

欧元升值让欧洲央行有多担心？

2017-09-12 13:47:15

加入见智研究所的[见识圈子](#)，如果您喜欢见智研究所的内容，欢迎订阅[见闻研究](#)（此为华尔街见闻见智研究所独立管理的付费特辑），了解我们的特辑请[点击这里](#)。

货币政策近年来对金融市场产生了**强有力的影响**。有令人信服的国际证据表明，**资产购买，前瞻指引和负利率**等非常规货币政策措施已经成功地通过与**投资组合再平衡理论**以及**货币政策信号渠道**所预测的那样一致的方式**改变了相对资产价格**。很少有人质疑，非常规货币政策对**私人部门融资情况的第一阶段传导是有效的**。由于名义利率的有效下限预计会在未来更频繁地存续，这无疑是个好消息。

然而，在第二和第三个传导阶段 - 也就是说，**从金融（融资）状况到经济活动——以及从经济活动到价格，传导情况都不太明晰**。许多中央银行观察家指出，**全球经济持续疲软增长，通货膨胀率低，结论是非常规货币政策未能刺激经济**。如果是这样的话，会对这种政策的使用产生**疑问**。

我将进一步地深入这种说法——我将重点关注第二阶段传导的两个主要渠道：**汇率渠道和实际利率渠道**。我的论点不会涵盖所有渠道，鉴于货币政策可以通过许多其他渠道影响经济，例如通过对股票估值的影响，以此对企业的资本成本和投资决策产生影响，简而言之即托宾Q渠道。另一个相关渠道是由Bernanke和Gertler（1995）所奠定的银行贷款渠道。

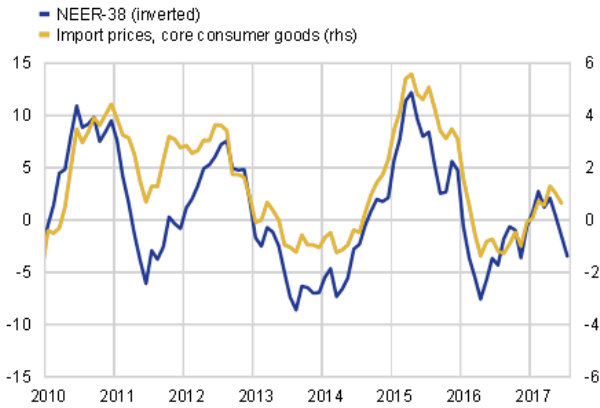
但是，通过关注汇率和利率渠道，我们可以很好地了解近期政策措施的有效性。我们会发现，货币政策引发的汇率变动可能对消费者价格产生重大影响，但这种关系取决于**经济状况和驱动价格的冲击力**。此外，我将会论述，新凯恩斯主义的投资与储蓄（IS）曲线在欧元区仍然存在，也就是说，总需求对实际的事前利率（ex ante）的变化作出反应，若测度恰当准确，该渠道在最近也非常有效。

状态依赖的汇率传导

让我从汇率渠道开始说起 - 鉴于我们在外汇市场上观察到的大幅波动，近几个月来引起了大量的纷争。例如，自4月初以来，欧元兑美元升值了13%，名义升值了7%。经济学教材中往往会据此认为，如此大的**汇率变化应该会降低进口商品的价格，从而给生产者价格和消费者价格带来下行压力**。

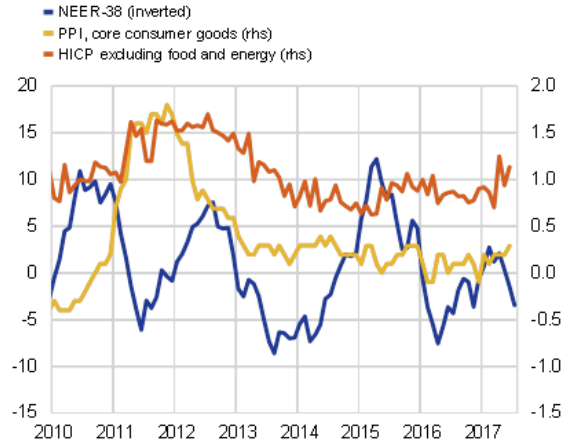
Transmission of exchange rate movements along the pricing chain

Import price inflation and the nominal effective exchange rate
(annual percentage points)



Sources: Haver Analytics and ECB staff calculations.
Latest observation: June 2017, NEER-38: July 2017.

