

鲍威尔：货币政策对全球金融状况和资本流动的影响

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

2018年5月8日，在瑞士举行的第八届国际货币体系高水平会议上，美联储主席鲍威尔作了题《货币政策对全球金融状况和资本流动的影响》的演讲。

我们的主题是“中心国家”的货币政策与全球金融状况之间的关系，以及这种关系对中心国家和其他受影响国家的政策影响。近年来，这个广泛的话题一直是许多研究和讨论的主题。今天，我将特别关注美国货币政策在推动全球金融状况和资本流动方面的作用。我认为，虽然全球因素在影响国内金融状况方面发挥着重要作用，但**美国货币政策的作用往往被夸大了**。尽管金融全球化确实给货币政策带来了一些挑战，但建立更强、更透明的政策框架和更具弹性的金融体系的努力，可以减少外部冲击带来的负面影响。

著名的蒙代尔-弗莱明三元悖论指出，以下三种情况是不可能同时实现的：自由资本流动、固定汇率和追求独立货币政策的能力。三元悖论并没有说，灵活的汇率将始终将国内经济状况与外部冲击完全隔绝。事实上，事实并非如此。我们已经看到，全球资本市场的一体化可以为一些经济体带来艰难的权衡，无论它们是固定的还是浮动的汇率制度。

由于美联储是世界上最大的经济体的中央银行，也是世界上使用最广泛的储备货币的发行国，因此大家会预期美联储的政策行动将波及其他经济体。为了说明这一点，图1左侧的散点图集中于美联储政策公告后美国利率和汇率的变动。正如你所看到的，美联储政策行动后，美国利率的变化(横轴)导致了美元价值的相应变化(纵轴)。由于美元在世界范围内的广泛使用，美元的这些变化影响了国外的金融状况。与美联储政策相关的美国债券收益率变动也倾向于向海外债券收益率产生溢出，比如在图1右侧的散点图中显示的德国国债收益率(纵轴)。在一个高度一体化的金融市场的世界里，这种溢出效应将是意料之中的。如图2所示，世界各地的债券收益率(左)和股票价格(右)通常是相当接近的。

Figure 1: Changes in U.S. bond yields lead to changes in the value of the dollar and spill over to German bond yields

