长委员会社会-经济战略委员会副主席，还担任了波兰共和国总统的次席经济顾问。

贝尔卡教授曾两次担任副总理兼财政部长：分别是 1997 年在齐莫谢维奇政府，2001 至 2002 年在莱谢克米勒政府。

2004 年 5 月至 2005 年 10 月，贝尔卡教授曾担任波兰总理。

贝尔卡教授还曾在国际社会担任高级职位。2003 年，他曾担任伊拉克国际协调理事会主席，联盟驻伊拉克临时权利机构经济政策局局长（2003-2004 年），负责货币改革、建立新的银行系统和监督伊拉克经济。2006 年到 2009 年，他担任驻日内瓦的联合国欧洲经济委员会（UNECE）执行秘书。2009 年 1 月，他担任国际货币基金组织欧洲部主任。

2010 年 6 月 10 日，波兰共和国议会批准贝尔卡教授担任国家银行行长。

2011 年 1 月，贝尔卡教授被选入欧洲系统性风险委员会指导委员会，任期三年。2011 年 11 月以来，他还担任世界银行/国际货币基金组织发展委员会主席。

贝尔卡教授已婚，两位子女皆已成年。

~ oOo ~



崔雲奎先生目前任韩国央行副行长兼经济研究所所长。2012 年 6 月加入韩国央行前，他任职于基金组织（基金学院亚洲处，2000–2012 年）。在基金学院工作期间，他教授世界各地政府官员一系列课程，包括宏观经济字、国际金融、财政和相关政策问题。他主管和/或协调基金学院的各种课程，包括金融规划和政策、宏观经济诊断、金融稳定方面的经济政策、金融市场分析、宏观经济管理和金融部门问题/财政政策，以及货币政策和汇率政策。加入基金组织之前，他曾在韩国央行研究部工作（1987–1991 年），在香港科技大学担任助理教授，教授各级课程，包括货币银行学以及高级宏观经济学（1995–2000 年）。其研究领域包括货币政策和金融市场、货币总需求和企业货币需求、汇率政策和财政政策问题、国际储备、金融周期、宏观经济政策和失业，以及全球金融市场问题。他在权威学术期刊，包括《货币经济学期刊》、《国际经济学期刊》、《货币、信贷和银行期刊》、《金融和数量分析期刊》发表过著作。他获得加州大学洛杉矶分校（UCLA）经济学博士学位。

~ oOo ~



阿米尼奥·弗拉加是加韦亚投资基金（一家投资管理公司）的共同创始合伙人。该基金创立于 2003 年 8 月，总部设在巴西里约热内卢。2009 年 4 月至 2013 年 4 月，弗拉加先生任巴西证券期货交易所主席。1999 年 3

月至 2002 年 12 月，任巴西中央银行行长。1993 年起，直到他被任命为央行行长之前，他担任纽约的索罗斯基金管理公司的董事总经理。1991 年至 1992 年，他曾担任巴西中央银行国际事务司司长一职。在其早期职业生涯中，他曾在所罗门兄弟公司和 Garantia 投资银行任职。弗拉加先生曾任教于里约热内卢天主教大学、热图加尔斯基金会的经济学研究生院，哥伦比亚大学国际事务学院和沃顿商学院。他是“三十人小组”和外交关系理事会的成员，并担任多个非政府组织董事。弗拉加先生发表大量文献，涉及国际金融、宏观经济和货币政策等领域。弗拉加先生于 1985 年获得普林斯顿大学经济学博士学位，1981 年，他获得里约热内卢天主教大学的经济学学士/硕士学位。

~ oOo ~



王志浩任渣打银行大中华区研究部主任。其研究团队分设在北京、上海、香港和台北。王志浩获得伦敦政治经济学院政治系博士学位，并获剑桥大学的一级荣誉学位。他一直是上海复旦大学和深圳证券交易所的客座研究员。

加入渣打银行之前，王志浩任伦敦的皇家国际事务所亚洲项目主管。在博士期间，还担任过几年《经济学人》杂志 The World in” 刊物的副主编。他还曾深入肯尼亚和莫桑比克农村，从事救灾和教学工作。

2010年1月，他的第四本著作《大国经济之路》 (*The Challenges of China's Economy*) 在中信出版社出版。

~ oOo ~



菲利普·哈特曼任欧洲央行研究部副主任兼代理负责人。他还是经济政策研究中心的研究员，并担任鹿特丹Erasmus大学宏观金融经济学兼职讲座教授。他曾任欧洲货币和金融论坛（SURF）副总裁、巴塞尔委员会研究小组成员、欧洲央行金融研究

处负责人以及伦敦经济学院金融监管研究所研究员。

哈特曼先生的工作广泛涉及金融、货币和国际经济问题。他撰写或与人合编了好几本书，曾多次在学术期刊与市场杂志上发表文章，并担任《金融稳定》期刊副主编。他的政策论文在许多官方报告中发布，并在欧洲经济政策委员会、欧洲央行监管和常务理事会、巴塞尔银行监管委员会，以及联合国欧洲经济委员会等论坛讨论。

~ oOo ~



何东先生任香港金融管理局助理总裁（研究），主管研究部，负责就宏观经济和金融市场稳定以及金融市场发展问题提供研究和政策建议。何先生亦同时兼任香港金融研究中心主任，负责主持该中心的研究工作和学术活动。

何先生于1993年至1998年在世界银行任职，于1998年至2004年在国际货币基金组织任职，为高级经济学家。他有与多个成员国进行政治磋商、贷款谈判、及技术援助方面丰富的经验。何先生于2004年8月加入香港金融管理局，并于2009年8月获委任现职。

何先生拥有剑桥大学经济学博士学位，并就有关香港、中国内地及其他新兴市场经济体宏观经济和金融市场问题的发表了多篇文章。

~ oOo ~



**海因茨·赫尔曼**任德意志联邦银行研究中心主任。1978年，他获得博士学位。1978年至1980年，他在德国经济顾问委员会任工作人员，1980年，加入德意志联邦银行，任经济学家。在2000年领导德意志联邦银行研究中心之前，他任货币分析处副处长和欧洲货币联盟筹备组组长。他还是德国数据论坛成员。

~ oOo ~



**李奥纳多·雷德曼**任特拉维夫大学经济学教授。他于1951年出生在阿根廷科尔多瓦，1969年移居以色列，在耶路撒冷希伯来大学开始本科学习。1974年完成研究生学习，之后来到美国芝加哥大学，于1978年获得经济学博士学位。后来到特拉维夫大学担任教学和科研工作至今。多年以来，他多次访问基金组织、世界银行、芝加哥大学和其他院校。曾在德意志银行和以色列银行担任高级职位。在学术刊物发表论文70余篇，撰写和编辑了7本书。主要研究领域是宏观经济、货币政策、新兴市场和国际金融。

~ oOo ~



**安德鲁·莱文**目前在国际货币基金组织研究部任常驻学者。1989年，莱文博士获得斯坦福大学经济学博士学位。1992年至2012年期间，他是美国联邦储备委员会的工作人员。最近两年担任伯南克主席和耶伦副主席货币政策策略和沟通专题特别顾问。莱文博士还与其他许多央行有着广泛的联系：他曾担任欧洲央行研究通胀持久性机构的顾问以及加拿大银行研究的外部评审顾问，他还是《中央银行国际期刊》的联合编辑，并一直是日本银行和荷兰国家银行的访问学者，他还曾向阿尔巴尼亚和马其顿国家银行提供技术援助。莱文先生的研究成果发表在顶级经济学刊物，包括

《美国经济评论》、《欧洲经济协会期刊》、《货币经济学杂志》以及《计量经济学期刊》。

~ oOo ~



**奈利·梁**任联邦储备委员会金融稳定政策和研究室（简称研究室）主任。该研究室负责开展和协调委员会有关金融稳定方面新生的结构性的金融风险的工作，并负责评估旨在减轻系统性风险的备选政策。梁女士最近的研究重点是短期资金市场、债务契约规定对就业风险的影响、公司的派息政策、退休金固定缴款计划以及公司股票。

她的研究在《金融杂志》、《金融经济学期刊》、《金融和数量分析期刊》、《公共经济学期刊》等刊物发表。她获得美国马里兰大学的经济学博士学位。

~ oOo ~



**马骏**任德意志银行董事总经理、大中华区首席经济学家，德意志银行中国/香港策略部主管。2000 年加入德意志银行之前，马骏在 1992-2000 年期间在基金组织和世界银行任经济学家和高级经济学家。1988-1990 年，马骏在中国国务院发展研究中心任研究员。他出版了八本书和几百篇关于中国经济、全球经济和金融市场的文章。他经常受政府机构邀请，参与政策讨论。主要研究领域包括宏观经济预测、货币和汇率政策、人民币国际化和资本账户放开、金融市场发展以及结构性改革。

马骏多次被各类投资者调查评为相关研究领域中的顶级人物。最近的荣誉包括在过去四年连续（2009-2012 年）被机构投资者评为亚洲最佳经济学家和最佳中国分析师，被《亚洲金融》评为“最佳中国

银行家之一”（2012 年），被《亚洲货币》、汤森路透社和搜狐财经等评为中国经济学与战略研究顶级专家。

马骏于 1994 年获得美国乔治敦大学经济学博士学位，1988 年获得复旦大学管理科学的硕士学位。

马骏是中国金融四十人论坛的成员、博源基金学术委员会委员、国际金融论坛学术委员会成员、上海新金融研究院成员、香港中国金融协会副会长、中华全国归国华侨联合会青年委员会成员，并在复旦大学任兼职教授。

~ oOo ~



**约翰·穆雷**，2008 年 1 月被任命为加拿大央行副行长。他与另一位副行长共同负责监督国内和国际经济发展的分析工作，对货币决策提供支持。作为银行理事会成员，他负责货币政策和金融系统稳定的有关决策，并为中央银行制定战略方向。

穆雷出生于多伦多，1971 年获得皇后大学的商业学士学位，1974 年和 1977 年先后获得普林斯顿大学的经济学学士和硕士学位。

~ oOo ~



**马库斯·罗德劳尔**任国际货币基金组织亚洲及太平洋部副主任。他曾担任中华人民共和国 2012 年第四条磋商代表团团长。他还担任过西半球部副主任、亚洲部助理主任，基金组织驻波兰和菲律宾首席代表。在加入基金组织之前，罗德劳尔博士曾在奥地利外交部工作。他获得多个经济学和国际关系学位和因斯布鲁克大学的法学博士。

~ oOo ~



席睿德先生现任国际货币基金组织驻华首席代表，曾任亚洲及太平洋部处长，负责协调快速增长的东南亚低收入国家（前沿经济体）的工作，并曾率团访问越南。他曾任基金组织西半球部处长，负责拉丁加勒比及东加勒比货币联盟事务。其间，他谈判达成一项高额度备用贷款安排（其中包括东加勒比货币联盟的一个成员国的债务重组和债转股安排，以及为萨尔瓦多达成 8 亿美元的预防性备用安排）。此外，他还曾任中美洲、巴拿马和多米尼加共和国地区常驻代表，并曾在基金组织欧洲部工作过。他在哈佛大学肯尼迪政府学院讲授国际贸易和金融，撰写和编辑了许多书籍和文章，包括最近出版的一本关于东加勒比货币联盟的手册。他的主要研究领域是经济一体化以及宏观经济和金融之间的联系。

~ oOo ~



苏克德夫·辛格任马来西亚央行副行长，负责货币政策、经济学、国际事务、统计、信息技术、风险管理及人力资本开发。他亦是该银行货币政策委员会、金融稳定委员会和董事会成员。

1986 年，苏克德夫博士加入马来西亚国家银行，他毕业于范德比尔特大学，获得金融和国际经济学博士学位。在中央银行工作期间，苏克德夫博士的其他工作领域包括金融稳定、支付系统、人力资源管理、统计信息系统，并担任政府金融顾问。他曾主持多个区域工作组的工作，并且是东南亚中央银行组织（SEACEN）资本流动专家组的联席主管人。他还是马来西亚参与跨太平洋伙伴关系（TPP）自由贸易协定谈判的负责金融服务的谈判代表。

~ oOo ~



汪涛，董事总经理，瑞银集团首席中国经济学家。

汪涛博士是瑞银集团的首席中国经济学家。她带领的团队负责研究中国宏观经济和政策问题。她的观点常被《经济学家》、《金融时报》、《亚洲华尔街日报》、《财经》、《21世纪导报》等国内外媒体报道和引用。加入瑞银以前，汪博士曾任美国银行大中华区经济研究与策略主管和英国 BP 集团首席亚洲经济学家。

到私人部门工作之前，汪涛博士曾任国际货币基金组织高级经济学家，主要负责研究中国。在基金组织工作的八年中，汪涛博士参加了与多个成员国的项目谈判与磋商，发表了多篇研究论文。她也曾任 DRI / McGraw-Hill (现为 Global Insight) 首席亚洲经济学家。

汪涛博士是纽约大学经济学博士，中国人民大学经济学系学士。

~ oOo ~



渡辺努，2011 年 10 月以来任东京大学经济学研究生院教授，教授宏观经济学、货币经济学和国际金融。在此之前，1999–2011 年期间，他在一桥大学经济研究院任教，1982 年至 1999 年期间，在日本银行担任高级经济学家。他还是多所大学，包括日本京都大学和博科尼大学的访问教授。1992 年，他获得哈佛大学经济学博士学位，在东京大学获得本科学位。渡边的主要研究领域包括货币政策和通货膨胀动态。他发表了一系列关于名义利率在零下限时货币政策的文章，并因此出名。其关于零下限的最优货币政策（2001 年发表第一稿，并最终于 2005 年出版）的文章被广泛认为是首篇简单介绍流动性陷阱，以及动态随机一般均衡设置下最优政策应对的论文。他撰写了 40 余篇关于货币政策和国际金融的学术论文。他是日本学术振兴会（JSPS）资助的“了解日本持续通缩问题”（2012–2017 年）科研项目的负责人。

~ oOo ~

## 附录

# 报告

## 第一部分

### 第一场分会：全球金融危机后货币政策框架的演变

 金融危机以来对货币政策的再思考  
李波

 灵活的通胀目标制之外  
约翰·穆雷 (John Murray)

 欧洲央行在危机之前和之后的货币政策框架  
菲利普·哈特曼 (Philipp Hartmann)

 摆脱流动性陷阱和通货紧缩：日本在 1999-2014 年  
期间的经验  
渡辺努

# 金融危机以来对货币政策的再思考

中国人民银行 货币政策二司

李波

2014年03月27日

## 目录

- 金融危机以来发达国家的货币政策
- 金融危机以来对货币政策的再认识
- 后危机时代货币与财政政策的协调
- 对中国的启示

## 危机后发达国家的货币政策：ZI、QE、CE

### 金融市场稳定时的利率结构

$$R_t = R_{f,t} + CS = (R_{f,0} + TP) + CS$$

- 零利率政策（ZI）：降低 $R_{f,0}$ 至0
- 量化宽松政策（QE）：降低TP
- 信贷宽松政策（CE）：降低特定行业的CS

3

## 金融危机后对货币政策的再思考

### • 对央行目标的挑战

- 中央银行的单一目标是否合理？
- 实行通胀目标制是否意味着央行单一目标？
- 价格稳定是否可以保证金融稳定？
- 通胀目标是否应具有弹性或相应提高？

4

## 金融危机后对货币政策的再思考

- **对央行操作体系的挑战**

- 政策利率工具是否有效？
- 是否需要重新引入 数量型操作工具？
- 货币政策如何应对劳动生产率变化等供给冲击？
- 宏观审慎政策：央行的作用？
- 传统CPI通胀指数是否能有效衡量整体价格水平？

5

## 金融危机后对货币政策的再思考

- **对央行独立性的挑战**

- 危机以来，央行面临来自各方的压力：政府、市场、民众
- 对央行独立性的新理解：独立于政府？独立于议会？
- 民主政治与长期通胀：央行可以独善其身吗？

6

## 金融危机后对货币政策的再思考

- **对货币政策策略的挑战**

- 货币政策规则&货币政策相机抉择
- 危机以来央行面临很多新情况，货币政策被迫进行相机抉择
- 在相机抉择的同时，发达国家央行也发明了很多新的货币政策规则，但是这些规则在理论和实践都还存在较多挑战

---

7

## 后危机时代货币与财政政策的协调

- **“专家治理”的货币政策VS. “议会治理”的财政政策**

- 政策目标差异
- 约束机制差异
- 政策工具差异
- 决策机制差异

---

8

## 宏观经济政策的“混合治理机制”

- **从短期看**

- “专家治理”的货币政策可以在一定程度上弥补“议会治理”的财政政策的不足，帮助熨平部分经济波动

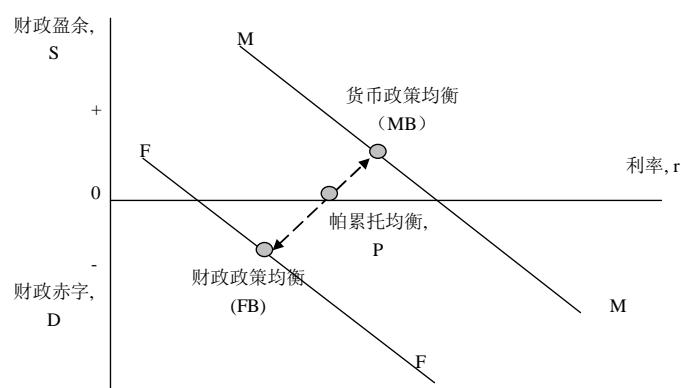
- **从长期看**

- 财政政策的长期不审慎可能最终导致金融和经济危机，倒逼货币政策趋向极度宽松，导致公共债务的货币化，通过通货膨胀和资产泡沫的方式由他国居民或后代承担或分担相关成本

9

## 货币政策与财政政策的互动：博弈论分析

- **博弈模型 —— Nordhaus (1994)**

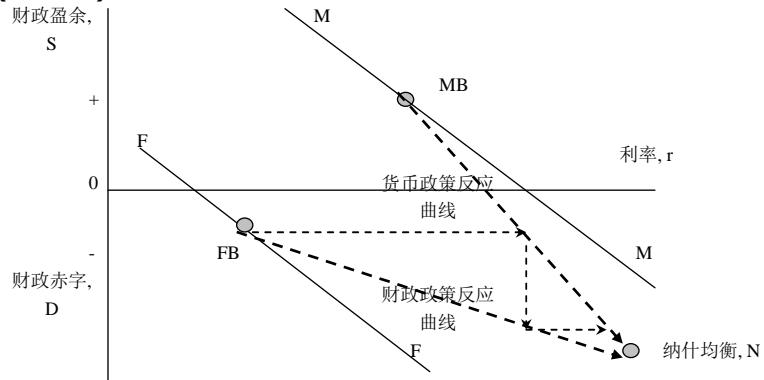


10

## 货币政策与财政政策的互动：博弈论分析

## • 静态不合作情况下的纳什均衡 —— Nordhaus

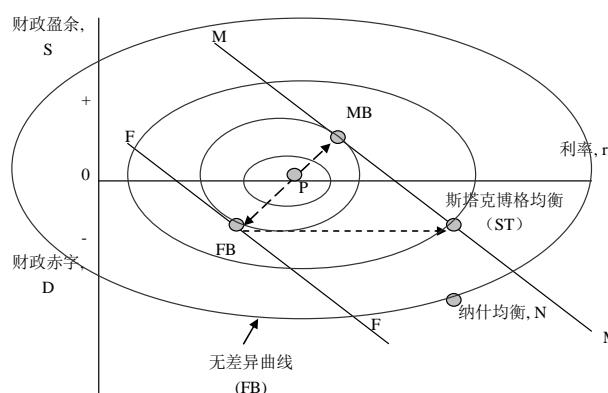
( 1994 )



11

## 货币政策与财政政策的互动：博弈论分析

- 动态博弈下财政政策领导及斯塔克博格均衡—— Nordhaus (1994)



12

## 货币政策和财政政策协调

- Nordhaus ( 1994 ) 假设央行实行单一目标制
- 在实践中，由于财政政策短期“不给力”和长期“不审慎”，多目标制的央行可能被迫降低利率水平（斯塔克博格均衡）

---

13

## 对中国的启示

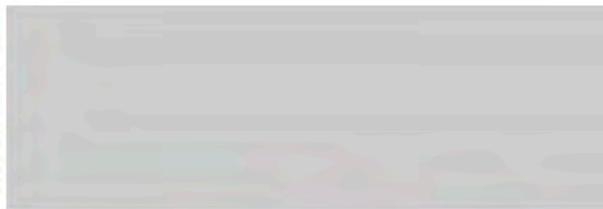
- **货币政策的多目标制具有合理性**
- **宏观审慎政策的重要意义**
- **通胀目标制的作用**
- **相机抉择的作用**
- **财政体制改革：赋予财政政策一定的独立性**
- **货币政策与财政政策协调**
- **央行独立性的再思考**

---

14

## 灵活的通胀目标制之外

“货币政策中的新问题：国际经验和对中国的启示”  
人民银行和基金组织联合举办  
中国北京—2014年3月



约翰·穆雷 (John Murray)  
加拿大央行副行长

[www.bank-banque-canada.ca](http://www.bank-banque-canada.ca)

## 纲要

- 危机前后加拿大采用灵活通胀目标制的经验
- 2011年，加拿大继续采用通胀目标制
- 货币政策框架方面的未决问题
- 最优货币政策，历史依赖性和价格水平目标

## 加拿大采用灵活通货膨胀目标制的经验

- 加拿大是较早采用通货膨胀目标制的国家
- 1991-2007年期间的表现 – 好于我们的预期 [[图1和表1](#)]
- 危机期间和之后的表现如何 – 好于大多数其他国家 [[图2和3](#)]
- 得到应有的好处吗？此做法是否只适用于先进经济体？

3

## 加拿大继续通货膨胀目标制

- 2001年决定继续采用通胀目标制之前，进行了大量研究，重点在三个问题上：
  1. 2%是否是正确的通胀目标？
  2. 价格水平目标是否更好些？
  3. 金融稳定担忧是否应得到更多重视？
- 我们得出什么结论 – 得到希望的结果，但最终，没有变化
- 重新认识已有的做法

4

## 框架方面的未决问题

- 尽管如此，2016年继续实行通胀目标之前，许多问题尚未解决，并正在重新审查：
  - 1) 是否会更频繁地发生零下限情况？
  - 2) 这是否意味着需要更高的通胀目标？
  - 3) 这是否提高了价格水平或GDP水平目标的吸引力？[\[图4和图5\]](#)
- 工具、目标和分配问题

5

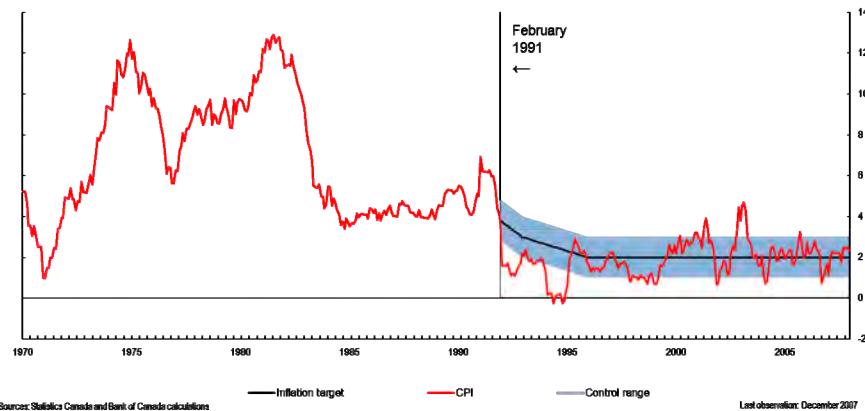
## 最优货币政策和历史依赖性

- 历史依赖性和通胀超调的优点
- 与价格水平目标和通胀平均化的联系
- 历史依赖性货币工具，以应不时之需
- 通过前瞻性指导和门槛的隐性历史依赖
- 预期的形成：一些初步的实验证据

6

## 图 1: 通货膨胀表现好于我们的预期

12-month rate of increase, monthly data



7

## 表1: 加拿大的经济表现 (1970-2013年)

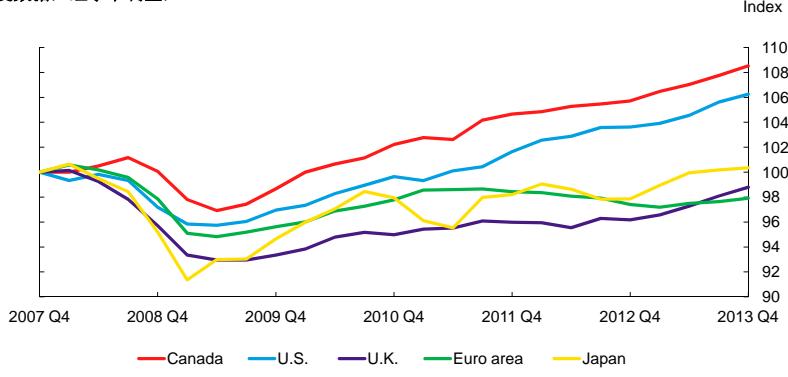
	平均数 (%)			标准偏差		
	1970M1-1991M1	1991M2-2007M12	2008M1-2013M12	1970M1-1991M1	1991M2-2007M12	2008M1-2013M12
CPI: 12-个月的增长率	6.8	2.1	1.6	3.0	1.2	1.0
实际 GDP 增长率	2.9	2.8	1.4	3.5	2.1	3.2
失业率	8.9	8.4	7.4	1.7	1.7	0.7
3个月期利率	10.0	4.7	1.4	3.3	1.8	0.9
10年期利率	10.1	6.1	2.8	2.2	1.6	0.7

8



## 图 2: 加拿大的表现好于其他先进经济体

实际GDP水平  
季度数据, 经季节调整, 2007 Q4 = 100



来源: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Statistical Office of the European Communities, U.K. Office for National Statistics, Cabinet Office of Japan and Bank of Canada calculations.

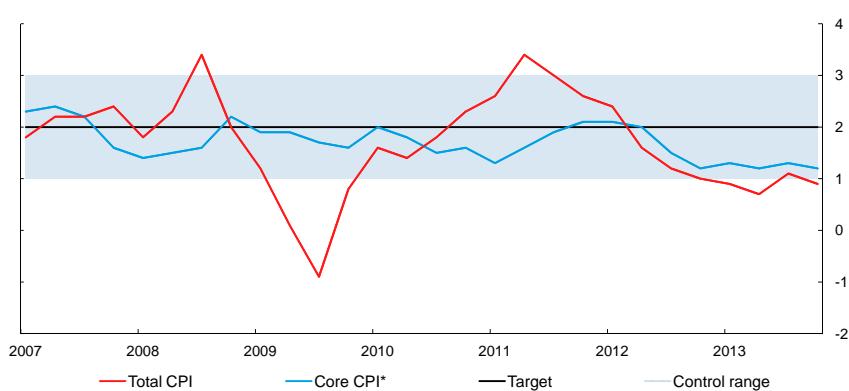
Last observation: 2013Q4

9



## 图3: CPI通货膨胀率得到控制, 表现基本良好

年度百分比变化, 季度数据



\*CPI 不包括最具波动的八个构成, 以及其余构成间接税变化的影响。  
来源: 加拿大统计局和加拿大银行的计算和预测。

最近观察: 2013Q4

10

图4: PLT 和IT 稳定通货膨胀

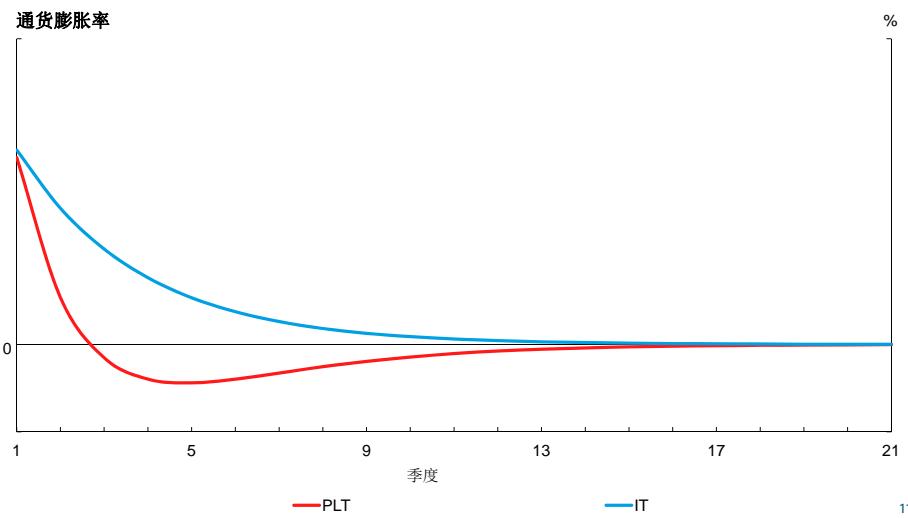
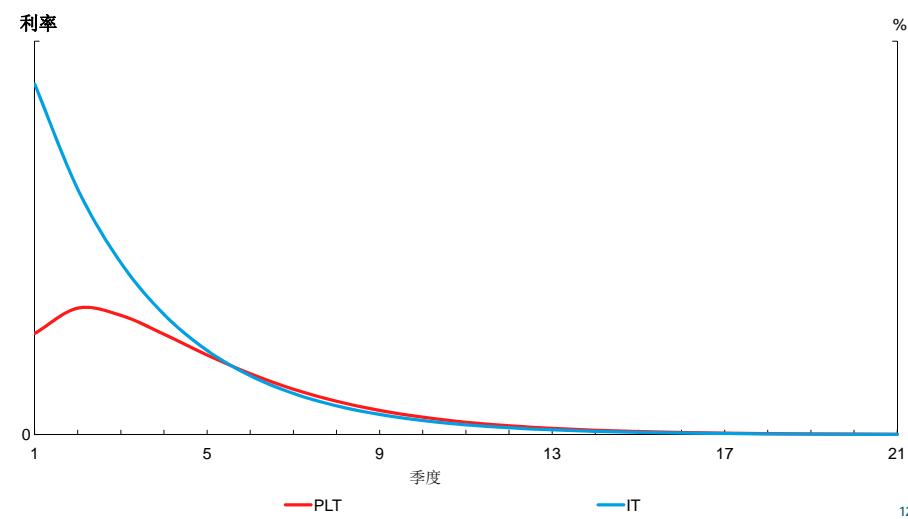


图5: 然而， PLT要求利率有较小幅度的变化





菲利普·哈特曼 (Philipp Hartmann)

欧洲央行研究部副主任兼  
代理负责人

# 欧洲央行在危机之前和 之后的货币政策框架

中国人民银行•国际货币基金组织第二次研  
讨会“货币政策新问题”上发言  
中国北京 2014年3月27日

申明：仅代表作者个人观点，不代表作者所在单位（欧洲央行）意见

## 欧洲央行货币政策框架

### • 目标

- 首要：价格稳定
  - 量化定义：在中期内实现欧元区消费价格年通胀低于并接近2%
- 次要：在不损害价格稳定的前提下，对欧盟一般性政策进行支持

### • 策略

- 对货币政策怎样制定进行结构化表述
- 两个支柱（交叉核查）
  - 中短期：经济分析（宏观供给和需求，包括如，工作人员预测）
  - 中长期：货币分析（货币和信贷总量）

### • 工具

- 公开市场操作
- 法定存款准备金率
- 经常性融资便利

## 金融危机对货币政策框架的启示

- **首要目标未受影响**
  - 维护价格稳定具有法律义务
  - 定义变动无“机会主义”
- **结果证明策略稳健，但两项分析的特定方面被拓展和深化**
  - 货币分析可对金融失衡提供前期信息
  - 经济分析可结合更多的金融因素（宏观-金融联系）
  - 增加货币传导机制的精细化（粒度）分析
- **政策工具被大量创新性地使用**
  - 即便在危机的早期，可广泛有效地使用各种工具
  - 随着危机的深入，欧央行扩大自己的工具包，来应对传导机制出现的障碍，以补充（而非替代）标准货币政策

