

央行的话太多了吗？

我很高兴能参加这次有关中央银行沟通问题的会议，我被要求论述目前央行的话是否太多了的问题。这是一个及时的问题，由于目前中央银行问责制和透明度越发受人关注，因此相应地，中央银行家正在发表更多的演讲，召开更多的新闻发布会，并通过社交媒体上拥有了新的沟通渠道。这些沟通的原则都指向三点，即清晰，简单和一致。

但是，沟通是双向的，它不仅关于谈话，也关于倾听。诚然，在中央银行实行货币政策前，它需要听取经验教训，然而，央行谈话越响亮，听到自己的回声的可能性就越大。在我之前与斯蒂芬·莫里斯（Stephen Morris）的工作中，我们认为，当市场参与者对中央银行的声明过分重视时，金融市场价格信号价值反而会受损。让我来举一个价格与通胀预期的例子来说明问题。

设想一个确定的福利养老金，其养老金责任与工资挂钩，因此面临通货膨胀风险。养老金可以通过通货膨胀互换购买通货膨胀保护来对冲通胀风险。通过掉期，养老金承诺每年支付固定的名义金额，以换取依赖于现实通货膨胀的浮动支付。

过去，在明确的福利养老金计划普遍存在的情况下，通货膨胀保护的需求并不是特别的价格敏感（price-sensitive），需求缓冲的存在推高了掉期利率。预期通胀方面可观的溢价吸引了通胀卖家。

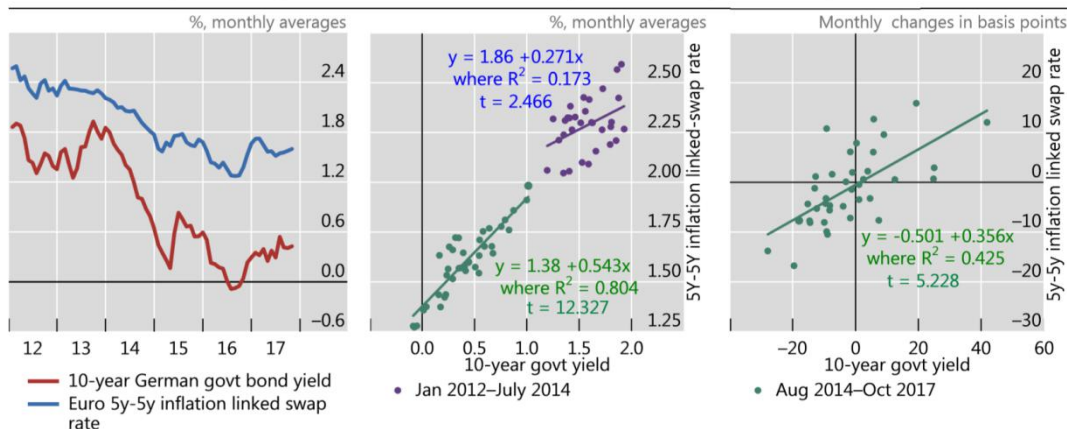
随着时间的推移，由于固定收益养老金计划已经不那么普遍，市场对这一细分市场的长期通货膨胀保护需求已经下降，通货膨胀风险溢价被压缩，通胀掉期利率的下行压力亦更为普遍。作为这些发展的一部分，通胀掉期利率对短期经济新闻变得更加敏感，特别是来自中央银行的新闻。即使是理论上不应该受到短期消息冲击的长期掉期，也在所难免。

有趣的是，通胀掉期利率已经开始与名义收益率本身同步。让我以欧元区为例来说明这一点（美国也有类似的结果），当使用远期名义收益时，结果也类似。

首先，请参见下图 1：

Euro area five-year, five-year-forward inflation swap rate vs 10-year bund yield

Graph 1



Sources: Bloomberg; Thomson Reuters; BIS calculations.