Core HICP and PPI inflation and the nominal effective exchange rate
(annual percentage points)



Sources: Haver Analytics and ECB staff calculations.
Latest observation: June 2017, NEER-38: July 2017.

在幻灯片1的左侧，您可以看出，欧元的名义有效汇率的年度变化和欧元区的进口价格通胀率的年度变化确实存在很强的相关性，这里的消费品不包括食品，饮料和烟草。直观地看，**传导的水平大约在40%**，至少在贬值时是如此。在右侧的图中，您可以看到，**汇率传导到生产者价格和消费者价格的相关性已经非常弱**。过去七年来，都没有明显规律可循。

当然，定价链中更高阶的传导能力的下降部分地反映了**进口仅占生产者总投入成本和最终消费的一小部分**。但是，消费者价格通胀和生产者价格通胀对2014年欧元大幅贬值以及随后在2015年升值的顽固的韧性仍然令人感到惊讶。毕竟，根据文献中的普遍估计，两次相反的汇率波动的净影响可能会提升HICP排除能源和未加工的食品通货膨胀 - 我将从现在开始将此称为核心通货膨胀 - 高达0.5个百分点（在去年的过程中）。换句话说，这样的估算表明，**如果不是前几年的欧元贬值，2016年欧元区核心通货膨胀率将不到其实际水平的一半**。

虽然在没有可靠的反事实的情况下不能排除这一点，但至少引起了人们的怀疑，最重要的是生产者价格通胀最近证明同样具有弹性。因此，近期价格水平的发展提出了两个重要问题——首先，随着时间的推移，**汇率传导的能力是否减弱了？如果是，这是一个暂时的还是一个永久的现象？**第二，**如果传导能力有所减弱，这是否与使用非常规货币政策措施有关？**

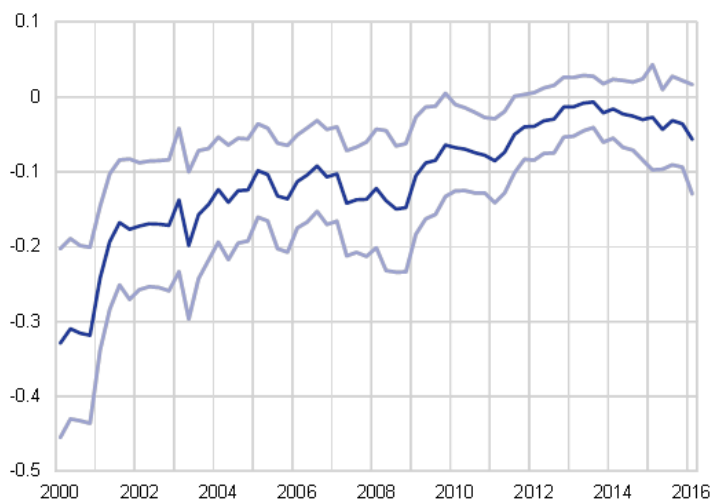
我对第一个问题的回答是，是的，近年来的汇率传导力可能会降低，这主要有两个原因。

第一个原因相对来说更为永久，是与货币政策无关的结构性因素有关。大量文献证明，汇率传导取决于货币政策框架，进口构成，贸易一体化，货品计价货币和全球价值链崛起等因素。广义地说，随着全球化进程的加快，通货膨胀和通货膨胀的波动下降，这些因素有助于逐步减弱大多数发达经济体的汇率传导。例如，以欧元区为例，我们已经发现，当地货币计价的份额越来越大，削弱了汇率传导。如图2所示，当下汇率传导到最终消费物价通货膨胀的能力可能不到本世纪初的三分之一。

