第一财经研究院 RESEARCH
Committed to Improving Economic Policy.

Research Note

2020.9.9(Y-Research RN208)

整理：吴越/第一财经研究院研究员

www.cbnri.org

研究简报 宏观与央行

货币生命线——中央银行的危机应对丨BIS 年报（二）

摘 要

国际清算银行（BIS）在《年度经济报告》中指出，面对新冠大流行造成的空前危机，各国中央银行再次站在政策应对的最前沿。与财政当局一起，央行采取了有针对性的迅速而有力的行动。

央行作为最后贷款人的角色出现了重要演变，直接支持范围向非银行私营部门扩大；在新兴市场经济体中，则明显向干预国内货币资产市场方面转变。

新冠危机后，更高的政府债务和整体经济环境不确定性增加，尤其是通胀的变化，可能会使各国央行面临的权衡进一步复杂化。

正 文

面对前所未有的全球突然停止，各国中央银行（以下简称“央行”）

再次站在政策应对的最前沿。他们迅速而有力地采取行动，防止潜在的金融崩溃加剧对经济的破坏。他们稳定了金融体系，缓冲了企业和家庭的调整，并尽可能的恢复信心。与 2007-09 年的金融危机相比，新冠危机从根本上说是为解决公共卫生紧急情况的措施所产生的真正冲击。在此次危机中，银行和金融部门一般不是骚乱的源头。相反，他们是被卷入了由经济急剧收缩引发的动荡之中。各国央行面临着调和实体经济的艰巨挑战。由于公司和家庭首当其冲地受到冲击，央行大部分应对措施旨在缓解它们面临的融资压力，同时需要根据本国的具体情况进行政策定制。

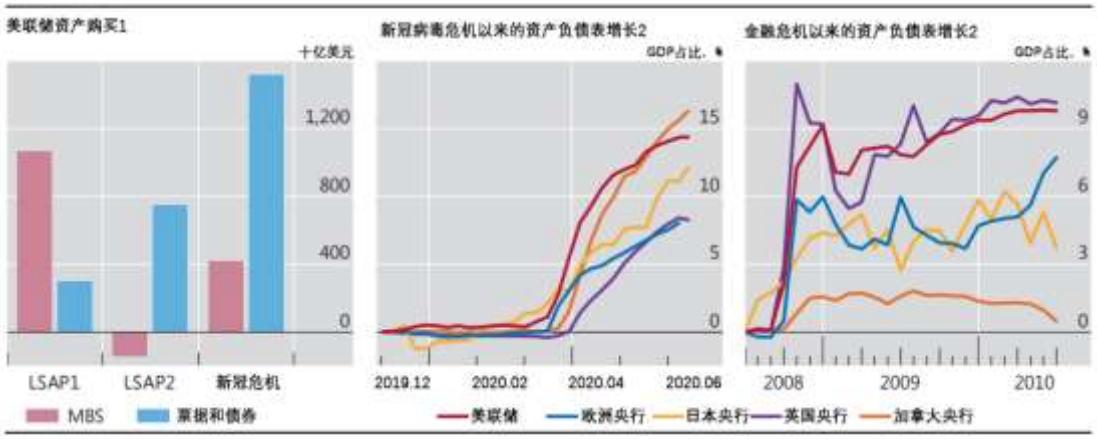
一、中央银行的危机管理：一种不断变化的状态

新冠危机再次凸显了央行在危机管理中的核心作用。随着全球经济和金融状况迅速恶化，各国央行形成了一条关键防线。防止市场功能障碍对于保持货币传导机制的有效性、维护金融稳定和支持信贷流向企业和家庭至关重要。

除了迅速而有力地降息外，各国央行还广泛且大规模地动用了资产负债表。他们向金融系统注入了大量流动性，并通过各种工具承诺了更大规模的资金注入。例如，美联储大约在四周内购买了超过 1 万亿美元的政府债券。这大致相当于 2008 年 11 月至 2011 年 6 月期间通过大规模资产购买（LSAP）计划购买的政府债券总额（图 1，左）。欧洲央行也推出了类似的融资支持机制，购买了高达 1.35 万亿欧元的证券。几周的时间主要经济体央行的资产负债表就出现大幅扩张（图 1，中），

大多超过了金融危机期间（图 1，右）的资产负债表增长。

图 1 迅速有力的回应



1.各时期期初和期末周持有量的变化：LSAP1 为 2008.11-2010.03，LSAP2 为 2010.11-2011.06，新冠危机为 2020.01 以来。MBS 为抵押贷款支持证券。2.中图为自 2019 年 12 月资产负债表总规模累积变化（周度），右图为自 2008 年 6 月资产负债表总规模累积变化（月度）。占四个季度 GDP 移动之和的百分比，2020 年 4 月之后为占 2019 年二季度至 2020 年一季度 GDP 之和的比。