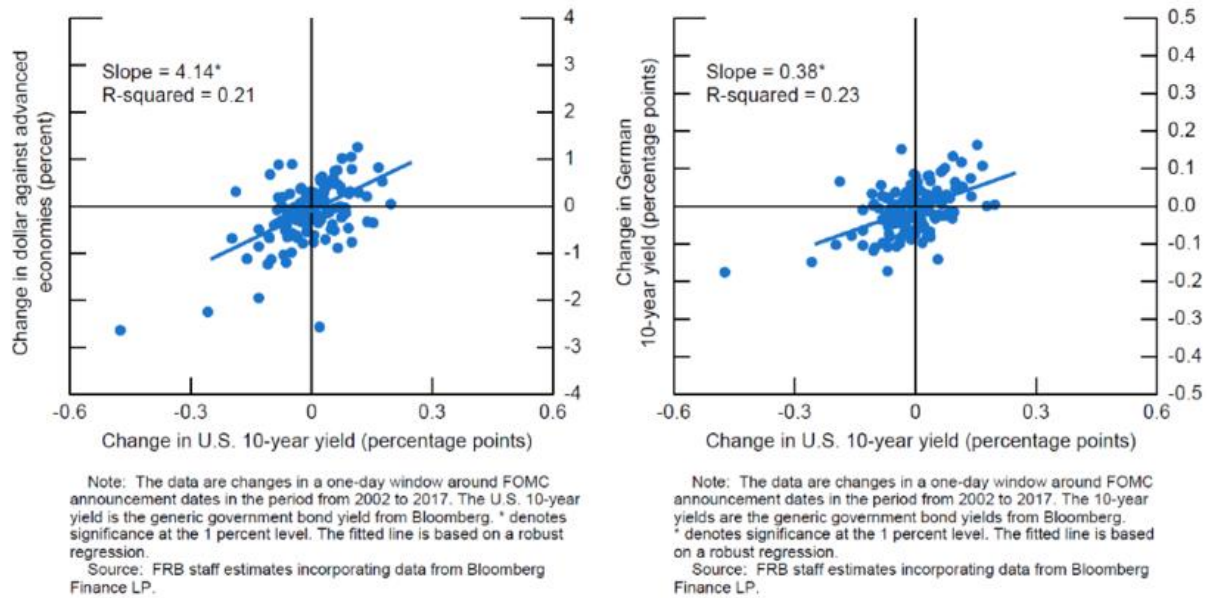
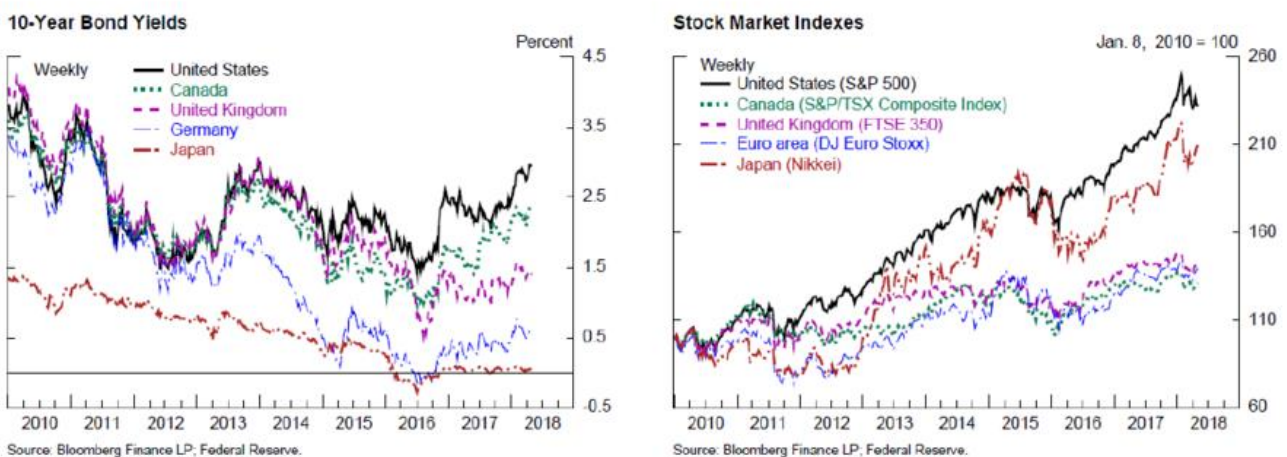
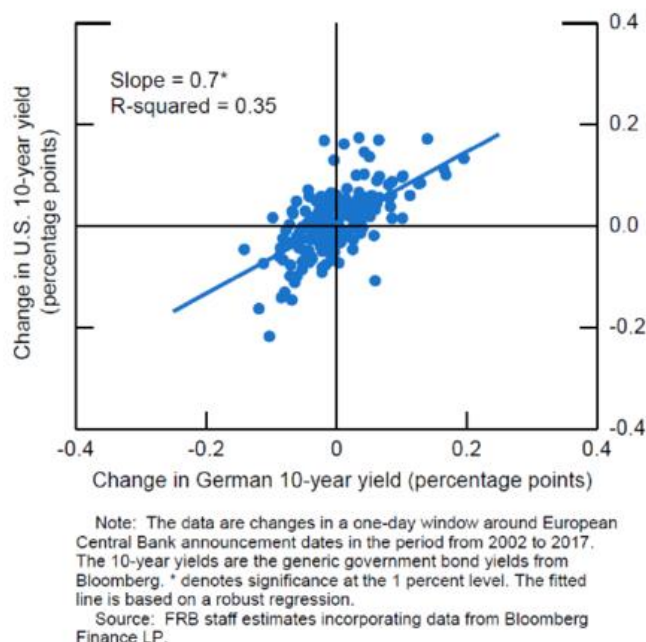