幻灯片2

Marked decline in exchange rate pass-through over time

Exchange rate pass-through to HICP inflation over time



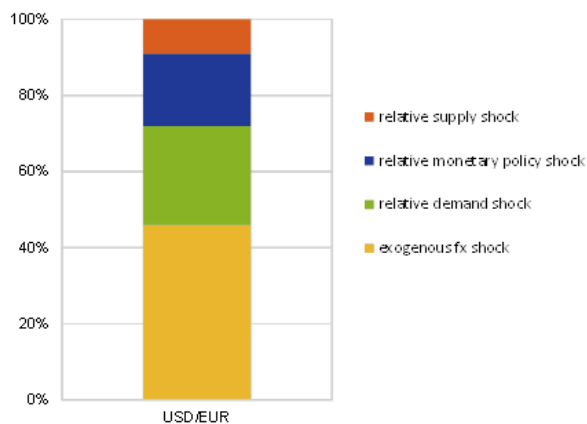
Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The chart shows the cumulated impulse response (dark blue line) of HICP inflation to a 1% appreciation in the NEER after three years over time and the respective 95% confidence bands (light blue lines). The cumulated impulse response is based on the updated estimation of Hahn (2003) over a 20-year rolling window from the first quarter of 1980 to the first quarter of 2016. Each point on the dark blue line refers to the end point of each 20-year rolling sample, with the first sample referring to the period from the second quarter of 1981 to the first quarter of 2000 and the last sample to the period from the second quarter of 1996 to the first quarter of 2016.

第二个原因是更为周期性的因素。它涉及经济状况和对货币政策的反应。该理论指出，出口商给产品定价时，在成本基础上有价格加成，这个价格加成的幅度并非固定的，而是将它们调整到未来边际成本和需求前景的预期变化水平上。这意味着对于汇率传导而言真正重要的是打击到经济的冲击类型。这个概念至少可以追溯到Corsetti和Dedola (2005)。

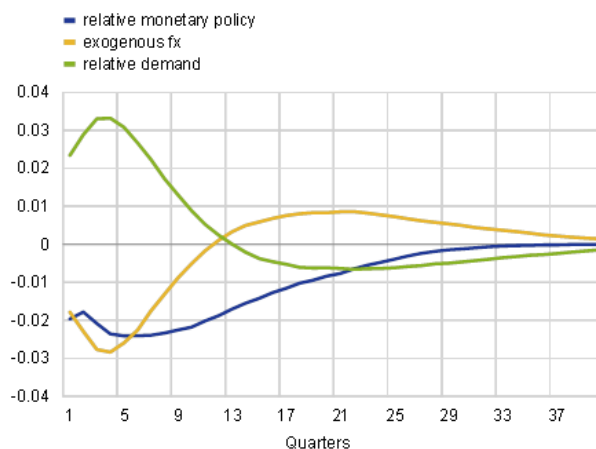
幻灯片3

Historical variance decomposition of USD/EUR: 1999Q1-2017Q3
(percentage share)



Source: ECB staff calculations.
Notes: Estimates are based on a quarterly BVAR model of the USD/EUR exchange rate, relative euro area - US GDP, relative euro area - US CPI and relative shadow interest rates, identified via sign restrictions over the period 1999Q1-2017Q3 (with 2017Q3 proxied by July data and nowcast estimates of GDP).

Response of core HICP to different shocks normalized to a 1% appreciation of USD/EUR
(yoy percentage changes, not cumulated)



Source: ECB staff calculations.
Notes: Estimates are based on a quarterly BVAR model of the USD/EUR exchange rate, relative euro area - US GDP, relative euro area - US CPI, relative shadow interest rates and core EA HICP, identified via sign restrictions over the period 1999Q1-2017Q2.

