

与新兴经济体相比，发达经济体面对国际炒家时的抵抗力更差？

在解析被误读的“直升机撒钱”系列文章中，英国金融服务监管局前局长特纳勋爵曾在文章末尾指出，中央银行的独立性，即使在“直升机撒钱”这种极端形态的“货币-财政”联合政策情况下，依然有办法维持。不过，在金融全球化日益发展的世界中，对央行独立性构成威胁的已不再局限于传统的本国财政当局，还包括国境之外的“外部力量”——其他国家央行的货币政策，往往可以通过目前国际金融中错综复杂的工具传导至国内，从而对国内造成影响，而受影响国为了对冲他国货币政策的溢出效应，可能不得不被动调整其货币政策（从而部分失去了货币政策独立性）。

曾撰写过科普：[为什么联储在加息，流动性情况却仍然很好？](#)（题目为见智译介后拟定）的 Piti Disyatat，去年年底还在 BIS 刊文一篇，专门论述金融全球化时代下央行及其货币政策独立性问题（多大程度上免于他国货币政策跨境影响？），如果您对以下几个问题感兴趣，推荐一读！

- 1.当我们谈论“货币政策独立性”时，我们谈论的到底是什么？
- 2.在跨国语境下，与“货币政策独立性”最相关的因素，到底是什么？
- 3.新兴经济体与发达经济体，哪一个的国内金融状况更易受国际环境影响？

随着金融全球化的发展，有观点认为央行的独立性正面临着货币政策跨境溢出效应的挑战。Rey 甚至认为（2013），对小型开放经济体而言，除非利用宏观审慎政策直接或间接地实行资本管制，否则独立的货币政策几乎不再可能。

不过，在讨论金融全球化是否会侵害央行货币政策独立性时，有必要界定究竟何为“独立性”。本文认为，货币政策独立性包含三重维度：

- 1.自决度（monetary autonomy）——即央行实现其货币政策目标的能力，无论其目标由何决定；
- 2.依赖度（monetary dependence）——即央行货币政策目标受外国因素影响的程度；

3.金融传染性（financial contagion）——即由国际风险偏好改变导致的国内金融状况之变化与经济基本面状况间的离散程度。

首先，我们来对三者间某些含混的关系作一定辨析。

一、货币政策自决度 VS 货币政策依赖度

当讨论国际因素对货币政策的影响时，蒙代尔不可能三角是绕不过去的经典模型。所谓蒙代尔不可能三角，指一国最多只能同时实现资本自由流动、固定汇率与独立地设置利率三个目标中的两个。其中，“独立地设置利率”往往与“货币政策自决”等同，但该观点存在一个基本问题，即独立地设置货币政策的能力与独立地设置货币政策的意愿是不一样的，前者关于央行独立实现目标的能力，而后者则关于央行独立设立目标的原因。比如，浮动汇率制给予央行独立设置短期利率的能力，但央行到底要把短期利率设置成什么样，则由其货币政策目标决定——而对有些央行而言，其货币政策或许并不可独立地设置。所以，传统观念中所谓的“货币政策自决能力”（央行独立实现货币政策目标的能力），实际上既包含了“货币政策自决能力”，也包含了“货币政策反依赖能力”（央行独立设置货币政策目标的能力）。

又如，一个浮动汇率国如果将其利率与另一国锚定，那么其可以轻易通过汇率浮动实现其利率锚定目标，但这种情况下能说它的货币政策是独立的吗？而如果一国将其本币汇率与另一国货币锚定，它也可以通过对未来汇率预期之塑造来实现其锚定汇率目标，但这种情况下，同样能说它的货币政策是独立的吗？

因此，衡量一国货币政策是否独立，最重要的不是其货币政策自决度，而是其货币政策依赖度——即，独立地设置而非实现货币政策目标的能力。

而在金融全球化背景下，货币当局独立地设置货币政策目标的能力，受到了哪些影响呢？

二、货币政策依赖度 VS 金融传染性

随着全球贸易与金融整合之发展，各国间收益率、资产价格等方面的同步波动越来越常见，造成其同步波动的驱力有哪些呢？

两点：

1.经济基本面状况的变化，经过各国经济/金融间相互关联之影响，而传导成收益率、资产价格等方面的同步变化。造成经济基本面状况变化的因素包括发

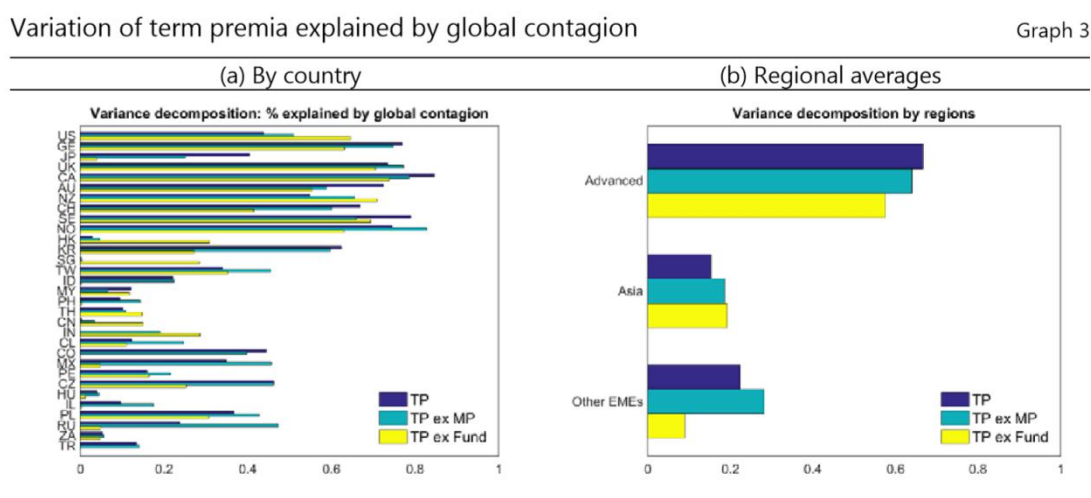
达经济体经济情势转变或大宗商品价格冲击导致的跨国资本流动与投资组合再调整等。这种情况下，货币当局一般无须干预，因为这是市场功能之正常运转。