图 1 左图为欧元区 5 年期，5 年期远期通胀掉期利率（蓝色），即从第 6 年到第 10 年底对冲通货膨胀风险的成本。这是中期通胀预期的流行指标。请注意，5 年期，5 年期通胀掉期利率是如何与 10 年期国债名义收益率（红色）相向波动的。这两个系列来自完全不同的市场，故应该传达不同的信息——但最后却传达了相同的信息。图 1 中间与右侧的散点图更是进一步反映了这两者如何紧密相连。

对共向运动的一个可能的解释为，它部分反映了中央银行的前瞻性指导的影响。如果央行让通货膨胀掉期利率进入未来的货币政策行动，当通胀掉期利率下降时，市场参与者将会预期未来货币政策将更加宽松。这种行为是如此有效，以至于中央银行无需采取任何行动，而仅仅发布其应急计划就足够了。正如伯努瓦·克雷在最近一次演讲中所讨论的那样，这是奥德赛式前瞻指引的一个例子。

一个悬而未决的问题是，名义收益率的下降在多大程度上使得通胀卖家收到的固定支付对那些重视名义债券型收益的投资者更具吸引力。如果是这样的话，这将是通胀掉期利率与名义利率相结合的一个附加因素，并且将掉期利率置于与提升名义收益率相同的那种驱力当中。

当我们读取市场信号时，这些发展应该让我们停下来思考。作为市场评论员，我们给予市场信号很多的权重。我们将市场人格化，赋予其先见之明。但市场不是一个人。价格是许多参与者相互作用的结果，而不是任何一个演员的信念。用“市场预期”来简略表达市场价格的变化无可厚非，但我们应该当心陷入某种字面陷阱，即真的把市场当作一个“人”并与之交谈或说理。

经验告诉我们，债市可能会发生突然变化或对基准参数（长期收益率，即预

期未来政策利率之均值) 过度反应。9月, 我讨论了过度反应背后的一个可能的机制, 这是由人寿保险公司的期限匹配动机所驱使的, 即, 人寿保险公司追求长期收益, 从而与其负债端的长期负债相匹配。在当时的讲演中, 其中一个图表显示了德国保险公司持有的超长期债券(剩余期限超过 20 年) 自 2008 年以来已经翻了两番多。这个时候, 长期利率大幅下滑, 需求曲线描绘了收益率与持有量之间的向下倾斜关系, 即, 越是昂贵的长期债券, 保险部门越是对其趋之若鹜。

对于外部观察者来说, 这种反常的需求关系似乎就好像市场参与者的偏好随着市场价格本身的变化而变化。低利率通过给予长期债券更高价值而产生低利率, 高利率则由于降低长期债券的价值而产生高利率, 这种反常的需求关系给债券市场的过度反应带来了更大的动力。

如果我们接受市场隐含的通货膨胀预期与名义收益率之间的实证关系是内生的, 且受到中央银行前瞻指引的影响, 则会产生重要的货币政策意义。当债券市场过度反应时, 中央银行的前瞻指引变得更加有力, 尤其是因为市场参与者更有活力。不过, 这也意味着中央银行的前瞻指引的回应也被放大了。在最糟糕的情况下, 中央银行最终可能会进入一个反馈回路, 在这个回路中, 来自市场的信号可能会进一步扭曲这些信号。

所有这些都提出了这样的问题: 中央银行在货币政策正常化时, 到目前为止所描述的市场互动将如何展开? 须牢记, 推高利率的放大渠道在逆转过程中也可能发挥类似的作用。

还有一些证据

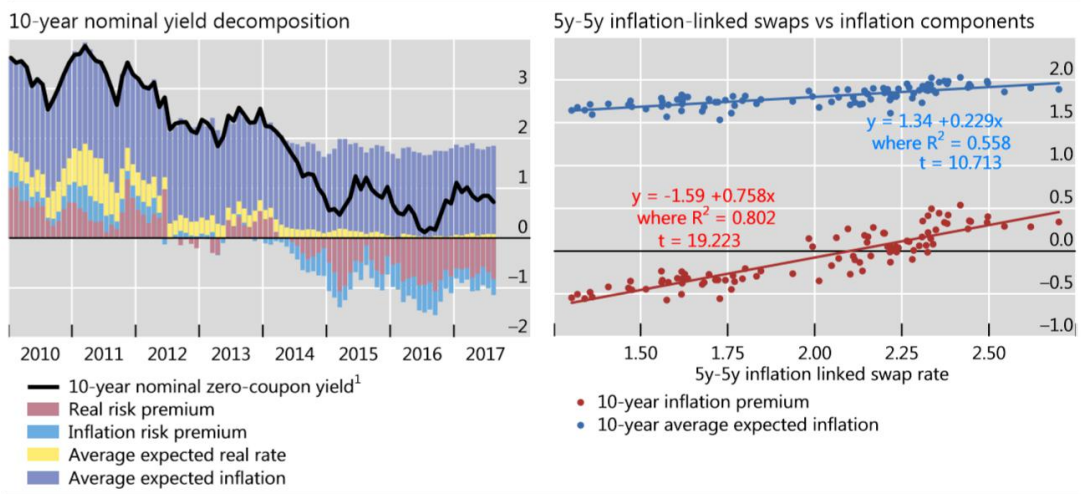
我们不应该高估对市场基础运作机制的理解程度, 在一些关键问题上, 我们应该作进一步的理解。