来源：BIS

其他发达经济体和新兴市场经济体央行也针对不同细分市场采取了一系列广泛的措施，包括旨在支持银行放贷能力和意愿的监管措施。此外，随着离岸美元市场的压力变得特别大，美联储将其互换额度网络扩展至 14 家央行。

各种措施的目标近似。如最初的降息有更传统的目的——支持需求和抵消金融条件紧缩。在降息时，市场大都仍运行良好。但随着危机的加深，信心的流失造成了严重的市场混乱，迫使各国央行将注意力集中在稳定金融部门和支持信贷流向私营部门上。

1. 中央银行的目标和危机工具包

央行危机管理的首要目标是双重的。首先，它力求通过确保金融体系继续运作和继续向家庭和公司提供信贷，防止经济受到长期损害。第二，它旨在恢复信心，支持私人消费。这些目标要求央行发挥其三大主要职能，即作为货币政策当局、作为最后贷款人，以及作为银行监管机构和监督者时履行的职责。

货币政策与最后贷款人之间的关系复杂而微妙。这两项职能的目标各不相同，前者侧重于指导总需求，后者侧重于稳定金融体系。然而，它们的工具日益重叠。在金融危机之前，各国央行主要依靠对短期利率的调整来引导总需求，但自那以后，它们更依赖于资产负债表的调整，这是典型的最后贷款人工具。例如，央行以向公司和家庭贷款为条件向银行提供优惠利率资金，通过提供流动性影响总需求。另一方面，两大职能的目标又相互交织。央行为恢复市场运作而采取的干预措施稳定了金融体系，从而树立了确保货币政策顺利传导所需的信心。因此，在两个职能之间可能很难划清界限。

- **中央银行使用的工具可分为四大类**

运用最广泛的工具是短期利率。政策利率可通过影响整个金融体系的资金成本产生广泛的影响。在压力时刻政策利率还能发出有力信号帮助增强市场信心。通过前瞻性指导引导市场对未来利率的预期已成为货币政策中日益重要的内容。虽然在危机时期降息是常见操作，但鉴于冲击和金融体系各不相同，降息也不是必然选择。特别是在新兴市场经济体，通常需要提高利率以阻止资本外逃，从而起到稳定汇率的效果。

第二套工具是向金融机构放贷。这包括回购业务和传统的常备融资工具/贴现窗口。有针对性的贷款业务可以为特定细分市场提供资金支持。它们还可以涉及外币，例如通过外汇掉期来缓解特定货币的资金压力。

第三套工具是直接购买（或出售）资产。这些操作通过改变市场中相应资产的供应影响特定细分市场的流动性。因此，它们对资产估值的影响可能比其它工具的影响更直接。此类工具还可传达未来政策方向的信号，有助于管理预期，从而减少不确定性。所涉及的资产范围从政府债券到私营部门证券，如商业票据、公司债券、股票和外汇。

最后，作为监管机构和监督者，央行可以调整直接影响金融中介机构和市场的法规。比如，通常被视为货币政策工具的准备金。根据央行的权力，其他工具还可能包括资本金和流动性要求，甚至是资本流动管理措施。当央行无法控制这些工具时，就需要与有关当局协调部署。

2. 最后贷款人和不断变化的金融格局

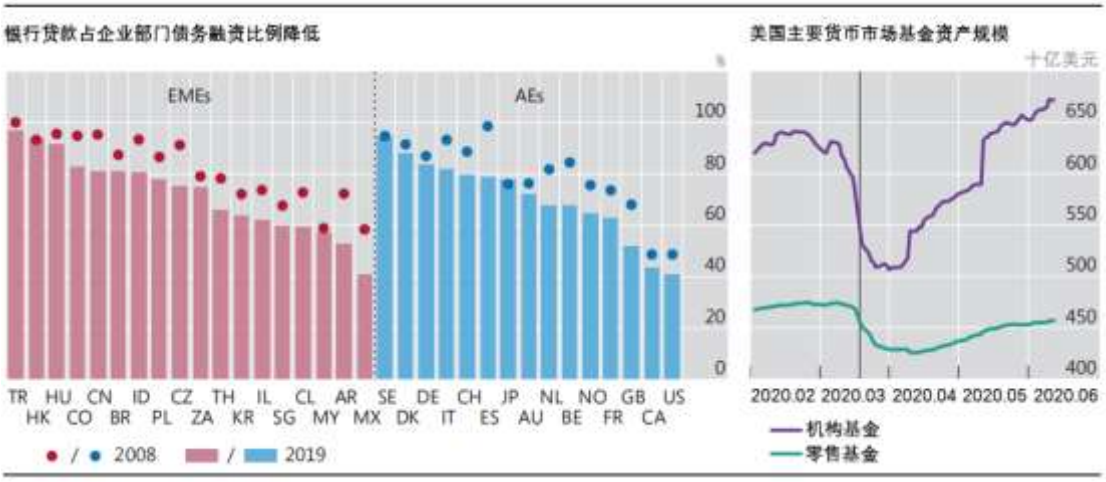
鉴于引发当前危机的冲击程度，各国央行动用了全部工具库。根据压力性质和各国特点，特别是金融体系结构及其主要参与者状况，各国具体实施的干预措施并不相同。