Figure 2: Global sovereign bond yields and equity prices typically move together



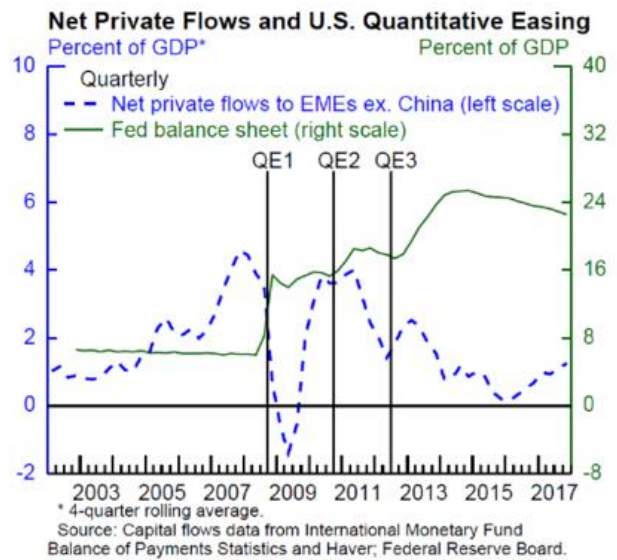
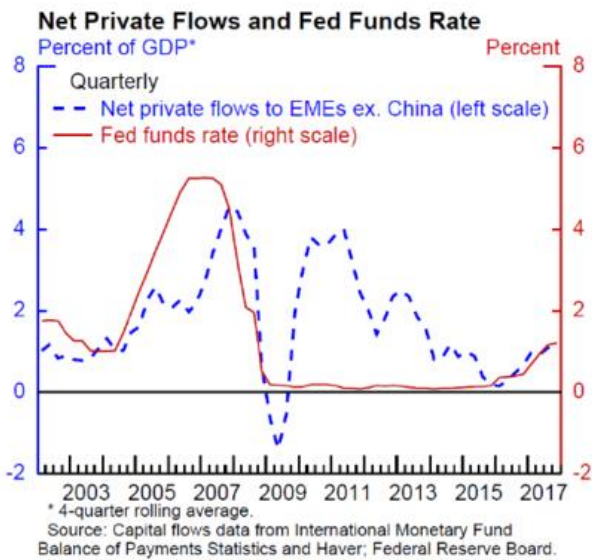
但美国货币政策对全球金融状况的影响不应被夸大。美联储并不是唯一影响全球金融市场的央行。事实上，美国既是货币政策溢出的接受者，也是货币政策溢出的发起者。例如，如图3所示，在欧洲央行政策决定之后，德国国债收益率的变化也将传导至美国国债收益率。更广泛地说，值得注意的是，尽管美联储自2015年12月以来已经6次上调了目标利率，并开始收缩资产负债表，但总体而言，美国国内金融状况变得更加宽松，部分原因是全球环境改善和外国央行的政策。

Figure 3: Changes in German yields around ECB announcements pass through to U.S. yields



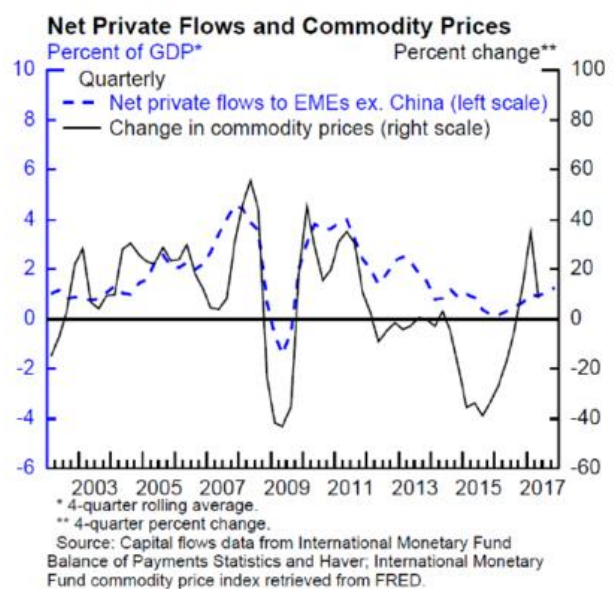
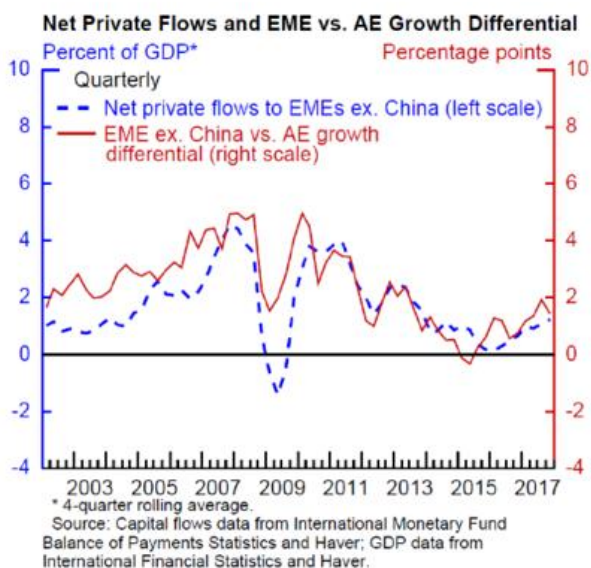
许多关于美国货币政策溢出效应的讨论集中在对新兴市场经济体的金融状况的影响上。一些观察人士认为，自全球金融危机以来，国际资本的流动主要是由美联储和其他发达经济体央行实施的货币刺激措施所致。在我看来，数据似乎并不符合这种描述。正如图4左侧的蓝色虚线所示，在全球金融危机之前，流向新兴经济体的资金已经非常强劲，当时联邦基金利率相对较高。随着危机消退，2009年资本流动激增，这很大程度上反映了危机期间资本流动中断的反弹，尽管发达经济体高度宽松的货币政策无疑也起到了一定作用。此外，在2011年之后，资本流向EMEs的资金开始减少，当时美联储继续加大宽松，并通过扩大资产负债表来降低收益率（如右图）。最近，尽管美联储自2015年以来一直在移除宽松，但流向新兴经济体的资金再次回升。