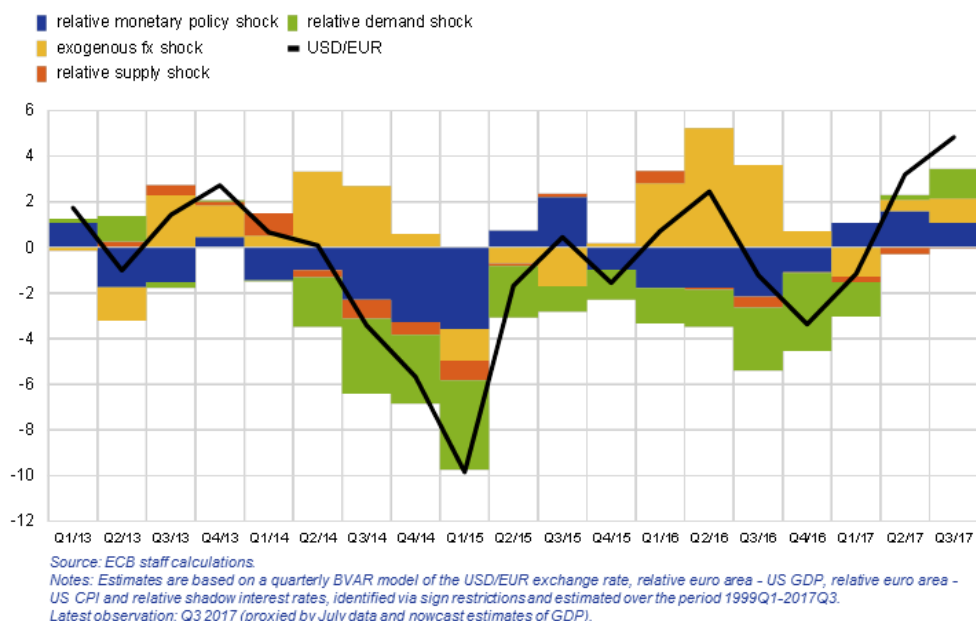
在幻灯片3的左侧，您可以看到支持这一观点的初步证据。欧洲央行的工作人员发现，过去20年来，**欧元兑美元汇率变化的不到一半纯粹是外生性的**。汇率往往会因**相对需求，供应或货币政策的变化而变动**。而这些冲击中的每一个都可能导致国内价格产生不同的反应。

如右图，有时，当汇率升值时，欧元区的核心通货膨胀率上升，而非下降，这完全不符合我们传统的传导思维。也许不足为奇的是，**当汇率受到有利的需求冲击而升值时，情况通常是这样**。逻辑如下：**由于经济运行过热，超过其产能水平，通货膨胀压力已经足以抵消来自汇率渠道的通货膨胀的影响**。

该图表显示，相对货币政策立场的变化对消费价格会产生影响：如果欧元区政策收紧，汇率升值，通货膨胀率下降。换句话说，没有经验证据表明货币政策的汇率渠道是不活跃的。

但其实，传导力将在很大程度上取决于整体经济状况，而不是政策措施的类型（常规或非常规）。这是我对第二个问题的回答，我们通过看两个具体的例子来分析。

Historical decomposition of euro exchange rate against the US dollar (percentage quarterly contributions, not cumulated)