金融结构很重要，因为央行最后贷款人的职能历来是随着金融市场的发展而演变的。传统上，央行紧急贷款是向银行提供信贷的同义词。随着资本市场的发展以及市场融资重要性的提高，紧急贷款的范围也在扩大。

金融危机之后央行最后贷款人的角色已明显转向银行之外。在金融

危机期间，各国央行在措施的规模和范围上都有明显突破，特别是在符合条件的交易对手和抵押品方面。此次危机使这种演变更进一步。这次央行干预的一个显著特点是普遍针对非银行金融机构，包括共同基金等实体。这符合市场融资的重要性日益增强的趋势，特别是对非金融企业部门（图 2，左）。因此，各国央行越来越多地充当了做市商或最后交易商，尤其是在发达经济体。

图 2 金融危机之后金融结构变化及疫情爆发期间货币市场的收紧



注：1、右图竖线表示 2020 年 3 月 18 日美联储宣布货币市场共同基金流动性工具（MMLF）。2、TR 土耳其；HK 中国香港；HU 匈牙利；CO 哥伦比亚；CN 中国；BR 巴西；ID 印度尼西亚；PL 波兰；CZ 捷克；ZA 南非；TH 泰国；KR 韩国；IL 以色列；SG 新加坡；CL 智利；MY 马来西亚；AR 阿根廷；MX 墨西哥；SE 瑞典；DK 丹麦；DE 德国；IT 意大利；CH 瑞士；ES 西班牙；JP 日本；AU 澳大利亚；NL 荷兰；BE 比利时；NO 挪威；FR 法国；GB 英国；CA 加拿大；US 美国。

来源：BIS

这在新冠危机早期应对货币市场共同基金的严重压力时表现的尤为明显。资金避险导致美国主要货币市场基金遭大规模赎回，仅 3 月就

有约 1600 亿美元（或约 15%）的管理资产被赎回（图 2，右）。这对关键融资市场产生了巨大的连锁效应，尤其是对投资者主要是货币市场基金的商业票据市场。这些市场的融资成本飙升，发行量下降。由于非美国公司和银行严重依赖这些市场，这导致全球美元流动性短缺。美联储迅速做出反应，建立了一个支持货币市场基金的机制，以阻止赎回和避免更大的市场崩溃。为了应对类似压力，泰国央行和印度储备银行也推出了一些通过银行向货币市场共同基金提供流动性的机制。事实证明，此类支持在增强信心和缓解紧张局势方面是有效的。

更广泛地，央行通过直接购买资产支持各类细分市场。美联储承诺购买无限量的美国国债和抵押贷款支持证券，随后扩展到购买市政债券。日本央行也承诺无限量购买政府债券。澳大利亚、加拿大、印度和韩国等多个发达国家和新兴市场经济体央行首次启动了类似方案。在欧元区，大流行紧急购买计划（PEPP）的宣布有助于缩小主权债券利差，就像 2012 年宣布直接货币交易（OMT）时一样（图 3，左）。

许多央行还购买了私营部门的资产。所有主要发达经济体央行都设立或扩大了融资机制，为购买包括商业票据、公司债券、资产支持证券和股票在内的各种证券提供资金。这是为了在挤兑情况下维持市场运行和支持新债券发行。例如，欧央行 3 月 18 日宣布的大流行紧急购买计划（PEPP）也包含购买公司债券，美联储于 3 月 23 日公布了一级和二级市场债券购买计划。两者都立即导致相应市场利差收窄（图 3，中）。随着部分高收益债券被纳入购买范畴，4 月 9 日美国高收益债券利差进一步收紧。类似的，英格兰银行于 3 月 19 日宣布大幅增加公司和政府

债券的购买，市场压力得到缓解（图 3，右）。

图 3 资产购买缓解压力



注：中图的垂直线分别表示 3 月 18 日（欧央行宣布大流行紧急购买计划），3 月 23 日（美联储宣布一级和二级市场公司信贷机制）和 4 月 9 日（美联储宣布扩大公司信贷机制下的合格证券范围以包括最近降级的债券）。右图的垂直线表示 3 月 19 日（英国央行宣布购买 2000 亿欧元金边债券和公司债券计划）。