2.国际投资者风险偏好的改变，经过羊群效应的发酵，使资产价格成为了传导恐慌或狂热的通道，在这种情况下，不同国家间资产价格或收益率的同步波动未必能反映经济基本面的真实情况，相反，往往与经济基本面状况脱离。面对这种异常波动，货币当局为稳定经济局势，往往不得不出手干预。

而这种一国金融状况（如资产价格/收益率）的变化与其经济基本面的偏离程度，即反映了某种金融传染性。这种金融传染性程度越高（往往意味着一国受国际炒家影响越大），货币当局被迫出手干预的可能性就越大，亦即，其货币政策独立性受到的侵害就越大。因此，在前述货币政策独立性的三重维度中，“金融传染性”与一国货币政策独立性的关联最直接。下面，我们便将以国债期现溢价为具体切入，对“金融传染性”作进一步的探讨。

三、国债期限溢价之传染

由于期限溢价与一国经济基本面相关，也与国际投资环境的风险偏好相关，因此可谓是衡量“金融传染性”的良好观测指标。本文利用回归方程，选取 10 个发达经济体，10 个亚洲新兴经济体，与 11 个其他经济体的数据，将期限溢价分别拆成普通期现溢价（TP）、剔除经济基本面因素的期现溢价（TP ex Fund）以及剔除货币政策因素的期限溢价（TP ex MP），得到下图所示期限溢价中可以被“金融传染性”（国际炒家导致的金融状况跨境波动）解释部分之占比：



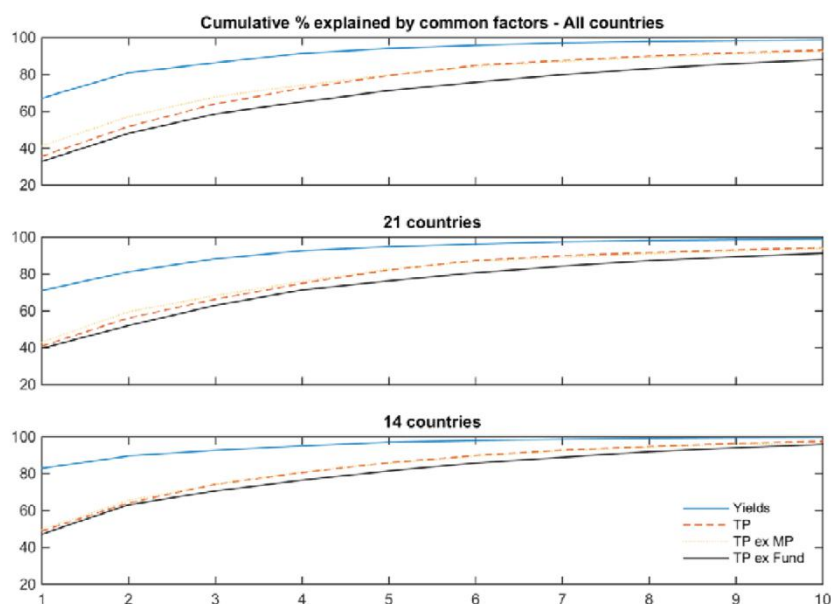
令人吃惊的是，“金融传染性”在发达经济体中的影响比在新兴经济体中大得多——这意味着与传统观念不同，从某种意义上看，发达经济体国内金融状

况受国际炒家影响更大。但这并不意味着新兴经济体受到的外部冲击一定较小，很大程度上其只是受到不同类型的冲击而已，比如由于国内债市不发达而导致的流动性冲击，在此情况下央行仍面临巨大挑战。而发达经济体之所以受“金融传染性”影响较大的另一个原因或在于，其本身金融市场的开放度与整合度就更高。

而下图则反映了期限溢价变化中，各主要因素可解释的部分：

Percentage of term premium variations explained by principal components

Graph 4



Note: Graph shows the percentage variations in 10-year yields and three definitions of term premia as a function of the top n principal components used, where n is on the horizontal axis.

其中，横轴数字为影响国债收益率因素的数量，1即代表“只有金融传染性发挥作用”时的情景，随着数字的增加，包括流动性溢价等其他因素也陆续加入了进来。纵轴为特定数量之因素可解释的关于收益率/各类期限溢价变动之百分比。以第一幅图为例，当收益率变化70%左右时，在只有金融传染性发挥作用时，各类期限溢价对收益率变化70%之作用大概为40%左右——这其实表明金融传染性虽然对国债期限溢价会有影响，但并非决定性的影响，要对国债收益率起到真正巨大的决定影响，起码得5、6种因素共同发挥作用。从根本上说，这意味着虽然金融全球化环境下由于国际投资者风险偏好变化对一些国家造成的溢出效应，虽然有，但尚未达到能大幅影响一国金融状况的地步，换言之，央行并没有因这种溢出效应而被“逼到墙角”，每次都须对这些金融传染性活动作出被

动调整货币政策之决定。

编译：张纬杰

参考材料：

Piti Disyatat and Phurichai Rungcharoenkitkul , Financial globalisation and monetary independence, BIS No.88.