## 危机阶段：传导受损及非常规货币政策

- **阶段 1：金融动荡（2007年8月—2008年8月）**
  - 货币市场受损且在银行批发融资（wholesale funding）上出现问题
  - 流动性前置（front-loading of liquidity）、展期、国外货币流动性
- **阶段 2：金融危机（2008年9月—2010年4月）**
  - 高度不确定性、银行批发零售失灵以及信贷危机风险
  - 标准政策：降低关键利率325个基点（2009年5月）
  - 非标准政策：加大信贷支持（固定利率全额分配、抵押品放大、延长展期等）以及购买资产担保债券
- **阶段 3：主权债务危机（2009年5月—2014?）**
  - 主权债券市场分割直至干涸、中小企业融资受损以及欧元稳定的风险（更换货币的风险）
  - 标准政策：进一步降低关键利率
  - 非标准政策：购买政府债券、直接货币交易计划（OMT）、超长期再融资计划，额外信贷债权等

## 迎面挑战

- **复苏中潜在不利的意外将“考验”零利率下限**
  - 乌克兰危机的影响
  - 货币市场波动
  - 新兴市场问题再现/深化
- **长期低通胀**
  - 确保通胀预期锚定
  - 警惕通缩实质化的尾部风险
- **货币政策和银行监管之间关系怎样？**
  - 11月启动单一监管机制计划
  - 分离原理
- **什么是货币政策工具的“新常态”？**
  - 一些工具会成为“永久性”工具吗？
  - 非标准货币政策会变为“标准”吗？

## 背景资料

Comparison of forecasts for euro area real GDP growth and HICP inflation								
		Date of release	GDP growth			HICP inflation		
			2014	2015	2016	2014	2015	2016
ECB staff projections	March 2014		1.2 [0.8 – 1.6]	1.5 [0.4 – 2.6]	1.8 [0.7 – 2.9]	1.0 [0.7 – 1.3]	1.3 [0.6 – 2.0]	1.5 [0.7 – 2.3]
European Commission	February 2014		1.2	1.8	-	1.0	1.3	-
OECD	November 2013		1.0	1.6	-	1.2	1.2	-
Euro Zone Barometer	February 2014		1.1	1.5	1.5	1.0	1.3	1.8
Consensus Economics Forecasts	February 2014		1.0	1.4	1.5	1.0	1.4	1.8
Survey of Professional Forecasters	February 2014		1.0	1.5	1.7	1.1	1.4	1.7
IMF	January 2014		1.0	1.4	1.5	1.5	1.4	1.5

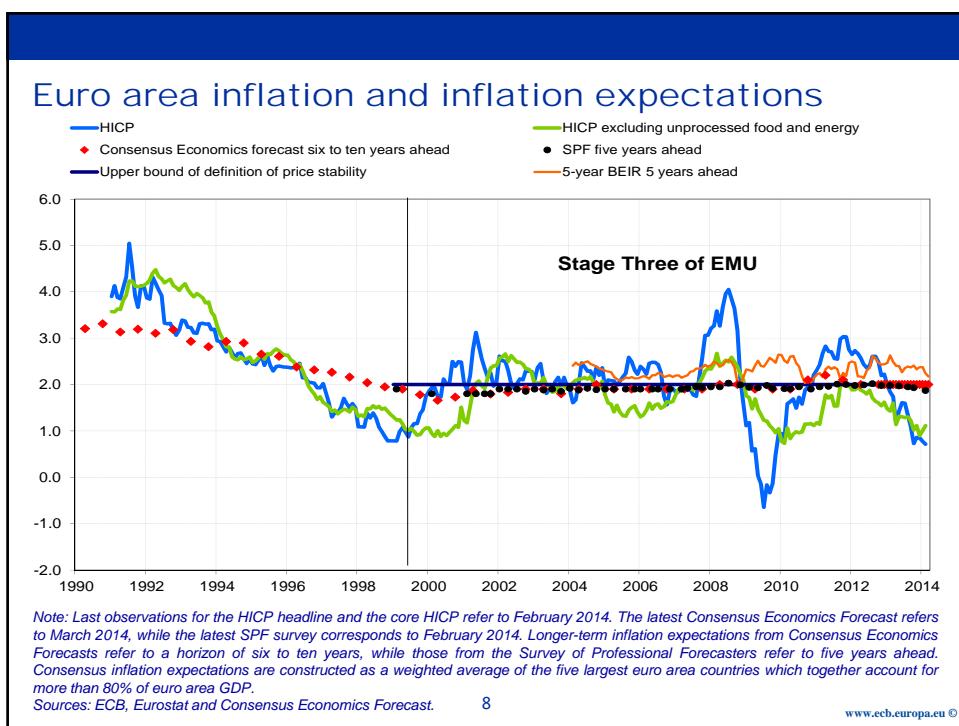
Sources: European Commission's European Economic Forecast, Winter 2014; IMF World Economic Outlook, Update January 2014 (GDP); IMF World Economic Outlook, October 2013; OECD Economic Outlook, November 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; and the ECB's Survey of Professional Forecasters.

Notes: The ECB staff macroeconomic projections and the OECD forecasts both report working day-adjusted annual growth rates, whereas the European Commission and the IMF report annual growth rates that are not adjusted for the number of working days per annum. Other forecasts do not specify whether they report working day-adjusted or non-working day-adjusted data.

Source: ECB Monthly Bulletin, March 2014.

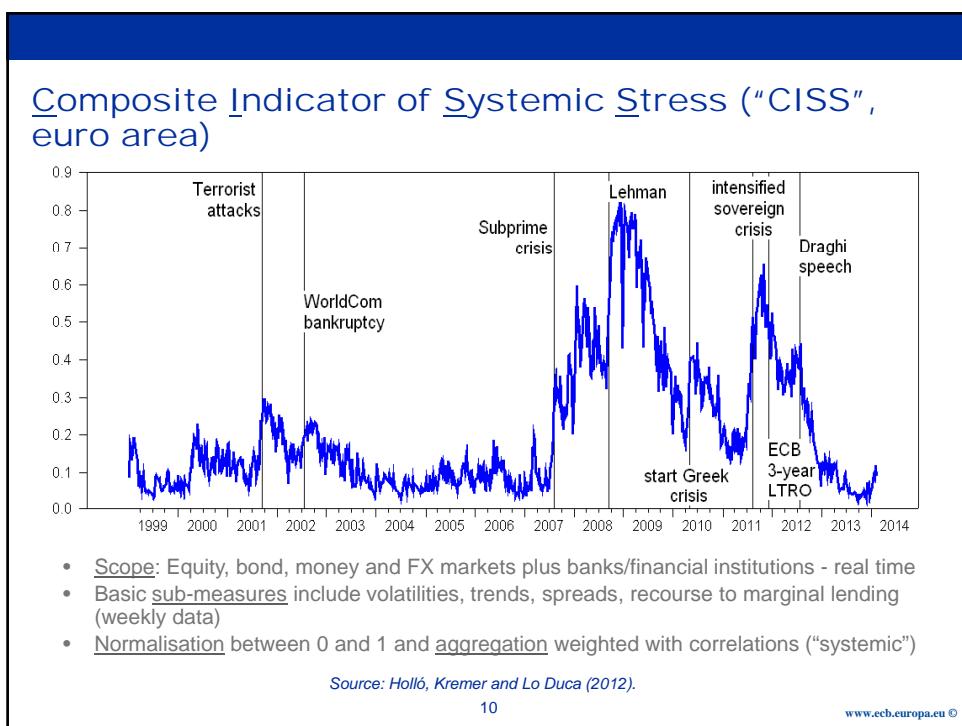
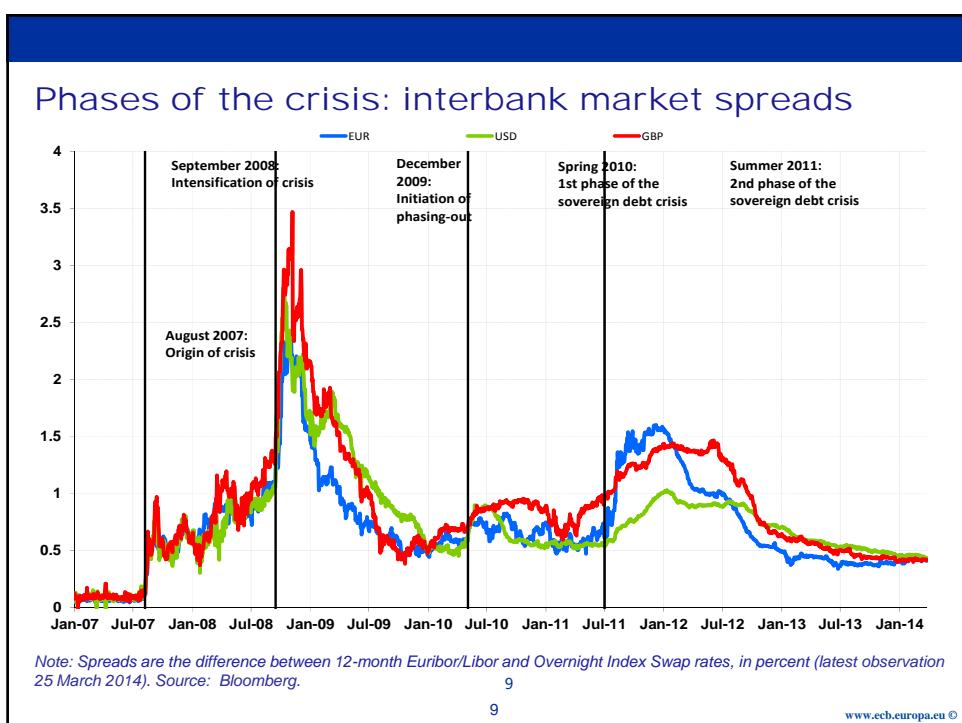
7

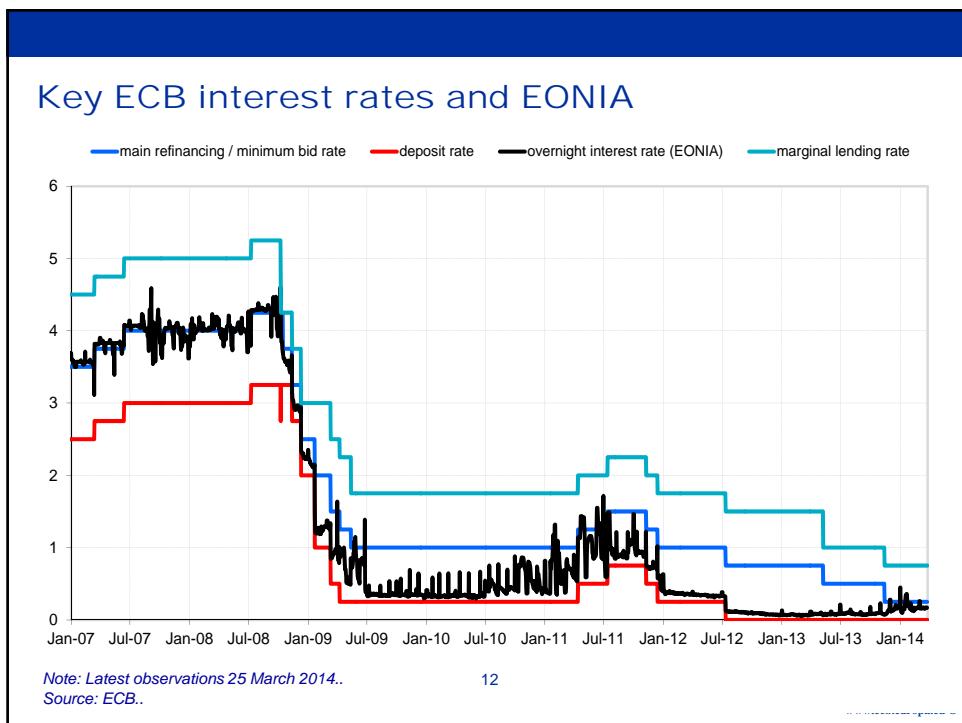
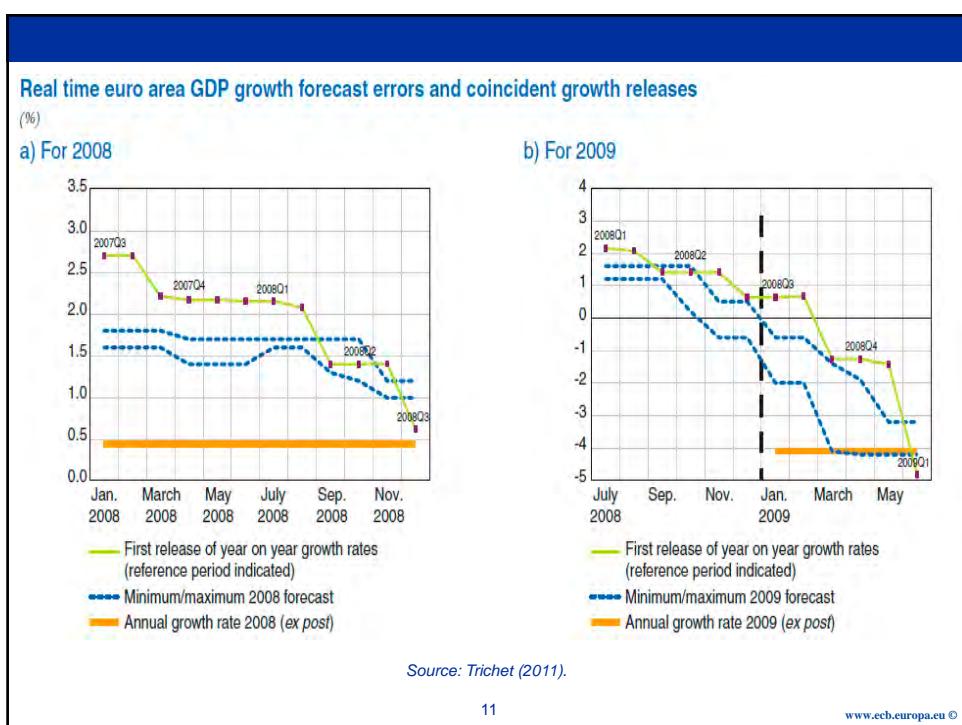
[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) ©

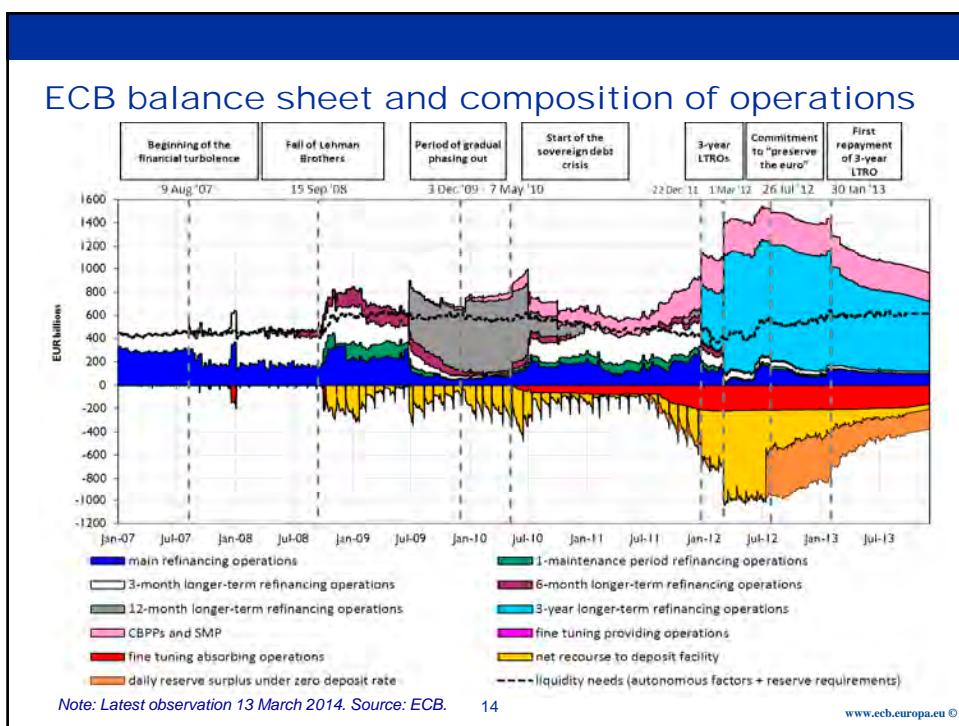
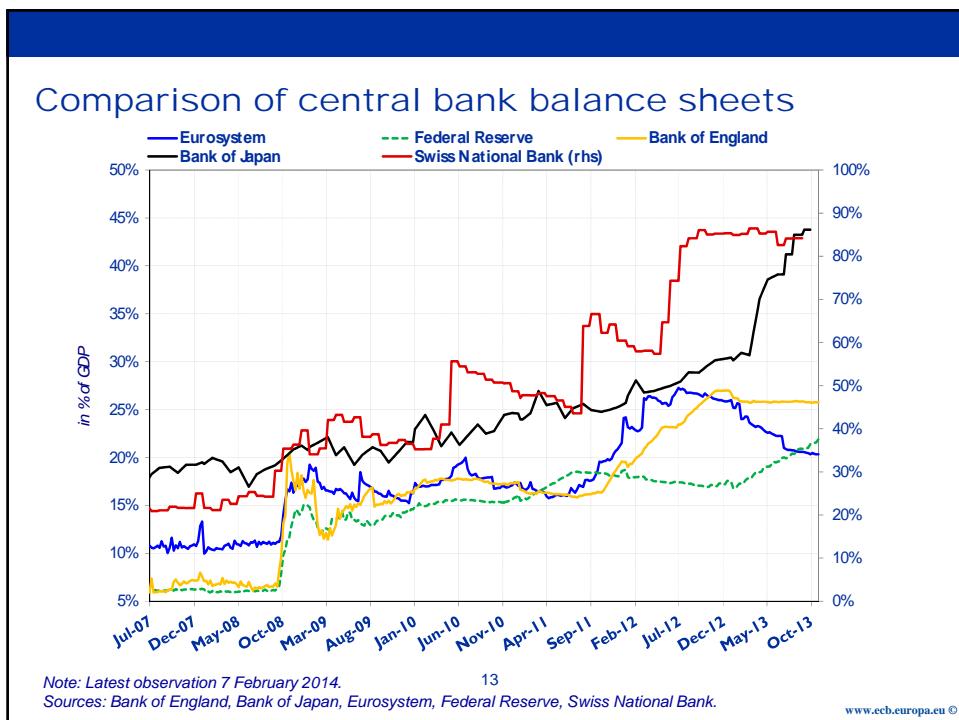


8

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) ©

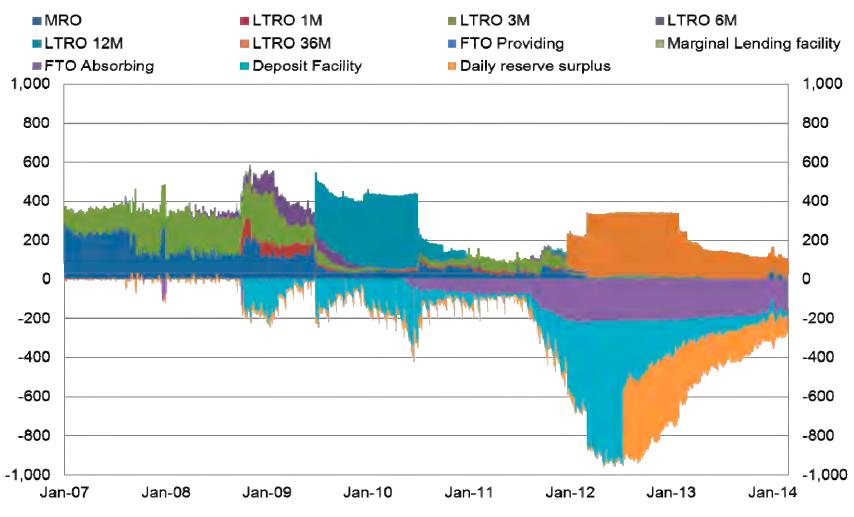






## Remaining fragmentation – non-stressed countries

Recourse by **non-distressed countries** to the ECB's market operations and standing facilities (EUR billion)

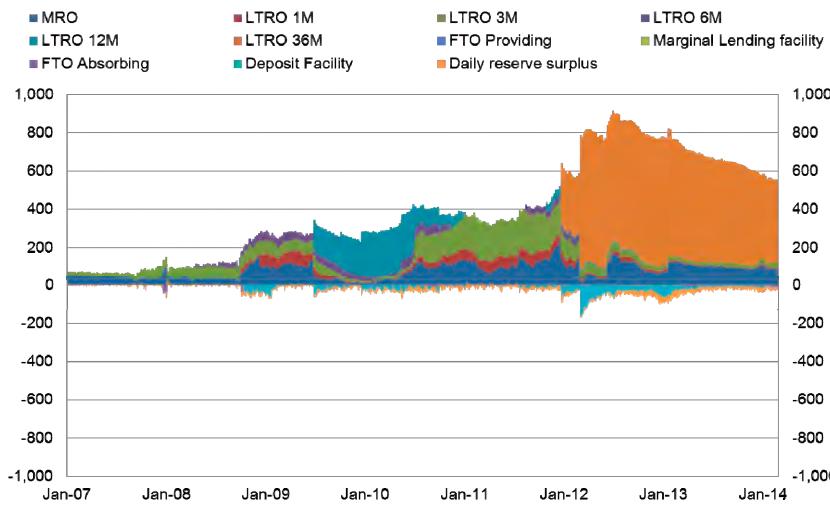


15

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) ©

## Remaining fragmentation – stressed countries

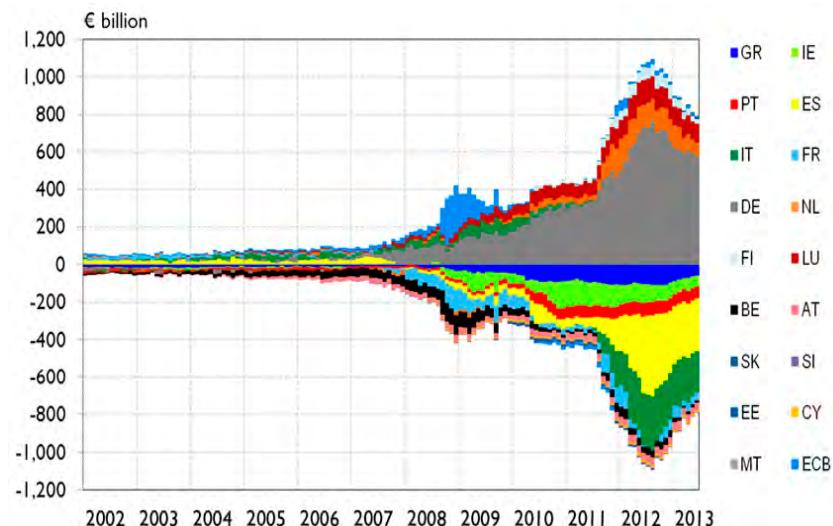
Recourse by **distressed countries** to the ECB's market operations and standing



16

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) ©

## TARGET2 balances of euro area central banks

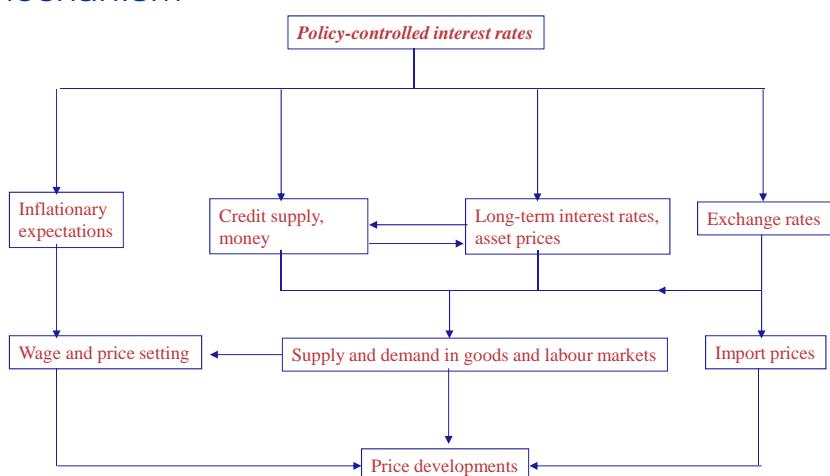


Note: Last observation July 2013. Sources: ECB, NCBs, IMF's International Finance Statistics and internal calculations.

17

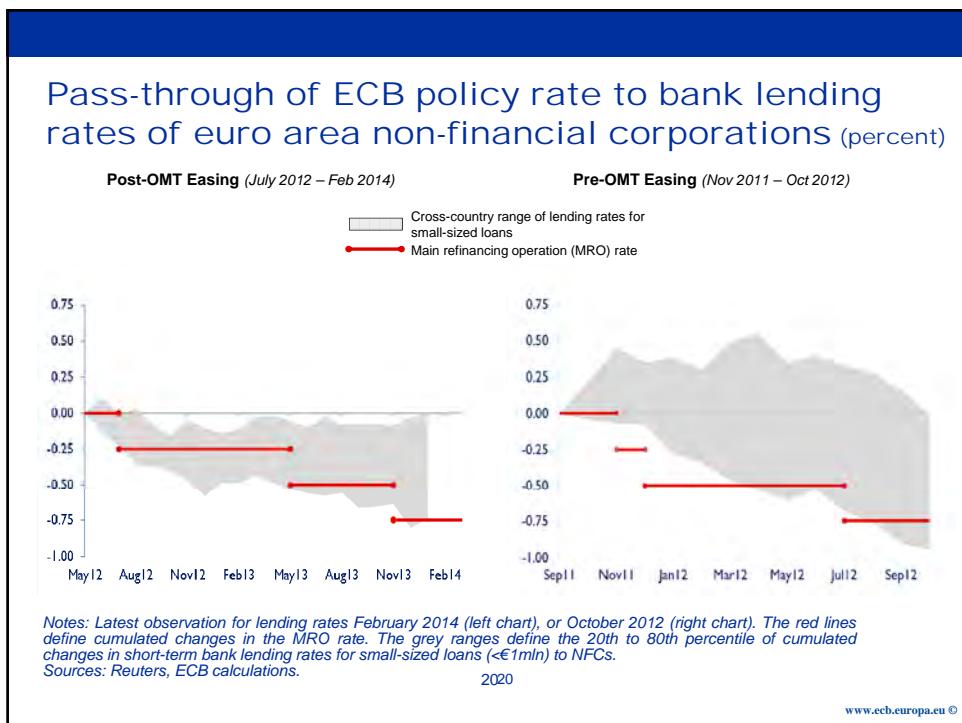
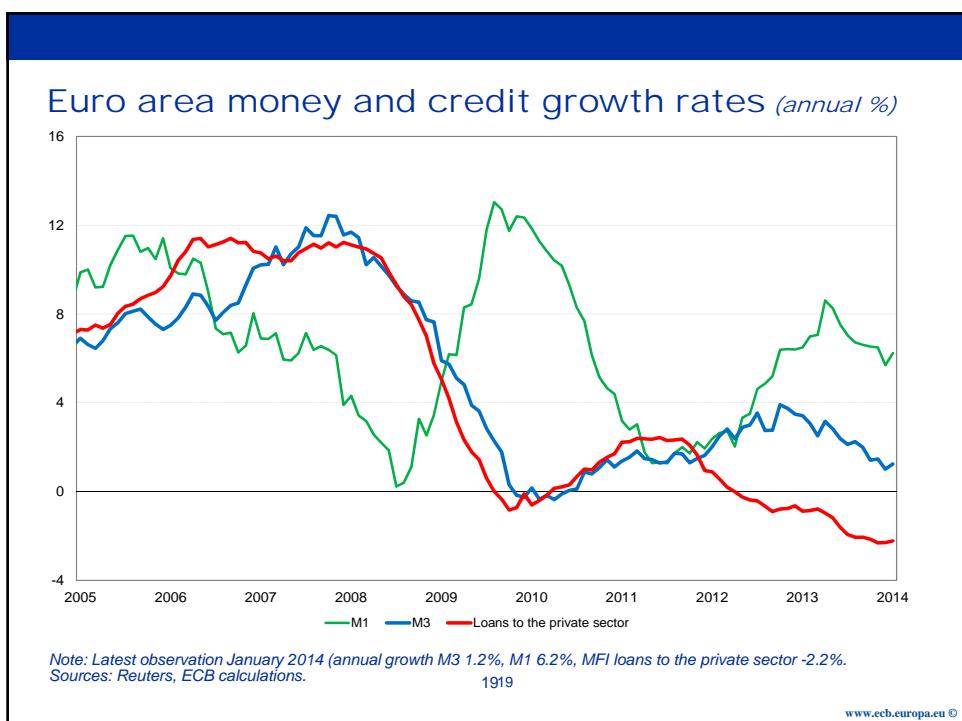
[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) ©

## Stylised illustration of the monetary transmission mechanism



18

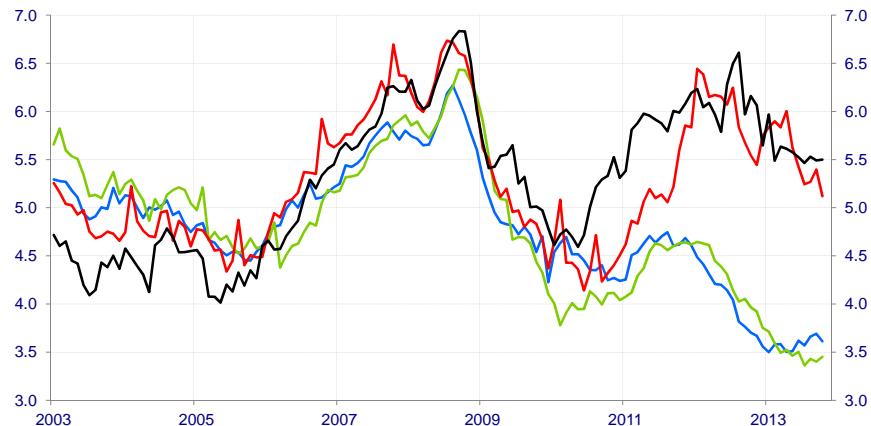
[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) ©



## Heterogeneity in bank lending rates to NFCs between stressed and non-stressed countries

(percentage per annum, euro area, loans up to EUR 1 million)

— DE — FR — IT — ES

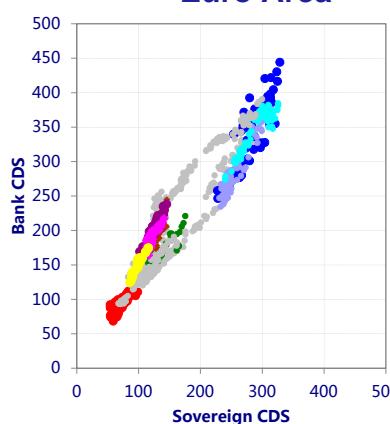


Note: Loans with maturity between 1 and 5 years. 2121  
(latest observation October 2013). Source: ECB MIR database.

