

## 采访 Claudio Borio

### 关于中央银行面临的挑战：

最直接的经济挑战是帮助经济维持其扩张态势，并捍卫较为持久的价格稳定。这是一个棘手的挑战，因为各经济体仍在吃力地处理 08 危机遗留下来的种种问题，比如较为持续的低利率，相对于产出不断增加的债务水平，以及，下降了的生产率增长。

第二个挑战是一个长期问题，涉及货币政策的框架：是否，或者进言之，该如何调整货币政策框架，以使得央行在得以捍卫长久的价格稳定之同时，兼顾金融与宏观经济的稳定？

第三个挑战更像是个政治经济学议题，它与中央银行实际上能做什么而公众又期待央行能做什么之间的差距相关。

仅靠货币政策就无法应对第一个挑战。货币政策需要审慎的、财政和结构性政策的支持，并以此构成一个更宏观金融框架。中央银行已经“过载”太久了，认识到该问题，也更有利于应对第三个挑战。

### 关于金融/商业周期：

金融周期的关键特点是，它们比商业周期长得多。经济学家通常认为，商业周期的平均持续时间大约为 8 到 10 年，而自上世纪 80 年代以来，金融周期比这个要长很久——大约 16 到 20 年。

为什么自 80 年代以来金融周期变得波动更大且持续时间更久？许多因素可能在起作用。

第一是金融自由化，它使锚定价值和风险的观念进一步淡化，这刺激了金融收缩后的扩张，资产负债表规模也往往过度膨胀。

第二是实体经济的全球化，它通过提高增长预期为金融繁荣提供了肥沃的土壤，同时也产生了通货紧缩的压力。实际上，在过去很长时间内，通胀已对国内经济状况之反应不甚敏感。

所有这些都为通胀目标制的货币政策框架提出了挑战，因为这些金融周期的影响通常酝酿于通胀在低位甚至在下降中的背景下，在这些情况下，中央银行没有理由在繁荣期间收紧货币政策，但不收紧货币政策则可能造成金融不平衡的堆积。而在繁荣破灭后，央行又不得不面对如我们目前所见的一系列棘手问题。

### **关于低通胀/全球化：**

人们可以想到实体经济的全球化对通货膨胀的两种影响。在周期频率上，全球化倾向于增加全球产能限制与国内产能限制的相关性。在较低频率下，它可以通过降低劳动力和企业的定价能力来给通货膨胀施加持续的下行压力，从而使工资-价格螺旋上升的可能性降低。技术创新可能会产生类似的影响——例如，想想它如何促进全球价值链、自动化生产和亚马逊效应。

通货膨胀的前景如何？这就像两个对立方之间的拔河比赛。在同步的全球扩张中，许多经济体同时达到其产能极限，人们预计通胀压力可能会增加。但另一方面，我刚刚提到的结构性反通胀力量，加上危机留下的疤痕影响又在往相反的方向拉扯通胀。我们认为，经济扩张持续的时间越长，前者越有可能占上风。

而且，让我补充一句，如果世界变得更加具有保护主义色彩，那么这也会使通胀变得更加难以分析。短期来看，保护主义往往会抬高价格和成本。但如果政策框架发生更大的变化，从而给劳动力和企业更多的定价权，并消除了全球化的一些有利影响，那么，这可能为通货膨胀提供更肥沃的土壤。

贸易战没有赢家，只有输家。

### **关于菲利普斯曲线：**

通货膨胀与国内经济状况之间的关系确实存在，但事实证明它比预期得要弱，并且有些不稳定。这些问题特别涉及到两者间关系的强度以及国内和全球产能限制的相对角色。

随着时间的推移，人们会预期到与低成本生产商进入世界贸易体系有关的持续的通货紧缩压力（这可能掩盖标准的菲利普斯曲线关系）或逐渐减弱。这是因为新进入者和更先进的经济体之间的劳动力成本差异趋于消失。但所有迹象表明，技术的影响可能更大。

### **关于长期低利率的副作用：**

人们普遍认识到，如果利率在异常长的时间内维持在异常低的水平，则会产生副作用，这包括延迟资产负债表修复、损害银行和其他金融机构的利润与耐受性，导致资源错配并鼓励金融市场冒险。

举几个例子。非常低的利率降低了将不良贷款保留在银行账簿上的机会成本，故而会放慢银行处理坏账的速度。类似地，在此环境下我们也看到了越来越多利润无法抵消利息支付的企业，即僵尸企业，这或许也与放贷者在低利率环境下更大的容忍度有关。

这些成本需要与众所周知的收益相平衡，因为低利率可以推动经济活动并有助于将通胀率推回目标。事实上，经济状况正在改善。当然，随着经济的改善，持续异常的低利率带来的收益和成本之间的平衡正趋于恶化。

如此长时间的低利率与不断扩张的央行资产负债表规模相伴，给货币政策正常化带来了严峻的挑战，尤其是全球经济的债务水平与收入和产出相比进一步增加。这是一条狭窄的道路，而近来的保护主义言论又使问题更加复杂。