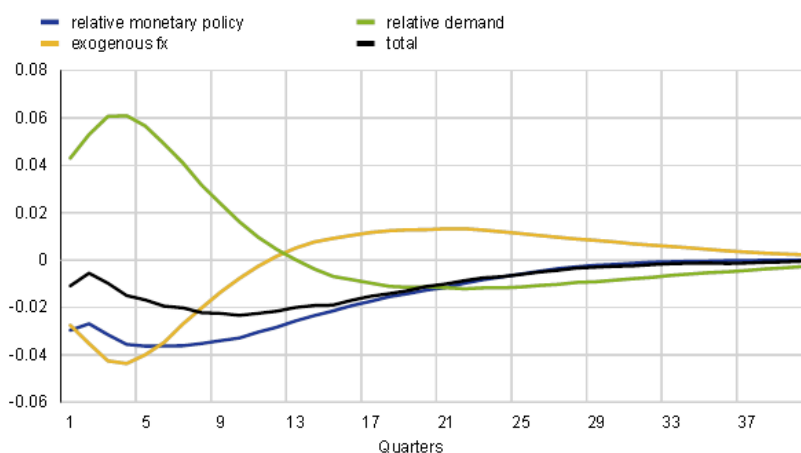


第一个例子有关于欧元在APP公布前的急剧贬值。从幻灯片4可以看出，简单的基于模型的分析表明，**欧元外部价值的下降很大一部分反映了经济前景的恶化。当欧元区需求下降时，对欧元区出口国很可能通过价格加成吸收了其汇率波动的一部分，以保护其市场份额，从而缓解货币疲弱导致的价格上涨压力。**

第二个例子涉及目前的情况。幻灯片4显示，有三种强度大致相等的力量，能够解释近几个月欧元的明显升值：**欧元区增长前景改善，外部因素和相对美国而言更紧缩的货币政策立场。**

幻灯片5

Response of core HICP following the 2017Q3 appreciation of USD/EUR (yoy percentage changes, not cumulated)



Source: ECB staff calculations.

Notes: Estimates are based on a quarterly BVAR model of the USD/EUR exchange rate, relative euro area - US GDP, relative euro area - US CPI, relative shadow interest rates and core EA HICP, identified via sign restrictions over the period 1999Q1-2017Q2. The impulse response functions are rescaled to reflect the appreciation of the euro exchange rate on impact by a magnitude consistent with the contribution of the specific shocks in driving the euro appreciation in 2017Q3 based on the historical decomposition estimates for that quarter. The '2017Q3 appreciation' refers to the change in the USD/EUR from July 2017 compared to its average in 2017Q2.

幻灯片5展示了这种冲击分解后的对汇率传导的评估的影响。黑线是净效应，表明核心通货膨胀相对温和的下行压力，远低于经验法则所倾向于告诉我们的那样，尽管欧元升值了很多。

原因很简单。目前欧元区的经济稳健扩张使出口到欧元区的企业能够在不损失市场份额的情况下提高其货币定价的价格，从而进一步减轻了汇率传导。所以，对欧元区的出口商现在能够收回在（欧元区）经济衰退期间被压缩的部分利润——而程度取决于竞争情况，Rudi Dornbusch在1987年指出了这一点。市场力量越集中，可替代产品越少，企业越有可能增加汇率升值后的利润。这也意味着跨行业间可能会有很大差异。