Figure 4: Capital flows to emerging markets were already strong before the Federal Reserve cut its policy rate



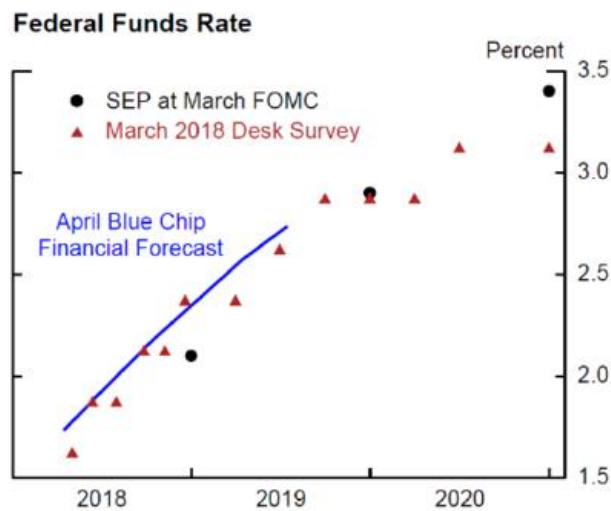
如果美国的货币政策不是主要的决定因素，还有哪些因素推动了新兴经济体资本的流动呢？一个突出的因素是**新兴经济体和发达经济体之间的增长差异**。在图5中，左图显示了危机之后新兴经济体的资本流入，与这一增长差异的扩大一致，同样的，2011年之后新兴经济体资本流入的放缓与增长差异的收缩相吻合。另一个相关的决定因素是**商品价格**（如右图）。过去几年全球经济增长和大宗商品价格的回升，都解释了近期新兴经济体资本流动的复苏。

Figure 5: EME vs. AE growth differentials and commodity prices drive capital flows to EMEs



美联储和其他发达经济体央行的货币刺激政策在近年来的新兴经济体资本流入的激增中发挥了相对有限的作用。有充分的理由认为，发达经济体货币政策的正常化对新兴经济体来说应对继续是可控的。美联储的政策正常化进行并没有造成金融市场的扰动，而市场参与者对美联储政策的预期（如图6）也与政策制定者较为一致，这说明如果经济运行与预期一致，美联储的行动应该不会对市场产生意外。

Figure 6: Market expectations for Fed policy seem well aligned with policymaker expectations