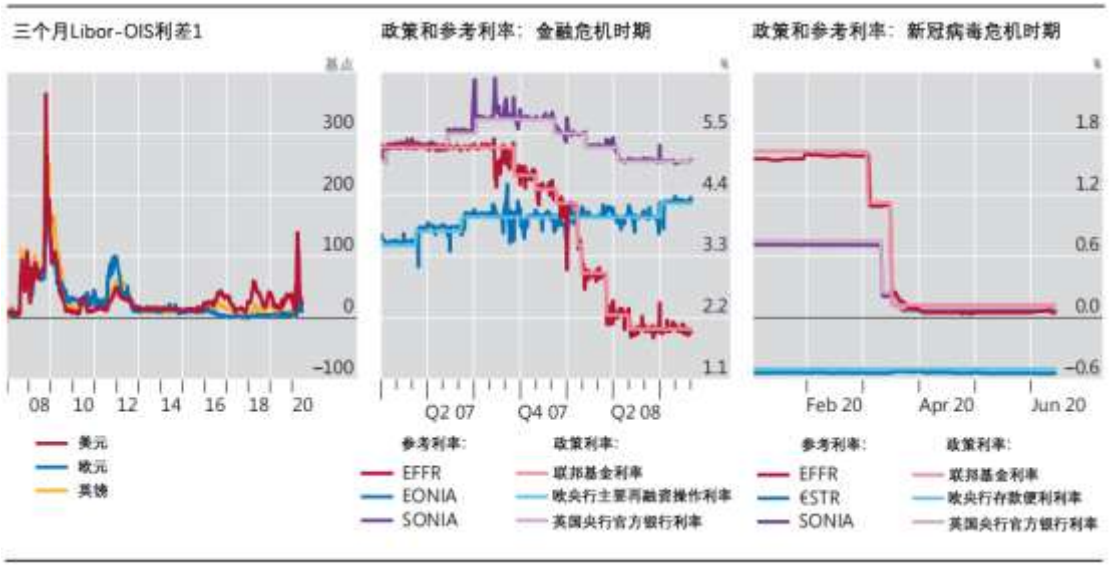
注：直接货币交易（OMT）的 0 日指 2012 年 7 月 26 日；大流行紧急购买计划（PEPP）的 0 日指 2020 年 3 月 18 日。

来源：BIS

归功于自金融危机以来银行建立的大量资本和流动性缓冲，在此次危机中，银行的状况要比金融危机时好得多。因此，银行间的交易对手信用风险在目前不是紧张的根源（图 4，左）。相比之下，在金融危机期间，对银行信用的怀疑在银行间市场造成了严重的压力，由此产生的利率波动损害了央行维持政策利率接近目标水平的能力（图 4，中）。而如今银行实力强，超额准备金充裕，这种情况下央行维持政策利率不

是问题（图 4，右）。

图 4 虽然资金紧张，但政策和参考利率之间几乎没有分歧



注：EFFR 有效联邦基金利率；EONIA 欧元隔夜指数平均利率；SONIA 英镑隔夜指数平均利率；€STR 欧元短期利率。1. 对于欧元区，为 Euribor-OIS 利差。

来源：BIS

3. 各国国内的最后一公里

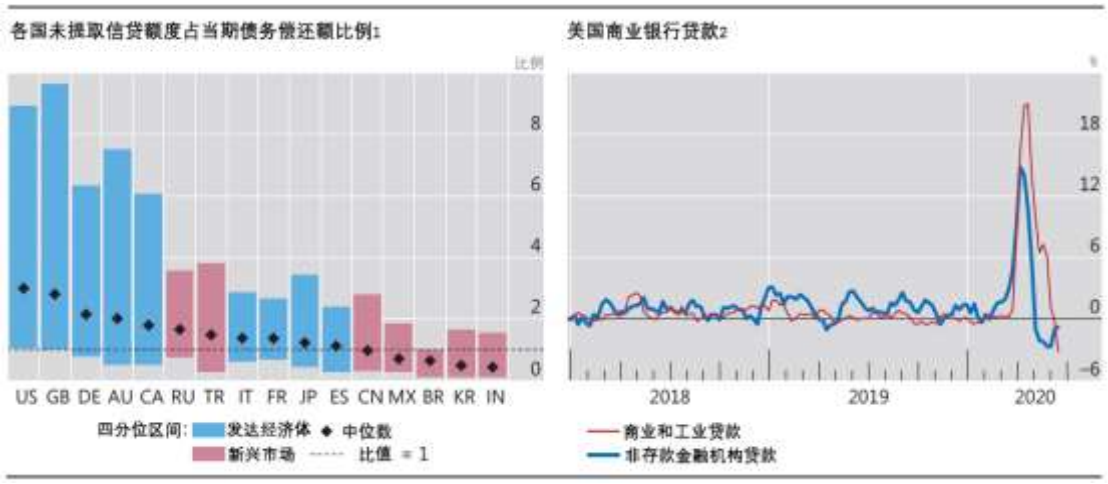
新冠危机的独特性质使公司和家庭遭受了首当其冲的影响。各国央行一个首要目标是在封锁期内向它们提供资金，从而覆盖“最后一公里”。央行通过有针对性的贷款业务（targeted lending operations）向银行提供低成本融资，条件是用于向公司发放贷款。中国、巴西、日本、新加坡、瑞典、瑞士和英国都设立了主要针对中小企业的新工具。欧央行和韩国央行则下调了现有工具的利率。此外，美联储还制定了购买银行贷款的方案。此次危机中央行对非银私营部门提供的支持力度可谓前所未有。