这些例子表明，**经济状况总体上决定了汇率传导的强度。货币政策本身可能主要通过其对经济本身的影响来影响传导。**

目前货币政策的支持可能比过去更强大。原因在于，在这里使用的模型中，正面需求冲击通常通过假设短期利率上升以应对较高的增长和通货膨胀来确定。

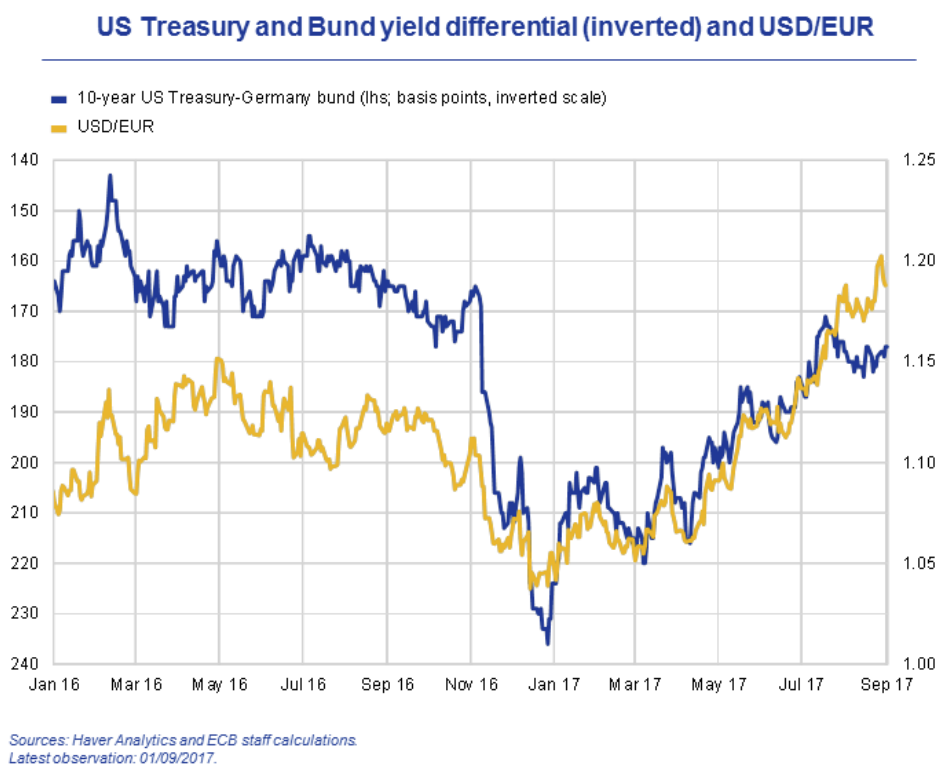
然而，目前的情况是，与货币政策策略相关的政策范围 - “中期”的概念，由于通货膨胀压力持续下滑，可能会更长。上周四我们对政策利率和APP的前瞻指引反映了这一评估。这意味着，与

过去的需求冲击相比，政策会更长时间地保持宽松，从而可能进一步阻碍任何以增长为主导的汇率升值的传导。而且由于目前欧元区的复苏主要是受到国内需求的驱动，因此欧元的强势可能会像危机后时期那样对增长的影响较弱。

所有这些证据都表明，**货币政策绝对不会孤立于汇率，而在复苏期间，货币政策的积极信心和刺激作用可能会抵消，至少部分抵消了紧缩政策预期引发的强势货币所带来的去通胀效应。**

幻灯片6

Disconnect emerging between long-term interest rate differential and USD/EUR



当然这也意味着随着时间的推移，不同冲击汇率波动的因素的影响会相应变化，那么我们对通货膨胀影响的评估也就不得不改变。对汇率的外部冲击，如果持续存在，可能导致金融状况无端收紧，对通货膨胀前景产生不良后果。如幻灯片6所示，**欧元兑美元汇率与美国与德国之间的长期利率差异正在出现脱钩，可能表明我们正在进入这种情况。在这种背景下，最近的汇率波动是一个需要监测的不确定因素。**

欧元区新凯恩斯主义IS曲线

这将我们引入第二个渠道：货币政策对实际经济活动的影响。

我们最近的注意力集中在菲利普斯曲线的性质上 - 在经济松弛情况下，曲线可能更平坦，非线性，甚至是错误的。到目前为止，我们相信非线性和广泛的劳动力市场松弛有可能解释通货膨胀近来的疲软。

一些观察家认为，由于货币政策未能刺激经济，价格受到的压力不足。他们认为，持续低通胀是非常规货币政策措施无效的证明。如果这是正确的，那么基于冲击的汇率传导背后的推理也部分被误导了。