一种方法是通过利率期限结构模型将名义收益分解为若干组成部分。根据这些模型, 风险溢价最近一直显示出一些非常奇怪的行为, 见下图 2:

Euro area nominal yield decomposition and five-year, five-year inflation-linked swap rates

In per cent; end-of-month figures from January 2010 to August 2017

Graph 2



¹ France, government zero coupon nominal yield.

Sources: P Hördahl, O Tristani and D Vestin, "A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics", *Journal of Econometrics*, vol 131, no 1-2, 2006, pp 405-44; P Hördahl and O Tristani, "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, vol 10, no 3, 2014, pp 1-47; Bloomberg; Datastream; BIS calculations.

图 2 左边的图将 10 年期名义收益率分解为两部分：实际收益率和通货膨胀，随后再把这两部分进一步分解成由预期驱动的部分以及由风险溢价驱动的部分。根据这个模型，实际期限溢价和通胀风险溢价目前都为负且绝对值很高。此时，尽管投资者可能亏钱，他们也愿意承担风险。

通胀溢价部分——不由预期通胀来解释的通胀补偿——近年来已经下降了很多。通胀溢价的下降与我先前讨论的通胀买方在掉期市场中的权重之减少有关，例如定额福利养老金的减少。事实上，我们从图表 2 可以看出，2014 年的通胀溢价转为负，与此同时 10 年期国债名义收益率也在下降。

右边的图表显示 5 年，5 年期通胀掉期利率与通胀溢价而非预期通胀相向而动。从票面价值（face value）的视角看，通胀掉期市场所传达的信息与预期通胀关系不大，而与其他因素更加有关，包括资本市场参与者生态系统之变化等。

央行可以谈多少？

那么，原始问题的答案是什么？央行的沟通会不会有时显得“话太多”？或许，一个更好的问题是：说话与倾听之间最好的平衡是什么？

我的答案是，其中必然有一些权衡，一个增加，往往意味着另一个相应减少。如果中央银行通过更多的发生以影响市场价格时，他们听取到的来自市场的信号就变少了。否则，他们可能会发现自己在自己制造的回声室里，根据自己的声音

回应市场信号。

另一方面，少说话恐怕也不是一个可行的选择。中央银行的行动对于普通百姓的生活来说太重要了，责任制（accountability）要求中央银行必须为其行动基础作出明确的声明。

尽管如此，更好地倾听或许是一种被低估的技能。中央银行对其在金融市场中的压倒性地位之自我觉察，或许是重启这种再平衡的良好出发点。以更好的自我意识为基的倾听，或许可以给央行一个相对超然的视角作出更明智的决定。

我们有多少次听到过这样的说法，即市场是在央行这个或那个的行动中定价，而且任何偏离都会扰乱市场呢？这种类型的论点忽略了市场参与者如何习惯于他们与央行的互动方式。杰里米·斯坦（Jeremy Stein）在作为美联储（Fed）主席的最后一次讲话中表达了这一点：中央银行为了不扰乱市场而耳语的越多，市场参与者越倾向于倾听。

当市场参与者将可预测性与渐进性视为货币当局某种不会在他们加杠杆与承担风险时将毯子从他们脚下抽走的承诺，那么可预测性与渐进性或许就未见得算是一种美德。Tobias Adrian 和我在 2008 年的“杰克逊霍尔”（Jackson Hole）论文中指出，可预测性和渐进性可能是在大金融危机之前杠杆率增加的促成因素。

即使“耳语均衡”有一个更理想的均衡，过渡也是一个挑战。毕竟，耳语均衡之所以可以是一个均衡，正是因为市场参与者都倾向于专注地倾听，而央行亦感到没有比耳语更合适的回应方案。

随着时间推移，风险承担头寸的积累，市场不景气的风险也随之增加，耳语均衡（whisper equilibrium）的实现也会面临更多不确定性。因此，在这方面，更强的沟通中的自我意识是中央银行可能需要尽快掌握的技能。

编译：张纬杰

参考材料：

Hyun Song Shin, Can central banks talk too much?, BIS, 2017.11.14.