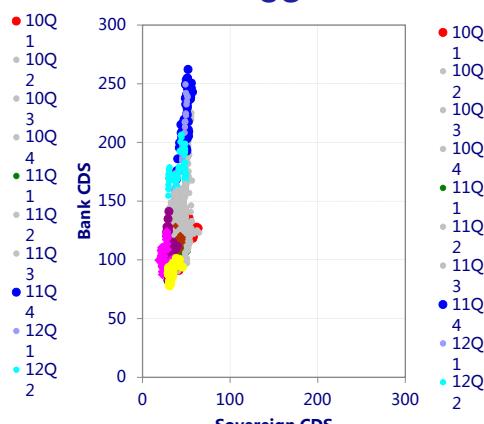
[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) ©

## Interaction between sovereign and financial sector

### Euro Area



### US

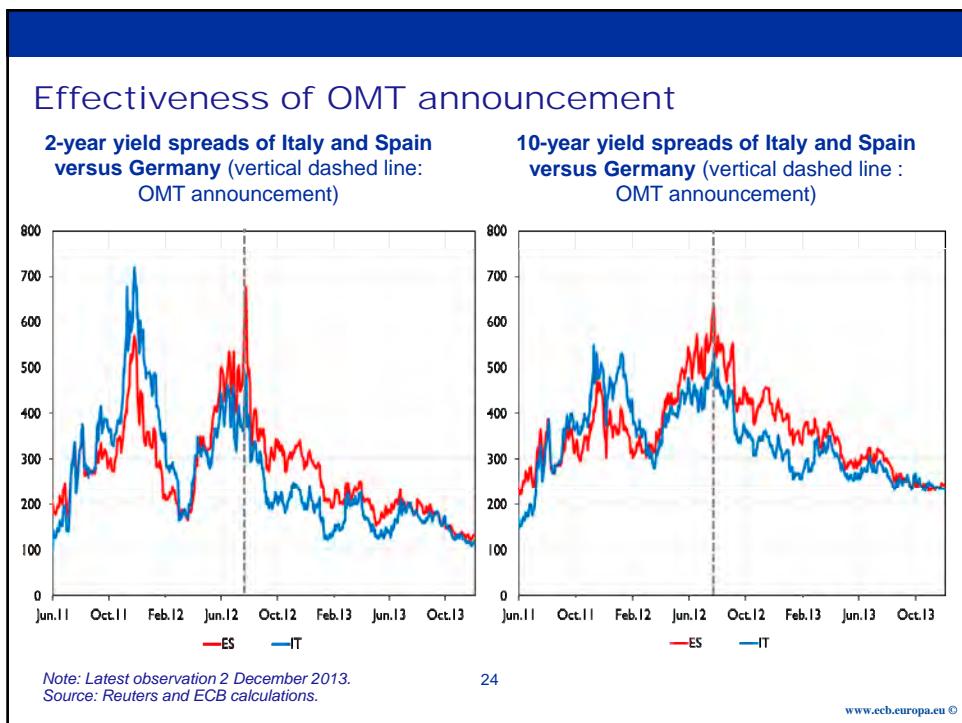
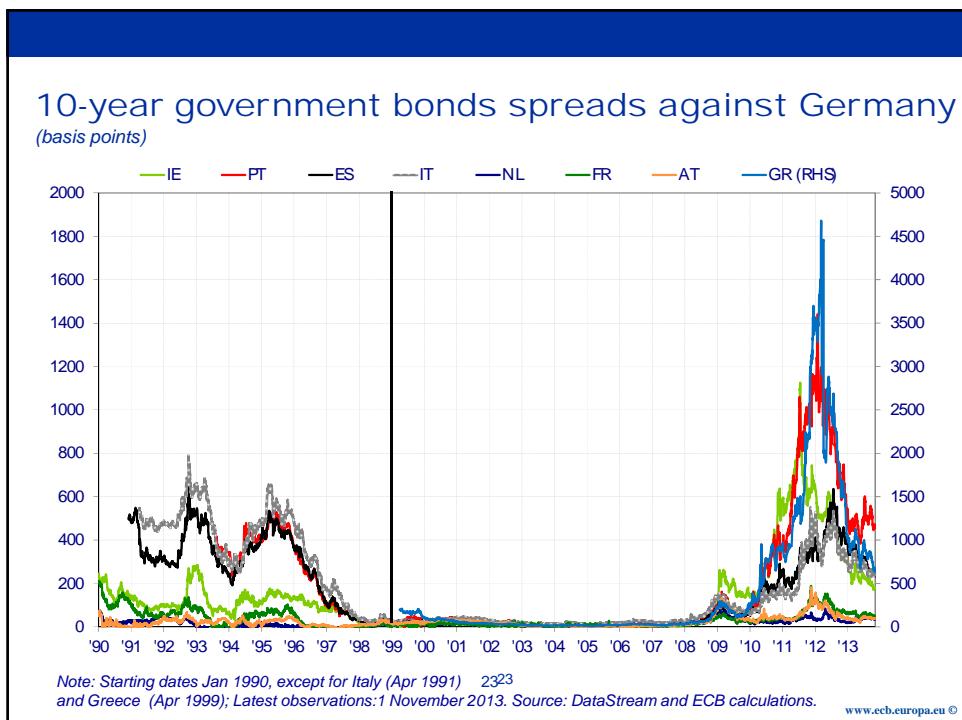


Note: Sovereign CDS euro area average calculated as country CDS weighted by ECB capital key. Banks CDS euro area average is calculated taking the largest bank of each available country and aggregating using ECB capital key. Each dot represents the pair (av. sovereign CDS, av. bank CDS) at a certain day in the respective quarter. Greece is excluded from the sovereign CDS average. Colour-coded dots correspond to 2010Q1, 2011Q4, 2013Q2, 2013Q3 and 2013Q4 respectively. Latest observation: 2013 Q4.

Source: Thomson Reuters and ECB calculation.

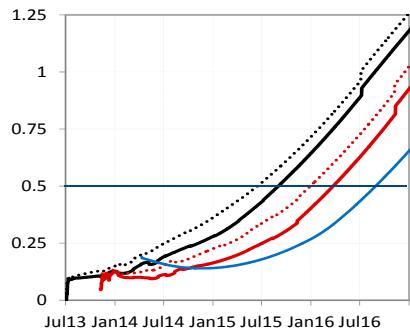
22

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) ©



## Effectiveness of forward guidance

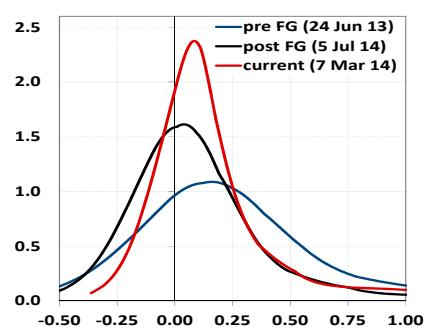
Level of future interest rates  
(EONIA forward rates,  
in percent)



.....Before Jul. GovC (3 Jul. 2013)  
—Post Jul. GovC (4 Jul. 2013)  
.....Before Nov. GovC (6 Nov. 2013)  
—Post Nov. GovC (interest rate cut, 7 Nov. 2013)  
—Latest (10 Mar. 2014)

Source: Thomson Reuters and ECB calculations

Uncertainty about future interest rates  
(Implied uncertainty of 3-m EURIBOR  
in 1 year applied to 3-m OIS)

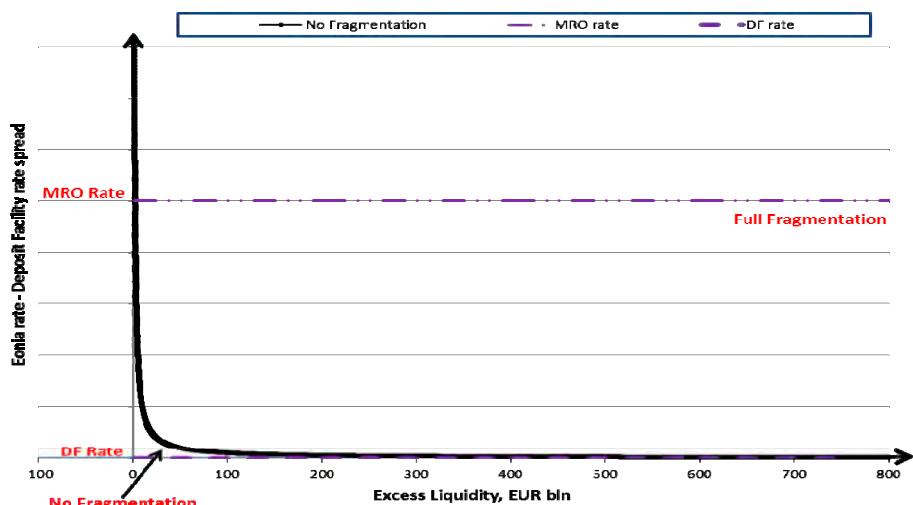


Note: Option-implied probability density functions of 3-month Euribor in 1-year applied to 3-m OIS.  
Source: NYSE Life and ECB calculations.

25

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) ©

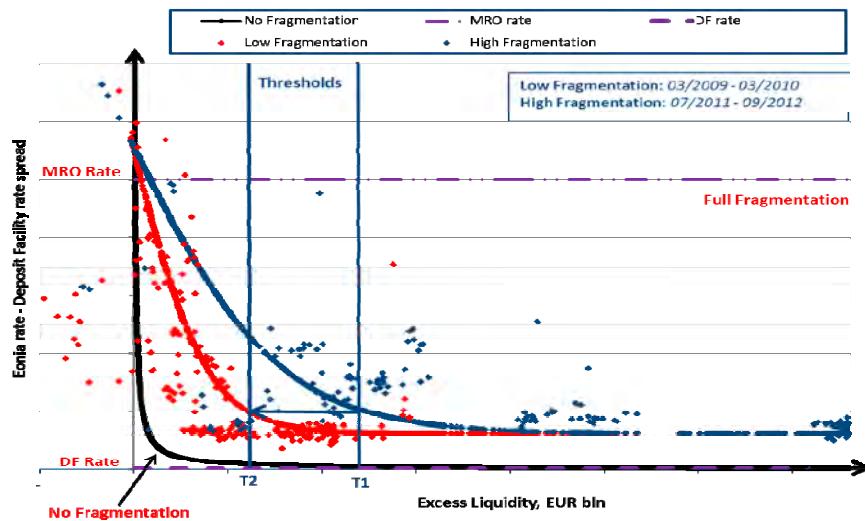
## Euro area excess liquidity and money market rates 1



26

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) ©

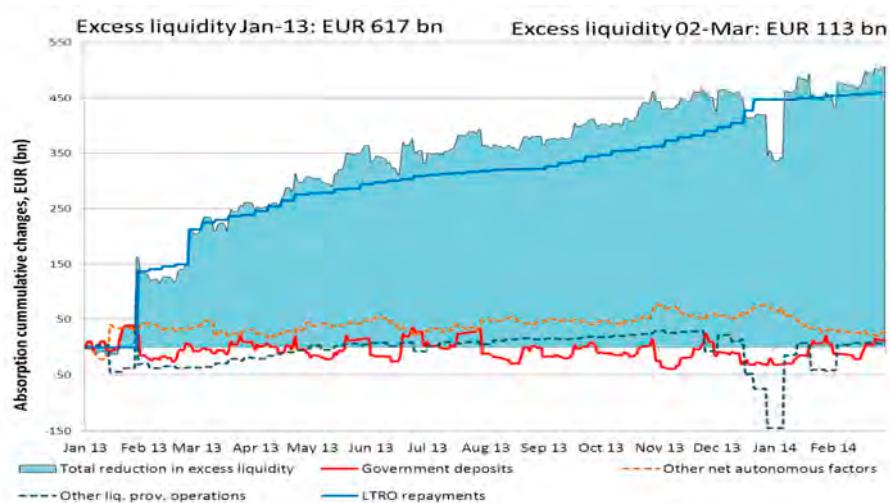
## Euro area excess liquidity and money market rates 2



27

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) ©

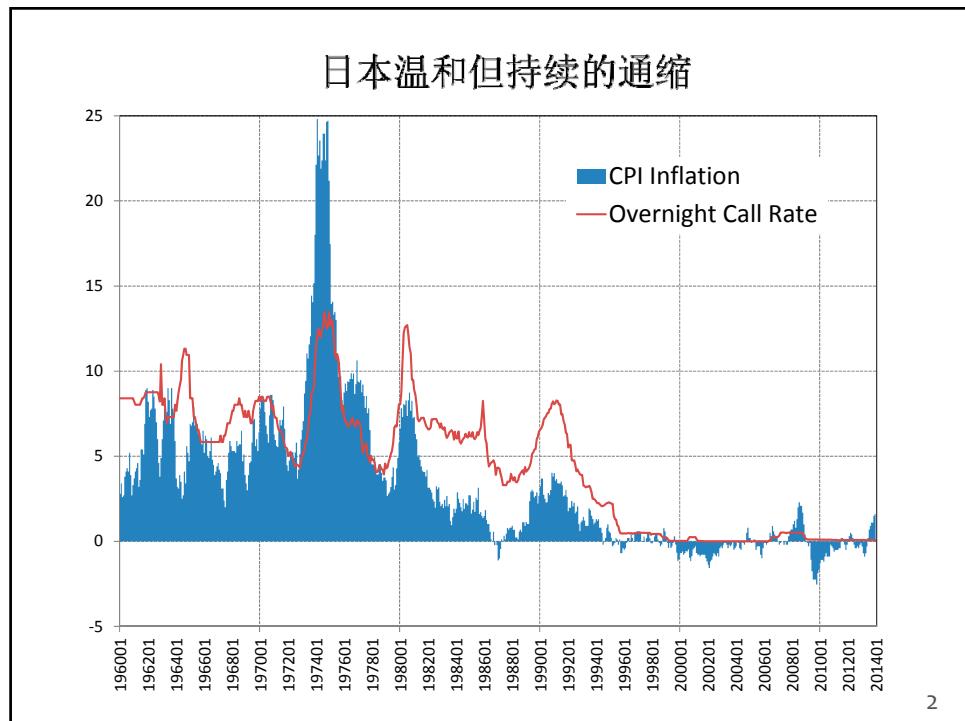
## Reduction in euro area excess liquidity



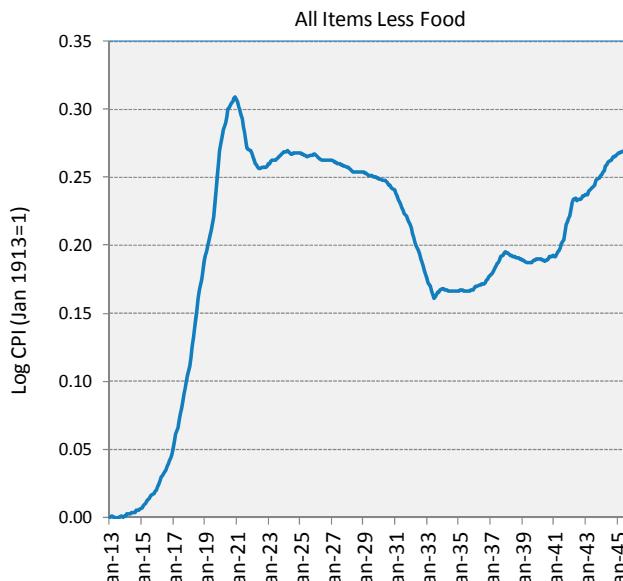
Source: ECB.

28

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) ©

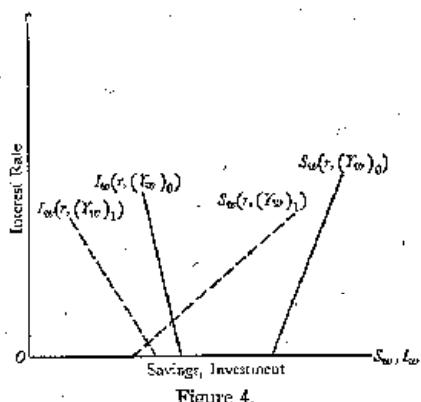


## 大萧条期间美国的消费者物价指数



3

## 老的、但重要的观点：自然利率降到零以下



“充分就业的均衡实际利率 - 即等于充分就业投资和储蓄的 Wicksellian 自然利率 - 低于零。”

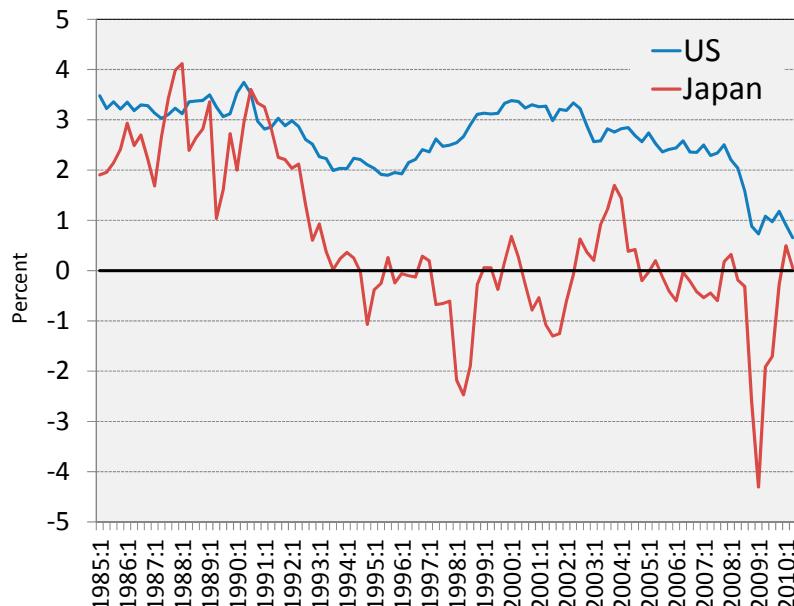
Tobin, J., 资产积累和经济活动,  
1980年

$$i - \pi^e > 0 > r^n$$

Klein, L. R., The Keynesian Revolution, 1947年

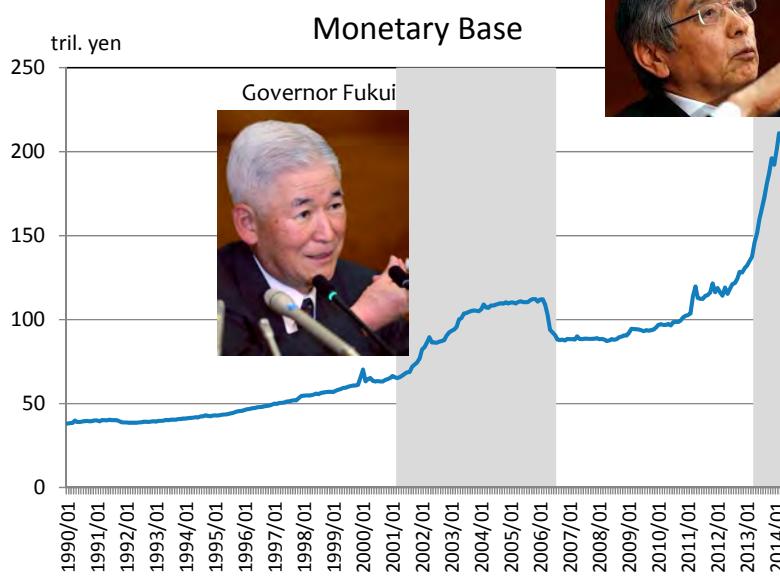
4

### Laubach-Williams对日本和美国自然利率的估算



5

Kuroda行长



6

## 货币政策

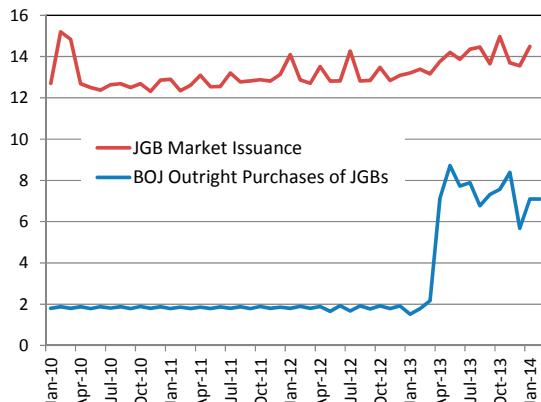
- 2013年1月22日  
日本政府和日本央行为克服通缩和实现可持续经济增长发表联合声明  
日本央行设定2%的通胀目标
- 2013年4月4日  
日本银行宣布定性和定量货币宽松（QQME）框架
  - “银行将尽早，但在不超过两年的时间内实现2%的物价稳定目标，此处指的是CPI的同期变化。”
  - 将在两年内让基础货币和日本政府债券（国债）未偿余额以及交易所买卖基金（ETF）增加一倍，将日本政府购买债券的平均剩余期限延长一倍以上。

7

- 央行购买国债，年余额将以约50万亿日元的幅度增加。
- 央行购买的日本政府债券的平均剩余期限从略不足3年延长到7年。

2013年4月4日，日本银行声明

Trillion yen



10-年期 JGB  
发行数目 332

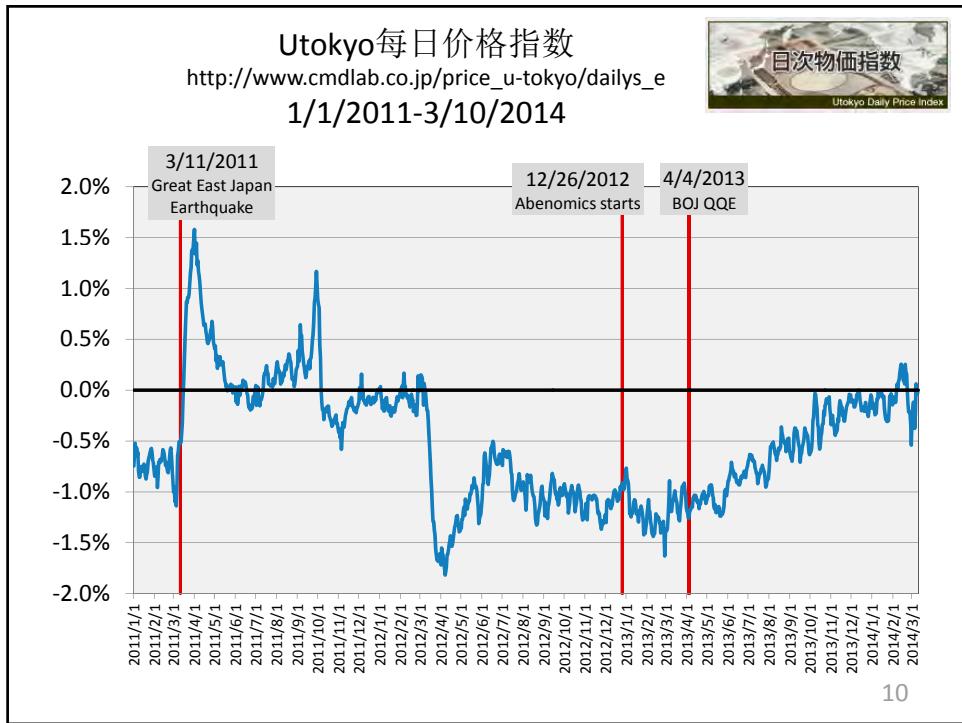
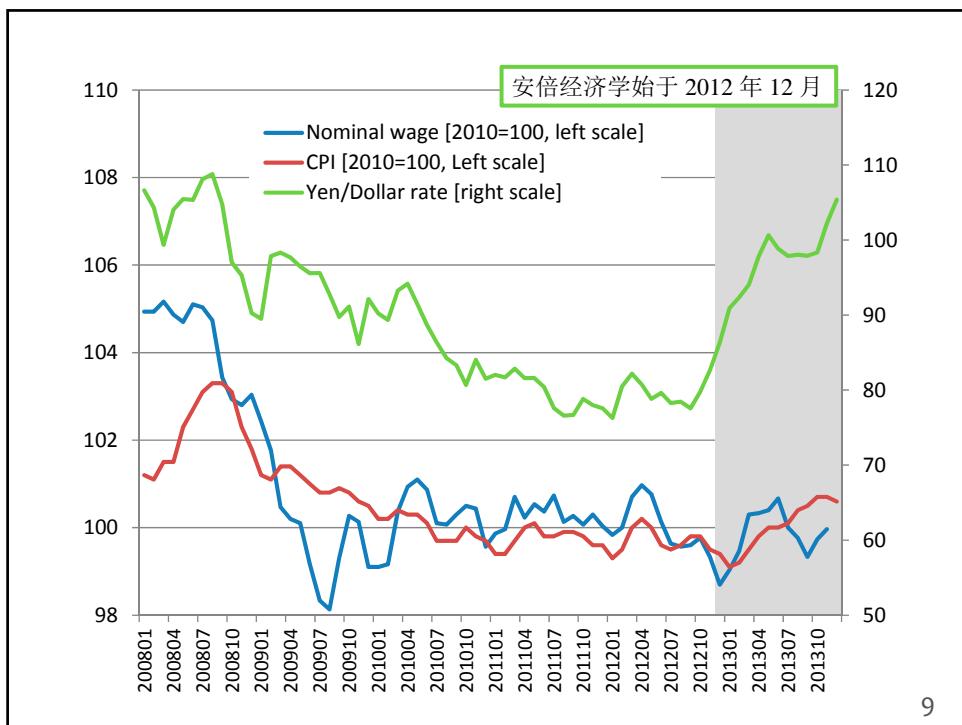
财政部发行

2.7万亿日元, 2013年12月20日  
2.7万亿日元, 2014年1月9日

日本银行购买

0.3万亿日元, 2013年12月  
0.8万亿日元, 2014年1月  
2.1万亿日元, 2014年2月

8



黑田东彦行长, 2014年3月21日, LSE

- 因此, 我们离实现2%的物价稳定目标和克服通货紧缩的目标还有多远? 结论是, 如预期, 日本经济一直走在实现2%的物价稳定目标的道路上, 已经走了一半的路途。
- 日本经济为全球经济做出更大贡献的日子指日可待。

11

季度共识预测  
2014年3月10日

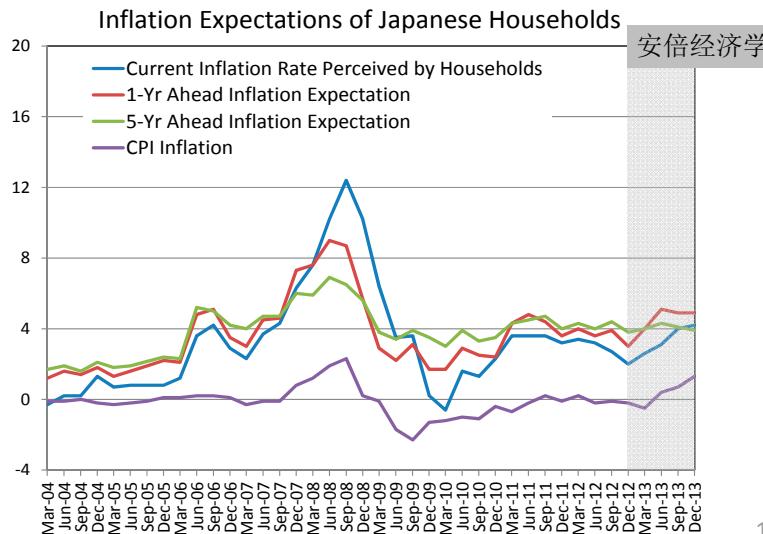
	2013 第三 季度	第 四 季 度	2014 Q1	第二 季 度	第三 季 度	第四 季 度	2015 Q1	第 二 季 度	第 三 季 度	第 四 季 度
实际GDP Y/Y 百分比	2.4	2.7	2.7	0.6	1.0	1.2	0.5	1.9	1.9	0.7
消费者物价 指数 Y/Y 百分比	0.9	1.4	1.4	3.2 (1.4)	2.9 (1.1)	2.7 (0.9)	2.8 (1.0)	0.9 (0.9)	0.9 (0.9)	2.1 (0.9)

注: 括号中的数字代表2014年4月和2015年10月计划提高消费税之前的通货膨胀率。

来源: Consensus Economics Inc.

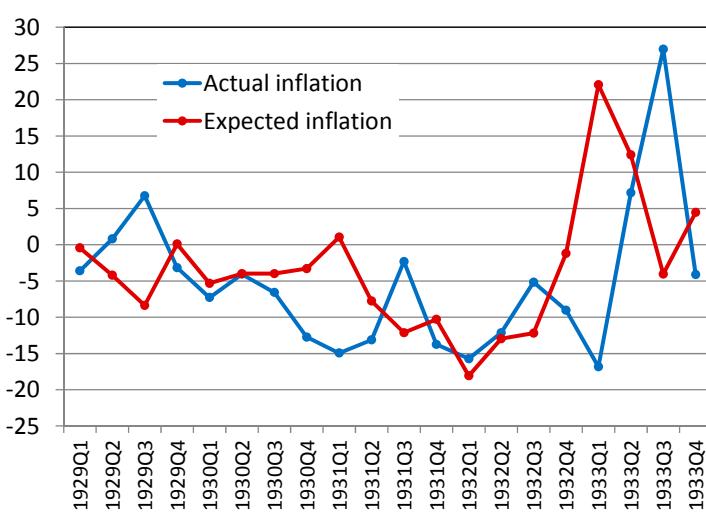
12

## 事实 #1: 长期通胀预期对目前通胀的反应迟钝



13

## 大衰退期间美国的通货膨胀预期

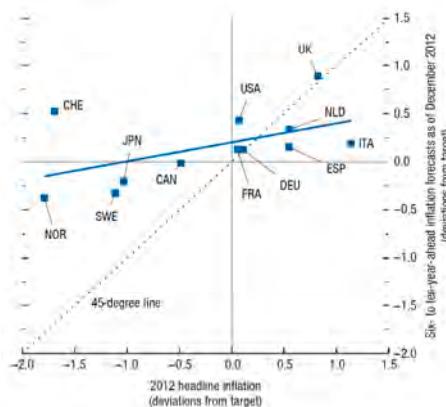


来源: Cecchetti, Stephen G. (1992), 大萧条时期的物价: 1930-1932期间的通货紧缩果真是意料之外? 《美国经济评论》, 82(1): 141-156。

14

**Figure 3.3. Current Headline Inflation Compared with Expectations**

Long-term inflation expectations have remained very close to central banks' targets. This is true even in countries where 2012 inflation was significantly above or below target.

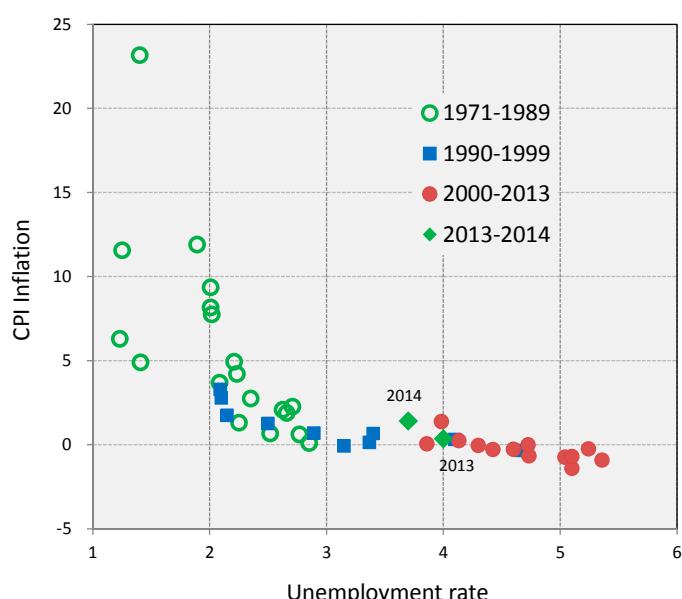


Sources: Consensus Forecasts; Organization for Economic Cooperation and Development; and IMF staff calculations.  
Note: CAN = Canada; CHE = Switzerland; DEU = Germany; ESP = Spain; FRA = France; ITA = Italy; JPN = Japan; NLD = Netherlands; NOR = Norway; SWE = Sweden; UK = United Kingdom; USA = United States.