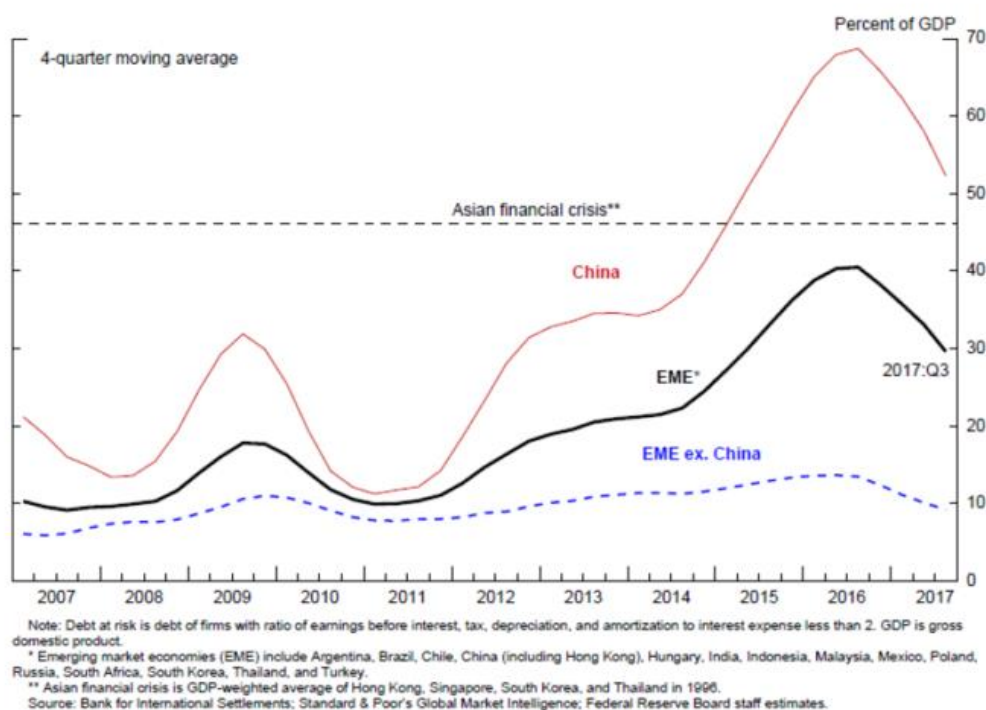


Note: The SEP path and Desk survey are median values. The Desk survey is a combination of primary dealer and market participant responses.

Source: Wolters Kluwer Legal and Regulatory Solutions U.S., Blue Chip Financial Forecasts; Minutes of the Federal Open Market Committee (March, 2018), Board of Governors of the Federal Reserve System; Survey of Primary Dealers and Survey of Market Participants (March, 2018), Federal Reserve Bank of New York.

值得强调的是，自上世纪80年代和90年代以来，新兴经济体自身在减少脆弱性方面取得了相当大的进展。许多新兴市场国家在采取更灵活的汇率政策的同时，大幅改善了财政和货币政策框架。最近的研究表明，这种政策能更好地抵御外部金融冲击。新兴市场中的在险企业债务，即偿债能力有限的企业的债务，一直在上升（如图7），但这种增长在中国之外相对有限，而且随着全球经济增长的强劲推高了企业盈利，这种增长开始逆转。

Figure 7: Emerging market corporate debt at risk has begun to reverse its earlier rise, even in China



尽管如此，我并不否认全球政策正常化所带来的潜在风险。一些投资者和机构可能无法很好地应对利率上升，即便是市场普遍预期的加息。当然，未来的经济状况可能会发生意外。

此外，货币政策、资产价格和全球金融市场情绪之间的联系尚不完全清楚。一些观察人士认为，美国的货币政策也会通过其对全球风险情绪的作用来影响资本流动，宽松的政策会导致市场更加积极的情绪，而紧缩政策会抑制市场情绪。尽管这些渠道可能产生影响，但美联储和国际货币基金组织的研究表明，主要央行的行动只占全球金融波动和资本流动的一小部分。

尽管如此，随着全球经济正常化的推进，风险情绪将受到密切关注。随着正常化进程的推进，美联储能做些什么来促进金融稳定和经济增长？我们将尽可能清楚和透明地传达政策策略，以帮助调整预期、避免市场扰动。我们将继续帮助建立金融体系的弹性，并支持全球努力做到这一点。

来源：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20180508a.htm>

May 08, 2018, Monetary Policy Influences on Global Financial Conditions and International Capital Flows