为避免银行去杠杆，央行和其他当局还采取了广泛的监管和监督措施，包括放松资本和其他监管限制，暗示对会计准则采取更灵活的监管立场和解释。大多数国家软化了对资本和短期流动性的监管，并鼓励银行充分利用监管缓冲。例如，中国香港、瑞士和英国释放了反周期资本缓冲。一些地区，特别是新兴市场经济体降低或取消了准备金要求。一些当局还通过实施股利限制进一步增加银行资本金来源。

在此次危机中，虽然市场发挥了更大的作用，但银行仍然占据了中心地位，这反映了金融体系的两个特征。首先，大多数金融体系仍然以银行为中心。其次，银行和资本市场虽是不同的融资形式，但也相互关联。市场为银行提供融资和收入来源，同时依赖于银行做市商和交易安排的能力，最重要的是依赖于银行的备用信贷工具。因此，银行和资本市场是相辅相成的，尤其是在压力时期。

当前危机突出了银行信贷额度的重要性。对 16 个发达经济体和新兴市场经济体的 36000 家上市和大型非上市公司的抽样调查显示，2019 年底未提取的信贷额度占公司当期偿债额的中位数在 140%左右，发达经济体公司的信贷额度一般高于新兴市场经济体（图 5，左）。随着商业票据市场的冻结，公司大量使用信贷额度，美国商业银行资产负债表上商业和工业贷款的激增证明了这一点。3 月至 5 月间，银行的这些资产增加了近 7000 亿美元，或 30%（图 5，右）。在这场危机中，是银行而非资本市场，在金融体系中扮演了“备用轮胎”的角色。

图 5 银行信贷额度缓冲



注：US 美国；GB 英国；DE 德国；AU 澳大利亚；CA 加拿大；RU 俄罗斯；TR 土耳其；IT 意大利；FR 法国；JP 日本；ES 西班牙；CN 中国；MX 墨西哥；BR 巴西；KR 韩国；IN 印度。

1、样本包含 2019 年至少报告了一个季度数据的 36470 家公司；未提取信贷额度不包含商业票据；当期债务偿还额包括短期债务、长期债务的当期部分和当期利息。

2、过去四周的增长。

来源：BIS

4.扩大到全球范围

对于拥有国际货币的央行来说，危机管理者的角色不能局限于国内。最突出的例子是美联储。

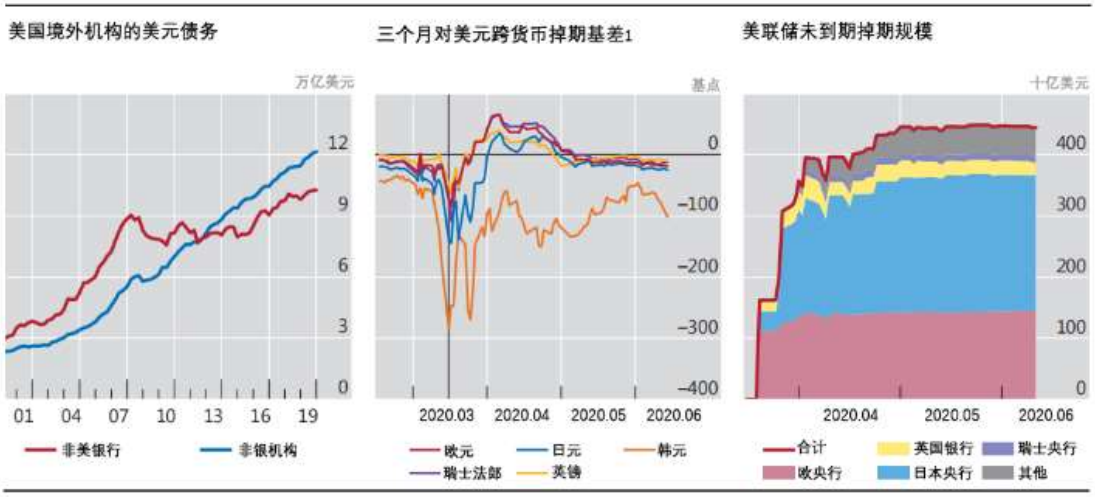
过去二十年来，美元在全球金融交易中的使用量激增。美国境外非美银行的美元负债从 2000 年的约 3.5 万亿美元增长至 2019 年底的约 10.3 万亿美元。对于美国境外的非银机构来说，其美元负债增长更快，目前约为 12 万亿美元，几乎是十年前的两倍（图 6，左）。在资产负债表外，还有大量通过外汇衍生品，主要是外汇掉期借入的美元。