来源:基金组织,“狗没有叫:通货膨胀是被遏制住了还是在休眠中,”  
2013年4月期世界经济展望第三章。

15

## 事实#2: 通货膨胀对失业的反应迟钝



16

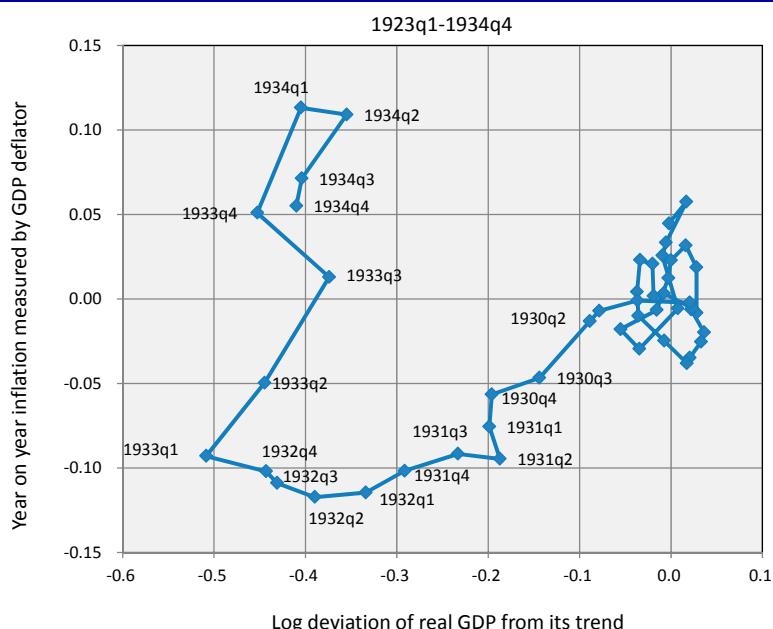
## 菲利普斯曲线趋于平缓环境下公司的定价行为

- 在边际成本提高的情况下，你会在多大程度上提高产品价格？
  - 全部转嫁: **21%**
  - 转嫁一半: **23%**
  - 少于一半: **12%**
  - 不转嫁: **26%**
  - 其他: **18%**
- 为什么不提高价格？
  - 需与客户保持长期关系: **53%**
  - 竞争对手可能不会提价: **44%**
  - 需避免销售量大幅度下降: **34%**
  - 价格由客户而非卖方决定: **20%**

来源:日本经济和公共财政年报, 2013年7月。

17

## 1923-1934年的菲利普斯曲线



18

## 主要体会

- 20世纪90年代中期以来，日本经济一直处在流动性陷阱中，自然利率一直保持接近或低于零（原因是生产率增长低、金融秩序混乱和老龄化等），通胀率略呈负值。
- 该理论告诉我们，逃离流动性陷阱的最佳策略就是提高通胀预期。然而，日本的经验表明，通缩预期一旦形成，这将是非常困难的。即使日本央行大规模购买国债，长期通胀预期也没有明显好转。菲利普斯曲线扁平化使得日本更加难以逃脱通缩。

## 第二部分

### 第二场分会：央行货币政策工具演变

 中国货币政策工具

孙国峰

 对货币政策策略设计和沟通的一些思考

安德鲁·莱文 (Andrew Levin)

 转型中的中国货币政策框架

汪涛

# 中国货币政策工具

货币政策司副司长 孙国峰  
2014年3月



1

## 摘要

- 货币政策工具的演进
- 货币政策工具选择面临的新形势和挑战
- 对下一阶段货币政策工具运用的几点思考



2

## 货币政策工具的演进



### 从直接调控模式转变为间接调控模式的工具选择

#### □ 1984-1997年：实行以信贷规模管理为主的直接调控框架。

- 主要工具是对信贷及现金规模进行直接控制。

#### □ 1998年至今：实行间接调控货币信贷总量的框架。

- 通过公开市场操作、存款准备金率、再贷款、再贴现等工具调控基础货币。
- 逐步注重通过利率等价格型工具来调整利率水平和利率结构。
- 为应对持续双顺差造成的流动性过剩压力，创设央行票据加强对冲效果，赢得调控主动权。

## 国际金融危机后引入宏观审慎政策工具

- 宏观审慎管理对中国而言并不是新事物，2004年开始中国人民银行就采用差别准备金手段。
- 主要运用差别准备金动态调整等加强宏观审慎管理。
  - 综合考虑信贷与经济增长偏离度、机构系统重要性程度、稳健性等。
  - 引导和激励金融机构加大对小微企业和“三农”的支持力度。
- 初步形成了数量型、价格型工具和宏观审慎政策工具构成的货币政策工具体系。



5

## 创设SLF和SLO等新的流动性管理工具

- 动因：受外部形势不稳，资本流动多变等因素影响，银行体系短期流动性供求的波动有所加大。
- 常备借贷便利（Standing Lending Facility, SLF）：满足金融机构期限较长的大额流动性需求，以1-3个月期操作为主。  
2014年1月，人民银行在北京、江苏等10个省（市）开展分支机构常备借贷便利操作试点，以完善中央银行对中小金融机构提供正常流动性供给的渠道。
- 短期流动性调节工具（Short-term Liquidity Operations, SLO）：以7天期内短期回购为主，采用市场化利率招标方式开展操作。
- 此外，为加强和改进流动性管理，还调整了再贷款分类。目前再贷款按照性质划分为流动性再贷款、信贷政策支持再贷款、金融稳定再贷款和专项政策性再贷款四类，发挥的作用各有侧重。



6

## 提高货币政策透明度、引导公众预期

□ 越来越重视预期在货币政策传导中的作用，在加强政策沟通、提高货币政策透明度、引导公众预期方面作出了很多努力。

- 通过网络平台和微博发布声明
- 按季度发布《中国货币政策执行报告》
- 每季度召开货币政策委员会例会，会后发布新闻稿
- 行长们会在适当场合披露货币政策相关信息
- 以新闻发言人答记者问等方式对公众关注的问题进行解答和阐释
- 定期向人大财经委报告货币政策执行情况
- 通过窗口指导等方式与金融机构沟通信息



7

## 货币政策工具选择面临的新形势和挑战



## 国际收支形势趋于复杂，对流动性调节提出更高要求

### □ 以往形势：国际收支持续双顺差。

- 充分发挥“小池子”吸收流动性的作用。
- 采用公开市场操作、再贷款等工具配合微调流动性。
- 货币政策保持了较好的主动性。

### □ 当前形势：国际收支不再总是保持大额顺差。

- 各工具使用的力度、节奏、方向都应当相应发生变化。



9

## 金融创新使传统数量型调控工具的效用有所降低

### □ 金融创新下，传统的盯住人民币贷款数量的调控方式受到影响。

### □ 例如，金融机构的同业业务和理财产品对信用扩张有很大影响。



10

## 微观主体财务软约束问题影响价格型工具发挥作用

- 经济主体陷入财务困境时可借助外部资源避免破产清算而继续生存,限制优胜劣汰的市场机制发挥应有作用。
- 地方政府、大型国企等对利率不敏感。
- 十八届三中全会对全面深化改革作出了部署,财务软约束问题有望逐步解决。

 中国银行 11  
THE PEOPLES BANK OF CHINA

## 对下一阶段货币政策工具运用的几点思考

 中国银行  
THE PEOPLES BANK OF CHINA

## 继续采用多种货币政策工具组合把好流动性总闸门

- 控制好基础货币的“源头”，较好地影响和控制社会融资规模。
- 存款准备金只是流动性管理的工具之一，不应过分解读。应该看重央行流动性管理的结果，而非动用何种工具。

## 创新融资机制和货币政策工具，促进结构调整

- 中国国际收支平衡状况有所改善。
- 更多发挥再贷款、再贴现、存款准备金率等货币政策工具的结构引导作用，进一步创新融资机制和货币政策工具。
- 按照“总量稳定、盘活存量、优化结构”的原则调控基础货币结构，支持棚户区改造等国家重点领域和“三农”、小微企业等薄弱环节，降低实体经济融资成本，促进经济结构调整和转型升级。

## 探索构建利率走廊机制，更多发挥价格型工具作用

- 培育央行的政策利率品种，完善利率走廊机制。
- 初期利率中枢可能会有所上移，是正常的，也不代表波动会加大。  
去年，货币市场利率波动主要受时点性因素和外部因素叠加影响，  
应当正确看待。
- 央行流动性管理以流动性总量适度为主要目标，并保证利率波动不  
会“出格”。

# 对货币政策策略设计 和沟通的一些思考

安德鲁·莱文 (Andrew Levin)  
基金组织研究部常驻学者  
2014年3月

这里所表述的意见仅代表我本人，不应将其理解为  
反映国际货币基金组织或其他任何个人或机构的意  
见。

1

## 为什么需要清晰的货币政策沟通

- 近几十年来，对于清晰的货币政策沟通的好处，经济学家形成了广泛的共识。所谓清晰沟通，包括明确央行的**目标和政策策略**、其对**经济前景和风险平衡**的评估，及其对**合适政策路径**的判断。
- 央行沟通有利于**经济繁荣**，因为它可以帮助家庭和企业作出明智的决策，降低经济和金融**不确定性**。
- 清晰的沟通能帮助金融市场参与者以及公众了解政策态势如何随着经济和金融形势变化而进行演变，从而有助于提高**货币政策传导机制**的效果。

2

## 美国货币政策框架近来的澄清行为

“…货币政策行动影响经济活动和价格往往有一个时滞。因此，委员会的决策反映的是较长期的目标、中期前景、及其对风险均衡的评估，包括对那些可能阻碍委员会实现其目标的金融体系风险的评估。”

*FOMC关于长期目标和政策策略的声明*  
(2012年1月通过，2013年1月和2014年1月重申)

3

## 货币政策的透明度和央行的独立性

- 在过去几十年里，经济学家们就货币政策不受短期政治压力影响的重要性达成广泛共识。
- 如果政府就央行的政策目标和工具提供明确的法律授权，并赋予央行在长时间里内承担履行这一授权的责任，那么，对央行业务独立性的公共支持才称得上是可持续的。
- 央行政策框架及其作出具体决定的依据需是透明的，这便于提高问责制，从而强化央行业务的独立性。

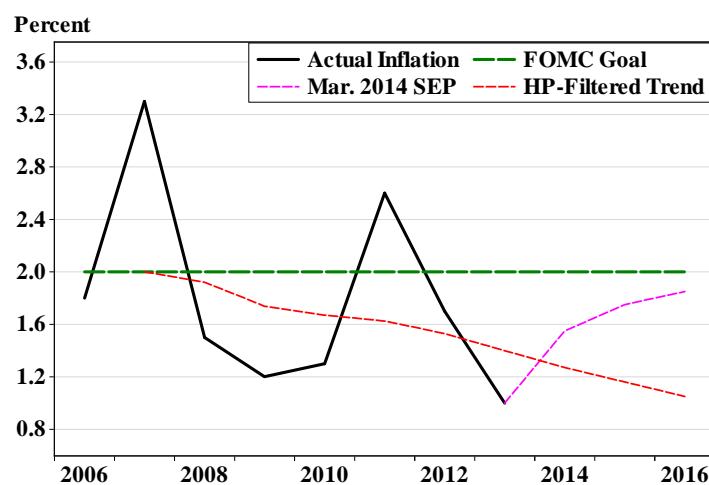
4

## 确定一个数值通胀目标的理由

- 明确的通胀目标有助于更牢固地稳定通胀预期，从而促进价格稳定，并为央行促进宏观经济和金融稳定提供更大的灵活性。
- 根据对通货膨胀相对成本、名义工资的下行刚性以及名义利率零下限的相关成本与风险的评估，确定适当的通胀目标数值。
- 当使用消费物价通胀的广义衡量指标来确定通胀目标时，通胀与其目标趋同的预计时间跨度恰当反映了央行对中期前景和风险平衡的评估。

5

## 联邦公开市场委员会 对美国消费物价通胀前景看法的变化



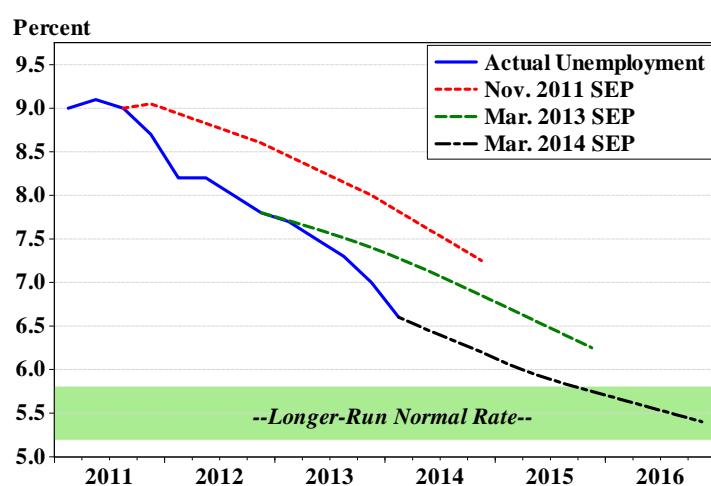
6

## 对其他货币政策目标的澄清行为

- 经济学家普遍认为，货币政策可以在短至中期内影响**实体经济活动**，但在长期内做不到。
- 宏观经济稳定和物价稳定目标通常是互补的，但两者之间也有可能会存在**政策取舍关系**。
- 人们日益认识到，这些目标与**金融稳定**之间存在着必然的联系，而且货币政策与宏观审慎政策可能相互作用。
- 这些观点突出表明，决策者就其对**经济闲置程度和新出现的金融失衡的评估**，以及这些评估本身的不确定性，与大众进行定期沟通，是非常重要的。

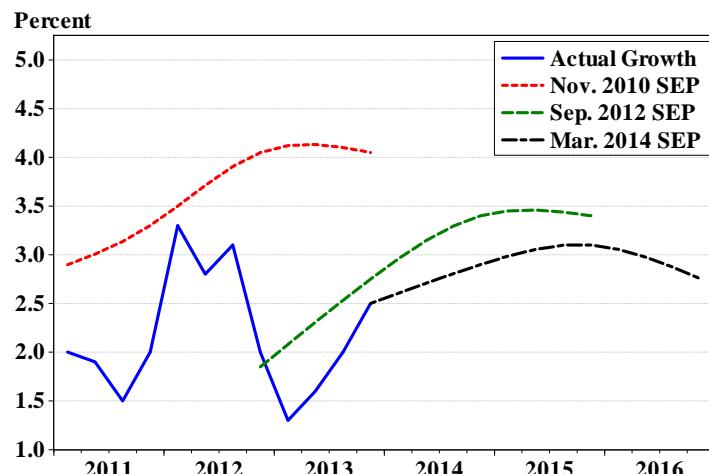
7

## 联邦公开市场委员会 对美国失业率前景看法的变化



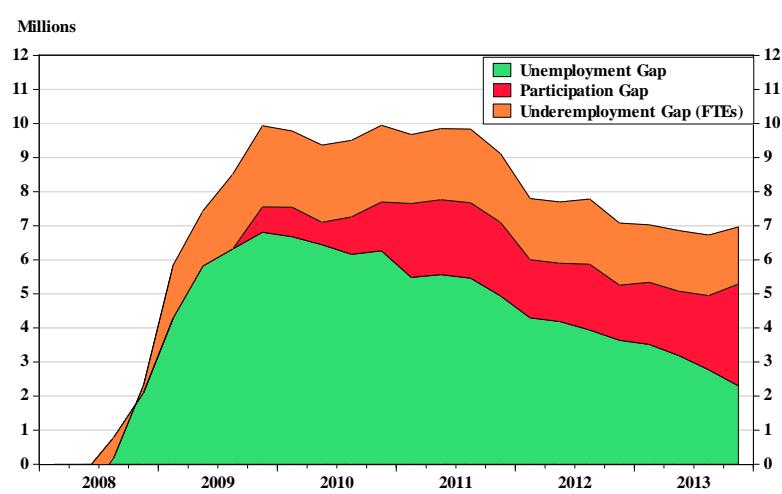
8

## 联邦公开市场委员会 对美国实际GDP增长前景看法的变化



9

## 衡量美国就业缺口的规模 (全职工作人数)



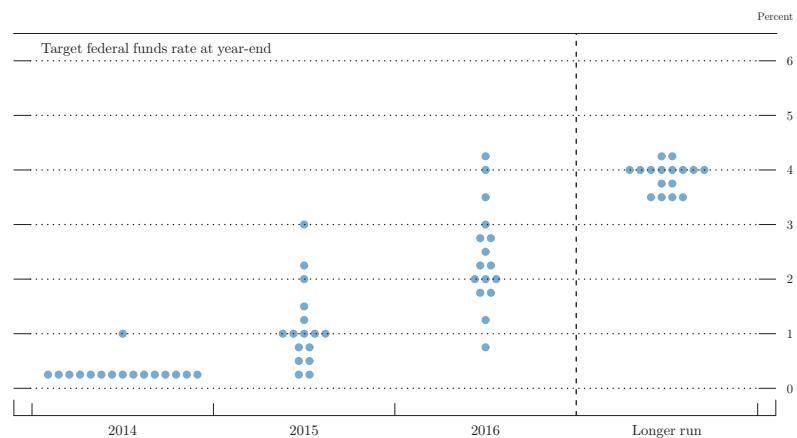
10

## 货币政策工具的透明度

- 取决于其法定责权和国内金融体系的特点，央行可能可以采用不同的货币政策工具。例如，这些工具可能包括对金融机构的直接贷款、对准备金支付利息，参与公开交易证券或外汇的交易活动。
- 因此，明确央行的货币政策框架必然涉及工具选择的透明度，包括央行对每项工具功效、成本以及风险的评估。
- 澄清央行对适当政策路径的判断以及央行在什么样的情况下必须对政策路径作出重大调整也有很大好处。

11

# 联邦公开市场委员会成员 2014年3月对美国货币政策合理路径的预测



12

## 风险管理

- 预测工作的重点往往是就**模型前景**提供准确的估算，而不是衡量**风险平衡**的变化。
- 情景分析**是考察主要风险和制定旨在减轻此类风险的**应急计划**的重要工具。
- 实际上，央行进行并公布**货币政策压力测试**是有益的，此测试类似于正在成为私人金融机构标准做法的压力测试。

13

## 多样化和不同意见的好处

- 历史上看，央行的**制度文化**相当保守，倾向于在所有公开沟通中保持自己的口径一致。
- 然而，有效的风险管理**和应急规划**要求**“非传统”思维**以及**创造性的解决问题方式**。
- 这些考虑因素也强调了，在制度领域，应确保决策者和工作人员反映**各种不同的经验背景和观点**。这是十分有益的。
- 此外，**对观点多样性的清晰沟通**有助于增强公众对央行决策过程的信心。

14

## 结论

- 透明和清晰的沟通在提高货币政策的有效性以及在长期内维持央行的业务独立性方面发挥重要作用。
- 近年来，世界各地许多央行在提高沟通清晰度方面取得了显著改善。
- 但是，这是一项需要持续推进的工作，在加强和改善与公众的沟通方面需要长期努力。
- 政策策略和沟通涉及许多方面，央行和国际组织及学术机构的经济学家需作出进一步的研究。



UBS Investment Research

瑞银投资研究报告

## 转型中的中国货币政策框架

汪涛 博士  
首席中国经济学家  
wang.tao@ubs.com / (852) 2971 7525

2014年3月

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

本报告由瑞银证券亚洲有限公司编制。

分析师声明及要求披露的项目从第10页开始。

[www.ubs.com](http://www.ubs.com)

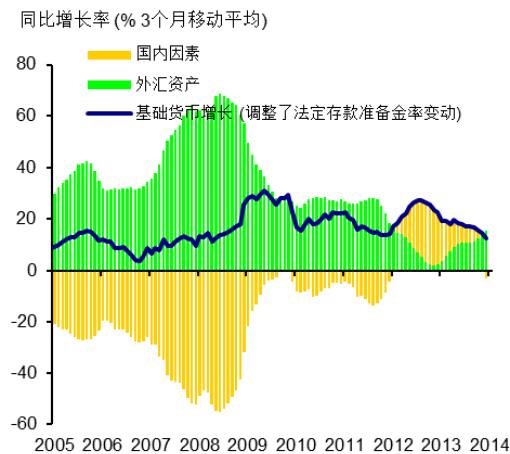


## 中国的货币政策工具

- 中国使用了一系列的货币政策工具组合
- 主要包括数量型工具、资本流动管理、审慎监管
- 但价格型工具不太重要
- 金融自由化正在改变现有金融环境以及各种政策工具的有效性
- 向更加市场化的价格型手段过渡,但仍需要依赖一揽子政策工具



## 管理基础货币：资本流动及对冲操作



数据来源：CEIC, 瑞银证券估算

◎◎

2

## 管理广义货币与信贷增速：也借用数量、行政、审慎监管工具

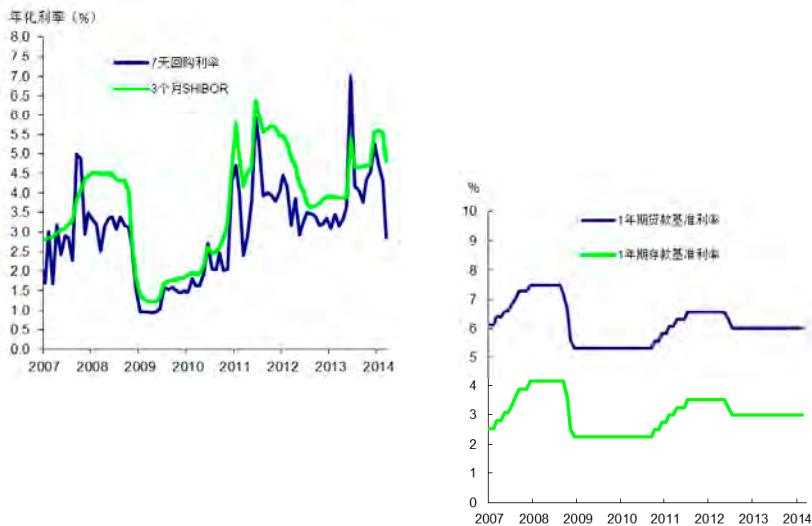


数据来源：人民银行, CEIC, 瑞银证券估算

◎◎

3

## 存贷款基准利率与货币市场利率作用并不大

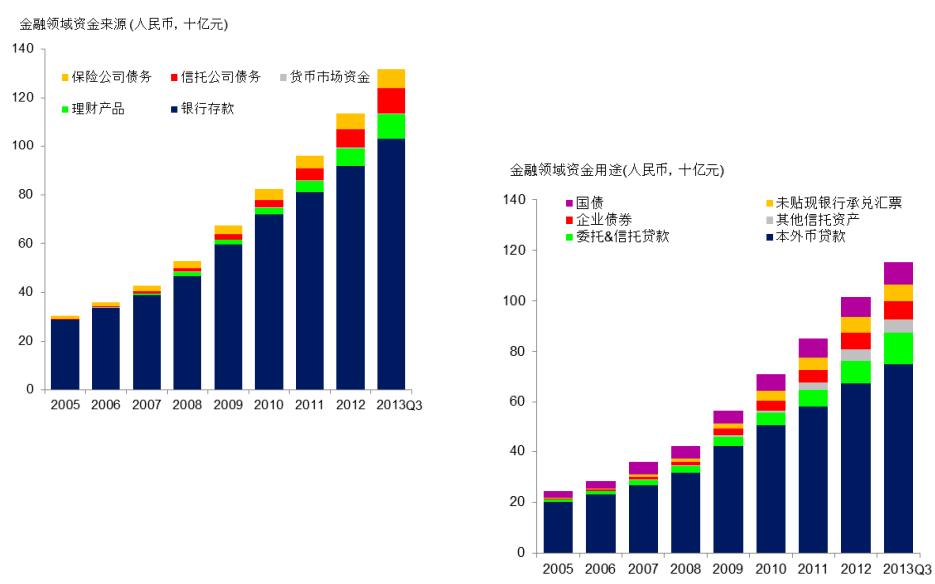


数据来源：人民银行, CEIC, 瑞银证券估算

© 8

4

## 金融自由化：银行脱媒



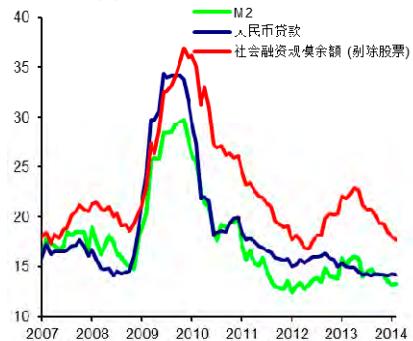
数据来源：银监会, CEIC, 瑞银证券估算

© 8

5

## 非银行信贷发展迅速、且波动性更大

同比增长率 (%)



新增信贷占GDP比重 (%，经季节调整, 3个月移动平均)



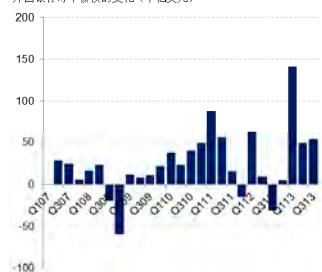
数据来源：人民银行, CEIC, 瑞银证券估算

◎◎

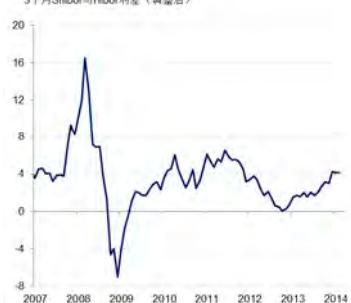
6

## 外汇流入增长、且波动较大

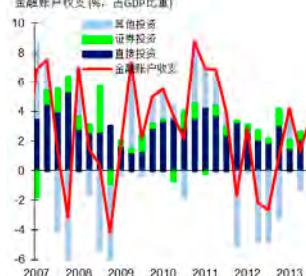
外国银行对华债权的变化 (十亿美元)



3个月Shibor与Hibor利差 (调整后)



金融账户收支 (%，占GDP比重)

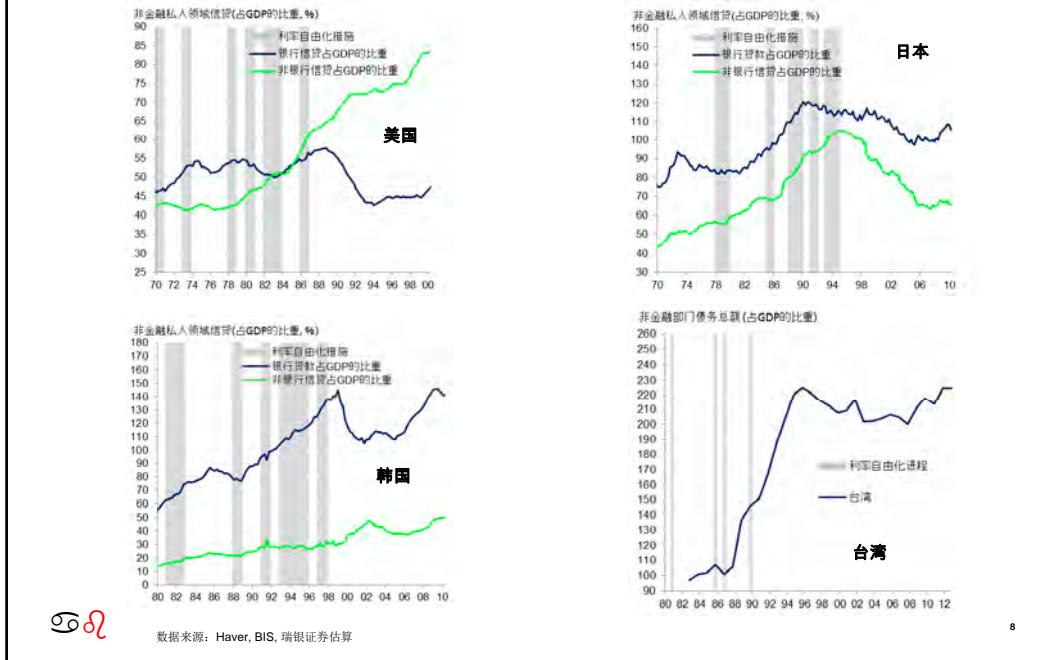


数据来源：BIS, Haver, 瑞银证券估算

◎◎

7

## 金融自由化之后的杠杆率：其他经济体的经验教训



## 货币政策框架处于转型中

- **确立和培育一个稳定的短期政策利率。**在一个由市场决定利率的环境中，央行必须通过提供必要流动性和稳定预期的方式确保金融市场的平稳运行。在发达国家，央行通常使用短期政策利率来实现这一目标。短期政策利率的稳定，可以减少市场出现大幅度的、影响市场信心的波动，从而传递必要的、清晰的政策信号。
  - 通常使用短期政策利率锚定市场预期，传达政策信号，减少市场不必要的波动
  - 中国需要区分银行间市场（一个银行获取流动性的市场）和目前所谓“银行间”的信用和债券市场，后者是企业和非银行机构获取流动性的市场。区分清楚，才能使央行清楚地通过向银行提供流动性执行货币政策，而非直接向整个金融市场提供流动性
- **在发展基于价格的政策工具的同时，央行仍需要关注信贷总量，以避免出现其他国家自由化过程中往往发生的信贷大起大落、泡沫破裂的现象。**密切关注信贷总量是至关重要的。
- **在转型中，央行尤其需要增强与其他部委的协调合作，并增进与市场的有效沟通。**

## 风险声明及分析师声明

### 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 要求披露

本报告由瑞银证券亚洲有限公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

### 涉及报告中提及的公司的披露

发行人名称

中华人民共和国

资料来源：UBS（瑞银）；截止 2014年3月 24日。



10

## 联系信息

UBS瑞银  
汪涛 博士  
首席中国经济学家  
[Wang.tao@ubs.com](mailto:Wang.tao@ubs.com)

(852)2971 7525



11



## 第三部分

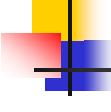
### 第三场分会：快速变迁的金融体系：金融部门和货币政策协调所面临的挑战

■ 中央银行、货币政策、宏观审慎监管  
王宇

■ 房价高涨、非银行信贷和货币政策：以色列的经验教训  
李奥纳多·雷德曼 (Leonardo Leiderman)

■ 周期性宏观审慎政策  
奈利·梁 (Nellie Liang)

■ 金融部门和货币政策协调面临的挑战  
安娜·玛丽亚·阿吉拉尔 (Ana Maria Aguilar)



## 中央银行 货币政策 宏观审慎监管

王宇  
研究局  
中国人民银行

1



## 中央银行 货币政策 宏观审慎监管

- 一、货币政策与物价水平
- 二、货币政策与资产价格
- 三、中央银行与宏观审慎监管

2



## ■一、货币政策与物价水平

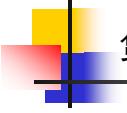
3



### 货币政策与物价水平

- 在整个20世纪，人类都面临通货膨胀的挑战，物价稳定成为货币政策的主要目标。
- 1929-1933年的“大萧条”催生了凯恩斯主义。凯恩斯认为，经济危机的根源是总需求不足，为了避免危机，应通过“相机抉择”的宏观经济政策，提高社会总需求水平。

4



## 货币政策与物价水平

- 20世纪60年代，以弗里德曼为代表的货币主义提出了“单一规则”，即以货币供给量作为名义锚，使货币供给量增长率与潜在经济增长率保持一致。
- 20世纪90年代，一些国家相继选择了通货膨胀目标制。在这一政策框架下，中央银行根据通货膨胀预测值的变化进行货币政策操作，引导通胀预期向通胀目标靠拢。与此同时，还有一些国家选择了以物价稳定和充分就业为主要目标、以利率为主要工具的货币政策框架。

5

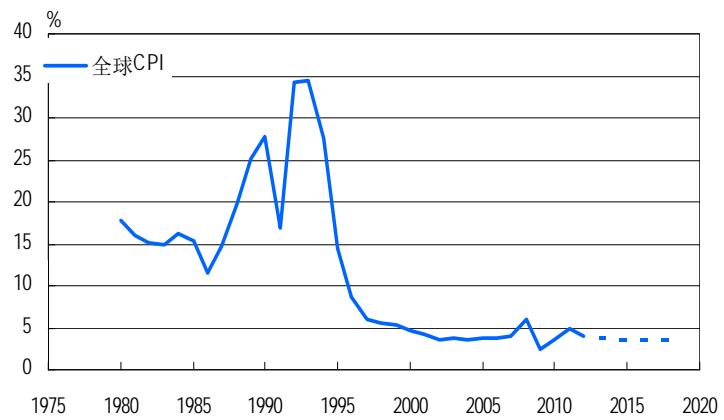


## 货币政策与物价水平

- 价格稳定是货币政策对世界经济发展的最大贡献。尽管上述货币政策框架各有特点，但在不同国家的不同时期都不同程度地发挥了作用。
- 通过各国中央银行的努力，20世纪90年代以来，全球通胀水平大幅下降、世界经济增长的波幅明显收窄（请看下图）。