不过，我认为这种说法反映了对货币政策如何运作的严重误解和简化。实际情况中，政策很少（例如通过汇率）直接影响到价格。在大多数情况下，货币政策通过其对消费，储蓄和投资的跨期分配的影响来传导到价格。如果价格调整缓慢，关键政策利率的下调降低了实际利率，从而刺激了利率敏感的支出。换句话说，如果我们想看看政策是否有效，或者经济是否对利率的变化变得不那么敏感，那么我们应该检验IS曲线的斜率，而不仅仅是菲利普斯曲线。

然而，对IS曲线的实证研究很少。而从货币政策的角度来看，少数研究报告从货币政策的角度来看也不那么令人鼓舞。他们通常发现，产出对实际利率的反应并不显著，**甚至会发现实际利率和产出之间的正相关关系**。鉴于大部分主流货币政策思维是建立在企业和家庭在作出经济决策时考虑到利率水平的观念的基础上，这些研究结果令人不安。

幻灯片7

**Estimated coefficients of a euro area
New Keynesian IS curve**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Lagged output	0.98*** (0.04)	0.96*** (0.03)	0.97*** (0.07)	0.98*** (0.04)	0.96*** (0.05)	0.96*** (0.03)	0.96*** (0.03)	0.91*** (0.07)	0.98*** (0.04)	0.98*** (0.04)
Output expectations							0.11** (0.04)	0.07 (0.08)		
Real ex ante interest rate gap	-0.06 (0.07)			-0.02 (0.08)						
Real ex post interest rate gap		-0.01 (0.06)								
Real ex ante interest rate			-0.01 (0.11)							
Real ex ante shadow rate gap					0.00 (0.04)					
Real ex ante bank rate gap						-0.13* (0.07)	-0.31*** (0.10)	-0.31** (0.13)		
FCI									0.19*** (0.05)	0.09* (0.05)

Source: ECB staff calculations.

Notes: Standard errors in parentheses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Sample: 1999Q1 to 2017Q2 except specifications (4) and (8), which are 1999Q1-2008Q2 and 2010Q1-2017Q2 respectively and specifications (9) and (10), which are 2005Q1 to 2017Q2 due to data availability.

为了说明IS曲线在实证上的失败，上图第1列显示了欧元区产出缺口的滞后项的回归系数和实际利率缺口的估计，即事前的实际利率和时变的实际利率的差异。除了产出不是前顾性的事实 - 这是一个标准的新凯恩斯主义IS曲线，产出缺口是根据欧盟委员会的估计，短期利率是3个月的Euribor，预期的通货膨胀是从欧洲央行的SPF中得来，自然利率则由Holston, Laubach和Williams (2016)的估算得出。

显然，在任何合理的置信水平下，实际利率缺口都不显著。如果我们使用实际的事后通货膨胀（设定2）而不是预期的通货膨胀，或者如果我们使用实际利率本身，而不是对自然利率的偏离（设定3），结论也是如此。

金融危机和使用非常规货币政策措施似乎也没有解释谜团：如果我们将样本限制在危机爆发前的时期（设定4），或者如果我们采取Wu和Xia估计的欧元区影子利率（2016年，用于模拟非常规货币政策措施在零下限的协同影响的测度。）（设定5），实际利率仍然不显著。

然而，我认为的是，短期利率不能很好地用于检验IS曲线。在欧元区这类银行本位的经济体中，短期利率可能不足以表征其货币政策立场，以及最终决定家庭和企业决策的金融状况。市场化融资与银行贷款之间的不完全可替代性已被Modigliani (1963) 确认，后来由Bernanke和Blinder (1988) 进行了改进。

回顾主权债务危机爆发后的时期，出现了金融市场断层，**银行间市场利率对私人部门的融资条件而言也是一种有偏的估计。换言之，除非有来自于短期利率的最终相关借款利率变化的完美传导，使用它将产生不确定的结果。**

这个猜想也受到数据的支持。在设定6中，**我们用非金融企业的综合银行借款成本替代了短期利率。如果我们使用这个基准，我们的IS曲线中的实际事前利率缺口发出了我们预期的信号，并在10%的置信水平上显着：利率缺口每缩小1个百分点，产出将增加0.13个百分点。**