在此背景下，离岸美元市场通常会在市场动荡时期承压。因为许多

非美金融机构和公司无法动用美元存款基础，也不能直接在美国货币市场筹集资金，需要依赖外汇掉期获取美元。在新冠危机期间，全球投资者迅速规避风险的行为导致美元需求上升，美元大幅升值。由于银行资金面临巨大压力，美元升值带来的风险限制可能加剧，世界许多地区的美元供应枯竭。因此，作为美元供需变化晴雨表的跨货币掉期（cross-currency basis swaps）基差显著扩大（图 6，中）。

为了缓解各司法管辖区的美元资金短缺问题，美联储迅速采取行动，利用金融危机期间与五个主要发达经济体央行建立的常备互换额度，并对另外 9 家央行重新开放互换，增加互换额度、延长到期日、采用更有利的定价。互换额度对跨货币掉期基差（cross-currency basis）产生了直接影响（图 6，中）。基差随着互换额度的使用进一步缩小，主要使用者是日本央行和欧央行（图 6，右）。

图 6　全球美元融资枯竭



注：中图竖线表示 2020 年 3 月 15 日，美联储宣布增加和五家央行之间的掉期额度。
1、3 个月美元 Libor 与 3 个月外汇掉期隐含美元利率之间的差额。

来源：BIS

随后，为了帮助更多国家动用外汇储备，缓解美国国债抛售压力，美联储建立了回购机制。这使得各国央行能够以持有的美国国债为抵押品直接从美联储借入美元。以金融危机为先导，美联储作为全球最后贷款人的作用得到了进一步巩固。

5. 新兴市场经济体经受了一场完美风暴

对于许多新兴市场经济体来说，新冠危机就像一场完美风暴。除了国内经济活动因遏制措施急剧收缩，许多新兴市场经济体还不得不面对全球价值链中断、出口收入骤降和大宗商品价格暴跌。资本流入的减少引发了汇率大幅贬值和金融条件急剧收紧（图 7，左）。外债规模大的国家受到的影响特别严重。此次资本外流比以前的压力时期要大得多（图 7，中）。本币债券的利差与外币债券的利差一起飙升（图 7，右）。对一些国家来说，汇款减少、外国直接投资流入减少和套利交易逆转使问题更加复杂。

图 7 新兴市场经济体经受了一场完美风暴

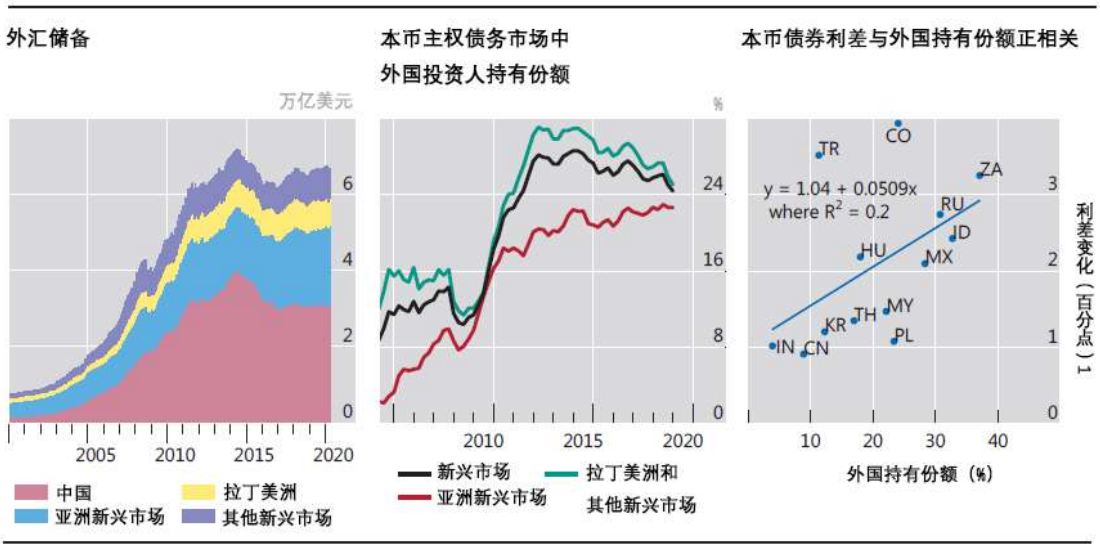


注：1、各货币对美元汇率的均值，下降表示美元升值。

来源：BIS

新兴市场经济体的央行在危机期间的政策回旋余地通常比发达经济体要小，这主要来自汇率效应。降低利率往往会加剧汇率贬值，从而加剧金融风险。此外，对于那些通胀预期不够稳定的国家，本币贬值有可能加剧通胀。然而，多年来新兴市场经济体实施的政策为它们赢得了更大的自由度。他们采取了灵活的政策框架，将通胀目标与汇率干预相结合，扩大外汇储备缓冲（图 8，左），并积极使用宏观审慎工具。他们发展本币债券市场，这更好地稳定了通胀预期，并扩大了政策选择的范围。然而，本币债券市场的发展往往伴随着外国投资者参与程度的上升（图 8，中）。新冠疫情爆发后，国内债券市场中外国投资人所占份额较高国家的本币债券利差显著上升（图 8，右）。