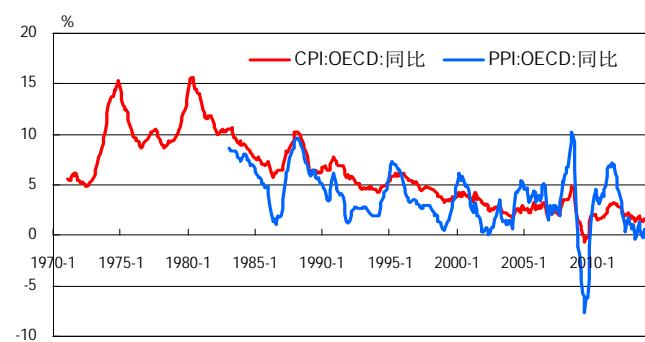
6

## 全球物价水平变动情况



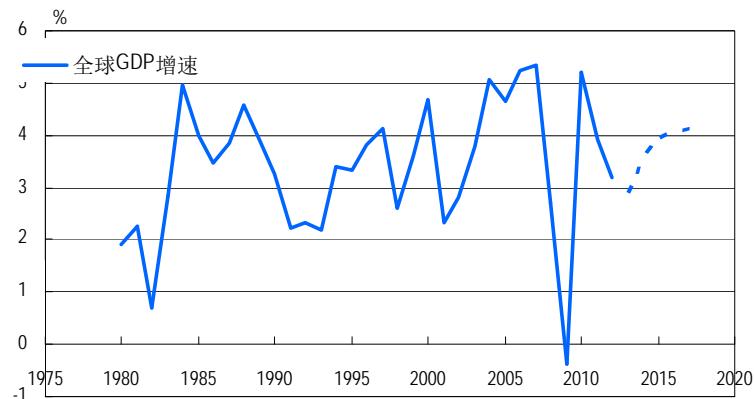
7

## OECD国家物价水平变动情况



8

## 全球经济增长率变动情况



9

## 货币政策与物价水平

- 需要关注的是，2007年以来，为了应对此次全球金融危机冲击，主要发达国家的中央银行大幅下调其基准利率至零或零附近，并在此基础上，推出多种非传统货币政策工具。
- 量化宽松政策的大规模实施，模糊了货币政策与财政政策的界限，重新引起人们对未来全球通胀前景的担忧。

10



## 二、货币政策与资产价格

11



### 货币政策与资产价格

- 进入21世纪，资产价格泡沫成为世界面对的主要问题。如何处理货币政策与资产价格的关系，如何实现物价稳定与金融稳定的目标，是中央银行面临的新挑战。

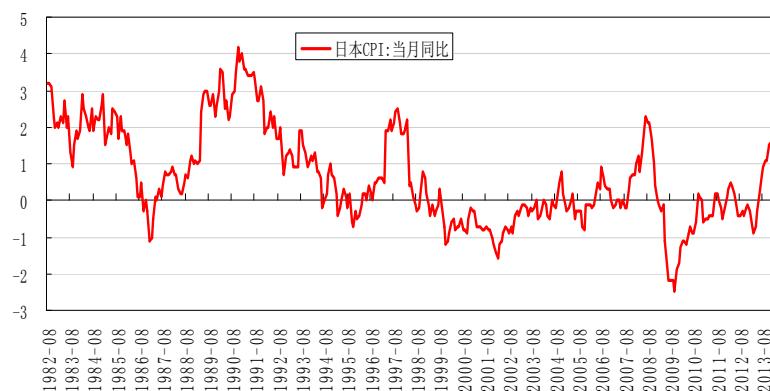
12

## 货币政策与资产价格

- 在很长时间内，人们曾经认为，保持物价稳定和产出稳定就能实现金融稳定。传统的货币政策框架也或多或少地隐含了这一假设。
- 实际上，价格稳定与金融稳定之间并不存在直接联系。相反，在传统货币政策框架下，中央银行可能会由于过度关注物价水平而忽略了包括资产价格泡沫在内的其他问题。
- 比如，1985-1992年日本资产价格泡沫、2007年美国次贷危机、2008—2009年全球金融危机。

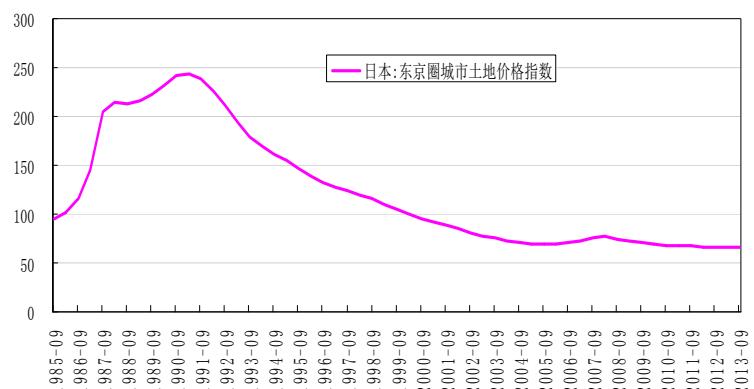
13

## 日本消费物价指数变动情况



14

## 日本房地产价格变动情况



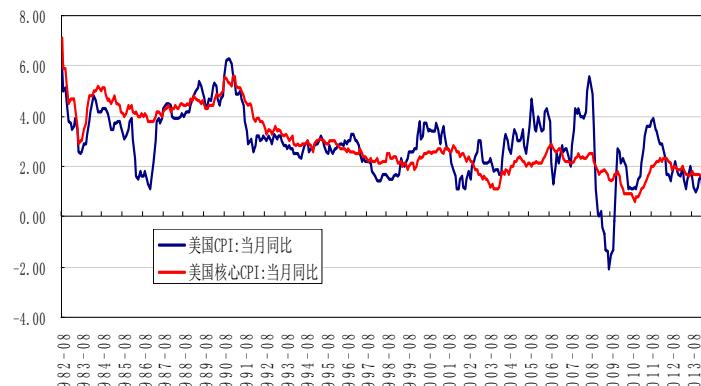
15

## 日本股票价格变动情况



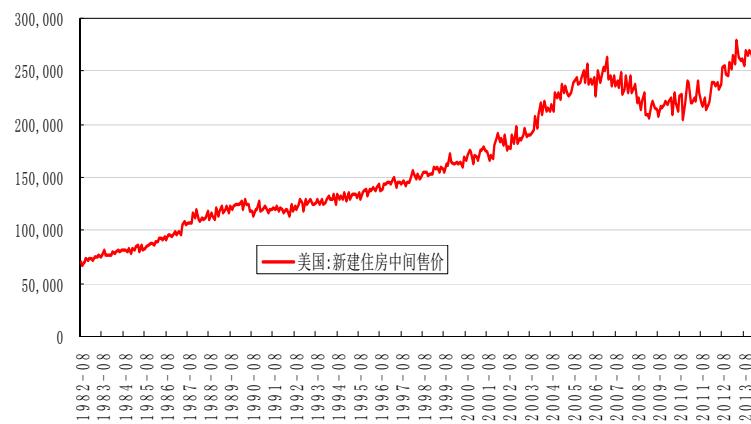
16

### 美国消费物价指数变动情况



17

### 美国房地产价格变动情况



18

## 美国股票价格变动情况

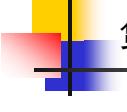


19

## 货币政策与资产价格

- 上述案例表明，物价稳定并不意味着金融稳定，而对于任何一个国家来说，物价稳定与金融稳定具有同等的福利重要性。

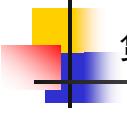
20



## 货币政策与资产价格

- 但是，在此次全球金融危机之前，大部分经济学家都不赞成将资产价格纳入货币政策目标。他们认为，资产价格泡沫与货币条件之间的联系十分微弱，货币政策操作既没有必要也没有可能对资产价格变动做出直接反应。

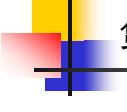
21



## 货币政策与资产价格

- 危机使大家认识到，中央银行需要关注资产价格，于是，更多的经济学家加入了讨论的行列。
- 一些经济学家提出，应该采取“逆风向干预策略”(lean against the wind)，无论物价如何变动，利率都应略高于泰勒规则的水平，以防止泡沫积累。
- 一些经济学家坚持“事后清理策略”(clean up)，即在泡沫产生阶段，中央银行可以善意忽视(Benign Neglect)；在资产价格下跌阶段必须进行相应的货币政策调整，以防止经济衰退。
- 还有一些经济学家提出，可以将资产价格泡沫分为两类，一是信贷驱动型泡沫(比如房地产价格泡沫)；二是非理性繁荣泡沫(比如互联网泡沫)。可选择“逆风向干预策略”来应对信贷驱动型泡沫；可选择“事后清理策略”来应对非理性繁荣泡沫。

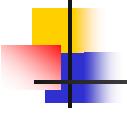
22



## 货币政策与资产价格

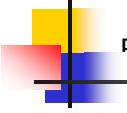
- 问题的关键在于——如何将资产价格纳入货币政策框架？——宏观审慎监管由此进入中央银行研究者的视野。

23



## 三、中央银行与宏观审慎监管

24



## 中央银行与宏观审慎监管

- 在我们已经拥有的所有工具箱中，任何一个单个的政策工具都无法承担保持物价水平稳定和抑制资产价格泡沫的双重职能。
- 要实现物价稳定和金融稳定两个目标，可能至少需要货币政策和宏观审慎监管两种工具。

25



## 中央银行与宏观审慎监管

- 进一步的问题是，谁来实施宏观审慎监管？
- 相比之下，中央银行可能更具优势。一是物价稳定与金融稳定具有内在的一致性；二是作为“最后贷款人”，中央银行有责任也有能力维护金融稳定。
- 不过，中央银行进行宏观审慎监管可能影响货币政策效果；中央银行的逆周期操作可能加剧经济波动。

26



## 中央银行与宏观审慎监管

- 争论仍在继续，但实践总是走在理论前面。
- 危机之后，最先发生变革的是各国金融监制度。
- 美国、英国及欧盟等相继建立了宏观审慎监管体系，明确了中央银行的地位及作用。
- 中国人民银行和中国相关金融监管部门积极探索，建立健全中国宏观审慎政策框架。

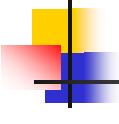
27



## 中央银行与宏观审慎监管

- 众所周知，危机之后，各国货币政策和金融监管都在进行快速调整，货币政策框架的变化和宏观审慎监管的发展，正在悄然改变着（或丰富着）中央银行的理论和实践。
- 危机后，中央银行正在进入一个未知领域，面对新挑战。我们需要以更加开放的心态，来认识和处理中央银行、货币政策与宏观审慎监管之间的关系，从而使我们的政策选择更有效率。

28



以上发言为个人的学术观点，不代表中国人民银行  
或中国人民银行研究局的意见。

# 房价高涨、非银行信贷和 货币政策：以色列的经验教训

讲授人：李奥纳多·雷德曼  
(Leonardo Leiderman)

Berglas经济学院  
以色列特拉维夫大学

人民银行和基金组织联合举办的会议，2014年3月27日

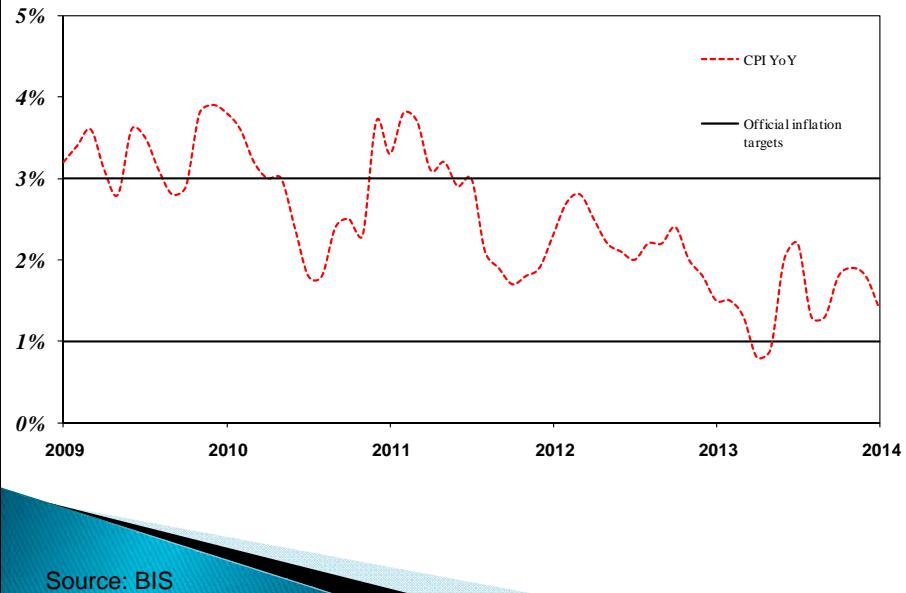
1

## 以色列银行面临的新挑战

- ▶ 如何应对美联储和欧洲央行大幅度降低政策利率？
- ▶ 住房价格泡沫风险出现时，应如何管理政策？
- ▶ 如何应对非银行信贷市场的出现？
- ▶ 标准和宏观审慎政策举措应如何分工？

2

## 近年来，以色列的通胀目标没有大的风险



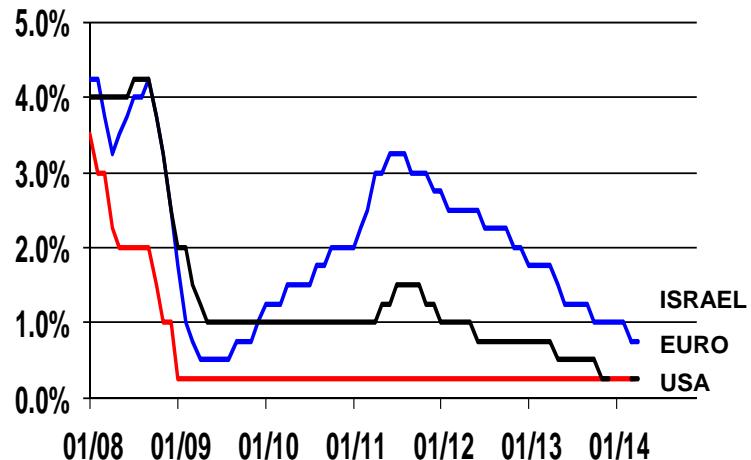
## 良好的基本面带来实际汇率升值趋势



来源：基金组织。

4

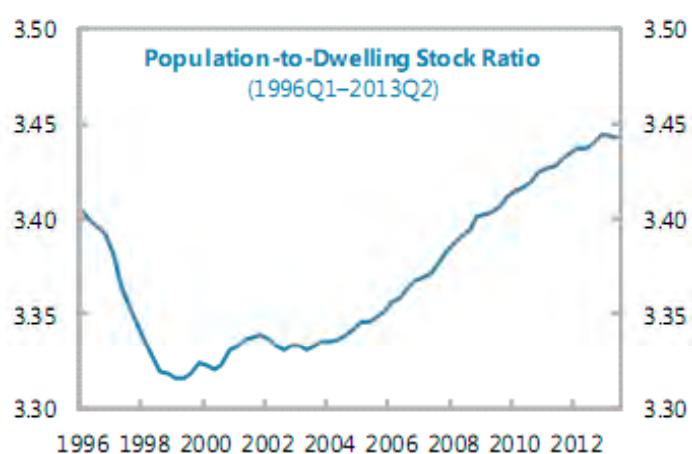
### 国内政策利率与美联储和欧洲央行保持一致



来源: BLOOMBERG。

5

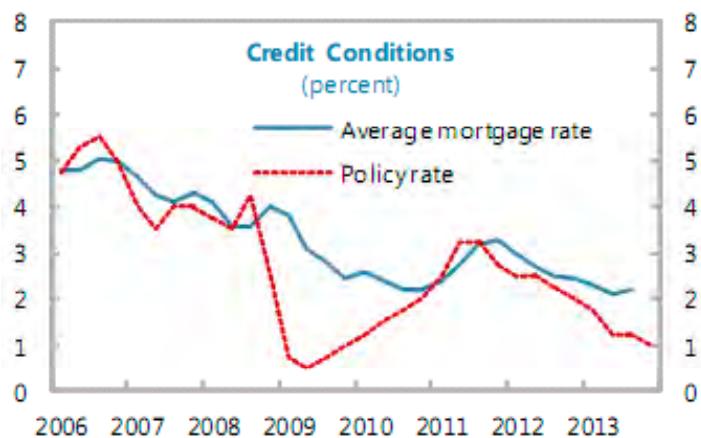
### 住房市场上的过度需求



Source: BIS

6

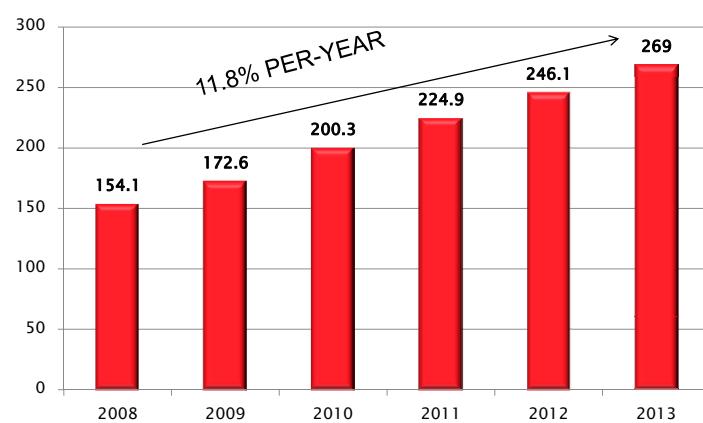
## 宽松的信贷条件



来源：基金组织。

7

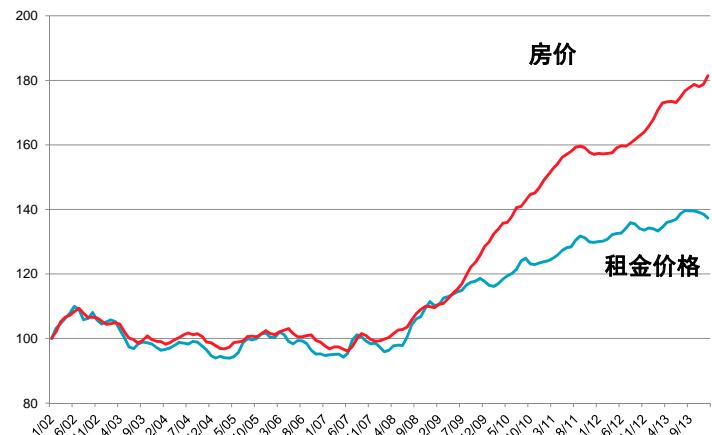
## 膨胀的抵押贷款市场 NIS BILLIONS



来源：BOI

8

## 房价泡沫? 2002年1月=100

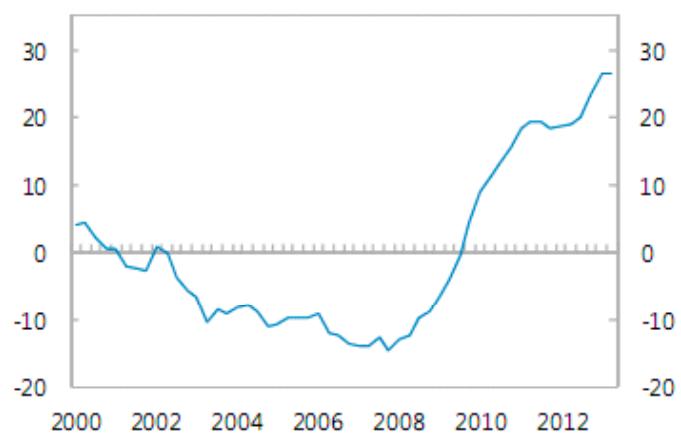


来源: CBS

9

## 房价错配

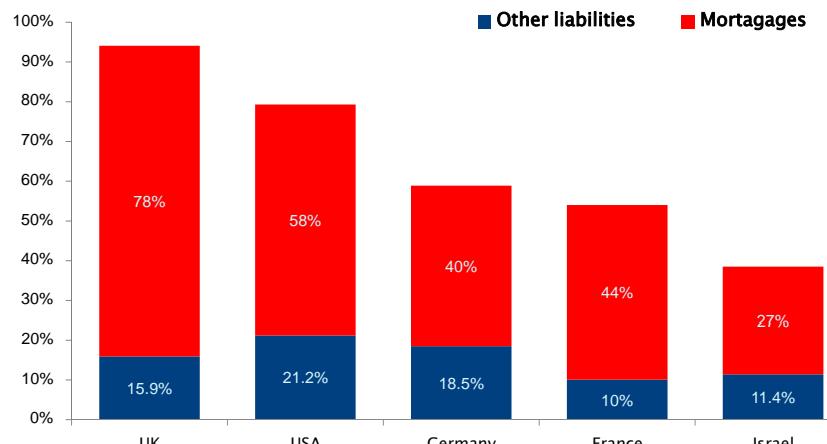
House Price Misalignment  
(Percent)



来源: IMF

10

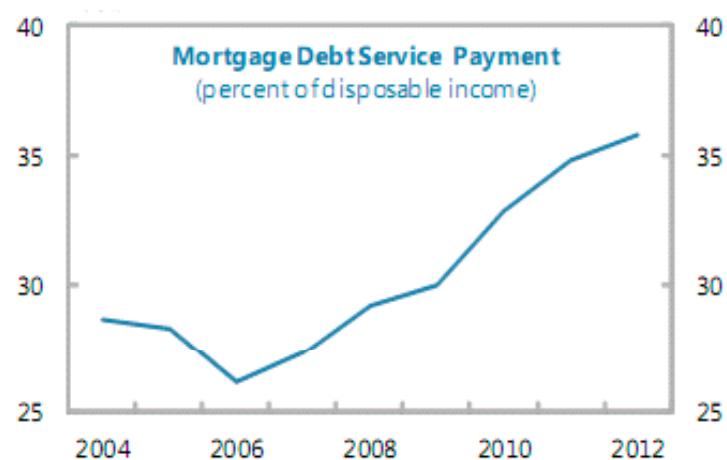
## 住户杠杆率：不高 占GDP的百分比



来源：经合组织和以色列

11

## 主要风险：抵押贷款还款上升



来源：IMF

12

## 抵押贷款：宏观审慎措施

▷ 借款人:

- 对第一个房屋设定70%的（贷款价值比率）上限，对投资者的上限50%
- 规定债务支付不能超过可支配收入的50%

▷ 银行:

- 提高各种资本要求和抵押贷款准备金
- 将浮动利率部分占抵押贷款总额的比重限制在33%以内

▷ 总体影响:

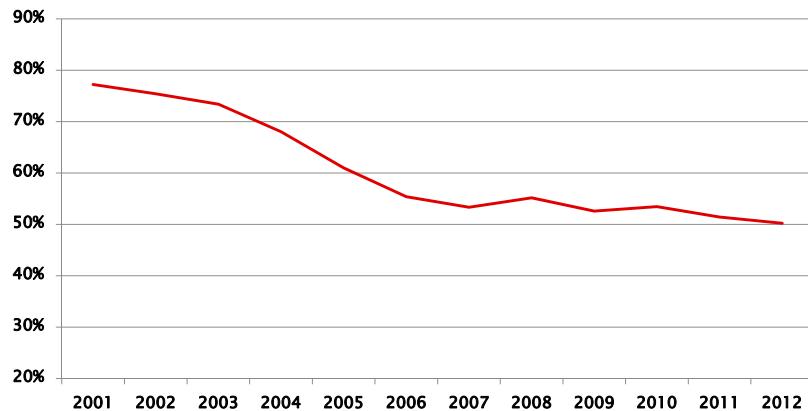
- 上述措施在多大程度上能缓解房屋价格上涨仍有争议

13

## ▷ 非银行信贷市场的上升

14

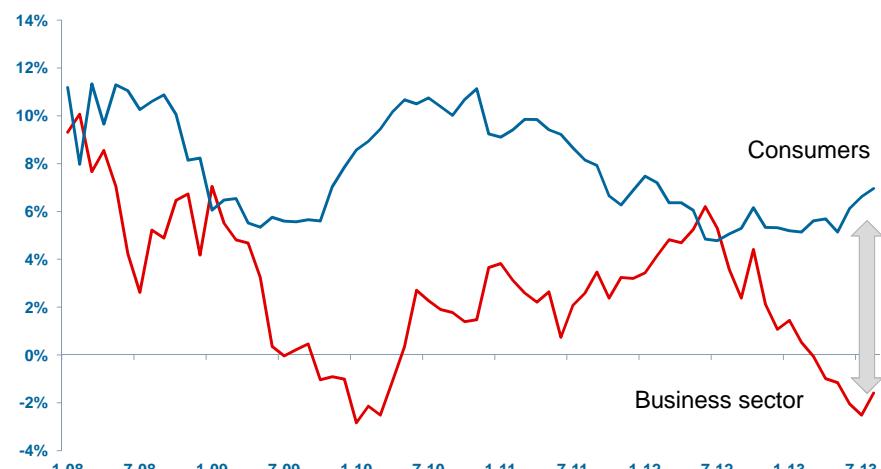
## 当地银行向企业部门提供信贷的比重下降



来源: BOI

15

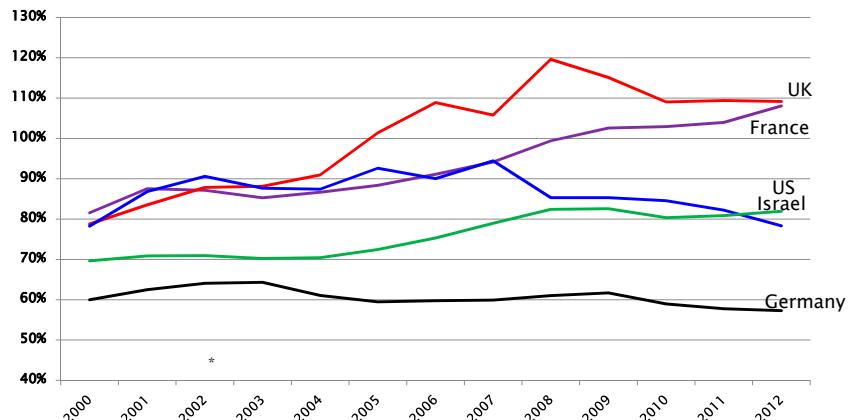
## 企业部门的去杠杆化： (年度变化)



Source: BOI

16

## 企业部门信贷占GDP的百分比



来源: BIS

17

## 应对新的风险

- 近几年，由非银行金融机构提供的企业贷款大幅度上升（2012年增长了40%）
- 有三个相关的监管机构：以色列银行、财政部的资本市场部和以色列证券局
- 如基金组织建议的，当务之急是建立一个金融稳定委员会，以协调这3个机构的措施，但进展一直缓慢。

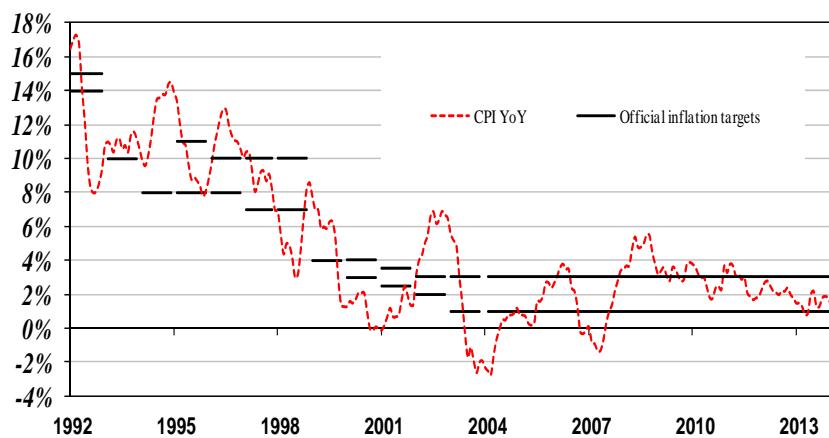
18

## 主要结论

- ▶ 在全球经济危机期间，以色列的经济表现强劲，显示了抵御能力
- ▶ 良好的政策基础和天然气发现改善了未来的经济前景
- ▶ 货币政策的关键难题涉及货币实力及住房市场的繁荣-萧条周期风险
- ▶ 金融体系仍然稳健，但需建立一个金融稳定委员会

19

### 附件：通货膨胀目标制下的通货紧缩 – 以色列的经验



来源: BIS

20

# 周期性宏观审慎政策

奈利·梁 (Nellie Liang) , 联邦储备委员会

货币政策中的新问题:

国际经验和对中国的启示

2014年3月27日

[ 1 ]

## 系统性风险

- 系统性风险可能导致金融外部性, 如资产廉价出售和蔓延效应带来的外部性
  - 今后可能对产出和通货膨胀产生大的负面影响
  - 不同于教材描述的外部性, 因为只发生在某些状态下
  - 难以测算, 或不与某个具体实体相联

[ 2 ]

## 宏观审慎政策

- 实施结构性政策
- 周期性政策是必要的
  - 金融部门是不断变化的
  - 脆弱性是随着金融状况的改善而内生形成的
- 货币政策是周期性工具，但具有其他目标
  - 宽松的货币政策可能给今后的金融稳定带来风险

[ 3 ]

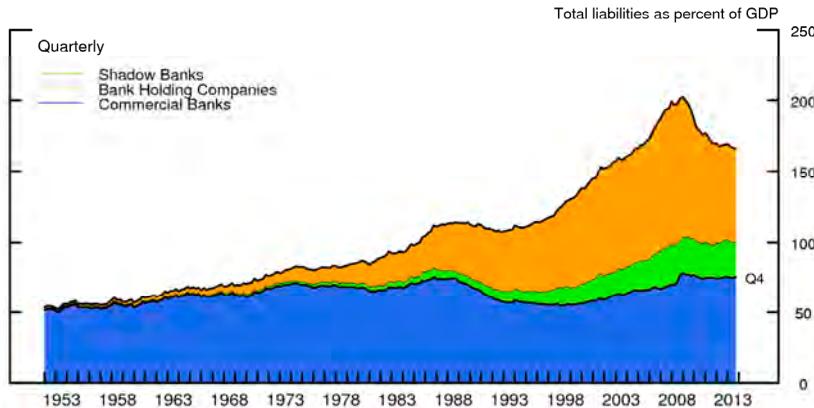
## 监测框架： 周期脆弱性

- 资产价格压力
  - 压缩的风险溢价
  - 低波动和感知风险
- 杠杆
  - 风险转移和较低的信贷质量
  - 交易者的内生杠杆
- 期限转换
  - 内生短期担保融资
- 相互关联性 / 复杂性
- 部门：被监管银行、影子银行、资产市场、非金融部门

[ 4 ]

## 银行和影子银行的负债

Financial Sector Liabilities

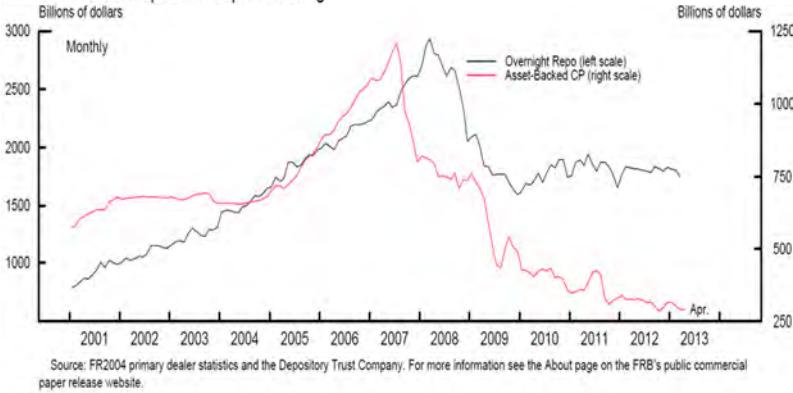


[ 5 ]