一旦我们测算一个更接近于第一原则的新凯恩斯主义IS曲线 - 即产出也是前顾的，就像设定7中一样，利率渠道将变得更加强大。为此，我们加入了通过欧洲央行SPF收集的预期实际GDP增长率（提前六个季度）。

与以前在文献中的发现一样，产出似乎是前顾性的。值得注意的是，实际利率缺口在1%的水平上显着，表明实际利率缺口下降1个百分点后，产出将上涨0.3个百分点。也没有证据表明，随着非常态货币政策措施的出现，产出可能对实际银行贷款利率的变化变得不那么敏感：虽然样本很小，估计可能有偏，设定8表明，当我们估算同样的前顾IS曲线（2010年主权债务危机爆发时），系数没有发生变化。

换句话说，这些估计显示，自**2014年6月推出宽松措施以来，我们所观察到的产出缺口下降的四分之一可以直接由我们的宽松措施对银行贷款利率的影响来解释，甚至在控制对预期通货膨胀的间接积极影响之后也是如此。**这些估算非常接近欧洲央行其他内部工作人员的估算——使用更复杂的期限结构和一般均衡模型测算我们的措施对经济增长的影响。

因此，**货币政策在刺激总需求方面也不是没有效用的，在接近利率有效下限时亦是如此。通货膨胀仍然低迷的事实反映了第三个传导阶段（从经济活动到价格）所受到的制约，这通常不在货币政策控制范围之内。**

在结束之前，我想说明最后一点。银行贷款利率无疑是解释欧元区产出变动的关键变量。我今天提供的证据进一步强调了这一点。同时，与企业 and 家庭最终相关的金融状况可能比之更广泛。其中 - 汇率 - 我在我的发言中已经详细地讨论过。其他因素可能包括通常与住房抵押贷款相关的股票价格或长期利率。

总结这些因素的一个方法是使用金融状况指数（FCI）。我的同事Peter Praet今年早些时候就这类指数做了详细的演讲，我强烈推荐阅读。我想在这里重点关注这些广泛的经济活动指标的相关性。

如幻灯片7的第9列所示，FCI在新凯恩斯主义IS曲线中显著性非常高，这不太可能是统计假象。进一步的证据是，我们不能像现在通常在学术文献中一样简单地将货币政策的影响分析归为简

单的短期利率分析。

那么问题就不再是在测算中使用哪个金融状况变量，而是如何衡量它们的权重，以反映出它们对产出和最终通货膨胀的影响。例如，幻灯片7中的最后一个设定使用了一个FCI，其中汇率的权重大得多，这符合我之前提到的经验法则，这反映了对通货膨胀的强力传导。有趣的是，这个FCI的拟合效果并不好，并且在10%的水平上恰好显著，这可能意味着汇率传导可能低于这样的经验法则。

但是正如我刚才解释的那样，即使汇率的权重较小，也不可能完全掌握各时刻各种金融变量的相对重要性。也就是说，如果金融状况变化对通货膨胀的影响取决于经济状况，那么理想情况下，FCI将基于时变权重。这是未来研究的思路。

结论

Wicksell在1898年提出的实际利率缺口和经济活动之间的负相关关系是现代中央银行操作的支柱。随着非常规货币政策措施的出现，这种关系并没有消失。通过放松基于市场的金融状况，以及通过对银行向借款人提供的实际利率施加压力，即使短期利率接近有效下限，中央银行也可以刺激总需求。

这种关系的有效性对于评估货币政策导致的汇率变动的价格影响也是至关重要的。随着政策有效推动增长，由于预期未来货币政策态度收紧引发货币升值的去通货膨胀效应可能会由于经济前景的改善而得到缓解或抵消。然而，汇率的外部冲击，如果持续存在，可能导致金融状况无端收紧，对通货膨胀前景产生不良后果。