图 8 新兴市场经济体投资人结构变化



注：1、5 年期本币主权债券与美国国债收益率利差，至 2020 年 6 月 12 日间，

与 2020 年 1 月 3 日相比最大变化值。

来源：BIS

在此背景下，新兴市场经济体的央行在干预国内债券市场方面又有突破。包括印度、韩国、菲律宾、波兰、土耳其和南非在内的许多国家首次实施了政府债券购买计划。另一些，如墨西哥和巴西则通过购买长期证券和出售短期证券进行了“扭曲操作”交易。初步证据表明，这些干预措施是有帮助的：债券收益率下降，汇率稳定。一些央行还出台了支持公司债券市场的措施。例如，在韩国和墨西哥，央行推出了以公司债券为抵押品的贷款便利。同样，泰国央行设立了公司债券稳定基金，以帮助企业偿还短期债务。

二、展望未来

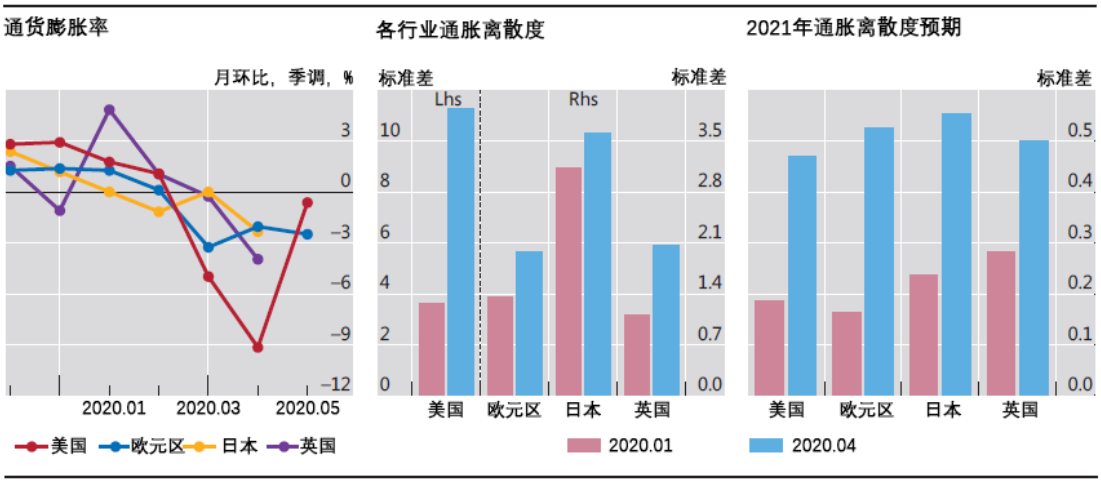
与十多年前的金融危机一样，新冠危机的影响将持续很长时间。对央行来说，随着经济从流动性不足阶段向可能的破产阶段和最后的恢复阶段过渡，首要的挑战将是在充满不确定性的环境中，维持价格和金融的稳定，并重新建立可持续增长的基础。

随着一些地方遏制措施的取消，经济活动已开始逐渐恢复，但从衰退的深渊中彻底复苏可能会很久。即使疫情不会再次爆发，挥之不去的不确定性也很可能会阻碍支出，而社会疏离规则可能会使公司在很长一段时间里无法满负荷生产运营。对许多公司来说，损失将永远无法收回，而之前的商业模式也可能变得不可行。如果流动性问题演变成偿付问题，债务重组将不可避免。这将使银行遭受损失，如果损失过大可能会

严重影响银行支持经济复苏的能力。在某些时候，银行监督者的立场需要从鼓励使用缓冲转向补充缓冲。

在此背景下，通胀的风险将偏向下行。短期内，由于总需求急剧萎缩而导致的通货紧缩压力将最有可能占据上风（图 9，左）。鉴于遏制和预防措施对各行业的影响不均衡，行业通货膨胀的分散性有所增加（图 9，中）。受封锁打击最严重的行业（如汽车、服装和运输行业）的价格已经下降，而需求上升的商品（尤其是食品和饮料）价格则有所上升。与此同时，近期的通胀前景已明显变得更加不确定，这反映在 2021 年通胀预测的分散度上（图 9，右）。这可能在很大程度上反映了经济收缩严重性和持久性的不确定性，包括进一步感染风险的不确定性。