## 对资产支持商业票据 (ABCP) 和回购协议 (Repo) 的挤兑

Covitz, Liang, Suarez (2013年) 资产支持商业票据市场的崩溃  
Gorton和Metrick (2012年) 证券化银行业和对回购协议的挤兑

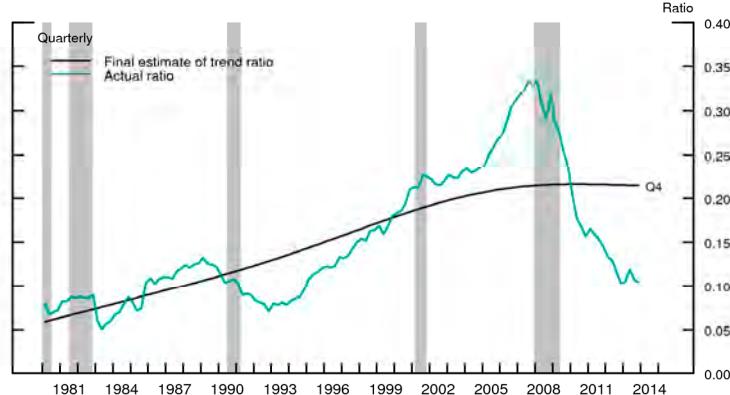
Commercial Paper and Repo Financing



[ 6 ]

## 批发短期融资

Net Short-term Wholesale Debt of Financial Sector-to-GDP Ratio



[ 7 ]

## 周期性宏观审慎政策

	宏观审慎政策	货币政策
被监管银行	<ul style="list-style-type: none"><li>监管指导和检查, 以降低目标风险。</li><li>压力测试, 建立资本缓冲, 应对重大风险。</li><li>反周期资本缓冲。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>降低贷款中的冒险渠道。</li></ul>
影子银行	<ul style="list-style-type: none"><li>公开沟通。</li><li>担保融资交易的保证金, 用以降低杠杆率。</li><li>提高证券化贷款的发放标准。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>降低交易商的顺周期杠杆率和短期担保融资。</li></ul>
资产市场	<ul style="list-style-type: none"><li>就过度现象进行公开沟通。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>提高金融资产的贴现率。</li></ul>
非金融部门	<ul style="list-style-type: none"><li>提高发放标准。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>减缓过度信贷增长, 阻止贷款发放标准恶化。</li></ul>

[ 8 ]

## 考虑因素

- 传统的宏观审慎政策和货币政策都能减轻正在形成的系统性风险

宏观审慎政策	货币政策
单一目标，有的放矢	还有其他目标
逆风而行 提高抵御能力	逆风而行
较长的提前量 – 机构间	较短的提前量
信贷分配	所有部门

[ 9 ]

## 宏观审慎政策： 资产市场和影子银行

- 为取得成功，必须能够识别正在形成的风险。
  - 当金融状况改善、形势高涨时，风险会迅速出现。
- 为取得成功，有关工具必须能够作用于解决正在形成的风险。
  - 短期融资市场在 DFA 方面没有进行改革
  - 保证金权力有限

[ 10 ]

## 货币政策： 资产市场和影子银行

- 金融状况或金融稳定
  - 冒险和杠杆率都是内生的
- “逆风而行”还是“过后清理”
  - 不能发现风险或不够有效
  - 但清理成本可能相当高
- 依次或同时
  - 宏观审慎政策的有效性未经检验
  - “彻底全面”

[ 11 ]



瞬息万变的金融体系：金融部门和货币政策协调面临的挑战

人民银行和基金组织联合举办的第二期高层会议

2014年3月27日



## 导言

- 金融危机引起金融稳定对货币政策框架影响的激烈讨论。  
总体而言，有两种极端观点：
  - ✓ 传统观点：货币当局应以保持物价稳定作为己任，宏观审慎监管当局应该追求金融稳定，并各自有自己的政策工具。
  - ✓ 逆风而行的观点：金融稳定应是央行目标的一部分。在考虑适当的货币政策立场时，应考虑金融稳定。

## 导言

- 根据新兴市场经济体目前的特性，这些极端观点可能不可行。
- **更均衡的看法**强调需进行适当协调：
  - ✓ 以物价稳定作为首要目标的货币政策。
  - ✓ 中央银行同其他当局一起参与宏观审慎政策的设计和实施。
- 为了做到这一点，**货币政策、财政和宏观审慎政策须有良好的声誉和信誉，并进行适当的协调。**
- 在评估新兴市场经济体的适当方法时，关键需考虑这样一些问题，**如资本管制和金融稳定。**

## 纲要

1 新兴经济体需考虑的问题

2 墨西哥案例

3 结论

## 新兴市场经济体需考虑的问题

### 资本流动和金融稳定

- 短期资本流动的主要驱动是先进经济体与新兴经济体之间的利率差异，当然还有其他因素。
- 在此背景下，通过货币政策解决金融稳定风险的余地可能有限：
  - ✓ 国内利率高于先进经济体可能只会导致更多的资本流入，因此加剧金融失衡。
- 因此，就新兴市场经济体而言，[全面的应对政策](#)涉及使用宏观审慎工具，央行应参与此工具的设计。

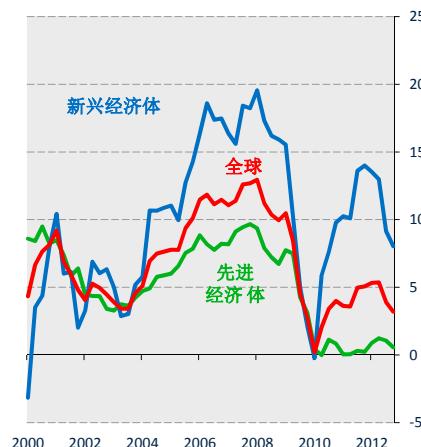
## 新兴经济体需考虑的问题

新兴经济体：  
月度有价证券流动  
10亿美元



来源：有新有价证券基金研究。

实际信贷增长  
年度 % 变化



来源：国际货币基金组织。

## 宏观-审慎政策

- **预防性质。**旨在减轻扩张阶段积累的风险。
- **取决于状况。有效性取决于环境。**
  - ✓ 当脆弱性出自金融体系或影响到银行体系时，成功概率较高。
  - ✓ 当泡沫非因杠杆引起时（如外国投资者购买伦敦的房地产），政策可能无法发挥作用或没有必要。
  - ✓ 当流动是通过债券市场中介时，宏观审慎政策更加难以实施。
- **宏观审慎政策和其他政策之间没有明确的界线。**微观审慎和货币政策往往标示为宏观-审慎。

## 纲要

1 新兴市场经济体需考虑的问题

2 墨西哥案例

3 结论

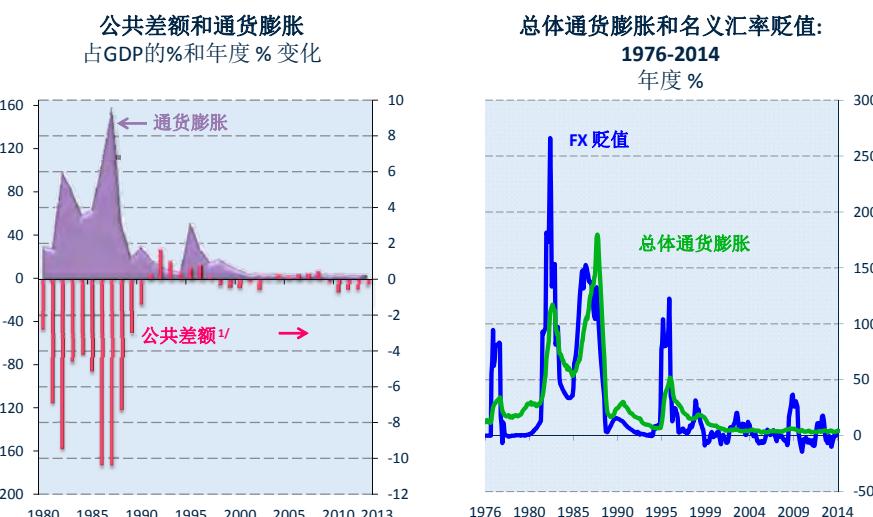
## 墨西哥案例

- 像其他新兴经济体一样，在过去十年里，墨西哥显著加强了宏观经济政策框架，并改善了经济基本面。

- ✓ 致力于物价稳定的货币政策框架。
- ✓ 财政约束。
- ✓ 灵活的汇率体制。
- ✓ 健康的国内金融体系。

➡ 这显著提高了墨西哥银行的信誉和货币政策在墨西哥的独立程度。然而，不应视信誉为理所当然。

## 墨西哥案例



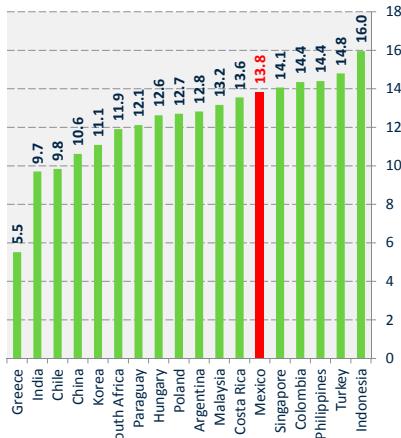
1/ 没有Pemex投资的公共差额。

来源: 墨西哥银行, INEGI和墨西哥财政部 (SHCP)。

来源: Capistrán, C., R. Ibarra and M. Ramos-Francia. (2011). "El Traspaso de Movimientos del Tipo de Cambio a Precios: Un Análisis para la Economía Mexicana," Banco de México working paper.

## 墨西哥案例

银行的资本充足比率<sup>1/</sup>  
%



1/ 指监管1级资本占风险加权资产的比率。2012年的数据。来源：金融稳健指标，基金组织。

年度总体通货膨胀率预期  
中值，%



来源：Banco de Mexico's Survey。

## 墨西哥案例

- 关于金融稳定，墨西哥银行体系之所以具有弹性主要是由于1995年金融危机之后进行的加强金融监管框架的改革。
- 这场危机表明，对银行的监管和管理是不够的。为了克服这种情况：
  - ✓ 墨西哥采取了若干措施，加强银行的资本和流动性，改善风险管理。
  - ✓ 因此，墨西哥能够降低其金融体系，尤其是商业银行的货币错配。

## 墨西哥案例

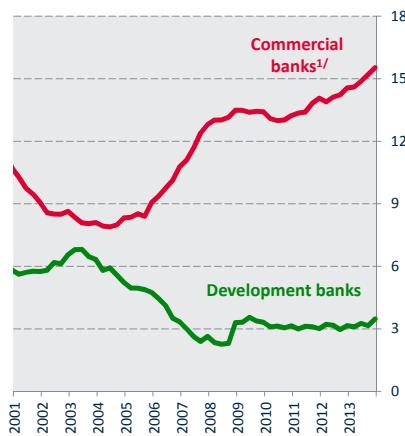
- 墨西哥继续加强金融监管框架，以进一步提高国内金融体系的弹性：
  - ✓ 2010年，墨西哥央行建立专业负责金融稳定问题的部门。
  - ✓ 墨西哥的银行系统在很大程度上符合巴塞尔协议III的要求。
  - ✓ 2010年，墨西哥成立金融稳定理事会，央行和政府财政部门参与。
    - 委员会的目的是确定具有系统性影响的宏观经济风险，并就宏观审慎措施提出建议。

## 墨西哥案例

- 此外，金融改革最近由国会批准。改革考虑旨在实现以下的政策行动：
  - ✓ 银行部门的竞争日益激烈。
  - ✓ 鼓励向不能获得金融市场融资的部门提供融资。
  - ✓ 完善担保制度。
  - ✓ 保持金融部门的稳健性。
- 预计上述均有助于墨西哥信贷市场的有序发展。

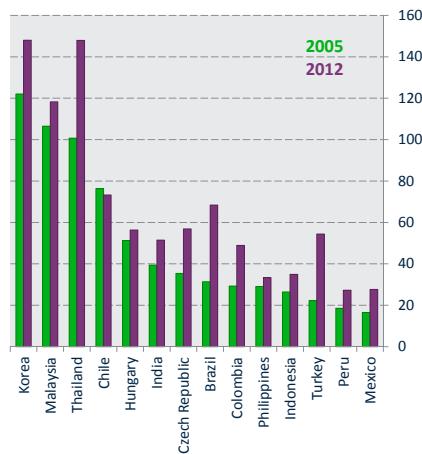
## 墨西哥案例

墨西哥：商业银行和发展银行的信贷  
占GDP的%



1/ 指向非金融私人部门提供的信贷。  
来源：墨西哥银行。

向私人部门提供的国内信贷总额  
占GDP的%



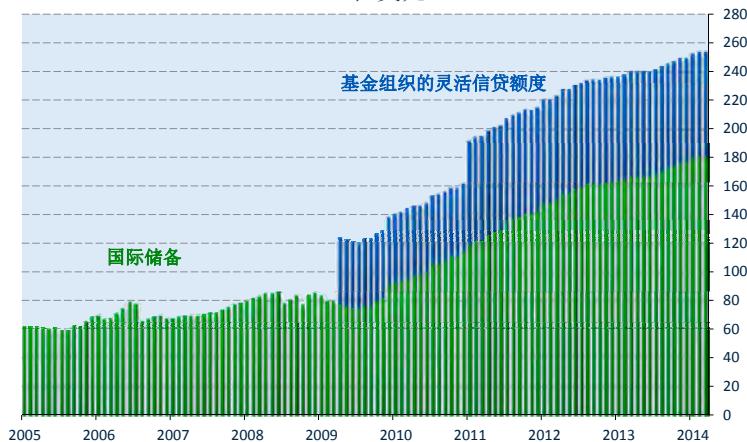
来源：国际货币基金组织、国际金融统计和数据文件以及世界银行和OECD的GDP估算。

BANCO de MÉXICO

15

## 墨西哥案例

国际储备和基金组织的灵活信贷额度  
10亿美元



注：截至2014年3月7日。  
来源：墨西哥银行和基金组织。

BANCO de MÉXICO

16

## 纲要

1 新兴市场经济体考虑的问题

2 墨西哥案例

3 结论

## 结论

- 为了应对与资本流入有关的金融稳定风险，墨西哥重点改善其经济基本面：
  - ✓ 鉴于近期发生的国际金融风暴，可以说，那些基本面好和宏观经济框架稳健的国家受外部不良影响的程度较低。
  - ✓ 也就是说，尽管不利的国际冲击可能影响所有经济体，但是，对各个经济体的影响程度，在一定程度上可能与国内因素有关。
- 强劲的宏观经济基本面包括注重价格稳定的货币政策。然而，墨西哥银行在设计宏观审慎政策中也起了主导作用。

## 第四部分

### 第四场分会：货币政策向价格型调控过渡的国际经验

■ 韩国在货币政策工具方面的经验  
崔雲奎

■ 走向基于市场的政策工具：马来西亚的经验  
苏克德夫·辛格（Sukhdave Singh）

■ 中国：货币政策中介目标向政策利率的转型  
马骏

■ 货币政策从直接工具到间接工具：20世纪80年代  
欧洲的经验  
海因茨·赫尔曼（Heinz Hermann）

人民银行和基金组织第二届联合会议 (2014年3月27日, 中国北京)  
货币政策中的新问题: 国际经验和对中国的启示  
第四部分: 采用市场政策工具取得的经验

## 韩国在采用货币政策工具方面的经验

2014年3月27日

崔雲奎  
韩国央行副行长兼经济研究所所长

撰写人员: 崔雲奎、Junhan Kim、Jiho Lee 和 Jieun Lee

**免责声明:** 此处所表述的观点本仅代表作者的个人观点, 不一定代表韩国银行或基金组织的看法。

1

## 纲要

- I. 主要问题**
- II. 韩国银行政策工具的演变**
- III. 目前基于市场的政策工具和相关问题**
- IV. 未来的挑战**
- V. 结束语**

2

## 主要问题

- 韩国的货币政策是如何逐步走向以市场为基础的运作的?
  - 采用间接工具, 进一步转向通货膨胀目标制
- 货币政策操作中的主要特点是什么?
  - 基于价格的工具占主导, 基于数量的指标为辅?
  - 利率传导
- 货币政策框架的挑战和创新前景
  - 全球金融危机后更加重视金融稳定
  - 协调货币政策工具和宏观审慎措施
  - 信贷政策的现代化身

3

## I. 主要问题

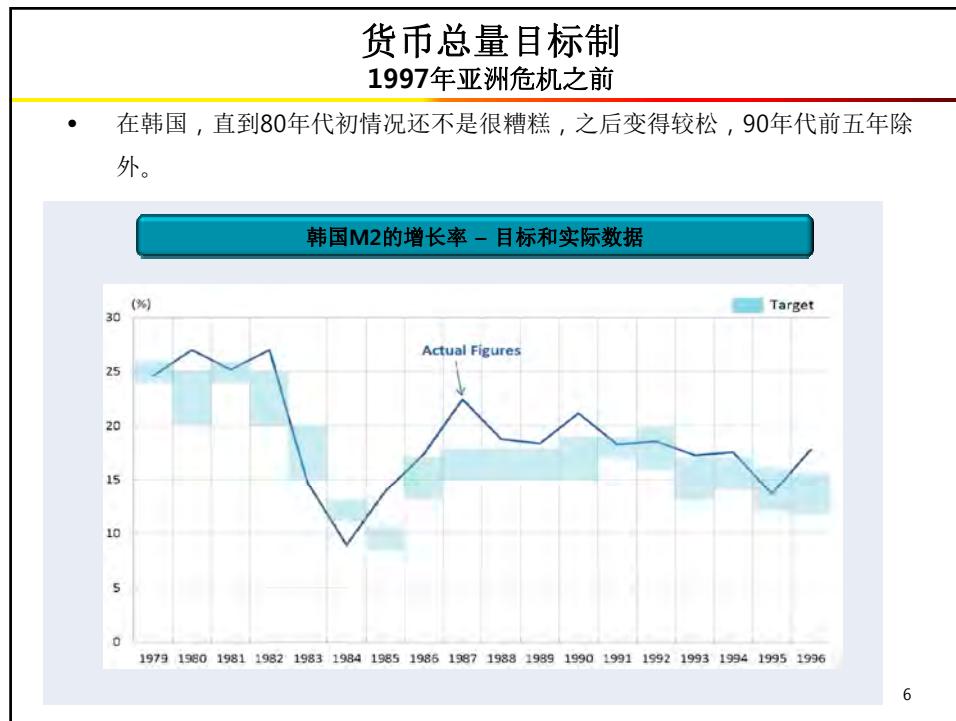
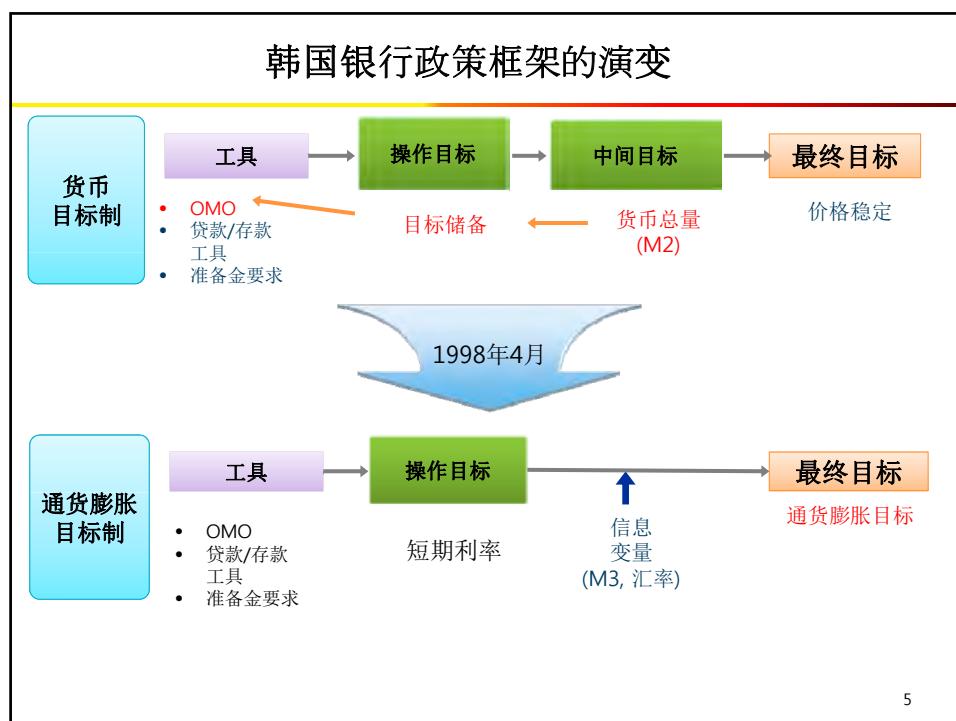
## II. 韩国银行政策工具的演变

## III. 目前基于市场的政策工具和相关问题

## IV. 未来的挑战

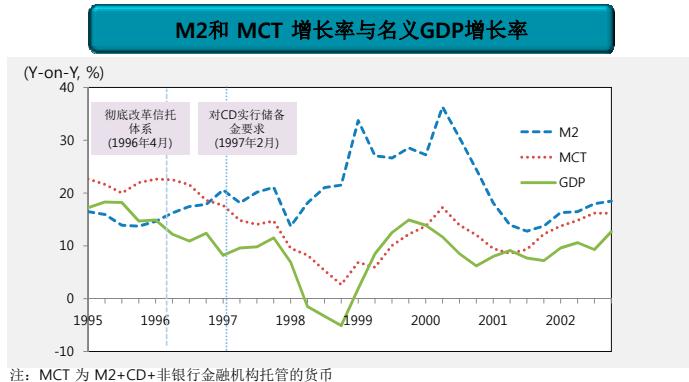
## V. 结束语

4



## 韩国银行政策框架的演变 (1)

- **名义支点**：中间目标 → 最终目标
  - 中间目标 (货币或汇率目标制?)
  - 最终目标 (通货膨胀目标制?)
- **(动机) 货币总量和经济活动之间的关系减弱。**
  - 有效性、可控性、简单化



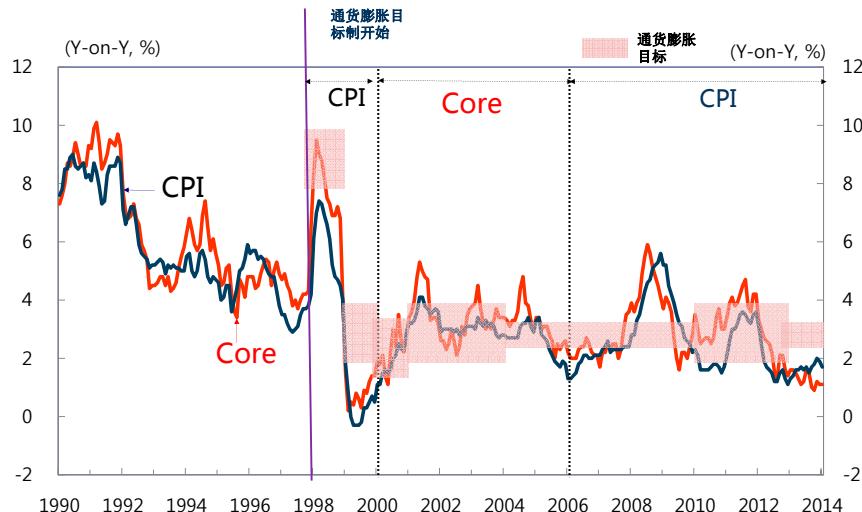
7

## 韩国银行政策框架的演变 (2)

- **重点**：货币总量 → 政策利率
  - 容易观察到 (就政策变化发现清楚信号)
  - 金融稳定 (避免利率波动)
  - 可预测的效果 (传导机制较容易理解)
- **政策利率: 拆借利率 (1998~2008) → 韩国银行的基础利率 (2008~)**
  - 无担保隔夜拆借利率 ( $\approx$ 联邦基金利率目标)
  - 参考利率, 如RP和韩国银行与金融机构之间贷款和存款工具 ( $\approx$ BOE银行的利率)

8

## 实际通货膨胀和通货膨胀目标



9

## 过渡的先决条件

- 金融放开
  - 1991年至1997年四个阶段的利率放开 (顺序：贷款利率到存款利率、长期利率到短期利率)
- 债券市场发展
  - 国债余额 (90年代: 3万亿韩元, 截至2013年: 401万亿韩元)
- 灵活的汇率
  - 三元悖论
- 独立和可信的央行
  - 韩国银行法修订为韩国银行提供了业务独立性 (1998年)

⇒ 因此, 考虑到欠发达的金融市场和存在长期过度  
过去对资金的需求、直接措施 (规定银行存款和贷款利率, 控制其贷款规模)  
是不可避免的, 而且可能更加有效。

10

- I. 主要问题**
- II. 韩国银行政策工具的演变**
- III. 目前基于市场的政策工具和相关问题**
- IV. 未来的挑战**
- V. 结束语**

11

## 过渡的动力

### 韩国银行法突出了市场友好型政策的重要性

“在实施货币和信贷政策时，韩国银行应强调市场机制。”（第4.2条）

- 引领和推动金融市场发展
- 从市场获得信息和信号
- 应对金融市场的复杂性和货币总量的不稳定性

12

## 目前的工具和目标

货币政策  
工具

政策利率

准备金要求

公开市场操作

贷款和存款工具

目标  
韩国银行法  
(第1条)

价格稳定

金融稳定

13

## 准备金要求 (1)

- 20世纪80年代之前有效的流动性管理工具
  - 自90年代以来，OMO一直是主要工具。



14

## 储备金要求 (2)

分类	主要内容
储备金要求比率	取决于相关负债的类型
受准备金要求限制的金融机构	银行、银行控股公司
受准备金要求限制的负债	存款负债和一些金融债券
计算和维持准备金的方法	计算： 2月1日至 28日 维持： 3月13日至4月9日
持有准备金的方法	在央行的准备金存款，金库现金（存款准备金的35%）
准备金不足的处罚	平均不足的2%（罚款） (禁止新的贷款等)。如果准备金连续3个月不足，禁令可能会持续，至到满足法定存款准备金之后的一个多月。
利息支付	必要时，可以支付。

15

## 准备金要求 (3)

### • 有报酬或没有？

- 韩国银行通常不对银行的储备持有支付酬金，但可以支付，而且的确也支付了酬金（2008年11月，支付了0.5万亿韩圆）。
- 金融负担，特别是那些持有高额外汇储备的央行。
- 联储和英格兰银行为银行的储备支付酬金

### • 银行的哪些负债？

- 如需要的话，韩国银行可以对金融债券规定准备金要求（2011年1月）。
- 2000年代银行大量发行债券导致2008年出现展期困难，给银行带来流动性风险，破坏了外国投资者的信心。

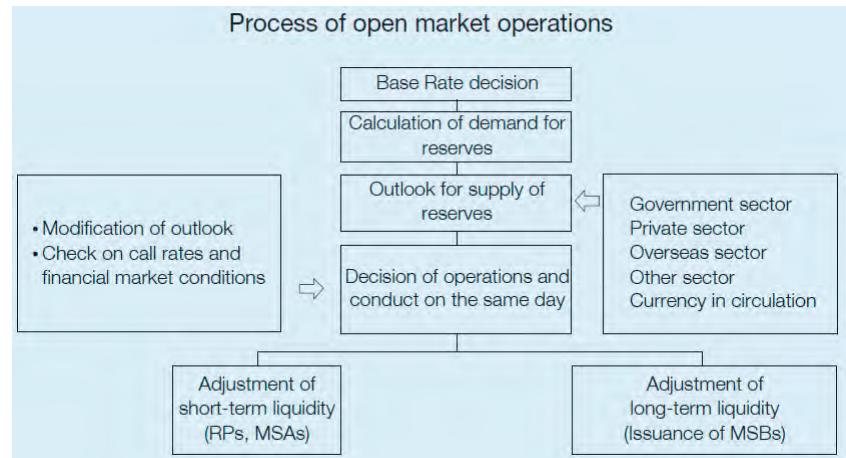
### • 流动性覆盖率 ( LCR ) 带来的潜在威胁

- 如果LCR太高，存款准备金率不具有约束力。

16

## 公开市场操作 (1)

- 在公开市场同金融机构购买或出售证券，包括政府和公共债券



17

## 公开市场操作 (2)

		操作的种类	合格证券
长期调整	提取	发行长期MSBs	—
		直接出售证券	韩国银行持有的政府债券和政府担保债券
	供应	回购剩余期限较长的MSBs	—
		直接购买证券	机构对手方持有的政府债券和政府担保债券
短期调整	提取	出售RPs	韩国银行持有的政府债券和政府担保债券
		接受MSA存款	—
		发行短期MSBs	—
	供应	购买RPs	机构对手方持有的政府债券、政府担保债券和MSBs
		提前提取MSA存款	—
		回购剩余期限较短的MSBs	—

18

## 公开市场操作 (3)



- 1961年出台
- 每周发行一次，期限从14天到2年不等，用于市场流动性的周期性调整 (2-年债券  $\approx 2/3$ )
- 竞标 (1993) 推动了债券市场的发展
- 给韩国银行带来的金融负担

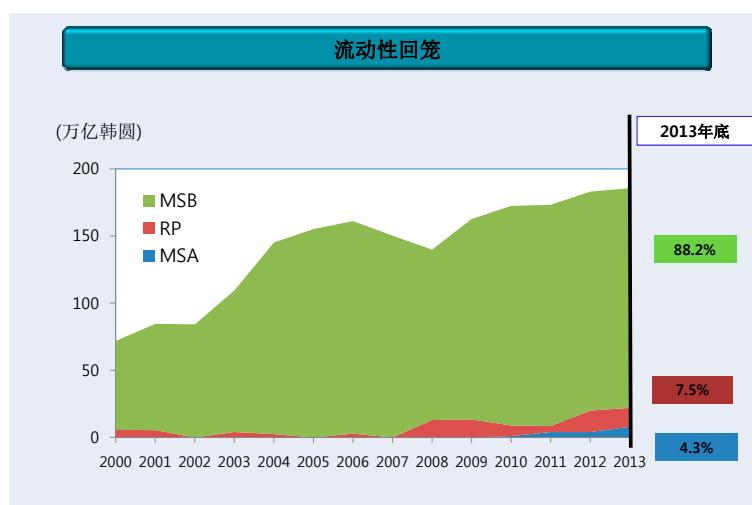
- 用于短期流动性管理，主要是7天期限 (最长91天)

- 2010年10月推出，主要是28天 (最长91天)  
提前赎回受限，但是可能的。

19

## 公开市场操作 (4)



20

## 贷款和存款工具

- 韩国银行提供四种工具

常备机制：用于有效控制政策利率 (M-政策)

银行中介的贷款支持工具 (C-政策)

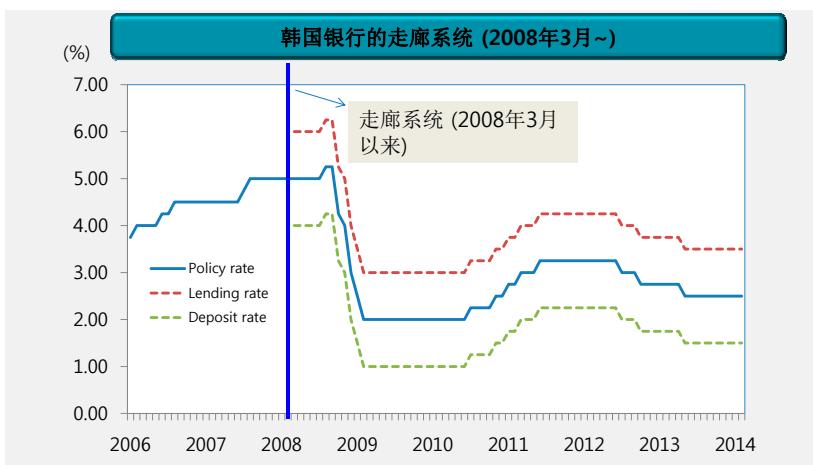
日间透支 (清算系统的顺畅运作)