显然，货币政策正常化之路不会一帆风顺，前不久美国股市的剧烈波动便是一例。但只要这种波动留在金融市场，就没有理由在由宏观经济发展驱动的长期视域中被剔除不顾。

### **关于偏离通胀目标：**

为了使货币政策更好地考虑宏观金融稳定风险及其对长期价格稳定的影响，货币政策框架需要有足够的内在灵活性来容忍持续的、适度的对目标通胀率的背离，这在当下通胀不及目标通胀时尤其重要。此时，对这种偏差的原因之分析很关键。如果这种偏差是由需求疲软导致的，那么它们对经济来说代价很大，因为这表明经济正在未达充分产能的情况下运行。相比之下，如果缺口是由全球化和技术等积极的供给侧因素驱动的，那么它们则并不是有害的。而难点在于，如何将这两种原因加以区分。

对框架进行哪些可能的调整有利于实现这种灵活性呢？在某些情况下，对政策目标的解释已经很灵活了。其他的选项包括延长实现通胀目标的视域，或者扩大通胀目标的区间。扩大的区间的好处在于，可以更清晰地展现出精确调节通胀所面临的困难。

### **关于央行落后于曲线的风险：**

我不认为你提出的风险正越来越大。我所看到的是，中央银行一段时间以来面临的挑战在延续，而他们也充分意识到了所涉及的风险。

### **关于债务陷阱等风险：**

如果政策无法解决债务累积的问题，那么全球经济有可能陷入债务陷阱。就货币政策而言，风险在于较高的债务水平与较低的利率并行将使利率正常化十分困难。反过来书，这将减少政策回旋的余地，并使对下一次经济衰退的处理更加复杂。

### **关于央行还剩下多少弹药：**

第一件好消息是，没有人会认为商业周期已经消失，所以有很多关于如何解决商业周期问题的研究。第二件好消息是，中央银行在新工具方面获得了相当多的经验，所以选择范围更广。不太好的消息是，目前货币政策的回旋余地变小了，这部分与债务陷阱风险有关。

#### **关于通胀目标：**

作为货币政策框架的通胀目标制在降低并维持通胀方面无疑是极其成功的，这有力地挫败了当时对此持怀疑论者。当然，其他因素也在发挥作用，比如全球化和技术进步等。现在的问题是，是否可以对该框架作出一些调整，使其变得更加具有系统性与灵活性，从而更好地处理宏观金融稳定问题。

#### **关于政策正常化：**

渐进性和可预测性的优点是清晰而众所周知的。同时，渐进性和可预测性也有不利之处，例如，他们可能会鼓励金融市场更多的风险承担和更多的运用杠杆，使中央银行难以顺利地退出宽松。不过，央行已然意识到了这种权衡，以及它们对此可能面临的行动上的困难。

#### **关于保持更大规模的央行资产负债表：**

首先，考虑到央行缩表的节奏，央行资产负债表规模仍将在很长一段时期内大于指导利率所必需的规模。

第二个问题是，央行是否可以更加对称地缩表——例如，通过出售他们现在持有的有价证券以在需要时收紧货币环境。原则上，这是可能的，并且这会让它们对所持证券的使用本身变得像是某种可以双向使用（既可用于宽松也可用于紧缩）的利率工具。而且，原则上，拥有更多的选择总是很好的。然而，在实践中则存在一些并发难题，主要的便是在于政策信号模糊的风险——这也是联储决定渐进而可预期地缩表的原因。

关于资产负债表的最佳规模，没有一个通用的方法可以决定。但是，如果有需要，拥有较小规模的资产负债表的优点是可以为其扩张提供更多空间。人们可以把利率视为通常的政策工具，而将资产负债表规模调整视为某种特殊情况下的特殊工具。

#### **关于前瞻指引的局限性：**

显然，前瞻指引有助于进一步降低收益率曲线上的利率，并在这个范围内提供了更多的刺激。但同时，该工具也有一些限制。

首先，前瞻指引常常没有被人们完全理解。例如，有条件的陈述可能被误解为承诺。另一个原因是，即使其被充分理解，也不一定被完全相信。例如，若政策委员会的组成发生变化，那么前任央行家便无法约束其继任者。同样，市场对经济运行和前景也可能产生不同的看法。

最后一个问题是，前瞻指引可能产生令退出宽松更加困难的条件并陷入进一步的风险。例如，如果市场参与者认为中央银行将长期维持低利率，那么他们可能进一步冒险并加杠杆，从而让央行很难在不扰乱市场的前提下退出宽松。

### **关于负利率的局限性：**

负利率工具有利有弊，就像资产负债表工具一样。负利率政策的负面影响与该政策持续的时间有关，而在本质上，与其他过低利率造成的后果没有区别。不同的是，普通大众可能不了解他们，并对此有着糟糕的回应。人们很难理解，放贷人反而要付出代价的这一概念，同时，负利率会让人们觉得经济形势无比严峻。

### **关于央行由市场领导而不是领导它们：**

这是一个棘手的关系。总是有一种风险，即，你以为你是在领导，而最终其实是被领导。按理说，央行只应该对可能对其最终政策目标构成影响的金融市场短期波动作出反应，但即便如此，很多情况下，即使央行无意为之，但仍然会被市场视为反应过度或作出某种央行并不想作出的保证，从而缩小央行政策的回旋余地。在后危机时代央行面临的艰难条件下，这一挑战更加突出。

**编译：张纬杰**

**参考文献：**

Claudio Borio interview with Market News International, BIS, 2018.03.23.