图 9 近期通胀风险向下，前景更加不确定



来源：BIS

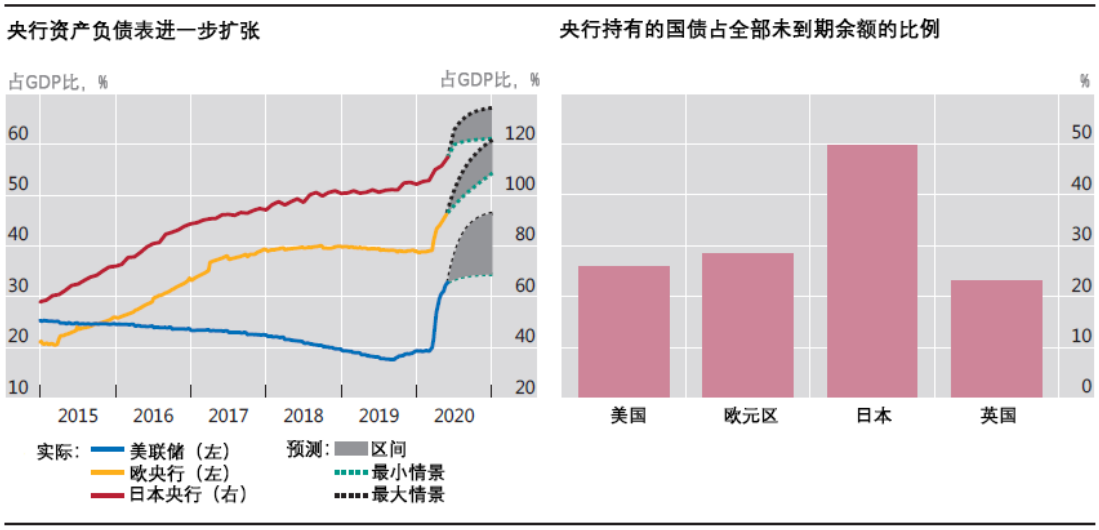
进一步看，需求因素和供给因素都可能导致通胀不确定性的持续。在需求方面，提高预防性储蓄以建立缓冲和偿还债务可能会持续抑制支

出。在供应方面，根据社会疏离规则对生产和工作做法的调整将推高成本。这种影响在以顾客聚集度高为特征的服务行业尤为明显，如航空旅行、餐饮和娱乐活动。更根本的是，新冠疫情危机可能会部分扭转让过去几十年保持低通胀的结构性因素的影响。最突出的是全球化和技术，这两个因素都削弱了劳动力的议价能力以及公司的定价能力。去全球化和供应链回流的趋势将提高成本、降低生产率，并有可能因政治发展而加剧。最重要的是，这将有助于恢复议价和定价能力，从而促进通货膨胀。

由于短期通胀很可能面临下行压力，货币政策仍需要保持宽松。与金融危机之后的经验相一致的是，即便紧急状况已经过去，一些已颁布的危机措施也很难逆转。随着财政空间减小，央行采取更多措施面临的压力可能会加大。许多国家的央行资产负债表规模已达到创纪录水平，并可能会进一步扩大（图 10，左）。对于新兴市场经济体央行来说，它们干预债券市场的举动已经引起了对可能实施量化宽松计划的讨论。

新经济格局的一个显著特点是更高的债务水平，特别是公共部门债务。除了因应对疫情而大幅上升外，债务在复苏期也可能会进一步上升，从而推高其长期趋势。在主要经济体中，央行持有的政府债务规模非常大，很可能会继续增加，并长期留在央行资产负债表上（图 10，右）。

图 10 央行的影响力越来越大



来源：BIS

在这样的环境下，各国央行将面临压力和艰难的权衡，特别是在处理高公共债务时需要采取双管齐下的办法。首先，政府需要保障财政的可持续性。第二，政府需要提振和维持较高的经济增长。这需要有利于增长的财政政策和结构性改革。

如果没有有效的财政整顿和以增长为导向的结构性改革，高债务负担可能会给货币政策带来压力，迫使其将利率维持在低位。在这种情况下，即使通胀上升货币政策正常化也会变得困难。

一个关键的风险是财政主导（fiscal dominance），即货币政策立场服从于政府的融资需求。潜在的联系是货币政策会导致财政后果。货币政策能控制借贷成本，这必然会影响政府的融资成本。随着各国央行为控制利率扩大资产负债表规模和涉及到的债券期限范围，这种影响也有所上升。这导致货币政策与政府债务管理之间的边界变得模糊。

防止财政主导的一个保障措施是强有力的治理。多年来，制度框架

一直着眼于保持财政和货币政策的分离，央行的业务独立性是一个关键支柱。这巩固了各国央行的可信度，使它们能够在不降低通胀预期的同时降低政府融资成本。

同时，必须认识到央行行动的局限性。货币政策不能单独成为可持续增长的引擎。货币政策的踏板踩得太用力、太久，可能会导致金融脆弱性和失衡，最终产生反作用。只有促进央行的宏观经济稳定目标，辅之以明确的退出战略，才能维持央行对政府债券市场的大规模干预。在不损害央行信誉的情况下，财政政策和货币政策之间的边界能推多远是有限度的。央行的信誉是他们最重要的资产。正是由于这种来之不易的信任和信心，各国央行才能在此次危机中越过此前的一些红线，恢复稳定。保持这种信心至关重要。