紧急特殊贷款 (FS-政策)

21

## 流动性调整贷款和存款 (1)

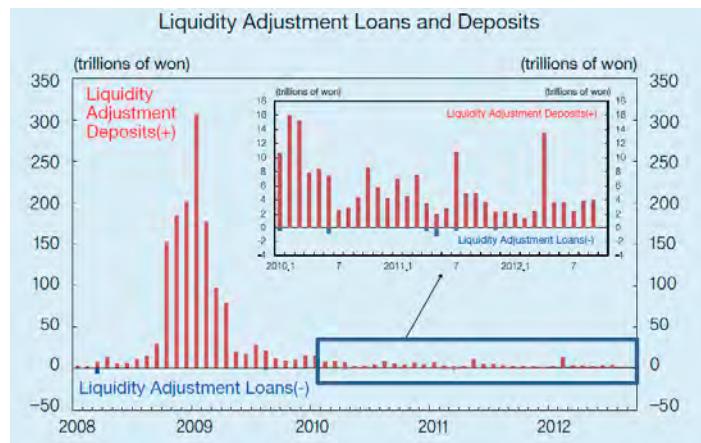
- 遏制隔夜市场利率波动，出台了对称走廊 (BR±100个基点，即使在储备维持周期的最后一天)；
- 这不是贴现窗口，借款银行至少原则上不应该受到“负面”声誉的影响



22

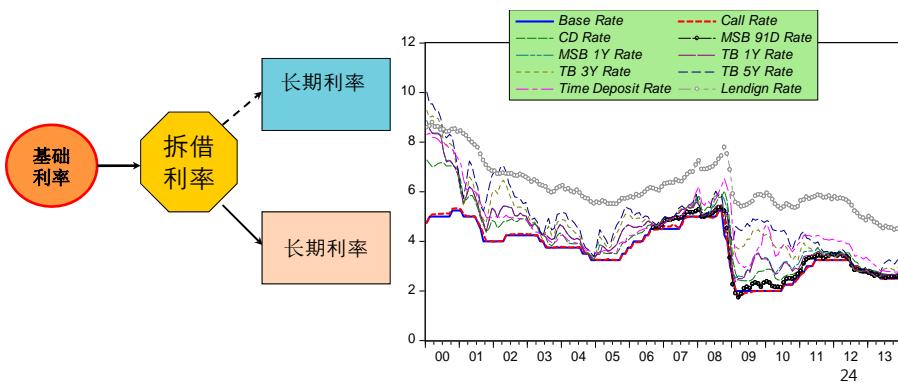
## 流动性调整贷款和存款 (2)

- 金融危机期间，(存款机制) 非常成功地吸收了多余流动性，并控制了隔夜拆借市场利率的波动。
- 仍需谨慎使用(贷款机制) (负面声誉效应)



## 利率传导

- (短期利率) 短期内，政策利率与拆借利率、定期存款利率和3个月的MSB利率密切相联，一对一的长期对应关系(完美传导)。
- (长期利率) 政策利率影响长期MSB利率、政府债券利率、存款利率和贷款利率，短期和长期内的联系都相当紧密(不完美传导)。



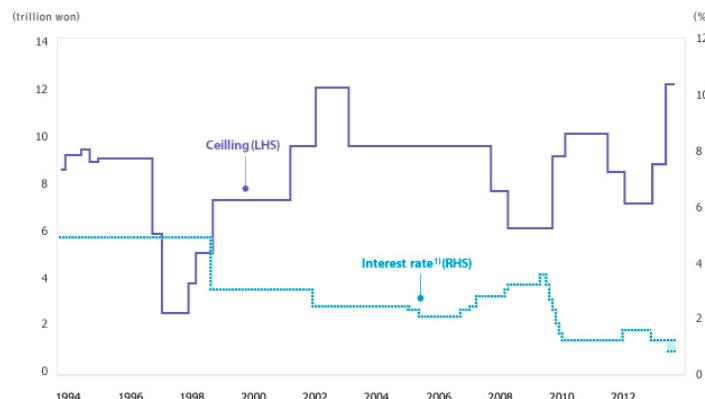
## 银行中介的贷款支持工具

- 韩国银行的信贷政策 (Goodfriend 和 McCallum, 2009年)
  - 金融部门的信息不对称和市场失灵影响了全球金融危机之后M-政策的效果。
  - 总流动性充裕情况下的部门流动性短缺：央行将总流动性转为市场流动性和投资贷款，可以被称为C-政策的“现代转世”。
  - 降低银行的资金成本（如BOE的FLS），通过覆盖和管理信用风险，帮助将流动性引导到私人部门。

25

## 银行中介的贷款支持工具

### 银行中介的贷款支持工具的上限和利率



Note : 1) Applying within the range of 0.5~1.25% since April 11th

26

- I. 主要问题**
- II. 韩国银行政策工具的演变**
- III. 目前基于市场的政策工具和相关问题**
- IV. 未来的挑战**
- V. 结束语**

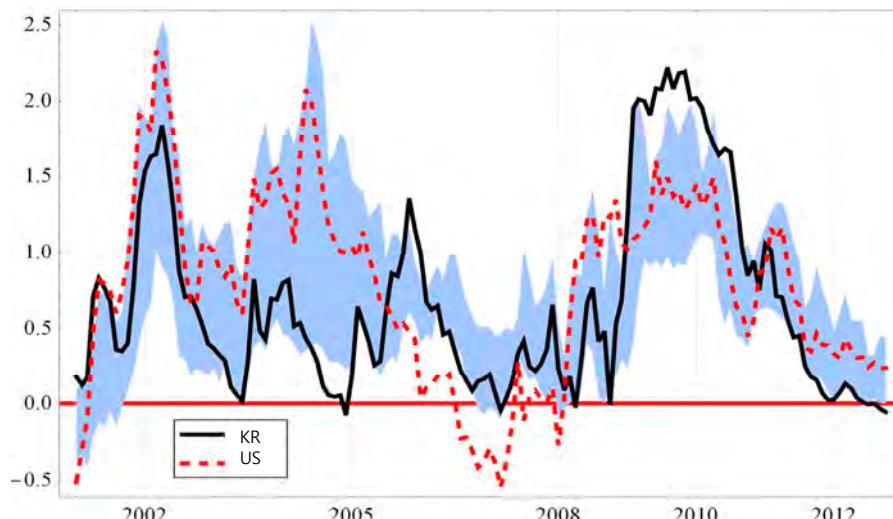
27

### 金融一体化和 收益率曲线长端的可控性

- 虽然央行可以严格控制收益率曲线的短端，较长期收益率的可控性可以通过“利率传导”实现。
- 影响利率传导的因素包括：
  - 关于利率政策未来走向的预期
  - 风险厌恶情绪、债券市场的流动性等。
- 然而，实践中更重要的是国际金融一体化产生的全球性因素。
  - 在2000年代的大部分时间，先进经济体和新兴市场经济体的期限利差都表现出强劲的协同变动。
  - 2012年，韩国的收益率曲线出现反转，原因是美国的短期利差下降 (Kang 和 Lee 2013年)。

28

## 期限利差的协同变动

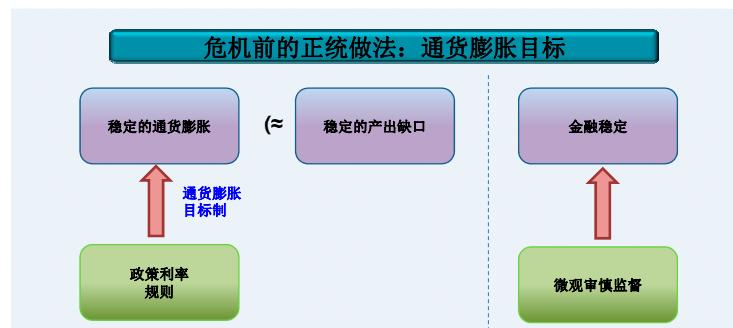


注：蓝段表示23个国家下降的(25%)期限利差(9个AEs和13个EMEs)。

29

## 未来的挑战 (1)

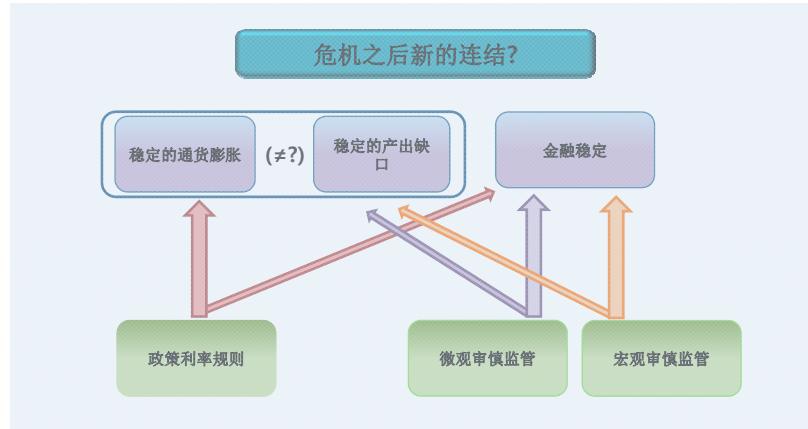
- 在通货膨胀目标制下，韩国银行成功过渡到以市场为基础的框架：
  - 实现价格稳定
  - 降低实体经济的波动
  - 推动金融市场发展



30

## 未来的挑战 (2)

- 然而，全球金融危机的经验和随后的大萧条导致对中央银行的作用和职责提出大量批评。



31

## 未来的挑战 (3)

- 货币政策与宏观审慎政策之间的协调
  - 经济增长与金融稳定之间的潜在取舍
  - 我们现在知道，宏观审慎政策是必要的，但不知道它们将如何与货币政策互动
- 信用政策的实施
  - 为了避免对信贷流动的过度干预，并减少分配扭曲，C-政策依赖市场机制，并不想取代市场。
    - 通过改变激励机制或市场价格，会影响银行提供信贷的决定。
  - 不过，为了最大限度地减少扭曲（如果有的话），C-政策应基于明确的预先设定的原则。
    - 与M-政策保持一致性，以减少政策取舍，避免顺周期性
    - 提高透明度，以确保问责制，并尽量减少政策的不确定性
    - 简单化防止寻求套利
    - 通过市场机制，确保效率和最大限度地减少扭曲
    - 反馈和监控，以保持效率，最大限度地减少副作用

32

## 结束语

- 不存在适合所有国家的货币政策操作。
  - 需考虑国内和全球金融市场以及实体经济的发展
  - 此外，在危机期间，非常规措施可能是有效的。
- 但是，过渡到市场型政策框架的好处（主要是长期）似乎仍然高于相关成本（主要是短期）。
- 随着金融市场发展及全球联系加强，收益率曲线长端的可控性可能更困难。
- 央行应该开发新的工具和重新发现旧的工具，以更好地发挥其扩展的作用和责任。
  - 例如，为了实现金融稳定，可以重新启用准备金要求。
  - 尽管如此，我们应该谨慎，不能过多依赖储备，因为可能导致银行和非银行金融机构之间的扭曲和/或导致更多的影子银行。

谢谢！

33

货币政策中的新问题：  
国际经验和对中国的启示

中国人民银行和国际货币基金组织联合举办的第二届研讨会

走向基于市场的政策工具：  
马来西亚的经验

苏克德夫·辛格 ( Sukhdave Singh )  
马来西亚央行  
副行长



1

马来西亚金融市场发展的重要里程碑

... 80年代之前

1963 : 成立第一家贴现行  
1978 : 出台 Bas 和 NIDs  
1983 : 伊斯兰银行业开始-成立  
伊斯兰银行  
推出政府投资债券 (GII)  
1986 : 成立Cagamas-国家抵  
押贷款公司  
1987 : 出台吉隆坡同业拆借利  
率(KLIBOR) , 作为反  
映同业市场条件的官方  
指标  
1989 : 出台一级自营商制度 , 做  
为某些类别债券证券的  
做市商。

90年代

1990 : 成立第一家信用评级机构 , 即马来西亚评  
级机构  
1993 : 成立证券管理委员会  
1994 : 发行第一笔抵押伊斯兰债券 , 即  
Cagamas Mudharabah  
发行外汇和货币市场交易的马来西亚行  
为准则  
1995 : 成立第二家信用评级机构 , 即马来西亚评  
级公司  
1996 : 实现完全自动化的发行/招标系统  
( FAST ) , 进行货币市场操作及一级市  
场发行活动  
1997 : 建立债券信息和发布系统 ( BIDS ) , 为  
证券交易提供透明度  
1999 : 建立国家债券市场委员会 ( NBMC ) , 提  
供政策指导和理顺债券市场的监管框  
架。  
用实时总额结算 ( RENTAS ) 替换递延  
净额结算协议。

2000年代及之后...

2000 : 宣布政府证券拍卖日历  
2001 : 推出金融部门总体规划 ( FSMP )  
2002 : 发行首批基于ijarah的全球主权债  
务 , 金额为6亿美元  
2004 : 积极利用回购作为货币工具  
2005 : 首次发行20年期马国政府债券  
2006 : 建立第一个债券定价机构Bondweb  
2007 : 出台MGS开关拍卖 , 管理到期日和  
提高市场流动性  
2009 : 引入6个伊斯兰一级自营商  
2010 : 发行第二批全球主权债券 , 金额为  
12.5亿美元  
重新发行5年期政府5年期伊斯兰投  
资债券- 世界上第一个重新发行的  
伊斯兰债券  
2011 : 推出金融部门蓝图  
2013 : 首次发行20年期GII和30年马国政府  
债券 , 进一步延长了官方收益率曲  
线



2

## 转向以市场为基础的金融体系、以市场为基础的工具和以市场为基础的货币操作

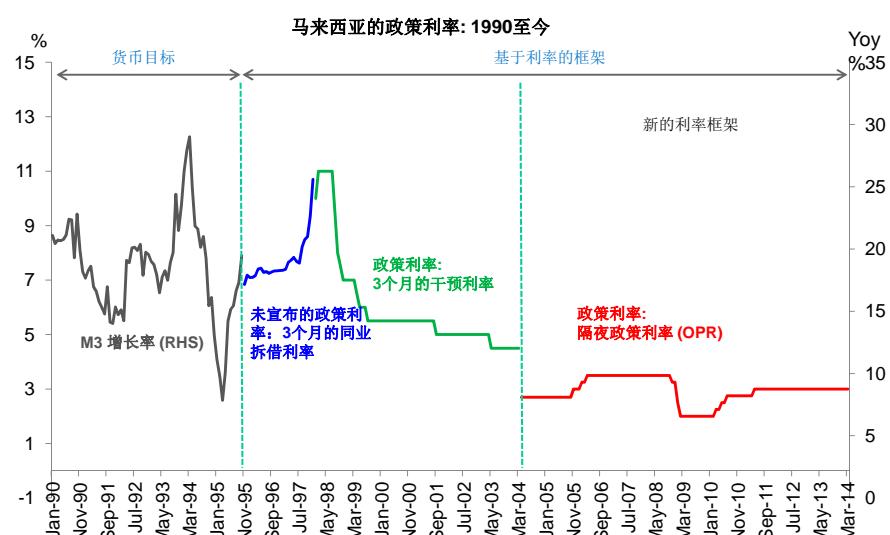
- i. 1997-98年的亚洲金融危机突出表明了金融体系存在的薄弱环节，以及缺乏相应的政策工具，用以对付影响经济和金融体系的外部力量。
- ii. 发展国内金融体系成为重中之重 – 2001年的金融部门总体规划 2001 & 2001年资本市场总体规划。
- iii. 鉴于易受外部冲击的影响，需积极反思货币政策的制定框架：
  - i. 通过利率向市场发出明确信号
  - ii. 当基本面发生变化时，允许汇率作为一个缓冲
- iv. 建立适当的基础设施，提高货币操作的效率和有更多的基于市场的工具



BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

3

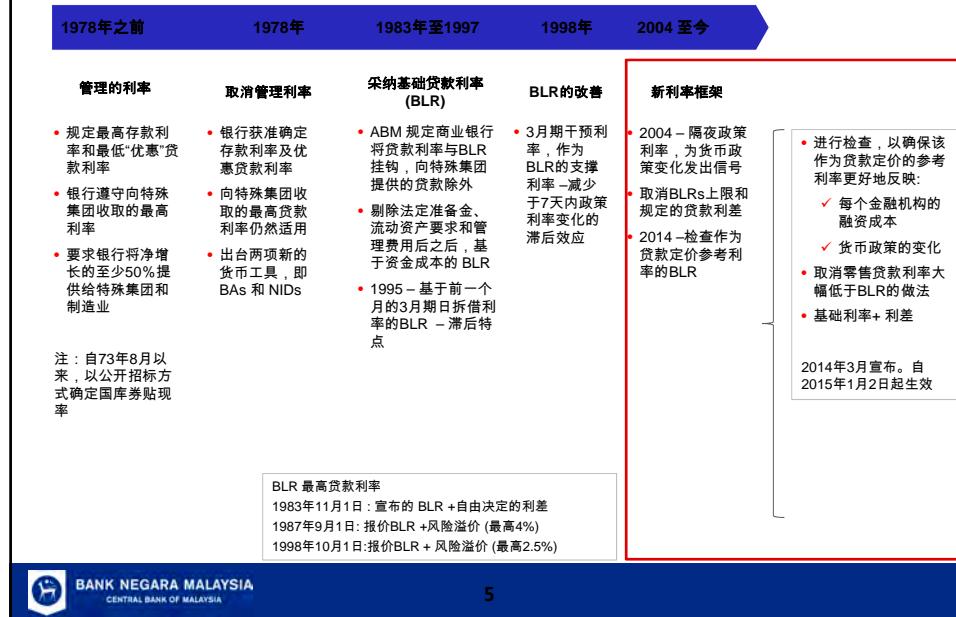
## 货币政策框架的演变，反映向更多地由市场决定的利率结构的转变



BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

4

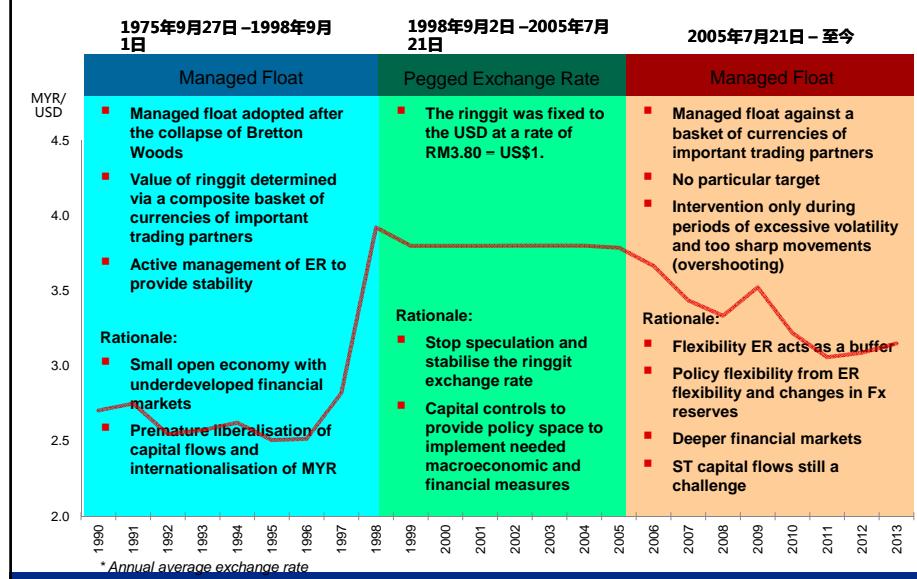
## 零售利率更多由市场决定，对货币政策变化做出更灵活的反应



BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

5

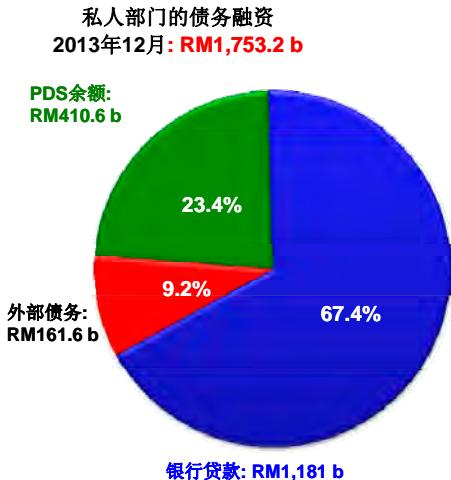
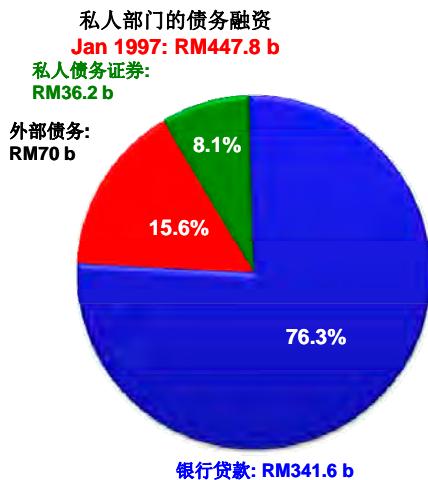
## 马来西亚汇率体制的演变



BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

6

## 向私人部门融资方式的变化：债券市场日益重要

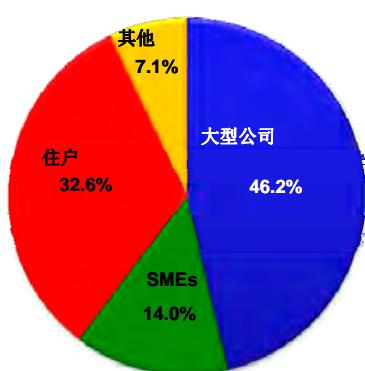


BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

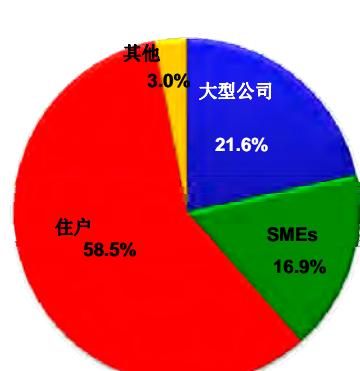
7

## 资市场发展转变了银行的客户类型

银行体系对私人部门的贷款余额  
1997年1月: RM341.6 b



银行体系对私人部门的贷款余额  
2013年12月: RM1,181.0 b

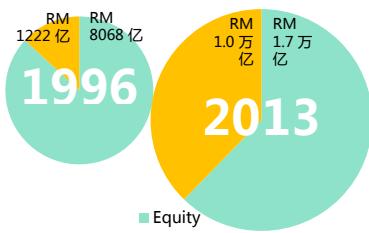


BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

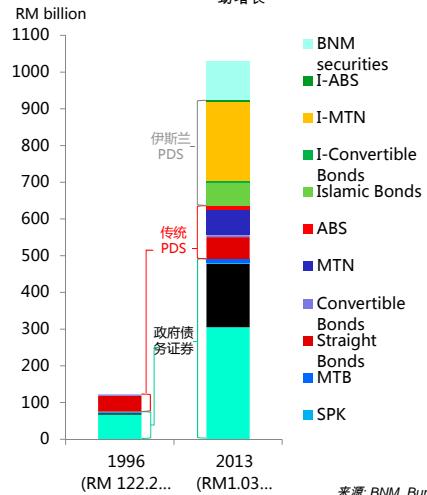
8

## 更多多样化的融资工具和对冲选择

自1996年以来,马来西亚的资本市场规模增大,特别是债券市场



目前有更多种类的工具,伊斯兰债务证券强劲增长



来源: BNM, Bursa



BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

9

## 金融体系深化带来更加多元化的货币政策工具

### 70年代到90年代初

#### 法定存款准备金要求 (SRR)

- 1970's – SRR是货币政策的主要工具
- 由于缺乏足够的相机抉择的货币工具,要求SRR频繁变化
- 资产流动性比率要求**
- 银行遵守BNM规定的最低流动资金比率,基于两个主要考虑:
  - 作为审慎措施,确保银行保持流动资产,以保障存款户的利益
  - 选择性的信贷政策。鼓励对理想部门提供直接信贷,如发展官方债券和Cagamas债券市场

### 90年代至今

#### 直接借款(未担保的)

- 90年代,使用短期借款对冲大量资本流入
- 之后一直是管理流动性的主要工具
- 国家银行票据 ( BNB ) /国家银行货币票据 ( BNMN )**
- 1993 – 发行BNB作为贴现票据(不超过1年),用以增加可获得货币工具的类型
- 2006 – 修订CBA,以便增加发行规模,从而吸纳不断增加的流动性(改名为BNMN)

#### 回购

- 使用MGS作为抵押品进行抵押借款,从而以较低成本吸收过剩的流动性,自2005年以来经常使用

#### 外汇掉期

- 以外汇兑换林吉特作为一个额外的工具来管理国内流动性

#### BNM与政府帐目的集中化

- 可以更好地进行流动性管理,因为BNM可以预测从政府账户向银行体系的资金流动

#### 购买和出售政府债券(公开市场操作)

- SRR – 使用较少,但仍然重要,可以长期锁定多余的流动性,同时,1998年流动性资产比率被新的流动性框架取代。

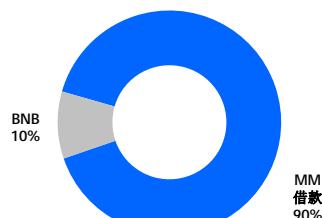


BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

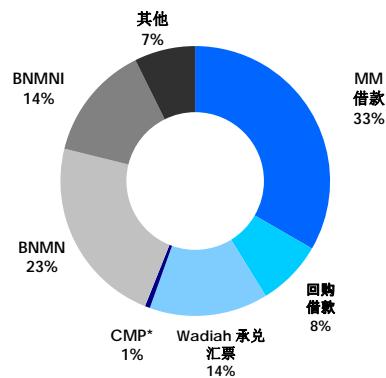
10

## 货币操作受益于日益多元化的政策工具

截至1996年的货币政策工具



截至2014年2月的货币政策工具



\* CMP – Commodity Murabahah Programme



BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

11

## 货币操作支持和对金融体系发展的利用

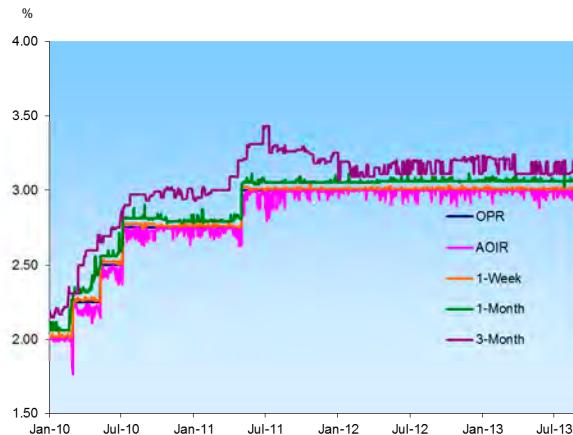
为了支持货币操作，建立了重要的基础设施



BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

12

## 目前的货币政策框架允许不同金融产品的市场化定价



- 货币政策的目的只是为了影响隔夜拆借利率
- 政策利率变化有效地传递到其他期限的货币市场利率
- 也传递到债券市场的短端
- 由于该市场近来大量的外国资金流入和流出，债券市场的长端传递问题较多。

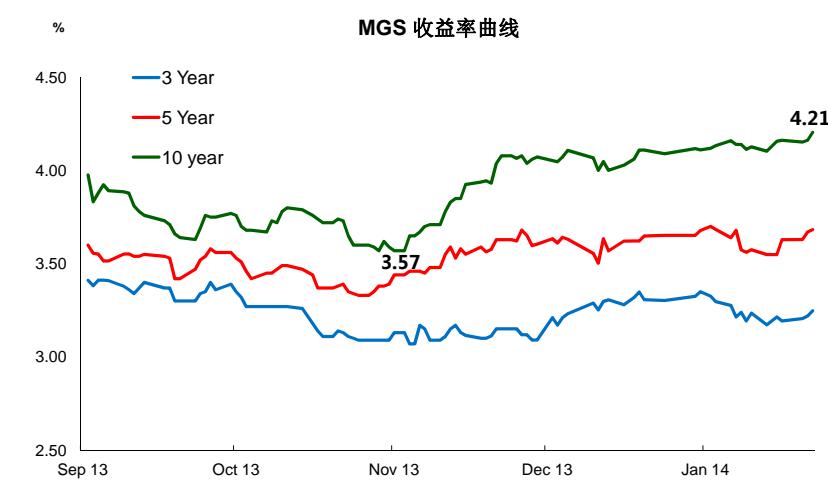
来源：马来西亚央行



BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

13

## 外国资金流入和流出造成较长期债券收益率波动性加剧



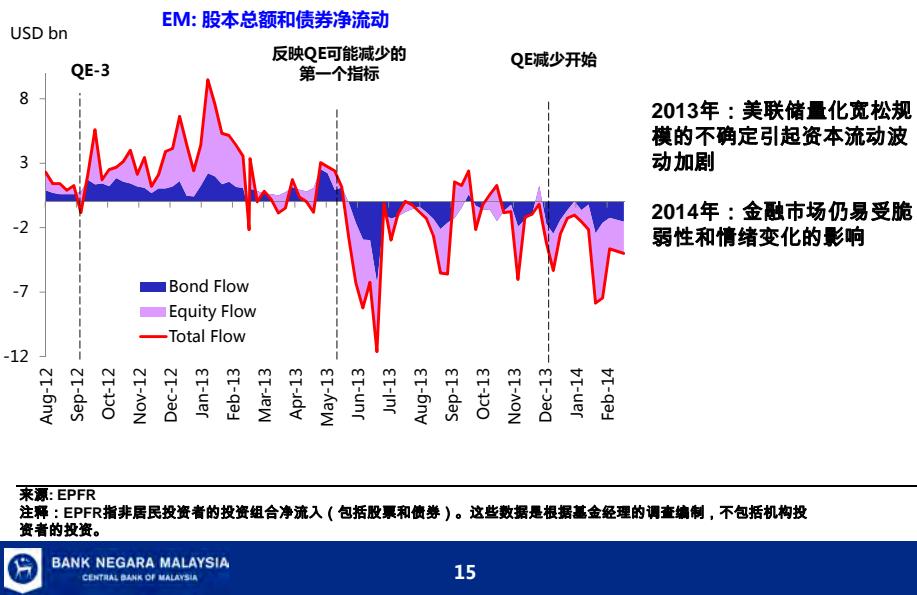
来源：Bloomberg



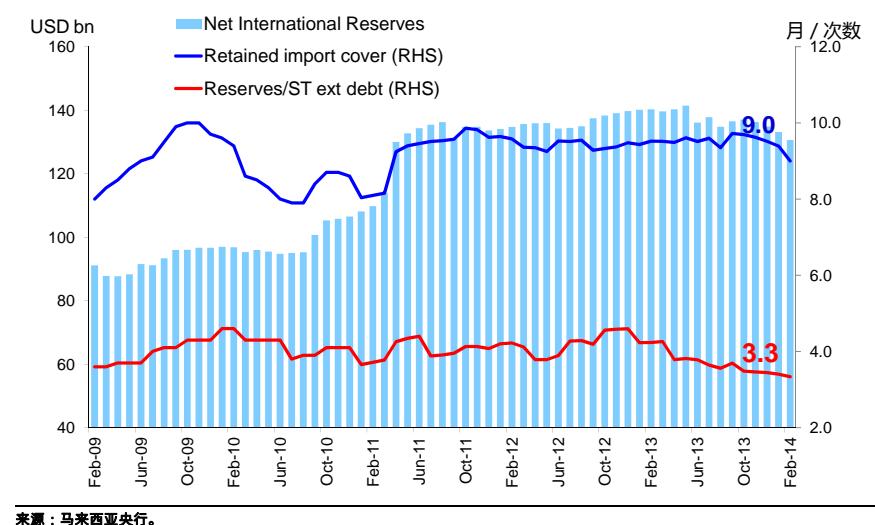
BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

14

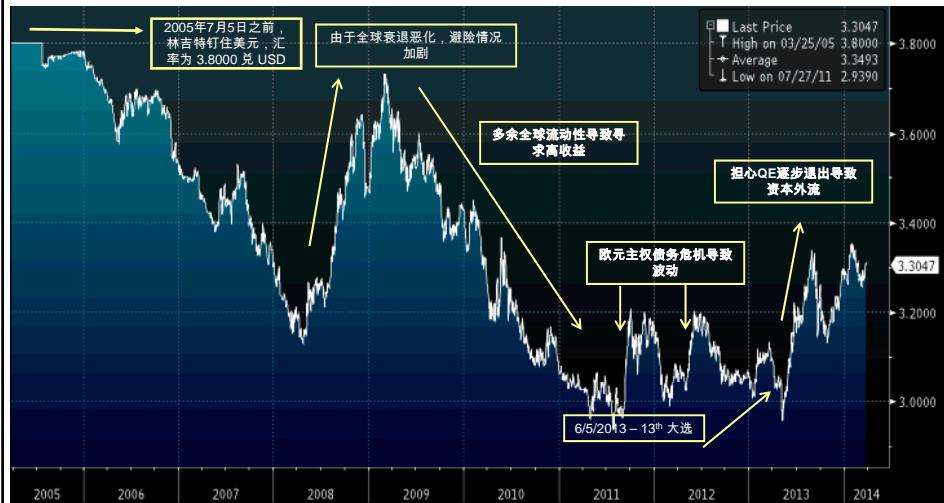
## 像其他新兴市场一样，马来西亚将继续受到先进经济体货币条件变化的影响



## 干预减少，但在对外部门波动加剧时，外汇储备仍是关键的缓冲



## 林吉特的变动反映经济和资本流动受到的冲击



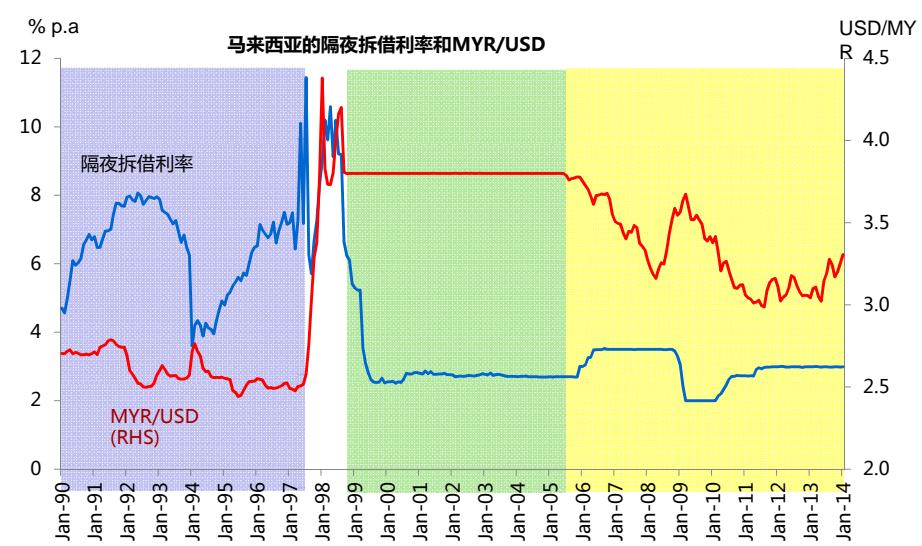
(来源: Bloomberg @ 24/03/2014)



BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

17

## 基于国内考虑的货币政策，得到有管理的浮动汇率体制的支持



BANK NEGARA MALAYSIA  
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

18



## 中国：货币政策中介目标向政策利率的转型

马骏, 德意志银行

*Passion to Perform*

2014年3月

Deutsche Bank does and seeks to do business with companies covered in its research reports. Thus, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. DISCLOSURES AND ANALYST CERTIFICATIONS ARE LOCATED IN APPENDIX 1. MICA(P) 054/04/2013.

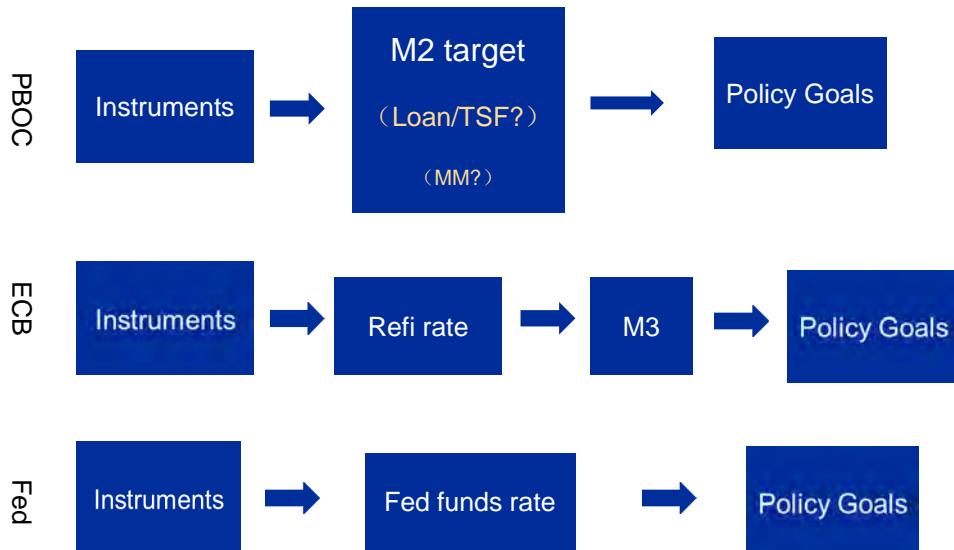
Jun Ma (852) 2203 8308, jun.ma@db.com

## 中国目前的货币政策框架



Policy instruments	Intermediate target	Policy goals
Reserve requirement ratio (RRR)	<b>Explicit:</b> M2 growth target	Low inflation
Differentiated RRR	Implicit: reasonable loan and TSF growth ( MM stability? )	Stable economic growth
OMOs		Relatively high employment rate
Standing facilities (eg. SLF)		Balance of payments equilibrium
Benchmark deposit/lending rates and ranges		
Interest rate on required reserves		
Interest rate on excess reserves		
re-discount rate		
re-lending rate		

## 中、欧、美货币政策框架的比较



2

过去几十年，多数国家和地区的货币政策中介目标已从  
盯住货币供应量为主改变为政策利率为主



	Operational Target	Time of shift to rate targeting
US	Fed funds rate	1980s
Eurozone (Germany)	Refinance rate	1980s
Japan	Overnight call rate	1980s
Korea	Base rate	1990s
India	Repo and reverse repo rate	1990s
Taiwan	Discount rate	1990s
Australia	Cash rate	1980s
Canada	Overnight rate	1980s

Source: authors' compilation

3



当然，这个转型不是一帆风顺的，美国本身就有反复

Table 1: Examples of operational target specifications

	Explicit (X) or not	Quantified (X) or not	Immediately published (X) or not	Unique (X) or not	Short term interest rate (SID) vs. Reserve concept (RPD)
US, 1994-2004	X	X	X	X	SID
US, 1990-1993	X	X		X	SID
US, 1983-1990					RPD/SID
US, 1979-82					RPD/SID
US, 1974-1979	X	X		X	SID
US, 1920-1974					RPD/SID

Note: SID = short term interest rate doctrine (targeting interest rate);

RPD = reserve position doctrine (targeting quantity)

Source: Bindseil (2004)

4



多数国家转向盯住利率的理由和条件

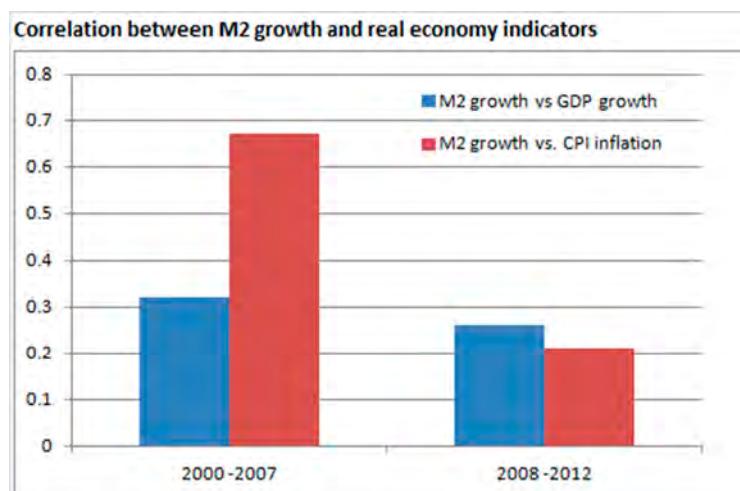
- 数量目标与实体经济指标之间的相关性弱化
- 盯住数量目标导致市场利率过度波动
- 资本市场开始成熟，允许政策利率信号的传导
- 对流动性预测的能力提高

5

## 中国：为什么要短期盯住政策利率

6

### 货币供应量与实体经济的相关性大幅减弱

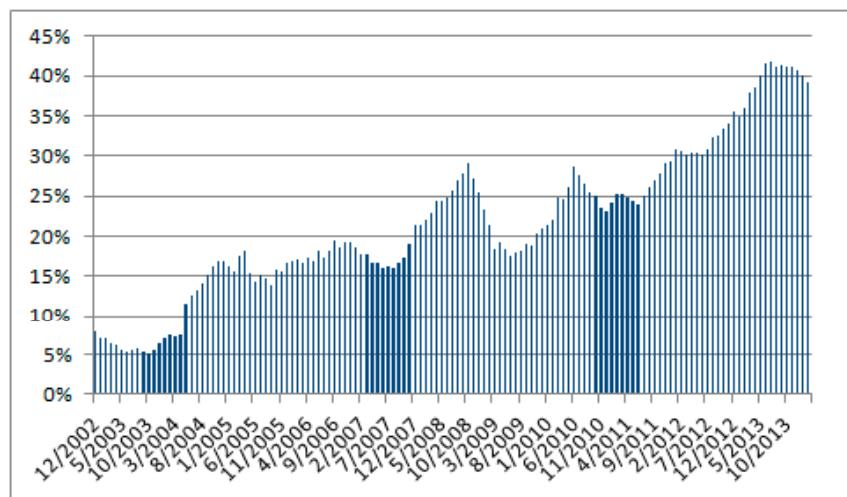


7

在过去十年中，非银行融资占全部融资的比重明显上升



Non-bank financing as % of total social financing (12MA), 2002-14



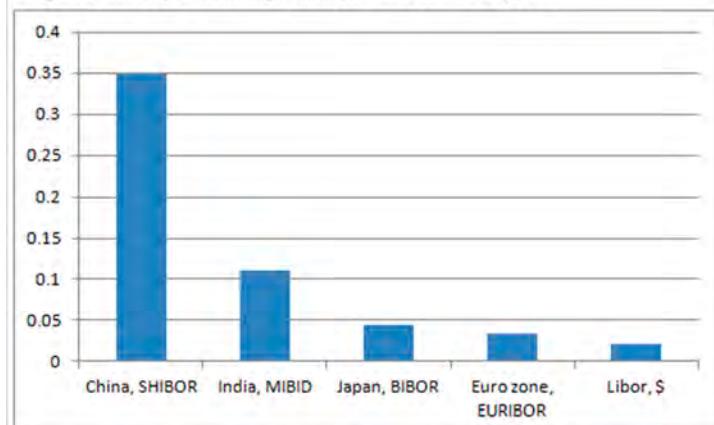
Source: CEIC

8

市场利率的波动率远高于其他国家



Daily interbank rate volatility: China vs other countries, 2013



Source: calculated based on data from Bloomberg.

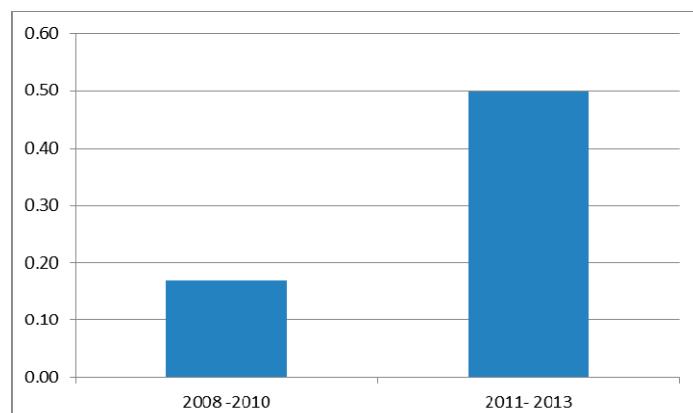
Note: Volatility is standardized deviation of daily rates over a month.

9

货币市场利率的波动性在最近几年明显加大



SHIBOR daily volatility



Source: WIND

Note: Volatility is based on daily rates over a month.

10

对M2与实体经济相关性减弱和利率大幅波动的各种解释



1. 货币用于交易和持有资产的功能上升
2. 更多的跨境资本流动
3. 影子银行和各种金融创新
4. 贷存比
5. 财政收支
6. 银行激励机制、季节性、IPO、预期波动等等

11



虽然针对上述具体原因需要各种改革，但未来还将出现许多难以预测的对流动性的冲击因素。所以要建立稳定市场利率的长期机制，短期中介目标必须转向盯住利率。

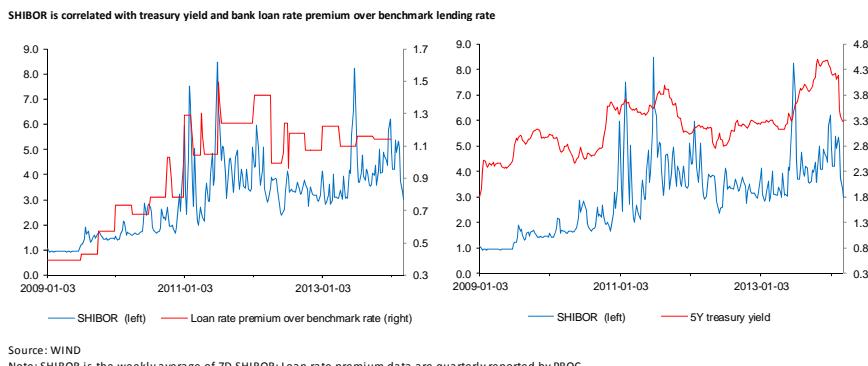
市场利率波动过大，会负面影响预期、投资和实体经济，鼓励套利)

12



向利率目标转型所要求的资本市场条件基本成熟

1. 市场有流动性
2. 利率传导机制初步形成



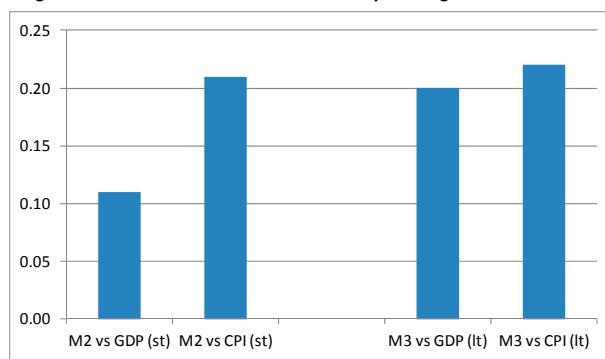
13

欧央行的政策框架（短期盯住利率， 中长期参考M3）可能更适合未来几年的中国，联储模式或许是长期选项

14

M3 与实体经济的长期相关性强于M2 与实体经济的短期相关性， 表明M3作为中长期参考值是有意义的 

Long term correlation between M3 and economy is stronger than s.t correlation, 2005 - 2013

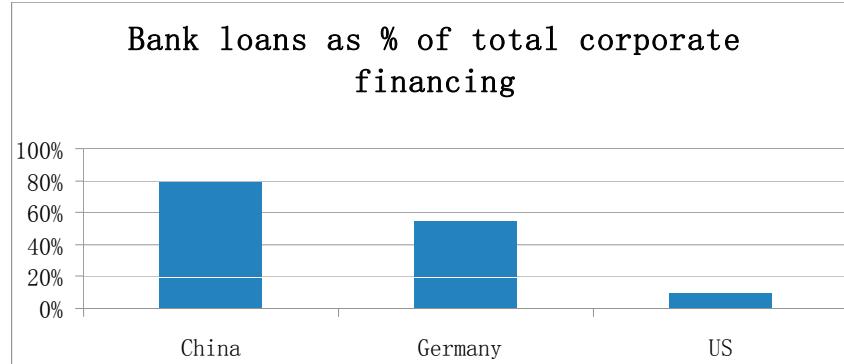


Source: authors' calculation

Note: Long-term correlation is calculated based on 12mma. Both with 12m lag.

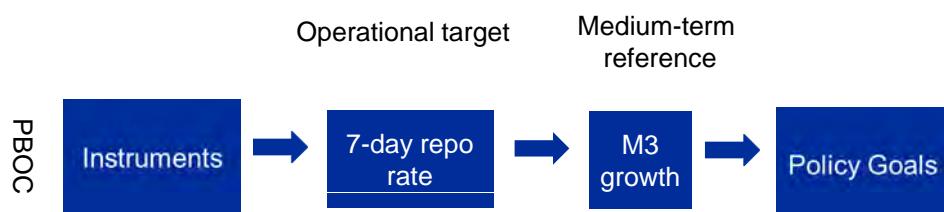
15

在中国和欧洲，银行体系在融资中的作用远大于十分依赖资本市场的美国



16

参考ECB模式，中国可以考虑的一个框架是：短期操作目标为某个短期利率（如7天回购），中长期参考M3 增长率，以期达到货币政策的最终目标



17



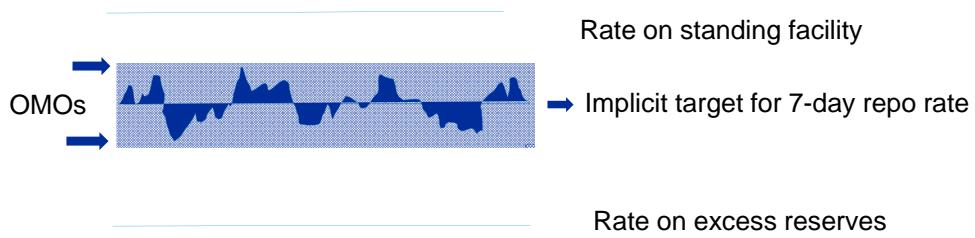
## 可能的改革路径图

第一年围绕隐含的短期利率目标用公开市场操作建立事实上的“利率走廊”，第二年将走廊收窄，第三年在宣布取消存款基准利率时公布“短期利率目标+ M3增长的中长期参考值”的货币政策操作框架。

A possible roadmap for China			
Year 1	Year 2	Year 3	Year 4
Establishing a de facto corridor for 7-day repo	A narrower corridor		
		Abolishing benchmark deposit rates Announcing a 7-day target rate and m.t. M3 reference; abolish annual M2 target	
Preparing M3 statistics and its analytical relationship with MM rates and economy			
Relaxing LDR control	Abolishing LDR cap		
Developing the securitization market to establish transmission mechanism between FI and loan markets			
Improving liquidity projection by enhancing inter-govt coordination and analytical/forecasting capacity			
Permitting greater RMB exchange rate flexibility			
Permitting more privately owned banks, to establish linkage between interbank market and SME financing			

18

利率走廊可有两层意思或稳定机制：1 ) 法定走廊（如上限为常备借贷利率，下限为超储利率）；2 ) 通过公开市场操作维持的较窄的“事实上的走廊”



- 走廊能可持续地稳定市场利率
- 现在建立“事实走廊”可帮助培育对基准利率的传导机制
- 常备借贷机制要对所有银行一视同仁

19

## 改善利率传导机制



1. 证券化
2. 利率掉期
3. 国债市场
4. 取消贷存比
5. 财政与人行协调
6. “扭曲”操作

20

## 建议综述



- 第一步：建立事实上的利率走廊
- 第二步：收窄走廊
- 第三步：宣布短期利率目标和中长期M 2 增长参考值
- 改善利率传导机制

21

## Appendix Important Disclosures Additional Information Available upon Request



For disclosures pertaining to recommendations or estimates made on securities other than the primary subject of this research, please see the most recently published company report or visit our global disclosure look-up page on our website at <http://gm.db.com/ger/disclosure/DisclosureDirectory.eqs>

### Analyst Certification

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the undersigned lead analyst(s). In addition, the undersigned lead analyst(s) has not and will not receive any compensation for providing a specific recommendation or view in this report. Jun Ma

22

### Regulatory Disclosures

#### 1. Important Additional Conflict Disclosures

Aside from within this report, important conflict disclosures can also be found at <https://gm.db.com/equities> under the "Disclosures Lookup" and "Legal" tabs. Investors are strongly encouraged to review this information before investing.

#### 2. Short-Term Trade Ideas

Deutsche Bank equity research analysts sometimes have shorter-term trade ideas (known as SOLAR ideas) that are consistent or inconsistent with Deutsche Bank's existing longer term ratings. These trade ideas can be found at the SOLAR link at <http://gm.db.com>.

#### 3. Country-Specific Disclosures

**Australia and New Zealand:** This research, and any access to it, is intended only for "wholesale clients" within the meaning of the Australian Corporations Act and New Zealand Financial Advisors Act respectively.

**Brazil:** The views expressed above accurately reflect personal views of the authors about the subject company(ies) and its(their) securities, including in relation to Deutsche Bank. The compensation of the equity research analyst(s) is indirectly affected by revenues deriving from the business and financial transactions of Deutsche Bank. In cases where at least one Brazil based analyst (identified by a phone number starting with +55 country code) has taken part in the preparation of this research report, the Brazil based analyst whose name appears first assumes primary responsibility for its content from a Brazilian regulatory perspective and for its compliance with CVM Instruction # 483.

**EU countries:** Disclosures relating to our obligations under MiFID can be found at <http://www.globalmarkets.db.com/riskdisclosures>.

**Japan:** Disclosures under the Financial Instruments and Exchange Law: Company name - Deutsche Securities Inc. Registration number - Registered as a financial instruments dealer by the Head of the Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 117. Member of associations: JSDA, Type II Financial Instruments Firms Association, The Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association. Commissions and risks involved in stock transactions - for stock transactions, we charge stock commissions and consumption tax by multiplying the transaction amount by the commission rate agreed with each customer. Stock transactions can lead to losses as a result of share price fluctuations and other factors. Transactions in foreign stocks can lead to additional losses stemming from foreign exchange fluctuations. "Moody's", "Standard & Poor's", and "Fitch" mentioned in this report are not registered credit rating agencies in Japan unless "Japan" or "Nippon" is specifically designated in the name of the entity. Reports on Japanese listed companies not written by analysts of Deutsche Securities Inc. (DSI) are written by Deutsche Bank Group's analysts with the coverage companies specified by DSI.

**Russia:** This information, interpretation and opinions submitted herein are not in the context of, and do not constitute, any appraisal or evaluation activity requiring a license in the Russian Federation.

23



## 货币政策从直接工具到间接工具：20世纪80年代欧洲的经验

海因茨·赫尔曼 (Heinz Herrmann)，人民银行/基金组织研讨会，2014年3月

### 80年代欧洲的总体宏观经济形势

- 九个国家（包括德国、法国、意大利）实行灵活的、但可调整的汇率
- 试图减少国家间的通货膨胀差异，让货币政策更加兼容
- 除其他以外：货币政策工具逐步统一

## 80年代欧洲的总体宏观经济形势

- 政府所有权（如法国）相对私人银行（如英国）相对混合体系（如德国）
- 各国货币政策工具的种类繁多
- 间接/基于市场的方法在德国、英国明显占主导地位
- 直接方法在另一些国家更普遍，如法国和大多数南部欧洲国家。

第3页

## 一些国家倾向于直接方法的原因：

- 试图（通过利率的汇率，通过直接措施的信贷总量）控制一些目标
- 尝试不仅控制信贷总量，而且控制信贷分配
- 不发达的金融市场限制了公开市场政策的有效性
- 适当利率水平的不确定性（居高不下且易波动，通胀预期）

第4页

### 直接方法的类型:

- 银行贷款的行政上限
- 较高和边际准备金要求（影响信贷增长和银行利率）
- 两个要素（如对净信贷增长的准备金要求，以抑制货币增长，或是用以吸引资本流入）的混合

第5页

### 直接方法的问题:

- 影响银行部门和经济体的效率
- 刺激规避行为（通过影子银行，通过来自外国金融市场的信贷）
- 控制变得不那么有效，需要越来越多的行政规定

第6页

### 过渡阶段I:

- 减少使用直接控制措施，而是将其作为一个安全网（逐步降低准备金要求和上限的约束力）
- 逐步减少利率管制（如西班牙：首先是长期利率，再是短期利率，是一个漫长过程）
- 加强间接控制的先决条件（促进金融市场的更好发展，建立更好的工具，从而以灵活的方式创造和吸收流动性）
- 在紧急情况下使用直接措施（如意大利在1986年面临汇率压力时），但应是临时的，而且是短暂的
- 有些时候难以解释信贷和利率变化

第7页

### 过渡阶段II:

- 货币政策逐步从直接控制转向间接调控
- 过程相当顺利和迅速（几年）（例外情况）
- 条件相对有利（通胀率从高水平回落，汇率动荡有限）

第8页

## 研讨会日程

### 货币政策新问题：国际经验和对中国的借鉴 中国人民银行•国际货币基金组织第二次研讨会

2014 年 3 月 27 日  
北京 • 金融街丽思卡尔顿酒店

本次研讨会将探讨全球货币政策遇到的新问题并评估其对中国的借鉴意义。在全球金融危机以及实施非常规货币政策的大背景下，研讨会将讨论其对央行货币政策框架和货币政策工具演变的影响。此外，鉴于中国的金融体系更加开放、复杂，研讨会还将回顾其他经济体货币政策框架向价格型调控过渡的经验，以及应对金融体系变迁的经验。本次研讨会邀请了国内外专家学者、人民银行官员和国际货币基金组织工作人员共同探讨相关主题。

日程	
<i>2014 年 3 月 26 日，星期三</i>	
18:30 - 20:00	<b>国际货币基金组织招待晚宴</b> <b>地点：金融街丽思卡尔顿酒店二层天坛 1 号厅</b>
<i>2014 年 3 月 27 日，星期四</i>	
	<b>地点：金融街丽思卡尔顿酒店二层宴会厅 2 号厅</b>
09:00 - 09:15	<b>开幕致辞</b> <b>周小川， 中国人民银行行长</b>
09:15 - 10:45	<b>第一场分会：全球金融危机后货币政策框架的演变</b>  关于最优货币政策框架的传统观点遭到了挑战。尽管通胀目标制在危机前曾给诸多发达国家和新兴市场国家带来了稳定的低通胀，但目前对于最优货币政策框架的争论将超出传统意义上定义狭隘的通胀目标制，还将经济增长、失业和金融稳定等因素考虑在内。本场分会将讨论关于最优货币政策框架的最新观点及其对中国的借鉴。

	<p>主持人: <b>何建雄</b>, 中国人民银行国际司司长</p> <p>发言人 (每人 10-15 分钟):</p> <p><b>李波</b>, 中国人民银行货币政策二司司长</p> <p><b>约翰·穆雷 (John Murray)</b>, 加拿大央行副行长</p> <p><b>菲利普·哈特曼 (Philipp Hartmann)</b>, 欧央行研究部副主任兼代理负责人</p> <p><b>渡辺努 (Tsutomu Watanabe)</b>, 东京大学经济学教授</p> <p>讨论</p>
10:45 - 11:00	<b>茶歇</b>
11:00 - 12:30	<p><b>第二场分会: 央行货币政策工具演变</b></p> <p>本场分会将回顾央行货币政策工具的演变和扩充, 包括前瞻性指引、资产负债表操作、资本流动管理以及宏观审慎政策等。</p> <p>主持人: <b>周皓</b>, 清华大学五道口金融学院经济学教授</p> <p>发言人 (每人 10-15 分钟):</p> <p><b>孙国峰</b>, 中国人民银行货币政策司副司长</p> <p><b>阿米尼奥·弗拉加 (Arminio Fraga)</b>, 加韦亚投资基金公司合伙人, 前巴西央行行长</p> <p><b>安德鲁·莱文 (Andrew Levin)</b>, 基金组织研究部常驻学者, 前美联储特别顾问</p> <p><b>汪涛</b>, 瑞银集团首席中国经济学家 (香港)</p> <p>讨论</p>
12:30 - 14:00	<p><b>午餐</b></p> <p>主题发言: 马雷克·贝尔卡 (Marek Belka), 波兰央行行长</p> <p>地点: 金融街丽思卡尔顿酒店二层大宴会厅 1 号厅</p>
14:00 - 15:30	<p><b>第三场分会: 快速变迁的金融体系: 金融部门和货币政策协调面临的挑战</b></p> <p>伴随强劲的经济增长和结构转型而来的是迅速变迁的金融体系、层出不穷的金融创新和急剧扩张的非银行/影子银行体系。尽管这些发展变化有其有利的一面, 但也给金融监管和货币政策操作带来了挑战。本场分会将借助国际经验, 探讨如何促成金融部门迅速变迁</p>

	<p>以及协调宏观审慎监管和货币政策。</p> <p>主持人: <b>海因茨·赫尔曼 (Heinz Herrmann)</b>, 德意志联邦银行研究中心主任</p> <p>发言人 (每人 10-15 分钟):</p> <p><b>王宇</b>, 中国人民银行研究局副局长</p> <p><b>李奥纳多·雷德曼 (Leonardo Leiderman)</b>, 特拉维夫大学 Berglas 经济学院经济学教授</p> <p><b>奈利·梁 (Nellie Liang)</b>, 美联储金融稳定政策和研究室主任</p> <p><b>安娜·玛丽亚·阿吉拉尔 (Ana María Aguilar)</b>, 墨西哥央行研究部主任</p> <p>讨论</p>
15:30 - 15:45	<p><b>茶歇</b></p>
15:45 - 17:15	<p><b>第四场分会: 货币政策向价格型调控过渡的国际经验</b></p> <p>当一国的货币政策从数量型调控向价格型调控过渡时, 需要确定合适的货币政策锚、工具和操作目标。本场分会将讨论有关国家如何进行这一过渡及其对中国的借鉴。</p> <p>主持人: <b>席睿德 (Alfred Schipke)</b>, IMF 驻华首席代表</p> <p>发言人 (每人 10-15 分钟):</p> <p><b>崔云奎 (Woon Gyu Choi)</b>, 韩国央行副行长</p> <p><b>苏克德夫·辛格 (Sukhdave Singh)</b>, 马来西亚央行副行长</p> <p><b>马骏</b>, 德意志银行首席经济学家 (香港)</p> <p><b>海因茨·赫尔曼 (Heinz Herrmann)</b>, 德意志联邦银行研究中心主任</p> <p><b>周皓</b>, 清华大学五道口金融学院经济学教授</p> <p>讨论</p>

17:15 - 18:00	<p><b>第五场分会：圆桌讨论</b></p> <p>圆桌讨论参加人将借鉴当天讨论的主要观点，着重总结对中国下一步改革有参考意义的经验和教训。</p> <p>主持人：<b>何东</b>，香港金管局助理总裁</p> <p>专题讨论参加人：</p> <p><b>易纲</b>，中国人民银行副行长</p> <p><b>马雷克·贝尔卡</b> (<i>Marek Belka</i>)，波兰央行行长</p> <p><b>阿米尼奥·弗拉加</b> (<i>Arminio Fraga</i>)，加韦亚投资基金共同创始合伙人，巴西央行前行长</p> <p><b>王志浩</b> (<i>Stephen Green</i>)，渣打银行大中华区研究部主任</p>
18:00 - 18:15	<p><b>闭幕辞</b></p> <p><b>马尔库斯·罗德劳尔</b> (<i>Markus Rodlauer</i>)，IMF 亚太部副主任</p>
18:30 - 20:00	<p><b>中国人民银行易纲副行长主持晚宴</b></p> <p><b>地点：</b>民族饭店二层天下一品餐厅膳思轩包间</p>